



2023 年房地产行业运行半年报

联合资信 工商评级 | 曹梦茹 | 李想 | 于长花

2023 年以来，一季度“小阳春”过后，房地产行业景气度继续下行。融资端支持政策对房企流动性修复有限，行业出清仍在继续，部分头部房企风波再起，同时经济复苏缓慢，投资者偏好持续下行，房企存活关键仍在于销售端的回暖和自身造血能力的恢复，违约压力仍较大。展望 2023 年下半年，需求端一系列利好政策的出台，短期内有利于释放购房需求，提振市场信心，但实际效果仍有待观察。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、房地产行业分析

（一）政策端

2023 年以来，面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，调控政策延续宽松态势且宽松力度不断加大；从中央政治局会议提出的政策转向适时调整优化房地产政策，到 8 月贷款利率下调、降低首付比例、“认房不认贷”等相关政策落地释放需求，国家陆续出台利好政策。

2023 年年初，中央继续以“房住不炒”为主基调，因城施策，以促进房地产业良性循环和健康发展为目标，延续宽松的调控政策，随着土拍市场遇冷及房地产市场表现疲弱，尤其 2022 年下半年以来，房地产市场交易量同比环比均下降，库存量进一步提高，政策支持力度进一步加大。年初的全国住房和城乡建设会议将 2023 年工作重心放在以防风险、促转型为工作主线上。1 月，央行及原银保监会对首套住房贷款利率政策建立动态调整机制。3 月，两会政府报告提出，明确要有效防范化解头部房企风险，促进房地产平稳发展；证监会提出推进 REITs 常态化发行，支持盘活商业项目；当月，地方调控支持政策随即跟进，部分重点二线城市，如长沙、厦门等优化限购限售政策。4 月，中央政治局会议继续强调“房住不炒”及“三保”工作的重要性。7 月，中央政治局会议定调，鉴于房地产市场供求关系已发生重大变化，要适时调整优化房地产政策，为后续房地产调控利好政策埋下伏笔；国务院常务会议提出在超大特大城市积极稳步推进城中村改造，推动 21 个超特大城市的城中村改造。8 月，在中央定调后，相关部委密集发力，住建部出台“认房不认贷”政策，一二线城市迅速响应，调整首套房认定政策；央行推动降低存量首套住房商业性个人住房贷款利率，降低首套二套最低首付比例，不再区分限购或非限购，各城市可自主选用。

表 1 2023 年以来中央层面房地产行业主要政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2023 年 1 月	央行、原银保监会	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限
2023 年 3 月	全国两会	有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，加快推进老旧小区和危旧房改造
2023 年 3 月	证监会	提出要推进 REITs 常态化发行，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。同时提出要优化审核注册流程，完善发行、信披制度等
2023 年 4 月	中央政治局会议	要有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作。坚持“房住不炒”的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展
2023 年 4 月	央行、金融监管总局	要有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，因城施策支持刚性和改善性住房需

		求，加快完善住房租赁金融政策体系，推动房地产业向新发展模式平稳过渡
2023 年 6 月	交易商协会	要加大对重点领域的支持力度，进一步提升民营企业发债便利，用好“第二支箭”。要用好民营企业债券融资支持工具，综合运用信用风险缓释凭证（CRMW）、信用联结票据（CLN）、担保增信、交易型增信等多种方式，积极为符合条件的民营企业发债融资提供增信支持，鼓励多元化增信发债方式
2023 年 7 月	中央政治局会议	会议提出为适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。同时，要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产；有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案，并加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险
2023 年 7 月	央行、金融监管总局	针对2022年11月央行、原银保监会联合出台《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》中的两条政策，延长其适用期限。一是对于房地产企业的存量融资，在保证债权安全的前提下，鼓励金融机构与房地产企业基于商业性原则自主协商，积极通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持，促进项目完工交付。2024年12月31日前到期的，可以允许超出原规定多展期1年，可不调整贷款分类，报送征信系统的贷款分类与之保持一致。二是2024年12月31日前向专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类；对债务新老划断后的承贷主体按照合格借款主体管理。对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的，可予免责
2023 年 7 月	国务院	国务院常务会议审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，会议指出在超大特大城市积极稳步实施城中村改造，多渠道筹措改造资金；加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，发展各种新业态，实现可持续运营
2023 年 7 月	住建部	要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付，切实保障人民群众的合法权益
2023 年 8 月	央行、金融监管总局	2023 年下半年工作会议提出支持房地产市场平稳健康发展，落实好“金融 16 条”，延长保交楼贷款支持计划实施期限，保持房地产融资平稳有序，加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度；因城施策精准实施差别化住房信贷政策，继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行，更好满足居民刚性和改善性住房需求；指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率
2023 年 8 月	住建部、央行、金融监管总局	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女，下同）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策；此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱
2023 年 8 月	央行、金融监管总局	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 30%；首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点
2023 年 8 月	央行、金融监管总局	自 2023 年 9 月 25 日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款；新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但在贷款市场报价利率（LPR）上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023 年以来，随着中央宽松政策的持续出台，地方政府可选择的地产调控工具箱进一步丰富，各地市的房地产市场调控松绑政策力度加大，但三四线城市楼市利好政策基本出尽，一二线城市尚有政策调节空间。各地市围绕提高公积金贷款比例、放松限购区域购房数量或扩大非限购区域、降低首付比例、降低落户难度、推动人才引进及购房补贴等方面发力，政策支持力度进一步提高。在政策工具中，公积金贷款放政策及“认房不认贷”使用频次最多。

表 2 2023 年以来各地市重要房地产政策汇总

时间	城市	主要内容
2023 年 2 月	武汉	2 月 5 日，武汉市发布《关于激发市场主体活力推动经济高质量发展政策措施的通知》，促进房地产市场平稳健康发展，在我市住房限购区域购房的居民家庭可新增一个购房资格，在非限购区域拥有的住房不计入居民家庭购房资格认定套数，非本市户籍居民家庭在限购区域购买首套住房的可实行购房资格“承诺办、容缺办”
2023 年 3-4 月	杭州	3 月 31 日，杭州市临安区发布《关于进一步推进临安区房地产市场健康有序发展的意见》，调整临安区住房公积金贷款二套房首付比例，由不低于 60% 调整为不低于 40% 4 月 7 日，杭州市发布《关于进一步深化户籍制度改革的实施意见》，恢复普通高校大专以上学历毕业生落户政策，恢复普通高校大专以上学历毕业生落户政策，放宽技能人才落户，放宽技能人才落户，放宽技能人才落户 4 月 17 日，《关于完善多子女家庭住房公积金优惠政策的通知》，规定多子女家庭购买首套普通自住住房且首次申请住房公积金贷款的，贷款额度可按家庭当期最高贷款限额上浮 20% 确定
2023 年 5 月	苏州	5 月 5 日，苏州市调整公积金贷款政策，规定员工公积金缴存在苏州大市范围内的（不包括工业园区），目前首次住房公积金贷款按不超过账户余额的 15 倍（原为 10 倍）计算，但贷款额度上限不变
2023 年 8 月	郑州	郑州市住房保障和房地产管理局等 8 部门联合发布《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，共包含 15 条措施，符合条件的青年人才按照 100% 的比例给予购房契税补贴，多子女家庭购房补贴，购房契税补贴；落实新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制，结合评估情况及时调整我市新发放首套住房商业贷款利率下限；鼓励在郑各商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率，引导个人住房贷款利率和首付比例下行，稳定居民消费预期；推进商品房现房销售；城中村改造、城市更新中涉及的房屋征收，通过购买商品住房、发放安置房票等货币化为主的方式实施安置。未开工建设的安置房，原则上以货币化安置为主等
2023 年 8 月	广州、深圳	8 月 30 日，两市住建局分别发布通知，规定居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
2023 年 9 月	北京	9 月 1 日，北京市住房和城乡建设委员会等部门发布通知，规定居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在本市名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策
2023 年 9 月	上海	9 月 1 日，上海市住房和城乡建设管理委等部门联合发布《关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，规定居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在我市名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策
2023 年 9 月	天津	9 月 1 日，天津市住房城乡建设委等四部门印发《关于进一步调整优化房地产政策更好满足居民刚性和改善性住房需求的通知》，规定非本市户籍大学毕业生在本市住房限购区域无住房的，可凭劳动合同或企业注册证明和毕业证购买一套住房；本市住房限购区域调整为市内六区，居民在住房限购区域内购买新建商品住房或二手住房的，仍然执行本市住房限购套数及资格政策

2023 年 9 月	沈阳	9 月 4 日，沈阳市房产局及自然资源等部门联合发布《关于进一步支持刚性和改善性住房需求的通知》，提出取消二环内限购政策，取消住房销售限制年限规定，满足居民购房需求；居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女，下同）名下在本市无住房的，购买商品住房的首付款，按不低于购买首套住房的最低比例执行，不再区分是否有住房贷款（商业性住房贷款）记录以及住房贷款是否还清，住房贷款利率享受购买首套住房的利率；对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一调整为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一调整为不低于 30%
------------	----	---

资料来源：联合资信根据公开资料整理

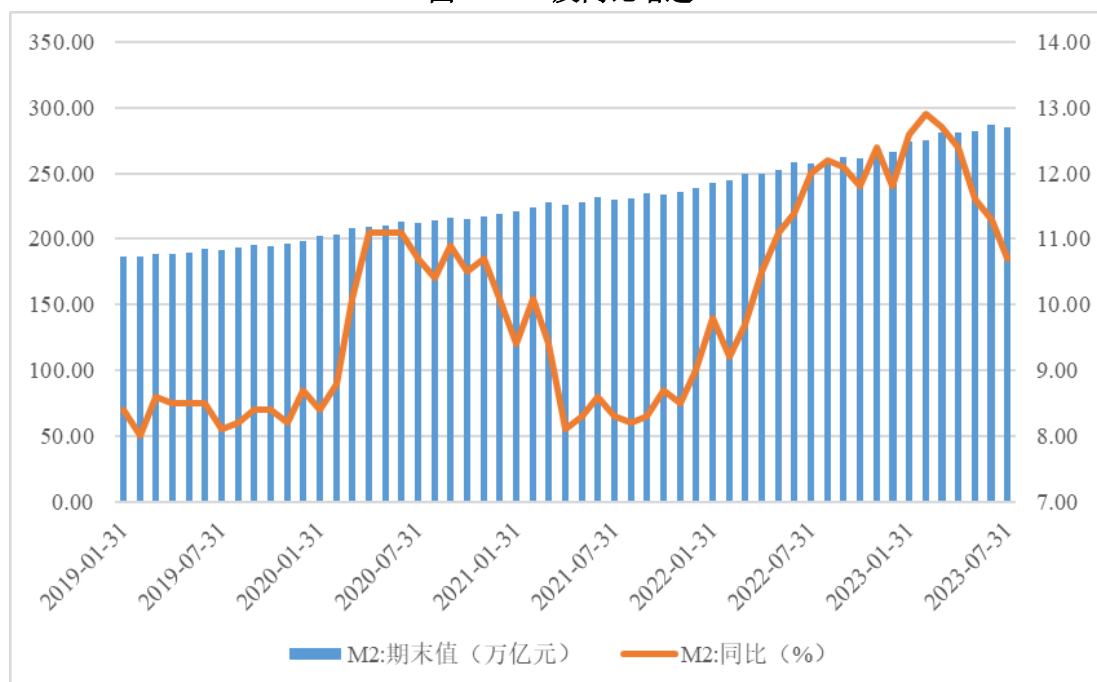
（二）融资端

2023 年以来，房地产行业融资政策支持导向明显，但短期来看对房企融资端修复有限。受经济复苏放缓和市场信心不足等因素影响，居民购房及贷款意愿疲弱，房企到位资金继续下降，叠加部分头部房企信用风险暴露、投资者偏好下行，行业现阶段融资情况仍难言乐观。房企融资能力修复关键仍在于销售端的回暖和自身造血能力的恢复。

1. 社会融资

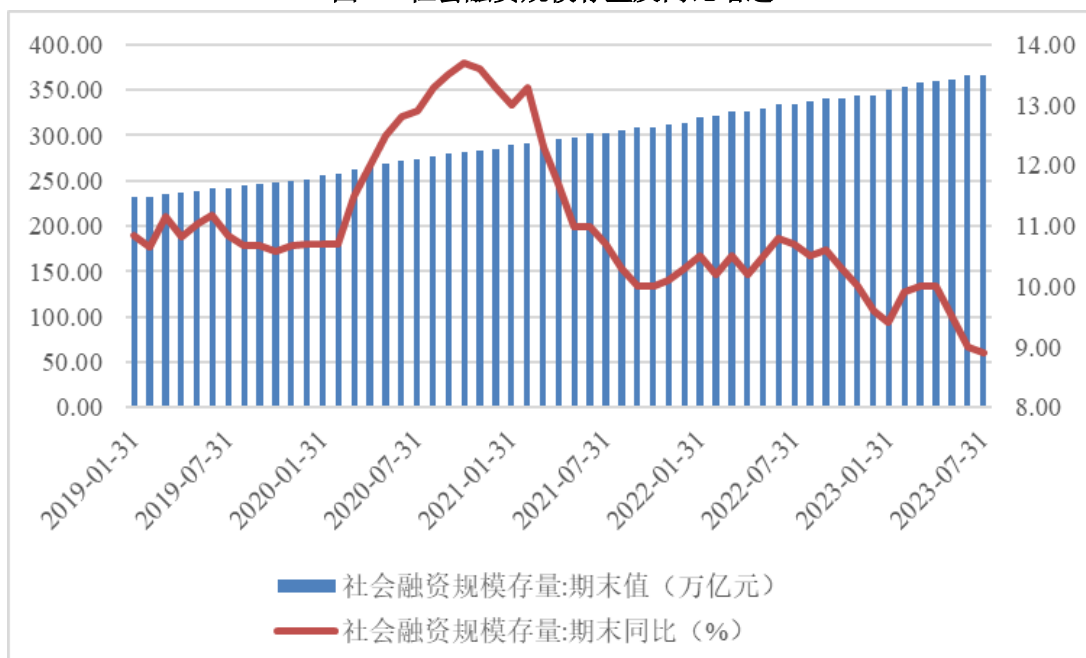
2023 年以来，央行强调稳健的货币政策要精准有力，保持流动性合理宽裕，M2 同比增速从年初高位趋势性回落。2023 年一季度，经济社会全面恢复常态化运行，国内经济运行开局良好，二季度随着经济复苏动能有所放缓，社会融资规模同比增速小幅上扬后继续探底。

图 1 M2 及同比增速



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

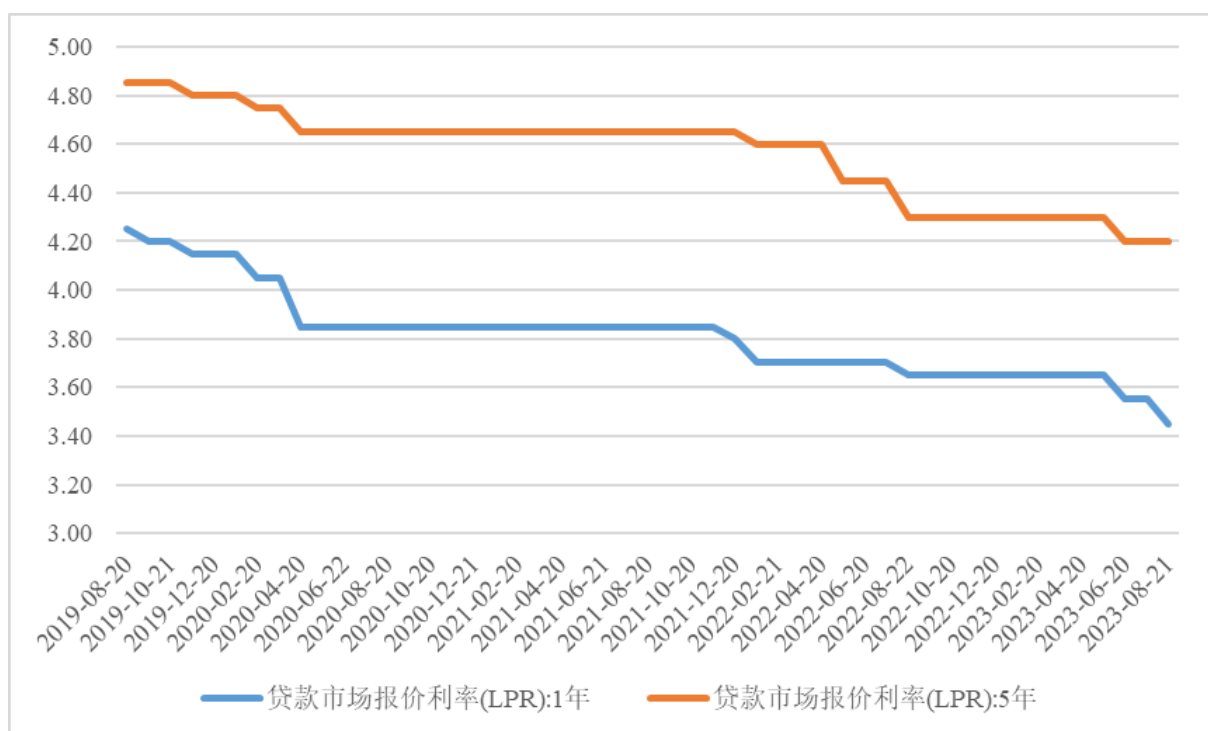
图 2 社会融资规模存量及同比增速



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

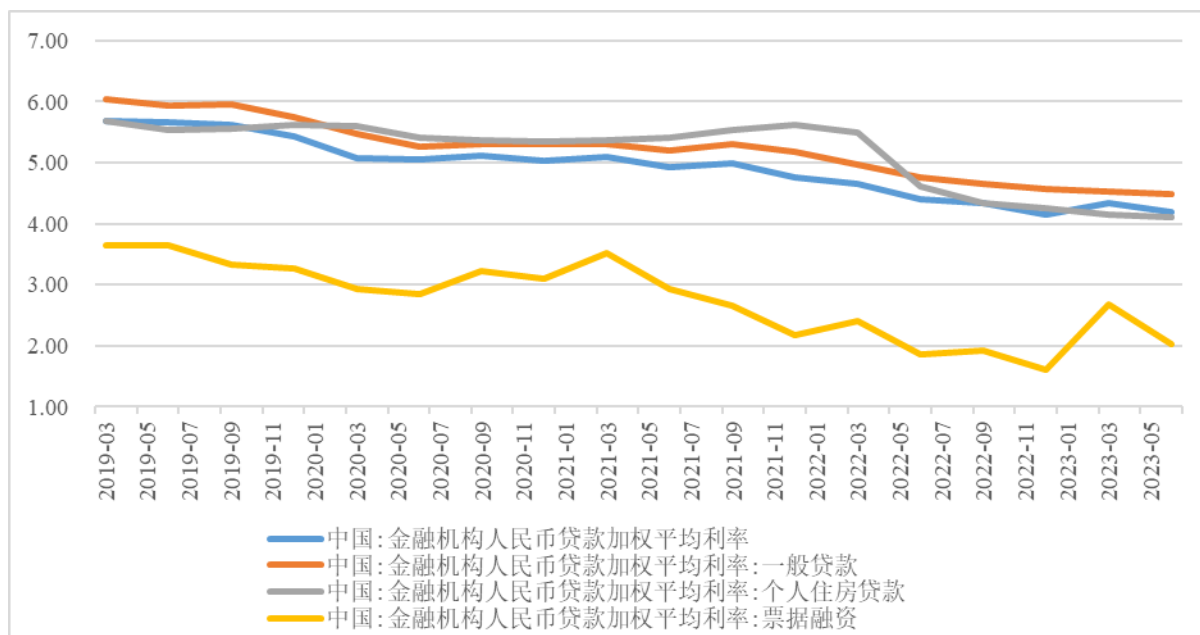
社会融资成本方面，2023 年以来实体经济融资成本稳中有降。LPR 在 2022 年 8 月时隔 10 个月后，于 2023 年 6 月再次进入下行通道。2023 年 6 月，1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 对称下调 10 个基点至 3.55% 和 4.20%；2023 年 8 月，1 年期 LPR 跟随 7 天 OMO 利率和 1 年期 MLF 下调 10 个基点至 3.45%，5 年期 LPR 保持不变。目前，国内按揭贷款首套利率最低值为低于 5 年期 LPR 20 个基点即 4.00%，二套利率为 5 年期 LPR 上浮 20 个基点即 4.40%，已处于历史低点。央行数据显示，上半年新发放企业贷款加权平均利率为 3.96%，比上年同期低 25 个基点；新发放个人住房贷款加权平均利率为 4.18%，比上年同期低 107 个基点。

图3 LPR 报价利率走势（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图4 金融机构人民币贷款加权平均利率（单位：%）

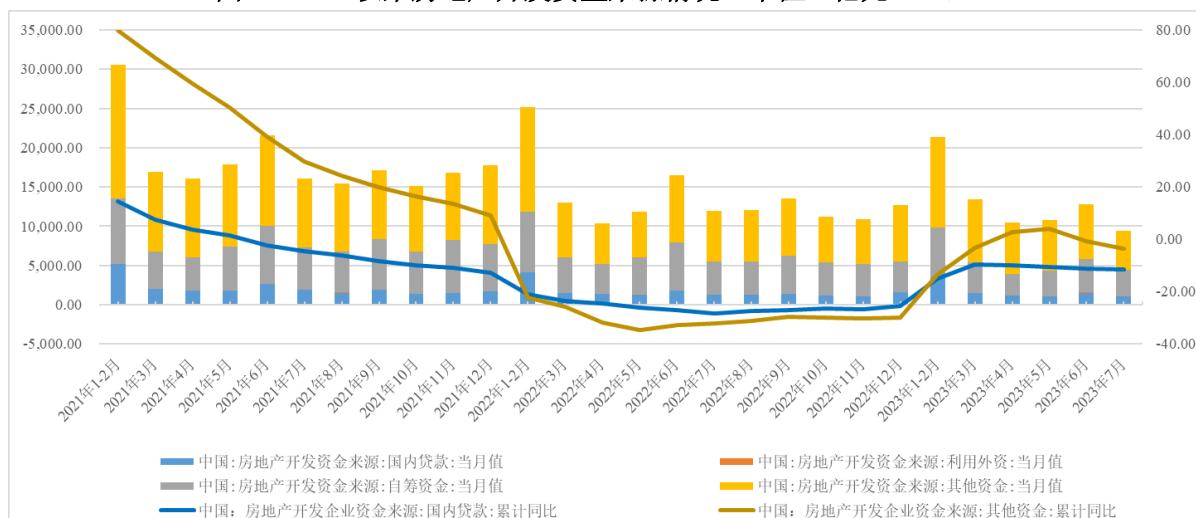


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2. 房企融资

2022 年以来，中央各部委密集发声稳定房地产行业融资环境，重点支持房企合理融资需求、鼓励优质房企兼并收购出险房企项目以及防范化解房企流动性风险。从 2022 年底金融“16 条”和“地产行业四支箭”融资政策陆续出台，到 2023 年 7—8 月金融“16 条”延期和允许房企再融资不受破发、破净和亏损限制等融资端政策再发力，持续的融资政策支持有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化。但受制于经济复苏放缓、需求端政策提振效果有限和市场信心不足等因素，行业销售仍未企稳止跌，地产企业到位资金压力依旧较大。2023 年 1—7 月，房地产开发企业到位资金合计 7.82 万亿元，同比下降 11.20%，降幅自 5 月再次走阔。其中，国内贷款累计同比降幅在年初收窄后持续小幅扩大，反映融资端修复空间有限且持续性不足；2023 年以来商品房销售短暂复苏后逐步降温，致使房地产开发资金来源中占比最高的其他资金（定金、预收款以及个人按揭贷款）累计同比增速于 2023 年 6 月由正转负，且 7 月降幅继续扩大，反映销售端压力不减，房企资金仍承压。

图 5 2023 以来房地产开发资金来源情况（单位：亿元、%）

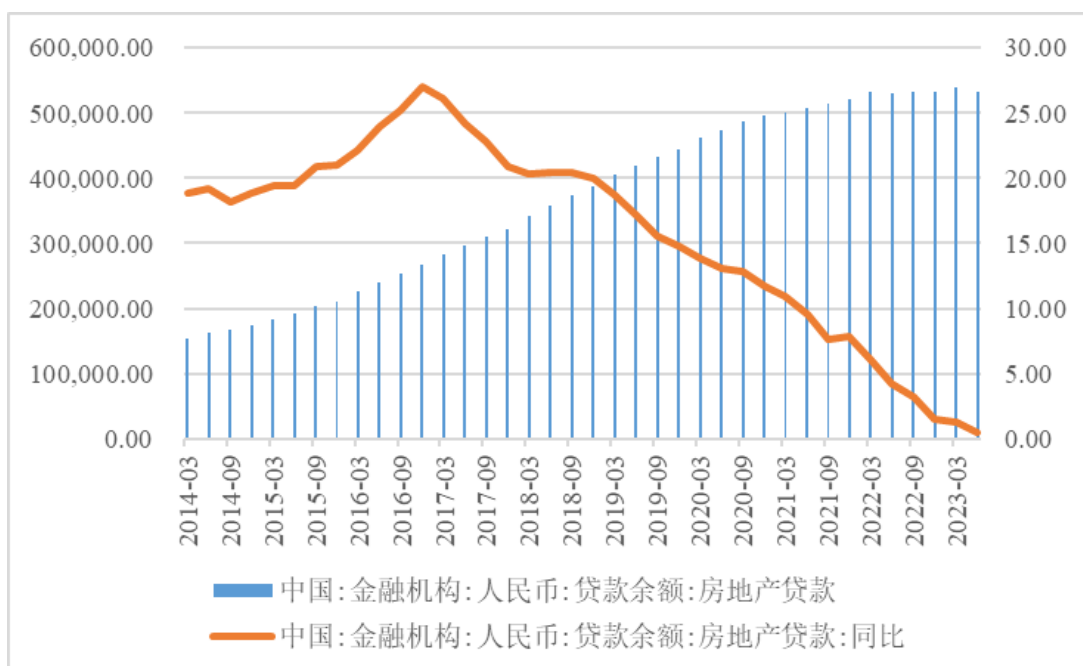


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

（1）银行信贷

从房企主要融资渠道银行信贷来看，受行业下行影响，近年来银行信贷流向房地产领域的增速大幅下降。截至 2023 年 6 月底，国内金融机构房地产贷款余额为 533700 亿元，同比增长 0.50%，增速创历史新低。

图6 金融机构房地产贷款余额及增速（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

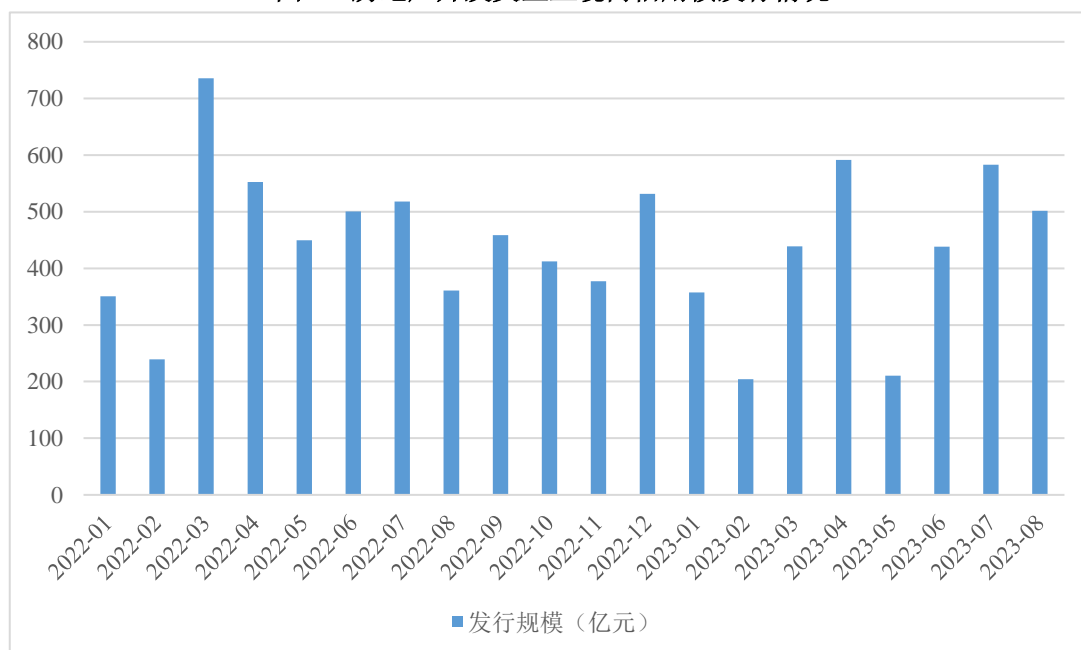
自 2022 年 11 月央行、银保监会发出“第一支箭”——“金融 16 条”发布后，银行贷款投放增加，各大银行密集与优质房地产企业达成银企合作协议并提供授信。在国有银行加大对房企的授信力度后，股份制银行和城商行也陆续加入对房企的授信，获益房企对象也从全国性龙头房企逐步扩容至地方性房企和出险房企。根据公开资料统计，截至 2023 年 8 月 30 日，农业银行、交通银行等 45 家（包括分行）已向 168 家以上房企（包括集团子公司/分公司）签署战略合作协议，涉及房企包括保利发展、招商蛇口、滨江集团、城建集团、大华集团、大悦城、万科、雅居乐，也涉及部分出险房企如宝龙地产、碧桂园、旭辉、禹洲集团、远洋、正弘集团、正荣地产等，意向性授信已披露金额超 58412.4 亿元。但授信额度的落地需通过新增建设项目申请，在行业流动性持续承压背景下，多数民营房企大幅缩减土地投资导致新增项目极少，授信额度落地难度很大。截至 2023 年 6 月底，国内金融机构房地产贷款额度同比增速仍呈探底态势，反映“第一支箭”实质对房企融资端修复有限。

（2）国内债券

2023 年以来，在“第二支箭”支持房地产企业合理债券融资需求的推进下，房企国内信用债发行规模企稳止跌。具体来看，2023 年 1—8 月，房地产开发类企业境内信用债发行金额合计 3716.02 亿元，同比回升 0.25%，其中 4 月和 7 月发行相对集中。受行业景气度持续低迷、可发债房企数量的减少、万达和碧桂园及远洋等房企信用风

险事件爆发、投资者降杠杆控风险意识的增强以及地产债偏好下行等因素影响，预计短期内房企国内信用债发行规模反弹空间有限。

图 7 房地产开发类企业境内信用债发行情况

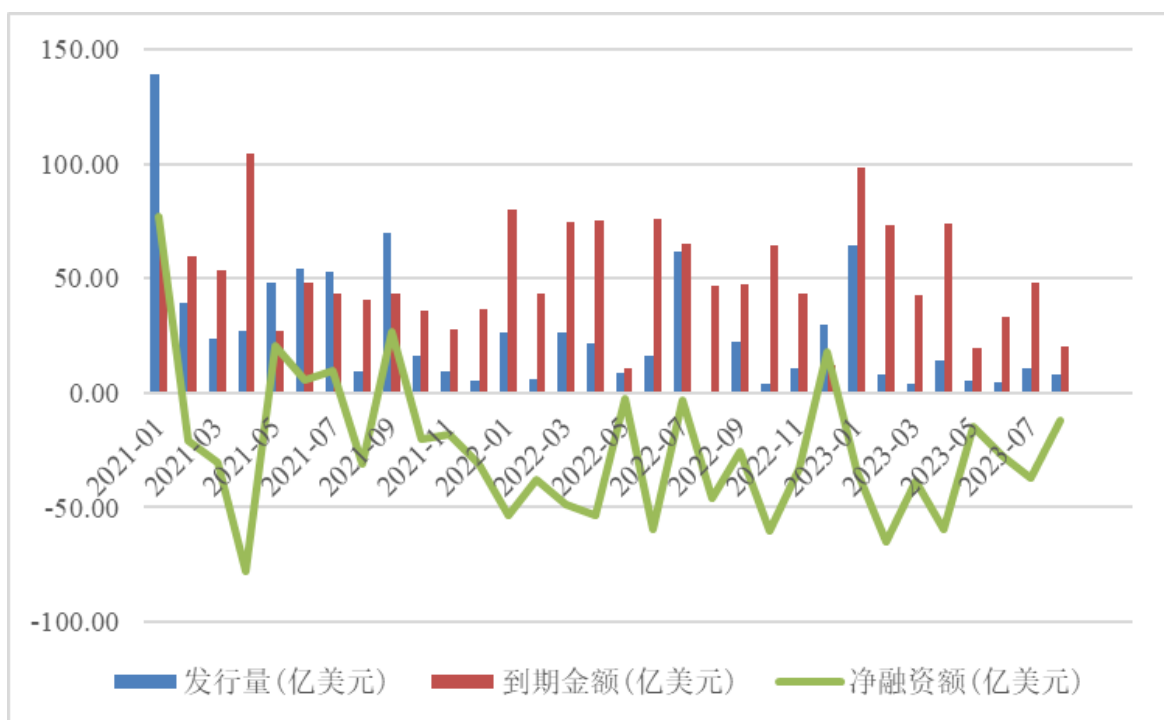


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

(3) 美元债

受境内房企展期、违约事件频发、境外评级被大量下调以及多数出险房企“弃外保内”等因素影响，投资者对房地产行业风险偏好显著下行，2021 年以来境内房企美元债发行规模保持低位，多数月份美元债净融资额为负。2023 年 1—8 月，中资房企美元债发行金额合计 119.18 亿美元，同比下降 28.83%，净融资额合计-272.33 亿美元，较上年同期净融资流出量有所收窄。结合当前国内房地产市场现状看，房企现阶段融资环境仍不容乐观，且美元债在实际偿还过程中劣后于其他借款，同时，人民币贬值造成发行美元债成本上升，预计房企美元债市场短期内恢复难度较大。2022 年 12 月，四大国有银行将为优质地产企业发放离岸贷款，用于偿还海外债务，通过“内保外贷”模式助力修复国际投资者对中国地产企业偿债能力的悲观预期，碧桂园、万科、中海、越秀地产、龙湖、万达等房企纷纷宣布获得银行“内保外贷”支持，但公开资料显示仅有少数房企成功获得“内保外贷”。需注意“内保外贷”仅限于借新还旧，且需要房企境内资产抵押，需与中债增信用债担保等融资渠道抢占抵押物，发行额度取决于房企资产厚度和质量。总体上看，房企境外融资渠道仍处于冰封状态。

图 8 2021 年以来境内房企美元债融资情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 wind 整理

（4）信托融资

近年来，以信托融资为代表的非标融资延续强监管，房地产信托发行与成立规模均大幅下降。2023 年 1—8 月，据用益信托网数据显示，投向为房地产类的国内集合信托产品发行规模为 306.35 亿元，同比下降 71.04%；投资领域为房地产的国内集合信托产品成立规模为 182.54 亿元，同比下降 75.93%。近年来银保监会要求严控房地产信托规模，房地产信托规模显著下降，结合当前房地产市场环境看，未来房地产信托规模或将继续缩减。2023 年 7 月，央行、金融监管总局延长 2022 年 11 月出台的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》中两项金融支持房地产市场政策的适用期限，继续对存量房地产企业开发贷、信托贷款融资进行展期，或将缓解房企信托债务到期压力。

（5）权益融资

2022 年 11 月，证监会恢复上市房地产企业股权融资渠道及再融资等措施，即“第三支箭”股权融资。2023 年 2 月，证监会提出启动不动产私募投资基试点工作，延续“第三支箭”对股权融资渠道的拓展。2023 年 8 月，证监会提出房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制，对上市房企股权融资给予持续支持。2022 年 11 月至 2023 年 8 月底，10 家房企已完成港交所股权配置，扣除配售佣金后净额超 190 亿

港元，资金用途主要为债务偿还；而上交所和深交所方面，6家房企定增募资已获证监会同意批复，另有16家房企在进程中，预计将获得超1000亿元股权融资，募集资金用途多为项目建设融资，最终融资落地情况仍需关注。

表3 2022年11月至2023年8月底港交所房地产股权融资情况

房企简称	企业性质	发起/完成时间	扣除配售佣金后 净额（亿元）	资金用途
已完成				
Ji	民营企业	2023年7月26日	--	偿还债务
雅居乐	民营企业	2023年8月3日	3.87	偿还现有债项再融资及一般企业用途
		2023年1月18日	4.89	债券偿还、现有境外债再融资及一般营运资金
		2022年12月22日	6.17	债券偿还、现有境外债再融资及一般营运资金
		2022年11月18日	7.83	现有境外债再融资及一般营运资金
万科企业	公众企业	2023年3月9日	39.02	境外债还款
旭辉集团	民营企业	2022年12月28日	9.46	现有境外债再融资及一般营运资金
		2022年9月5日	6.23	现有境外债再融资及一般营运资金
合景泰富集团	民营企业	2022年12月23日	4.67	现有境外债再融资及一般营运资金
德信中国	民营企业	2022年12月21日	2.31	现有境外债再融资及一般营运资金
新城发展	民营企业	2022年12月19日	19.43	现有境外债再融资及一般营运资金
碧桂园	民营企业	2022年12月14日	47.41	现有境外债再融资及一般营运资金
		2022年11月22日	38.72	现有境外债再融资及一般营运资金
建发国际集团	地方国有企业	2022年12月6日	8.00	偿还借款及一般营运资金
天臣控股	民营企业	2022年11月25日	0.01	一般营运资金
进行中				
中原建业	民营企业	2022年11月18日	--	政府代建业务发展、资本代建业务发展及一般营运资金

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表 4 2022 年 11 月至 2023 年 8 月底上交所及深交所房地产股权融资情况

房企简称	企业性质	预案/最新发布时间	当前状态	预计股权融资金额（亿元）	资金用途
外高桥	地方国有企业	2022 年 12 月 30 日/ 2023 年 8 月 25 日	上交所通过	25.55	项目融资
天地源	地方国有企业	2023 年 1 月 12 日/ 2023 年 8 月 25 日	待上交所审核	12.50	项目融资
华发股份	地方国有企业	2022 年 12 月 6 日/ 2023 年 8 月 14 日	上交所通过	60.00	项目融资
荣盛发展	民营企业	2022 年 12 月 22 日/ 2023 年 8 月 11 日	待深交所审核	30.00	项目融资
京能置业	地方国有企业	2023 年 3 月 22 日/ 2023 年 8 月 2 日	待上交所审核	7.00	项目融资/ 补充流动资金
三湘印象	民营企业	2022 年 12 月 20 日/ 2023 年 7 月 24 日	待深交所审核	16.00	项目融资
万科 A	公众企业	2023 年 2 月 13 日/ 2023 年 7 月 17 日	待深交所审核	150.00	项目融资
陆家嘴	地方国有企业	2022 年 12 月 16 日/ 2023 年 6 月 29 日	证监会通过	66.00	配套融资 及融资收购其他资产
中交地产	中央国有企业	2023 年 2 月 24 日/ 2023 年 6 月 27 日	证监会通过	35.00	项目融资
福星股份	民营企业	2022 年 12 月 6 日/ 2023 年 6 月 27 日	证监会通过	13.41	项目融资
大名城	民营企业	2022 年 12 月 9 日/ 2023 年 6 月 27 日	证监会通过	30.00	项目融资
保利发展	中央国有企业	2022 年 12 月 31 日/ 2023 年 6 月 27 日	证监会通过	125.00	项目融资
招商蛇口	中央国有企业	2022 年 12 月 17 日/ 2023 年 6 月 16 日	证监会通过	85.00	配套融资
招商蛇口	中央国有企业	2022 年 12 月 17 日/ 2023 年 6 月 16 日	证监会通过	89.28	融资收购 其他资产
中南建设	民营企业	2023 年 1 月 6 日/ 2023 年 6 月 16 日	待深交所审核	28.00	项目融资
广宇发展	民营企业	2022 年 9 月 30 日/ 2023 年 5 月 17 日	深交所通过	50.00	项目融资

新黄浦	地方国有企业	2023 年 1 月 7 日/ 2023 年 2 月 9 日	股东大会 通过	17.00	项目融资
迪马股份	民营企业	2023 年 1 月 19 日	董事会预 案	18.00	项目融资
苏宁环球	民营企业	2022 年 12 月 30 日/ 2023 年 1 月 17 日	股东大会 通过	28.00	项目融资
中天服务	民营企业	2022 年 12 月 13 日/ 2022 年 12 月 29 日	股东大会 通过	1.67	项目融资
华夏幸福	民营企业	2022 年 12 月 2 日	筹备中	28.77	补充流动 资金、偿 还债务等
新湖中宝	民营企业	2022 年 12 月 1 日	筹备中	66.56	补充流动 资金、偿 还债务等
世茂股份	民营企业	2022 年 11 月 30 日	筹备中	26.11	补充流动 资金等

资料来源：联合资信根据公开资料整理

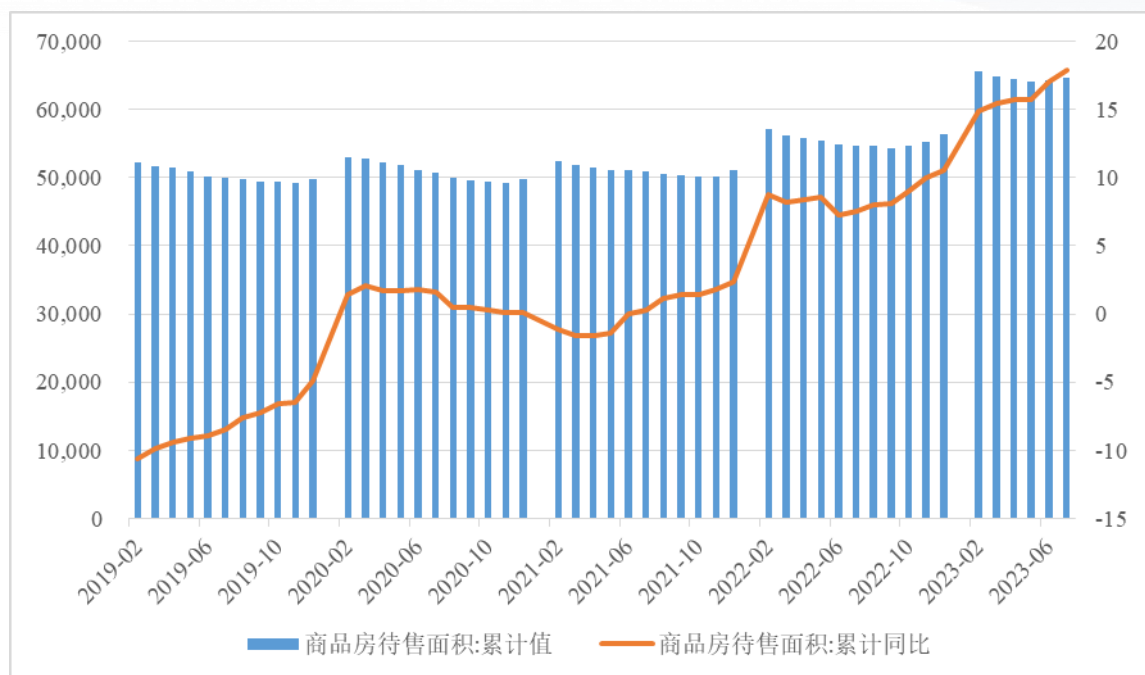
（三）供需端

2023 年一季度地产行业迎来“小阳春”，但后续销售乏力，行业景气度仍低迷，整体销售规模仍在下滑；土拍市场上，央、国企和城投企业继续托底，优质民营房企恢复拿地。需求端，购房政策放松力度或将加码，短期内有促进作用，但长期受宏观经济下行、房企风险事件持续发酵等因素影响，购房者信心有待恢复，政策效果有待观察。

1. 供给端

2023 年以来，房地产行业市场景气度延续 2022 年下半年以来的低迷态势，商品房待售面积（竣工未售项目）库存进一步提高，截至 2023 年 8 月底，待售面积规模为 64564 万平方米，累计同比增长 17.90%。根据 CRIC 统计的数据，2023 年 6 月底，百城商品住宅库存量为 51227 万平方米，同比下降 13%，环比下降 2%。从去化周期看，受 2023 年一季度地产市场“小阳春”去化影响，2023 年 5 月底百城商品住宅库存去化周期降至 16.7 个月，百城中三四线城市去化周期降至 20.8 个月以上，均为 2023 年以来的最低值，去化压力较 2022 年有所下降但仍较大。

图 9 商品房待售面积情况（单位：万平方米、%）



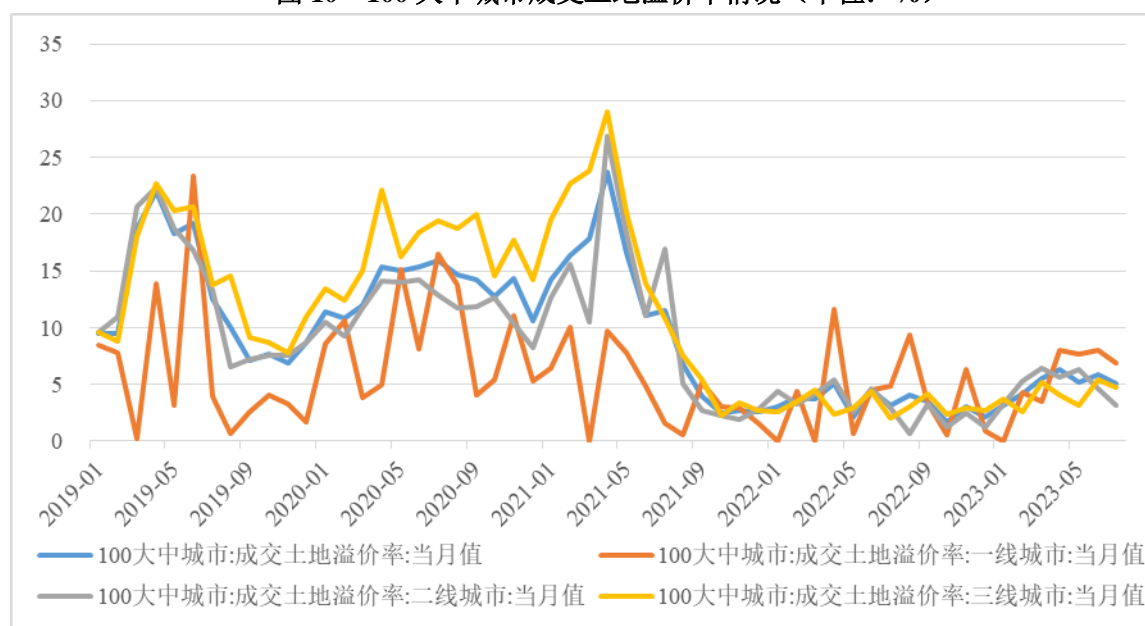
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

土地供应及成交量决定商品房未来一段时间的供给。土地部门收缩土地供应量，据 CRIC 统计的数据，2023 年宅地供应计划量同比下降 13%；2023 年上半年，100 大中城市供应土地规划建筑面积同比下降 7.94%，整体看，2023 年上半年，尽管部分城市放松土拍门槛并推出优质地块，除一线城市及热点二线城市外，其他地市土拍市场热度不高，央、国企及地方城投企业仍为拿地主力军，地方城投整体土拍力度下降，但仍在三四线城市持续托底；民营房企拿地力度较上年同期有所恢复但仍属谨慎。2023 年以来，受房企投资力度下降的影响，土地流拍情况仍较多，但较 2022 年下半年有所好转。

从土地成交数据来看，2023 年 1—6 月，100 大中城市成交土地规划建筑面积累计 6.82 亿平方米，同比下降 1.04%；分城市能级来看，一线城市成交土地规划建筑面积同比增长 13.79%，二线城市成交土地规划建筑面积同比下降 7.23%，三线城市成交土地规划建筑面积同比增长 1.10%，整体看，受房地产市场看跌情绪影响，土地成交规模略有下降，一线城市土地成交规模增幅较大，但二线城市仍下降，城市间分化有所加剧。

2023 年上半年，受房地产行业景气度低及集中供地等影响，一二三线城市的土地成交溢价率均呈低位波动态势，但受益于房企拿地目标区域收缩至高能级城市影响，一线城市土地成交溢价率呈上升趋势，二三线城市土地成交溢价率维持在 5% 左右，房企拿地意愿同比有所改善，央企、地方国企托底现象仍较为明显。

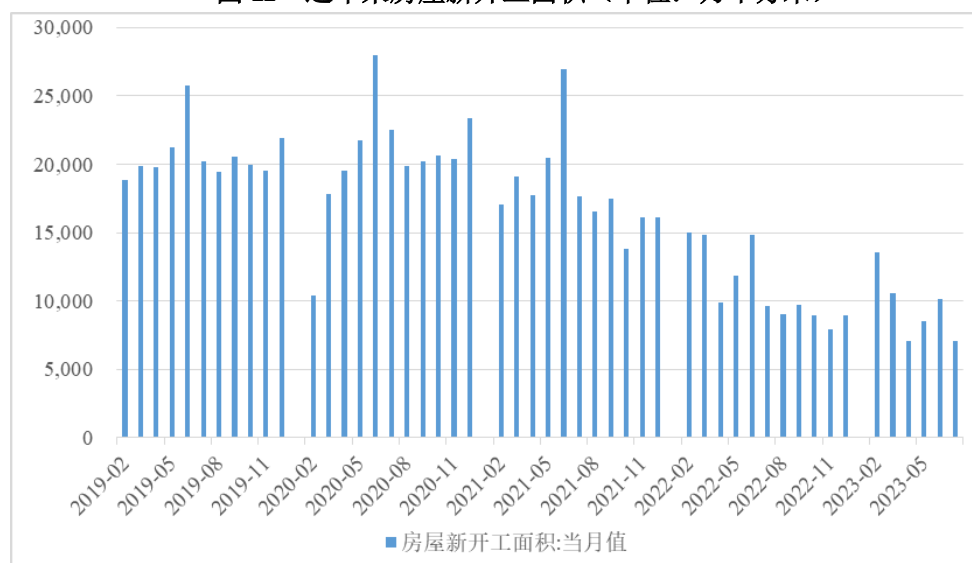
图 10 100 大中城市成交土地溢价率情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

房企拿地成交量下降，且 2023 年以来房地产行业景气度仍未恢复，房企面临较大销售和资金压力，加之“保交付”等政策影响，房企新开工意愿持续下降。2023 年 1—6 月，房企新开工面积为 4.99 亿平方米，同比大幅下降 24.30%，相较于 2021 年同期下降 50.76%。

图 11 近年来房屋新开工面积（单位：万平方米）

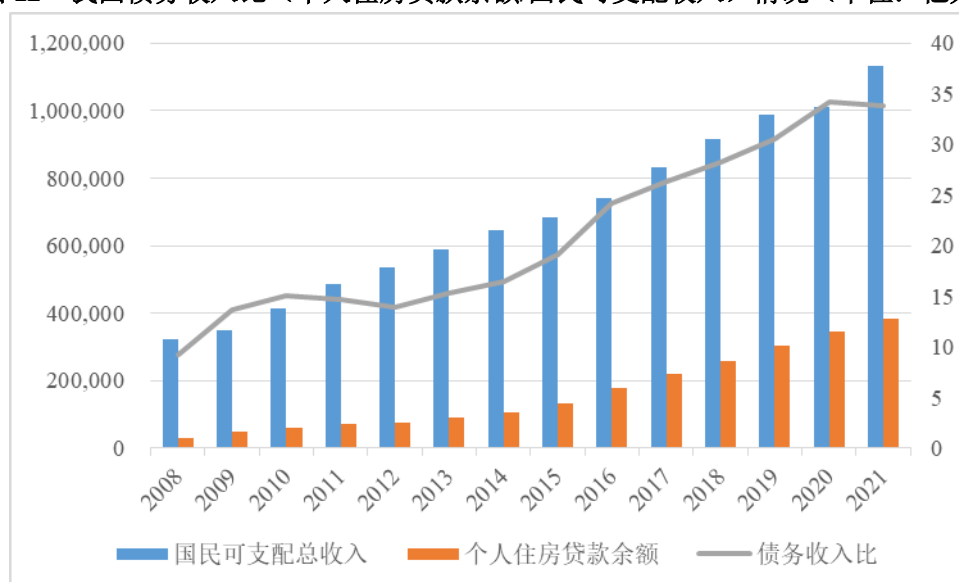


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2. 需求端

长期看，房地产需求的硬上限为人口和购买力，我们使用居民贷款余额/可支配收入来衡量居民杠杆率水平；我国居民债务收入比总体呈上升态势，尤其是 2009 年和 2016 年增速较快，主要受国家信贷政策放松影响。2021 年，受居民收入水平增长影响，居民债务收入比（个人住房贷款余额/国民可支配收入）同比略有下降。2022 年以来，受宏观经济下行、居民提前偿还房贷及购房者信心不足影响，个人住房贷款余额呈小幅下降趋势。截至 2023 年 6 月底，个人住房贷款余额较上年底下降 0.52% 至 38.60 万亿元。

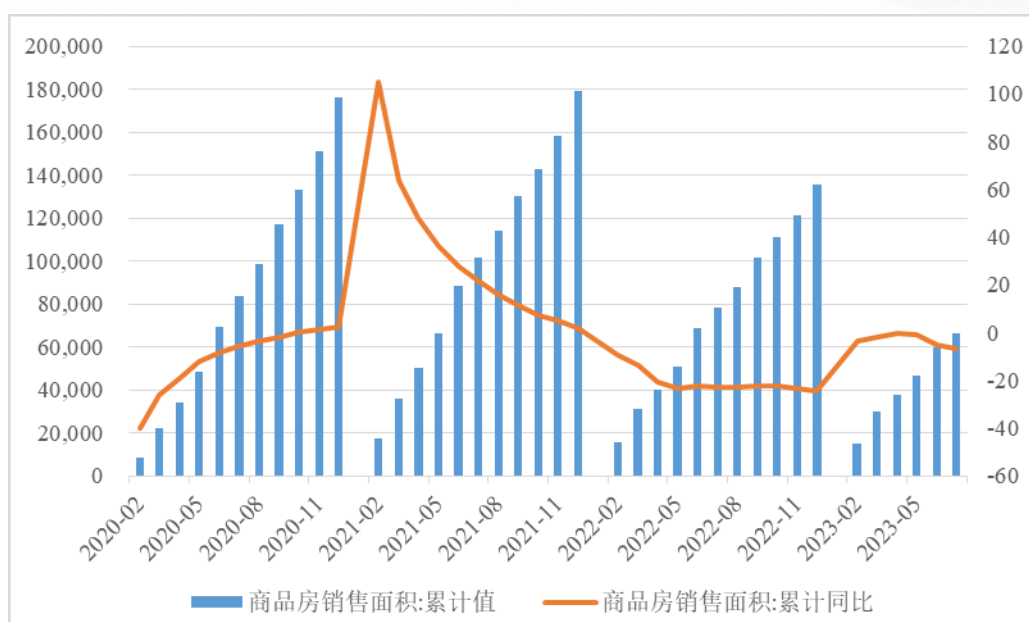
图 12 我国债务收入比（个人住房贷款余额/国民可支配收入）情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

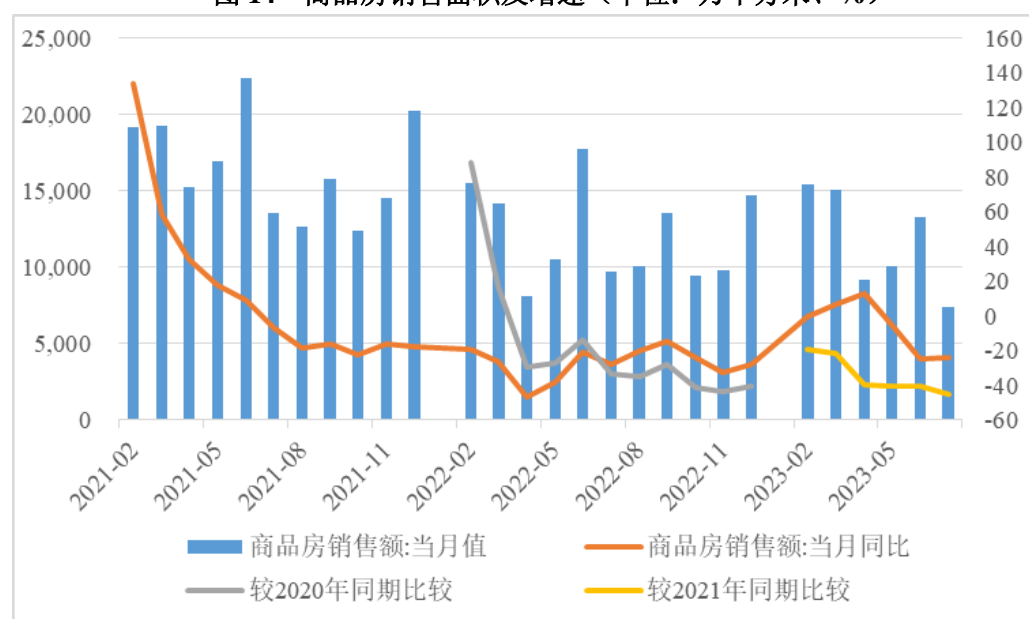
短期看，商品房的需求与货币政策及购房者的预期息息相关。2023 年上半年全国商品房销售均价为 10601 元/平方米，同比上升 10.59%。但由于供大于求，且购房者预期仍持续走低，2023 年 1—6 月商品房销售面积和销售额同比分别下降 5.3% 和增长 1.1% 至 5.95 万平方米和 6.31 万亿元，销售面积降幅较 2022 年同期大幅收窄，销售额同比由降转增。

图 13 商品房累计销售面积及增速（单位：万平方米、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 14 商品房销售面积及增速（单位：万平方米、%）

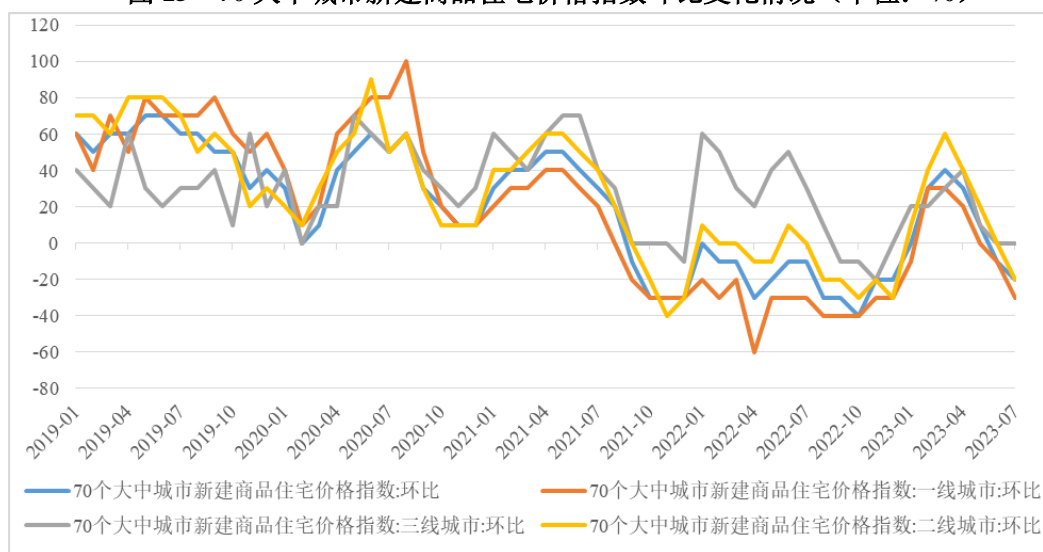


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从 30 大中城市商品房成交数据看，2023 年 1—6 月，一线城市商品房成交面积同比上升 20.72%，二线城市商品房成交面积同比上升 6.57%，三线城市商品房成交面积同比下降 5.25%。整体看，受地产松绑政策持续发力及刚性需求释放影响，2023 年上半年，各线城市商品房成交面积降幅均较 2022 年同期大幅收窄，其中一线城市成交量由降转增。

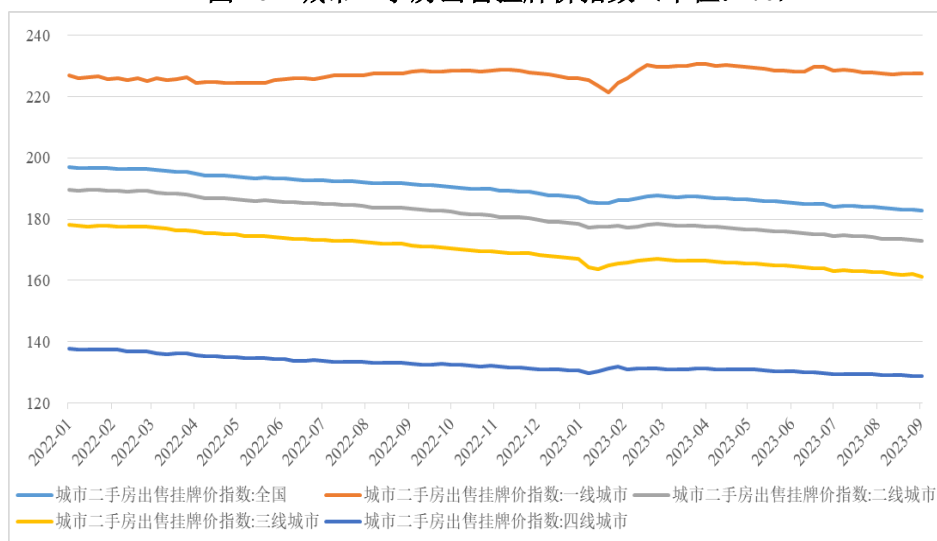
从 70 大中城市新建商品住宅价格指数看，2023 年一季度，受外部不可抗力因素消失及刚性需求释放的影响，一二三线城市住宅价格指数环比持续提升，但二季度以来，受宏观经济下行、购房者对未来收入增长较为悲观及房企现金流恶化等影响，一二三线城市住宅价格指数环比变动进入下行区间且跌幅较大。从二手房出售挂牌价格看，2022 年以来，一线城市二手房挂牌价格指数有所波动但相对平稳，二三四线城市二手房挂牌价格指数均进入下降通道且降幅较大。

图 15 70 大中城市新建商品住宅价格指数环比变化情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 16 城市二手房出售挂牌价指数（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

综合来看，2023 年上半年，为保持房地产市场平稳健康发展，政府在供需两端持

续出台宽松政策，需求方面，房地产市场“小阳春”带动销售情况同比好转，但受宏观经济下行、购房者信心不足、房企风险事件继续发酵的影响，销售仍不振；供给方面，销售低迷叠加市场对地产行业未来发展预期不佳，导致政策落地效果一般，房企投资意愿较低，新开工面积同比大幅下降，地产行业供需两端仍需政策加码支持。展望 2023 年下半年，维持房地产市场平稳发展在政府地产调控目标中的重要程度上升，政策端支持力度或将加大，随着“认房不认贷”、首付比例下降及存量房贷利率下调等利好将提振市场信心，下半年市场表现或与上半年持平；目前一线及强二线城市政策空间充足，但三四线城市政策空间窄，未来各城市地产行情分化将有所加剧。

二、房企信用表现和基本面

（一）行业 ROE 探底，房企出现大面积亏损

我们从房地产开发企业存续债主体中选取 146 个可比主体近五年财务数据以进行分析。2018—2021 年房企平均营业总收入呈增长态势，受行业销售规模下行传导，2022 年房企结算规模首次出现负增长，行业平均营业总收入同比下降 15.14%，其中超六成房企收入下降。同时，2022 年行业平均归母净利润首次降为负值，逾三分之一的房企亏损。其中，归母净利润亏损规模超过百亿元的房企共 10 家，除深圳华侨城股份有限公司，均为已暴露流动性风险的企业（正荣地产控股有限公司、远洋控股集团(中国)有限公司、阳光城集团股份有限公司、雅居乐集团控股有限公司、广州富力地产股份有限公司、融创房地产集团有限公司、荣盛房地产发展股份有限公司、上海世茂建设有限公司、金科地产集团股份有限公司），受上述企业影响，行业 ROE 中枢下行至历史低位。而归母净利润盈利超百亿元房企有万科企业股份有限公司、重庆龙湖企业拓展有限公司、中海企业发展集团有限公司和保利发展控股集团股份有限公司，头部规模房企仍存在盈利空间。

从期间销售毛利率看，受近年来结转土地成本上升、市场下行和限价政策等因素影响，房企土地获利能力持续下降，行业平均销售毛利率由 2018 年的 35.96% 快速下行至 2022 年的 23.51%。以 2022 年数据看，主要由国资控股的园区地产开发企业销售毛利率位居 50% 以上高位，如上海金桥出口加工区开发股份有限公司、上海张江高科技园区开发股份有限公司、中新苏州工业园区开发集团股份有限公司和上海金桥(集团)有限公司等企业，其土地成本优势凸显；多数已暴露流动性风险的房企销售毛利率已降至个位数甚至负值，如正荣地产控股有限公司（7.96%）、厦门禹洲鸿图地产开发有限公司（7.76%）、江苏中南建设集团股份有限公司（-0.09%）和融侨集团股份

有限公司（-4.45%）等；同时，部分央国企受项目质地不佳影响盈利能力表现欠佳，如中冶置业集团有限公司（8.81%）、湖南华侨城文旅投资有限公司（7.70%）、华远地产股份有限公司（7.40%）和联发集团有限公司（6.21%）等。

从资产减值损失规模看，受市场下行影响，房企资产质量及变现能力快速下降，房企平均资产减值损失规模逐年增长，尤其在三四线城市下沉较深的房企存货跌价风险骤增，2022 年计提资产减值损失规模超百亿元的房企为碧桂园地产集团有限公司（170.15 亿元）、金科地产集团股份有限公司（150.74 亿元）、深圳华侨城股份有限公司（127.05 亿元）和融创房地产集团有限公司（126.54 亿元）。

随着前期销售资源进入竣工交付期，短期内行业销售毛利率仍存在下降空间，多数房企盈利能力预计持续承压，2023 年二季度，亏损企业数量继续增加。房企结算指标滞后于现金流表现，却反映前期现金流质量，受销售毛利率下降及资产减值损失规模增长影响，经营能力不佳的房企出现大规模亏损，侵蚀所有者权益，加速行业出清进程。

表 5 近年来房地产行业部分财务数据及财务指标（单位：个、亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023Q2
亏损企业个数	1	3	8	22	49	54
行业平均营业总收入	253.25	320.69	368.63	411.35	9.24	151.42
行业平均资产减值损失	2.84	2.66	4.93	13.09	14.36	--
行业平均归母净利润	27.46	33.99	31.39	12.51	-5.95	-2.25
行业平均销售毛利率	35.96	34.93	32.19	28.25	23.51	23.73
行业平均 ROE	12.55	11.65	7.52	-0.23	-12.86	--

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

（二）政策扶持对民营房企市场化发行改善有限，金融资源持续向国央企集中

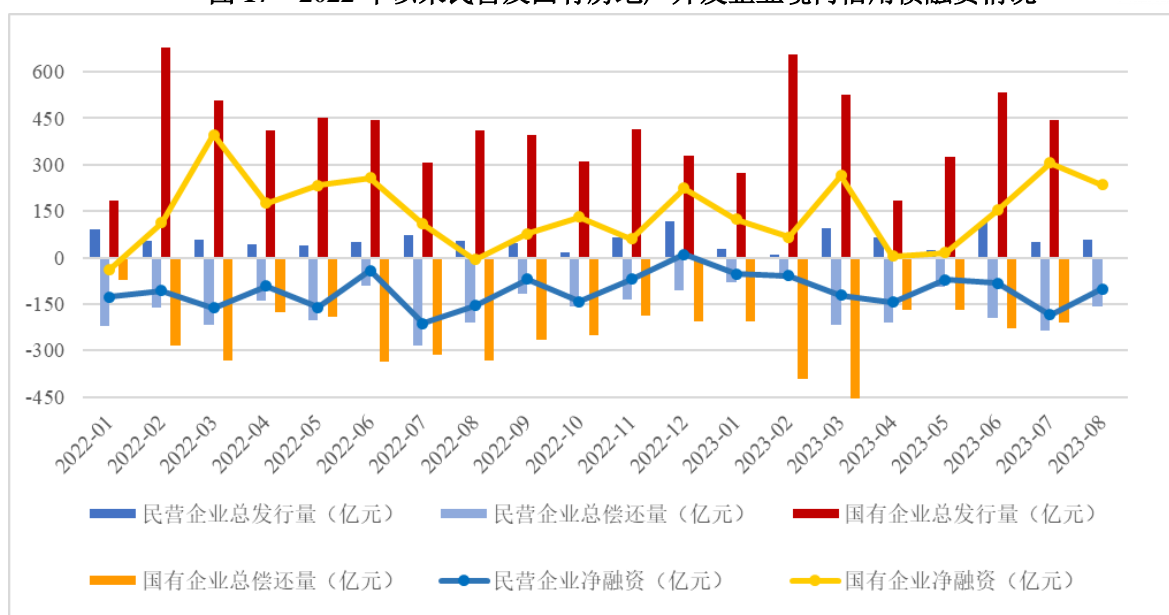
2022 年 11 月以来在“第二支箭”支持下，部分民营企业成功发行中债增担保债券。2023 年 1—8 月，已有 12 家民营房企发行中债增担保债券，发行总额逾 140 亿元。在中债增担保的支持下民营房企公开市场融资渠道有所改善，但目前市场信心仍处于低位，民营房企发债对政策依赖程度很高，难以实现纯市场化发行。同时，由于担保资产限制和资产质量要求较高，仅少数民营房企获得中债增担保发行资格。对大部分民营房企来说，融资能力并未得到改善。房企销售端疲态依旧，目前市场信心尚未实质性回暖，民营房企信用资质及主动融资能力仍有待修复。

表 6 2023 年以来房企中债增担保发行情况

发行人	起息日	债券简称	发行规模（亿元）	发行期限（年）	票面利率（%）
新希望五新实业集团有限公司	2023/1/13	23 五新实业 MTN001	10.00	3	4.20
	2023/5/8	23 五新实业 MTN002	8.00	3	4.10
厦门中骏集团有限公司	2023/1/19	23 中骏集团 MTN001	15.00	3	4.10
	2023/8/4	23 中骏集团 MTN001	7.00	3	4.28
广州番禺雅居乐房地产开发有限公司	2023/1/19	23 雅居乐 MTN001	12.00	3	4.70
广州合景控股集团有限公司	2023/1/30	23 广州合景 MTN001	7.00	3	4.50
深圳市卓越商业管理有限公司	2023/2/22	23 卓越商管 MTN001	4.00	3	4.69
重庆华宇集团有限公司	2023/3/17	23 华宇集团 MTN001	11.00	3	4.50
美的置业集团有限公司	2023/4/25	23 美的置业 MTN001A	10.00	3	3.52
	2023/9/4	23 美的置业 MTN004A	5.00	3	3.40
碧桂园地产集团有限公司	2023/5/9	23 碧桂园 MTN001	8.00	2	3.80
	2023/5/9	23 碧桂园 MTN002	9.00	2	3.95
新湖中宝股份有限公司	2023/7/14	23 新湖中宝 MTN001	7.00	3	4.25
新城控股集团股份有限公司	2023/7/25	23 新城控股 MTN001	8.50	3	4.00
金辉集团股份有限公司	2023/8/24	23 金辉集团 MTN001	8.00	3	4.00
重庆龙湖企业拓展有限公司	2023/8/31	23 龙湖拓展 MTN001	11.00	3	3.50

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从境内信用债净融资情况来看，2023 年 1—8 月，房地产企业信用债发行规模同比增长 0.25%，增量来自于央国企，民营房企信用债发行规模同比仍呈下降趋势。2022 年以来央国企净融资规模保持合理区间，而民营企业净融资持续大额净流出，表明金融资源向国央企进一步集中，民营企业和国央企融资格局分化加剧。

图 17 2022 年以来民营及国有房地产开发企业境内信用债融资情况


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

（三）房企信用风险加剧，行业持续出清

2023 年上半年，房企销售持续下降，在“保交付”的压力下，部分房企流动性持续紧张，到期债务无法偿还。出险房企主体数量在经历了 2022 年行业整体销售下滑及债务集中到期的展期、违约浪潮后所减少。但具体来看，部分企业经历展期后，在内生现金流及外部融资仍未见好转的情况下二次出险，发生违约，反应出房企的信用状况仍在持续恶化（详见表 7）。

表 7 2023 年以来部分违约房企情况

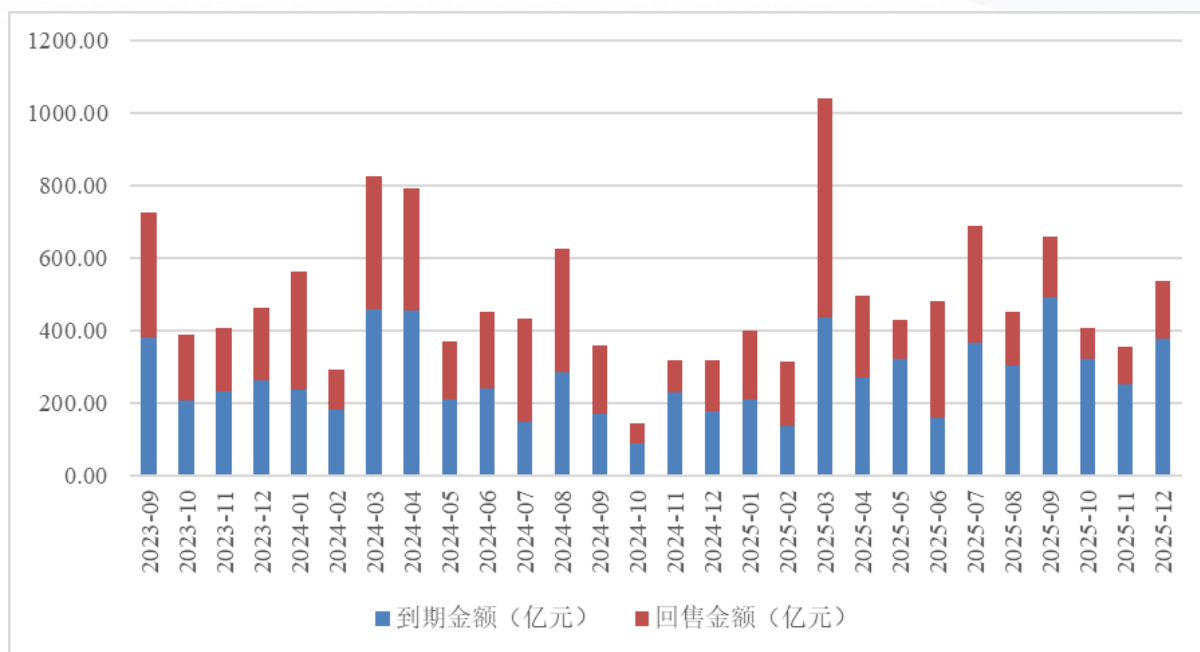
企业名称	展期、违约情况	企业特征
大唐集团控股有限公司	2023 年 5 月美元债违约	大唐地产为港股上市公司，总部位于上海，是住宅及商业物业的综合型开发商。大唐地产主要布局海西、北部湾、长三角、京津冀、长江中游及成渝六大经济区。多年来，大唐地产为了达千亿目标，采取激进的财务政策，加速扩张，行业进入下行周期以来，销售断崖式萎缩，回款艰难，资金流非常紧张，还债压力巨大。2023 年 5 月，大唐地产于 2022 年 5 月展期成功的美元债，因无法偿还发生违约
建业地产股份有限公司	2023 年 6 月美元债违约	建业地产为河南本土民营开发商，2022 年 6 月，河南同晟置业有限公司作价 6.88 亿港元购入建业地产 8.6 亿股股份，建业地产通过引入资金实力强的国企股东缓解流动性压力。但 2023 年以来，由于销售逐渐恶化，建业地产流动资金紧张状况加剧，同时境外兑付压力也持续加大，建业地产未能在 6 月 23 日宽限期结束之前，支付 2024 年到期的 7.75% 优先票据的利息，发生违约

碧桂园控股有限公司	2023 年 8 月美元债违约	碧桂园过往受益于对三四线城镇化进程和房地产市场需求的良好把握，通过聚焦下沉市场，销售规模迅速扩大至行业领先地位。通过标准化的运营模式，依托成熟可复制的产品体系和对关键节点的严格把控，碧桂园有效缩短项目开发周期，是典型“高杠杆”、“高周转”企业。2022 年以来，伴随行业调整，碧桂园销售规模下降，叠加三四线市场分化情况加剧，经营风险显著加大。2023 年以来，受销售额与再融资环境持续恶化，碧桂园账面可动用资金持续减少，流动性压力凸显，应于 8 月兑付的两只美元债利息未如期兑付，随后境内债券亦出现展期
远洋集团控股有限公司	2023 年 8 月美元债违约	远洋集团为混合所有制企业，重点布局以北京及环渤海区域，北方区域集中度较高，其项目重仓城市景气度一般，且利润空间较低。同时，远洋集团自持项目规模较大且回收期长，占用一定资金。2021 年，远洋集团收购重庆红星美凯龙企业发展有限公司（以下简称“红星地产”）70.00%股权，但红星地产低能级城市土储较多，且存在较大的资金缺口，远洋集团逆周期并购增加了经营风险。远洋集团并表债务杠杆指标水平较高，债务结构中非银行贷款占比高，且在 2023 年到期规模较大，其债务偿还依赖债券融资，受其自身回款慢及融资环境影响，流动性紧张，2023 年 8 月发生实质违约
广州市方圆房地产发展有限公司	2023 年 8 月美元债违约	方圆房地是通过广州城市更新项目起家的民营企业，多年来主要通过城市更新转化和股权合作等方式获取项目。方圆房地项目主要集中于广州、惠州、江门和湛江等，广东省外集中于成都和文昌，但方圆房地土储中部分项目单体规模较大且区位条件差，去化压力大同时对资金形成占用。同时，经过多年扩张，公司债务负担较重、偿债能力偏弱，且方圆房地表外合作开发规模大，存在一定表外债务。受房地产行业下行影响，方圆房地销售下降，同时，资金主要用于“保交楼”，现金流紧张，无法偿还于 8 月到期的美元债，发生违约

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从房企到期债务分布来看，截至 2023 年 8 月底，境内债将在 2023 年 9 月、2024 年 3 月和 4 月迎来偿债高峰期；美元债到期高峰亦集中于 2023 年 9—10 月和 2024 年上半年。目前房企境外融资渠道仍处于冰封时代，境内金融资源亦倾向于国央企及个别头部民营企业，民营房企境内外债券的偿债核心仍在于销售回款或资产处置后的资金回笼，需持续关注房企销售回款情况与流动性风险情况。此外，人民币的贬值加大了美元债的偿还压力。

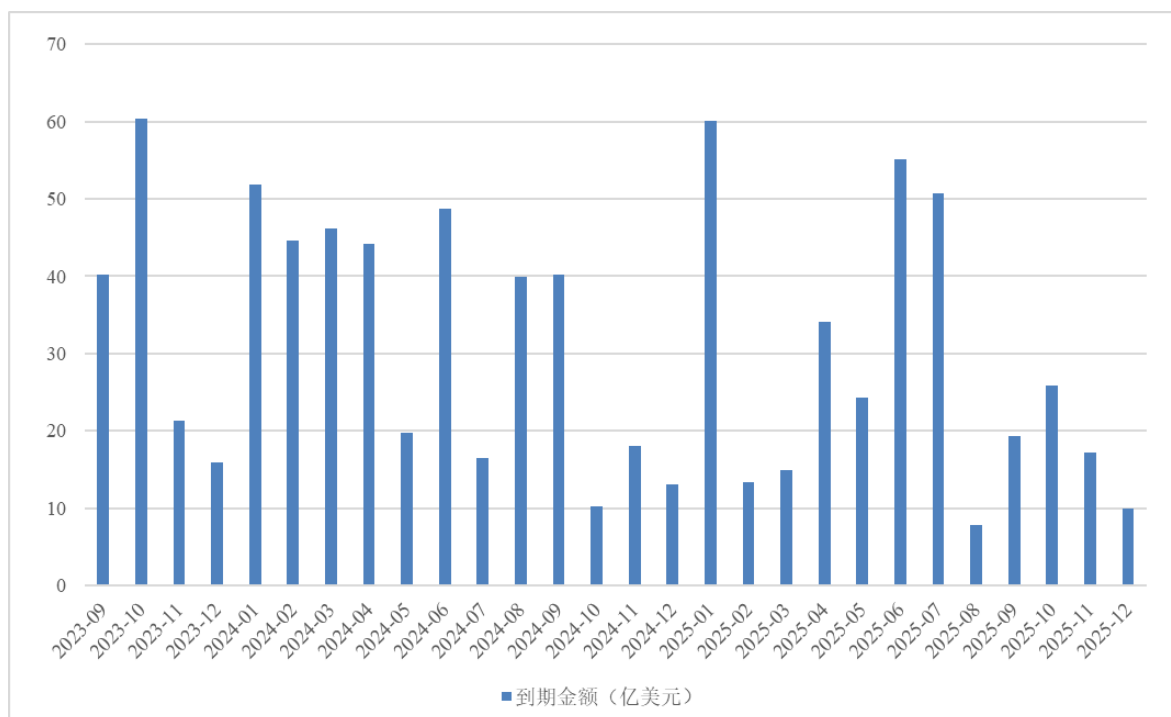
图 18 截至 2023 年 8 月 30 日房企境内债券到期及回售量期限分布



注：上图统计数据含已展期和已违约债券

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 19 截至 2023 年 8 月 30 日房企美元债到期债务期限分布



注：上图统计数据中，发行币种为非美元的已按截至 2022 年 8 月 30 日相关汇率进行换算

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

（四）未来房企信用风险关注点

前期具备“高杠杆、回款慢、债务集中到期”的财务特征，或“弱经营、强投资、过度依赖筹资”的现金流特征的房企在本轮行业下行的冲击下，流动性风险陆续暴露且仍在出清。长期来看，经营稳健且销售回款可覆盖月度债务以及财务弹性较好的房企，有望穿越行业下行周期，在大浪淘沙的行业洗牌中存活下来。2023年以来，中央出台各项利好政策稳定房地产市场健康有序发展，但受政策传导存在一定时滞性影响，目前来看市场信心尚未实质性回暖，具备上述出险房企经营财务特征的民营企业及混合所有制企业仍面临较大流动性压力。

从销售回款方面来看，随着出生人口增速下降和老龄化进程加速、城镇化进入减速阶段等因素影响，过去冲规模的行业普涨阶段已不复存在，当前房地产市场已从增量进入存量竞争时代，本轮放开“认贷”、降低首付比例、降低二套利率以及存量贷款可替换等一系列政策，降低了刚性和改善群体的购房门槛，也降低了二套住房的购房成本，进一步激发市场改善需求，同时释放刚需类需求。由于此前部分城市已分区域调降了首付比例，本轮政策预计为现有首付比例执行标准较高的热点一二线城市带来较大可调降空间。预计布局一二线城市且产品类型主要为刚改、改善型的房企短期内回款或增加，而布局三四线城市或产品主要以刚需类为主的房企仍需持续关注其销售以及回款情况。

三、房企信用风险展望

（一）从政策来看，融资端需求端双向刺激

为促进房地产市场平稳健康发展，2023年以来，融资端四支箭政策持续释放，房企融资渠道有所改善，但民营房企信用资质及主动融资能力仍待修复。2023年7月以来，中央密集出台房地产行业利好政策，地方积极响应，需求端得到释放，为房地产市场信心提振带来正面激励作用，有助于改善购房者预期。

（二）从供需两端来看，短期内房地产行业下行压力或将缓解

供给方面，上半年房地产库存持续增加，去化压力受一季度“小阳春”影响有所缓解但仍面临较大压力；拿地主力军仍为央国企，部分房企仍保持谨慎态势面对行业下行。需求方面，“认房不认贷”、降低首付比例、下调二套住房商业性个人住房贷款利率和可置换存量首套住房商业性个人住房贷款等一系列政策落地，激发市场改善需求，同时释放刚需类需求，短期市场活跃度得以促进。长期来看，经济复苏放缓、出生人口增速下降、人口老龄化加速以及城镇化进入减速阶段等因素，持续压低房地产

市场的整体预期，对房地产行业长远发展形成了更大的挑战。

（三）从企业端来看，行业下行期内多数房企仍面临生存压力

经历了本轮长期且深度的行业洗牌，高杠杆、高周转、冲规模的房地产时代已不复存在，流动性紧张的房企，在全力“保交付”的基础上，很难对土储进行开发销售，多数房企只能通过资产打折出售等方式回笼现金，叠加债务到期及回售带来的兑付压力，房企信用风险加剧，预计二次出险等情况或将持续。融资方面，预计资源持续向央国企及部分低杠杆优质民企集中。同时，布局一二线且产品类型为主要为改善型的品质房企或在本次政策效果释放后受益，但行业出清仍在继续，债务偿还的核心仍在于销售回款或资产处置后的资金回笼，仍需关注存在债务集中到期或回售的房企。

联系人

投资人服务 010-85679696-8624 [chenjialin @lhratings.com](mailto:chenjialin@lhratings.com)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。