销售投资加速下滑，改善仍待政策落地

——12 月统计局数据点评及房地产月报

强于大市

(维持)

微信公众号

蔡鸿飞
分析师
+852 3958 4629
caihongfei@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师
+852 3958 4600
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

销售投资下滑延续，土地市场继续降温。1-12 月全国商品房销售金额累计同比增长 4.8%（1-11 月：8.5%）；销售面积累计同比增长 1.9%（1-11 月：4.8%），单月同比明显下滑。1-12 月，开发投资累计同比增长 4.4%（1-11 月：6.0%）。受近期销售端明显下行，以及开发商融资端压力增大影响，1-12 月购置土地面积与土地成交价款分别下降 15.5%和增长 2.8%。整体而言，12 月数据显示行业基本面继续下滑，部分房企的经营问题已对行业产生一定影响，行业重回良性循环仍需更多具体措施落地。

销售及融资压力显现，新开工降幅有所扩大。集中供地和融资端压力并存，一定程度影响了近月的新开工节奏。1-12 月，房地产开发企业房屋新开工面积同比下滑 11.4%（1-11 月：下滑 9.1%）；房屋竣工面积同比增长 11.2%（1-11 月：增长 16.2%）。目前房企在融资端存在一定压力，拿地、开工情况亦受到了一定影响；**在销售融资端出现明显改善前，新开工增速或继续承压。**

开发资金增速继续回落，国内贷款降幅扩大。1-12 月，房地产开发资金来源累计同比增长 4.2%（1-11 月：增长 7.2%）。拆分来看，国内贷款累计下降 12.7%（1-11 月：下滑 10.8%）；自筹资金累计同比增长 3.2%（1-11 月：增长 4.8%）；定金及预收款、个人按揭贷款累计同比增长 11.1%和 8.0%（1-11 月分别增长 17.0%和 9.8%）。从资金来源数据看，12 月各分项资金来源增速多数下滑，按揭贷款增速小幅反弹后再度下行。**展望后市，融资端真正企稳恢复仍待更多实际政策落地。**

销量继续下滑，去化有所放缓。12 月，44 城新房成交面积环比上升 14%，同比下降 22%；当年累计成交面积同增 3%（上月为 7%），一、二、三线城市分别上升 14%、12%及下降 7%。芜湖、福州、杭州和淮南累计增幅较大，而盐城、嘉兴、东营、泉州累计降幅较大。截至 12 月末，14 城新房去化周期为 47.1 个月，上月平均为 29.9 个月。二手房方面，12 月，15 城二手房成交面积环比上升 21%，同比下降 30%；截至 12 月末，15 城累计成交面积同降 9%（上月为降 6%）。北京、苏州、金华二手房成交面积累计增幅居前。三四线二手房挂牌量指数缓慢下滑，各线城市挂牌价指数止涨后保持稳定。

宅地成交继续下行，溢价率保持低位。1-12 月，百城住宅用地累计成交建面同比下降 31.3%；其中，一线城市下降 1.2%，二线城市下降 26.4%，三线城市下降 37.9%，整体成交面积及金额降幅环比有所扩大。成交楼面均价方面，12 月单月出现一定回升。溢价率方面，经历了 2021 年初的躁动后，各线城市住宅用地成交溢价率明显回落，12 月单月溢价率环比基本持平。

投资建议：基本面底部逐步接近，维持“强于大市”评级。12 月的政治局会议和中央经济工作会议进一步明确了顶层促进行业良性循环的方向，行业政策底已逐步探明。不过，由于更多具体政策尚未出台，市场对行业基本面和政策导向仍有担心。我们认为，不应低估顶层对于稳增长和促进房地产良性循环的决心，行业基本面底部预计在政策面修复后逐步探明。维持“强于大市”评级。

目录

1. 板块表现：国企背景公司股价表现较好 5

2. 行业：销售投资加速下滑，改善仍待政策落地 6

3. 城市：销售同比下滑，推盘环比上升 9

3.1 新房数据：各线销售同比下滑，推盘环比有所增加 9

3.2 二手房数据：成交环比有所上升，挂牌价高位稳定 12

4. 土地市场：成交降幅继续扩大，溢价率仍处低位 14

4.1 住宅类用地成交建面：各线降幅继续扩大 14

4.2 住宅用地成交总价：整体降幅有所扩大 15

4.3 成交楼面均价有所回升，溢价率保持低位 17

5. 融资：境内债券发行环比有所上升 19

6. 重点政策回顾：顶层密集发声，融资逐步融冰 21

7. 投资建议 24

8. 风险提示 24

图表目录

图 1：易居企业控股、海昌海洋公园和保利物业 12 月涨幅居前 5

图 2：海昌海洋公园、首创置业和中海物业年初至 12 月末涨幅居前 5

图 3：易居企业控股、金科服务和世茂服务 12 月换手率居前 5

图 4：商品房销售额累计增速环比继续回落 6

图 5：商品房销售面积增速较上月有所下降 6

图 6：房地产投资累计增速较上月继续下滑 7

图 7：房企购置土地面积降幅继续扩大 7

图 8：土地购置费增长持续回落，未来料将继续下降 7

图 9：新开工增速降幅环比继续扩大 8

图 10：房屋竣工面积增速有所回落 8

图 11：开发资金增速继续回落，国内贷款降幅扩大 8
图 12：二手房挂牌出售价格指数近期停止上涨 13
图 13：一线城市二手房挂牌出售量指数出现下降，价格指数保持稳定 13
图 14：二线城市二手房挂牌量指数缓慢下降，价格指数保持稳定 13
图 15：三线城市二手房挂牌出售量指数维持稳定 13
图 16：四线城市二手房挂牌出售量指数小幅下降 13
图 17：12 月百城住宅用地成交建面同降 60.4% 14
图 18：12 月一线城市住宅用地成交建面同降 10.1% 14
图 19：12 月二线城市住宅用地成交建面同降 43.0% 14
图 20：12 月三线城市住宅用地成交建面同降 73.5% 14
图 21：1-12 月百城宅地成交建面同比下降 31.3% 15
图 22：1-12 月一线城市宅地成交建面同比下降 1.2% 15
图 23：1-12 月二线城市宅地成交建面同比下降 26.4% 15
图 24：1-12 月三线城市宅地成交建面同比下降 37.9% 15
图 25：12 月百城住宅用地成交总价同降 39.2% 16
图 26：12 月一线城市住宅用地成交总价同降 13.1% 16
图 27：12 月二线城市住宅用地成交总价同降 11.5% 16
图 28：12 月三线城市住宅用地成交总价同降 74.0% 16
图 29：1-12 月百城宅地成交总价同比下降 12.5% 16
图 30：1-12 月一线城市宅地成交总价同比增长 5.6% 16
图 31：1-12 月二线城市宅地成交总价同比下降 10.7% 17
图 32：1-12 月三线城市宅地成交总价同比下降 22.1% 17
图 33：12 月百城宅地成交楼面均价环比有所上升 17
图 34：12 月一线城市宅地成交楼面均价环比有所上升 17
图 35：12 月二线城市宅地成交楼面均价环比基本持平 18
图 36：12 月三线城市宅地成交楼面均价环比小幅下降 18
图 37：12 月百城宅地成交溢价率环比小幅上升 18
图 38：12 月一线城市宅地成交溢价率环比小幅下降 18

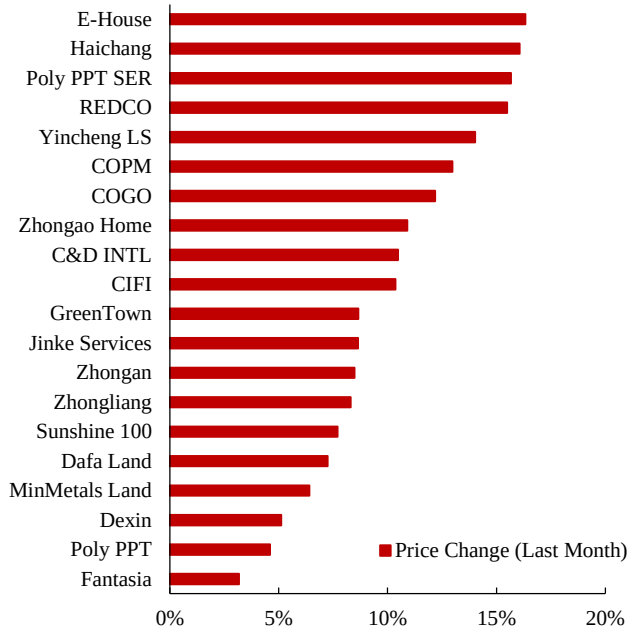
图 39：12 月二线城市宅地成交溢价率环比小幅上升 18
图 40：12 月三线城市宅地成交溢价率环比有所上升降 18
图 41：商业性房地产贷款余额增速持续下滑，前三季度累计同比增长 7.6% 19
图 42：开发贷余额增速自 2018 年下半年起持续下降 19
图 43：个人住房贷款余额增速近期小幅下降 19
图 44：全国首套平均房贷利率近期开始小幅下降 20
图 45：境内房地产信用债发行规模环比有所上升 20
图 46：境内房地产信用债发行规模降幅有所收窄 20
图 47：境内房地产信用债单月发行与偿还规模对比 20
图 48：12 月境内房地产信用债呈净偿还状态 20
图 49：内房海外债券发行规模环比明显下降 21
图 50：内房海外债券发行规模降幅有所扩大 21

表 1：截至 2021/12/31 主要城市交易量，各线城市单月同比继续下滑 10
表 2：截至 12 月 31 日主要城市新房库存与去化周期情况，整体环比有所上升 11
表 3：截至 12 月末主要城市新房批售情况，上海、成都、南京和深圳新增供应相对充裕 11
表 4：截至 12 月末主要城市二手房成交量情况，北京、苏州、金华成交面积累计增幅居前 12
表 5：近期重点政策梳理，顶层密集发声，融资逐步融冰 21

1.板块表现：国企背景公司股价表现较好

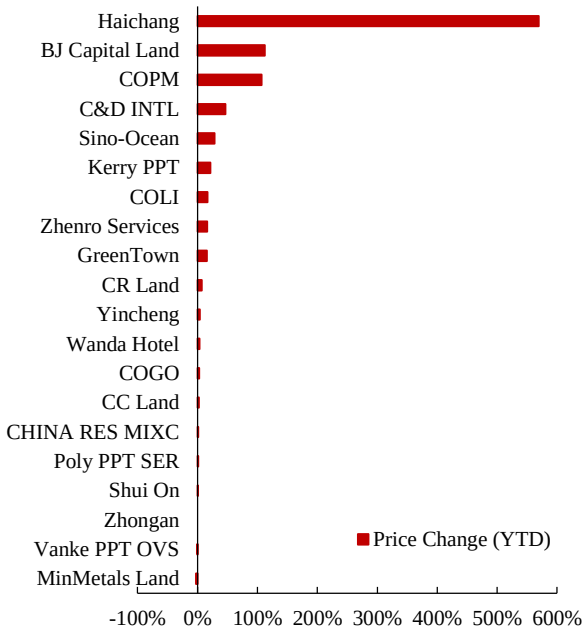
截至 12 月 31 日，易居企业控股、海昌海洋公园和保利物业当月涨幅居前；海昌海洋公园、首创置业和中海物业年初至 12 月末涨幅居前。整体而言，特色公司因事件驱动股价表现较好，另外国企、央企背景公司亦有所表现。

图 1：易居企业控股、海昌海洋公园和保利物业 12 月涨幅居前



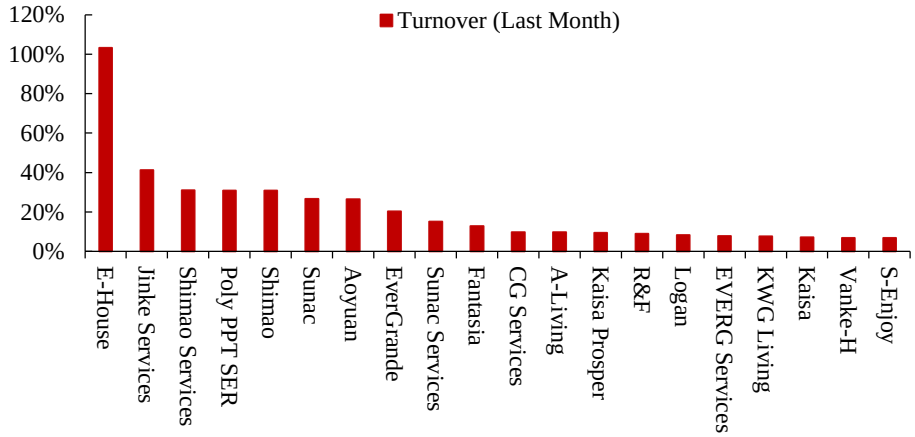
数据来源：Wind, 中达证券研究；注：截至 2021/12/31

图 2：海昌海洋公园、首创置业和中海物业年初至 12 月末涨幅居前



数据来源：Wind, 中达证券研究；注：截至 2021/12/31

图 3：易居企业控股、金科服务和世茂服务 12 月换手率居前

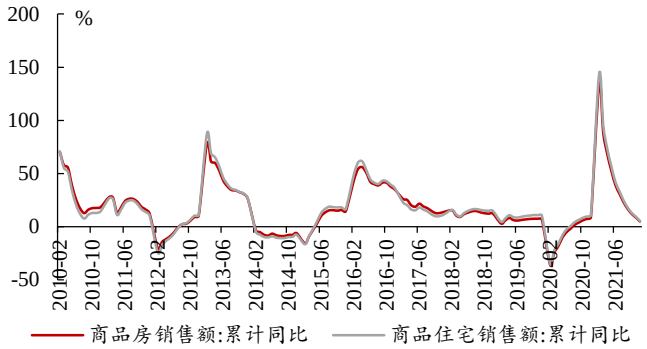


数据来源：Wind, 中达证券研究；注：截至 2021/12/31

2. 行业：销售投资加速下滑，改善仍待政策落地

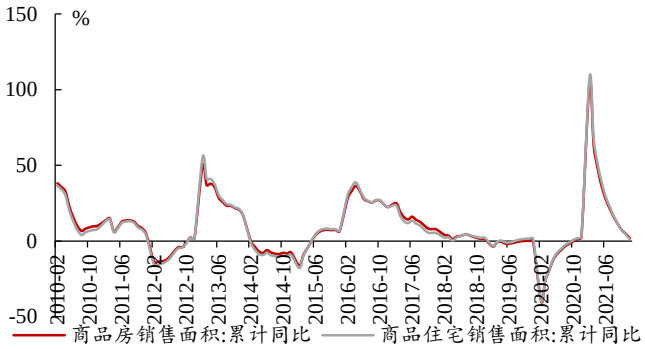
基本面下行势头未改，12 月单月全国商品房销售降幅有所扩大。1-12 月，全国商品房销售金额累计同比增长 4.8%（1-11 月：同比增长 8.5%）；销售面积累计同比增长 1.9%（1-11 月：同比增长 4.8%）。**目前，去年疫情导致的低基数效应基本消退，部分大中型房企因自身问题单月销售明显下滑，**信用风险扩散背景下行业单月销售已连月下行，12 月商品住宅销售额单月同比下滑 19.6%，销售端压力并未出现明显缓解迹象。

图 4：商品房销售额累计增速环比继续回落



数据来源：国家统计局，中达证券研究

图 5：商品房销售面积增速较上月有所下降



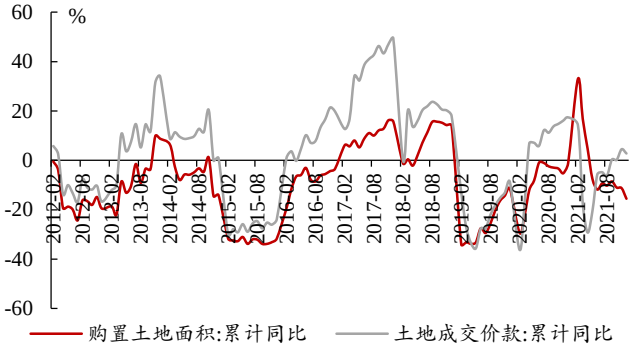
数据来源：国家统计局，中达证券研究

开发投资明显降速，土地市场持续降温。1-12 月，全国房地产开发投资完成额累计同比上升 4.4%（较 2019 年同期增长 11.7%），整体继续降速，且已明显低于固定资产投资整体 4.9%的增速。拿地方面，销售和融资端的压力使得房企拿地普遍收缩，部分热点城市集中拍地参与方已主要为地方国企和城投；因此，1-12 月购置土地面积与土地成交价款分别累计下降 15.5%和增长 2.8%，部分核心城市溢价率已出现实质性下降，流拍率明显提升，民企参与较少。整体而言，**信用市场的压力已使得房企在拿地投资上较为谨慎；在金融机构对房企的一致性收缩缓解前，此轮土地市场下行或将继续。**

图 6：房地产投资累计增速较上月继续下滑

数据来源：国家统计局，中达证券研究

图 7：房企购置土地面积降幅继续扩大



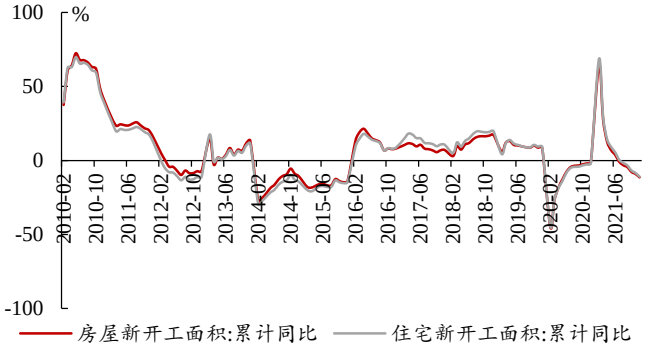
数据来源：国家统计局，中达证券研究

图 8：土地购置费增长持续回落，未来料将继续下降

数据来源：国家统计局，中达证券研究

开工降幅继续扩大，竣工增速有所下滑。销售端当前的下滑使得房企在开工方面的动力不足，一定程度影响了新开工情况。另一方面，目前房企在融资方面存在一定压力，目前均集中精力保障债务偿付；未来在销售、融资端明显改善前，新开工或继续承压。1-12 月，房地产开发企业房屋新开工面积同比下降 11.4%（1-11 月：下降 9.1%）；房屋竣工面积同比增长 11.2%（1-11 月：增长 16.2%）。**房企融资端的压力使得 1-12 月新开工面积降幅继续扩大，开发投资重回正轨仍需打破信用反馈的循环。**

图 9：新开工增速降幅环比继续扩大



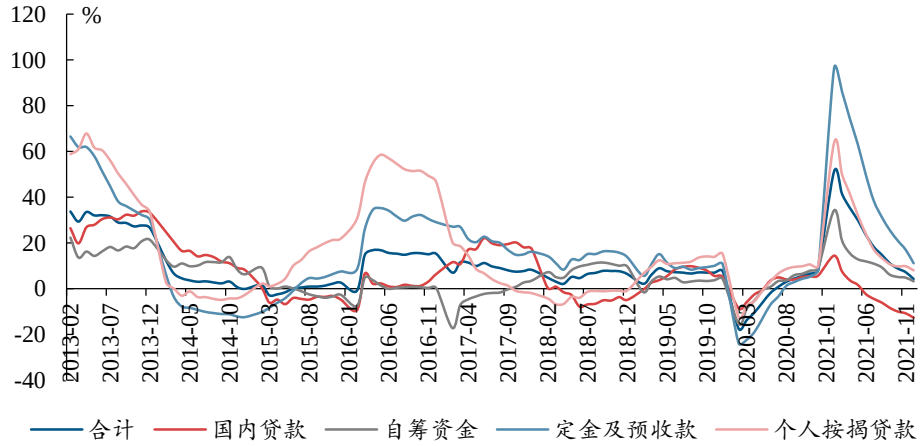
数据来源：国家统计局，中达证券研究

图 10：房屋竣工面积增速有所回落

数据来源：国家统计局，中达证券研究

开发资金增速继续回落，国内贷款降幅扩大。1-12 月，房地产开发资金来源累计同比增长 4.2%（1-11 月：增长 7.2%）。拆分来看，国内贷款累计下滑 12.7%（1-11 月：下滑 10.8%）；自筹资金累计同比增长 3.2%（1-11 月：增长 4.8%）；定金及预收款、个人按揭贷款累计同比增长 11.1%和 8.0%（1-11 月分别增长 17.0%和 9.8%）。从开发资金来源数据看，11 月各分项资金来源增速多数下滑，按揭贷款增速在上月企稳后再度下滑。**展望后市，开发资金来源企稳仍需等待更具体的政策落地。**

图 11：开发资金增速继续回落，国内贷款降幅扩大



数据来源：国家统计局，中达证券研究

3. 城市：销售同比下滑，推盘环比上升

3.1 新房数据：各线销售同比下滑，推盘环比有所增加

延续此前降温态势，各线城市单月销售同比继续下滑。12 月当月，44 个主要城市新房成交量环比上月增长 14%，同比下降 22%。一线城市同比下降 21%，二线城市同比下降 10%，三线城市同比下降 34%。44 城截至 12 月末累计成交量同比上升 3%（上月为 7%），一、二、三线城市分别上升 14%、12%及下降 7%。芜湖、福州、杭州和淮南 2021 年累计交易量分别上升约 118%、71%、59%及 54%，而盐城、嘉兴、东营、泉州累计同比下降 35%、47%、55%和 69%，为今年以来销量下滑较多的城市。从近期的成交数据来看，**各线城市单月销售面积虽环比有所上升，但相较去年同期仍有明显下滑；销售端的复苏除需按揭支持外，还需调控上出现一定边际变化。**

去化周期按月有所上升，南宁、温州环比上升较快。截至 12 月末，14 个主要城市的可售面积（库存）环比上月平均上升 2%，同比平均下降 5%；平均去化周期为 47.1 个月（上月为 29.9 个月），环比平均上升 30%，同比平均上升 163%，主要系泉州销量下滑导致去化周期大幅上升。北京、上海、广州、深圳去化周期分别为 13.4 个月、4.1 个月、7.5 个月和 8.2 个月，环比上月分别上升 29%、下降 2%、下降 34%和上升 34%；同比分别上升 51%、下降 2%、上升 41%和上升 28%。**整体而言，主要城市去化周期有所上升，基本面延续了前期小幅下滑的态势。**

上海、成都、南京和深圳新房批售面积累计同比增幅较大，新增供应相对充足。12 月，17 个重点城市单月新房批售建面为 1560.3 万平，同比下降 42.8%，环比上升 13.2%；其中，4 个一线城市单月同比下降 31.2%，环比上升 0.4%，13 个二线城市单月同比下降 45.5%，环比上升 17.4%。1-12 月，17 个重点城市累计新房批售建面为 17182.0 万平，同比下降 10.5%（1-11 月为下降 5.2%）；其中，4 个一线城市累计同比增长 7.6%，13 个二线城市累计同比下降 13.8%。上海、成都、南京和深圳批售建面累计同比增长 35.0%、27.1%、24.1%和 16.8%，新增供应相对充足。（注：因数据可得性，苏州、昆明和贵阳为商品房批准预售建面，其余城市为商品住宅口径）

表 1：截至 2021/12/31 主要城市交易量，各线城市单月同比继续下滑

城市 / 区域	过去7日 平方米	过去7日 环比	过去7日 同比	过去30日 千平方米	过去30日 环比	过去30日 同比	本月至今 千平方米	本月至今 环比	本月至今 同比	本年至今 千平方米	本年至今 同比
北京	229,774	51%	-44%	698	-22%	-36%	730	-22%	-35%	10,063	26%
上海	294,600	-35%	-46%	1,446	11%	-13%	1,505	9%	-12%	16,607	17%
广州	492,787	26%	-11%	1,476	52%	-18%	1,503	52%	-18%	12,362	3%
深圳	96,271	26%	28%	366	-20%	-25%	376	-22%	-26%	4,885	9%
一线城市	**1,113,433**	**4%**	**-30%**	**3,986**	**10%**	**-21%**	**4,114**	**9%**	**-21%**	**43,918**	**14%**
二线城市	**3,016,055**	**12%**	**2%**	**10,820**	**14%**	**-9%**	**11,046**	**13%**	**-10%**	**131,363**	**12%**
三线城市	**2,328,773**	**14%**	**-44%**	**8,672**	**18%**	**-34%**	**8,936**	**17%**	**-34%**	**118,966**	**-7%**
北京	229,774	51%	-44%	698	-22%	-36%	730	-22%	-35%	10,063	26%
青岛	296,586	18%	-41%	1,126	10%	-36%	1,157	7%	-36%	14,967	-5%
东营	48,526	16%	-51%	145	25%	-65%	148	22%	-65%	2,425	-55%
环渤海	**574,886**	**29%**	**-43%**	**1,969**	**-3%**	**-40%**	**2,035**	**-5%**	**-39%**	**27,455**	**-6%**
上海	294,600	-35%	-46%	1,446	11%	-13%	1,505	9%	-12%	16,607	17%
南京	283,950	1%	69%	1,041	39%	-10%	1,092	39%	-10%	12,360	23%
杭州	494,066	59%	558%	1,342	-4%	91%	1,359	-5%	91%	13,149	59%
苏州	210,095	59%	-17%	675	0%	-43%	701	0%	-43%	10,895	-1%
无锡	125,500	123%	11%	306	3%	-26%	306	3%	-26%	5,585	-6%
扬州	46,289	-1%	-43%	162	16%	-57%	164	9%	-57%	2,837	-11%
宿州	14,989	-34%	-63%	85	-45%	-64%	86	-47%	-65%	2,583	-8%
温州	172,360	52%	-81%	505	-56%	-72%	521	-55%	-71%	11,046	-14%
金华	30,612	21%	-45%	105	28%	-56%	105	26%	-57%	2,345	-3%
常州	43,962	755%	-54%	62	67%	-70%	70	88%	-67%	2,105	-24%
淮安	52,231	-21%	-56%	219	17%	-54%	228	21%	-53%	4,442	-6%
连云港	127,136	-31%	-17%	631	53%	-36%	645	52%	-36%	7,835	12%
绍兴	10,242	-80%	-71%	205	6%	29%	208	8%	24%	2,122	-11%
江阴	45,666	71%	-36%	119	-	-59%	119	-	-59%	2,232	-28%
镇江	154,548	9%	-32%	711	18%	8%	751	22%	12%	6,756	4%
淮南	18,498	-35%	-59%	192	152%	9%	195	141%	7%	1,972	54%
芜湖	48,363	-40%	-65%	256	13%	-39%	261	3%	-40%	6,117	118%
盐城	131,989	-	-47%	260	424%	-59%	260	424%	-59%	2,738	-35%
舟山	44,201	-25%	4%	151	106%	34%	154	105%	30%	1,296	-6%
池州	15,086	17%	-45%	66	56%	-17%	67	49%	-19%	896	5%
嘉兴	102,543	26%	-	247	169%	267%	247	130%	138%	1,653	-47%
宁波	75,732	-8%	-48%	281	-27%	-50%	290	-26%	-50%	7,402	-7%
长三角	**2,542,658**	**13%**	**-29%**	**9,065**	**9%**	**-28%**	**9,334**	**8%**	**-28%**	**124,975**	**5%**
广州	492,787	26%	-11%	1,476	52%	-18%	1,503	52%	-18%	12,362	3%
深圳	96,271	26%	28%	366	-20%	-25%	376	-22%	-26%	4,885	9%
福州	84,276	34%	5%	294	-1%	5%	303	0%	7%	4,784	71%
厦门	171,033	219%	6%	287	80%	-17%	287	80%	-17%	3,699	46%
泉州	3,120	221%	-88%	14	-41%	-93%	15	-41%	-93%	922	-69%
莆田	22,290	53%	-72%	82	-37%	-67%	84	-36%	-67%	1,783	-2%
惠州	49,330	81%	10%	137	-3%	-64%	141	-3%	-67%	2,485	-25%
韶关	0	-	-100%	18	-82%	-87%	20	-80%	-86%	1,292	-25%
佛山	309,168	27%	-31%	1,126	58%	-21%	1,160	57%	-21%	11,365	-13%
江门	40,184	80%	45%	102	45%	-38%	104	43%	-38%	1,420	-4%
珠海	83,473	14%	-34%	271	-13%	-46%	271	-13%	-46%	5,859	47%
珠三角及南部其它城市	**1,351,933**	**40%**	**-19%**	**4,173**	**24%**	**-30%**	**4,264**	**23%**	**-31%**	**50,855**	**1%**
济南	303,174	91%	-9%	1,125	45%	57%	1,147	44%	60%	12,262	12%
泰安	28,799	-18%	-51%	135	-8%	-45%	142	-8%	-45%	2,391	-15%
北部	**331,973**	**72%**	**-15%**	**1,260**	**36%**	**31%**	**1,289**	**35%**	**32%**	**14,653**	**7%**
武汉	629,550	-39%	-27%	2,774	57%	-4%	2,840	59%	-4%	24,855	27%
宝鸡	43,934	-49%	-63%	288	44%	-35%	298	42%	-34%	3,600	-1%
赣州	202,338	-31%	28%	850	29%	26%	915	26%	32%	9,022	7%
中部	**875,822**	**-38%**	**-23%**	**3,912**	**49%**	**-2%**	**4,053**	**49%**	**-2%**	**37,478**	**18%**
成都	540,226	65%	34%	2,217	36%	30%	2,217	31%	23%	23,446	9%
南宁	105,040	4%	-45%	477	-57%	-47%	494	-56%	-47%	10,220	-17%
柳州	135,721	44%	-52%	403	-10%	-48%	410	-11%	-49%	5,165	-28%
西部	**780,988**	**50%**	**-11%**	**3,098**	**-3%**	**-8%**	**3,121**	**-5%**	**-11%**	**38,830**	**-5%**
总计	**6,458,260**	**12%**	**-26%**	**23,478**	**15%**	**-22%**	**24,096**	**14%**	**-22%**	**294,246**	**3%**
上升城市数目		**28**	**11**		**27**	**10**		**27**	**10**		**18**
下降城市数目		**14**	**31**		**16**	**34**		**16**	**34**		**26**

数据来源：各地房管局，中达证券研究

表 2：截至 12 月 31 日主要城市新房库存与去化周期情况，整体环比有所上升

城市	可售面积(千平方米)	环比	同比	去化周期(月)	上期	环比	同比
北京	12,093	1%	-3%	17.3	13.4	29%	51%
上海	5,878	9%	-15%	4.1	4.1	-2%	-2%
广州	11,019	0%	16%	7.5	11.4	-34%	41%
深圳	2,992	7%	-4%	8.2	6.1	34%	28%
一线城市		**4%**	**-2%**	**9.3**	**8.8**	**7%**	**30%**
杭州	1,784	-4%	-66%	1.3	1.3	0%	-82%
南京	8,919	2%	19%	8.6	11.7	-27%	32%
苏州	9,332	3%	2%	13.8	13.4	3%	79%
福州	5,950	-2%	-14%	20.2	20.4	-1%	-18%
南宁	9,958	-2%	8%	20.9	9.2	127%	103%
温州	11,840	3%	-2%	23.5	10.1	132%	245%
泉州	6,988	3%	-1%	484.8	277.7	75%	1339%
宁波	4,153	8%	13%	14.8	10.0	48%	125%
莆田	1,925	0%	-17%	23.6	14.8	59%	154%
东营	1,645	-2%	1%	11.3	14.4	-21%	187%
平均		**2%**	**-5%**	**47.1**	**29.9**	**30%**	**163%**

数据来源：各地房管局，中达证券研究

表 3：截至 12 月末主要城市新房批售情况，上海、成都、南京和深圳新增供应相对充裕

	当月批售建面	去年同期	单月同比	上月单月	环比	累计批售建面	去年同期	累计同比
北京	73.7	155.4	-52.6%	77.8	-5.3%	803.5	831.0	-3.3%
上海	57.4	102.6	-44.0%	89.5	-35.9%	765.5	566.9	35.0%
深圳	88.3	90.6	-2.6%	93.4	-5.5%	586.0	501.9	16.8%
广州	124.8	151.3	-17.5%	81.9	52.3%	991.4	1023.1	-3.1%
一线城市	**344.2**	**499.9**	**-31.2%**	**342.7**	**0.4%**	**3146.3**	**2922.8**	**7.6%**
杭州	58.1	63.7	-8.8%	29.0	100.6%	522.9	600.5	-12.9%
南京	150.6	171.2	-12.0%	128.1	17.6%	1199.1	966.3	24.1%
武汉	187.3	322.9	-42.0%	199.3	-6.0%	2309.5	2350.7	-1.8%
厦门	45.8	49.7	-7.8%	31.2	46.6%	276.1	259.9	6.2%
南宁	57.8	163.5	-64.6%	37.4	54.6%	757.0	1328.0	-43.0%
苏州	84.8	246.2	-65.6%	87.1	-2.7%	1057.3	1441.4	-26.6%
成都	287.6	536.5	-46.4%	158.7	81.3%	2090.1	1644.4	27.1%
福州	25.7	67.6	-62.0%	35.6	-28.0%	412.8	597.8	-31.0%
昆明	122.8	169.8	-27.7%	90.2	36.2%	1541.7	1689.0	-8.7%
贵阳	15.8	90.7	-82.6%	19.5	-19.0%	632.3	1099.6	-42.5%
沈阳	22.7	96.0	-76.4%	42.1	-46.2%	932.4	1504.9	-38.0%
长春	41.8	79.0	-47.1%	50.4	-17.1%	748.8	907.8	-17.5%
青岛	115.4	172.8	-33.2%	127.5	-9.4%	1555.9	1890.2	-17.7%
二线城市	**1216.1**	**2229.5**	**-45.5%**	**1036.0**	**17.4%**	**14035.7**	**16280.7**	**-13.8%**
合计	**1560.3**	**2729.4**	**-42.8%**	**1378.7**	**13.2%**	**17182.0**	**19203.5**	**-10.5%**

数据来源：各地房管局，中达证券研究；单位：万平方米

3.2 二手房数据：成交环比有所上升，挂牌价高位稳定

北京、苏州、金华成交面积累计增幅居前。12 月，15 个主要城市的二手房交易量环比上月上升 21%，同比下降 30%。北京和深圳单月同比分别下降 29%和 67%。截至 12 月末，15 城 2020 年累计交易量同比下降 9%（上月为下降 6%）。北京、苏州、金华 2020 年至今分别累计同比上升 16%、12%和 12%，今年以来二手房市场热度较高。

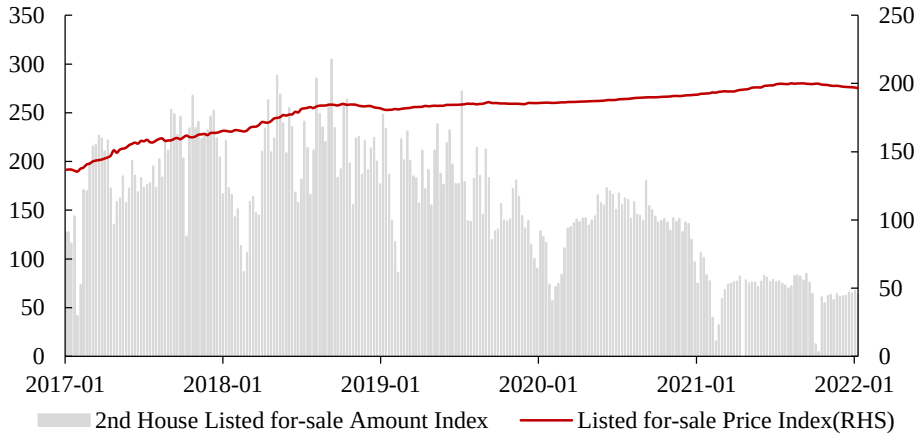
表 4：截至 12 月末主要城市二手房成交量情况，北京、苏州、金华成交面积累计增幅居前

	过去7日			过去30日			本月至今			本年至今	
城市	平方米	环比	同比	千平方米	环比	同比	千平方米	环比	同比	千平方米	同比
北京	387,406	23%	-24%	1,297	20%	-29%	1,342	20%	-29%	17,396	16%
深圳	46,966	13%	-66%	188	2%	-68%	195	0%	-67%	3,445	-57%
杭州	106,558	126%	-41%	237	56%	-62%	242	54%	-62%	4,700	-20%
南京	86,327	-35%	-55%	569	-6%	-38%	593	-5%	-38%	9,083	-10%
成都	265,967	3%	273%	1,102	111%	219%	1,102	107%	213%	4,739	0%
青岛	44,360	-2%	-60%	192	16%	-63%	197	12%	-64%	4,665	-15%
清远	4,177	-78%	-86%	71	-19%	-53%	74	-18%	-53%	1,203	-23%
苏州	64,602	-26%	-28%	378	-28%	-26%	395	-27%	-25%	6,585	12%
厦门	86,858	62%	-19%	274	47%	-33%	285	46%	-33%	3,708	4%
扬州	8,123	-8%	-61%	42	12%	-58%	43	12%	-58%	857	-22%
东莞	28,799	-6%	-49%	127	-5%	-44%	131	-8%	-44%	1,922	-31%
南宁	25,341	-16%	-32%	119	-8%	-41%	125	-5%	-41%	1,620	-38%
佛山	73,770	-31%	-43%	421	14%	-44%	438	15%	-45%	6,541	-2%
金华	67,012	175%	29%	244	73%	-10%	249	70%	-12%	3,003	12%
江门	13,152	4%	-43%	54	13%	-44%	57	14%	-44%	796	-9%
总计	**1,309,419**	**8%**	**-25%**	**5,315**	**22%**	**-29%**	**5,467**	**21%**	**-30%**	**70,264**	**-9%**
上升城市数目		**7**	**2**		**10**	**1**		**10**	**1**		**5**
下降城市数目		**8**	**13**		**5**	**14**		**5**	**14**		**10**

数据来源：各地房管局，中达证券研究

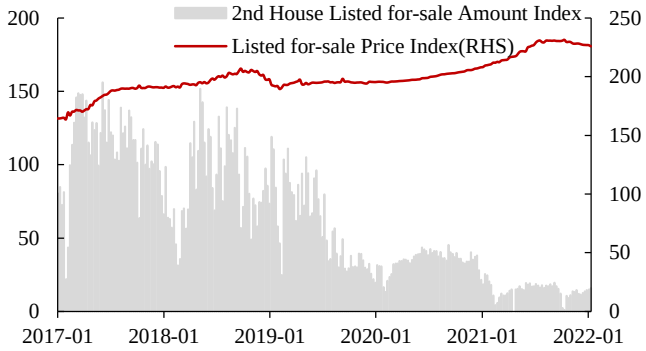
各线城市挂牌出售价环比有所上升，三四线城市二手房挂牌量有所下降。各线城市二手房挂牌出售价指数自 2015 年起持续上涨，但在 2018 年四季度市场遇冷后止涨，2020 年以来普遍有所上升。挂牌出售量方面，一线城市二手房挂牌出售量指数逐步下行，二线城市较为稳定，而三线城市和四线城市挂牌出售量指数近期也出现了一定的下降。不过，**随着过去两年大量成交的新房逐步交付，三四线城市未来或面临一定的供应上升压力。**

图 12：二手房挂牌出售价格指数近期停止上涨



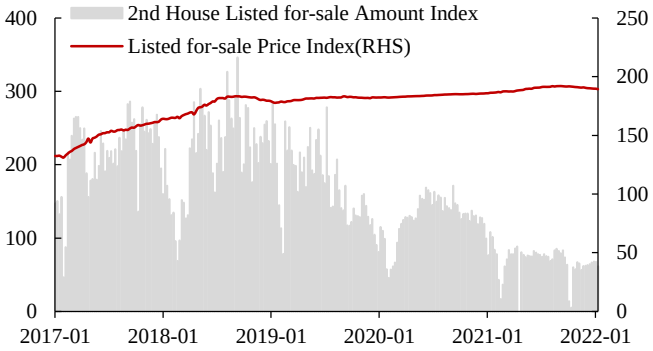
数据来源：Wind, 中达证券研究；注：截至 2022/1/9

图 13：一线城市二手房挂牌出售量指数出现下降，价格指数保持稳定



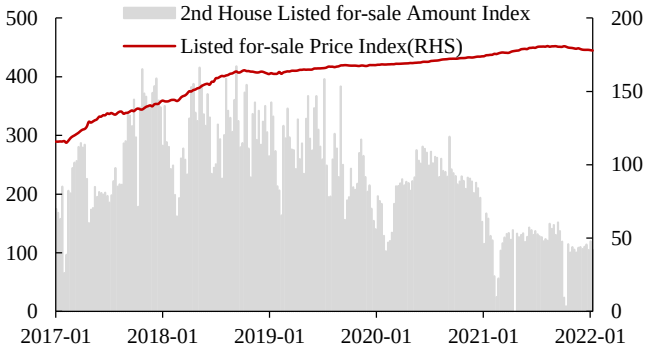
数据来源：Wind, 中达证券研究；注：截至 2022/1/9

图 14：二线城市二手房挂牌量指数缓慢下降，价格指数保持稳定



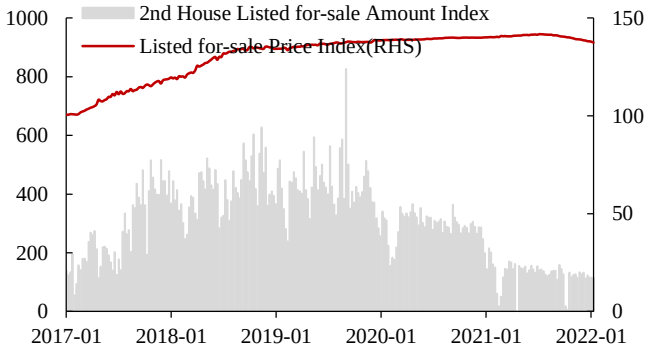
数据来源：Wind, 中达证券研究；注：截至 2022/1/9

图 15：三线城市二手房挂牌出售量指数维持稳定



数据来源：Wind, 中达证券研究；注：截至 2022/1/9

图 16：四线城市二手房挂牌出售量指数小幅下降



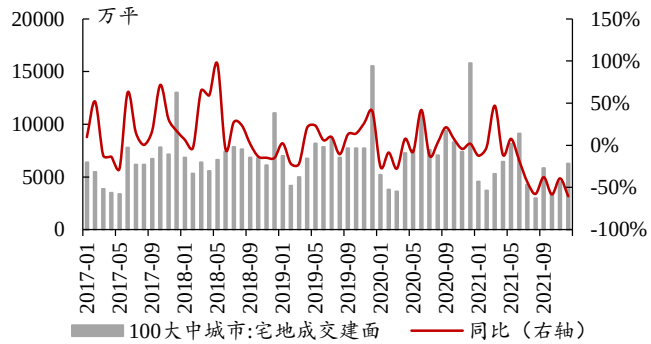
数据来源：Wind, 中达证券研究；注：截至 2022/1/9

4. 土地市场：成交降幅继续扩大，溢价率仍处低位

4.1 住宅类用地成交建面：各线降幅继续扩大

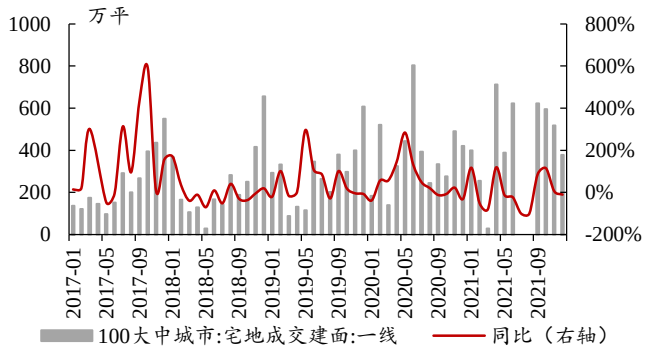
各线城市宅地成交建面继续扩大。12 月，100 个大中城市住宅类用地成交建面同比下降 60.4%，上月为下降 39.2%；分线来看，一线城市单月同比下降 10.1%，二线城市同比下降 43.0%，三线城市同比下降 73.5%。累计成交建面方面，1-12 月 100 个大中城市住宅类用地累计成交建面同比下降 31.3%，上月为下降 25.5%；分线来看，一线城市累计同比下降 1.2%（上月下降 0.3%），二线城市累计同比下降 26.4%（上月下降 23.5%），三线城市累计同比下降 37.9%（上月下降 29.7%）；各线城市住宅用地成交建面累计降幅较上月有所扩大。

图 17：12 月百城住宅用地成交建面同降 60.4%



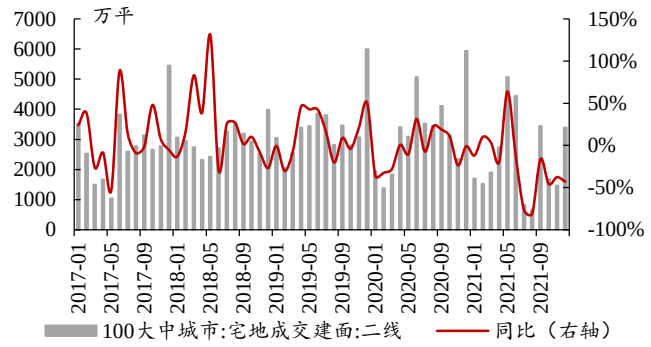
数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为万平方米

图 18：12 月一线城市住宅用地成交建面同降 10.1%



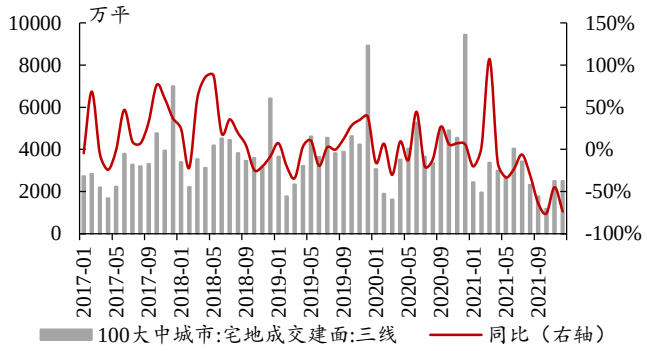
数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为万平方米

图 19：12 月二线城市住宅用地成交建面同降 43.0%



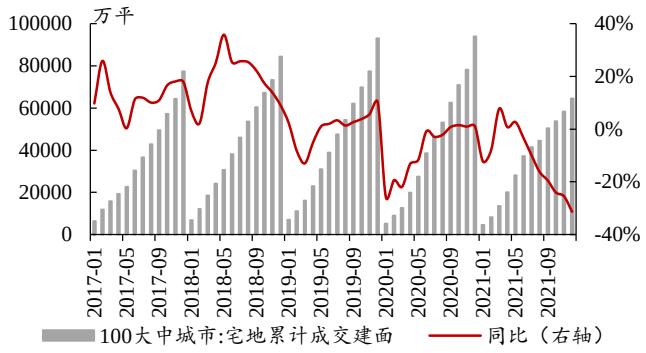
数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为万平方米

图 20：12 月三线城市住宅用地成交建面同降 73.5%



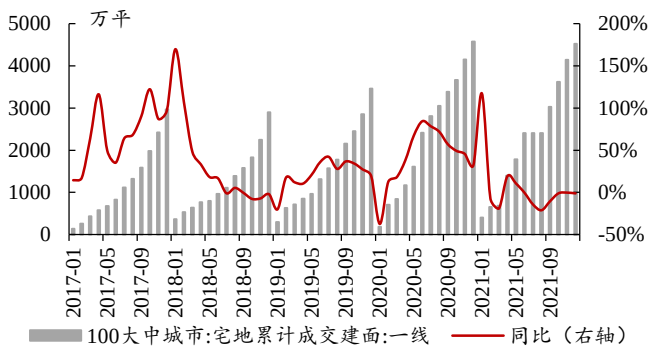
数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为万平方米

图 21：1-12 月百城宅地成交建面同比下降 31.3%



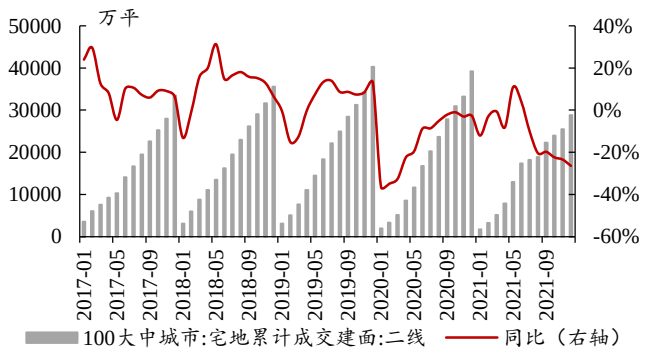
数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为万平方米

图 22：1-12 月一线城市宅地成交建面同比下降 1.2%



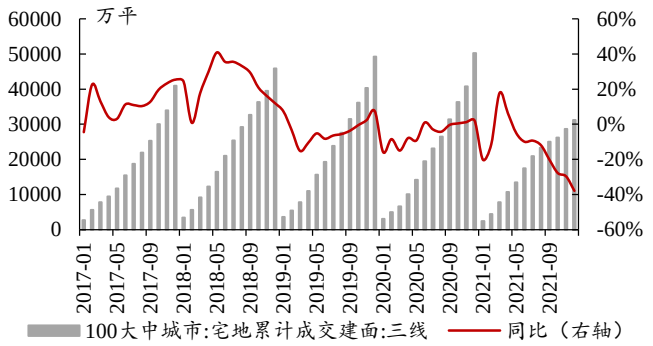
数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为万平方米

图 23：1-12 月二线城市宅地成交建面同比下降 26.4%



数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为万平方米

图 24：1-12 月三线城市宅地成交建面同比下降 37.9%

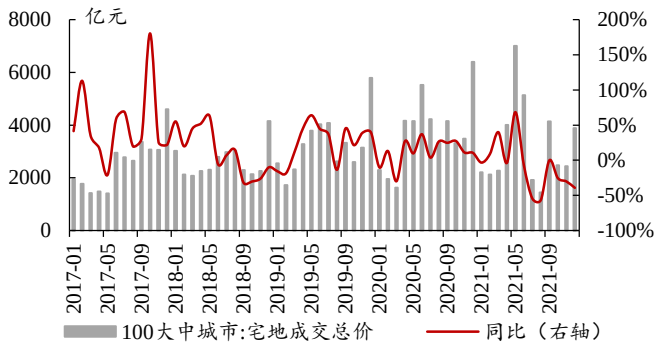


数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为万平方米

4.2 住宅用地成交总价：整体降幅有所扩大

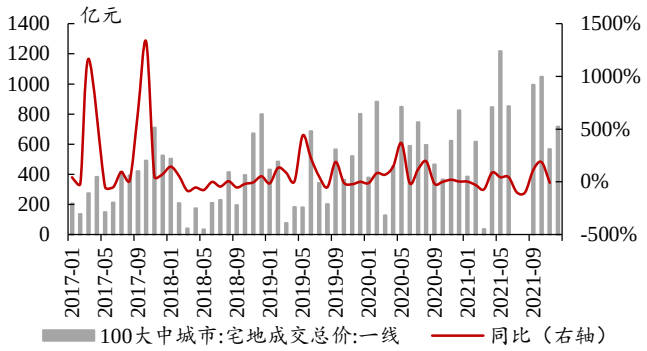
百城住宅用地成交总价累计降幅有所扩大。12 月，100 个大中城市住宅类用地成交总价同比下降 39.2%；分线来看，一线城市单月同比下降 13.1%，二线城市同比下降 11.5%，三线城市同比下降 74.0%。累计成交总价方面，1-12 月 100 个大中城市住宅类用地累计成交总价同比下降 12.5%，上月为下降 8.0%；分线来看，一线城市累计同比增长 5.6%（上月增长 8.1%），二线城市累计同比下降 10.7%（上月下降 10.6%），三线城市累计同比下降 22.1%（上月下降 11.6%）；受前期融资渠道偏紧以及房企对后市预期不明朗影响，近期房企拿地总价仍处于较低水平。

图 25：12 月百城住宅用地成交总价同降 39.2%



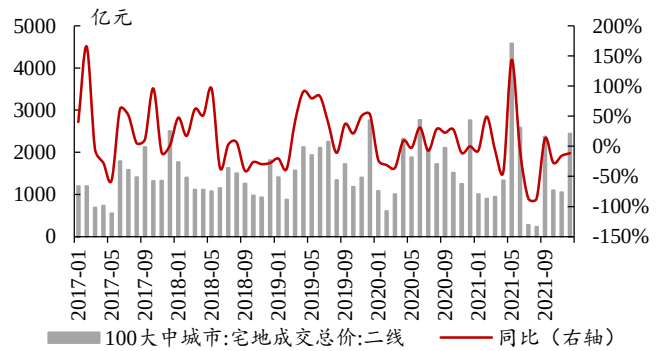
数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为亿元

图 26：12 月一线城市住宅用地成交总价同降 13.1%



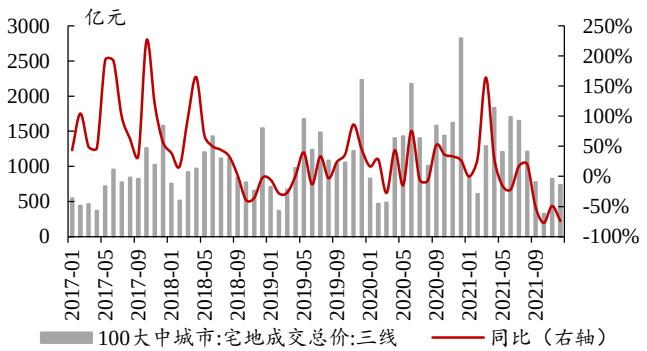
数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为亿元

图 27：12 月二线城市住宅用地成交总价同降 11.5%



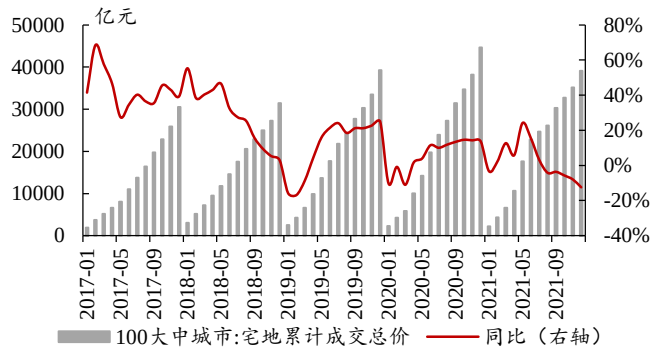
数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为亿元

图 28：12 月三线城市住宅用地成交总价同降 74.0%



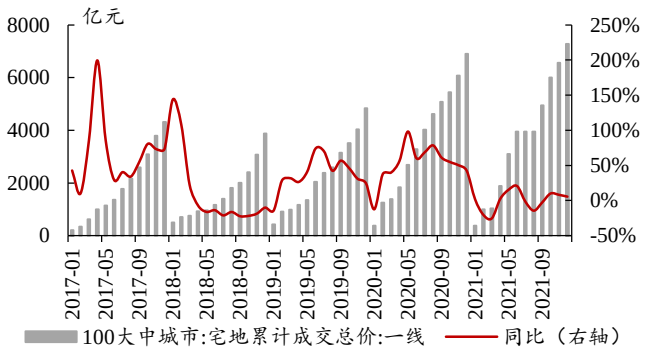
数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为亿元

图 29：1-12 月百城宅地成交总价同比下降 12.5%



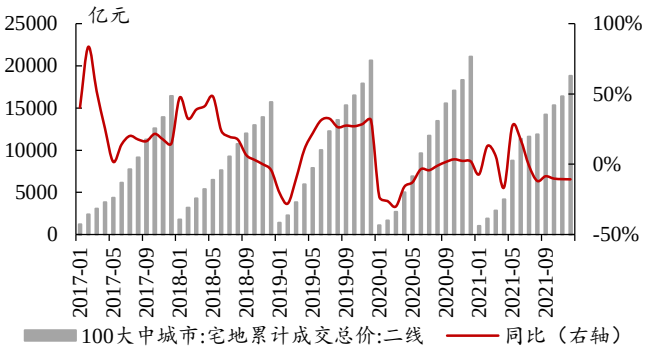
数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为亿元

图 30：1-12 月一线城市宅地成交总价同比增长 5.6%



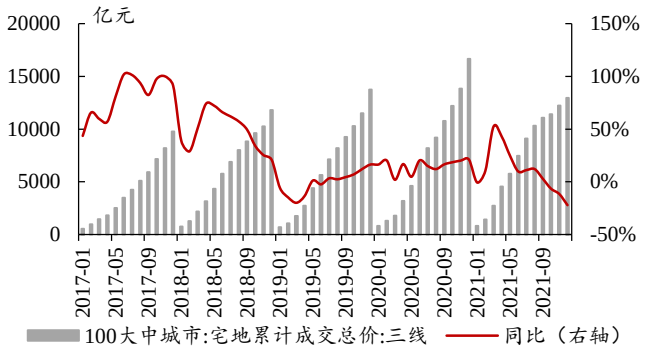
数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为亿元

图 31：1-12 月二线城市宅地成交总价同比下降 10.7%



数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为亿元

图 32：1-12 月三线城市宅地成交总价同比下降 22.1%

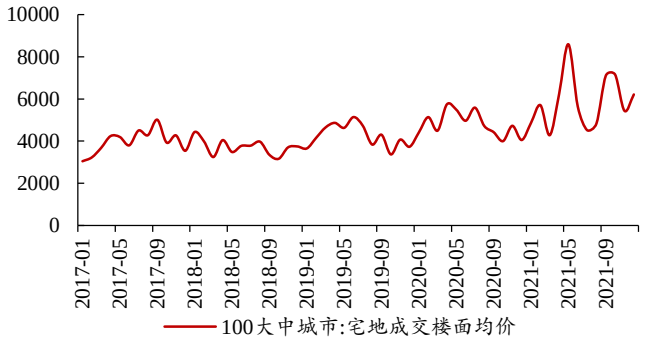


数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为亿元

4.3 成交楼面均价有所回升，溢价率保持低位

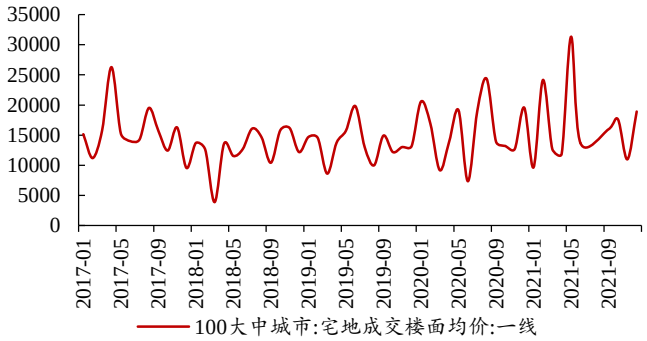
住宅类用地成交楼面均价环比有所回升，百城成交溢价率保持低位。100 个大中城市住宅类用地成交楼面均价在 2021 年出现上升态势，下半年出现明显回落，12 月环比有所回升，主要系一线城市宅地成交均价环比上升；三线城市 2021 年上半年成交楼面均价升势明显，但下半年已出现明显回落。溢价率方面，经历了首轮集中供地的亢奋后，各线城市住宅用地成交溢价率开始回落，二线城市及三线城市近期降幅较为明显，12 月成交溢价率环比基本持平。

图 33：12 月百城宅地成交楼面均价环比有所上升



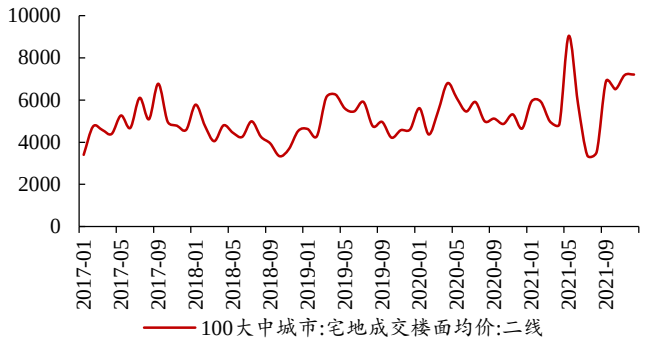
数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为元/平方米

图 34：12 月一线城市宅地成交楼面均价环比有所上升



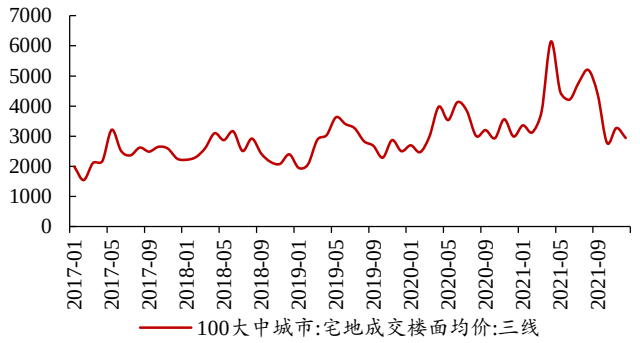
数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为元/平方米

图 35：12 月二线城市宅地成交楼面均价环比基本持平



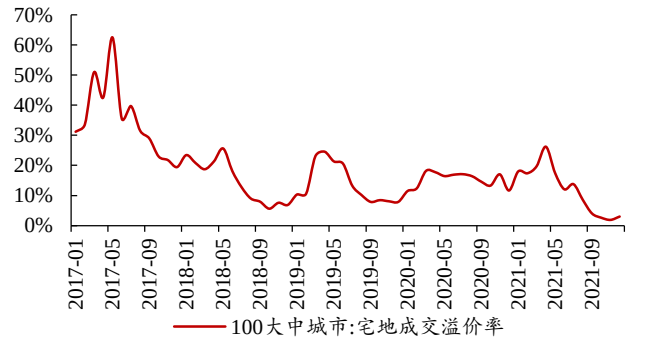
数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为元/平方米

图 36：12 月三线城市宅地成交楼面均价环比小幅下降



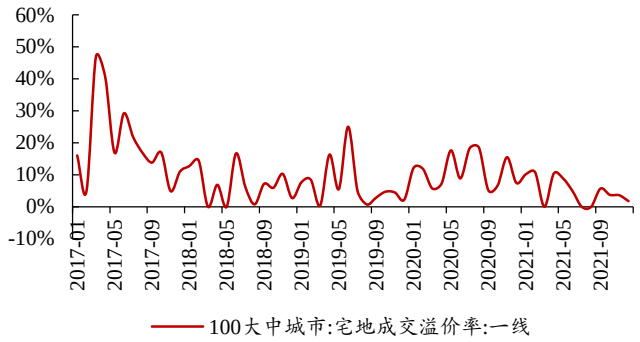
数据来源：Wind，中达证券研究；注：单位为元/平方米

图 37：12 月百城宅地成交溢价率环比小幅上升



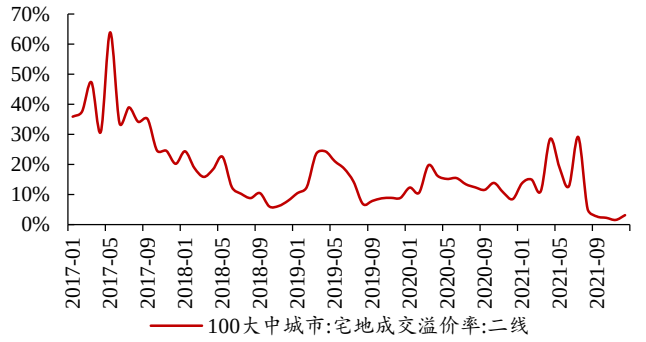
数据来源：Wind，中达证券研究

图 38：12 月一线城市宅地成交溢价率环比小幅下降



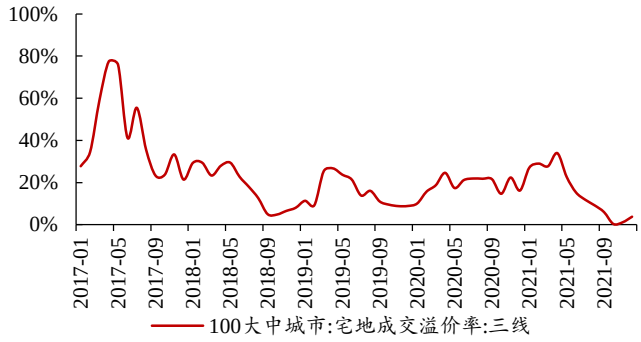
数据来源：Wind，中达证券研究

图 39：12 月二线城市宅地成交溢价率环比小幅上升



数据来源：Wind，中达证券研究

图 40：12 月三线城市宅地成交溢价率环比有所上升降

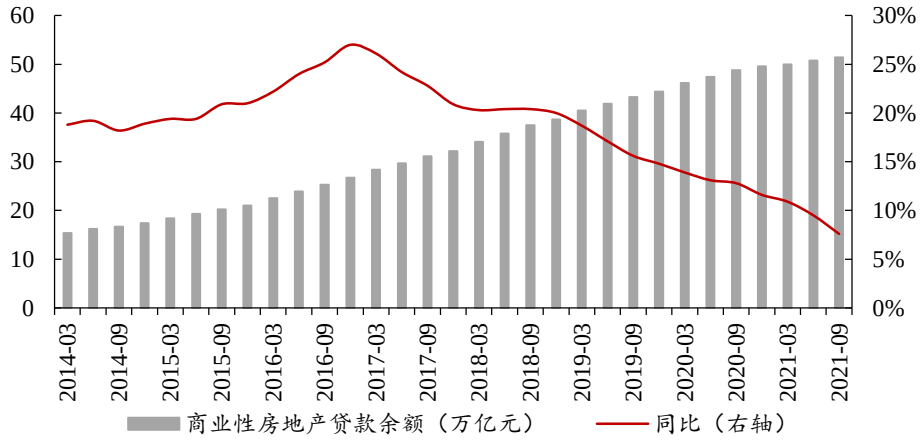


数据来源：Wind，中达证券研究

5.融资：境内债券发行环比有所上升

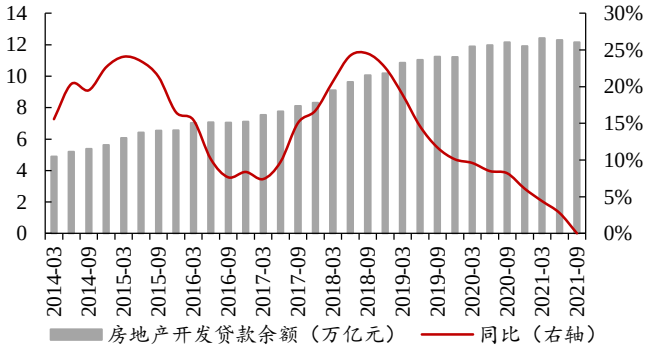
融资端现初步改善，整体恢复仍需时间。2020 年初新冠疫情后，央行对经济的流动性支持明显加大，宏观流动性整体充裕。在此背景下，房企融资规模也出现明显上升。2020 年 8 月以来，融资方面的监管逐步加强，尤其是有关有息负债总量增速的监管政策，对于未来房企融资将造成明显影响。目前顶层对于行业定调趋于积极，但信贷资源的改善仍集中在部分头部房企，行业整体的改善尚需时日。**部分房企可能难以支撑至融资明细改善的时点。**

图 41：商业性房地产贷款余额增速持续下滑，前三季度累计同比增长 7.6%



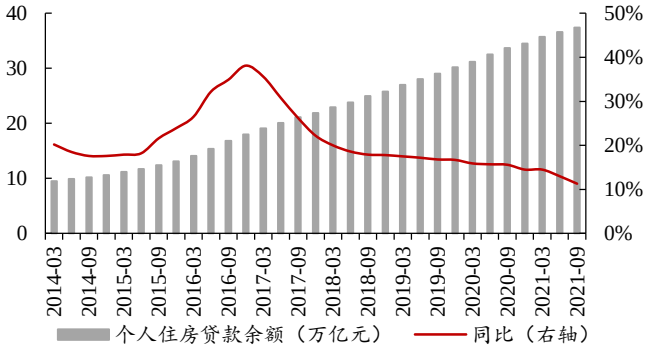
数据来源：中国人民银行，中达证券研究；注：季度数据

图 42：开发贷余额增速自 2018 年下半年起持续下降



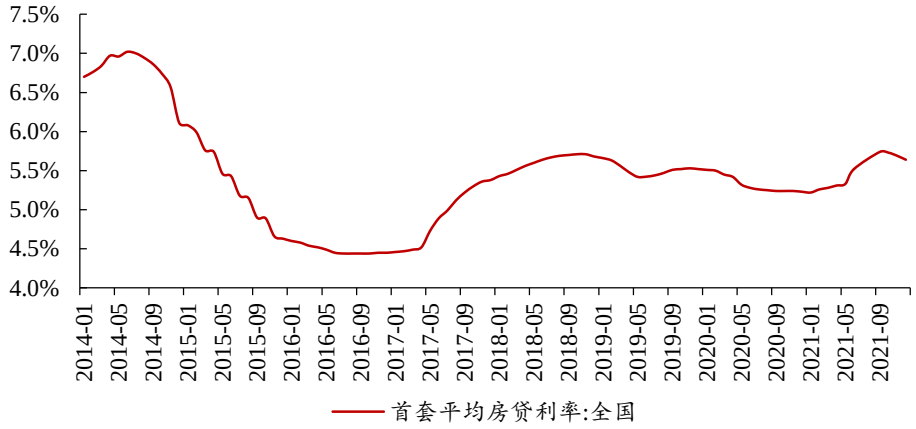
数据来源：中国人民银行，中达证券研究；注：季度数据

图 43：个人住房贷款余额增速近期小幅下降



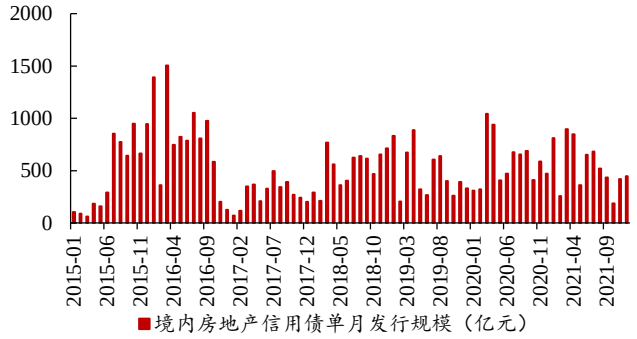
数据来源：中国人民银行，中达证券研究；注：季度数据

图 44：全国首套平均房贷利率近期开始小幅下降



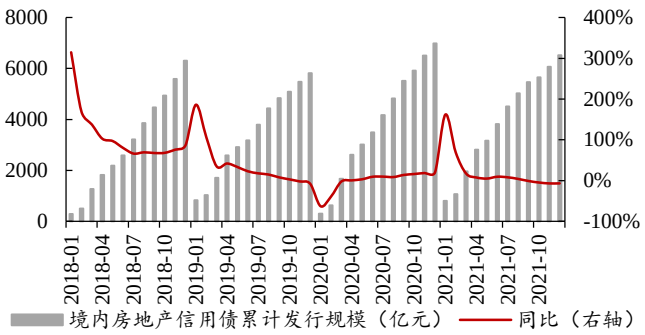
数据来源：融 360，贝壳研究院，中达证券研究

图 45：境内房地产信用债发行规模环比有所上升



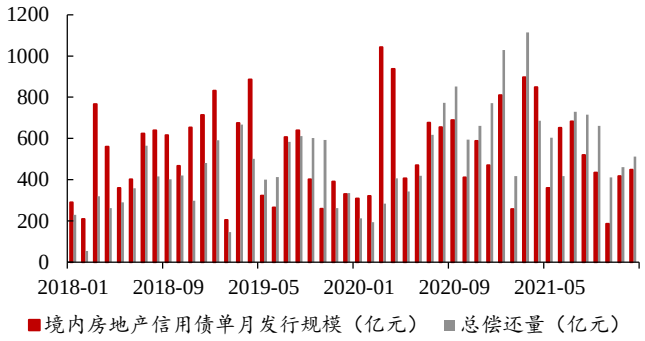
数据来源：Wind，中达证券研究

图 46：境内房地产信用债发行规模降幅有所收窄



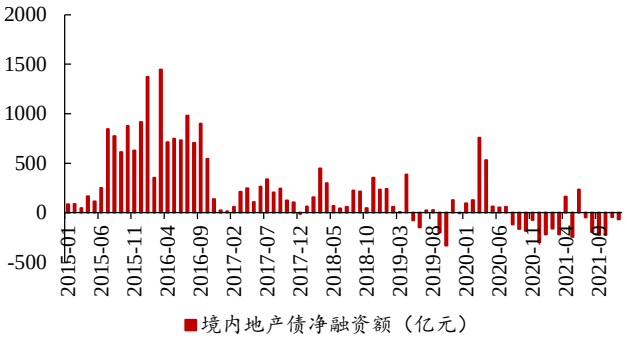
数据来源：Wind，中达证券研究

图 47：境内房地产信用债单月发行与偿还规模对比



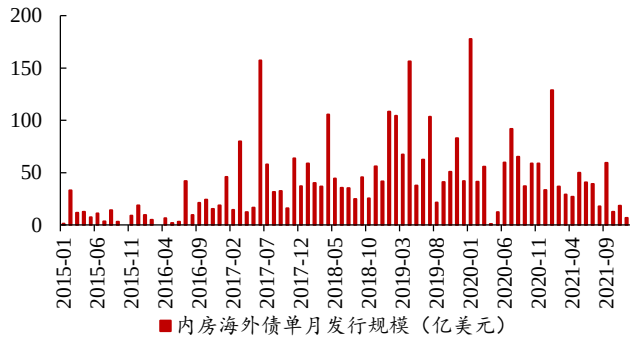
数据来源：Wind，中达证券研究

图 48：12 月境内房地产信用债呈净偿还状态



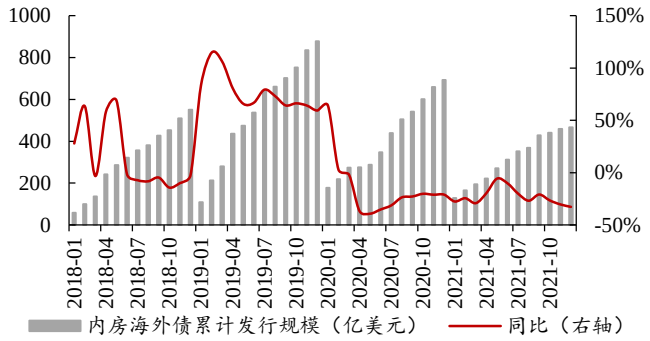
数据来源：Wind，中达证券研究

图 49：内房海外债券发行规模环比明显下降



数据来源：Wind，中达证券研究

图 50：内房海外债券发行规模降幅有所扩大



数据来源：Wind，中达证券研究

6. 重点政策回顾：顶层密集发声，融资逐步融冰

主管部门表态积极，境内融资逐步重启。12 月以来，央行、银保监会等主管部门积极发声，房企境内融资出现一定恢复，如央行和银保监会联合出台《通知》，主要围绕六方面内容展开：稳妥有序开展并购贷款业务、加大债券融资支持力度、积极提供并购融资顾问服务、提高并购服务效率、做好风险管理，以及建立报告制度和宣传机制等。目前来看，房地产行业政策面已逐步见底；考虑到体系客观实际，更具体政策预计会在各相关方更多铺垫后逐步施行。**我们认为，行业政策底已逐步探明，不宜低估顶层对于经济发展和稳增长的决心，房地产行业基本面也将逐步复苏。**

表 5：近期重点政策梳理，顶层密集发声，融资逐步融冰

日期	地区/部门	简述
2021-12-13	证监会	表示要稳妥化解债券违约风险，对“伪私募”、“伪金交所”等风险深入开展整治，并需正确认识和把握资本的特性和行为规律。
2021-12-14	湖南	发布《湖南省推进新建商品房"交房即交证"改革实施方案》提出，进一步加强不动产登记综合受理窗口和工程建设审批综合服务窗口建设，实现交房即交证工作与工程建设项目审批有关事项有机结合。
2021-12-14	央行	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳妥实施好房地产金融审慎管理制度，加快完善住房租赁金融政策体系，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2021-12-14	银保监会	强调要稳妥处置大型实体企业债务风险，持之以恒防范化解金融风险。继续按照稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹的方针，积极防控重点领域风险。
2021-12-14	财政部	财政部长就房地产税表示，房地产税立法工作需要循序渐进、稳妥推进；试点地区的确定方面，国务院按照积极稳妥的原则，统筹考虑深化试点与统一立法、促进房地产市场平稳健康发展等情况确定试点地区，报全国人大常委会备案。

2021-12-16	央行	央行行长在金融机构货币信贷形势分析座谈会中强调，金融部门要加大跨周期调节力度，统筹考虑今明两年衔接，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。
2021-12-16	财政部	财政部副部长表示，下一步，财政部将会同有关部门健全依法从严遏制新增隐性债务、稳妥化解存量隐性债务的体制机制，有效防范化解重大风险，坚决不留后患，牢牢守住不发生系统性风险的底线。
2021-12-20	央行、银保监会	联合出台《通知》，主要围绕六方面内容展开：稳妥有序开展并购贷款业务、加大债券融资支持力度、积极提供并购融资顾问服务、提高并购服务效率、做好风险管理，以及建立报告制度和宣传机制。
2021-12-20	广东	印发《广东省新型城镇化规划（2021-2035 年）》，其中提出到 2035 年，广东将基本实现新型城镇化，全省常住人口城镇化率达到 82%，城镇常住人口 11000 万人。城镇化发展方式全面转型、发展质量全面提升。
2021-12-20	黑龙江	召开全省房地产业经济运行调度会议部署年底前房地产业增长工作，强调要因城施策，进一步加大工作力度，跳起摸高，确保今年工作收好尾，明年工作起好步。
2021-12-22	吉林	发改委鼓励和引导各市县开展购房补贴和贷款贴息工作，支持农民进城购房；长春市落实好重点高校毕业生安家费以及国家级领军人才购房补贴政策，提高进城农民购房补贴标准。
2021-12-22	湖州	住建局等三部门发布关于进一步加强商品房预售资金监管工作的通知，旨在进一步加强湖州市商品房预售资金监管，保护资金安全，防范化解房地产风险，保障购房者合法权益，维护房地产市场秩序。
2021-12-22	北京	进一步压缩公积金贷款审批时限。资料齐全的申请，由公积金中心负责的初审、复审和面签 3 个审核环节应在 3 个工作日内完成。
2021-12-26	央行	召开 2021 年第四季度例会，表示要护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环。
2021-12-27	广西	发布《关于进一步加强公租房和保障性租赁住房工作完善住房保障体系的实施意见》，其中表示“十四五”期间，南宁市新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例力争达到 30%以上
2021-12-27	江西	发布《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》，提出支持商业保险资金按照市场化原则参与保障性租赁住房建设。鼓励保障性租赁住房项目申报基础设施领域不动产投资信托基金和房地产投资信托基金(REITs)试点。
2021-12-27	住建部	部长王蒙徽表示坚决有力处置个别头部房企项目逾期交付风险。下一步将牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不将房地产作为短期刺激经济的工具和手段，加强预期引导，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2021-12-27	央行	召开 2022 年中国人民银行工作会议，部署 2022 年工作，提到要稳妥实施好房地产金融审慎管理制度，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产业良性循环和健康发展。
2021-12-28	四川	住建厅发布《关于加强超高层建筑规划建设管理的通知》，明确要严格控制新建建筑高度，城区常住人口 300 万以下城市不得新建 250 米以上超高层建筑，严格限制新建 150 米以上超高层建筑。
2021-12-29	天津	为进一步规范个人所得税征管，公平税负，更好地发挥税收调节作用，对相关规范性文件进行清理。故税务局决定自 2022 年 1 月 1 日起废止《关于个人支付住房公积金贷款利息免征个人所得税有关问题的通知》。
2021-12-30	宁波	按照国家生育政策生育二孩或三孩的家庭，连续缴存住房公积金满 2 年，首次申请公积金贷款购买首套自住住房的，最高贷款额度由 60 万元/户提高至 80 万元/户。

2021-12-30	央行	上海总部 2022 年工作会议提出要深入推进金融服务长三角一体化，扎实做好各项工作：1）服务实体经济平稳健康发展。2）深入推进高水平金融改革开放。3）扎实做好地方金融风险防控。4）继续优化金融服务管理，稳妥有序推进数字人民币试点。
2021-12-31	发改委	1.发布关于加快推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知。提出全国基础设施 REITs 试点项目库要坚持统计监测和协调服务的功能定位，做到项目“愿入尽入、应入尽入”，不得以任何理由拒绝项目入库。 2.开展 2022 年度企业债风险排查，加强优质企业债券申报。
2022-01-01	济南	发布《通知》指出，对异地住房公积金贷款（在其他城市缴存公积金，在济南购房申请住房公积金贷款）的，在审批贷款资料时，取消户籍限制，自 2022 年 1 月 1 日起执行。
2022-01-04	国资委	印发《关于加强中央企业融资担保管理工作的通知》，明确对企业新开展违规融资担保行为进行严肃追责，要求企业对存量违规融资担保业务限期整改，力争两年内整改 50%，原则上三年内全部完成整改。
2022-01-04	上海	央行上海总部要求各银行业金融机构货币信贷工作要坚持稳字当头。继续稳妥实施房地产金融审慎管理，加强预期引导，各商业银行要进一步优化信贷结构。
2022-01-04	马鞍山	发布《关于落实高层次人才住房公积金贷款支持政策的通知》：高层次人才住房公积金连续缴存 6 个月以上（含 6 个月），在马鞍山行政区域内首次购买普通商品住房（含二手房）时，可申请住房公积金贷款，最高可贷 60 万元。
2022-01-05	合肥	发布《合肥市“十四五”住房发展规划》，提出规划期内，全市新建商品住宅供应 58 万套，其中合肥市区 28 万套、四县一市 30 万套；筹集保障性租赁住房 15 万套/间；新开工建设棚户区改造工程 8.28 万套。
2022-01-05	南平	南平市住建局等五部门发布《通知》提出，适当调整商品房预售资金的监管办法，对信用评级为 AAA 的房地产开发企业或控股公司（母公司）可凭银行担保函，抵顶不高于担保函额度的预售监管资金，抵顶额度不高于重点监管资金的 50%。促销售、松信贷，降低房企重点监管资金沉淀压力。
2022-01-06	北京	市长陈吉宁于会议中称，坚持房住不炒，保持房地产调控政策连续性稳定性，做好住房供地保障，筹集建设保障性租赁住房 15 万套，竣工各类保障房 8 万套。
2022-01-06	青岛	发布《通知》表示对于烟台、威海、潍坊、日照范围内住房公积金缴存职工，在青岛市购房申请异地贷款或作为配偶参与申贷的，贷款最高次数由一次调整为两次。
2022-01-06	河南	政府工作报告指出坚持“房住不炒”，加快发展长租房市场，筹集保障性租赁住房 7 万套，建成交付棚改安置房 20 万套。
2022-01-06	国务院	1）提出进一步提高土地要素配置效率，支持探索土地管理制度改革。2）深化户籍制度改革，加快畅通劳动力和人才社会性流动渠道。支持具备条件的试点地区在城市群或都市圈内开展户籍准入年限同城化累计互认、居住证互通互认。
2022-01-06	发改委	党组书记、主任何立峰日前撰文指出，要配合做好金融安全、房地产调控等工作，防止各类风险跨地区跨领域跨市场传导，坚决守住不发生系统性风险的底线。
2022-01-07	福州	市房管局披露，“十四五”期间，福州将建设保障性租赁住房 15 万套（间）以上，其中，2022 年将完成 3 万套（间）、2023 年 2 万套（间）。
2022-01-07	湖南	住建厅发布《湖南省商品房交易风险提示》，其中针对预售资金监管等方面提出 11 项商品房交易风险提示，进一步规范房地产市场秩序。
2022-01-07	深交所	发布《行业信息披露》，提出考虑到已规定上市公司担保额度预计的相关要求，删去房地产业务部分关于担保额度预计的特别规定。
2022-01-11	住建部	负责人潘伟表示，加大金融、土地、公共服务等政策支持力度，扩大保障性租赁住房供给。“十四五”期间，40 个重点城市初步计划新增 650 万套（间）。

2022-01-11	北京	住建委等四部门《关于印发〈北京市共有产权住房管理暂行办法〉的通知提到，各区人民政府确定一家代表政府集中持有本区共有产权住房政府产权份额的保障性住房专业运营管理企业，共有产权住房政府产权份额单独核算管理。
2022-01-12	福州	引导多方主体投资，支持申请保障房公募 REITs 产品试点。特别是鼓励市场主体在现代物流城、福州大学城等区域以及工业（产业）园区、轨道交通站点附近、商业商务聚集区等区域，充分利用存量土地和房屋建设保障性租赁住房。

数据来源：政府网站，新华网，人民网，中达证券研究

7. 投资建议

基本面底部逐步接近，维持“强于大市”评级。12 月的政治局会议和中央经济工作会议进一步明确了顶层促进行业良性循环的方向，行业政策底已逐步探明。不过，由于更多具体政策尚未出台，市场对行业基本面和政策导向仍有担心。我们认为，不应低估顶层对于稳增长和促进房地产良性循环的决心，行业基本面底部预计在政策面修复后逐步探明。维持“强于大市”评级。

8. 风险提示

1）楼市调控政策或出现一定变动，进而影响上市公司经营；

2）受内外部环境影响，行业流动性水平或出现一定波动；

3）上市公司经营业绩或存在一定不确定性。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：
（1）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
（2）该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
（3）该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
（4）标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
（5）该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
（6）该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。
1）股票评级：
买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间；
持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间；
卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。
2）行业评级：
强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值和来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。

过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。