

强于大市

房地产行业 2023 年 6 月月报

6 月单月新房二手房成交同比增速转负，累计仍维持正增长

核心观点

- **新房：6 月成交环比齐跌，累计同比增速收窄至 9%。**6 月 40 城新房成交面积 1761 万平，环比-0.7%，同比-32.2%，同比增速较上月下降 60.4pct。上半年 40 城新房成交面积 1.05 亿平，同比+8.7%，增幅较上月收窄 14.8pct。今年上半年新房成交经历了先升后降的过程，一季度成交增速持续改善，二季度成交动能持续转弱，6 月环比齐跌，当前居民购房意愿和市场信心仍然较弱。
- **分城市能级来看，一线城市略好于二三四线。**1) 一线城市 6 月新房成交面积环比+12%，同比-16%，降幅低于二、三四线城市：上半年累计同比+21%。北京、广州市场热度转降，6 月成交同比分别下降 21% 和 39%，上海、深圳 6 月成交放量，环比齐增，环比分别增长 17%、52%，同比分别增长 3%、19%。2) 二线城市 6 月新房成交面积环比-10%，同比-44%，同比增速较上月下降了 67pct，上半年累计同比微增 2%。6 月我们跟踪的所有二线城市同比均出现了不同幅度的下滑，多数城市处于成交低点，需求略显疲态，仅杭州、青岛、济南、宁波环比正增长。3) 三四线城市 6 月新房成交面积环比+9%，同比-18%，同比增速较上月下降了 24pct，上半年累计同比+14%。三四线城市城市分化加剧，台州、韶关、扬州环比正增长，其余城市同比均出现了不同幅度的下跌。
- **二手房：6 月二手房成交环比降幅扩大，同比增速由正转负，其中一线城市单月同比增速仍然为正；累计同比增幅收窄至 41%。**6 月 18 城二手房成交面积 751 万平，环比-14.0%，环比跌幅走阔，同比也转入负增长区间，同比-0.4%，同比增幅较上月下降 48.9pct。上半年 18 城二手房成交面积 2914 万平，累计同比+41.0%，增幅较上月收窄了 11.1pct。6 月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为-10%、-17%、-11%，同比增速分别为 5%、-7%、9%，同比增速较上月分别下降了 36、65、30 个百分点；累计同比增速分别为 24%、54%、41%。从具体城市来看，二手房市场走弱情况明显，我们跟踪的所有城市的二手房成交面积环比均出现了不同程度的下滑，成交表现均弱于上个月。半数城市跌幅在 15% 以上，金华和杭州降幅达两成。同比来看，半数城市 6 月二手房成交面积同比下滑。相比之下，前期热度较高的杭州和厦门相对跌幅较大，杭州领跌，同比降幅达 28%；厦门 4 月以来二手房市场迅速转冷，成交规模连续 3 个月回落，6 月更是跌破 20 万平，当月同比降幅达 24%。北京、深圳、南京、苏州、佛山二手房成交面积同比仍能维持正增长。
- **库存与去化：6 月整体库存面积环比均下降；受成交走弱的影响，去化周期较上月有所拉长。**截至 6 月底 12 城新房住宅库存面积为 1.21 亿平，环比-1.0%，同比-1.1%；去化周期为 13.1 个月，环比+1.3%，同比-10.0%。具体来看，入城的城市去化周期环比拉长，仅上海、杭州去化周期在 12 个月内。
- **开盘去化率：高端盘入市拉动重点城市开盘去化率小幅提升。根据克而瑞，31 个重点城市平均开盘去化率 46%，较 5 月上升 3pct。**微观项目去化显示市场热度回升，与成交转冷背离，主要是因为个别城市受单个高端盘入市影响，拉动去化率提升，实际市场层面尚未有实质性转暖。从具体城市来看，6 月各城市环比涨跌多，上涨城市有：1) 厦门、宁波、泉州，6 月去化率分别为 67%、100%、91%，较 5 月上升 10、49、39 个百分点，这些城市主要是因为单个高端盘入市拉动去化率提升，个别网红盘并不能完全代表全市场真实热度，其余多数楼盘实际暂无明显起色；2) 前期热点热城城市北京、上海、成都、杭州、西安等城市整体去化率环比仍能保持增势，6 月其开盘去化率分别为 63%、72%、85%、84%、57%，较 5 月份上升 13、2、33、18、6 个百分点；3) 前期深度调整型城市，如南京、武汉，6 月去化率分别为 18%、16%，较 5 月上升 7、3 个百分点，本月去化率小幅增长，但仍不足 2 成，整体居民购房热情相对较低。
- **土地市场：6 月全国土地成交规模同比降幅扩大，一线城市住宅用地平均溢价率近 10%。**6 月全国（300 城）住宅类成交土地建面 5645 万平，环比+5.2%，同比-38.3%，同比增速较 5 月下降 36.2pct。受供应减少的影响，6 月百城土地市场成交规模仍在历史低位。由于成交主力北京、杭州、成都等城市供地质量较好，房企竞拍热情高涨，溢价率均超过 8%，并且过半地块存在摇号成交的情况，极大地带动了土地市场热度。本月全国住宅类用地平均溢价率为 6.26%，环比+0.03pct，同比+1.65pct。其中一线城市溢价率达 9.87%，同比+4.83pct。从累计来看，2023 年上半年全国住宅类用地土地成交总价同比下降 20%，溢价率 6.2%，同比提升 2pct。
- **房企：1) 销售：百强房企 6 月单月销售同比增速大幅下滑，上半年累计同比基本持平。**百强房企 6 月单月实现权益销售额 3911 亿元，同比下降 31.6%（前值：+3.9%）；上半年累计实现权益销售额 2.44 万亿元，同比+0.1%（前值：+9.0%）。TOP20 房企中，上半年累计销售额同比增幅较大的为越秀（71%）、华发（56%）、建发（54%）、华润（41%）、招蛇（40%）。2) **拿地：6 月百强房企拿地强度明显提升，上半年百强房企拿地金额同比仍下降 9%。**百强房企 6 月单月全口径拿地金额 2090 亿元，同比-20.1%（前值：+8.6%）；楼面均价 1.64 万元/平，同比+19.1%；百强房企拿地强度从 5 月的 26% 提升至 37%。6 月在杭州、深圳、厦门、武汉等多个核心城市集中供地的带动下，百强房企单月楼面均价上涨，拿地强度也有所提升。头部房企拿地强度相对更强，6 月 CR5、CR10、CR20、CR50 拿地强度分别为 54%、51%、46%、43%。从累计来看，2023 年上半年百强房企全口径拿地金额 6952 亿元，同比仍有 8.7% 的下降，楼面均价同比提升 7.1% 至 11308 元/平，拿地强度同比下降 1.8pct 至 20.1%。具体来看，上半年拿地金额排名靠前的有：华润、万科、中海、滨江、保利、建发、招蛇、绿城、越秀，拿地金额均超 200 亿元，多为央企国企和区域深耕型房企。3) **融资：房企单月融资规模环比虽回升，但仍处于较低水平。**6 月行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 716 亿元，同比-21%，环比+33%，本月房企融资规模环比虽然有所回升，但仍然处于近年来的较低水平，平均发行利率 3.00%，同比-1.01pct，环比-0.68pct。上半年累计发行规模 4042 亿元，同比-16%，平均发行利率 3.84%，同比-0.29pct。主流房企中上半年首开、华润、招蛇、金融街、保利发行规模较大，均超过 80 亿元。2023 年下半年国内外债券到期规模合计 4362 亿元，7、8、9 月分别到期 910、736、902 亿元。具体来看，7 月以下主流房企面临债务到期压力：佳兆业、时代中国、宝龙、融创、龙湖、龙光、华润，到期规模在 35-55 亿元之间。

投资建议

- 二季度以来成交增长动能不断减弱，6 月新房与二手房市场的下行压力进一步显现，当前制约需求和行业销售的根本原因仍是居民购房信心和收入预期较差。新房销售走弱使得房企资金压力并未从源头得到有效缓解，考虑到 7 月、9 月是国内外债券到期的小高峰，下半年行业资金压力仍然较大。
- 现阶段建议聚焦行业 alpha 机会，我们建议关注两条主线：1) 开发类企业中内生增长快、拿地有效性强的内驱动力型公司，主要包括主流的央企国企和区域深耕型房企，销售、拿地均有较好增长，在行业见底复苏后的弹性较大：招商蛇口、华润置地、建发国际集团、越秀地产、绿城中国、华发股份、滨江集团。2) REITs 相关的商业地产、保租房、产业园区、物流地产等资产持有方：大悦城、光大嘉宝、中新集团、中国国贸。

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

《居民购房意愿、房价看涨预期均回落；房企贷款需求收缩》（2023/7/1）

《探索建立房屋养老金制度；资金来源多方面；物管公司有望受益》（2023/6/29）

《销售增长动能转弱；投资降幅进一步扩大》（2023/6/18）

《走出停滞期，诞生新格局——房地产行业 2023 年中期策略》（2023/6/13）

《房企退市专题研究：十余家房企面临“1 元退市”风险，对行业整体影响有限》（2023/6/1）

《保租房 REITs 深度研究：住房租赁市场缺口较大，保租房 REITs 起航，租赁行业加速步入专业化资管时代》（2023/5/8）

《华发股份：把握机遇实现规模突破，聚焦核心战略下销售拿地强势》（2023/5/15）

《房地产行业 2023 年 4 月月报：新房二手房成交同比增幅收窄，核心城市土拍热度延续》（2023/5/14）

《行业盈利与现金承压；房企分化加剧，销售与投资普遍缩量——房地产行业 2022 年年报&2023 年一季报综述》（2023/5/12）

《保租房 REITs 深度研究：住房租赁市场缺口较大，保租房 REITs 起航，租赁行业加速步入专业化资管时代》（2023/5/8）

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

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 6月新房、二手房成交同比均由正转负，一线城市好于二三四线	6
1.1 新房：6月成交同环比齐跌，累计同比收窄至9%，一线城市好于二三四线	6
1.2 二手房：6月二手房成交环比降幅扩大，同比增速由正转负	7
1.3 库存：受成交走弱影响，去化周期环比拉长；高端盘入市拉动重点城市开盘去化率小幅提升	8
2 土地市场：6月全国土地成交规模同比降幅扩大，一线城市住宅用地平均溢价率达近10%	11
3 房企：百强房企6月销售同比增速大幅下滑，拿地强度有所提升	14
3.1 销售：6月百强房企单月销售同比增速大幅下滑，上半年同比基本持平	14
3.2 集中度：2023年1-5月百强房企行业集中度同比持续提升	15
3.3 拿地：6月百强房企拿地强度提升，以央国企及区域深耕型民企为主	15
3.4 房企融资与债务到期：融资规模仍处于较低水平，7月即将迎来又一个国内外债券到期小高峰	17
4 政策：LPR时隔10个月下调，6月需求端政策出台频次有所下降	20
5 6月地产板块因基本面持续走弱、市场信心仍然不足，持续跑输沪深300	22
6 投资建议	23
7 风险提示	24
8 附录	25

图表目录

图表 1. 6 月 40 城新房成交面积 1760.7 万平，环比下降 0.7%，同比下降 32.2%...	6
图表 2. 6 月一、二、三四线新房成交面积环比增速分别为 11.6%、-9.5%、8.5%...	6
图表 3. 6 月一、二、三四线新房成交面积同比增速分别为 -15.7%、-43.1% 和 -17.9%	6
图表 4. 6 月有超 4 成城市新房成交环比下降	7
图表 5. 6 月 18 城二手房成交面积 750.5 万平，环比下降 14.0%，同比下降 0.4%...	7
图表 6. 6 月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为 -9.9%、-16.5%、-10.8%	7
图表 7. 6 月一、二、三四线城市同比增速 4.7%、-6.5%、9.0%	8
图表 8. 6 月重点城市二手房成交环比均出现不同幅度的下滑，同比半数下降	8
图表 9. 截至 6 月末，12 个城市新房住宅库存面积为 1.21 亿平，环比下降 1.0%，同比下降 1.1%	8
图表 10. 截至 6 月末，一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为 0.7%、-3.2%、0.8%	8
图表 11. 截至 6 月末，一、二、三四线城市库存面积同比增速分别为 7.0%、-10.4%、-9.4%	9
图表 12. 截至 6 月末，12 个城市整体新房库存面积去化周期 13.1 个月，环比上升 1.3%，同比下降 10.0%	9
图表 13. 截至 6 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 14.7、10.3 和 29.9 个月	9
图表 14. 截至 6 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期环比增速分别为 -0.3%、2.2% 和 7.6%	9
图表 15. 截至 6 月末，一、二、三线城市新房库存面积去化周期同比增速分别为 -16.1%、-7.5%、9.3%	9
图表 16. 截至 6 月底，8 成城市去化周期环比拉长	9
图表 17. 2023 年 6 月重点城市平均开盘去化率环比跌少涨多	10
图表 18. 6 月全国成交土地规划总建筑面积为 2.4 亿平，环比下降 11.1%，同比下降 15.8%	11
图表 19. 6 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为 -5.3%、-28.2% 和 -24.2%	11
图表 20. 6 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速分别为 -47.4%、-40.4% 和 13.4%	11
图表 21. 6 月全国住宅类成交土地建面 5645.0 万平，环比上升 5.2%，同比下降 38.3%	11
图表 22. 6 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为 188.5%、-15.5% 和 10.7%	11
图表 23. 一、二、三线城市住宅类土地成交建面同比增速分别为 -62.3%、-56.8% 和 -29.1%	11
图表 24. 6 月全国成交土地平均楼面价 1523 元/平，环比上升 23.5%，同比下降 20.9%	

.....	12
图表 25. 6 月全国成交土地平均土地溢价率为 5.65%，较上月上升了 0.45 个百分点，较 2022 年同期上升了 0.99 个百分点.....	12
图表 26. 6 月一、二、三线城市成交土地楼面价环比增速分别为 421.6%、-6.2%、53.6%.....	13
图表 27. 6 月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 24.4%、-4.6%、-28.0%.....	13
图表 28. 6 月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 8.38%、4.93%、5.55%.....	13
图表 29. 6 月全国住宅类用地成交土地平均楼面价 4828.2 元/平，环比上升 6.5%，同比下降 1.8%.....	13
图表 30. 6 月全国住宅类用地平均溢价率为 6.26%，环比上升 0.03 个百分点，较去年同期上升 1.65 个百分点.....	13
图表 31. 6 月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价环比增速为 116.8%、-18.1%、-0.5%.....	13
图表 32. 6 月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价同比增速为 66.5%、33.0%、1.9%.....	13
图表 33. 6 月。一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 9.87%、5.50%、4.84%.....	13
图表 34. 百强房企 6 月单月权益口径销售额为 3911 亿元，同比下降 31.6%.....	14
图表 35. 6 月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额增速分别为 -32.2%、-30.4%、-31.3%、-32.5%.....	14
图表 36. 各梯队 6 月单月销售额同比增速均大幅下降.....	14
图表 37. TOP20 房企中，仅建发国际（13%）实现单月全口径销售额同比正增长，单月全口径销售额同比降幅较小的为越秀地产（-4%）、万科（-15%）、华发股份（-17%）、保利发展（-20%）.....	15
图表 38. 2023 年 1-5 月百强房企行业集中度同比有所提升.....	15
图表 39. 百强房企 6 月单月全口径拿地金额 2090 亿元，同比下降 20.1%（前值：+8.6%）.....	16
图表 40. 6 月 CR5、CR10、CR20、CR50 拿地强度分别为 54%、51%、46%、43%.....	16
图表 41. 6 月中国海外发展、滨江集团、保利发展、万科单月拿地均超 120 亿....	16
图表 42. 2023 年上半年华润置地、万科、中国海外发展、滨江集团、保利发展拿地金额排名靠前，均超过 380 亿元.....	17
图表 43. 2023 年 6 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模 716 亿元，同比下降 21%，环比增长 33%.....	18
图表 44. 2023 年 6 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 3.00%，同比下降 1.01 个百分点，环比下降 0.68 个百分点.....	18
图表 45. 6 月主流房企中本月苏高新、华润、陆家嘴、广州城建、万科发行国内债券规模较大，均超过 20 亿元.....	18
图表 46. 2023 年 7、8、9 月国内外债券分别到期 910、736、902 亿元.....	18
图表 47. 2023 年 7 月以下主流房企面临债务到期压力：佳兆业（54 亿元）、时代	

中国（52 亿元）、宝龙（51 亿元）、融创（43 亿元）、龙湖（42 亿元）、龙光（36 亿元）、华润（35 亿元）	19
图表 48. 6 月百城首套房贷利率为 4.0%，二套房贷利率为 4.91%，均与上月持平，同比分别回落 42、17BP	20
图表 49. 6 月百城房贷平均放款周期为 23 天，与上月持平	20
图表 50. 6 月需求端政策出台的频次和力度较 5 月进一步下降	21
图表 51. 2023 年上半年地方房地产宽松政策汇总	21
图表 52. 房地产行业 6 月绝对收益为 +0.6%	22
图表 53. 房地产行业 6 月相对收益为 -0.6%	22
图表 54. 截至 6 月 30 日，房地产板块 PE 为 11.96X	22
图表 55. 报告中提及上市公司估值表	23
图表 56. 城市数据选取清单	25

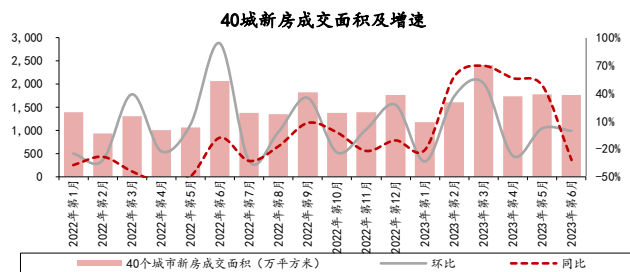
1 6月新房、二手房成交同比均由正转负，一线城市好于二三四线

1.1 新房：6月成交同环比齐跌，累计同比收窄至9%，一线城市好于二三四线

6月新房成交量同比由正转负；累计同比收窄至9%。6月40城新房成交面积1760.7万平，环比下降0.7%，同比下降32.2%，同比增速较上月下降60.4个百分点。上半年40城新房成交面积1.05亿平，同比增长8.7%，增幅较上月收窄14.8个百分点。今年上半年新房成交经历了先升后降的过程，一季度成交增速持续改善，二季度成交动能持续转弱，6月同环比齐跌，当前居民购房意愿和市场信心仍然较弱。

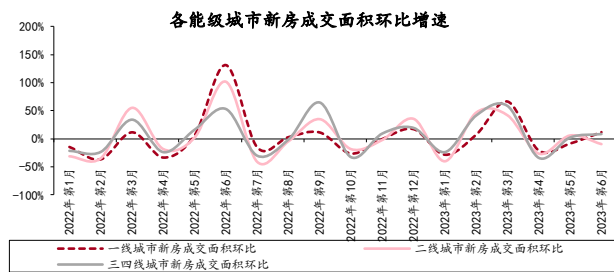
从各城市能级来看，一线城市略好于二三四线。1) 一线城市6月新房成交面积359万平，环比增长11.6%，同比下降15.7%，同比增速虽较上月下降90.3个百分点，但降幅低于二、三四线城市；上半年累计同比增长20.9%。北京、广州市场热度转降，成交同比分别下降21%和39%，上海、深圳6月成交放量，同环比齐增，环比分别增长17%、52%，同比分别增长3%、19%。2) 二线城市6月新房成交面积869万平，环比下降9.5%，同比下降43.7%，同比增速较上月下降了67.4个百分点，上半年累计同比微增1.7%。6月我们跟踪的所有二线城市同比均出现了不同幅度的下滑，多数城市处于成交低点，需求略显疲态，仅杭州、青岛、济南、宁波环比正增长。3) 三四线城市6月新房成交面积534万平，环比增长8.5%，同比下降17.9%，同比增速较上月下降了23.9个百分点，上半年累计同比增长14.1%。三四线城市分化加剧，台州、韶关、扬州同环比正增长，其余城市同比均出现了不同幅度的下跌。

图表 1. 6月40城新房成交面积1760.7万平，环比下降0.7%，同比下降32.2%



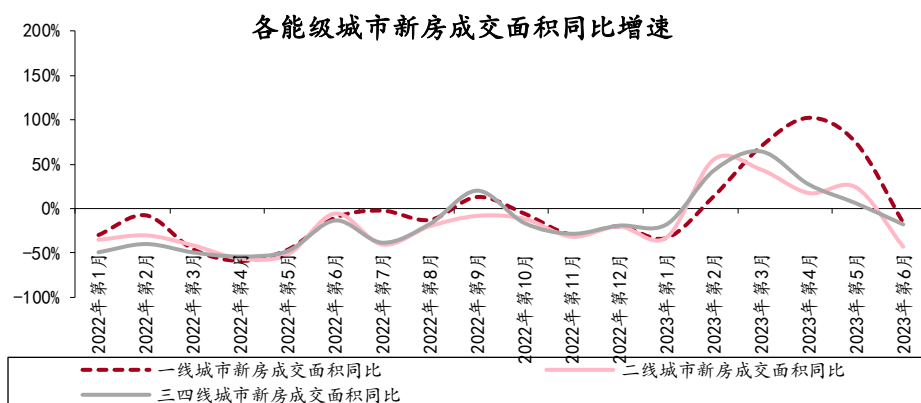
资料来源：同花顺，中银证券

图表 2. 6月一、二、三四线新房成交面积环比增速分别为11.6%、-9.5%、8.5%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 3. 6月一、二、三四线新房成交面积同比增速分别为-15.7%、-43.1%和-17.9%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 4. 6 月有超 4 成城市新房成交环比下降

2023年6月全国重点城市新房成交面积（单位：万平）									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	66	4%	-21%	三线	金华	19	28%	0%
	上海	145	17%	3%		台州	50	20%	24%
	广州	96	-4%	-39%		常德	6	6%	-49%
	深圳	51	52%	19%		娄底	6	5%	-17%
	合计	359	12%	-16%		江门	5	-39%	-62%
二线	南宁	55	-22%	-37%		韶关	10	36%	20%
	杭州	110	7%	-18%		佛山	54	-14%	-42%
	南京	41	-17%	-46%		莆田	4	-46%	-45%
	武汉	73	-55%	-42%		泰安	18	56%	-9%
	青岛	209	21%	-45%		焦作	2	-29%	-62%
	苏州	58	-8%	-71%		荆门	3	-48%	-66%
	福州	14	-13%	-26%		温州	92	137%	-24%
	济南	69	23%	-39%		扬州	20	36%	98%
	宁波	58	13%	-26%		惠州	64	-8%	-1%
	合计	687	-10%	-43%		合计	353	8%	-18%
					总计		1398	-1%	-32%

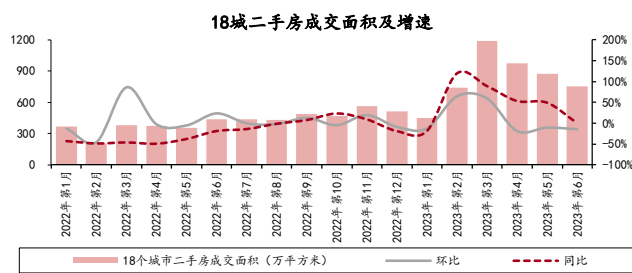
资料来源：同花顺，中银证券

1.2 二手房：6 月二手房成交环比降幅扩大，同比增速由正转负

6 月二手房成交环比降幅扩大，同比增速由正转负，其中一线城市单月同比增速仍然为正；累计同比增幅收窄至 41%。6 月 18 城二手房成交面积 750.5 万平，环比下降 14.0%，环比跌幅走阔，同比也转入负增长区间，同比下降 0.4%，同比增幅较上月下降 48.9 个百分点。上半年 18 城二手房成交面积 2914 万平，累计同比增速为 41.0%，增幅较上个月收窄了 11.1 个百分点。6 月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为 -9.9%、-16.5%、-10.8%，同比增速分别为 4.7%、-6.5%、9.0%，同比增速较上月分别下降了 35.6、64.5、30.2 个百分点；累计同比增速分别为 24.3%、53.8%、40.9%。

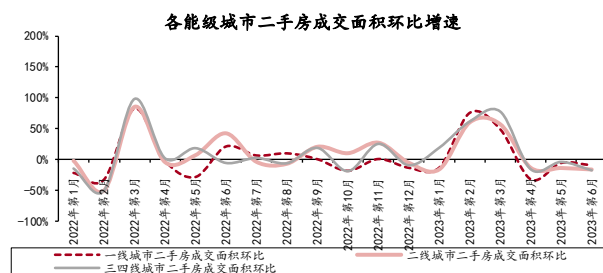
从具体城市来看，二手房市场走弱情况明显，我们跟踪的所有城市的二手房成交面积环比均出现了不同幅度的下滑，成交表现均弱于上个月。半数城市跌幅在 15% 以上，金华和杭州降幅达两成。同比来看，半数我们跟踪的城市 6 月二手房成交面积同比下滑。相比之下，前期热度较高的杭州和厦门相对跌幅较大，杭州领跌，同比降幅达 28%；厦门 4 月以来二手房市场迅速转冷，成交规模连续 3 个月回落，6 月更是跌破 20 万平，同比降幅达 24%。北京、深圳、南京、苏州、佛山二手房成交面积同比仍能维持正增长。

图表 5. 6 月 18 城二手房成交面积 750.5 万平，环比下降 14.0%，同比下降 0.4%



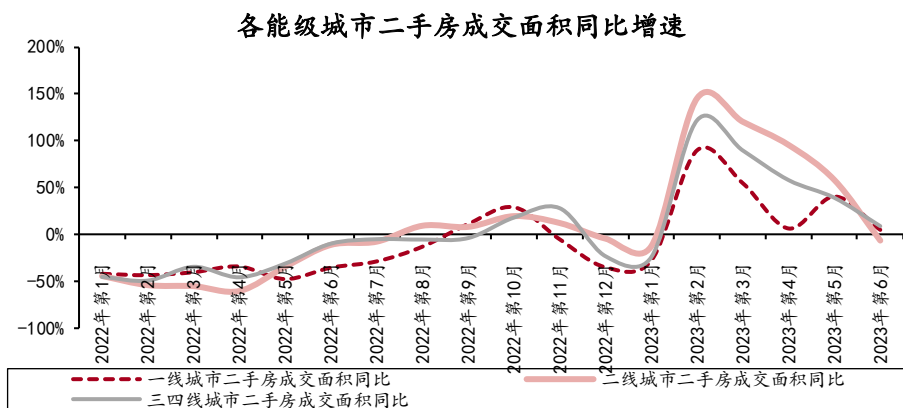
资料来源：同花顺，中银证券

图表 6. 6 月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为 -9.9%、-16.5%、-10.8%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 7.6 月一、二、三四线城市同比增速 4.7%、-6.5%、9.0%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 8.6 月重点城市二手房成交环比均出现不同幅度的下滑，同比半数下降

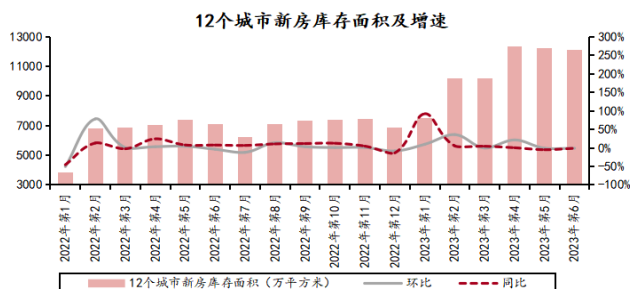
2023年6月全国重点城市二手房成交面积（单位：万平）									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	108	-9%	4%	三线	金华	12	-24%	0%
	深圳	24	-13%	10%		韶关	12	-18%	-10%
	合计	132	-10%	5%		佛山	65	-6%	15%
二线	杭州	39	-20%	-28%		合计	90	-18%	9%
	南京	74	-15%	4%	总计		436	-16%	0%
	苏州	61	-15%	6%					
	厦门	17	-17%	-24%					
	南宁	23	-13%	-2%					
合计		215	-17%	-7%					

资料来源：同花顺，中银证券

1.3 库存：受成交走弱影响，去化周期环比拉长；高端盘入市拉动重点城市开盘去化率小幅提升

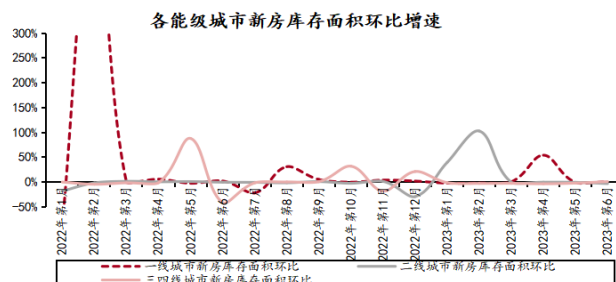
6 月整体库存面积同环比均下降；受成交走弱的影响，去化周期较上月有所拉长。截至 6 月底，我们跟踪的 12 城新房住宅库存面积为 1.21 亿平，环比下降 1.0%，同比下降 1.1%。一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为 0.7%、-3.2%、0.8%，同比增速分别为 7.0%、-10.4%、-9.4%。12 个城市整体新房库存面积去化周期为 13.1 个月，环比上升 1.3%，同比下降 10.0%。一、二、三四线城市去化周期分别为 14.7 10.3 和 29.9 个月，环比增速分别为-0.3%、2.2%和 7.6%，同比增速分别为-16.1%、-7.5%、9.3%。具体来看，八成的城市去化周期环比拉长，仅上海、杭州去化周期在 12 个月内。

图表 9.截至 6 月末，12 个城市新房住宅库存面积为 1.21 亿平，环比下降 1.0%，同比下降 1.1%



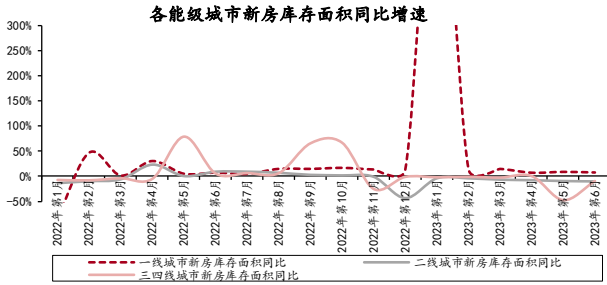
资料来源：同花顺，中银证券

图表 10.截至 6 月末，一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为 0.7%、-3.2%、0.8%



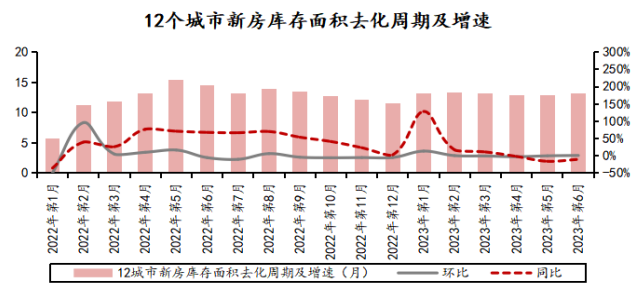
资料来源：同花顺，中银证券

图表 11.截至 6 月末，一、二、三四线城市库存面积同比增速分别为 7.0%、-10.4%、-9.4%



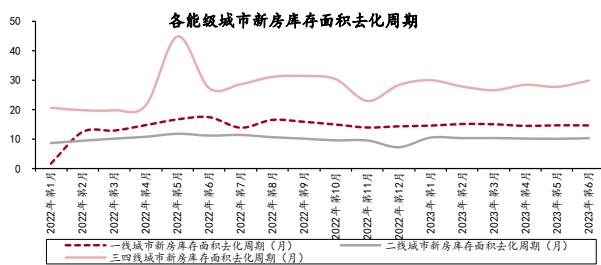
资料来源：同花顺，中银证券

图表 12.截至 6 月末，12 个城市整体新库存面积去化周期 13.1 个月，环比上升 1.3%，同比下降 10.0%



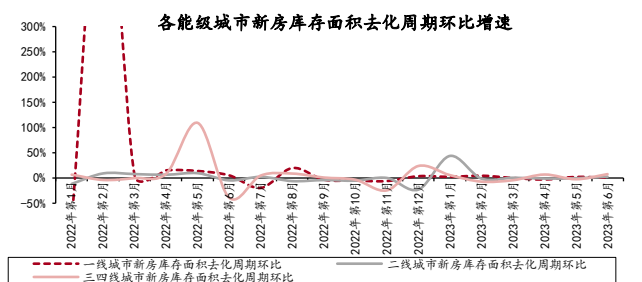
资料来源：同花顺，中银证券

图表 13. 截至 6 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 14.7、10.3 和 29.9 个月



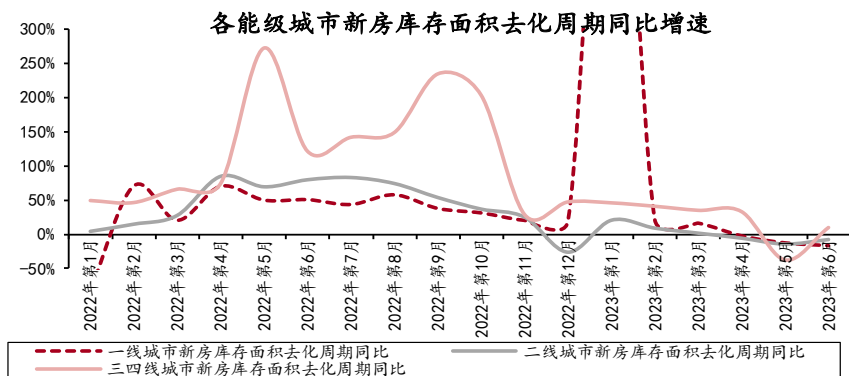
资料来源：同花顺，中银证券

图表 14. 截至 6 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期环比增速分别为-0.3%、2.2%和 7.6%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 15. 截至 6 月末，一、二、三线城市新房库存面积去化周期同比增速分别为-16.1%、-7.5%、9.3%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 16.截至 6 月底，8 成城市去化周期环比拉长

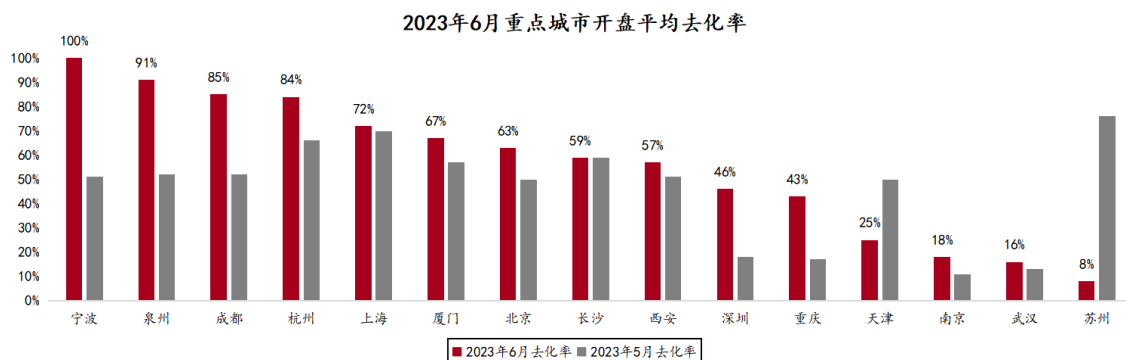
2023年6月全国重点城市新房库存面积及去化周期（单位：万平、月）							
能级	城市	库存面积	环比	同比	去化周期	环比	同比
一线	上海	563	2%	16%	4.3	0%	-23%
	北京	2590	0%	3%	25.5	-2%	-10%
	深圳	887	2%	13%	21.2	5%	8%
二线	杭州	588	-2%	-1%	5.1	0%	-21%
	苏州	692	0%	-21%	12.2	3%	19%
	宁波	786	-2%	-5%	13.0	4%	-9%
	福州	486	-1%	-11%	30.3	9%	10%
三线	韶关	202	5%	-7%	25.9	7%	10%
	莆田	237	-2%	-12%	34.4	10%	10%

资料来源：同花顺，中银证券

数据说明：商品房：北京，深圳；商品住宅：上海，杭州，苏州，宁波，福州，韶关，莆田。

根据克而瑞数据，高端盘入市拉动去化率小幅增至 46%。31 个重点城市平均开盘去化率 46%，较 5 月上升 3 个百分点。微观项目去化显示市场热度回升，与成交转冷有所背离，主要是因为个别城市受单个高端盘入市影响，拉动去化率提升，实际市场层面尚未有实质性转暖。从具体城市来看，6 月各城市环比跌少涨多，上涨城市有：1) 厦门、宁波、泉州，6 月去化率分别为 67%、100%、91%，较 5 月上升 10、49、39 个百分点，这些城市主要是因为单个高端盘入市拉动去化率提升，个别网红盘并不能完全代表全市场真实热度，其余多数楼盘实际暂无明显起色；2) 前期热点恒热城市北京、上海、成都、杭州、西安等城市整体去化率环比仍能保持增势，6 月其开盘去化率分别为 63%、72%、85%、84%、57%，较 5 月份上升 13、2、33、18、6 个百分点；3) 前期深度调整型城市，如南京、武汉，6 月去化率分别为 18%、16%，较 5 月上升 7、3 个百分点，本月去化率小幅增长，但仍不足 2 成，整体居民购房热情相对较低。

图表 17. 2023 年 6 月重点城市平均开盘去化率环比跌少涨多

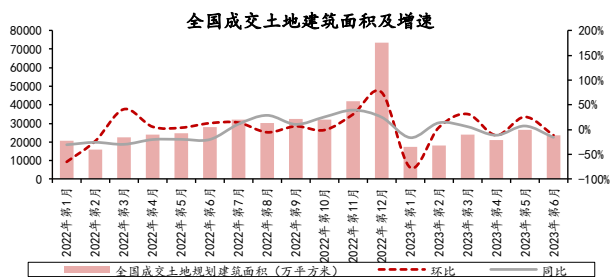


资料来源：克而瑞，中银证券

2 土地市场：6 月全国土地成交规模同比降幅扩大，一线城市住宅用地平均溢价率达近 10%

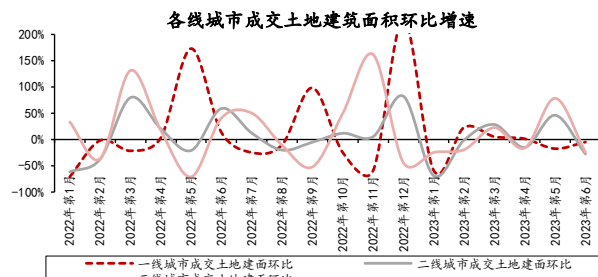
6 月土地成交建面单月同比降幅扩大。6 月全国（300 城）成交土地规划总建筑面积为 2.4 亿平，环比下降 11.1%，同比下降 15.8%，同比增速较 5 月下降了 22.9 个百分点；百城土地规划总建筑面积为 1.25 亿平，环比下降 11.0%，同比下降 24.0%，同比增速较 5 月下降了 44.7 个百分点；一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为-5.3%、-28.2%和-24.2%，同比增速分别为-47.4%、-40.4%和 13.4%。单看住宅用地，全国住宅类成交土地建面 5645.0 万平，环比上升 5.2%，同比下降 38.3%，同比增速较 5 月下降 36.2 个百分点；百城住宅类成交土地建面 3021.1 万平，环比上升 4.2%，同比下降 43.8%，同比增速较 5 月下降 57.2 个百分点；一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为 188.5%、-15.5%和 10.7%，一、二、三线城市住宅类土地成交建面同比增速分别为-62.3%、-56.8%和-29.1%。6 月，北京、广州、成都、杭州、苏州、长沙等多个城市进行了集中土拍，但受供应减少的影响，6 月百城土地市场成交规模仍在历史低位。

图表 18. 6 月全国成交土地规划总建筑面积为 2.4 亿平，环比下降 11.1%，同比下降 15.8%



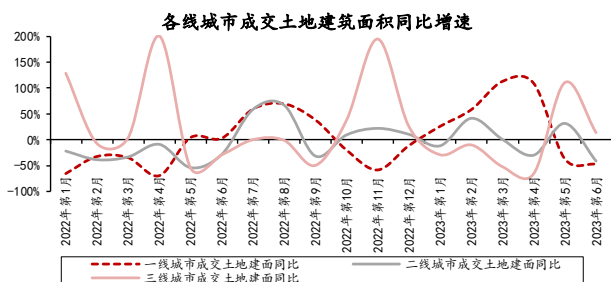
资料来源：Wind，中银证券

图表 19. 6 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为-5.3%、-28.2%和-24.2%



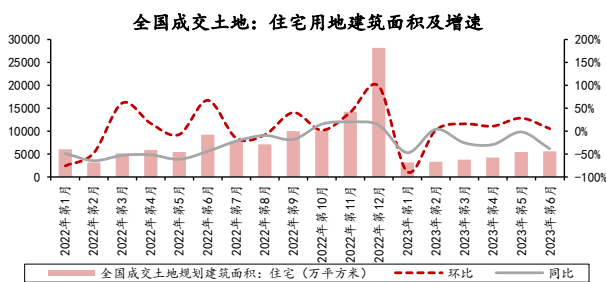
资料来源：Wind，中银证券

图表 20. 6 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速分别为-47.4%、-40.4%和 13.4%



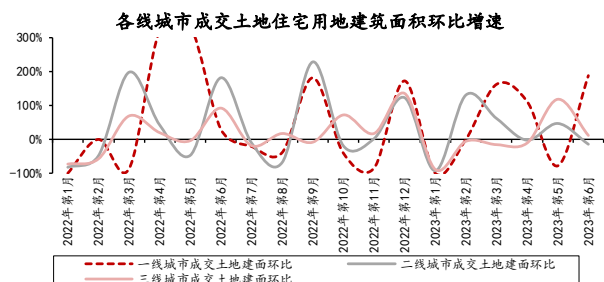
资料来源：Wind，中银证券

图表 21. 6 月全国住宅类成交土地建面 5645.0 万平，环比上升 5.2%，同比下降 38.3%



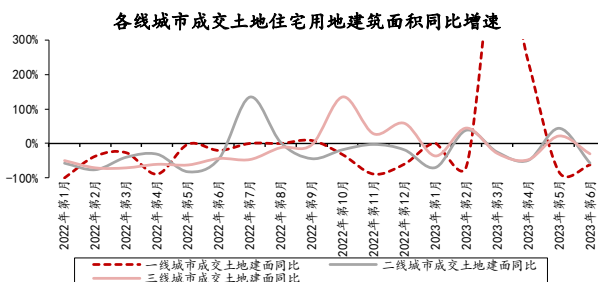
资料来源：Wind，中银证券

图表 22. 6 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为 188.5%、-15.5%和 10.7%



资料来源：Wind，中银证券

图表 23. 一、二、三线城市住宅类土地成交建面同比增速分别为-62.3%、-56.8%和-29.1%

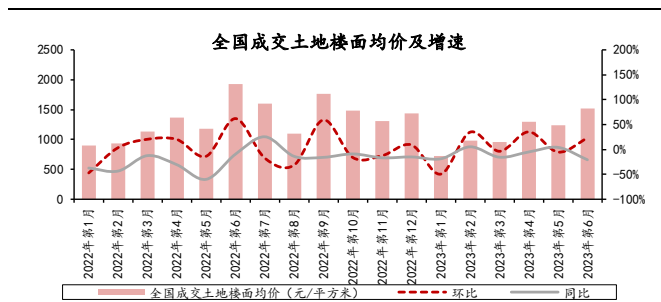


资料来源：Wind，中银证券

从市场热度来看，重点城市土拍溢价率较高，但城市冷热分化，一线城市住宅用地平均溢价率接近10%。从全类型土地来看，6月全国（300城）成交土地平均楼面价1523元/平，环比上升23.5%，同比下降20.9%；平均土地溢价率为5.65%，较上月上升了0.45个百分点，较2022年同期上升了0.99个百分点。百城成交土地平均楼面价2311元/平，环比上升27.1%，同比下降11.7%；平均土地溢价率为6.12%，较上月上升了0.93个百分点，较2022年同期上升了1.60个百分点。一、二、三线城市成交土地楼面均价分别为15752、2920、173元/平，环比增速分别为421.6%、-6.2%、53.6%，同比增速分别为24.4%、-4.6%、-28.0%；平均溢价率分别为8.38%、4.93%、5.55%，一、三线城市较上月分别上升了0.66、2.32个百分点，二线城市较上月下降了1.31个百分点。从住宅类用地来看，全国（300城）住宅类用地成交平均楼面价为4828元/平，环比上升6.5%，同比下降1.8%。本月全国住宅类用地平均溢价率为6.26%，环比上升0.03个百分点，较去年同期上升1.65个百分点。百城住宅类用地成交平均楼面价为7657元/平，环比上升8.9%，同比上升12.7%。本月百城住宅类用地平均溢价率为6.56%，环比上升0.23个百分点，较去年同期上升2.04个百分点。一、二、三线城市住宅类用地平均楼面价为37476、8777、4058元/平，环比增速分别为116.8%、-18.1%、-0.5%，同比增速分别为66.5%、33.0%、1.9%；一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为9.87%、5.50%、4.84%，一、二线城市环比分别下降了1.77、1.64个百分点，三线城市上升了0.77个百分点。一、二、三线城市同比分别上升了4.83、1.43、0.29个百分点。由于成交主力北京、杭州、成都等城市供地质量较佳，房企竞拍热情高涨，溢价率均超过8%，并且过半地块存在摇号成交的情况，极大地带动了土地市场热度。

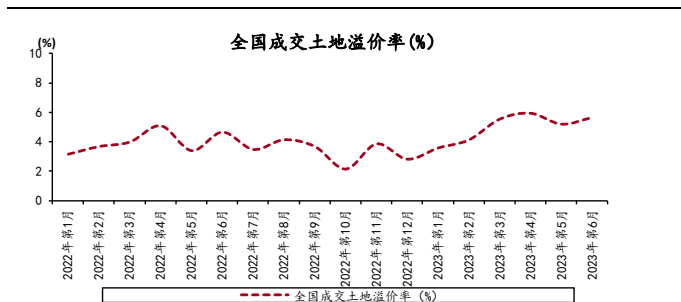
从累计来看，2023年上半年全国土地成交总价同比下降15%，溢价率同比提升。2023年上半年全国（300城）成交土地规划总建面13.0亿平，同比下降3.9%，成交总价1.5万亿元，同比下降14.6%，平均溢价率5.0%，同比提升1.0个百分点。一、二、三线城市土地成交建面分别为3531万平、2.1亿平、6.4亿平，同比增速分别为7.3%、-8.5%、-27.1%；成交总价分别为2442、4749、4106亿元，同比增速分别为-15.4%、-19.7%、-9.0%；一、二、三线城市土地溢价率分别为5.3%、5.3%、4.0%，同比分别提升1.8、1.2、0.6个百分点。若单看住宅类用地，上半年全国（300城）住宅类用地成交土地规划总建面2.5亿平，同比下降26.9%，成交总价1.1万亿元，同比下降19.8%，平均溢价率6.2%，同比提升2.0个百分点。一、二、三线城市土地成交建面分别为741、4495、7336万平，同比增速分别为-35.4%、-34.4%、-19.1%；成交总价分别为1993、3996、2610亿元，同比增速分别为-19.0%、-20.2%、-15.6%；一、二、三线城市土地溢价率分别为7.2%、6.3%、4.9%，同比分别提升3.0、2.5、1.7个百分点。

图表 24. 6月全国成交土地平均楼面价1523元/平，环比上升23.5%，同比下降20.9%



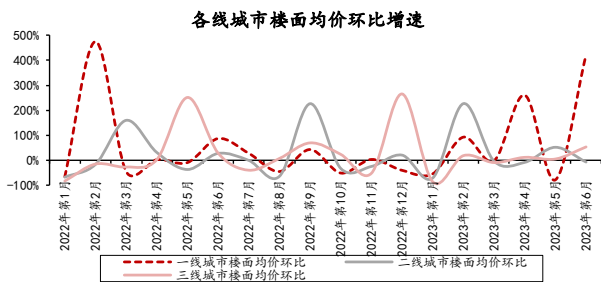
资料来源：Wind，中银证券

图表 25. 6月全国成交土地平均土地溢价率为5.65%，较上月上升了0.45个百分点，较2022年同期上升了0.99个百分点



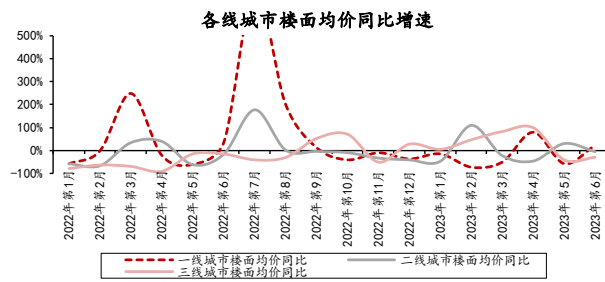
资料来源：Wind，中银证券

图表 26. 6月一、二、三线城市成交土地楼面价环比增速分别为 421.6%、-6.2%、53.6%



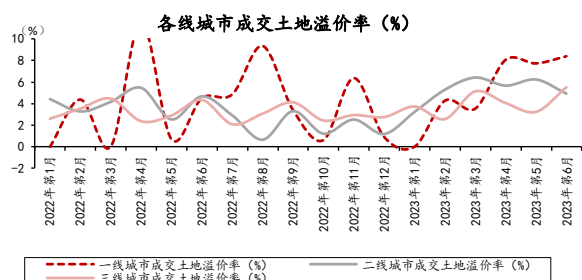
资料来源: Wind, 中银证券

图表 27. 6月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 24.4%、-4.6%、-28.0%



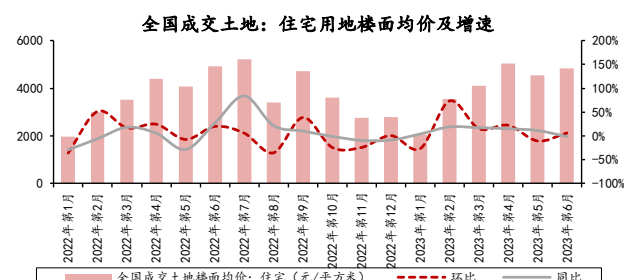
资料来源: Wind, 中银证券

图表 28. 6月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 8.38%、4.93%、5.55%



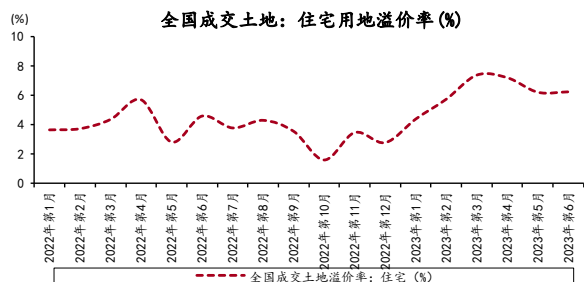
资料来源: Wind, 中银证券

图表 29. 6月全国住宅类用地成交土地平均楼面价 4828.2 元/平, 环比上升 6.5%, 同比下降 1.8%



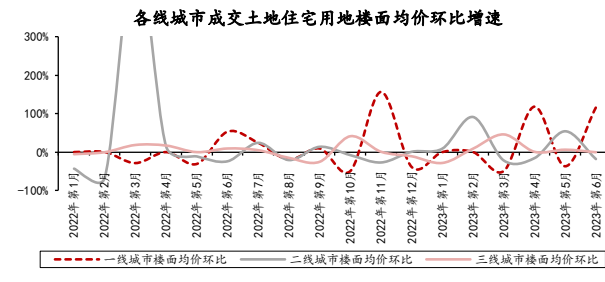
资料来源: Wind, 中银证券

图表 30. 6月全国住宅类用地平均溢价率为 6.26%，环比上升 0.03 个百分点，较去年同期上升 1.65 个百分点



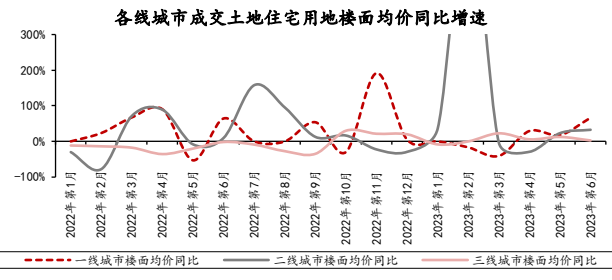
资料来源: Wind, 中银证券

图表 31. 6月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价环比增速为 116.8%、-18.1%、-0.5%



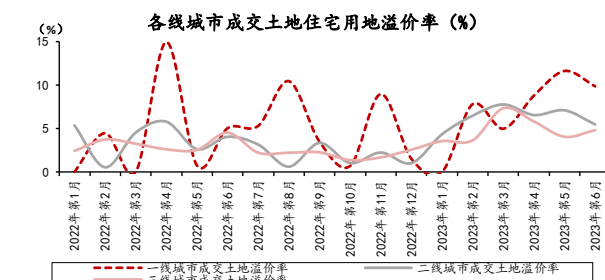
资料来源: Wind, 中银证券

图表 32. 6月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价同比增速为 66.5%、33.0%、1.9%



资料来源: Wind, 中银证券

图表 33. 6月。一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 9.87%、5.50%、4.84%



资料来源: Wind, 中银证券

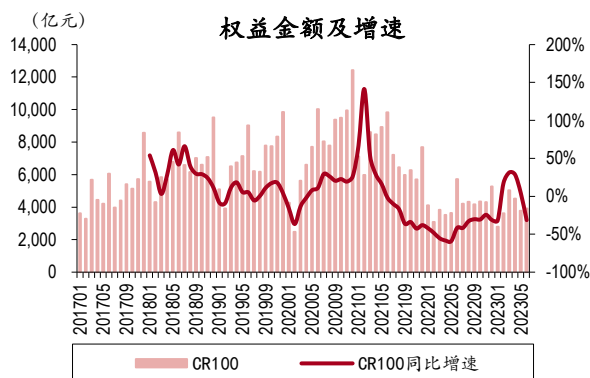
3 房企：百强房企 6 月销售同比增速大幅下滑，拿地强度有所提升

3.1 销售：6 月百强房企单月销售同比增速大幅下滑，上半年同比基本持平

百强房企 6 月单月销售同比增速大幅下滑。百强房企 6 月单月实现全口径销售额 5679 亿元，同比下降 29.8%（前值：+6.3%）；权益口径 3911 亿元，同比下降 31.6%（前值：+3.9%）。各梯队单月销售额同比增速均大幅下降。CR5、CR10、CR20、CR50 单月全口径销售额同比增速分别为-25.3%、-31.0%、-31.6%、-31.0%，增速分别下降 31.6、43.7、41.3、36.8 个百分点。TOP20 房企中，除建发单月销售额同比仍能保持正增长（+13%），其余 TOP20 房企单月销售额同比均出现了不同幅度的下滑，其中越秀地产（-4%）、万科（-15%）、华发股份（-17%）、保利发展（-20%）降幅相对较小，均为区域深耕型房企和头部房企。

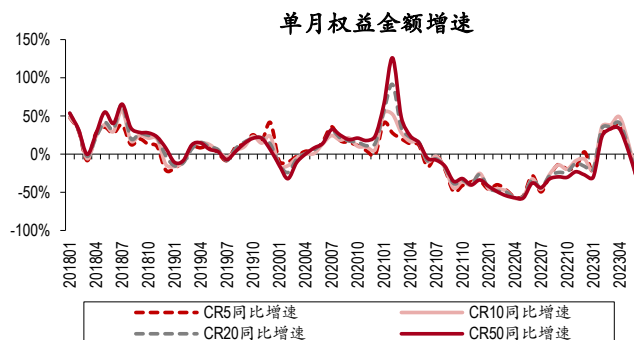
从累计来看，上半年百强房企累计销售同比基本持平。百强房企 2023 年上半年累计实现全口径销售额 3.46 万亿元，同比-0.4%（前值：+8.2%）；权益口径 2.44 万亿元，同比+0.1%（前值：+9.0%）。从各梯队表现来看，前 20 房企的增速相对较高。CR5、CR10、CR20、CR50 上半年累计全口径销售额增速分别为 3.0%、5.0%、5.5%、1.8%。上半年累计销售额同比增幅较大的为越秀地产（71%）、华发股份（56%）、建发国际（54%）、华润置地（41%）、招商蛇口（40%）。整体来看，2023 年以来房地产行业虽然有一定的修复预期，但在供需两端制约之下，上半年市场和房企表现均相对平淡，楼市复苏动能自 4 月以来逐步放缓。

图表 34. 百强房企 6 月单月权益口径销售额为 3911 亿元，同比下降 31.6%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 35. 6 月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额增速分别为-32.2%、-30.4%、-31.3%、-32.5%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 36. 各梯队 6 月单月销售额同比增速均大幅下降

房企梯队	单月全口径销售（亿元）			单月全口径销售增速		
	2022 年 6 月	2023 年 5 月	2023 年 6 月	2022 年 6 月	2023 年 5 月	2023 年 6 月
CR5	2212	1594	1652	-34.9%	6.3%	-25.3%
CR10	3624	2457	2501	-34.8%	12.7%	-31.0%
CR20	5131	3439	3510	-36.0%	9.7%	-31.6%
CR50	7115	4772	4910	-40.0%	5.8%	-31.0%
CR100	8090	5444	5679	-43.9%	6.3%	-29.8%
房企梯队	单月权益口径销售（亿元）			单月权益口径销售增速		
	2022 年 6 月	2023 年 5 月	2023 年 6 月	2022 年 6 月	2023 年 5 月	2023 年 6 月
CR5	1659	1199	1125	-28.0%	10.8%	-32.2%
CR10	2549	1797	1776	-32.6%	15.7%	-30.4%
CR20	3609	2456	2478	-33.7%	10.3%	-31.3%
CR50	5026	3340	3395	-38.2%	4.9%	-32.5%
CR100	5714	3784	3911	-41.8%	3.9%	-31.6%

资料来源：克而瑞，中银证券

图表 37.TOP20 房企中，仅建发国际（13%）实现单月全口径销售额同比正增长，单月全口径销售额同比降幅较小的为越秀地产（-4%）、万科（-15%）、华发股份（-17%）、保利发展（-20%）

销售排名	公司	1-6月 全口径金额	同比	6月 全口径金额	同比	5月 全口径金 额	同比	6月 权益金额	同比	5月 权益金额	同比	6月 全口径面 积	同比	5月 全口径面 积	同比	
1	保利发展	2366	—	12.6%	410	—	-19.6%	400	5.3%	240	↓	-29.9%	289	13.8%	270	-50.3%
2	万科	2018	—	-3.7%	359	—	-15.0%	325	10.7%	234	↑	-15.0%	211	10.7%	234	-8.9%
3	中海地产	1785	—	29.8%	322	↑	-21.5%	287	17.1%	301	↑	-21.5%	268	17.1%	123	-24.0%
4	华润置地	1702	—	40.7%	267	↓	-32.7%	315	55.1%	167	↓	-46.7%	243	92.1%	101	-47.4%
5	招商蛇口	1664	↑	40.0%	294	↑	-28.6%	267	64.0%	185	↑	-22.9%	165	65.0%	122	-32.6%
6	碧桂园	1609	↓	-34.9%	210	—	-54.1%	231	-38.9%	165	↓	-52.4%	187	-33.4%	260	-52.3%
7	龙湖集团	985	↑	14.7%	163	—	-31.4%	148	9.5%	104	—	-32.5%	102	16.2%	93	-34.2%
8	绿城中国	983	↓	15.5%	155	↑	-40.3%	133	20.9%	116	↑	-24.3%	77	16.2%	56	-38.3%
9	建发国际	953	↑	53.7%	177	↑	13.2%	148	37.6%	136	—	14.8%	120	59.8%	67	-14.9%
10	滨江集团	926	↓	35.4%	124	↓	-47.0%	194	108.1%	76	↓	-44.2%	104	48.2%	22	-39.8%
11	中国金茂	860	—	23.0%	131	↓	-30.8%	142	57.6%	91	↓	-30.8%	98	57.5%	64	-40.8%
12	金地集团	858	—	-14.7%	135	↑	-52.6%	132	-6.8%	83	↓	-52.7%	82	-6.7%	82	-35.6%
13	越秀地产	825	—	71.2%	130	—	-4.4%	132	33.2%	78	↓	-42.4%	79	-18.7%	42	-34.7%
14	华发股份	769	—	55.8%	120	↑	-17.0%	75	6.3%	92	↑	0.0%	41	-16.8%	30	-46.1%
15	绿地控股	620	—	-9.4%	144	↑	-22.9%	119	9.2%	130	—	-22.8%	107	9.1%	131	-17.5%
16	中国铁建	522	↑	31.1%	74	↓	-49.3%	86	11.7%	59	↓	-43.2%	59	-1.5%	34	-55.9%
17	融创中国	520	↓	-53.9%	71	↓	-49.6%	76	-40.1%	47	↑	-42.0%	42	-46.0%	50	-55.1%
18	新城控股	424	↑	-34.8%	66	↑	-51.3%	68	-40.0%	48	—	-46.3%	48	-39.5%	87	-31.6%
19	旭辉控股	419	↓	-33.6%	55	↓	-59.6%	71	-34.6%	30	↑	-62.3%	27	-57.5%	38	-53.1%
20	卓越集团	407	↑	22.8%	57	↓	-30.1%	84	142.0%	38	↓	-29.9%	54	159.4%	8	-73.4%
CR5		9534	3.0%	1652	-25.3%	1594	6.3%	1125	-32.2%	1199	10.8%	1018	-40.7%	940	-14.2%	
CR10		14990	5.0%	2501	-31.0%	2457	12.7%	1776	-30.4%	1797	15.7%	1503	-38.3%	1358	-13.2%	
CR20		21215	5.5%	3510	-31.6%	3439	9.7%	2478	-31.3%	2456	10.3%	1979	-40.1%	1894	-11.2%	
CR50		29317	1.8%	4910	-31.0%	4772	5.8%	3395	-32.5%	3340	4.9%	2636	-42.2%	2564	-13.8%	
CR100		34563	-0.4%	5679	-29.8%	5444	6.3%	3911	-31.6%	3784	3.9%	3016	-41.3%	2944	-12.7%	

资料来源：克而瑞，中银证券

备注：金额单位：亿元；面积单位：万平。

3.2 集中度：2023 年 1-5 月百强房企行业集中度同比持续提升

2023 年 1-5 月房企权益口径销售额集中度同比持续提升。CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 集中度同比分别提升了 1.0、2.1、2.8、1.2、0.2 个百分点至 12.2%、18.3%、25.5%、34.4%、40.4%。我们认为，随着行业逐步出清，行业有望回到集中度回升的阶段。

图表 38. 2023 年 1-5 月百强房企行业集中度同比有所提升

	权益口径销售金额集中度		
	2021 年 1-5 月	2022 年 1-5 月	2023 年 1-5 月
CR5	14.6%	11.2%	12.2%
CR10	21.6%	16.2%	18.3%
CR20	31.0%	22.7%	25.5%
CR50	46.5%	33.2%	34.4%
CR100	55.9%	40.2%	40.4%

资料来源：克而瑞，中银证券

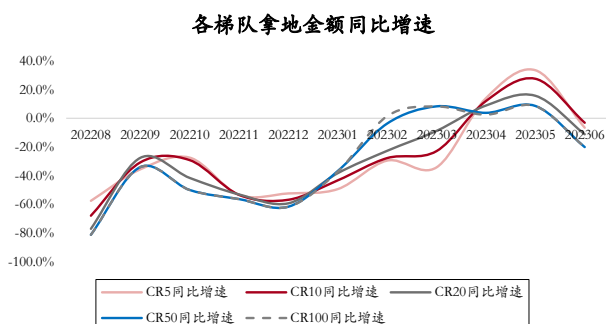
备注：由于行业集中度数据依据国家统计局发布的全国商品房销售数据进行计算，6 月统计局数据未公布，因此目前讨论 1-5 月的集中度情况。

3.3 拿地：6 月百强房企拿地强度提升，以央国企及区域深耕型民企为主

6 月百强房企拿地强度明显提升。百强房企 6 月单月全口径拿地金额 2090 亿元，同比下降 20.1%（前值：+8.6%）；拿地建面 1278 万平，同比下降 32.9%（前值：+44.2%）；楼面均价 1.64 万元/平，同比增长 19.1%；百强房企拿地强度（拿地金额/销售金额）从 5 月的 26%提升至 37%。6 月，在杭州、深圳、厦门、武汉等多个核心城市集中供地的带动下，百强房企单月楼面均价上涨，拿地强度也有所提升。头部房企拿地强度相对更强，6 月 CR5、CR10、CR20、CR50 拿地强度分别为 54%、51%、46%、43%。具体来看，单月土地投资较多的有：中海地产（拿地金额 331 亿元，拿地强度 103%）、滨江集团（165 亿元，133%）、保利发展（156 亿元，38%）、万科（128 亿元，36%）、绿城中国（119 亿元，77%）。TOP20 房企中主要为央国企及区域深耕型房企，尤其是杭州集中土拍下，深耕杭州的滨江、绿城、大家房产拿地金额较高。

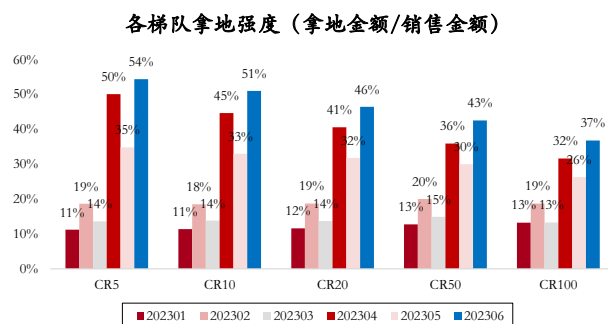
从累计来看，2023 年上半年百强房企全口径拿地金额 6952 亿元，同比仍有 8.7% 的下降，楼面均价同比提升 7.1% 至 11308 元/平，拿地强度同比下降 1.8 个百分点至 20.1%。头部房企的拿地强度仍然相对较高，CR5、CR10、CR20 拿地强度分别为 22.9%、23.8%、21.7%。具体来看，2023 年上半年拿地金额排名靠前的有：华润置地（拿地金额 533 亿元，拿地强度 31%）、万科（461 亿元，23%）、中海地产（406 亿元，23%）、滨江集团（396 亿元，43%）、保利发展（384 亿元，16%）、建发国际（348 亿元，37%）、招商蛇口（318 亿元，19%）、绿城中国（315 亿元，32%）、越秀地产（203 亿元，25%）。TOP20 房企中华润置地、保利发展、越秀地产、中国金茂、华发股份、保利置业拿地金额同比增幅较大。

图表 39. 百强房企 6 月单月全口径拿地金额 2090 亿元，同比下降 20.1%（前值：+8.6%）



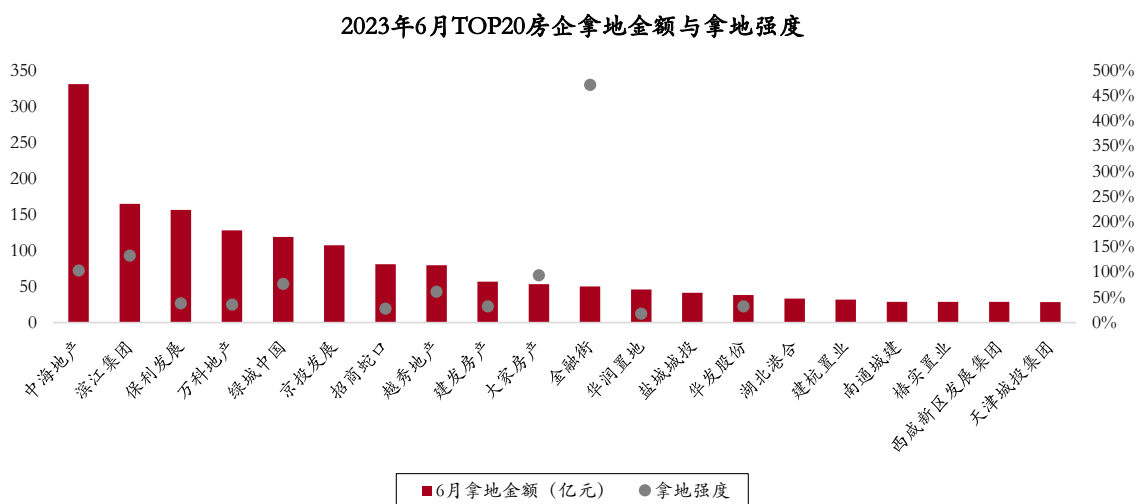
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 40. 6 月 CR5、CR10、CR20、CR50 拿地强度分别为 54%、51%、46%、43%



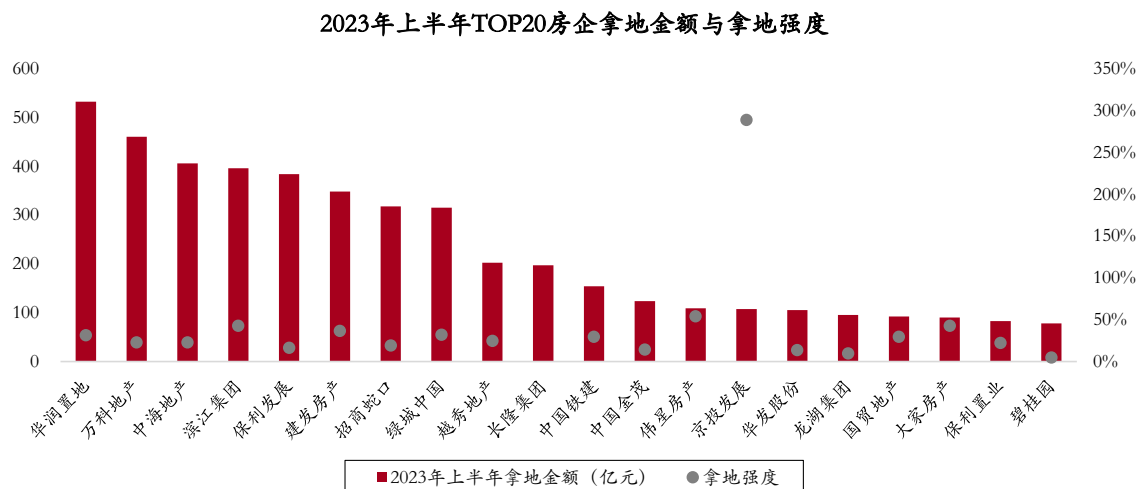
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 41. 6 月中国海外发展、滨江集团、保利发展、万科单月拿地均超 120 亿



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 42. 2023 年上半年华润置地、万科、中国海外发展、滨江集团、保利发展拿地金额排名靠前，均超过 380 亿元



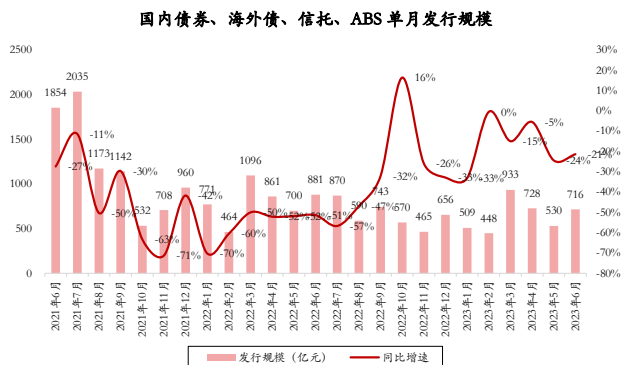
资料来源：克而瑞，中银证券

3.4 房企融资与债务到期：融资规模仍处于较低水平，7 月即将迎来又一个国内外债券到期小高峰

房企单月融资规模环比虽回升，但仍处于较低水平。2023 年 6 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 716 亿元，同比下降 21%，环比增长 33%，本月房企融资规模环比虽然有所回升，但仍然处于近年来的较低水平，平均发行利率 3.00%，同比下降 1.01 个百分点，环比下降 0.68 个百分点。从融资结构来看，国内债券发行规模 333 亿元，同比下降 30%，环比增长 38%，平均发行利率 3.45%，同比下降 0.02 个百分点，环比提升 0.19 个百分点；信托发行规模 13 亿元，同比下降 86%，环比下降 69%，平均发行利率 7.07%，同比下降 0.46 个百分点，环比提升 0.15 个百分点；ABS 发行规模 370 亿元，同比增长 31%，环比增长 63%，平均发行利率 2.46%，同比下降 0.69 个百分点，环比下降 0.92 个百分点。本月无海外债发行。主流房企中本月苏高新、华润、陆家嘴、广州城建、万科发行国内债券规模较大，均超过 20 亿元，平均发行利率分别 2.5%、2.3%、3.1%、3.3%、3.1%。

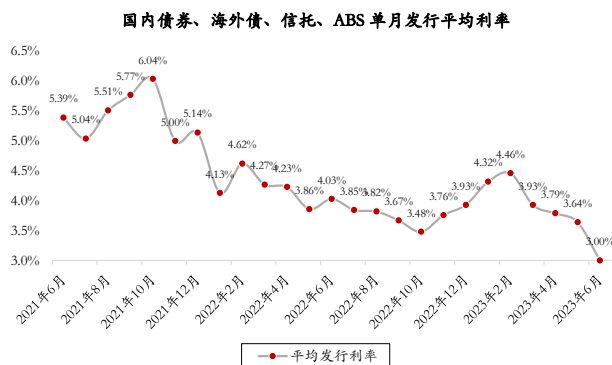
从累计来看，房企上半年融资规模同比降幅近两成。2023 年上半年房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 4042 亿元，同比下降 16%，平均发行利率 3.84%，同比下降 0.29 个百分点。从融资结构来看，其中，国内债券发行规模 2340 亿元，同比下降 7%，平均发行利率 3.66%，同比提升 0.12 个百分点；海外债券发行规模 111 亿元，同比下降 35%，平均发行利率 7.26%，同比提升 2.12 个百分点；信托发行规模 211 亿元，同比下降 70%，平均发行利率 7.16%，同比下降 0.41 个百分点；ABS 发行规模 1379 亿元，同比下降 4%，平均发行利率 3.34%，同比下降 0.05 个百分点。主流房企中 2023 年上半年首开、华润、招蛇、金融街、保利发行规模较大，均超过 80 亿元。

图表 43. 2023 年 6 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模 716 亿元，同比下降 21%，环比增长 33%



资料来源：中指院，中银证券

图表 44. 2023 年 6 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 3.00%，同比下降 1.01 个百分点，环比下降 0.68 个百分点



资料来源：中指院，中银证券

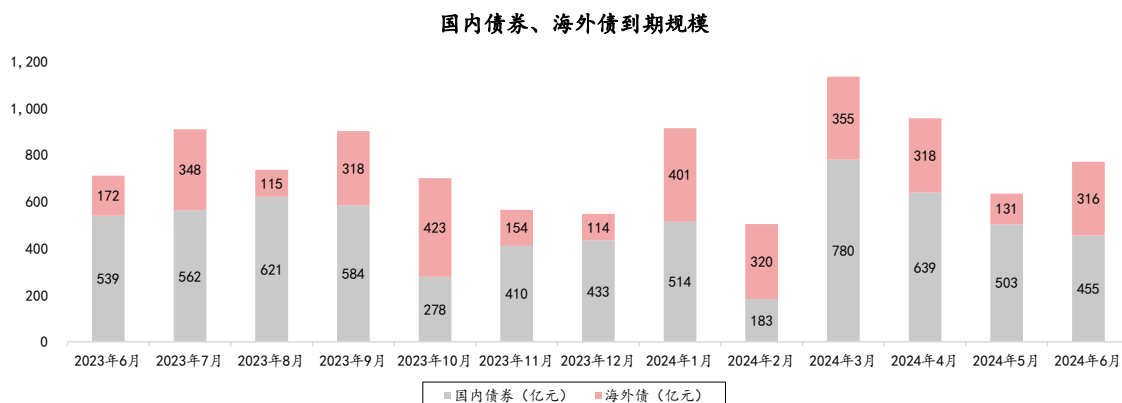
图表 45. 6 月主流房企中本月苏高新、华润、陆家嘴、广州城建、万科发行国内债券规模较大，均超过 20 亿元

2023年6月典型企业融资			2023年上半年典型企业融资			
企业名称	国内债券(亿元)	平均利率(%)	企业名称	国内债券(亿元)	海外债(亿元)	合计(亿元)
苏高新	26	2.49	首开	147		147
华润	25	2.25	华润	100		100
陆家嘴	25	3.10	招商蛇口	96		96
广州城建	20	3.34	金融街	89		89
万科	20	3.07	保利	80		80
信达地产	15	4.31	金茂	42	21	63
新城	11	5.65	信达地产	62		62
招商蛇口	11	2.45	万科	60		60
北京城建	10	3.40	铁建	59		59
国贸地产	10	3.85	中交房地产	59		59
金融街	10	3.14	保利置业	55		55
建发	8	4.03	广州城建	54		54
滨江	6	3.95	建发	48		48
中海宏洋	5	3.05	绿城	40		40
光大嘉宝	3	4.78	华发股份	34		34
			越秀		34	34
			滨江	21		21

资料来源：中指院，中银证券

7 月即将迎来又一个国内外债券到期小高峰。2023 年下半年国内外债券到期规模合计 4362 亿元（其中国内债券 2890 亿元、海外债券 1472 亿元），7、8、9 月分别到期 910、736、902 亿元。具体来看，7 月以下主流房企面临债务到期压力：佳兆业（54 亿元）、时代中国（52 亿元）、宝龙（51 亿元）、融创（43 亿元）、龙湖（42 亿元）、龙光（36 亿元）、华润（35 亿元）。

图表 46. 2023 年 7、8、9 月国内外债券分别到期 910、736、902 亿元



资料来源：中指院，中银证券

图表 47. 2023 年 7 月以下主流房企面临债务到期压力：佳兆业（54 亿元）、时代中国（52 亿元）、宝龙（51 亿元）、融创（43 亿元）、龙湖（42 亿元）、龙光（36 亿元）、华润（35 亿元）

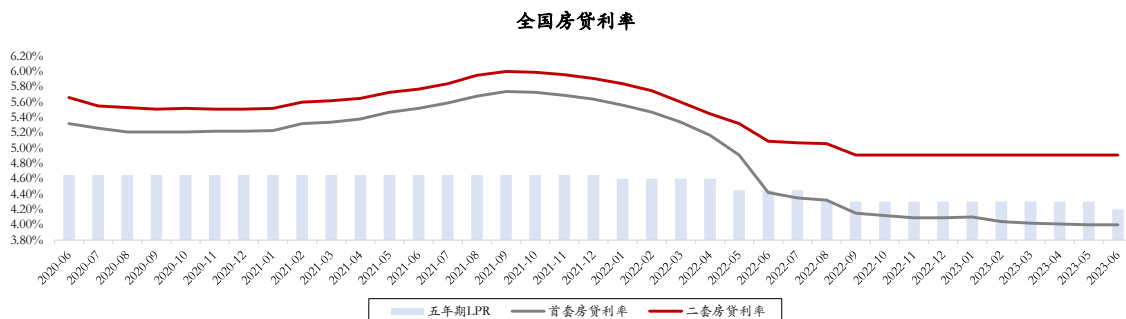
企业名称	海外债（按最新汇率换算，人民币，亿元）						国内债券（亿元）						总债券余额
	2023年到期		2023年及以后			债券余额	2023年到期		2023年及以后			债券余额	
	7月	年内	2024	2025	2026及以后		7月	年内	2024	2025	2026及以后		
恒大		187	195	338	108	829	0	0	307	61	106	474	1302
碧桂园		28	117	196	443	784	14	157	41	42	49	289	1073
华润		0	72	0	144	217	35	50	110	143	414	717	934
中海		36	51	40	252	379	10	74	100	98	201	473	852
万科		0	103	36	94	233	0	4	93	326	118	541	774
保利		0	36	0	0	36	0	87	142	224	230	683	720
首开		0	0	0	37	37	0	49	233	246	152	681	719
金茂		0	18	25	223	266	25	25	50	203	107	385	652
富力		36	112	93	275	517	0	0	10	4	92	106	623
融创	43	97	178	82	43	400	0	30	13	35	111	190	590
华夏幸福		0	47	55	395	497	0	0	12	68	0	80	576
龙湖		0	0	0	145	145	42	85	142	145	44	416	560
世茂		22	72	36	211	341	0	34	45	71	62	212	553
佳兆业	54	139	162	195	36	533	0	5	0	0	0	5	538
远洋		0	51	52	181	283	0	52	101	65	33	251	534
招商蛇口		17	0	0	0	17	23	92	93	184	148	516	533
旭辉		12	76	101	124	313	0	26	59	42	24	153	466
金融街						0	20	124	102	47	174	448	448
首创		0	0	33	82	115	14	42	106	135	22	305	420
合景泰富		51	170	14	78	313	0	65	9	0	8	81	395
龙光	29	29	20	65	90	204	7	7	7	48	127	190	394
绿城		0	0	82	0	82	1	13	131	126	24	294	376
华发股份						0	5	123	65	57	121	366	366
雅居乐		0	0	94	170	264	0	22	61	0	17	100	364
建发		0	0	0	28	28	0	20	39	117	159	335	363
禹洲		47	72	64	129	312	13	13	20	11	0	44	356
铁建						0	0	36	87	163	64	350	350
金地		0	35	0	0	35	10	81	178	27	5	291	326
时代中国	36	36	36	40	58	170	16	30	21	63	0	115	284
阳光城		29	97	20	0	145	0	0	45	39	45	129	273
保利置业		36	0	36	0	72	19	19	6	75	89	189	262
新城		25	58	43	29	156	0	30	20	37	15	102	257
宝龙	43	43	55	39	14	151	8	47	9	34	1	91	241
正荣		14	60	25	49	149	2	21	9	23	2	56	205
中交房地产						0	1	16	48	122	12	198	198
奥园		0	48	16	50	114	0	29	0	38	0	67	181
绿地		36	65	18	0	119	0	0	38	0	0	38	157
美的置业						0	6	29	78	27	10	144	144
越秀		29	0	0	113	142						0	142
金科						0	10	28	25	48	32	133	133
华侨城		0	0	0	58	58	0	0	38	0	25	63	120
花样年	25	39	31	0	0	70	0	40	0	0	0	40	111
大悦城						0	0	20	35	30	20	105	105
滨江						0	16	40	58	0	4	101	101
中海宏洋		0	0	0	37	37	7	7	0	15	22	44	81
新潮中宝		0	18	11	0	29	10	42	8	0	1	51	79
中南建设		0	18	0	0	18	10	16	27	18	0	61	79
荣盛		0	39	0	0	39	0	5	14	20	0	39	78

资料来源：中指院，中银证券

4 政策：LPR 时隔 10 个月下调，6 月需求端政策出台频次有所下降

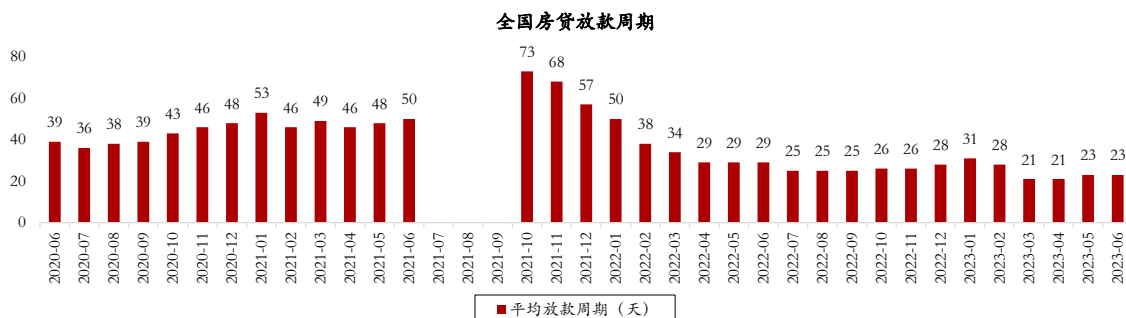
LPR 时隔 10 个月再调降 10BP。6 月 20 日 5 年期以上 LPR 下降 10BP 至 4.2%，这是自 2022 年 8 月以来 LPR 的首次下降。贝壳研究院数据显示，6 月百城首套房贷利率为 4.0%，二套房贷利率为 4.91%，均与上月持平，同比分别回落 42、17BP，平均放款周期为 23 天，与上月持平，维持较快的放款速度。根据我们的计算，30 年商贷、等额本息还款、首套和二套房的首付比例分别为 30% 和 70% 的情况下，此次 LPR 下调后：100 万元总价的房屋，首套和二套分别减少月供 41、18 元。我们认为此次 LPR 下调将推动各城市实际房贷利率下降，也利于降低购房成本；但是目前来看，10BP 的下调幅度对于缓解房贷压力起到的作用较为有限，在当前市场信心不足的情况下，能起到的边际增加置业需求的刺激作用也是较弱的；后续仍需政策的进一步调整和引导，以推动购房者预期企稳回升，等到市场信心逐步修复后，房贷利率调整的效果或能更好地发挥。

图表 48. 6 月百城首套房贷利率为 4.0%，二套房贷利率为 4.91%，均与上月持平，同比分别回落 42、17BP



资料来源：贝壳研究院，央行，中银证券

图表 49. 6 月百城房贷平均放款周期为 23 天，与上月持平

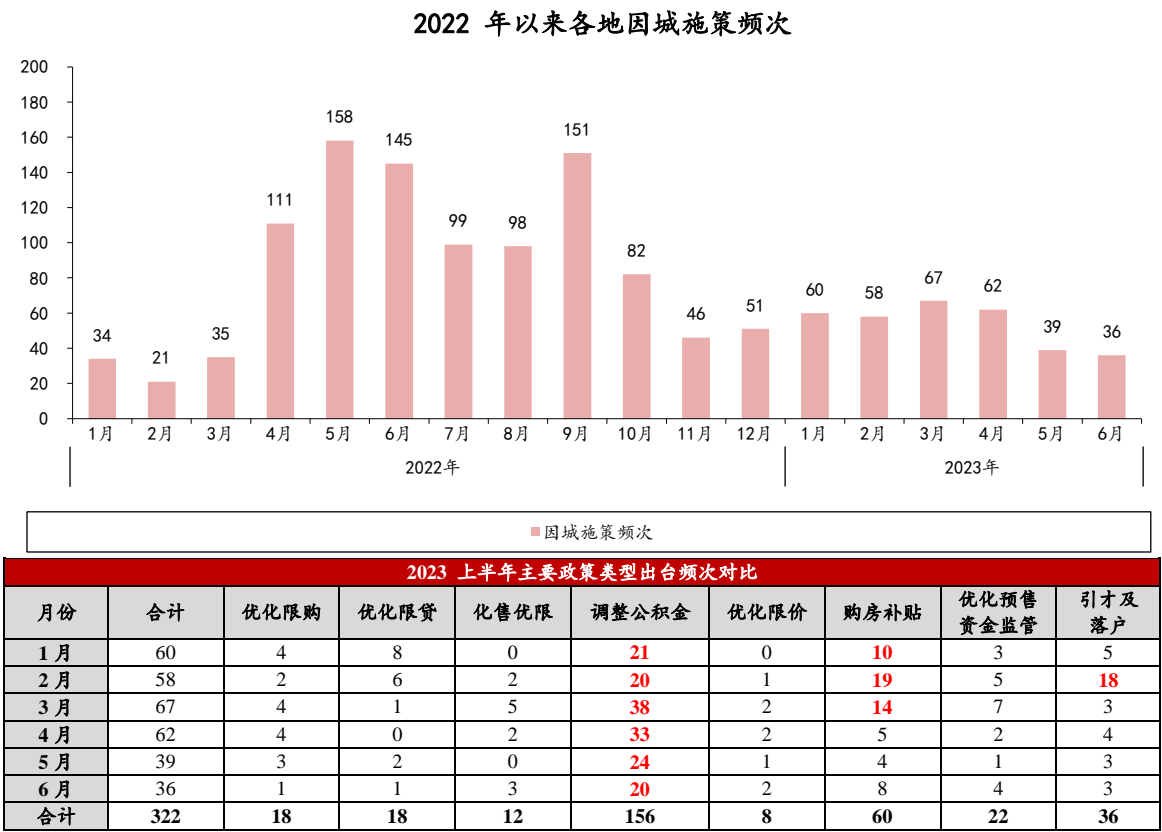


资料来源：贝壳研究院，中银证券

6 月需求端政策出台的频次和力度较 5 月进一步下降。6 月涉及的城市有：佛山提高公积金贷款可贷额度；广州提高多胎家庭贷款额度上限；扬州改善性住房不再限购；临沂优化预售资金监管；大连允许提取公积金付首付；江西全面推行“带押过户”等。

2023 年上半年各地政策仍保持宽松趋势，根据中指院监测，上半年全国有超百省市（县）出台政策超 300 条。政策的发力点仍主要聚焦于购房补贴、提高公积金贷款额度等这类降低购房成本、支持改善性需求的政策。但我们认为，现阶段，此类政策对需求的提振较为有限，当前制约需求和行业销售的根本原因仍是居民购房信心和收入预期较差。对于接下来是否会有“政策”救市，我们认为需要密切关注 7 月政治局会议的相关表述，不过同时也认为政策方向不会有超过主基调的改变，需求端政策仍将以“因城施策、因区施策”为主，供给端围绕“三支箭”贯彻执行，全国性的、超预期的放松不太可能出现。

图表 50. 6 月需求端政策出台的频次和力度较 5 月进一步下降



资料来源：中指院，中银证券

图表 51. 2023 年上半年地方房地产宽松政策汇总

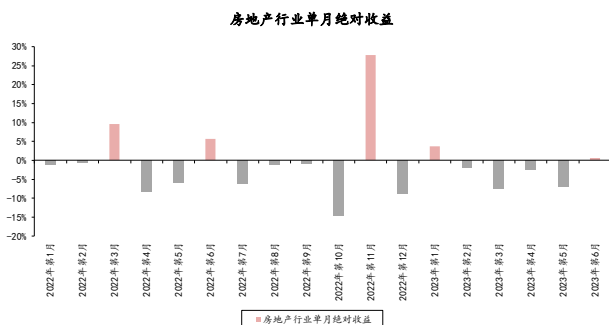
2023 年上半年地方房地产宽松政策汇总			
政策分类	一线城市	二线城市（涉及 24 个城市）	三四线城市（涉及 101 个市县）
放松限购	深圳深汕合作区	优化购房套数及门槛：济南、长沙、武汉、无锡、厦门、南京产业集聚区 优化限购范围：杭州(街道)、无锡(街道)、合肥(街道)、沈阳、郑州	荣阳、赣州、宁德、扬州
放松限售	深圳深汕合作区	长沙、厦门、郑州、青岛	惠州惠阳区、扬州、常州、徐州、福清
放松限贷		降低首付：青岛	荣阳、上栗、东莞、佛山、济源产城融合示范区、监利、金华、洛阳、咸宁、贵安、漯河、驻马店、襄阳、海安
公积金政策	优化提取条件：北京提高贷款额度：深圳、上海、广州 优化商转公政策：兰州	优化提取或贷款条件：南京、哈尔滨、杭州、无锡、合肥、郑州、天津、兰州、大连 降低首付或提高贷款额度：乌鲁木齐、大连、济南、长沙、太原、杭州、合肥、郑州、宁波、苏州、南昌	常州、荣阳、上栗县、连云港、六安、丹东、亳州、绍兴、台州、乌兰浩特、资阳、淮北、监利、盐城、洛阳、东营、威海、临沂、乌兰察布、淄博、德州、吉林、扬州、日照、宿迁、漯河、驻马店、义乌、揭阳、襄阳、南阳、玉溪、梅州、吉安、攀枝花、马鞍山、丽水、南通、赣州、蚌埠、株洲、遂宁、宣城、宿州、中山、莆田、贵安、宜宾、大庆、新乡、黄山、大同、焦作、安阳、周口、漳州、韶关、济源、鹤壁、泉州、潮州、惠州惠阳区、荆门、汉中、营口、滁州、开封、信阳、衡阳、芜湖、海安、阳江、毕节、镇江
限价政策		无锡	日照、丽水、江门、滁州、阳江
落户或引才	落户规范：深圳 引才：北京平谷区、房山区	放宽落户：郑州、杭州 加大引才：长沙、哈尔滨、南昌高新区、长春、杭州、宁波、石家庄	荣阳、上栗县、乌兰浩特、洛阳、淄博临淄区、鹰潭、连江县、周口、扬州、佛山、漯河、武冈、驻马店、义乌、吉安、黄山、滁州、海安
发放购房补贴		乌鲁木齐、哈尔滨、南昌高新区等、重庆、大连、郑州高新区、杭州临安区、沈阳	荣阳、上栗县、桂平、盐城、安义县、济源产城融合示范区、资阳、监利、德宏、洛阳、襄阳、安阳、淄博临淄区、赣州章贡区等、鹰潭、铜陵义安区、连江县、威海、周口、鞍山、扬州、日照、阜南、宿迁、武冈、登封、酒泉、亳州、连云港、丽水、泉州台商区、安康高新区、祁门县、滁州、鹤壁、南通通州区、三门峡、徐州
房票或货币安置		南京、无锡、重庆、南昌、青岛	淮北、铜陵、宿迁、武冈、新昌县、宁德
交易税费			资阳、酒泉、襄阳、阳江

资料来源：中指院，中银证券

5 6月地产板块因基本面持续走弱、市场信心仍然不足，持续跑输沪深300

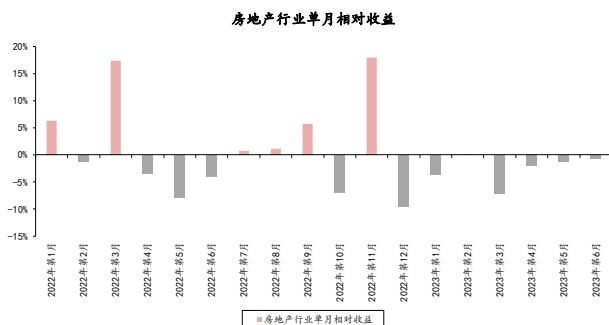
2023年6月地产板块绝对收益+0.6%，跑输沪深300 0.6个百分点。截至2023年6月末，地产板块PE为11.96X，较5月末上升了0.01X。我们认为地产板块持续跑输沪深300，主要与基本面数据持续走弱、居民信心仍然不足、无明显催化剂有关。今年以来（1-6月）地产板块绝对收益-14.3%，跑输沪深300 13.5个百分点。

图表 52. 房地产行业 6 月绝对收益为+0.6%



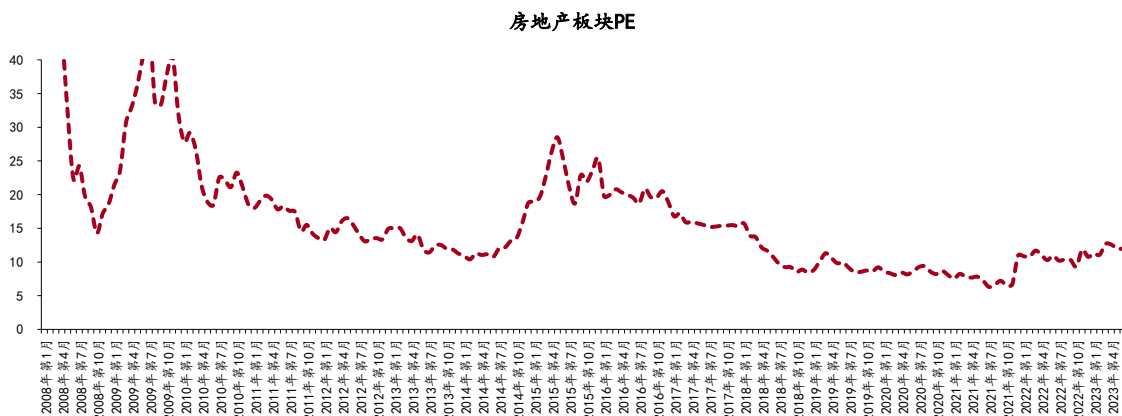
资料来源：同花顺，中银证券

图表 53. 房地产行业 6 月相对收益为-0.6%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 54. 截至 6 月 30 日，房地产板块 PE 为 11.96X



资料来源：同花顺，中银证券

6 投资建议

二季度以来成交增长动能不断减弱，6 月新房与二手房市场的下行压力进一步显现，当前制约需求和行业销售的根本原因仍是居民购房信心和收入预期较差。新房销售走弱使得房企资金压力并未从源头得到有效缓解，考虑到 7 月、9 月是国内外债券到期的小高峰，下半年行业资金压力仍然较大。

现阶段建议聚焦行业 alpha 机会，我们建议关注两条主线：1) 开发类企业中内生增长快、拿地有效性强的内驱动力型公司，主要包括主流的央国企和区域深耕型房企，销售、拿地均有较好增长，在行业见底复苏后的弹性较大：招商蛇口、华润置地、建发国际集团、越秀地产、绿城中国、华发股份、滨江集团。2) REITs 相关的商业地产、保租房、产业园区、物流地产等资产持有方：大悦城、光大嘉宝、中新集团、中国国贸。

图表 55. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2022A	2023E	2022A	2023E	(元/股)
001979.SZ	招商蛇口	未有评级	12.02	1,002.60	0.51	0.82	23.51	14.69	10.79
1109.HK	华润置地	未有评级	29.58	2,109.19	3.94	4.21	7.51	7.02	34.22
1908.HK	建发国际集团	买入	17.52	323.33	2.29	3.08	7.66	5.68	18.20
0123.HK	越秀地产	买入	8.01	322.56	0.98	1.12	8.16	7.15	15.32
3900.HK	绿城中国	买入	7.07	178.90	1.02	1.12	6.92	6.31	14.23
600325.SH	华发股份	买入	9.10	192.66	1.22	1.39	7.47	6.55	8.44
002244.SZ	滨江集团	买入	8.55	266.03	1.20	1.44	7.11	5.93	7.56
000031.SZ	大悦城	未有评级	3.74	160.31	-0.67	0.17		21.58	3.59
600622.SH	光大嘉宝	未有评级	2.91	43.64	0.04	-	75.24	-	4.70
601512.SH	中新集团	未有评级	9.68	145.09	1.07	1.21	9.02	8.02	8.90
600007.SH	中国国贸	未有评级	18.98	191.18	1.11	1.26	17.13	15.11	9.08

资料来源：同花顺，中银证券

注：股价截止日 7 月 13 日，未有评级公司盈利预测来自同花顺一致预期。

7 风险提示

房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

8 附录

数据说明：从本月开始，新房、二手房、库存数据来源从万得切换至同花顺，对城市进行了调整，历史数据也做了相应的调整。

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万得。

图表 56. 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</p> <p>一线城市（4 个）：深圳、上海、北京、广州</p> <p>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</p> <p>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</p> <p>一线城市（2 个）：北京，深圳</p> <p>二线城市（7 个）：杭州、南京、青岛、苏州、厦门、南宁、成都</p> <p>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</p> <p>一线城市（4 个）：深圳、上海、北京、广州</p> <p>二线城市（5 个）：杭州、南京、苏州、宁波、福州</p> <p>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。</p> <p>一线城市（4 个）：北京，上海，广州，深圳。</p> <p>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。</p> <p>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，万得，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由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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)68604866
传真:(8621)58883554

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)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

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)39886333
传真:(852)21479513

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)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

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)2122590888
传真:(1)2122590889

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)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371