

强大于市

房地产行业第 12 周周报（2025 年 3 月 15 日-2025 年 3 月 21 日）

本周楼市成交同环比持续正增长；1-2 月统计局口径销售动能减弱

新房成交面积环比涨幅扩大，同比涨幅收窄。二手房成交面积同环比涨幅均收窄。新房库存面积环比由正转负、同比降幅扩大，去化周期同环比均下降。

核心观点

- 新房成交面积环比涨幅扩大，同比涨幅收窄，销售动能减弱，一、二线城市同环比仍能保持正增长。40 个城市新房成交面积为 294.7 万平，环比上升 23.7%，同比上升 5.3%，同比涨幅较上周收窄了 10.6 个百分点。一、二、三四线城市环比增速分别为 9.2%、17.2%、53.3%，同比增速分别为 22.1%、2.3%、-2.4%。其中一、二线城市同比涨幅较上周分别收窄了 17.0、13.1 个百分点，三四线城市同比降幅较上周收窄了 3.3 个百分点。
- 二手房成交面积同环比涨幅均收窄，销售动能减弱，仅一线城市同环比均保持正增长。18 个城市成交面积为 220.4 万平，环比上升 2.1%，同比上升 6.8%，同比涨幅较上周收窄了 10.4 个百分点。一、二、三四线城市环比增速分别为 2.2%、-1.0%、12.9%，同比增速分别为 37.3%、-11.4%、-0.1%。其中，一线城市同比涨幅较上周收窄了 9.0 个百分点，二线城市同比降幅较上周扩大了 10.8 个百分点，三四线城市同比增速较上周下降了 8.8 个百分点。
- 新房库存面积环比由正转负、同比降幅扩大，去化周期同环比均下降。12 个城市新房库存面积为 8890 万平，环比增速为 -0.3%，同比增速为 -16.5%；去化周期为 14.5 个月，环比下降 0.1 个月，同比下降 12.2 个月。一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 15.9、11.1、37.5 个月，一、三四线城市环比分别下降 0.1、0.2 个月，二线城市环比持平，一、二、三四线城市同比分别下降 9.8、14.3、40.9 个月。
- 土地市场环比量升价跌、同比量价齐跌，溢价率同环比均上升。百城成交土地规划建面为 801.4 万平，环比上升 83.0%，同比下降 44.4%；成交土地总价为 125.5 亿元，环比上升 56.5%，同比下降 58.8%；楼面均价为 1565.7 元/平，环比下降 14.5%，同比下降 25.9%；土地溢价率为 4.0%，环比提升 2.6 个百分点，同比上升 2.0 个百分点。
- 房企国内债券发行规模环比上升、同比下降。房地产行业国内债券总发行量为 128.9 亿元，环比上升 50.3%，同比下降 31.5%（前值：-40.7%）。总偿还量为 196.6 亿元，环比上升 19.4%，同比上升 28.6%（前值：-27.7%）；净融资额为 -67.6 亿元。
- 板块收益有所下降。房地产行业绝对收益为 -1.2%，较上周下降 1.6pct，房地产行业相对收益（相对沪深 300）为 1.1%，较上周上升 2.2pct。房地产板块 PE 为 21.30X，较上周上升 0.45X。
- 本周公布的 2025 年 1-2 月的统计局数据显示销售同比降幅较 2024 年 12 月有所扩大，去年 9 月末以来的政策对于需求的带动效果正边际减弱。2025 年 1-2 月销售面积同比下降 5.1%，降幅较 2024 年 12 月扩大了 4.6 个百分点；销售金额同比下降 2.6%，增速较 2024 年 12 月下降了 5.0 个百分点。考虑到 1-2 月是传统销售淡季，较 12 月降幅扩大在预期之中，但销售动能确实继去年 10 月以来有所下滑。从房价数据来看，2 月 70 大中城市新房房价环比下降 0.1%，二手房房价环比下跌 0.3%，环比降幅均与 1 月持平，虽然房价的降幅基本稳住，环比跌幅并未扩大，但要注意的是房价下跌的城市数量有所增加。此外，从投资端来看，1-2 月房地产投资同比降幅小幅收窄，主要是因为土地投资有所修复，施工建安投资仍然承压。2025 年 1-2 月开发投资金额同比下降 9.8%，降幅较 2024 年 12 月收窄了 3.5 个百分点。

政策

- 本周，深圳发布住房公积金贷款新规，个人最高额度从 50 万元提高至 60 万元，家庭从 90 万元提高至 110 万元，首套最高额度上浮比例从 20% 提升至 40%。广州正式启动首批配售型保障房的申购意向预登记工作，推出首批 1336 套配售型保障房的房源，分别位于黄埔区的萝岗和苑（936 套）和白云区的嘉翠苑（400 套），销售基准价分别为 15800 元/平、17300 元/平，价格基本上为周边在售商品房价格的六折左右，均为现房认购，并实行 3 年期的封闭管理。河南从贷款门槛、额度等方面进行了优化升级。桂林购买保障性住房申请住房公积金贷款首付比例降至 15%。济宁将职工家庭购买现房申请住房公积金贷款额度上浮 10%。安徽印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》，放宽合肥主城区落户限制。

投资建议

- 当前房地产“止跌回稳”主基调不变，提振需求是首要任务，从高频数据来看，目前市场仍然维持缓慢复苏的势头。后续的市场修复能否得到巩固，一方面依赖于需求端宽松政策的进一步扩底。另一方面，货币化旧改和收储进度也将继续成为 2025 年的重要主线。从标的来看，一方面，流动性安全、重仓高能级城市、产品力突出的房企或更具备 α 属性；另一方面，得益于化债、政策纾困、销售改善等多重逻辑下的困境反转的标的或具备更大的估值修复弹性。
- 现阶段我们建议关注四条主线：1) 基本面稳定、在一二线核心城市的销售和土储占比高、在重点城市的市占率较高的房企：绿城中国、滨江集团、华润置地、招商蛇口、越秀地产。2) 从 2024 年以来在销售和拿地上都有显著突破的“小而美”房企：保利置业、城投控股。3) 经营或策略上有增量或变化的房企：金地集团、龙湖集团、信达地产。4) 受益于二手房市场持续量价修复的房地产经纪公司：贝壳、我爱我家。

风险提示

- 房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

相关研究报告

《70 城房价环比跌幅持续收窄，一线新房房价止跌》（2024/12/17）

《“旧改为主、收储为辅”贯穿 2025 年地产行业主线》（2024/12/14）

《住房交易税收政策调整，体现政府让利意愿及稳定房地产市场的决心》（2024/11/14）

《房贷利率机制调整超预期，沪深广松绑行政政策；看好地产板块行情延续！》（2024/09/30）

《央行拟于近期降准并引导 LPR 及存量房贷利率下降；北京拟适时取消普宅与非普分类标准》（2024/09/27）

《政治局会议首提“促进房地产市场止跌回稳”，地产拐点已至》（2024/09/26）

《房地产行业 2024 年中期策略——下半年地产空间在哪？》（2024/07/30）

《这轮地产政策能刺激多少需求？》（2024/05/21）

《为什么是 3000 亿？》（2024/05/21）

《这次地产不一样？》（2024/05/13）

《房地产行业 2024 年度策略——行业寒冬尚在延续，房企能否行稳致远？》（2024/01/03）

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
房地产

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

目录

1 重点城市新房市场、二手房市场及库存跟踪	6
1.1 重点城市新房成交情况跟踪	6
1.2 重点城市新房库存情况跟踪	7
1.3 重点城市二手房成交情况跟踪	8
2 百城土地市场跟踪	10
2.1 百城成交土地（全类型）市场情况跟踪	10
2.2 百城成交土地（住宅类）市场情况跟踪	12
3 本周行业政策梳理	14
4 本周板块表现回顾	16
5 本周重点公司公告	18
6 本周房企债券发行情况	21
7 投资建议	23
8 风险提示	24
9 附录	25

图表目录

图表 1. 40 个城市新房成交套数为 2.7 万套，环比上升 25.6%，同比上升 2.5%.....	6
图表 2. 新房成交面积为 294.7 万平方米，环比上升 23.7%，同比上升 5.3%.....	6
图表 3. 一、二、三四线城市新房成交套数环比增速分别.....	6
为 15.5%、13.2%、62.3%	6
图表 4. 一、二、三四线城市新房成交面积环比增速分别为 9.2%、17.2%、	6
53.3%	6
图表 5. 一、二、三四线城市新房成交套数同比增速分别为 27.2%、-7.5%、	6
2.6%	6
图表 6. 一、二、三四线城市新房成交面积同比增速分别为 22.1%、2.3%、-	6
2.4%	6
图表 7. 12 个城市新房库存套数为 143.6 万套，环比增速为-0.2%，同比增速为-	7
15.5%	7
图表 8. 一、二、三四线城市新房库存套数环比增速分别为-0.4%、-0.1%、-	7
0.4%	7
图表 9. 一、二、三四线城市新房库存套数同比增速分别为-13.7%、-24.7%、	7
3.3%	7
图表 10. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期分别为 22.0、16.0、44.1 个	7
月	7
图表 11. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期环比增速分别为 5.4%、	7
10.6%、1.2%	7
图表 12. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期同比增速分别为-22.9%、-	7
40.1%、-49.0%	7
图表 13. 12 个城市新房库存面积为 8890 万平方米，环比增速为-0.3%，同比增速	8
为-16.5%	8
图表 14. 一、二、三四线城市新房库存面积环比增速分别为-0.3%、-0.4%、-	8
0.3%	8
图表 15. 一、二、三四线城市新房库存面积同比增速分别为-15.4%、-21.4%、	8
2.0%	8
图表 16. 一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 15.9、11.1、37.5 个	8
月	8
图表 17. 一、二、三四线城市新房库存面积去化周期环比增速分别为-0.9%、	8
0.0%、-0.4%	8
图表 18. 一、二、三四线城市新房库存面积去化周期同比增速分别为-38.0%、-	8
56.3%、-52.2%	8
图表 19. 18 个城市二手房成交套数为 2.5 万套，环比上升 1.5%，同比上升	9
21.1%	9
图表 20. 18 个城市二手房成交面积为 220.4 万平方米，环比上升 2.1%，同比上升	9
6.8%	9
图表 21. 一、二、三四线城市二手房成交套数环比增速分别为 1.8%、-0.6%、	9
10.7%	9

图表 22. 一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别 2.2%、-1.0%、12.9%	9
图表 23. 一、二、三四线城市二手房成交套数同比增速分别为 35.5%、19.8%、-6.0%	9
图表 24. 一、二、三四线城市二手房成交面积同比增速分别为 37.3%、-11.4%、-0.1%	9
图表 25. 百城成交土地规划建筑面积为 801.4 万平方米，环比上升 83.0%，同比下降 44.4%	10
图表 26. 百城成交土地总价为 125.5 亿元，环比上升 56.5%，同比下降 58.5% ..	10
图表 27. 成交土地楼面均价为 1565.7 元/平，环比下降 14.5%，同比下降 25.9% ..	10
图表 28. 百城成交土地溢价率为 4.0%	10
图表 29. 一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为-16.2%、157.4%、46.5%	11
图表 30. 一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速为-79.7%、-35.6%、-44.9%	11
图表 31. 一、二、三线城市成交土地总价环比增速分别为-93.6%、425.8%、45.9%	11
图表 32. 一、二、三线城市成交土地总价同比增速分别为-98.2%、40.2%、-69.0%	11
图表 33. 一、二、三线城市成交土地楼面均价环比增速分别为-92.4%、104.3%、-0.4%	11
图表 34. 一、二、三线城市成交土地楼面均价同比增速分别为-91.1%、117.5%、-43.7%	11
图表 35. 一、二、三线城市平均土地溢价率分别为 0.0%、5.2%、3.8%	11
图表 36. 百城成交住宅土地规划建筑面积为 91.4 万平方米，环比上升 45.7%，同比下降 50.1%	12
图表 37. 百城成交住宅土地总价为 87.2 亿元，环比上升 157.6%，同比下降 58.3%	12
图表 38. 百城成交住宅土地楼面均价为 9538.4 元/平方米，环比上升 76.8%，同比下降 16.5%	12
图表 39. 百城成交住宅类用地溢价率为 12.4%	12
图表 40. 三线城市住宅类用地成交土地规划建筑面积环比增速分别为-69.0%	12
图表 41. 二、三线城市住宅类用地成交土地规划建筑面积同比增速分别为 64.9%、-84.4%	12
图表 42. 三线城市住宅成交土地总价环比增速分别为-4.9%	13
图表 43. 二、三线城市住宅成交土地总价同比增速为 86.3%、-75.2%	13
图表 44. 三线城市住宅成交楼面均价环比增速分别为 207.0%	13
图表 45. 二、三线城市住宅成交楼面均价同比增速为 12.9%、58.6%	13
图表 46. 二、三线城市住宅类成交土地溢价率分别为 13.0%、10.6%	13
图表 47. 2025 年第 12 周大事件	15
图表 48. 房地产行业绝对收益为-1.2%，较上周下降 1.6 个百分点	16
图表 49. 房地产行业相对沪深 300 收益为 1.1%，较上周上升 2.2 个百分点	16

图表 50. 房地产板块 PE 为 21.30X, 较上周上升 0.45X.....	17
图表 51. A 股涨跌幅靠前的三家公司依次为华侨城 A、招商蛇口、保利发展.....	17
图表 52. 港股涨跌靠前的三家公司依次为建发国际集团、华润置地、中国海外发展.....	17
图表 53. 2025 年第 12 周 (3 月 15 日-3 月 21 日) 重点公司公告汇总	19
续图表 53. 2025 年第 12 周 (3 月 15 日-3 月 21 日) 重点公司公告汇总	20
图表 54. 2025 年第 12 周房地产行业国内债券总发行量为 128.9 亿元, 环比上升 50.3%, 同比下降 31.5%	21
图表 55. 2025 年第 12 周国内债券总偿还量为 196.6 亿元, 环比上升 19.4%, 同比上升 28.6%	21
图表 56. 2025 年第 12 周房地产行业国内债券净融资额为-67.6 亿元	21
图表 57. 本周债券发行量最大的房企为上海金茂、首开股份、上海地产房屋租赁有限公司、安居控股, 发行量分别为 16.0、16.0、13.6、13.0 亿元.....	22
图表 58. 本周债券偿还量最大的房企为上海金茂、远洋控股、苏高新集团, 偿还量分别为 86.9、20.0、14.4 亿元.....	22
图表 59. 报告中提及上市公司估值表.....	23
图表 60. 城市数据选取清单	25

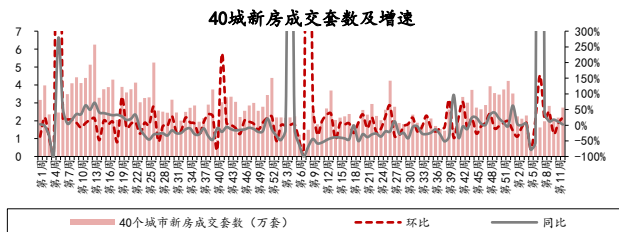
1 重点城市新房市场、二手房市场及库存跟踪

本周（第12周：3月15日-3月21日）相比于上周，新房成交面积环比涨幅扩大，同比涨幅收窄；二手房成交面积同环比涨幅均收窄；新房库存面积同环比均下降。一、三四线城市新房库存面积去化周期同环比均下降，二线城市新房库存面积去化周期环比持平、同比下降。

1.1 重点城市新房成交情况跟踪

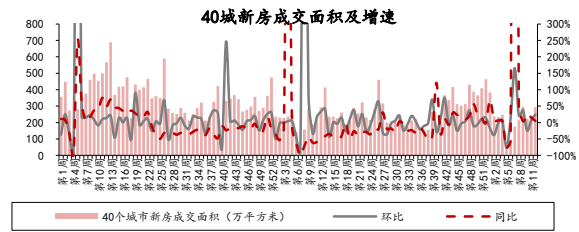
本周40个城市新房成交套数为2.7万套，环比涨幅扩大，环比上升25.6%，同比涨幅收窄，同比上升2.5%；新房成交面积为294.7万平方米，环比涨幅扩大，环比上升23.7%，同比涨幅收窄，同比上升5.3%。分城市能级来看，一、二、三四线城市新房成交套数分别为0.7、1.2、0.8万套，环比增速分别为15.5%、13.2%、62.3%，同比增速分别为27.2%、-7.5%、2.6%。一、二、三四线城市新房成交面积分别为63.5、146.1、85.1万平方米，环比增速分别为9.2%、17.2%、53.3%，同比增速分别为22.1%、2.3%、-2.4%。

图表 1. 40个城市新房成交套数为 2.7 万套，环比上升 25.6%，同比上升 2.5%



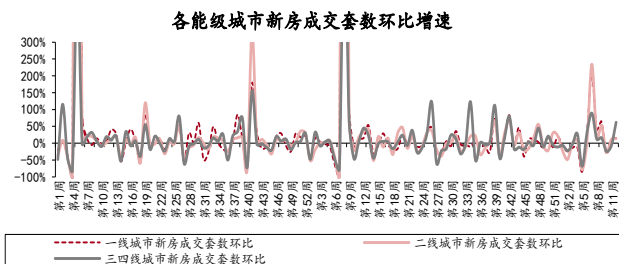
资料来源：同花顺，中银证券

图表 2. 新房成交面积为 294.7 万平方米，环比上升 23.7%，同比上升 5.3%



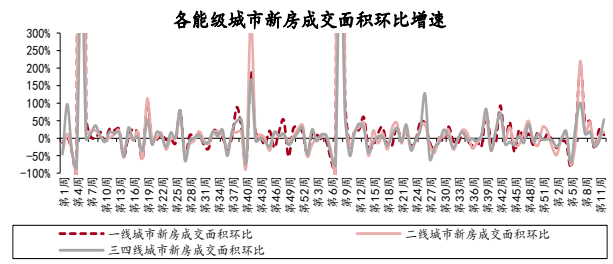
资料来源：同花顺，中银证券

图表 3. 一、二、三四线城市新房成交套数环比增速分别为 15.5%、13.2%、62.3%



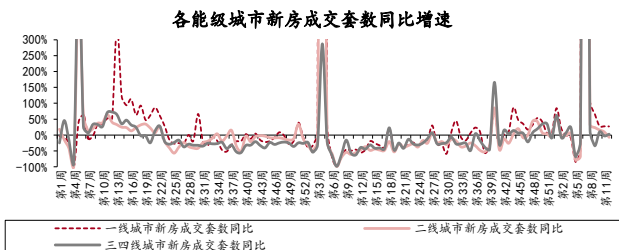
资料来源：同花顺，中银证券

图表 4. 一、二、三四线城市新房成交面积环比增速分别为 9.2%、17.2%、53.3%



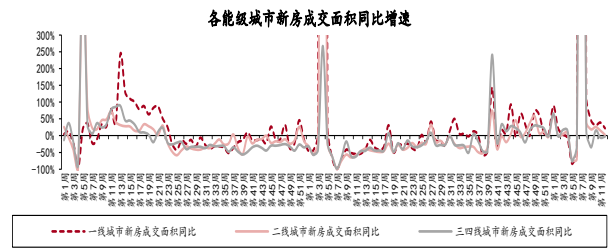
资料来源：同花顺，中银证券

图表 5. 一、二、三四线城市新房成交套数同比增速分别为 27.2%、-7.5%、2.6%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 6. 一、二、三四线城市新房成交面积同比增速分别为 22.1%、2.3%、-2.4%



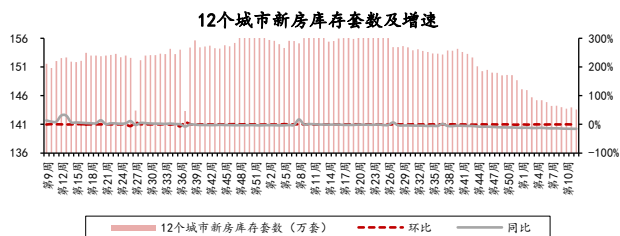
资料来源：同花顺，中银证券

1.2 重点城市新房库存情况跟踪

12个城市新房库存套数为143.6万套，环比增速为-0.2%，同比增速为-15.5%，一、二、三四线城市新房库存套数分别为60.5、78.6、4.6万套，环比增速分别为-0.4%、-0.1%、-0.4%，同比增速分别为-13.7%、-24.7%、3.3%。四座一线城市北京、上海、广州、深圳的新房库存套数分别为35.6、6.2、13.7、5.0万套，环比增速分别为-0.5%、0.4%、-0.4%、-1.2%，北京、上海、广州、深圳的同比增速分别为-8.6%、-8.0%、-10.0%、-45.5%。

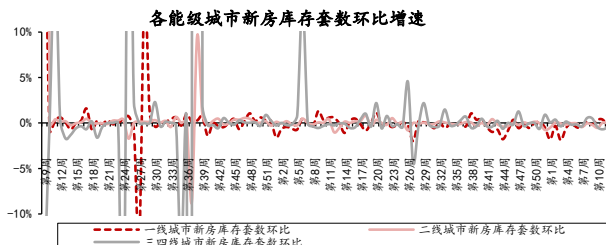
在新房库存套数去化周期方面，12个城市新房库存套数去化周期为21.0个月，环比上升1.3个月，同比下降7.9个月。一、二、三四线城市新房库存套数去化周期分别为22.0、16.0、44.1个月，一、二、三四线城市环比分别上升1.1、1.5、0.5个月，一、二、三四线城市同比分别下降6.5、10.7、42.4个月。四座一线城市北京、上海、广州、深圳的新房库存套数去化周期分别为47.5、8.2、14.8、15.2个月，北京、上海、广州、深圳环比分别上升1.2、0.5、0.9、1.2个月，北京同比上升7.2个月，上海、广州、深圳同比分别下降3.0、7.0、31.1个月。

图表 7. 12个城市新房库存套数为143.6万套，环比增速为-0.2%，同比增速为-15.5%



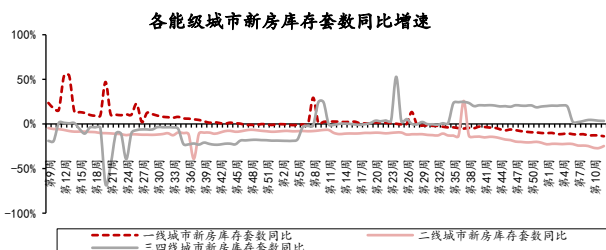
资料来源：同花顺，中银证券

图表 8. 一、二、三四线城市新房库存套数环比增速分别为-0.4%、-0.1%、-0.4%



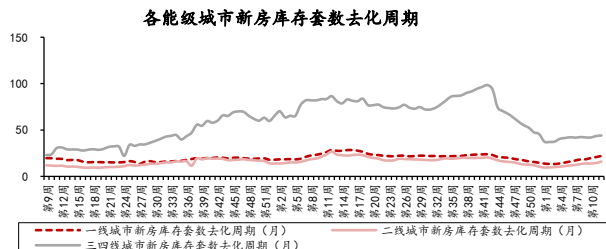
资料来源：同花顺，中银证券

图表 9. 一、二、三四线城市新房库存套数同比增速分别为-13.7%、-24.7%、3.3%



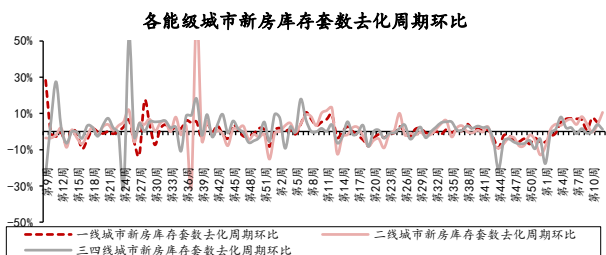
资料来源：同花顺，中银证券

图表 10. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期分别为22.0、16.0、44.1个月



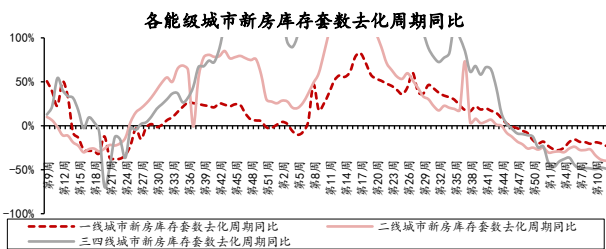
资料来源：同花顺，中银证券

图表 11. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期环比增速分别为5.4%、10.6%、1.2%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 12. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期同比增速分别为-22.9%、-40.1%、-49.0%

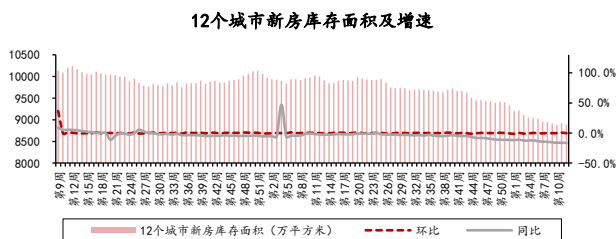


资料来源：同花顺，中银证券

12个城市新房库存面积为8890万平方米，环比增速为-0.3%，同比增速为-16.5%。一、二、三四线城市新房库存面积分别为5924、4842、552万平方米，一、二、三四线城市环比增速分别为-0.3%、-0.4%、-0.3%，同比增速分别为-15.4%、-21.4%、2.0%。

在新房库存面积去化周期方面，12个城市新房库存面积去化周期为14.5个月，环比下降0.1个月，同比下降12.2个月。一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为15.9、11.1、37.5个月，一、三四线城市环比分别下降0.1、0.2个月，二线城市环比持平，一、二、三四线城市同比分别下降9.8、14.3、40.9个月。

图表 13. 12个城市新房库存面积为8890万平方米，环比增速为-0.3%，同比增速为-16.5%



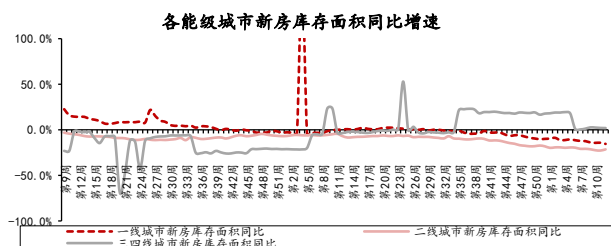
资料来源：同花顺，中银证券

图表 14. 一、二、三四线城市新房库存面积环比增速分别为-0.3%、-0.4%、-0.3%



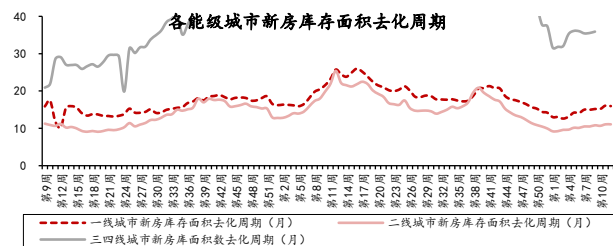
资料来源：同花顺，中银证券

图表 15. 一、二、三四线城市新房库存面积同比增速分别为-15.4%、-21.4%、2.0%



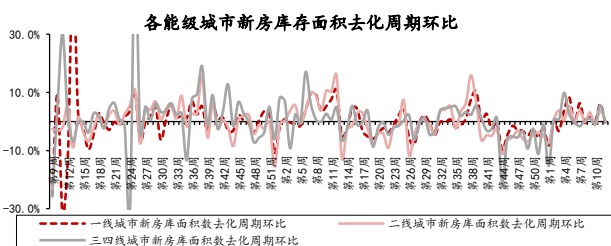
资料来源：同花顺，中银证券

图表 16. 一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为15.9、11.1、37.5个月



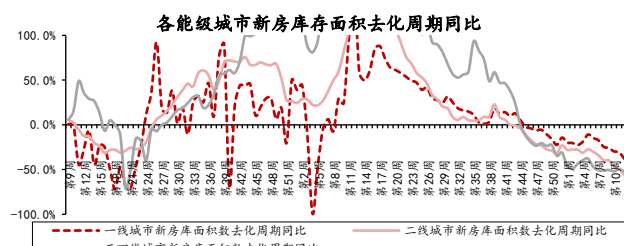
资料来源：同花顺，中银证券

图表 17. 一、二、三四线城市新房库存面积去化周期环比增速分别为-0.9%、0.0%、-0.4%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 18. 一、二、三四线城市新房库存面积去化周期同比增速分别为-38.0%、-56.3%、-52.2%

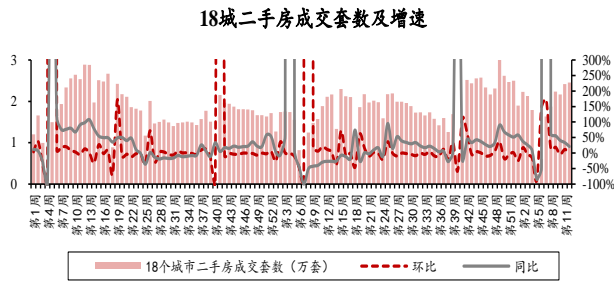


资料来源：同花顺，中银证券

1.3 重点城市二手房成交情况跟踪

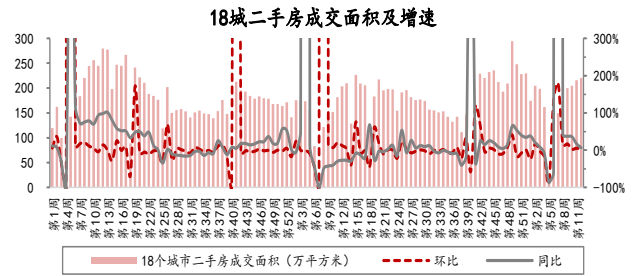
本周18个城市二手房成交套数为2.5万套，环比上升1.5%，同比上升21.1%；成交面积为220.4万平方米，环比上升2.1%，同比上升6.8%。从各城市能级来看，一、二、三四线城市二手房成交套数分别为0.6、1.5、0.4万套，环比增速分别为1.8%、-0.6%、10.7%，同比增速分别为35.5%、19.8%、-6.0%；一、二、三四线城市成交面积分别为54.3、125.2、40.8万平方米，一、二、三四线城市环比增速分别为2.2%、-1.0%、12.9%，同比增速分别为37.3%、-11.4%、-0.1%。

图表 19. 18 个城市二手房成交套数为 2.5 万套，环比上升 1.5%，同比上升 21.1%



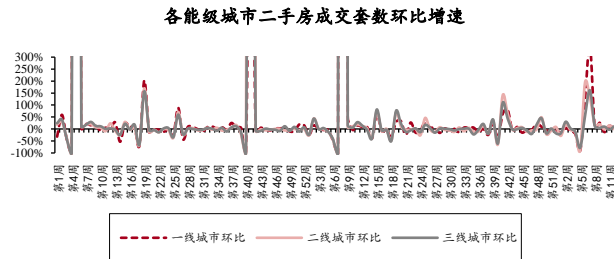
资料来源：同花顺，中银证券

图表 20. 18 个城市二手房成交面积为 220.4 万平方米，环比上升 2.1%，同比上升 6.8%



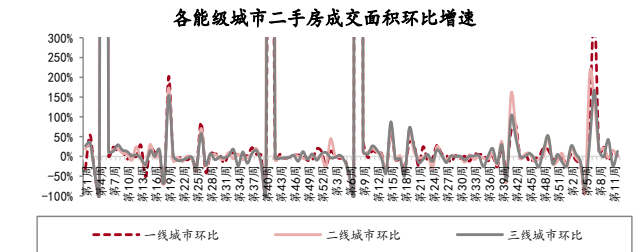
资料来源：同花顺，中银证券

图表 21. 一、二、三四线城市二手房成交套数环比增速分别为 1.8%、-0.6%、10.7%



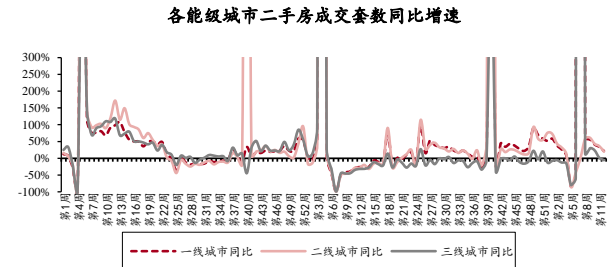
资料来源：同花顺，中银证券

图表 22. 一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别 2.2%、-1.0%、12.9%



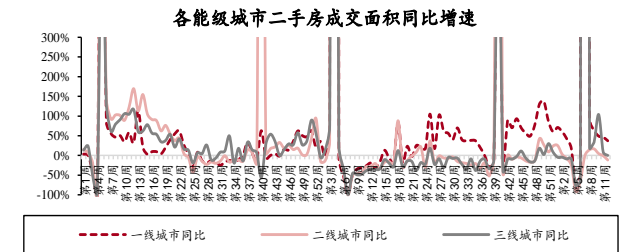
资料来源：同花顺，中银证券

图表 23. 一、二、三四线城市二手房成交套数同比增速分别为 35.5%、19.8%、-6.0%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 24. 一、二、三四线城市二手房成交面积同比增速分别为 37.3%、-11.4%、-0.1%



资料来源：同花顺，中银证券

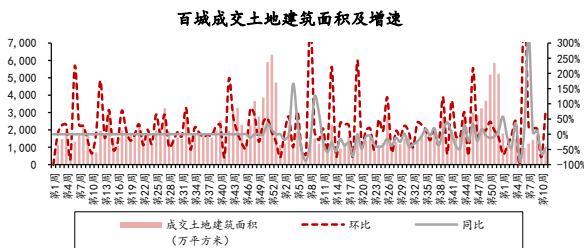
2 百城土地市场跟踪

土地市场方面，我们选取 2025 年第 11 周（3 月 10 日-3 月 16 日）的数据，土地市场环比量升价跌、同比量价齐跌，溢价率同环比均上升。从城市能级来看，一线城市同环比量跌价跌，二线城市环比量价齐升、同比量跌价升，三线城市环比量升价跌、同比量价齐跌；一线城市溢价率同环比均下降，二、三线城市溢价率同环比均上升。

2.1 百城成交土地（全类型）市场情况跟踪

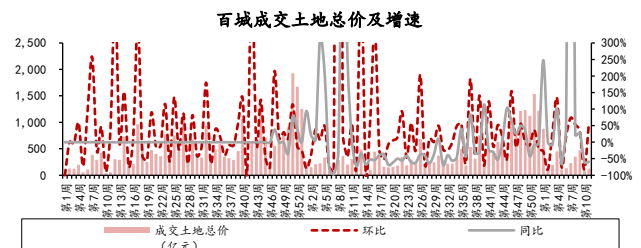
百城全类型成交土地规划建筑面积为 801.4 万平方米，环比上升 83.0%，同比下降 44.4%；成交土地总价为 125.5 亿元，环比上升 56.5%，同比下降 58.5%；成交土地楼面均价为 1565.7 元/平，环比下降 14.5%，同比下降 25.9%；百城成交土地溢价率为 4.0%，环比上升 2.6 个百分点，同比上升 2.0 个百分点。

图表 25. 百城成交土地规划建筑面积为 801.4 万平方米，环比上升 83.0%，同比下降 44.4%



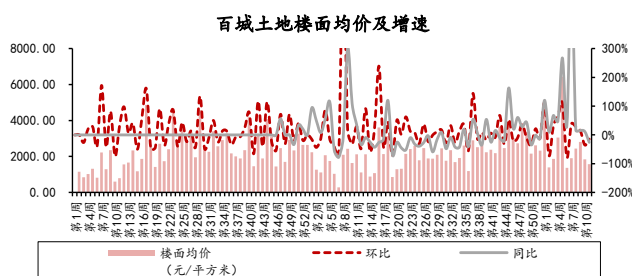
资料来源：中指院，中银证券

图表 26. 百城成交土地总价为 125.5 亿元，环比上升 56.5%，同比下降 58.5%



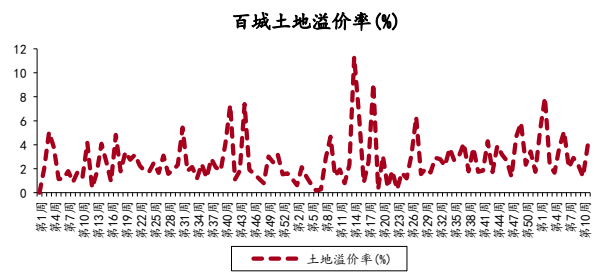
资料来源：中指院，中银证券

图表 27. 成交土地楼面均价为 1565.7 元/平，环比下降 14.5%，同比下降 25.9%



资料来源：中指院，中银证券

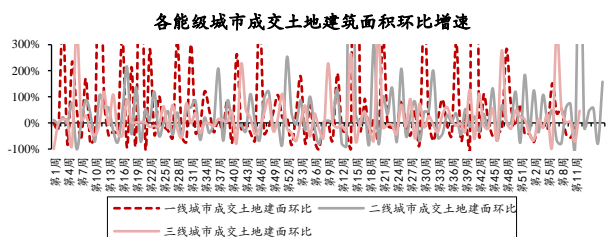
图表 28. 百城成交土地溢价率为 4.0%



资料来源：中指院，中银证券

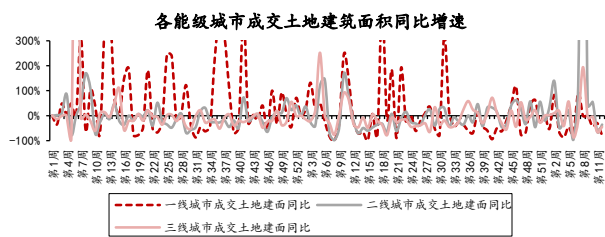
从城市能级来看，一、二、三线城市成交土地规划建筑面积分别为 31.8、425.6、344.0 万平方米，一、二、三线城市环比增速分别为 -16.2%、157.4%、46.5%，同比增速分别为 -79.7%、-35.6%、-44.9%；一、二、三线城市成交土地总价分别为 2.9、101.2、21.4 亿元，一、二、三线城市环比增速分别为 -93.6%、425.8%、45.9%，同比增速分别为 -98.2%、40.2%、-69.0%；一、二、三线城市平均楼面价分别为 927、2377、621 元/平，一、二、三线城市环比增速分别为 -92.4%、104.3%、-0.4%，同比增速分别为 -91.1%、117.5%、-43.7%；一、二、三线城市平均土地溢价率分别为 0.0%、5.2%、3.8%，一、二、三线城市环比增速分别为 -9.9%、4.6%、3.7%，一、二、三线城市同比增速分别为 -5.2%、4.1%、1.7%。

图表 29. 一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为-16.2%、157.4%、46.5%



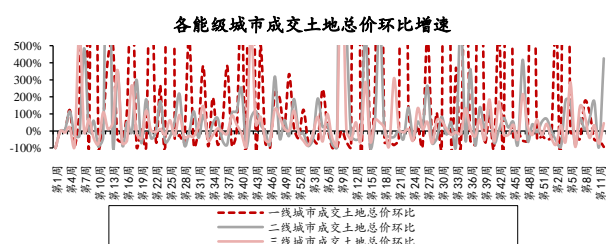
资料来源：中指院，中银证券

图表 30. 一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速为-79.7%、-35.6%、-44.9%



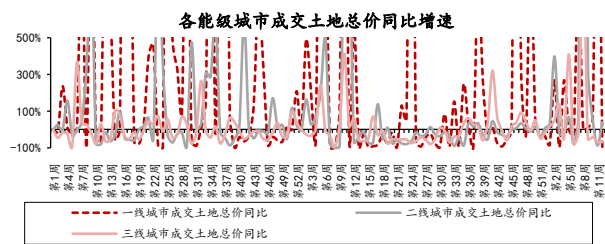
资料来源：中指院，中银证券

图表 31. 一、二、三线城市成交土地总价环比增速分别为-93.6%、425.8%、45.9%



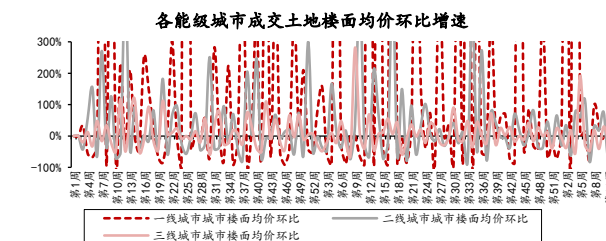
资料来源：中指院，中银证券

图表 32. 一、二、三线城市成交土地总价同比增速分别为-98.2%、40.2%、-69.0%



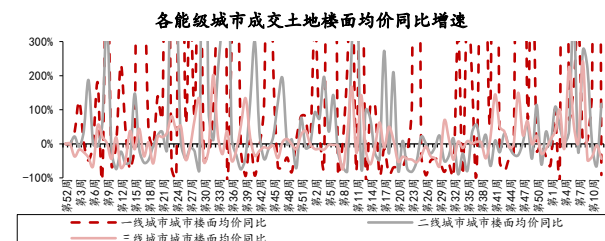
资料来源：中指院，中银证券

图表 33. 一、二、三线城市成交土地楼面均价环比增速分别为-92.4%、104.3%、-0.4%



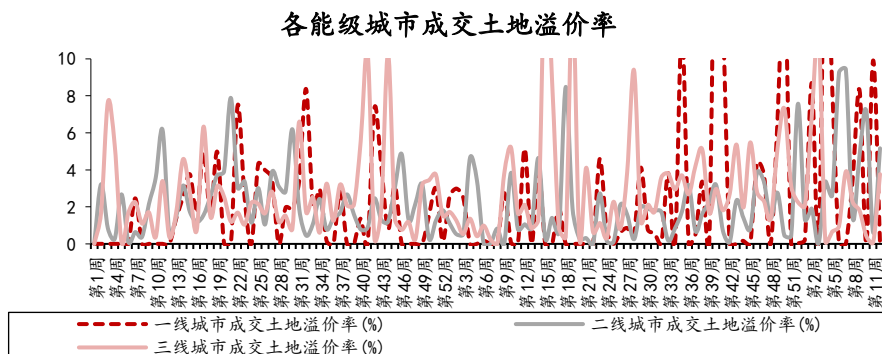
资料来源：中指院，中银证券

图表 34. 一、二、三线城市成交土地楼面均价同比增速分别为-91.1%、117.5%、-43.7%



资料来源：中指院，中银证券

图表 35. 一、二、三线城市平均土地溢价率分别为 0.0%、5.2%、3.8%

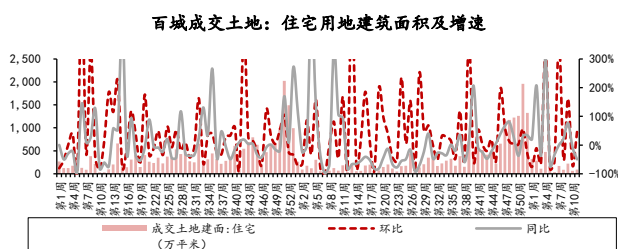


资料来源：中指院，中银证券

2.2 百城成交土地（住宅类）市场情况跟踪

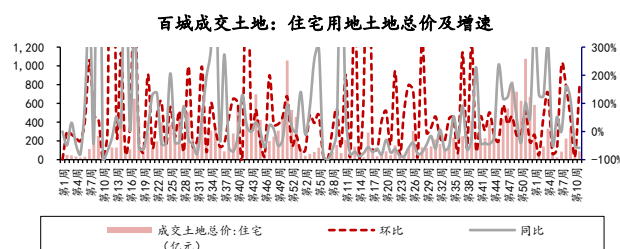
百城成交住宅土地规划建筑面积为 91.4 万平方米，环比上升 45.7%，同比下降 50.1%；成交住宅土地总价为 87.2 亿元，环比上升 157.6%，同比下降 58.3%；成交住宅土地楼面均价为 9538.4 元/平方米，环比上升 76.8%，同比下降 16.5%；百城成交住宅类用地溢价率为 12.4%，环比上升 2.4 个百分点，同比上升 8.8 个百分点。

图表 36. 百城成交住宅土地规划建筑面积为 91.4 万平方米，环比上升 45.7%，同比下降 50.1%



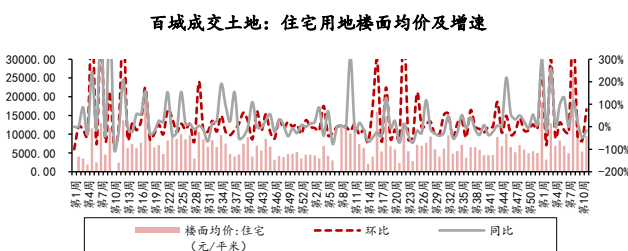
资料来源：中指院，中银证券

图表 37. 百城成交住宅土地总价为 87.2 亿元，环比上升 157.6%，同比下降 58.3%



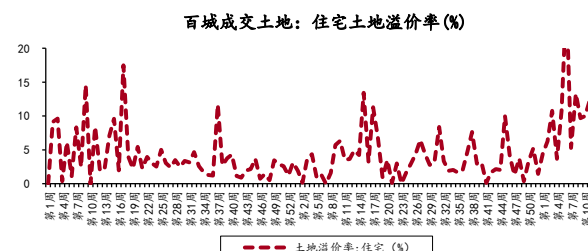
资料来源：中指院，中银证券

图表 38. 百城成交住宅土地楼面均价为 9538.4 元/平方米，环比上升 76.8%，同比下降 16.5%



资料来源：中指院，中银证券

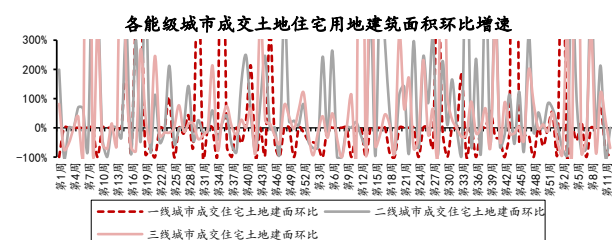
图表 39. 百城成交住宅类用地溢价率为 12.4%



资料来源：中指院，中银证券

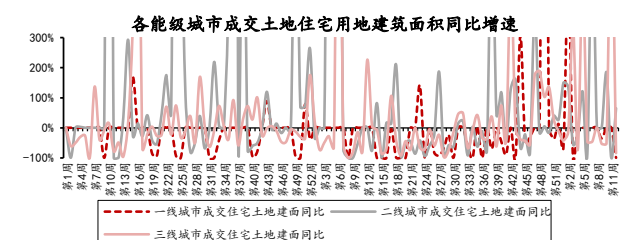
从不同城市能级的住宅类土地市场情况来看，本周二、三线城市住宅类成交土地建筑面积分别为 74.5、16.8 万平方米，三线城市环比增速为-69.0%，二、三线城市同比增速分别为 64.9%、-84.4%；二、三线城市住宅类成交土地总价分别为 80.3、6.9 亿元，三线城市环比增速为-4.9%，二、三线城市同比增速分别为 86.3%、-75.2%；二、三线城市住宅类平均楼面价分别为 10770、4085 元/平，三线城市环比增速 207.0%，二、三线城市同比增速分别为 12.9%、58.6%；二、三线城市平均住宅类成交土地溢价率分别为 13.0%、10.6%，三线城市环比上升 10.6 个百分点，二线城市同比上升 10.0 个百分点、三线城市同比上升 10.6 个百分点。

图表 40. 三线城市住宅类用地成交土地规划建筑面积环比增速分别为-69.0%



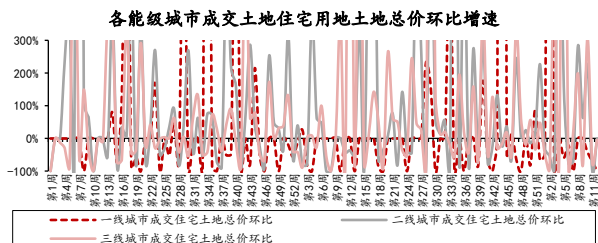
资料来源：中指院，中银证券

图表 41. 二、三线城市住宅类用地成交土地规划建筑面积同比增速分别为 64.9%、-84.4%



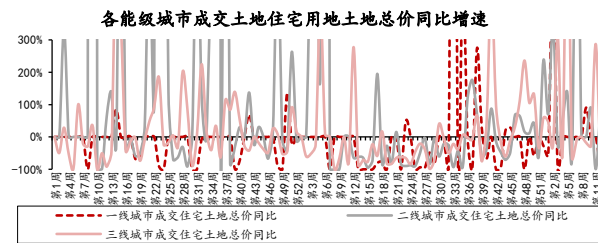
资料来源：中指院，中银证券

图表 42. 三线城市住宅成交土地总价环比增速分别为-4.9%



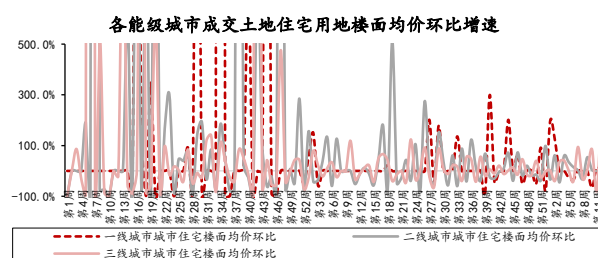
资料来源：中指院，中银证券

图表 43. 二、三线城市住宅成交土地总价同比增速为86.3%、-75.2%



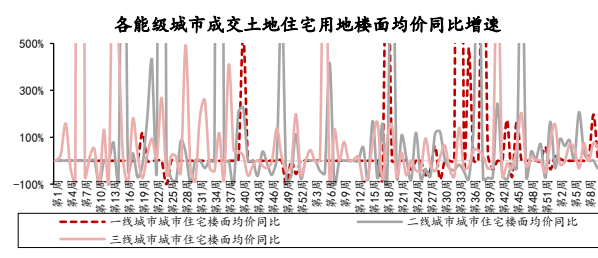
资料来源：中指院，中银证券

图表 44. 三线城市住宅成交楼面均价环比增速分别为207.0%



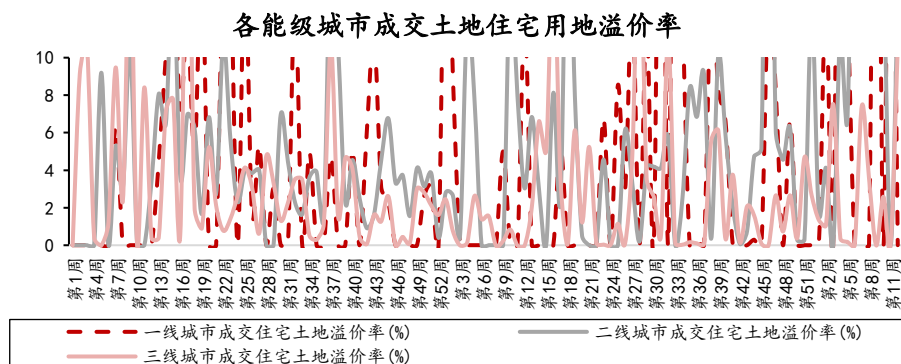
资料来源：中指院，中银证券

图表 45. 二、三线城市住宅成交楼面均价同比增速为12.9%、58.6%



资料来源：中指院，中银证券

图表 46. 二、三线城市住宅类成交土地溢价率分别为13.0%、10.6%



资料来源：中指院，中银证券

3 本周行业政策梳理

中央：

中央办公厅、国务院办公厅：3月16日，中办、国办印发《提振消费专项行动方案》，提出推动房地产市场止跌回稳，实施城中村和危旧房改造，释放刚性和改善性住房需求。允许专项债券支持收购存量商品房作为保障性住房，落实相关税收政策，适时降低住房公积金贷款利率，扩大公积金使用范围，支持提取公积金支付购房首付款并申请公积金贷款，加大租房提取支持力度，推进灵活就业人员公积金缴存试点。

住建部：3月19日，住建部召开会议传达学习习近平总书记全国两会期间重要讲话精神和全国两会部署。会议强调，要提高政治站位，立足高质量发展，推进住房城乡建设领域改革；持续推进城市更新，实施惠民生的项目；坚决稳住楼市，巩固房地产政策“组合拳”效果，打好“保交房”攻坚战，推进城中村和危旧房改造，构建房地产发展新模式，推动市场止跌回稳，顺应高品质居住需求，建设“好房子”，提升群众获得感和幸福感。

地方：

广东深圳：深圳市表示，国家卫生健康委等部门正在研究育儿补贴实施方案，深圳将根据国家部署积极落实。同时，深圳将完善生育支持政策体系，扩大普惠托育服务供给，加快建设生育友好型社会和儿童友好城市，健全覆盖全人群、全生命周期的人口服务体系，促进人口高质量发展。

浙江杭州：杭州市出台《杭州市进一步开展住宅品质提升工作的实施意见》及配套导则，明确“好房子”建设标准，规定住宅层高不低于3米；若户型面积不小于160平方米且配备地暖、管道式新风或集中式中央空调系统，层高不低于3.15米（不含特殊高度管控建筑）。

江苏无锡：无锡市锡山区推出“锡山五条”购房补贴政策，包括人才房票、老年人购房、多孩家庭、企业团购和卖旧买新等五项措施，有效期至2025年6月30日，旨在促进住房消费市场回升和房地产行业健康发展。

云南昆明：昆明市人民政府办公室印发《昆明市2025年推动经济稳进提质政策措施》，强调推动住房消费回暖，通过落实落细房地产存量和增量政策，支持房地产企业精准开展推介营销，鼓励中介机构提升经纪服务、房地产开发企业优化交易流程、金融机构创新特色金融产品，降低“以旧换新”置换成本。

山东青岛：青岛市政府出台《青岛市自然资源和规划局“以高质量项目建设推动高质量发展”土地规划保障工作实施方案》，创新推出15条精准有力的措施，包括加强空间规划引领、提升详细规划管理质效、守牢规划底线、优化用地流程、统筹耕地占补、做好土地供应与审批、开展“处长促项目”活动、实行项目清单化管理、建立联动协同机制等，以高质量项目建设推动高质量发展。

江苏苏州：苏州市住房公积金管理中心发布公告，公开征求关于加大公积金贷款支持和对困难家庭贷款利息补贴的意见。新政策拟规定，养育二孩家庭公积金贷款额度上浮30%，三孩家庭上浮35%；购买“两智一全”等改善型住宅的贷款额度上浮20%。

广东深圳：3月16日，深圳发布住房公积金贷款新规，对深圳市住房公积金贷款和利息补贴政策进行了调整优化，涉及提高贷款额度、下调首付款比例、加大利息补贴力度等多项有力举措。

上海：3月18日，上海市规划和自然资源局印发行动方案，提出“项目跟着规划走，要素跟着项目走”，旨在优化土地供应机制，降低企业用地成本，推动规划资源领域改革，实行先租后让、租让结合、长期租赁等多元化土地供应方式，支持产业链关键环节的组合供应。工业项目可分期支付土地价款，首期不低于50%，剩余价款一年内缴清不计利息。企业缴纳首期价款并取得建设工程规划许可证后即可开工。

河北雄安新区：3月18日，雄安新区党工委书记、管委会主任张国华在市场化住房高质量发展座谈会上强调，雄安新区将坚持市场机制与政府引导相结合，建立“供地供房协同、地价房价联动”的“两供两价”机制，杜绝炒房投机行为。同时，构建“多主体供给、多渠道保障、租购并举”的住房供应体系；推动土地成片开发，严格控制建筑高度；高标准建设“好房子”；强化政策支持，推进住房公积金与北京同城化，协调金融机构信贷支持。

海南三亚：3月18日，三亚市召开城市更新工作专题会议。会议强调，城市更新是提升城市功能与品质、扩大内需的重要抓手，要坚持以人民为中心，科学编制总体规划；坚持“要素跟着项目走”，通过盘活存量低效用地、创新市场化融资模式，强化土地、资金等关键要素保障；因地制宜推进老旧小区改造和基础设施建设，提升居民生活品质，增强城市综合承载能力，助力自贸港建设。

云南昆明：3月19日，昆明市住房公积金管理中心发布关于调整住房公积金个人住房贷款借款人年龄上限的通知，缴存人申请办理住房公积金个人住房贷款的，贷款到期日不超过法定退休年龄后5年，男性不超过68周岁，女性不超过63周岁，贷款期限最长为30年。

广西桂林：3月20日，桂林市第五届住房公积金管理委员会审议通过《关于调整桂林市住房公积金使用政策的通知》，实施三大调整：购买保障性住房的公积金贷款首付比例降至15%，购建自住住房超过两年提取额度提高，支持二套住房贷款提取。

山东济宁：山东省济宁市住房公积金管理中心发布《关于调整住房公积金个人住房贷款部分政策的通知》，通知包括提高住房公积金贷款最高额度，调整住房公积金贷款最低首付款比例，调整住房公积金贷款额度核定标准三个方面。

图表 47. 2025 年第 12 周大事件

类型	时间	内容
中央	2025/3/16	中办、国办：3月16日，中办、国办印发《提振消费专项行动方案》，提出推动房地产市场止跌回稳，实施城中村和危旧房改造，释放刚性和改善性住房需求。允许专项债券支持收购存量商品房作为保障性住房，落实相关税收政策，适时降低住房公积金贷款利率，扩大公积金使用范围，支持提取公积金支付购房首付款并申请公积金贷款，加大租房提取支持力度，推进灵活就业人员公积金缴存试点。
	2025/3/19	住建部：3月19日，住建部召开会议传达学习习近平总书记全国两会期间重要讲话精神和全国两会部署。会议强调，要提高政治站位，立足高质量发展，推进住房城乡建设领域改革；持续推进城市更新，实施惠民生项目；坚决稳住楼市，巩固房地产政策“组合拳”效果，打好“保交房”攻坚战，推进城中村和危旧房改造，构建房地产发展新模式，推动市场止跌回稳，顺应高品质居住需求，建设“好房子”，提升群众获得感和幸福感。
地方	2025/3/14	广东深圳：深圳市表示，国家卫生健康委等部门正在研究育儿补贴实施方案，深圳将根据国家部署积极落实。同时，深圳将完善生育支持政策体系，扩大普惠托育服务供给，加快建设生育友好型社会和儿童友好城市，健全覆盖全人群、全生命周期的人口服务体系，促进人口高质量发展。
		浙江杭州：杭州市出台《杭州市进一步开展住宅品质提升工作的实施意见》及配套导则，明确“好房子”建设标准，规定住宅层高不低于3米；若户型面积不小于160平方米且配备地暖、管道式新风或集中式中央空调系统，层高不低于3.15米（不含特殊高度管控建筑）。
		江苏无锡：无锡市锡山区推出“锡山五条”购房补贴政策，包括人才房票、老年人购房、多孩家庭、企业团购和卖旧买新等五项措施，有效期至2025年6月30日，旨在促进住房消费市场回升和房地产行业健康发展。
	2025/3/16	云南昆明：昆明市人民政府办公室印发《昆明市2025年推动经济稳进提质政策措施》，强调推动住房消费回暖，通过落实落细房地产存量和增量政策，支持房地产企业精准开展推介营销，鼓励中介机构提升经纪服务、房地产开发企业优化交易流程、金融机构创新特色金融产品，降低“以旧换新”置换成本。
		山东青岛：青岛市政府出台《青岛市自然资源和规划局“以高质量项目建设推动高质量发展”土地规划保障工作实施方案》，创新推出15条精准有力的措施，包括加强空间规划引领、提升详细规划管理质效、守牢规划底线、优化用地流程、统筹耕地占补、做好土地供应与审批、开展“处长促项目”活动、实行项目清单化管理、建立联动协同机制等，以高质量项目建设推动高质量发展。
		江苏苏州：苏州市住房公积金管理中心发布公告，公开征求关于加大公积金贷款支持和对困难家庭贷款利息补贴的意见。新政策拟规定，养育二孩家庭公积金贷款额度上浮30%，三孩家庭上浮35%；购买“两智一全”等改善型住宅的贷款额度上浮20%。
		广东深圳：3月16日，深圳发布住房公积金贷款新规，对深圳市住房公积金贷款和利息补贴政策进行了调整优化，涉及提高贷款额度、下调首付款比例、加大利息补贴力度等多项有力举措。
	2025/3/18	上海：3月18日，上海市规划和自然资源局印发行动方案，提出“项目跟着规划走，要素跟着项目走”，旨在优化土地供应机制，降低企业用地成本，推动规划资源领域改革，实行先租后让、租让结合、长期租赁等多元化土地供应方式，支持产业链关键环节的组合供应。工业项目可分期支付土地价款，首期不低于50%，剩余价款一年内缴清不计利息。企业缴纳首期价款并取得建设工程规划许可证后即可开工。
		河北雄安新区：3月18日，雄安新区党工委书记、管委会主任张国华在市场化住房高质量发展座谈会上强调，雄安新区将坚持市场机制与政府引导相结合，建立“供地供房协同、地价房价联动”的“两供两价”机制，杜绝炒房投机行为。同时，构建“多主体供给、多渠道保障、租购并举”的住房供应体系；推动土地成片开发，严格控制建筑高度；高标准建设“好房子”；强化政策支持，推进住房公积金与北京同城化，协调金融机构信贷支持。
		海南三亚：3月18日，三亚市召开城市更新工作专题会议。会议强调，城市更新是提升城市功能与品质、扩大内需的重要抓手，要坚持以人民为中心，科学编制总体规划；坚持“要素跟着项目走”，通过盘活存量低效用地、创新市场化融资模式，强化土地、资金等关键要素保障；因地制宜推进老旧小区改造和基础设施建设，提升居民生活品质，增强城市综合承载能力，助力自贸港建设。
	2025/3/19	云南昆明：3月19日，昆明市住房公积金管理中心发布关于调整住房公积金个人住房贷款借款人年龄上限的通知，缴存人申请办理住房公积金个人住房贷款的，贷款到期日不超过法定退休年龄后5年，男性不超过68周岁，女性不超过63周岁，贷款期限最长为30年。
	2025/3/20	广西桂林：3月20日，桂林市第五届住房公积金管理委员会审议通过《关于调整桂林市住房公积金使用政策的通知》，实施三大调整：购买保障性住房的公积金贷款首付比例降至15%，购建自住住房超过两年提取额度提高，支持二套住房贷款提取。
		山东济宁：山东省济宁市住房公积金管理中心发布《关于调整住房公积金个人住房贷款部分政策的通知》，通知包括提高住房公积金贷款最高额度，调整住房公积金贷款最低首付款比例，调整住房公积金贷款额度核定标准三个方面。

资料来源：中央办公厅、国务院办公厅、住建部、各地政府官网、地产观点网、中银证券

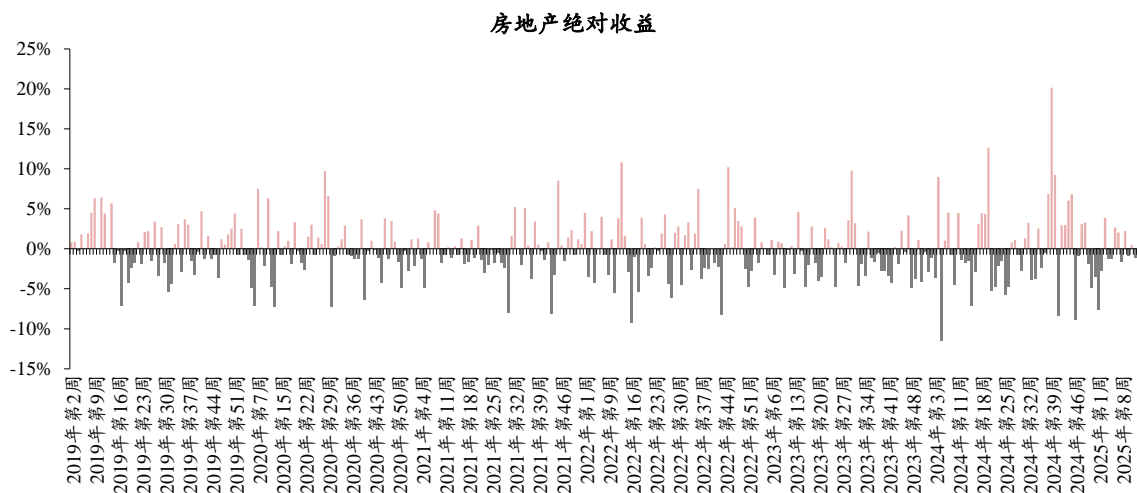
4 本周板块表现回顾

本周（3月15日-3月21日），在大盘表现方面，上证指数收于3364.8点，较上周下降54.7点，涨幅为-1.6%；创业板指收于2152.3点，较上周下降74.4点，涨幅为-3.3%；沪深300指数收于3914.7点，较上周下降91.9点，涨幅为-2.3%。

在行业板块表现方面，申万一级行业涨跌幅前三的行业依次为石油石化、建筑材料、家用电器，涨跌幅分别为1.5%、1.4%、1.2%；涨跌幅靠后的行业依次为电子、传媒、计算机，涨跌幅分别为-4.1%、-5.0%、-5.3%。

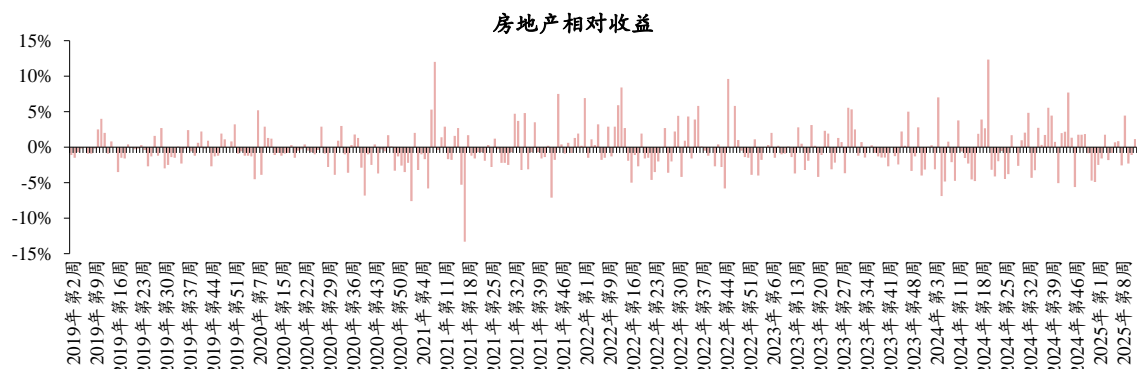
板块收益有所下降。房地产行业绝对收益为-1.2%，较上周下降1.6pct，房地产行业相对收益（相对沪深300）为1.1%，较上周上升2.2pct。房地产板块PE为21.30X，较上周上升0.45X。

图表 48. 房地产行业绝对收益为-1.2%，较上周下降 1.6 个百分点



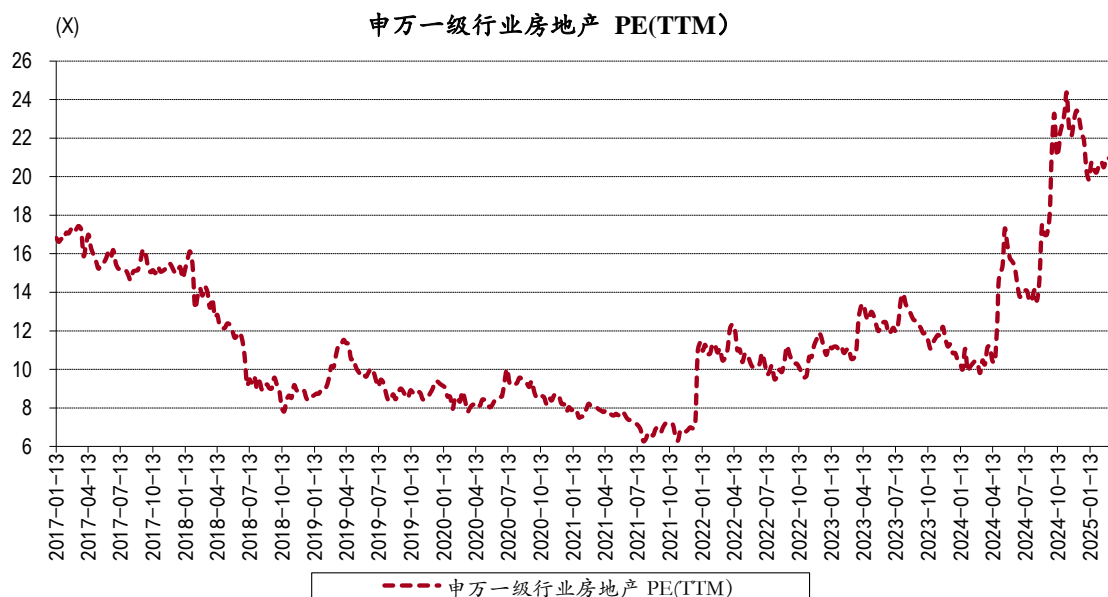
资料来源：同花顺，中银证券

图表 49. 房地产行业相对沪深 300 收益为 1.1%，较上周上升 2.2 个百分点



资料来源：同花顺，中银证券

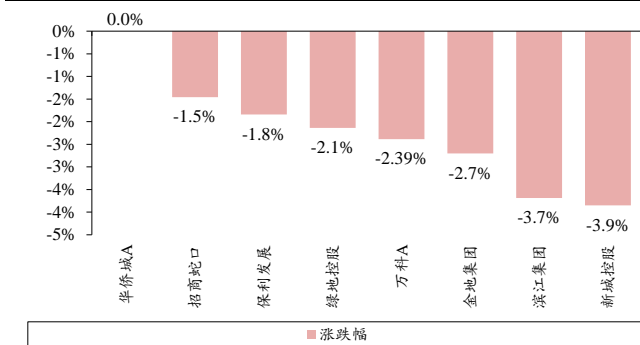
图表 50. 房地产板块 PE 为 21.30X，较上周上升 0.45X



资料来源：同花顺，中银证券

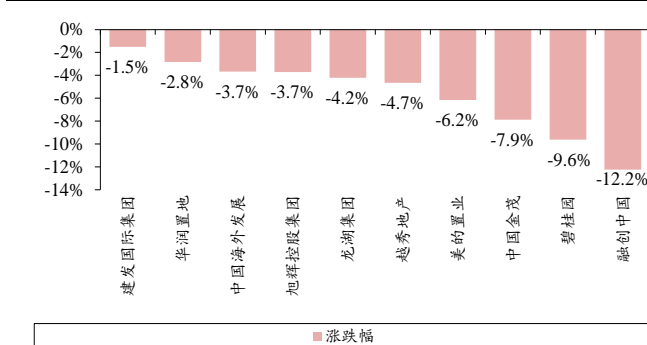
在我们重点跟踪房地产行业股票中，本周 A 股涨跌幅靠前的三家公司依次为华侨城 A、招商蛇口、保利发展，涨跌幅分别为 0.0%、-1.5%、-1.8%，涨跌幅靠后的三家公司依次为金地集团、滨江集团、新城控股，涨跌幅分别为-2.7%、-3.7%、-3.9%。港股涨跌幅靠前的三家公司依次为建发国际集团、华润置地、中国海外发展，涨跌幅分别为-1.5%、-2.8%、-3.7%，涨跌幅靠后的三家公司依次为中国金茂、碧桂园、融创中国，涨跌幅分别为-7.9%、-9.6%、-12.2%。

图表 51. A 股涨跌幅靠前的三家公司依次为华侨城 A、招商蛇口、保利发展



资料来源：同花顺，中银证券

图表 52. 港股涨跌幅靠前的三家公司依次为建发国际集团、华润置地、中国海外发展



资料来源：同花顺，中银证券

5 本周重点公司公告

经营数据公告：招商蛇口：2024 年营业收入 1789.48 亿元，同比增长 2.25%；归母净利润 40.39 亿元，同比下降 36.09%。业绩下降主要受行业整体下行影响，导致开发业务项目结转毛利率下降及房地产项目减值准备增加。**招商蛇口 2024 年营业收入 1789.48 亿元，同比增长 2.25%；归母净利润 40.39 亿元，同比下降 36.09%。**业绩下降主要受行业整体下行影响，导致开发业务项目结转毛利率下降及房地产项目减值准备增加。**融创中国：**公司发布盈利警告，预期 2024 年度拥有人应占亏损介于 255 亿元至 260 亿元，较去年增加约 223%，主因市场下行导致收入减少、计提资产减值和或有负债拨备，且去年录得境外债务重组收益。若剔除债务重组收益影响，预计 2024 年度亏损较去年有所减少。**雅生活服务：**公司发布盈利警告，预期 2024 年度未经审核股东应占亏损介于约人民币 32 亿元至 35 亿元之间，由盈转亏，主要由于对关联方及房地产相关应收款项计提减值拨备、非全资子公司项目退出、业务结构调整及房地产市场低迷导致收入和利润下降。**佳兆业美好：**公司发布正面盈利预告，预期 2024 年度未经审计净利润将不少于人民币 1.5 亿元，公司拥有人应占预计溢利将不少于人民币 1 亿元，均实现扭亏为盈，主要由于 2024 年度来自关联方的应收贸易账款亏损拨备相比 2023 年同期大幅减少。**新城悦服务：**公司发布盈利预警，预期 2024 年度将录得公司拥有人应占净亏损约 7 亿元至 9 亿元，主要由于增加的信用减值损失计提和宏观环境下行业竞争加剧导致的商誉及其他无形资产减值。董事会认为这些事件不会影响公司业务正常运营。集团核心业务仍然稳健发展，且 2024 年现金流水平保持良好。**和泓服务：**公司发布盈利预警，预期 2024 年度除税后净利润将较 2023 年同期减少约 25%至 35%，主要原因包括为扩大管理规模而增加市场拓展力度导致相关费用增加；本年度对贸易应收账款增加计提信用减值拨备。**正荣服务：**公司发布盈利预警，预期 2024 年度母公司所有人应占亏损不超过 3 亿元，较上一年加剧约 270%，主要原因包括市场竞争导致部分收购的附属公司合同无法续签，进而影响收入和利润，减少商誉账面值；受中国房地产低迷影响，地产公司回款率下降，导致集团计提的应收账款减值拨备增加。**时代邻里：**公司发布正面盈利预告，预期 2024 年度将录得净利润不低于 1000 万元，实现扭亏为盈，主要由于集团核心业务表现稳定，部分增值业务收入大幅提高，以及 2024 年度商誉减值损失较上一年度减少。

其他重要公告：华润置地：2025 年 3 月 19 日，公司全资子公司 Dragon Rider Development Limited 作为借款人，公司及华润(集团)有限公司作为担保人，与特定银行及金融机构签订了一份总额为 63.4 亿港元的贷款融资协议，自首次提取款项之日起三个月后到期。招商永隆银行担任融资代理行及担保代理行。**华润置地 2025 年 3 月 19 日，公司全资子公司 Dragon Rider Development Limited 作为借款人，公司及华润(集团)有限公司作为担保人，与特定银行及金融机构签订了一份总额为 63.4 亿港元的贷款融资协议，自首次提取款项之日起三个月后到期。招商永隆银行担任融资代理行及担保代理行。****招商积余：**公司计划使用不超过 15 亿元的暂时闲置自有资金，在确保日常经营资金需求和资金安全的前提下，于非关联金融机构进行委托理财，以提高资金使用效率并增加收益。投资期限为董事会审议通过后的 12 个月内，且公司及子公司可在此额度和期限内循环使用资金。**龙湖集团：**为帮助集团保留现有员工并吸引优秀人才，公司采纳了新的限制性股份激励计划，受托人可购买的股份总数不超过公司已发行股份总数的 5%，单个选定参与者可获得最高股份数不超过公司已发行股份总数的 1%。计划自采纳日起生效，直至购买的股份总额达到上限或董事会决定终止计划。公司于 2020 年 8 月 26 日采纳的限制性股份激励计划已于今日由董事会决议终止。**金融街：**公司公告“22 金街 03”债券票面利率调整及回售办法，票面利率由 3.16%下调 51 个基点至 2.65%。投资者可在 3 月 25 日至 27 日登记回售，回售价格为每张 100 元，资金到账日为 5 月 12 日。未登记视为继续持有，回售可能带来损失，提醒投资者谨慎决策。

图表 53. 2025 年第 12 周（3 月 15 日-3 月 21 日）重点公司公告汇总

公告类型	公司名称	公告内容
股权变动公告	万业企业	公司股东三林万业在 2025 年 2 月 17 日至 3 月 18 日期间通过集中竞价方式减持公司无限售流通股 504.8 万股，占公司总股本的 0.54%。减持完成后，三林万业累计持有 7431.9 万股，占公司总股本的 7.99%
	格力地产	公司控股股东珠海投资控股有限公司（海投公司）解除质押 1.5 亿股股份，占公司总股本的 8.06%，同时再质押共计 1.03 亿股股份给西藏信托有限公司与兴业国际信托有限公司，占公司总股本的 5.47%，用于经营需要，质押后累计质押股份数量为 3.7 亿股，占公司总股本的 19.68%，海投公司持有公司股份累计质押数量和比例较前期有所下降
	新华联	公司控股股东盈新科技已解除质押 3.3 亿股股份，占公司总股本的 5.57%，并再次质押相同数量股份给浙江稠州商业银行股份有限公司，用于融资。此次质押后，盈新科技累计质押股份数量为 8.5 亿股，占公司总股本的 14.48%
	三六五网	监事姜敏女士的减持计划已实施完毕，共减持公司 7988 股股份，占公司总股本 0.004%。减持完成后，姜敏女士累计持有 2.4 万股，占公司总股本 0.013%。本次减持对公司治理结构及持续经营无重大影响
	亚太实业	实际控制人陈志健先生和陈少凤女士的一致行动人广州万顺技术有限公司在 2025 年 3 月 19 日通过集中竞价方式增持公司股份 335 万股，占公司总股本的 1.04%。增持后，广州万顺累计持有表决权股份数 5511.1 万股，占公司总股本的 17.05%。此次增持对公司日常经营活动无不利影响
高管变动公告	保利发展	1) 公司第七届董事会第八次会议决议改选董事会审计委员会，新成员包括张俊生、陈关中、童云翔、章靖忠、张峰，张俊生担任召集人，委员任期与第七届董事会一致。2) 聘任潘志华为公司总经理，任期同样与第七届董事会一致
	南山控股	选举李鸿卫先生和邱文鹤先生为公司第七届董事会非独立董事，任期从股东大会通过之日起至第七届董事会届满
	阳光股份	1) 通过了多项聘任议案。熊伟被聘任为公司总裁，常立铭担任副总裁、财务总监及财务负责人，扶金龙和湛中谋被聘任为副总裁，王小连被聘任为董事会秘书。上述高级管理人员任期均为三年，自审议通过之日起至第十届董事会届满。此外，张茹被聘任为公司证券事务代表，任期同样为三年。2) 公司已完成董事会、监事会换届选举。第十届董事会由非独立董事陈家贤（董事长）、熊伟、张志斐、陈家慧及独立董事郭磊明、梁剑飞、陈杰组成，共 7 名董事，兼任高级管理人员的董事不超过总数的二分之一，任期三年。第十届监事会由非职工监事马稚新（监事会主席）、申柯及职工代表监事温敏组成，共 3 名监事，任期同样为三年。换届后，第九届董事会董事常立铭先生、独立董事张力先生及监事会监事李云常先生离任，其中常立铭先生继续担任公司副总裁等职务，张力先生和李云常先生不再担任任何职务
	电子城	公司副总裁贾浩宇先生因工作安排原因辞职，辞职后不再担任公司任何职务，其辞职不影响公司正常经营。截至公告披露日，贾浩宇先生未持有公司股份
	宋都服务	由于退休原因，缪建萍女士自 2025 年 3 月 19 日起辞任首席财务官；张绮思女士因个人事业发展辞任公司秘书，同样自 2025 年 3 月 19 日起生效。同时自 2025 年 3 月 19 日起，陈晓敏女士获委任为首席财务官，徐晓丽女士获委任为公司秘书
经营数据公告	华发股份	2024 年公司实现营业收入 599.92 亿元，同比下降 16.84%；归母净利润 9.51 亿元，同比下降 48.24%。报告期内，公司新开工面积 94.59 万平方米，竣工面积 488.33 万平方米
	招商蛇口	2024 年营业收入 1789.48 亿元，同比增长 2.25%；归母净利润 40.39 亿元，同比下降 36.09%。业绩下降主要受行业整体下行影响，导致开发业务项目结转毛利率下降及房地产项目减值准备增加
	远洋集团	2025 年 2 月协议销售额约 9.9 亿元，协议销售楼面面积约为 7.7 万平方米，协议销售均价为每平方米 1.3 万元。2025 年 1-2 月累计协议销售额 28.8 亿元，累计协议销售楼面面积 17.2 万平方米，累计协议销售均价为每平方米 1.7 万元。
	富力地产	2025 年 2 月总销售收入约 7.95 亿元，销售面积达约 6.6 万平方米。累计至 2025 年 2 月底，总销售收入约 15.8 亿元，销售面积达约 13.6 万平方米
	融创中国	公司发布盈利警告，预期 2024 年度拥有人应占亏损介于 255 亿元至 260 亿元，较去年增加约 223%，主因市场下行导致收入减少、计提资产减值和或有负债拨备，且去年录得境外债务重组收益。若剔除债务重组收益影响，预计 2024 年度亏损较去年有所减少
	雅生活服务	公司发布盈利警告，预期 2024 年度未经审核股东应占亏损介于约人民币 32 亿元至 35 亿元之间，由盈转亏，主要由于对关联方及房地产相关应收款项计提减值拨备、非全资子公司项目退出、业务结构调整及房地产市场低迷导致收入和利润下降
	合景悠活	公司发布盈利警告，预期 2024 年度将录得不多于约人民币 5.6 亿元的亏损净额，由盈转亏,主要由于商誉及其他无形资产减值以及贸易应收款项减值拨备
	中骏商管	公司发布盈利警告，预期截至 2024 年 12 月 31 日年度的母公司所有人应占溢利将介于 0.50 亿元至 0.70 亿元，相比 2023 减少约 76.7%，主要由于宏观经济不景气导致增值服务收入减少以及贸易应收款项减值
	朗诗绿色生活	公司发布盈利警告，预期截至 2024 年 12 月 31 日年度将录得税后亏损净额约 2.9 亿元至约 3.4 亿元，较上年亏损增长 133%，主要由于应收关联方账款减值亏损拨备以及商誉减值增加
	江山控股	2025 年 2 月合同销售面积 8.0 万平方米，同比增长 74%，环比减少 3%；合同销售金额 11.9 亿元，同比增长 26%，环比减少 5%。2025 年 1-2 月累计合同销售面积 16.2 万平方米，同比增长 4%；累计合同销售金额 24.4 亿元，同比减少 11%
	佳兆业美好	公司发布正面盈利预告，预期 2024 年度未经审计净利润将不少于人民币 1.5 亿元，公司拥有入应占预计溢利将不少于人民币 1 亿元，均实现扭亏为盈，主要由于 2024 年度来自关联方的应收贸易账款亏损拨备相比 2023 年同期大幅减少
	新城悦服务	公司发布盈利预警，预期 2024 年度将录得公司拥有入应占净亏损约 7 亿元至 9 亿元，主要由于增加的信用减值损失计提和宏观环境下行业竞争加剧导致的商誉及其他无形资产减值。董事会认为这些事件不会影响公司业务正常运营。集团核心业务仍然稳健发展，且 2024 年现金流水平保持良好
	和泓服务	公司发布盈利预警，预期 2024 年度除税后净利润将较 2023 年同期减少约 25%至 35%，主要原因包括为扩大管理规模而增加市场拓展力度导致相关费用增加；本年度对贸易应收账款增加计提信用减值拨备
	正荣地产	2024 年度母公司所有人应占亏损约 60 亿元至 70 亿元，核心净亏损约 25 亿元至 35 亿元，主因房地产行业整体需求下滑导致项目售价及毛利下降，以及未资本化的融资利息增加和投资物业公允价值下降。亏损较 2023 年度有所减少，主要由于 2024 年度毛利增加及减值拨备亏损减少

资料来源：公司公告，中银证券

续图表 53. 2025 年第 12 周（3 月 15 日-3 月 21 日）重点公司公告汇总

公告类型	公司名称	公告内容
经营数据公告	第一服务控股	公司发布盈利警告，预期 2024 年度的亏损净额不超过 700 万元，由盈转亏，主要是由于集团对关联方房地产客户的贸易应收款项进一步计提减值拨备
	正荣服务	公司发布盈利预警，预期 2024 年度母公司所有人应占亏损不超过 3 亿元，较上一年加剧约 270%，主要原因包括市场竞争导致部分收购的附属公司合同无法续签，进而影响收入和利润，减少商誉账面值；受中国房地产低迷影响，地产公司回款率下降，导致集团计提的应收账款减值拨备增加
	烨星集团	公司发布盈利警告，预期 2024 年度的公司拥有人应占亏损不多于 2200 万元，较去年加剧 57.1%，主要由于贸易和其他应收款项的减值亏损以及应收关联方减值亏损的增加
	时代邻里	公司发布正面盈利预告，预期 2024 年度将录得净利润不低于 1000 万元，实现扭亏为盈,主要由于集团核心业务表现稳定，部分增值业务收入大幅提高，以及 2024 年度商誉减值损失较上一年度减少
	越秀服务	2024 年度总收入为 38.68 亿元，同比增长 20.0%。在管面积和合约面积均同比增长 6.3%，分别为 6931 万平方米和 8873 万平方米。毛利率为 23.3%，同比下降 3.3 个百分点。公司拥有人应占盈利为 3.53 亿元，同比下降 27.5%，主要由于年内商誉减值。核心净利润（剔除商誉减值影响）为 5.12 亿元，同比增长 5.1%
其他重要公告	上海临港	公司计划发行 2025 年度第一期中期票据，注册金额为 30 亿元，本期发行金额为 10 亿元，期限为 10 年，面值为 100 元，利率通过集中簿记建档方式确定
	电子城	公司董事会及股东大会已审议通过终止部分募投项目，并将剩余募集资金 8.7 亿元（含利息收入 2171 万元）永久补充流动资金，用于公司日常经营及业务发展。随着资金转出，相关专项账户将不再使用，公司将进行销户处理。
	华润置地	2025 年 3 月 19 日，公司全资子公司 Dragon Rider Development Limited 作为借款人，公司及华润(集团)有限公司作为担保人，与特定银行及金融机构签订了一份总额为 63.4 亿港元的贷款融资协议，自首次提取款项之日起三个月后到期。招商永隆银行担任融资代理行及担保代理行
	万泽股份	公司董事会和监事会审议通过了关于 2020 年股权激励计划的两个议案，包括第三个行权期行权条件及解除限售条件成就的议案，以及注销部分股票期权的议案。根据股东大会授权，董事会认为第三个行权/解除限售期的条件已满足，同意注销 68.4 万份未行权的股票期权。此次注销不会对公司财务和经营产生重大影响，也不会损害公司及股东利益
	远洋集团	高等法院已于 2025 年 3 月 17 日颁令撤销针对公司的清盘呈请。截至公告日期，公司已无待决的清盘呈请。此前，公司已在境外债务重组方面取得重大进展，包括英国重组计划和香港协议安排的生效
	招商积余	公司计划使用不超过 15 亿元的暂时闲置自有资金，在确保日常经营资金需求和资金安全的前提下，于非关联金融机构进行委托理财，以提高资金使用效率并增加收益。投资期限为董事会审议通过后的 12 个月内，且公司及子公司可在此额度和期限内循环使用资金
	明牌珠宝	公司股票于 2025 年 3 月 13 日-14 日、2025 年 3 月 17 日-18 日交易日内日收盘价格涨幅偏离值累计达到 20%，构成股票交易异常波动。公司已对相关事项进行检查，确认不存在需要更正或补充的信息，未发现可能影响股价的未公开重大信息，近期经营情况正常，内外部经营环境未发生重大变化。公司及控股股东、实际控制人均无未披露或筹划中的重大事项，且在异常波动期间未买卖公司股票。提醒投资者注意投资风险。
	城投控股	公司董事会决议批准全资子公司上海城投置地（集团）有限公司以 2.4 亿元收购上海丰美企业管理有限公司持有的上海东荣房地产开发有限公司 13% 的股权。东荣房地产负责开发杨浦区新江湾城 F 区 F1-E 地块商办项目
	财信发展	重庆市第五中级人民法院已受理财信地产及财信集团的破产重整申请，并指定立信会计师事务所重庆分所与北京市金杜（深圳）律师事务所联合体担任两公司管理人
	龙湖集团	为帮助集团保留现有员工并吸引优秀人才，公司采纳了新的限制性股份激励计划，受托人可购买的股份总数不超过公司已发行股份总数的 5%，单个选定参与者可获得最高股份数不超过公司已发行股份总数的 1%。计划自采纳日起生效，直至购买的股份总额达到上限或董事会决定终止计划。公司于 2020 年 8 月 26 日采纳的限制性股份激励计划已于今日由董事会决议终止
	金融街	公司公告“22 金街 03”债券票面利率调整及回售办法，票面利率由 3.16% 下调 51 个基点至 2.65%。投资者可在 3 月 25 日至 27 日登记回售，回售价格为每张 100 元，资金到账日为 5 月 12 日。未登记视为继续持有，回售可能带来损失，提醒投资者谨慎决策

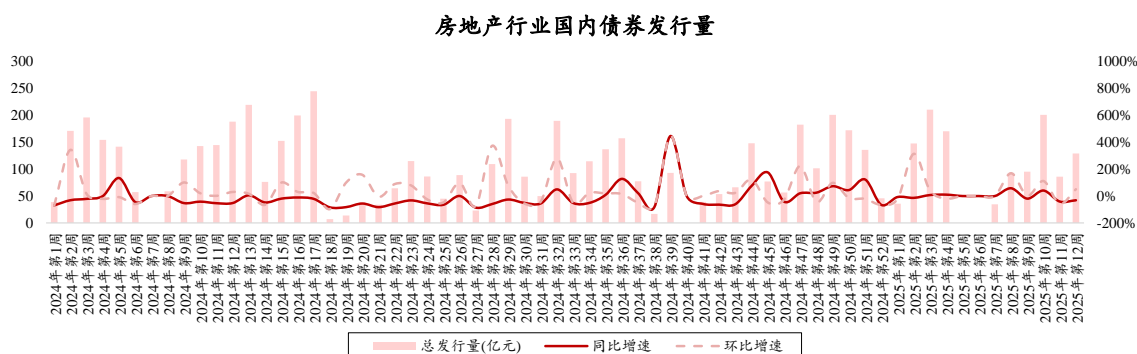
资料来源：公司公告，中银证券

6 本周房企债券发行情况

本周房企国内债券发行规模环比上升、同比下降。2025 年第 12 周（3 月 15 日-3 月 21 日）房地产行业国内债券总发行量为 128.9 亿元，环比上升 50.3%，同比下降 31.5%（前值：-40.7%）。总偿还量为 196.6 亿元，环比上升 19.4%，同比上升 28.6%（前值：-27.7%）；净融资额为-67.6 亿元。

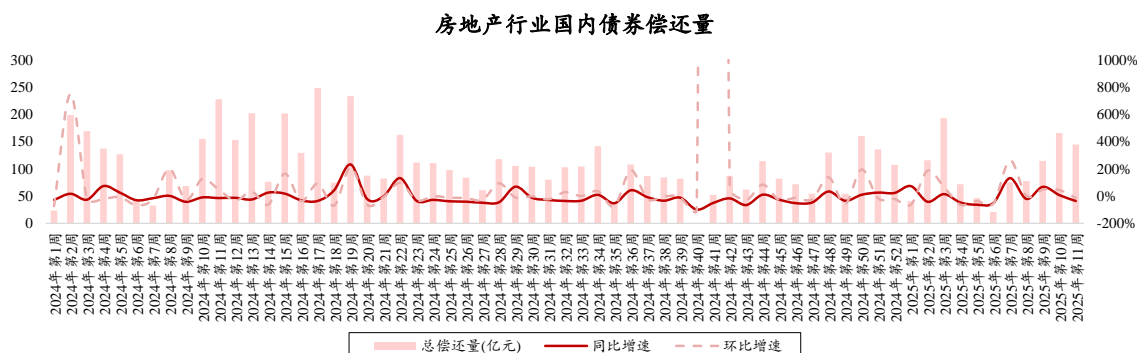
具体来看，本周债券发行量最大的房企为上海金茂、首开股份、上海地产房屋租赁有限公司、安居控股，发行量分别为 16.0、16.0、13.6、13.0 亿元。本周债券偿还量最大的房企为上海金茂、远洋控股、苏高新集团，偿还量分别为 86.9、20.0、14.4 亿元。

图表 54. 2025 年第 12 周房地产行业国内债券总发行量为 128.9 亿元，环比上升 50.3%，同比下降 31.5%



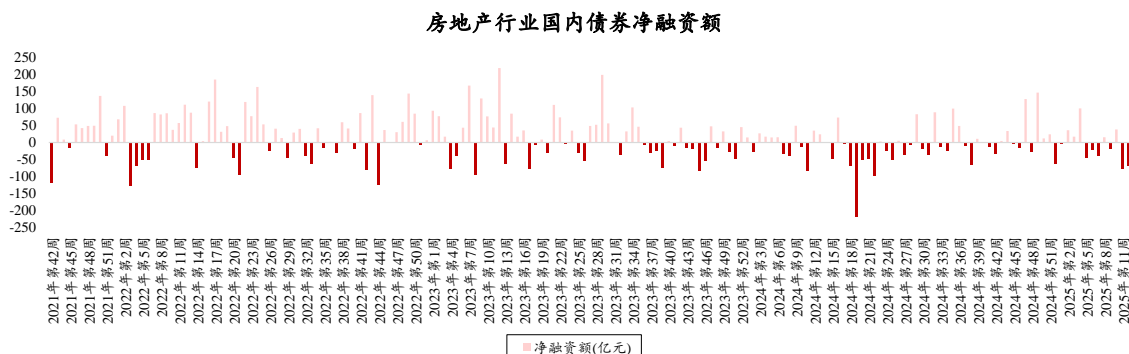
资料来源：同花顺，中银证券

图表 55. 2025 年第 12 周国内债券总偿还量为 196.6 亿元，环比上升 19.4%，同比上升 28.6%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 56. 2025 年第 12 周房地产行业国内债券净融资额为-67.6 亿元



资料来源：同花顺，中银证券

图表 57. 本周债券发行量最大的房企为上海金茂、首开股份、上海地产房屋租赁有限公司、安居控股，发行量分别为 16.0、16.0、13.6、13.0 亿元

发行日期	债券简称	发行人	发行人企业性质	发行总额(亿)	到期日期	债券类型
2025-03-19	25 金茂 03	上海金茂	中央企业	16.0	2029-03-20	公司债
2025-03-18	25 首开 MTN003A	首开股份	地方国有企业	4.3	2029-03-19	中期票据
2025-03-18	25 首开 MTN003B	首开股份	地方国有企业	11.7	2030-03-19	中期票据
2025-03-21	R 地租 01	上海地产房屋租赁有限公司	地方国有企业	13.6	2090-03-21	资产支持证券
2025-03-19	25 安控 04	安居控股	地方国有企业	7.0	2028-03-21	公司债
2025-03-19	25 安控 05	安居控股	地方国有企业	6.0	2030-03-21	公司债

资料来源：同花顺，中银证券

图表 58. 本周债券偿还量最大的房企为上海金茂、远洋控股、苏高新集团，偿还量分别为 86.9、20.0、14.4 亿元

偿还日期	债券简称	发行人	发行人企业性质	偿还类型	偿还量(亿)	发行利率(%)	债券类型
2025-03-17	GC 凯晨 A1	上海金茂	中央企业	提前偿还	86.9	3.40	资产支持证券
2025-03-17	GC 凯晨次	上海金茂	中央企业	提前偿还	0.01	-	资产支持证券
2025-03-18	22 远洋控股 PPN001	远洋控股	港、澳、台投资	到期	20.0	5.32	非公开定向债务融资工具 (PPN)
2025-03-21	24 苏州高新 SCP040	苏高新集团	地方国有企业	到期	2.0	1.95	短期融资券
2025-03-21	24 苏州高新 SCP043	苏高新集团	地方国有企业	到期	3.0	2.00	短期融资券
2025-03-17	22 苏新 02	苏高新集团	地方国有企业	回售	9.4	1.35	公司债

资料来源：同花顺，中银证券

7 投资建议

当前房地产“止跌回稳”主基调不变，提振需求是首要任务，从高频数据来看，目前市场仍然维持缓慢复苏的势头。后续的市场修复能否得到巩固，一方面依赖于需求端宽松政策的进一步扩底，另一方面，货币化旧改和收储进度也将继续成为 2025 年的重要主线。从标的来看，一方面，流动性安全、重仓高能级城市、产品力突出的房企或更具备 α 属性；另一方面，得益于化债、政策纾困、销售改善等多重逻辑下的困境反转的标的或具备更大的估值修复弹性。

现阶段我们建议关注四条主线：1) 基本面稳定、在一二线核心城市的销售和土储占比高、在重点城市的市占率较高的房企：绿城中国、滨江集团、华润置地、招商蛇口、越秀地产。2) 从 2024 年以来在销售和拿地上都有显著突破的“小而美”房企：保利置业、城投控股。3) 经营或策略上有增量或变化的房企：金地集团、龙湖集团、信达地产。4) 受益于二手房市场持续量价修复的房地产经纪公司：贝壳、我爱我家。

图表 59. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2023A	2024E	2023A	2024E	
3900.HK	绿城中国	买入	11.23	306.14	1.22	1.07	9.21	10.50	14.52
002244.SZ	滨江集团	买入	10.45	325.15	0.81	0.78	12.86	13.40	8.53
1109.HK	华润置地	未有评级	23.90	1,832.65	4.40	3.83	5.43	6.25	37.37
001979.SZ	招商蛇口	未有评级	9.46	857.16	0.70	0.45	13.56	21.22	12.17
0123.HK	越秀地产	买入	4.95	214.15	0.79	0.85	6.25	5.82	14.14
0119.HK	保利置业集团	未有评级	1.42	58.46	0.38	0.05	3.76	29.73	8.95
600649.SH	城投控股	未有评级	4.31	109.02	0.16	0.24	26.24	17.86	8.08
600383.SH	金地集团	中性	4.68	211.28	0.20	-1.35	23.79	-3.46	13.62
600657.SH	信达地产	未有评级	4.39	125.20	0.18	-	24.77	-	8.60
0960.HK	龙湖集团	未有评级	9.71	719.12	1.87	1.42	5.20	6.84	22.87
2423.HK	贝壳-W	未有评级	50.82	1,979.29	1.62	1.12	31.29	45.28	19.48
000560.SZ	我爱我家	未有评级	3.24	76.32	-0.36	0.05	-9.00	69.91	4.03

资料来源：同花顺，中银证券

注：股价截止日 3 月 21 日，未有评级公司盈利预测来自同花顺一致预期。港元按汇率 0.93 换算。招商蛇口、保利置业集团、金地集团、贝壳-W2024 年数据为实际年报数据。

8 风险提示

房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

9 附录

数据来源：新房、二手房成交，新房库存均来源于同花顺；土地市场数据来自于中指院。

图表 60. 城市数据选取清单

新房成交情况选取城市
<p>【新房】合计 40 个城市 一线城市（4 个）：深圳、上海、北京、广州 二线城市（10 个）：南宁、杭州、南京、武汉、青岛、苏州、福州、济南、成都、宁波 三四线城市（26 个）：金华、宝鸡、台州、常德、吉安、娄底、池州、舟山、江门、韶关、东莞、佛山、莆田、泰安、焦作、肇庆、荆门、龙岩、东营、清远、衢州、云浮、海门、温州、扬州、惠州</p> <p>其中商品房：深圳，南宁，广州，金华，宝鸡，台州，常德，吉安，娄底，池州，舟山；商品住宅：上海，北京，杭州，南京，武汉，青岛，苏州，宁波，福州，东莞，惠州，济南，扬州，温州，江门，韶关，成都，佛山，莆田，泰安，焦作，肇庆，荆门，龙岩，东营，清远，衢州，云浮，海门。</p> <p>由于宝鸡、吉安、池州、舟山、东莞、肇庆、龙岩、清远、衢州、云浮、海门、东营同期无数据可比，因此在计算整体同比数据时做了相应的剔除。</p>
二手房成交情况选取城市
<p>【二手房】合计 18 个城市 一线城市（2 个）：北京，深圳 二线城市（7 个）：杭州、南京、青岛、苏州、厦门、南宁、成都 三四线城市（9 个）：东莞、金华、韶关、吉安、扬州、佛山、池州、清远、衢州</p> <p>其中商品房：金华，韶关，吉安；商品住宅：北京、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、厦门、南宁、成都、东莞、扬州、佛山、池州、清远、衢州。</p> <p>由于青岛、成都、东莞、吉安、扬州、池州、清远、衢州同期无数据可比，因此在计算整体同比数据时做了相应的剔除。</p>
新房库存及成交情况选取城市
<p>【库存】合计 12 个城市 一线城市（4 个）：深圳、上海、北京、广州 二线城市（5 个）：杭州、南京、苏州、宁波、福州 三四线城市（3 个）：韶关、莆田、东营</p> <p>其中商品房：北京，深圳，广州，南京；商品住宅：上海，杭州，苏州，宁波，福州，韶关，莆田，东营。</p> <p>由于南京（套数、面积）、东营（套数、面积）、广州（面积）同期无数据可比，因此在计算整体同比数据时做了相应的剔除。</p>
土地市场选取城市
<p>【土地市场】百城数据，合计 122 个城市。 一线城市（4 个）：北京，上海，广州，深圳。 二线城市（26 个）：合肥，福州，厦门，济南，大连，哈尔滨，石家庄，长春，南昌，太原，珠海，兰州，成都，重庆，杭州，武汉，西安，天津，苏州，南京，郑州，长沙，沈阳，青岛，宁波，佛山。 三线城市（92 个）：潍坊，扬州，海口，汕头，洛阳，乌鲁木齐，临沂，唐山，镇江，盐城，湖州，赣州，泰州，济宁，呼和浩特，咸阳，漳州，揭阳，江门，桂林，邯郸，芜湖，三亚，阜阳，淮安，遵义，银川，衡阳，上饶，柳州，淄博，莆田，绵阳，湛江，商丘，宜昌，沧州，连云港，南阳，九江，新乡，信阳，襄阳，岳阳，蚌埠，驻马店，滁州，威海，宿迁，株洲，宁德，邢台，潮州，秦皇岛，肇庆，荆州，周口，马鞍山，清远，宿州，鞍山，安庆，菏泽，宜春，黄冈，泰安，南充，六安，大庆，舟山，衢州，吉林，昆明，无锡，温州，泉州，南宁，贵阳，金华，常州，惠州，嘉兴，南通，徐州，中山，保定，台州，绍兴，烟台，廊坊，东莞，嘉峪关。</p>

资料来源：同花顺，中指院，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371