

强于大市

房地产行业 2024 年 12 月月报

12月楼市收官同环比均正增长；全年新房成交同比下降，二手房成交同比持续增长

核心观点

- 低密度、刚需房企加大推盘和营销力度，促进产销两旺**。12月新房成交面积同比增幅最大，**新房成交面积环比已连续增长3个月**；至12月，40城新房成交面积环比+22.5%，同比+28.9%，同比涨幅较上月提升了1.3ppt，主要得益于**11月基数较低**，**20年房企加大推盘力度和营销力度，新房供应增加**。根据克而瑞，截至30个重点城市12月新增供应占比+10%**，3季度利好兑现。**
- 从各线城市来看，一线城市12月新房成交面积同比大幅扩大，三、四线城市：1）一线城市：**12月新房成交面积环比+60%，同比+348%，同比涨幅较上月提升了98.1pt，主要是受11月基数影响所致。**2）二线城市：**12月新房成交面积环比+27.7%，同比+27.7%，同比涨幅较上月提升了1.3ppt，主要是受11月基数影响所致。**3）三四线城市：**12月新房成交面积环比+10.1%，同比+30.8%，同比+27.7%，同比涨幅较上月提升了1.1ppt。苏州、武汉等核心城市表现突出，成交面积环比均大幅增长，其中武汉同比+14.3%，杭州+68%，太原同比+79.1%，成都+62%，宁波同比+55%，杭州+57%，徐州、青岛、济南等城市环比均有增长，但低于二三线。成都、广州、南京等城市环比下降，环比改善能力有待提升，而烟台和南通环比有所下滑。部分城市成交量与去年同期相比有较大差距，市场呈现分化态势。
- 2021年全年新房成交规模下降一成，一线城市市场销售修复，三、四线城市：2021年全年40城新房成交面积同比-19.9%，24个城市市场呈现“前低后高”趋势，尤其是去年四季度以来，新房市场连续3个月销量回升，同比增速转正，全年一、三四线城市新房成交面积同比分别下降12.5%、21.9%、23.8%，一线城市整体销量下降较明显且有所收敛，三四线城市2021年轮动复苏的态势最为突出，而二线楼市由于前期政策宽松时间过早，24年政策收紧空间明显受限，叠加疫情影响也有不小收缩，因此同比降幅明显大于一线城市。三四线城市普遍靠基本面驱动，且政策上继续具备有再次释放潜力，24年市场持续回暖，同比仍有较大增长空间。**
- 从具体城市来看，多座城市2021年新房成交面积同比下降。**1）一线城市中，仅深圳全年新房成交量同比+6.7%，广州同比增长5%，上海、北京新房成交面积同比分别为-19%、-22%。2）所有我们跟踪的二线城市新房成交规模均有所下降。武汉、福州环比企稳下降，南宁、杭州、青岛同比降幅超过三成。3）三四线城市中，舟山、江门两个城市新房成交额同比正增长，均位于长三角、大湾区核心城市群。其余三四线城市市场继续下行，需求透支严重，成交依然处于低位震荡。
- 【二手房市场】**

【二手房成交】

- 12月二手房成交环比环比修正率下降,同比涨幅进一步扩大。12月18城二手房成交面积环比+23.2%,同比+76.0%,同比涨幅上月提升了52.5pct,同比涨幅已经连续7个月保持正增长。在9月末一系列数据回落之后,12月二手房市场高潮迭起,二手房成交环比同比保持正增长,同比涨幅进一步扩大,尤其是12月从各城市能找到的二手房成交数据环比修正率进一步巩固了此前的好行情。
- 从城市层面来看,一线城市二手房成交同比增速普遍高于二、三四线城市。12月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为22.2%、23.4%、23.9%,同比分别为99.1%、85.6%、12.1%。一线城市环比同比增幅分别上月扩大了36.8、74.8pct,三四线城市环比上月由负转正,同比增速上月提升了19.0pct。一线城市北京二手房成交同比增幅,同比分别增长73%和212%,二线城市中,南宁、佛山等苏州领涨,同比增幅分别为272%、103%和69%。
- 全年二手房成交规模同比增长10%,成交表现明显好于新房,其中一线城市二手房成交规模超四成,三四线城市同比下降。24年18城二手房成交面积同比+95%,一、二、三四线城市同比增幅分别为238%、97%、146%。从月度来看,新房、二手房成交体系走出出行分化行情,10|12月节奏回升。整体来看,高线城市与低线城市分化显著。除深圳一二线城市外,其余城市均有不同程度的回落,二手房成交面积环比+23%,同比+76%,同比+12%,深圳同比+12%、深圳同比+12%、南宁同比+22%、杭州同比+20%、青岛同比+13%。
- 24年12月因楼市政策刺激,重点城市整体好于其他城市,新房、二手房成交表现均出现了一定程度的反弹,预期后市,我们认为,至12月受政策刺激影响,成交环比有所回升,但整体二手房成交表现偏弱,高线城市有企稳迹象,以及三四线城市、二线城市同比开始走出正增长。我们认为,25年整体而言高线城市成交规模预计将继续维持下行,二手房成交大概率出现正增长,部分高线城市房客,同比涨幅显著,受政策影响,可看出“前高后低”的走势。

【新房库存与去化】

- 库存与去化：库存规模与去化周期环比下降。**截至 24 年 4 月，我们跟踪的 12 城商品房库存面积环比-1.3%，同比-16%；整体去化周期为 143 个月，环比-4.5 个月，库存与去化：库存规模与去化周期环比下降。分城市来看，库存环比下降的城市为 49%，占比 0.7%，同比增速分别为 103%、-87%、-18%；去化周期环比为 149、117、44.5 个月，环比分别下降 13、16、103.3 个月，同比分别下降 7、35、29 个月。具体来看，我们跟踪的所有城市中**仅上海、杭州去化周期在 12 个月以内**。
- 新房项目开工开盘去化率持续 40%。**根据克而瑞，24 月房企新盘去化率环比提升，26 个重点城市 12 月首开和加推共计 311 次，环比+20%；重点城市 12 月首开去化率为 40%，环比+1 个百分点，1-12 月平均去化率为 39%，环比+1 个百分点。分城市来看，12 月首开去化率环比提升的城市有 14 个，环比提升的城市占比持续在 6 成以上，其中，**厦门等房企项目偏向于“以价促开”**，仅北京房企偏向于加推改善节奏。开盘去化率加推共统计的城市有两大类：1）短期内有热点城市的上海、北京、杭州、2）武汉、天津、重庆、嘉兴、无锡、常州、珠海等二三线城市，经历了前期深度调整，市场有弱复苏趋势。此外，西安、苏州、青岛、济南、佛山等 12 月供给持续下降，去化率不升反降，市场持续低迷。

【土地市场】

- 12月全国土地成交规模环比大幅增长,虽然整体溢价率回落,但一线城市地价仍出现高溢价走量的情况。12月全国成交土地面积环比+98%,环比+8%;楼面均价环比+7%,环比+2%。从溢价率来看,全国土地成交溢价率环比+1.1%,溢价率+3%的城市溢价率连续两个月超过10%,12月住宅类土地溢价率达131%,环比+17%,环比+9pt,住宅用地楼面均价环比+209%。其他城市方面,杭州州土价环比涨幅较大,经过7月地拍高潮,最终楼面成交溢价和成交均价达18亿元/亩,成交楼面价+37.7元/平,溢价率+76.3%,为全年杭州溢价率最高的一幅宅地。成都、合肥等城市12月也有高溢价地块成交。
- 从全年累计来看,24年全年全国土地成交未达到13年值水平的一半,一方面土地市场成交低迷,另一方面,行业去化承压的重要一环,土地供应缩量也下降。24年全国成交土地面积281.1亿㎡,同比-7%,成交均价36.7亿元/亩,同比-16%;楼面均价1276元/㎡,同比-10%;平均溢价率38%,同比+0.4pt。一、三线城市土地成交面积同比增幅分别为-24%、-10%、7%,成交总价同比增幅分别为-27%、25%、-12%;楼面均价同比增速分别为-3%、-17%、-3%;平均土地溢价率分别为69%、35%、31%。一线城市同比提升11个百分点,二、三线城市同比分别下降0.8、0.3个百分点。

- 房企销售：百强房企 12 月单月全口径销售同比由负转正，全年销售同比下降三成。**百强房企 12 月单月权益口径销售金额环比+24.7%，同比+1.7%（前值：-2.3%），同比由负转正。其中权益口径销售面积环比+20.8%，同比+6.9%；权益口径销售套数环比+20.8%，同比+10.1%。从城市来看，一线城市销售金额占比 26.3%，同比增长 1.1%；二线城市销售金额占比 46.6%，同比增长 0.8%；三四线城市销售金额占比 27.1%，同比增长 3.9%；其他线城市销售金额占比 1.0%，同比增长 1.3%。**百强房企 12 月单月全口径销售额 419.1 亿元，同比减少 30.3%；权益销售额 310.8 万亿元，同比减少 27.4%；销售面积同比增长 73.6%，同比增长 2.9pt，TOP20 房企全年全口径销售额同比增长为正的有：**中建壹建（+3.6%）、保利发展（+0.7%）、龙湖（+0.3%）。**24 城全口径销售金额规模超过上亿的房屋企业 111 家**（恒发集团、中海、万科、招商、金地、融创、宝龙、越秀、越秀、华发、龙光），较 23 年减少 5 家，回到了 16 年的水平。从企业类型来看，24 年百强房企权益销售金额，民企占比 36.1%，同比 -7.4pt，央企占比 45.3%，同比 +6.6pt，地方国企占比 18.6%，同比 +0.5pt。

□

- [illegible]

■

- 外债发行利率 2.81%，同比-0.93pp，环比+0.08pp。具体来看，12月到期债务：珠江实业、苏高新发行国内债利率增幅较大，分别为 85.0、27.6 个百分点。从累计看，24年行业内外债发行利率规模 5653 亿元，同比+18%，平均发行利率 2.95%，同比+0.72pp。具体来看，24年保利发展、苏高新、招商蛇口发行国内债利率增幅较大，分别为 339、221、157 个基点。从到期规模来看，25年国内外债到期规模分别为 7746 亿元（国内债 5591 亿元，海外债 2154 亿元），到期规模略大于 24 年（7703 亿元）。25 年 3、6 月到期小规模，到期规模分别为 981、934、937 亿元。

【政策】

- 2024 年是行业政策定调的关键之年。全年在多次重要会议上都明确了相关政策和方向性意见，并为行业运行奠定了基础。5 月 17 日、9 月 26 日上半年中央政治局集体学习、9 月 26 日中央政治局常委会“上谈房地产”、12 月政治局会议、中央工作会议均明确了房地产政策基调。2025 年，持续用力推动房地产市场止跌回稳，成为共识。2025 年房地产市场行业政策已初步定出，市场也在政策引导下迈向了阶段性的拐点。2025 年重点在需求、房地产产业链供应链等方面持续发力，“止跌回稳”将是政策发力的重点。需求端方面，1) 如加速推进货币化改造，同步增加住房需求；2) 一线城市限制性政策有望持续优化；供给端方面，继续落实收购存量商品房、存量商品房融资、多举措保障租赁住房供应等。
- 12 月，中央经济、中央政治局会议、中央经济工作会议、住建部工作会议均释放出坚定的继续托举信号；宏观与财政政策预计更加积极。1) 政治局会议强调实现

相关研究报告

《24年全国商品房销售面积回到09年水平，投资跌幅创历史新高——房地产行业2024年12月统计局数据点评》（2025/1/21）

《24 年新房房价下跌 4.5%，二手房下跌 7.4%，一线城市二手房跌幅最大——2024 年 12 月 70 大中城市房价数据点评》（2025/1/21）

《“旧改为主、收储为辅”贯穿 2025 年地产行业
主线——房地产行业 2025 年年度策略》
(2024/12/13)

《住房“以旧换新”——一个被低估的方向》
(2024/08/08)

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

《这轮地产政策能刺激多少需求?》
(2024/05/21)

《为什么是 3000 亿?》 (2024/05/21)

《这天地》不一样！//（2024/03/15）

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)20328248

yifeng.xia@bocichina.com
 证券投资决策业务证书编号: S13005210700

证券投资者保障基金编号：S15005210700

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: S13005211100

[illegible]

12月,地方政策方面,衡阳、张家界等多地城市更迭中推进“负面清单”及“取消限购”。最早而言,广东肇庆市日前就推出“取消限购”,此外,包括广州、杭州、武汉及厦门等地。虽然未明确取消限购,但也通过逐步对负面清单限制,化解当前空间限制政策限制等予以落实实际操作层面。例如12月2日杭州发布限购新政,规定部分购房资格限制由只限一年面积、小小区扩大为不限面积并纳入容积率限制,按核定容积率确定相关部门的面积、容积率、容积率及容积率等限制,但不纳入容积率限制,并放宽容积率限制化限制方面。用于开发商品房建设是限制的空间限制和容积率限制。我们认为,“取消限购”、“取消限价”是推行进行的地方,方面,为购房者提供了公正透明的购房环境,更突出对公平价格的提升;另一方面,在数据基础上,新房房价出现上涨,从各地实施效果来看,推行限购和限价政策对房价上涨抑制作用有限,房价出现反变化,但总体来看,房价不会有大变化。

地产板块 2024 年全年绝对收益 21%，跑输沪深 300 16.8 个百分点。其中地产板块在 2024 年 5 月、9 月经历了两段明显的政策博弈行情：1) 5 月房地产板块绝对收益 6%，相对收益 3%，跑输沪深 300 3.7%，受当时“保交楼+保障性住房+城中村改造+“三大工程”启动”政策刺激，地产板块在 5 月 15 日左右上涨的行情中一度冲高至 10%，随后在月底回落至 6%左右，期间地产板块跑赢沪深 300 约 2 个百分点，主要受益于政策刺激下地产板块估值修复，以及地产板块在 5 月 15 日左右出现了明显的行情。2) 9 月，房地产板块绝对收益 36%，相对收益 15%，主要是受到 9 月 24 日以来有关部门连发召开房企座谈会释放的积极政策、会议级别更高，中央态度更加明确，同时地产板块估值也做了交易，因此释放了更强的积极信号。同时，10 月销售基本面出现明显的改善，销售同比降幅大幅收窄至 1.6%，在此影响下，10 月房地产板块绝对收益 3%，相对收益率仍有 6%。

11、12月地产板块绝对上涨，主要由于12月的销售数据超预期，市场对年末基本盘走向存在担忧。12月市场整体交易复苏，11月份地产板块绝对收益为-1%，相对收益为-1%。12月地产板块绝对收益8.89%，相对收益为-10.33%。

继 8 月 9 月 10 月连续大幅上涨以后，板块开始进入震荡，前期较为高亢的情绪有所收敛，但，除一段时期市场对年末基本盘走向和政策路径的分歧有所放大，具体事件和程度上暂未出现明显扰动。我们认为，围绕楼市供需两端、经济复苏的政策仍在优化，且后续的政策反应应该逐步向基本盘对齐；虽然我们不排除明年基本盘呈现企稳小幅回调的可能性，但不改对板块安全边际较高、绝对估值水平较低、且大方向向好的基本格局。因此我们认为 2025 年地产行业仍有较大的参与空间，弹性向上仍明确，然而当前可能难有机会。

[illegible]

风险提示:

目录

1 12月成交同环比均出现正增长，全年新房成交负增长、二手房正增长	7
1.1 新房：低基数+年末房企加大推盘和营销力度+政策利好延续，12月新房成交面积同环比仍能保持正增长	7
1.2 二手房：12月二手房成交同比涨幅进一步扩大，全年成交保持正增长	9
1.3 库存：库存规模与去化周期同环比均下降；重点城市开盘去化率环比持平	12
2 土地市场：12月土地市场成交规模环比大幅增长，全年成交量价齐跌	15
3 房企：12月百强销售同比由负转正、拿地金额环比持续增长，但全年销售与拿地规模均下降三成	21
3.1 销售：百强房企12月单月全口径销售同比由负转正，全年销售同比下降三成	21
3.2 拿地：在重点城市土拍带动下百强房企拿地金额连续两个月大幅上涨，全能拿地规模仍下降三成	24
3.3 房企融资与债券到期：12月房地产行业融资规模同环比虽然增长，但从绝对值来看，仍然较低	27
4 政策：2024年行业政策已经应出尽出，2025年重在落实，“止跌回稳”政策预计进一步发力	30
5 12月地产板块继续回调，前期政策效果边际减弱	33
6 投资建议	34
7 风险提示	35
8 附录	36

图表目录

图表 1. 12 月新房成交面积 1890.9 万平，环比上升 22.5%，同比上升 28.9%	7
图表 2. 12 月一、二、三四线新房成交面积环比增速分别为 6.0%、30.8%、5.1%	7
图表 3. 12 月一、二、三四线新房成交面积同比增速分别为 34.8%、27.7%、 27.7%	7
图表 4. 我们跟踪的城市中，广州、武汉、苏州、福州、成都、宁波、南京、江门、 佛山、莆田、泰安、温州、扬州、惠州新房成交面积同环比均实现正增长	8
图表 5. 2024 年 40 城新房成交面积 1.42 亿平，同比下降 19.9%	8
图表 6. 2024 年一线城市新房成交面积同比下降 12.5%	8
图表 7. 2024 年二线城市新房成交面积同比下降 21.9%	9
图表 8. 2024 年三四线城市新房成交面积同比下降 23.8%	9
图表 9. 我们跟踪的城市中，多数城市 2024 年新房成交面积同比下跌	9
图表 10. 12 月 18 城二手房成交面积 1195.8 万平，环比上升 23.2%，同比上升 76.0%	10
图表 11. 12 月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为 22.2%、 23.4%、23.9%	10
图表 12. 12 月一、二、三四线城市二手房成交面积同比增速分别为 99.1%、 85.6%、12.1%	10
图表 13. 12 月我们跟踪的重点城市中，多数城市二手房成交面积同环比正增长 ..	10
图表 14. 2024 年 18 城二手房成交面积 9609 万平，同比增长 9.5%	11
图表 15. 2024 年一线城市二手房成交面积同比增长 23.8%	11
图表 16. 2024 年二线城市二手房成交面积同比增长 9.7%	11
图表 17. 2024 年三四线城市二手房成交面积同比下降 14.6%	11
图表 18. 我们跟踪的城市中，多数一二线城市 2024 年二手房成交面积同比上涨， 多数三四线城市同比下降	11
图表 19. 截至 2024 年 12 月末，12 个城市新房库存面积为 11562.1 万平，环比下降 1.3%，同比下降 12.6%	12
图表 20. 截至 2024 年 12 月末，一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为 - 0.9%、-2.1%、0.7%	12
图表 21. 截至 2024 年 12 月末，一、二、三四线城市库存面积同比增速分别为 - 10.9%、-19.7%、18.1%	12
图表 22. 截至 2024 年 12 月末，12 个城市整体新房库存面积去化周期为 14.3 个月， 环比下降 1.5 个月，同比下降 2.9 个月	12
图表 23. 截至 2024 年 12 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别 为 14.9、11.7、44.5 个月	12
图表 24. 截至 2024 年 12 月末，一、二、三四线城市环比分别下降 1.3、1.6、10.3 个月	12
图表 25. 截至 2024 年 12 月末，一、二、三四线城市去化周期同比分别下降 2.7、 3.5、2.9 个月	13

图表 26. 截至 12 月底, 仅上海、杭州去化周期在 12 个月以内	13
图表 27. 12 月重点城市平均开盘去化率 40%持稳	14
图表 28. 12 月全国成交土地规划总建筑面积为 6.01 亿平, 环比上升 97.5%, 同比下降 7.8%	15
图表 29. 12 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为 188.5%、156.0%、91.0%	15
图表 30. 12 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速分别为 -5.7%、-1.7%、-10.8%	15
图表 31. 12 月全国住宅类成交土地建面 2.08 亿平, 环比上升 91.1%, 同比下降 19.2%	15
图表 32. 12 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为 57.1%、144.9%、73.4%	15
图表 33. 12 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面同比增速分别为 -18.6%、-19.1%、-20.2%	15
图表 34. 12 月全国成交土地平均楼面价 1543 元/平, 环比下降 12.2%, 同比下降 7.2%	16
图表 35. 12 月平均土地溢价率为 3.9%, 较上月下降了 0.8 个百分点, 较 2023 年同期上升了 0.5 个百分点	16
图表 36. 12 月一、二、三线城市成交土地楼面均价环比增速分别为 -55.2%、-24.5%、-16.1%	16
图表 37. 12 月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 6.5%、-15.6%、-10.7%	16
图表 38. 12 月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 10.7%、3.7%、1.7%	17
图表 39. 12 月全国住宅类用地成交土地平均楼面价为 3238 元/平, 环比下降 14.6%, 同比下降 0.4%	17
图表 40. 12 月全国住宅类用地平均溢价率为 4.1%, 环比下降 0.6 个百分点, 较去年同期上升 1.0 个百分点	17
图表 41. 12 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 -24.6%、-27.3%、-12.4%	17
图表 42. 12 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分别为 20.9%、-4.5%、-4.6%	17
图表 43. 12 月一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 13.1%、4.6%、1.4%	17
图表 44. 2024 年全国 (300 城) 成交土地建面 28.1 亿平, 同比下降 7%	18
图表 45. 2024 年全国 (300 城) 成交土地总价 3.6 万亿元, 同比下降 16%	18
图表 46. 2024 年全国 (300 城) 成交土地楼面均价 1276 元/平, 同比下降 10%	18
图表 47. 2024 年全国 (300 城) 成交土地溢价率 3.8%, 同比下降 0.4 个百分点	18
图表 48. 2024 年全国 (300 城) 住宅类用地成交土地建面 7.1 亿平, 同比下降 14%	18
图表 49. 2024 年全国 (300 城) 住宅类用地成交土地总价 2.5 万亿元, 同比下降 22%	18
图表 50. 2024 年全国 (300 城) 住宅类用地成交土地楼面均价 3514 元/平, 同比下	

降 9%	19
图表 51. 2024 年全国（300 城）住宅类用地成交土地溢价率 4.1%，同比下降 0.5 个百分点	19
图表 52. 2024 年一、二、三线城市土地成交建面同比增速分别为-24%、-10%、-7%	19
图表 53. 2024 年一、二、三线城市土地成交总价同比增速分别为-27%、-25%、-12%	19
图表 54. 2024 年一、二、三线城市土地成交楼面均价同比增速分别为-3%、-17%、-5%	19
图表 55. 2024 年一、二、三线城市平均土地溢价率分别为 6.9%、3.5%、3.1% ..	19
图表 56. 2024 年一、二、三线城市全年住宅类用地土地成交建面同比增速分别为-42%、-20%、-14%	19
图表 57. 2024 年一、二、三线城市住宅类用地成交总价同比增速分别为-27%、-31%、-18%	19
图表 58. 2024 年一、二、三线城市住宅类用地楼面均价同比增速分别为 24%、-14%、-4%	20
图表 59. 2024 年一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 8.0%、4.2%、2.3%	20
图表 60. 百强房企 12 月单月权益口径 3555 亿元，同比增长 1.7%	21
图表 61. 12 月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额增速分别为 3.0%、-2.6%、1.1%、2.4%	21
图表 62. 12 月各梯队单月全口径销售金额同比均由负转正	21
图表 63. TOP20 房企中，12 月单月销售额同比增速为正的房企有：中建壹品（+260%）、华发股份（+231%）、中海地产（+76%）、中国金茂（+66%）、华润置地（+52%）、越秀地产（+39%）、招商蛇口（+33%）	22
图表 64. 百强房企 2024 年全年全口径销售额 4.19 万亿元，同比下降 30.3%	22
图表 65. 百强房企 2024 年全年权益口径销售额 3.08 万亿元，同比下降 27.4% ..	22
图表 66. 百强房企 2024 年销售权益比例为 73.6%，同比提升 2.9 个百分点	23
图表 67. 头部房企 2024 年销售权益比例相对更高	23
图表 68. 2024 年全口径销售金额规模超过千亿的房企仅剩 11 家	23
图表 69. 2024 年百强房企权益销售额中，民企占比为 36.1%，央企占比 45.3%，地方国企占比 18.6%	23
图表 70. 央企和地方国企权益销售额 2024 年同比分别下降 15%、24%，民企同比下降 40%	23
图表 71. 百强房企 12 月单月全口径拿地金额 1333 亿元，同比下降 0.6%	24
图表 72. 12 月百强房企拿地强度为 39%，环比提升了 4 个百分点	24
图表 73. 12 月涉及土地投资超百亿的主流房企有：中海地产、中国金茂、华润置地、招商蛇口、保利置业、绿城中国	24
图表 74. 百强房企 2024 年全口径拿地金额 1.07 万亿元，同比下降 30.6%	25
图表 75. 百强房企 2024 年拿地建面 1.06 亿平，同比下降 20.8%	25
图表 76. 百强房企 2024 年楼面均价 10160 元/平，同比下降 12.4%	25

图表 77. 百强房企 2024 年拿地强度为 25.7%，与 2023 年基本持平	25
图表 78. 2024 年拿地金额超过 300 亿元的企业有：中海地产、华润置地、保利发展、绿城中国、越秀地产、建发国际、滨江集团、招商蛇口	26
图表 79. 2024 年百强房企中民企拿地金额占比降至 17.6%，较 2023 年下降 10.8 个百分点；地方国企占比 46.7%，较 2023 年提升 14.4 个百分点；央企占比 35.7%，较 2023 年下降了 3.6 个百分点	26
图表 80. 2024 年 12 月房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 676 亿元，同比增长 25%，环比增长 40%	27
图表 81. 2024 年 12 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 2.81%，同比下降 0.90 个百分点，环比提升 0.08 个百分点	27
图表 82. 12 月保利发展、珠江实业、苏高新发行国内债券规模较大，分别为 85.0、27.6、25.0 亿元，平均发行利率分别 2.4%、2.2%、1.9%	27
图表 83. 2024 年房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 5653 亿元，同比减少 18%	28
图表 84. 2024 年房地产行业国内外债券、信托、ABS 平均发行利率 2.95%，同比下降 0.72 个百分点	28
图表 85. 2024 年保利发展、苏高新、珠江实业、招商蛇口发行国内债券规模较大，分别为 359、221、157、155 亿元，平均发行利率分别 2.57%、2.18%、2.87%、2.23%	28
图表 86. 2025 年国内外债券到期规模为 7746 亿元（其中国内债券 5591 亿元，海外债券 2154 亿元）	29
图表 87. 5 月 17 日、9 月 26 日上下半年两轮政策托底市场，9 月 26 日定调政策转向，12 月政治局会议、中央经济工作会议定调 2025 年“持续用力推动房地产市场止跌回稳”	30
图表 88. 住建部 2025 年工作会议重点工作内容	31
图表 89. 房地产行业 12 月绝对收益为 -9.8%	33
图表 90. 房地产行业 12 月相对沪深 300 收益为 -10.3%	33
图表 91. 城市数据选取清单	36

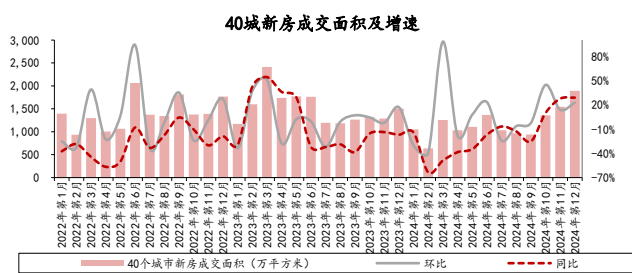
12月成交同环比均出现正增长，全年新房成交负增长、二手房正增长

1.1 新房：低基数+年末房企加大推盘和营销力度+政策利好延续，12月新房成交面积同环比仍能保持正增长

低基数+年末房企加大推盘和营销力度+政策利好延续，12月新房成交面积同比涨幅扩大，新房成交同环比已经连续3个月正增长。12月40城新房成交面积1890.9万平，环比上升22.5%，同比上升28.9%，同比涨幅较上月扩大了1.3个百分点，主要得益于1)基数较低。2)年末房企加大推盘频次和营销力度，新房供应增加。根据克而瑞，30个重点城市12月新增供应环比上升10%。3)政策利好延续。

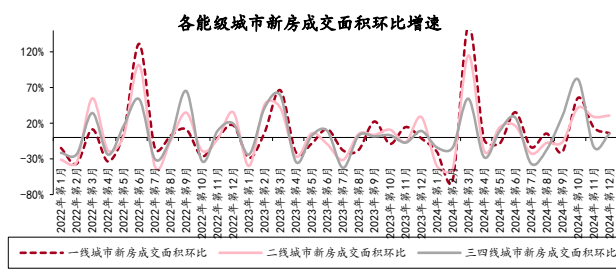
从各能级城市来看，一线城市12月新房成交面积同比涨幅大于二、三四线城市。1)一线城市：12月新房成交面积411.5万平，环比上升6.0%，同比上升34.8%，同比涨幅较上月提升了9.3个百分点。上海、深圳新房成交面积环比下降，北京、广州环比增长。其中广州环比增长19%、同比增长48%，北京环比增长7%、同比下降6%，上海环比下降2%、同比增长8%，深圳环比下降1%、同比增长193%。值得关注的是，前期利好新政影响较大的上海、深圳，12月均出现环比转降，可以看出新政利好效应有递减趋势，随着短期欲购房的存量客户持续释放，成交增长也有疲软态势。2)二线城市12月新房成交面积1093.0万平，环比上升30.8%，同比上升27.7%，同比涨幅较上月收窄了10.1个百分点。武汉、苏州、宁波等城市表现突出，成交面积同环比均大幅增长，其中武汉同比增长143%、环比增长68%，苏州同比增长79%、环比增长63%，宁波同比增长55%、环比增长75%。杭州、南宁、青岛等城市环比虽有增长，但同比下降。成都、福州、南京等城市则表现平稳，同环比也能保持正增长。3)三四线城市12月新房成交面积386.4万平，环比上升5.1%，同比上升27.7%，同比涨幅较上月提升了22.4个百分点。江门和莆田表现亮眼，同比分别增长376%和502%，增幅领先。佛山、惠州、泰安等城市成交量稳步上升，而扬州和温州则增长较为平缓。部分城市如金华和韶关环比下降，市场表现分化明显。

图表 1. 12月新房成交面积1890.9万平，环比上升22.5%，同比上升28.9%



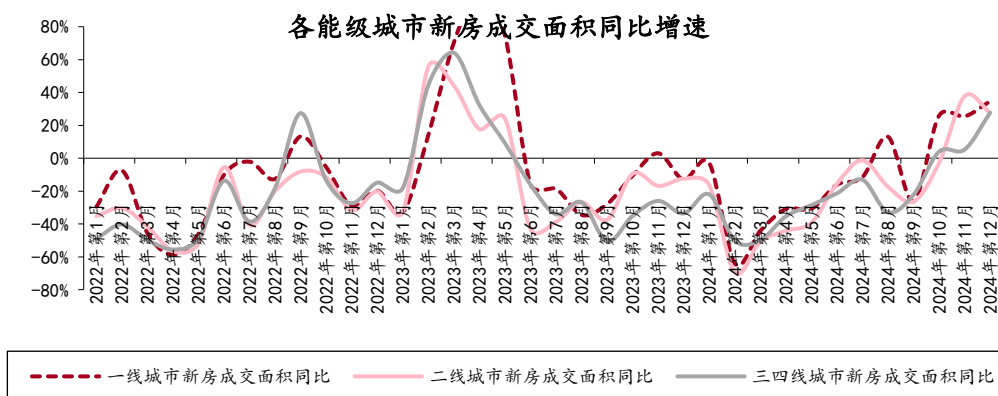
资料来源：同花顺，中银证券

图表 2. 12月一、二、三四线新房成交面积环比增速分别为6.0%、30.8%、5.1%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 3. 12月一、二、三四线新房成交面积同比增速分别为34.8%、27.7%、27.7%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 4. 我们跟踪的城市中，广州、武汉、苏州、福州、成都、宁波、南京、江门、佛山、莆田、泰安、温州、扬州、惠州新房成交面积同环比均实现正增长

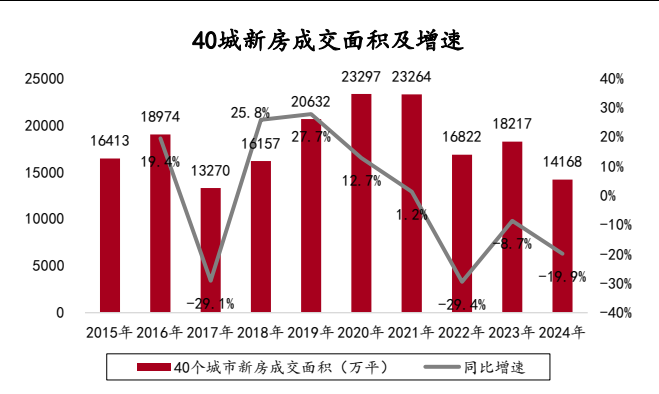
2024年12月全国重点城市新房成交面积（单位：万平）									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	64	7%	-6%	三四线	金华	17	-12%	89%
	上海	121	-2%	8%		江门	30	185%	376%
	广州	142	19%	48%		韶关	5	-10%	-25%
	深圳	84	-1%	193%		佛山	56	1%	29%
	合计	412	6%	35%		莆田	14	194%	502%
二线	南宁	59	26%	-38%		泰安	15	54%	68%
	杭州	103	18%	-18%		温州	42	3%	17%
	武汉	319	68%	143%		扬州	17	45%	16%
	青岛	143	8%	-15%		惠州	51	15%	41%
	苏州	85	63%	79%		合计	386	5%	28%
	福州	21	4%	15%					
	成都	167	12%	18%					
	宁波	74	75%	55%					
	南京	63	12%	39%					
	济南	59	0%	26%					
	合计	1093	31%	28%					

资料来源：同花顺，中银证券

2024 年全年新房成交规模下降两成，一线城市降幅明显小于二、三四线城市。2024 年全年 40 城新房成交面积 1.42 亿平，同比下降 19.9%。2024 年楼市整体呈现“前低后高”趋势，尤其是步入四季度以来，新房市场连续 3 个月明显修复，同比增速转正。2024 年全年一、二、三四线城市新房成交面积分别为 3250.4、7256.3、3660.8 万平，同比分别下降 12.5%、21.9%、23.8%。一线城市整体新房成交降幅明显小于二、三四线城市，2024 年一线城市几轮政策放松的受益方，而二线城市由于前期政策放松时间点更早，2024 年政策放松空间明显减小，政策的边际效果也有所减弱，因此同比降幅明显大于一线城市。三四线城市基本面较弱，且政策已经基本没有再放松发力的空间，市场持续低迷，同比仍有双位数负增长。

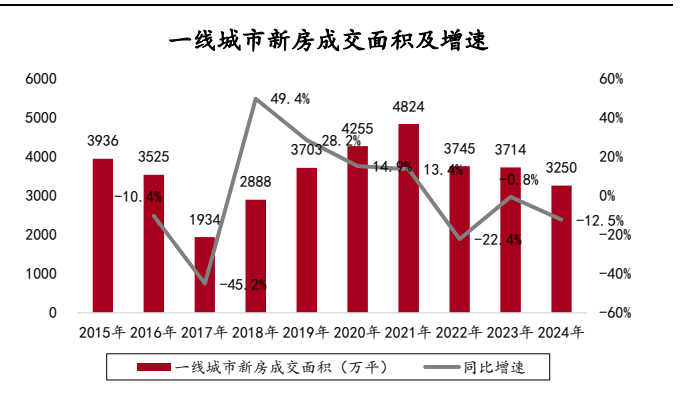
从具体城市来看，多数城市 2024 年新房成交面积同比下跌。1）一线城市中，仅深圳全年新房成交同比正增长，其余三个一线城市全年成交尚不及 2023 年。其中深圳新房成交面积同比增长 6%，广州同比仅下降 5%，上海、北京新房成交面积同比增速分别为-19%、-22%。2）所有我们跟踪的二线城市新房成交规模同比均下跌。武汉、福州仅个位数下降，南宁、杭州、济南、成都同比降幅超过三成。3）三四线城市中，舟山、江门两个城市新房成交同比正增长，均位于长三角、大湾区核心城市群。其余三四线城市市场继续下行，需求透支严重，成交低迷，处于探底阶段。

图表 5. 2024 年 40 城新房成交面积 1.42 亿平，同比下降 19.9%



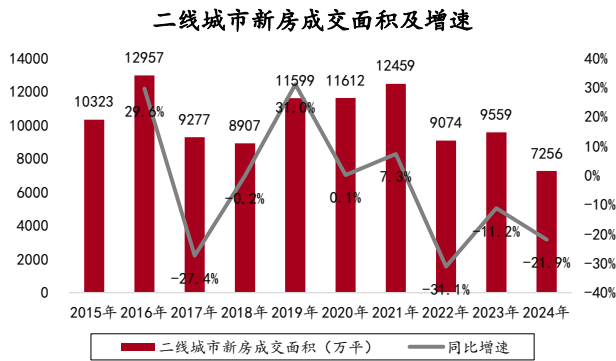
资料来源：同花顺，中银证券

图表 6. 2024 年一线城市新房成交面积同比下降 12.5%



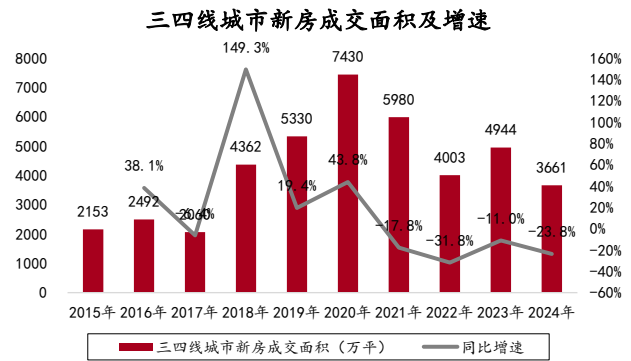
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 2024 年二线城市新房成交面积同比下降 21.9%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 8. 2024 年三四线城市新房成交面积同比下降 23.8%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 9. 我们跟踪的城市中，多数城市 2024 年新房成交面积同比下跌

2024年全国重点城市新房成交面积 (单位: 万平)							
能级	城市	成交面积	同比	能级	城市	成交面积	同比
一线	深圳	467	6%	三四线	金华	168	-11%
	上海	1170	-19%		宝鸡	42	-48%
	北京	588	-22%		吉安	58	-49%
	广州	1025	-5%		池州	42	-57%
	合计	3250	-12%		舟山	54	13%
二线	南宁	457	-36%		江门	105	1%
	杭州	779	-34%		韶关	62	-17%
	南京	398	-26%		东莞	289	-5%
	武汉	1223	-4%		佛山	515	-17%
	青岛	1436	-20%		莆田	42	-29%
	苏州	451	-23%		泰安	115	-27%
	福州	169	-1%		清远	242	-12%
	济南	561	-30%		衢州	117	-19%
	成都	1305	-33%		云浮	111	-30%
	宁波	477	-17%		海门	24	-41%
	合计	7256	-22%		温州	599	-11%
					扬州	140	-7%
					惠州	409	-33%
					合计	3661	-24%

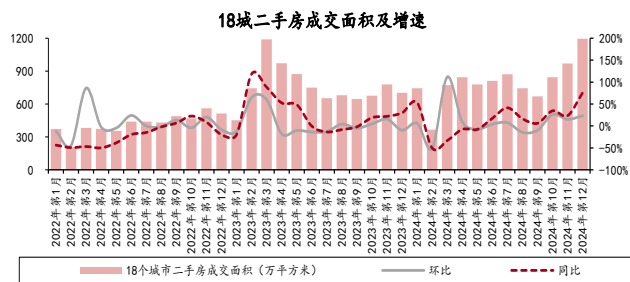
资料来源：同花顺，中银证券

1.2 二手房：12 月二手房成交同比涨幅进一步扩大，全年成交保持正增长

12 月二手房成交同环比持续正增长，同比涨幅进一步扩大。12 月 18 城二手房成交面积 1195.8 万平，环比上升 23.2%，同比上升 76.0%，同比涨幅较上月提升了 52.5 个百分点，同比增速已经连续 7 个月保持正增长。在 9 月末一系列政策刺激下，12 月二手房市场高温不退，二手房成交同环比均能保持正增长，同比涨幅进一步扩大，尤其是 12 月开始生效的住房交易税费优化政策进一步巩固了此前的行情。

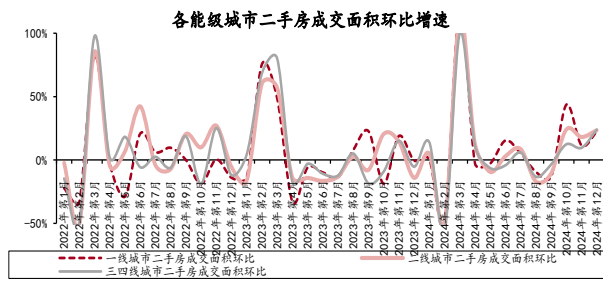
从各城市能级来看，一线城市二手房成交同比增速显著高于二、三四线城市。12 月一、二、三四线城市二手房成交面积分别为 288.2、712.8、194.8 万平，环比增速分别为 22.2%、23.4%、23.9%，同比增速分别为 99.1%、85.6%、12.1%，一、二线城市同比涨幅分别较上月扩大了 36.8、74.6 个百分点，三四线城市同比由负转正，同比增速较上月提升了 19.5 个百分点。一线城市中，北京和深圳表现强劲，同比分别增长 73%和 212%，环比分别增长 21%、25%。二线城市中，南宁、厦门和苏州领涨，同比增幅分别为 272%、103%和 69%。

图表 10. 12 月 18 城二手房成交面积 1195.8 万平，环比上升 23.2%，同比上升 76.0%



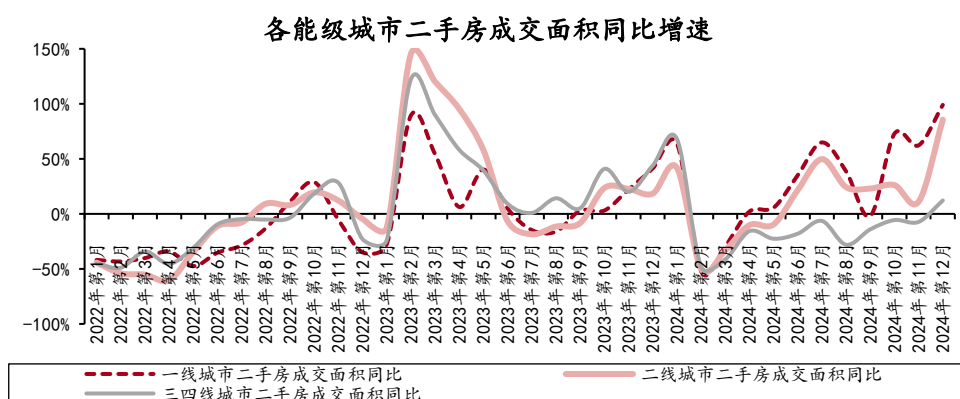
资料来源：同花顺，中银证券

图表 11. 12 月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为 22.2%、23.4%、23.9%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 12. 12 月一、二、三四线城市二手房成交面积同比增速分别为 99.1%、85.6%、12.1%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 13. 12 月我们跟踪的重点城市中，多数城市二手房成交面积同环比正增长

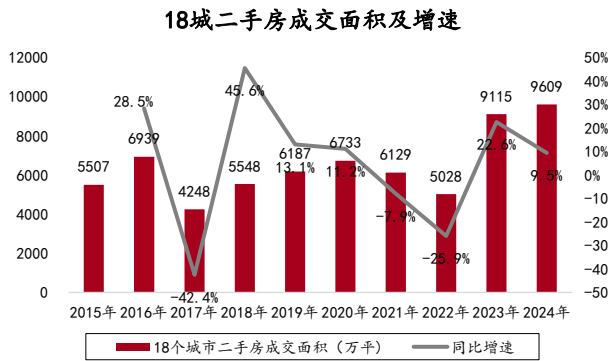
2024年12月全国重点城市二手房成交面积（单位：万平）									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	202	21%	73%	三四线	东莞	41	32%	100%
	深圳	86	25%	212%		金华	11	15%	2%
	合计	288	22%	99%		韶关	10	7%	-21%
二线	杭州	79	-17%	52%		吉安	6	46%	1205%
	青岛	62	0%	28%		扬州	18	28%	61%
	苏州	87	68%	69%		池州	3	23%	43%
	厦门	33	42%	103%		清远	28	32%	9%
	南宁	64	87%	272%		衢州	7	11%	97%
	成都	278	13%	71%		合计	195	24%	12%
	合计	713	23%	86%		总计	1196	23%	76%

资料来源：同花顺，中银证券

全年二手房成交规模同比增长 10%，成交表现明显好于新房，其中一线城市同比涨幅超过两成，三四线城市同比下降。2024 年 18 城二手房成交面积 9609.5 万平，同比增长 9.5%。2024 年一、二、三四线城市累计同比增速分别为 23.8%、9.7%、-14.6%。其中一线城市是 2024 年政策主要受益方，同比涨幅超过两成。我们认为，整体看 2024 年二手房成交表现好于新房，主要原因在于：1) 市场对于新房交付的担忧仍没有消除；2) 政策更针对性利好置换需求与二手房成交；3) 过去几年新房交付较多，增加了市场上次新房供应，为市场提供了比较好的选择。从月度走势来看，二手房成交整体呈现出波动上行趋势，10-12 月节节攀升。具体城市来看，高能级城市与低能级城市分化显著。除苏州二手房市场表现不及 2023 年，其余我们所有跟踪的一二线城市二手房成交表现均好于 2023 年，其中北京同比增长 12%、深圳同比增长 76%、南宁同比增长 46%、杭州同比增长 26%、青岛同比增长 13%、成都同比增长 5%；除清远和衢州外，其余我们跟踪的所有三四线城市二手房成交表现均不及 2023 年。

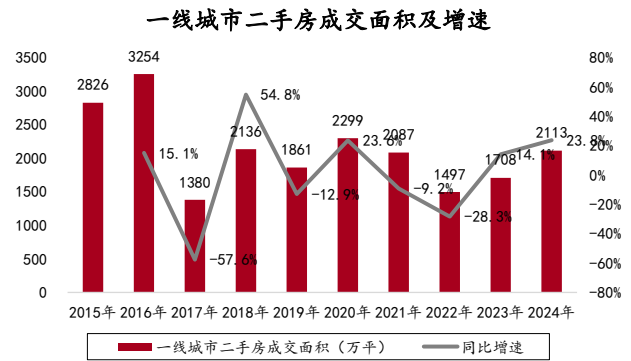
2024 年 12 月因恰逢年末冲刺，重点城市整体仍处于持续放量期，新房、二手房成交量环比均出现了一定幅度的增长。预判后市，我们认为，2025 年 1-2 月受春节假期影响，成交环比预计回落，但综合当前市场成交热度惯性、后续政策仍有放松空间、以及低基数等因素，成交同比预计仍将出现正增长。我们认为，25 年整体而言新房成交规模预计将延续筑底下行，二手房成交大概率仍然出现正增长，持续分流新房客群，从全年走势看，受基数影响，可能出现“前高后低”的态势。

图表 14. 2024 年 18 城二手房成交面积 9609 万平，同比增长 9.5%



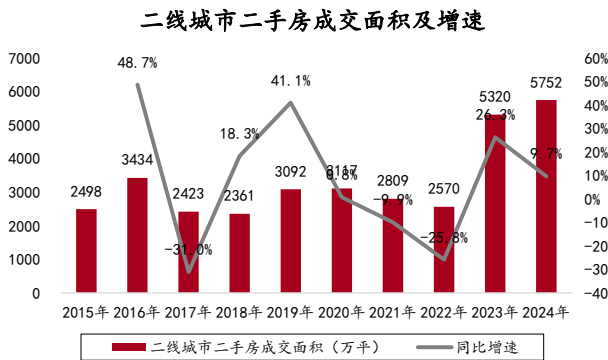
资料来源：同花顺，中银证券

图表 15. 2024 年一线城市二手房成交面积同比增长 23.8%



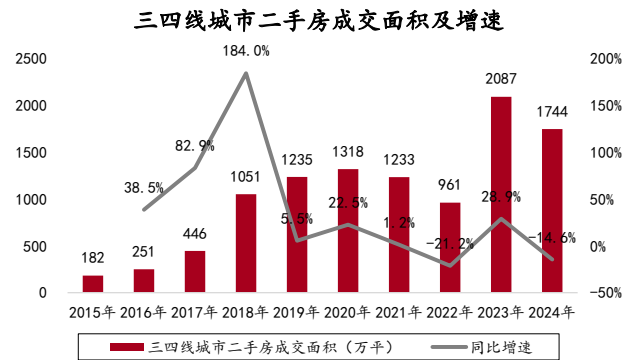
资料来源：同花顺，中银证券

图表 16. 2024 年二线城市二手房成交面积同比增长 9.7%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 17. 2024 年三四线城市二手房成交面积同比下降 14.6%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 18. 我们跟踪的城市中，多数一二线城市 2024 年二手房成交面积同比上涨，多数三四线城市同比下降

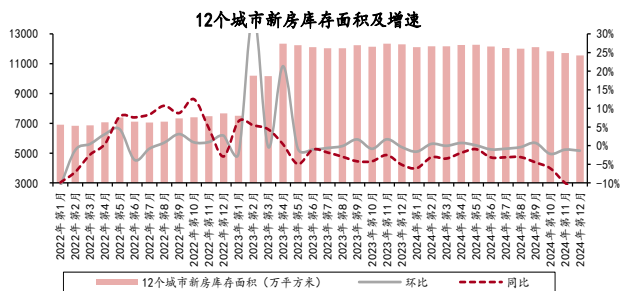
2024年全国重点城市二手房成交面积（单位：万平）							
能级	城市	成交面积	同比	能级	城市	成交面积	同比
一线	北京	1571	12%	三四线	东莞	292	-2%
	深圳	542	75%		金华	101	-31%
	合计	2113	24%		韶关	124	-19%
二线	杭州	731	26%		吉安	15	-74%
	南京	905	1%		扬州	176	-46%
	青岛	641	13%		佛山	655	-10%
	苏州	659	-5%		池州	30	-38%
	厦门	218	4%		清远	297	7%
	南宁	375	46%		衢州	56	3%
	成都	2223	5%		合计	1744	-15%
	合计	5752	10%				

资料来源：同花顺，中银证券

1.3 库存：库存规模与去化周期同环比均下降；重点城市开盘去化率环比持平

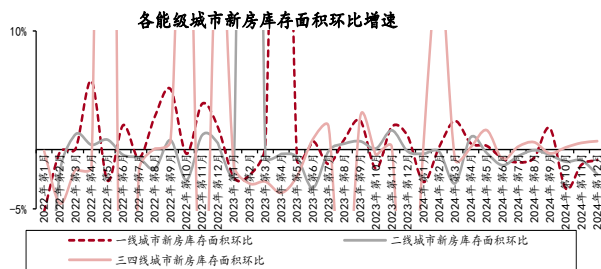
库存规模与去化周期同环比均下降。截至 2024 年 12 月末，我们跟踪的 12 城新房库存面积为 11562.1 万平，环比下降 1.3%，同比下降 12.6%；整体去化周期为 14.3 个月，环比下降 1.5 个月，同比下降 2.9 个月。一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为-0.9%、-2.1%、0.7%，同比增速分别为-10.9%、-19.7%、18.1%；去化周期分别为 14.9、11.7、44.5 个月，环比分别下降 1.3、1.6、10.3 个月，同比分别下降 2.7、3.5、2.9 个月。具体来看，12 月我们跟踪的所有城市中仅上海、杭州去化周期在 12 个月内。

图表 19.截至 2024 年 12 月末，12 个城市新房库存面积为 11562.1 万平，环比下降 1.3%，同比下降 12.6%



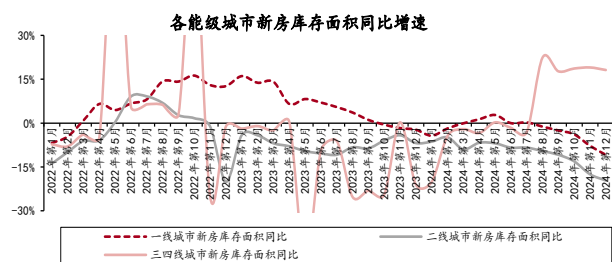
资料来源：同花顺，中银证券

图表 20.截至 2024 年 12 月末，一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为-0.9%、-2.1%、0.7%



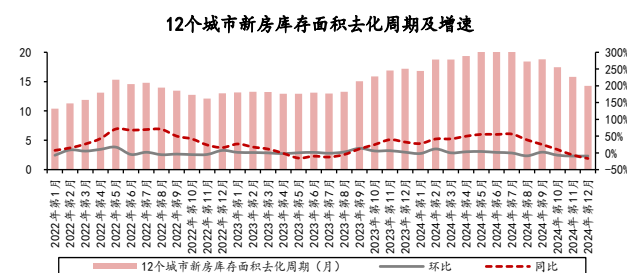
资料来源：同花顺，中银证券

图表 21.截至 2024 年 12 月末，一、二、三四线城市库存面积同比增速分别为-10.9%、-19.7%、18.1%



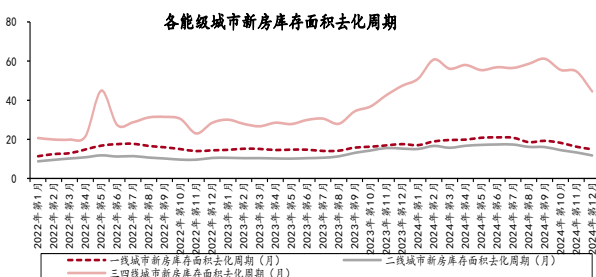
资料来源：同花顺，中银证券

图表 22.截至 2024 年 12 月末，12 个城市整体新房库存面积去化周期为 14.3 个月，环比下降 1.5 个月，同比下降 2.9 个月



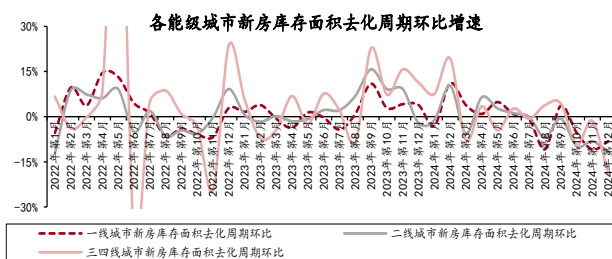
资料来源：同花顺，中银证券

图表 23.截至 2024 年 12 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 14.9、11.7、44.5 个月



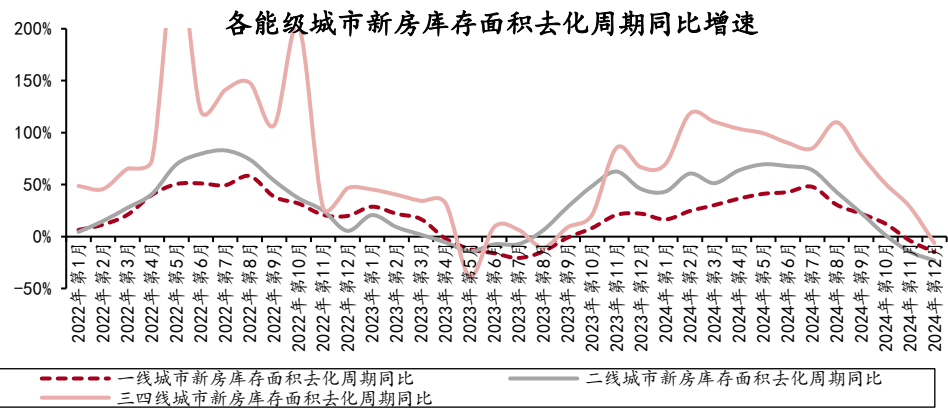
资料来源：同花顺，中银证券

图表 24.截至 2024 年 12 月末，一、二、三四线城市环比分别下降 1.3、1.6、10.3 个月



资料来源：同花顺，中银证券

图表 25. 截至 2024 年 12 月末，一、二、三四线城市去化周期同比分别下降 2.7、3.5、2.9 个月



资料来源：同花顺，中银证券

图表 26. 截至 12 月底，仅上海、杭州去化周期在 12 个月以内

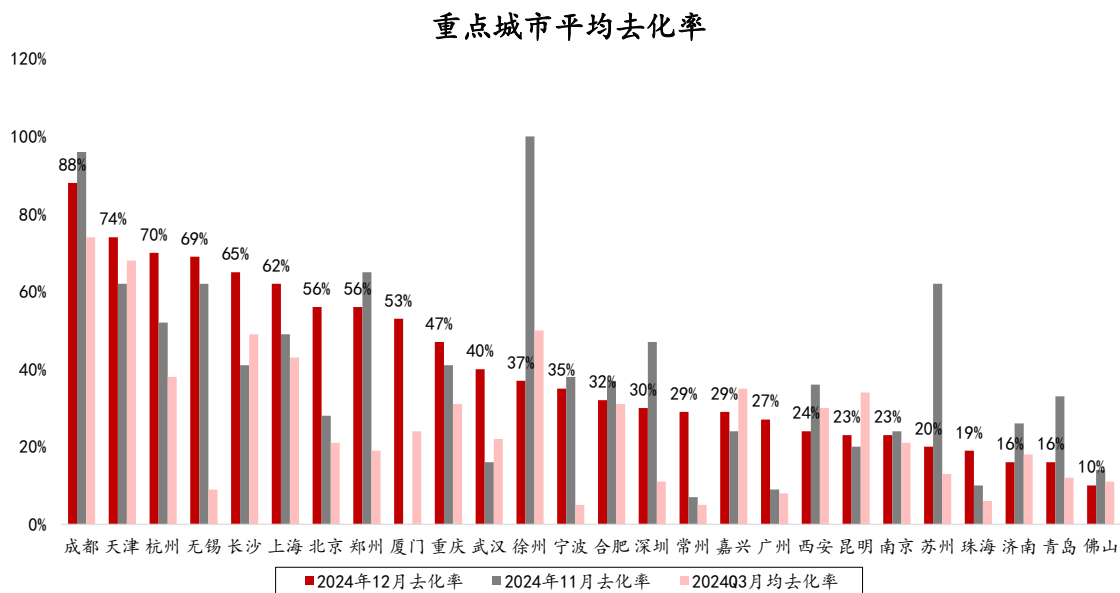
2024 年 12 月全国重点城市新房库存面积及去化周期（单位：万平、月）							
能级	城市	库存面积	环比	同比	去化周期	环比	同比
一线	上海	789	-1%	9%	7.4	-1%	11%
	北京	2175	-4%	-14%	24.1	-11%	-8%
	深圳	754	2%	-19%	14.5	-14%	-50%
二线	杭州	520	-5%	-18%	7.3	-6%	-6%
	苏州	597	-6%	-16%	13.3	-21%	-24%
	宁波	683	-6%	-16%	15.3	-14%	-34%
	福州	281	2%	-35%	16.8	-5%	-52%
三四线	韶关	238	0%	7%	44.6	0.5%	-4%
	莆田	202	2%	35%	44.3	-42%	-9%

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。

新房项目平均开盘去化率维持 40%。根据克而瑞，12 月房企推盘积极性稳步提升，26 个重点城市 12 月首开和加推共计 311 次，环比上升 20%；市场热度高位持稳，重点城市 12 月平均开盘去化率为 40%，环比持平，同比上升 7 个百分点；和三季度相比提升 14 个百分点，延续弱复苏走势。分城市来看，上海、杭州高热不退，12 月推盘均在超 45 次且项目平均去化率持稳在 6 成以上。无锡、厦门等房企推盘更倾向于“以销定产”，仅素质较好的盘倾向于加快推盘节奏。开盘去化率同环比均提升的城市有两类：1) 短期内热点恒热的上海、北京、杭州；2) 武汉、天津、重庆、嘉兴、无锡、常州、珠海等二三线城市，经历了前期深度调整，市场有弱复苏趋势。此外，西安、苏州、青岛、济南、佛山等受 12 月供给结构影响，去化率不升反降，市场延续低迷。

图表 27. 12 月重点城市平均开盘去化率 40%持稳

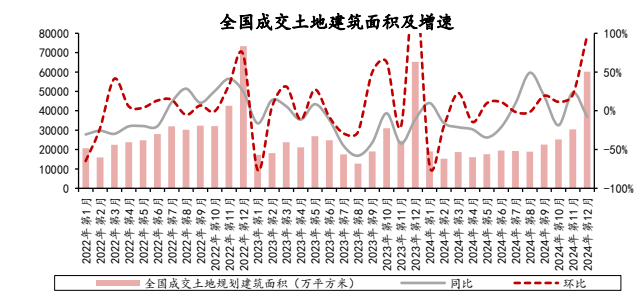


资料来源：克而瑞，中银证券

2 土地市场：12 月土地市场成交规模环比大幅增长，全年成交量价齐跌

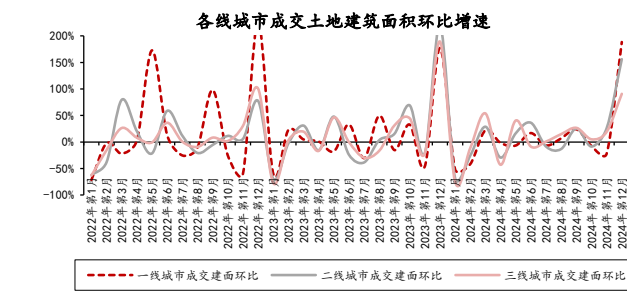
12 月土地市场成交规模环比大幅增长，同比仍然下降。12 月全国（300 城）成交土地规划总建筑面积为 6.01 亿平，环比上升 97.5%，同比下降 7.8%，同比增速较上月收窄了 31.5 个百分点。一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为 188.5%、156.0%、91.0%，同比增速分别为 -5.7%、-1.7%、-10.8%。单看住宅用地，全国住宅类成交土地建面 2.08 亿平，环比上升 91.1%，同比下降 19.2%，同比由正转负，同比增速下降了 43.8 个百分点。一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为 57.1%、144.9%、73.4%，同比增速分别为 -18.6%、-19.1%、-20.2%。

图表 28.12 月全国成交土地规划总建筑面积为 6.01 亿平，环比上升 97.5%，同比下降 7.8%



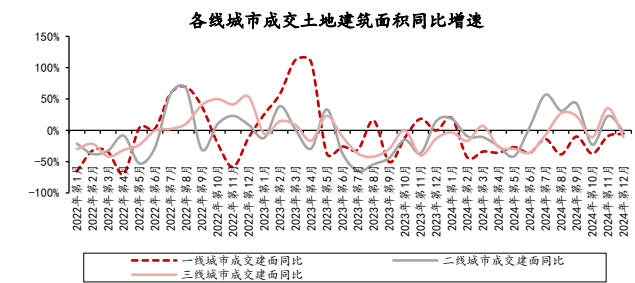
资料来源：Wind，中银证券

图表 29.12 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为 188.5%、156.0%、91.0%



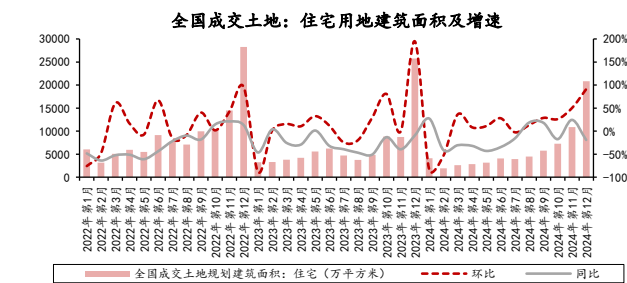
资料来源：Wind，中银证券

图表 30.12 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速分别为 -5.7%、-1.7%、-10.8%



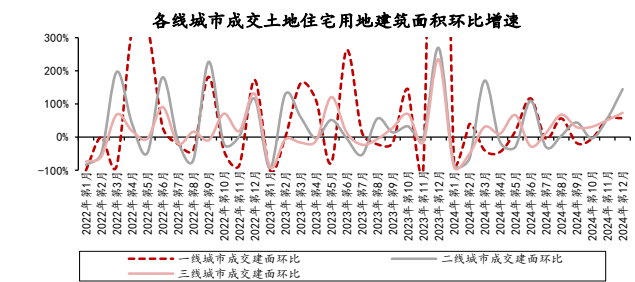
资料来源：Wind，中银证券

图表 31.12 月全国住宅类成交土地建面 2.08 亿平，环比上升 91.1%，同比下降 19.2%



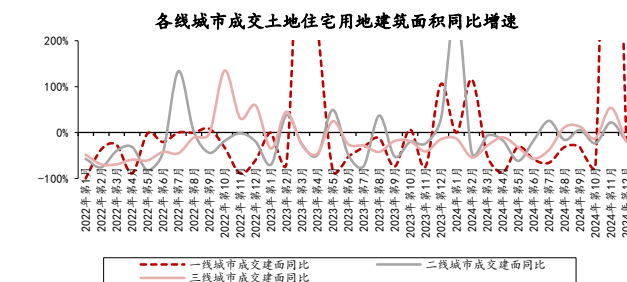
资料来源：Wind，中银证券

图表 32.12 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为 57.1%、144.9%、73.4%



资料来源：Wind，中银证券

图表 33.12 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面同比增速分别为 -18.6%、-19.1%、-20.2%



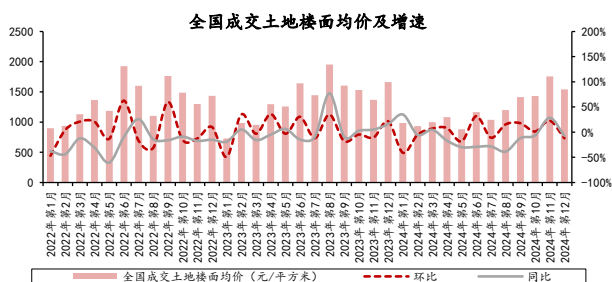
资料来源：Wind，中银证券

从市场热度来看，12 月虽然全国土拍市场整体溢价率回落，但核心城市优质地块仍出现高溢价成交的情况。一线城市土拍溢价率连续两个月超过 10%，12 月住宅类用地溢价率达 13.1%，环比 +1pct，同比 +9pct，住宅用地楼面均价同比 +20.9%。其他核心城市，例如杭州萧山北干东地块，经过 70 轮竞价，最终由海威置业和中天美好以总价 18 亿元竞得，成交楼面价 3.7 万元/平，溢价率 76.5%，为 24 年杭州溢价率最高的一幅宅地。成都、合肥等地 12 月也有高溢价地块拍出。

从全类型土地来看，12 月全国（300 城）成交土地平均楼面价 1543 元/平，环比下降 12.2%，同比下降 7.2%；平均土地溢价率为 3.9%，较上月下降了 0.8 个百分点，较 2023 年同期上升了 0.5 个百分点。一、二、三线城市成交土地楼面均价分别 7439、2218、1677 元/平，环比增速分别为 -55.2%、-24.5%、-16.1%，同比增速分别为 6.5%、-15.6%、-10.7%；平均溢价率分别为 10.7%、3.7%、1.7%，其中一线城市环比下降 1.6 个百分点，同比上升 7.1 个百分点；二线城市环比下降 0.03 个百分点，同比上升 1.4 个百分点；三线城市环比下降 1.6 个百分点，同比下降 1.4 个百分点。

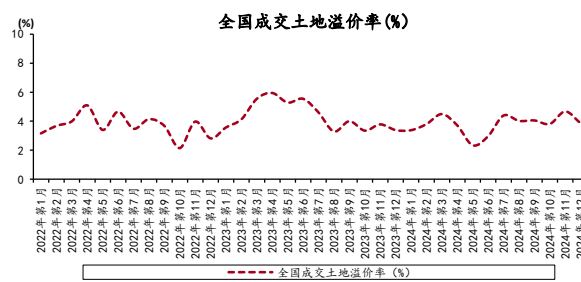
从住宅类用地来看，全国（300 城）住宅类用地成交平均楼面价为 3238 元/平，环比下降 14.6%，同比下降 0.4%。本月全国住宅类用地平均溢价率为 4.1%，环比下降 0.6 个百分点，较去年同期上升 1.0 个百分点。一、二、三线城市住宅类用地平均楼面价为 27103、5097、3552 元/平，环比增速分别为 -24.6%、-27.3%、-12.4%，同比增速分别为 20.9%、-4.5%、-4.6%；土地溢价率分别为 13.1%、4.6%、1.4%，其中，一线城市环比上升 1.0 个百分点，同比上升 9.0 个百分点；二线城市环比上升 0.4 个百分点，同比上升 1.9 个百分点；三线城市环比下降 1.1 个百分点，同比下降 1.0 个百分点。

图表 34. 12 月全国成交土地平均楼面价 1543 元/平，环比下降 12.2%，同比下降 7.2%



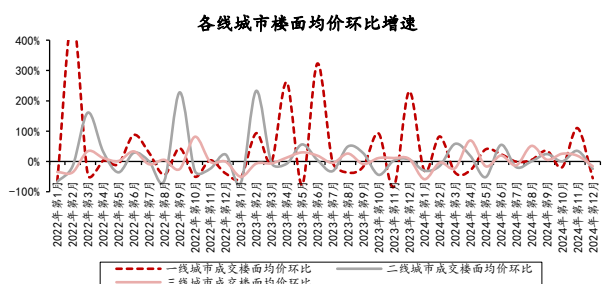
资料来源：Wind，中银证券

图表 35. 12 月平均土地溢价率为 3.9%，较上月下降了 0.8 个百分点，较 2023 年同期上升了 0.5 个百分点



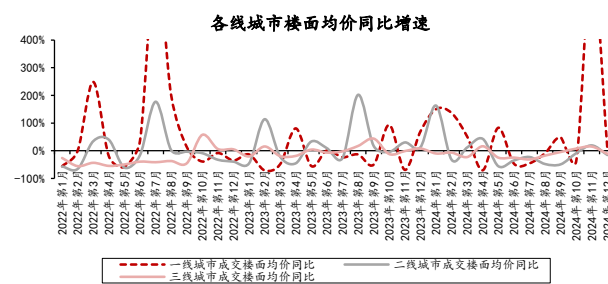
资料来源：Wind，中银证券

图表 36. 12 月一、二、三线城市成交土地楼面均价环比增速分别为 -55.2%、-24.5%、-16.1%



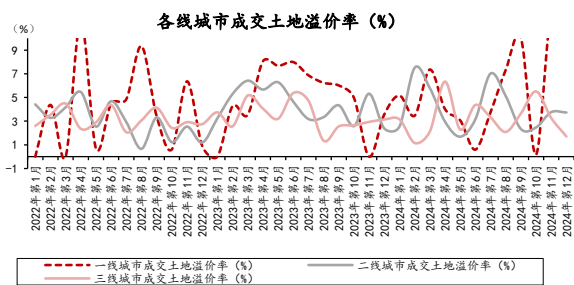
资料来源：Wind，中银证券

图表 37. 12 月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 6.5%、-15.6%、-10.7%



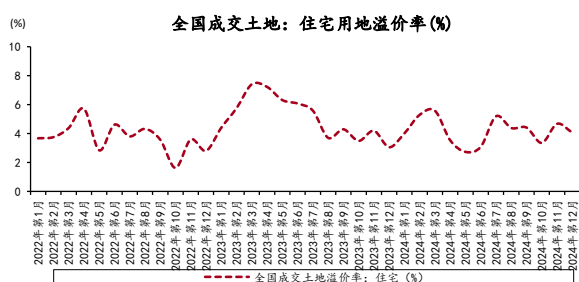
资料来源：Wind，中银证券

图表 38.12 月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 10.7%、3.7%、1.7%



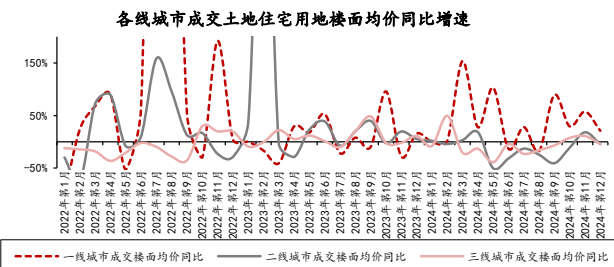
资料来源: Wind, 中银证券

图表 40.12 月全国住宅类用地平均溢价率为 4.1%，环比下降 0.6 个百分点，较去年同期上升 1.0 个百分点



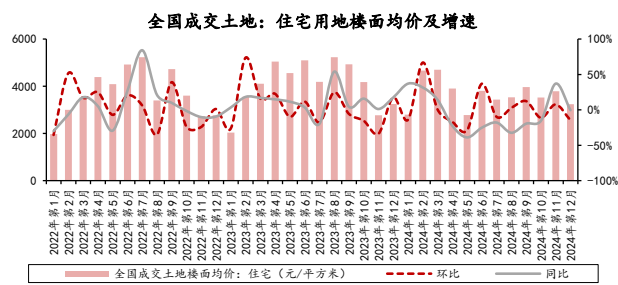
资料来源: Wind, 中银证券

图表 42.12 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分别为 20.9%、-4.5%、-4.6%



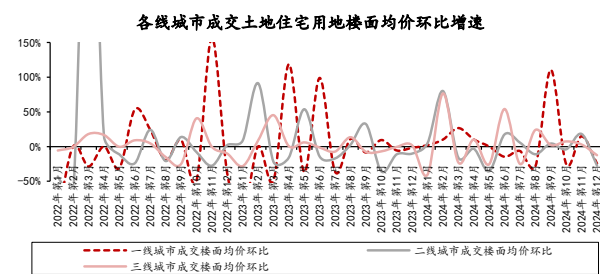
资料来源: Wind, 中银证券

图表 39.12 月全国住宅类用地成交土地平均楼面价为 3238 元/平，环比下降 14.6%，同比下降 0.4%



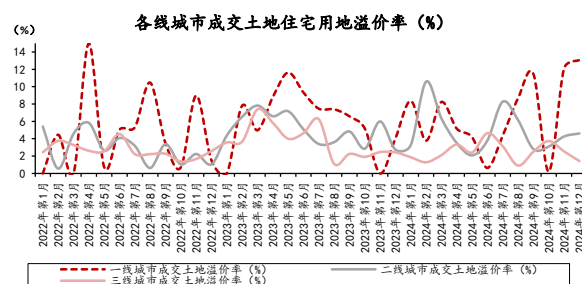
资料来源: Wind, 中银证券

图表 41.12 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 -24.6%、-27.3%、-12.4%



资料来源: Wind, 中银证券

图表 43.12 月一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 13.1%、4.6%、1.4%



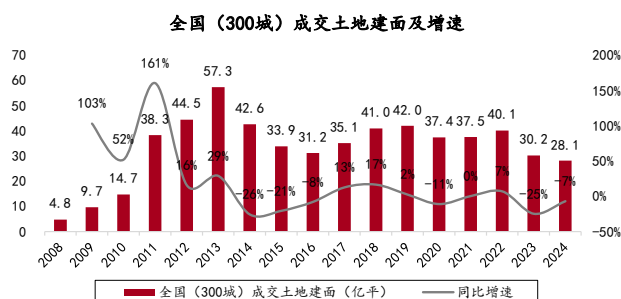
资料来源: Wind, 中银证券

2024 年全年全国土地成交不到 2013 年峰值水平的一半，一方面土地市场成交低迷，另一方面，作为行业去库存的重要一环，土地供应规模也下滑。从全类型土地累计成交情况来看，2024 年全年全国土地成交量价齐跌，溢价率有所下降。2024 年全国（300 城）成交土地规划总建面 28.1 亿平，同比下降 7%；成交总价 3.6 万亿元，同比下降 16%；楼面均价 1276 元/平，同比下降 10%；平均溢价率 3.8%，同比下降 0.4 个百分点。一、二、三线城市土地成交建面分别为 6267 万平、4.6 亿平、9.6 亿平，同比增速分别为 -24%、-10%、-7%；成交总价分别为 4619、9826、12271 亿元，同比增速分别为 -27%、-25%、-12%；楼面均价分别为 7371、2116、1281 元/平，同比增速分别为 -3%、-17%、-5%；平均土地溢价率分别为 6.9%、3.5%、3.1%，一线城市同比提升 1.1 个百分点，二、三线城市同比分别下降 0.8、0.3 个百分点。

从住宅土地累计成交情况来看，2024 年全年全国住宅类用地土地成交总价同比下降超过两成，土地溢价率同比下降，但一线城市楼面均价涨幅超过两成，溢价率也明显提升。2024 年全国（300 城）住宅类用地成交土地规划总建面 7.1 亿平，同比下降 14%；成交总价 2.5 万亿元，同比下降 22%；楼面均价 3514 元/平，同比下降 9%；平均溢价率 4.1%，同比下降 0.5 个百分点。一、二、三线城市全年住宅类用地土地成交建面分别为 1314 万平、1.2 亿平、2.3 亿平，同比增速分别为-42%、-20%、-14%；住宅类用地成交总价分别为 3905、7662、8187 亿元，同比增速分别为-27%、-31%、-18%；住宅类用地楼面均价分别为 29714、6143、3559 元/平，同比增速分别为 24%、-14%、-4%；平均土地溢价率分别为 8.0%、4.2%、2.3%，一线城市同比提升 1.2 个百分点，二、三线城市同比均下降 0.8 个百分点。

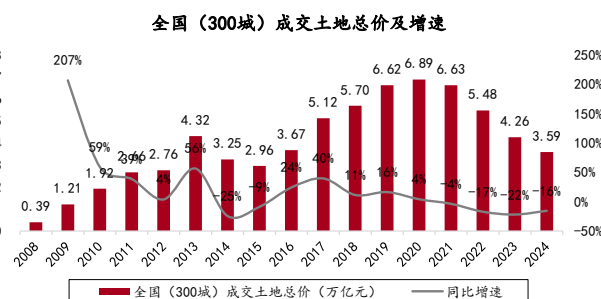
我们认为，受制于房地产市场仍在下行，房企待开发土地库存积压，新增拿地更加谨慎，以及中央“以房定地”要求下，2025 年部分城市用地供给或持续下降，我们预计 2025 年全年土地成交规模仍难回正，不过，受到核心城市土拍限价取消、核心地区高品质高单价地块供应的影响，预计核心城市的成交楼面均价和溢价率水平仍将有所保持。

图表 44. 2024 年全国（300 城）成交土地建面 28.1 亿平，同比下降 7%



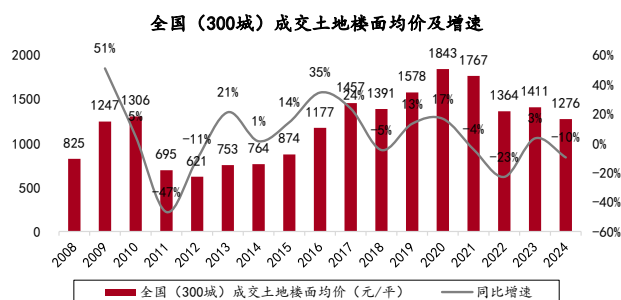
资料来源：Wind，中银证券

图表 45. 2024 年全国（300 城）成交土地总价 3.6 万亿元，同比下降 16%



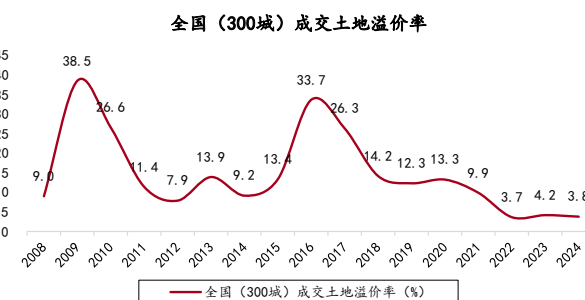
资料来源：Wind，中银证券

图表 46. 2024 年全国（300 城）成交土地楼面均价 1276 元/平，同比下降 10%



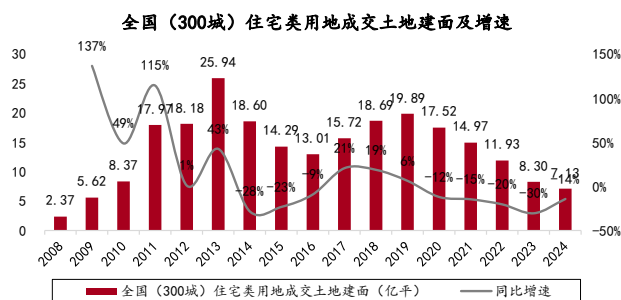
资料来源：Wind，中银证券

图表 47. 2024 年全国（300 城）成交土地溢价率 3.8%，同比下降 0.4 个百分点



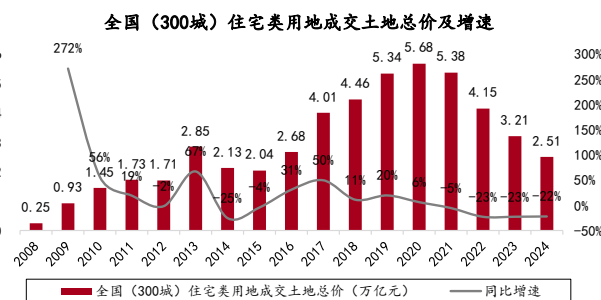
资料来源：Wind，中银证券

图表 48. 2024 年全国（300 城）住宅类用地成交土地建面 7.1 亿平，同比下降 14%



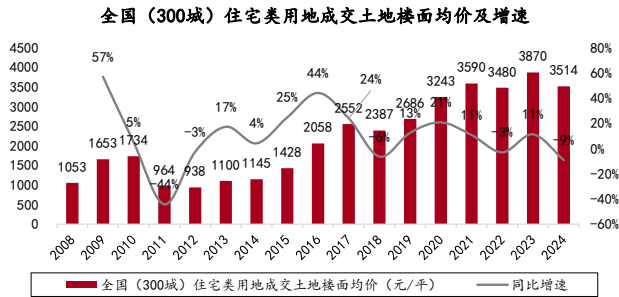
资料来源：Wind，中银证券

图表 49. 2024 年全国（300 城）住宅类用地成交土地总价 2.5 万亿元，同比下降 22%



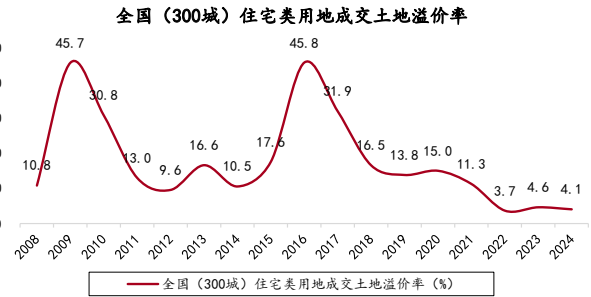
资料来源：Wind，中银证券

图表 50. 2024 年全国（300 城）住宅类用地成交土地楼面均价 3514 元/平，同比下降 9%



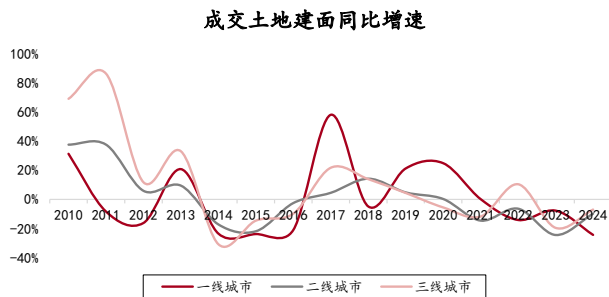
资料来源：Wind，中银证券

图表 51. 2024 年全国（300 城）住宅类用地成交土地溢价率 4.1%，同比下降 0.5 个百分点



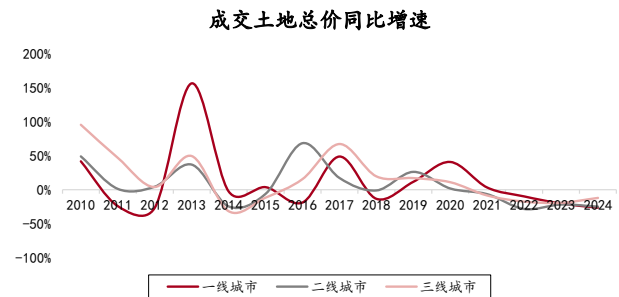
资料来源：Wind，中银证券

图表 52. 2024 年一、二、三线城市土地成交建面同比增速分别为-24%、-10%、-7%



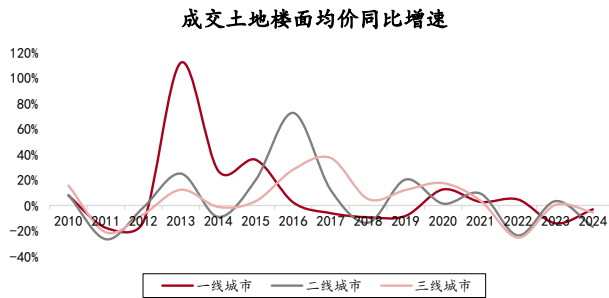
资料来源：Wind，中银证券

图表 53. 2024 年一、二、三线城市土地成交总价同比增速分别为-27%、-25%、-12%



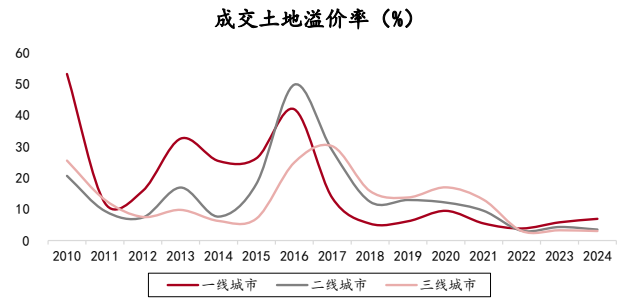
资料来源：Wind，中银证券

图表 54. 2024 年一、二、三线城市土地成交楼面均价同比增速分别为-3%、-17%、-5%



资料来源：Wind，中银证券

图表 55. 2024 年一、二、三线城市平均土地溢价率分别为 6.9%、3.5%、3.1%



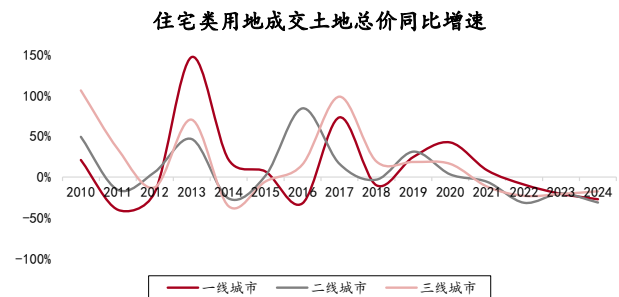
资料来源：Wind，中银证券

图表 56. 2024 年一、二、三线城市全年住宅类用地土地成交建面同比增速分别为-42%、-20%、-14%



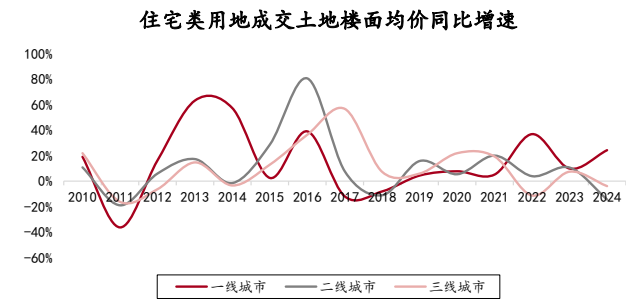
资料来源：Wind，中银证券

图表 57. 2024 年一、二、三线城市住宅类用地成交总价同比增速分别为-27%、-31%、-18%



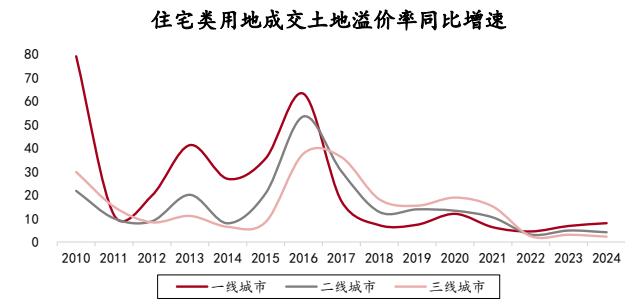
资料来源：Wind，中银证券

图表 58. 2024 年一、二、三线城市住宅类用地楼面均价同比增速分别为 24%、-14%、-4%



资料来源: Wind, 中银证券

图表 59. 2024 年一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 8.0%、4.2%、2.3%



资料来源: Wind, 中银证券

3 房企：12 月百强销售同比由负转正、拿地金额环比持续增长，但全年销售与拿地规模均下降三成

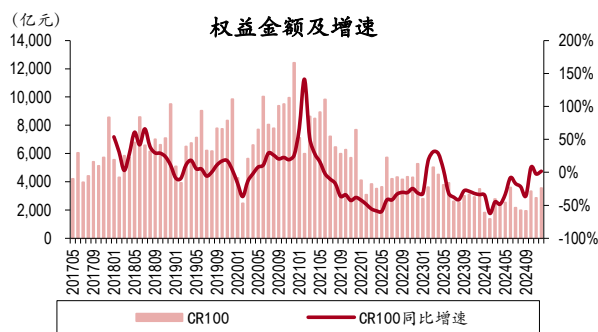
3.1 销售：百强房企 12 月单月全口径销售同比由负转正，全年销售同比下降三成

百强房企 12 月单月全口径销售同比由负转正。百强房企 12 月单月实现全口径销售额 4727 亿元，环比增长 22.5%，同比增长 1.7%（前值：-9.3%）；权益口径 3555 亿元，环比增长 24.7%，同比增长 1.7%（前值：-2.5%），单月全口径销售同比由负转正，得益于政策稳信心强预期、年末房企销售业绩冲刺以及 2023 年同期基数较低。

各梯队单月全口径销售同比均由负转正。CR5、CR10、CR20、CR50 单月全口径销售额增速分别为 12.7%、1.9%、1.3%、1.1%，同比增速分别提升了 21.1、12.3、13.5、9.9 个百分点；权益口径销售额增速分别为 3.0%、-2.6%、1.1%、2.4%，同比增速分别提升了 6.1、2.9、5.9、5.2 个百分点。

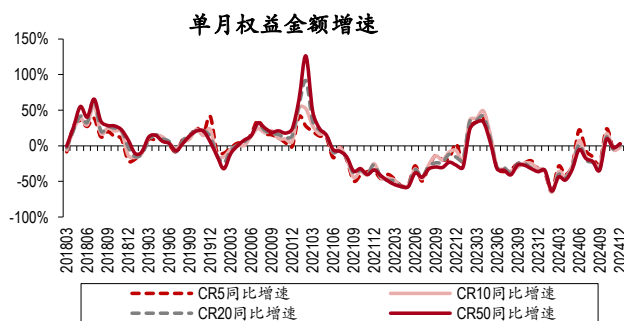
TOP20 房企中，12 月单月销售额同比增速为正的房企有：中建壹品（+260%）、华发股份（+231%）、中海地产（+76%）、中国金茂（+66%）、华润置地（+52%）、越秀地产（+39%）、招商蛇口（+33%）。

图表 60. 百强房企 12 月单月权益口径 3555 亿元，同比增长 1.7%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 61. 12 月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额增速分别为 3.0%、-2.6%、1.1%、2.4%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 62. 12 月各梯队单月全口径销售金额同比均由负转正

房企梯队	单月全口径销售（亿元）			单月全口径销售增速		
	2023 年 12 月	2024 年 11 月	2024 年 12 月	2023 年 12 月	2024 年 11 月	2024 年 12 月
CR5	1311	1223	1478	-43.0%	-8.4%	12.7%
CR10	2206	1900	2247	-38.0%	-10.4%	1.9%
CR20	3032	2558	3071	-41.3%	-12.3%	1.3%
CR50	4073	3418	4119	-40.1%	-8.8%	1.1%
CR100	4647	3860	4727	-37.6%	-9.3%	1.7%
房企梯队	单月权益口径销售（亿元）			单月权益口径销售增速		
	2023 年 12 月	2024 年 11 月	2024 年 12 月	2023 年 12 月	2024 年 11 月	2024 年 12 月
CR5	1115	901	1149	-32.1%	-3.1%	3.0%
CR10	1777	1384	1730	-32.5%	-5.5%	-2.6%
CR20	2325	1880	2352	-36.2%	-4.8%	1.1%
CR50	3059	2526	3133	-36.4%	-2.7%	2.4%
CR100	3495	2851	3555	-33.8%	-2.5%	1.7%

资料来源：克而瑞，中银证券

图表 63. TOP20 房企中，12 月单月销售额同比增速为正的房企有：中建壹品（+260%）、华发股份（+231%）、中海地产（+76%）、中国金茂（+66%）、华润置地（+52%）、越秀地产（+39%）、招商蛇口（+33%）

销售排名	公司	2024年全年全口径金额	同比	2024年12月全口径金额	同比	2023年全年全口径销售金额月均值	2024年11月全口径金额	同比	2024年12月权益金额	同比	2024年11月权益金额	同比	2024年12月全口径面积	同比	2024年11月全口径面积	同比
1	保利发展	3230	-23.9%	150	-40.2%	354	240	-23.3%	118	-66.0%	189	-12.1%	88	-28.3%	119	-29.3%
2	中海地产	3106	0.3%	402	76.1%	258	300	30.8%	424	106.3%	270	30.8%	130	35.2%	130	31.2%
3	华润置地	2611	-15.0%	320	52.4%	256	258	6.6%	219	53.8%	157	3.4%	148	75.4%	119	14.3%
4	万科地产	2447	-34.8%	221	-31.9%	313	209	-33.7%	144	-31.9%	136	-33.7%	179	-11.1%	139	-29.4%
5	招商蛇口	2193	-25.3%	303	32.9%	245	216	-8.4%	202	17.4%	149	1.4%	117	37.6%	89	-15.2%
6	绿城中国	1718	-11.5%	232	-9.0%	162	183	-10.4%	161	2.8%	130	-13.9%	79	20.8%	61	-27.4%
7	建发房产	1335	-29.4%	171	-32.0%	158	124	-32.0%	131	-17.6%	100	-6.6%	77	-41.8%	49	-19.8%
8	越秀地产	1145	-19.6%	135	39.2%	119	99	-16.3%	81	39.2%	59	-16.1%	45	72.2%	35	-28.8%
9	滨江集团	1116	-27.3%	96	-7.4%	128	99	-9.0%	44	4.5%	51	24.2%	21	-15.8%	22	-28.8%
10	华发股份	1054	-16.3%	160	231.4%	105	133	45.6%	113	257.0%	85	38.6%	60	175.2%	48	93.5%
11	龙湖集团	1008	-41.9%	78	-28.7%	145	81	-22.9%	48	-36.0%	54	-19.5%	50	-34.3%	51	93.5%
12	中国金茂	983	-30.4%	152	66.2%	118	80	-20.1%	105	66.0%	55	-20.1%	120	89.9%	50	-45.5%
13	中国铁建	964	-20.7%	97	-53.0%	101	138	-20.0%	88	-51.1%	109	-9.8%	109	-18.8%	101	-3.1%
14	金地集团	685	-55.4%	53	-49.4%	128	48	-52.7%	33	-49.5%	30	-52.7%	34	-50.1%	34	-51.8%
15	绿地控股	648	-42.9%	60	-45.1%	95	53	-47.1%	54	-45.1%	48	-47.1%	56	-53.2%	81	-10.6%
16	碧桂园	605	-72.1%	40	-9.4%	181	37	-52.5%	35	-2.8%	30	-52.8%	50	-9.4%	46	-52.5%
17	保利置业	540	0.7%	20	-35.3%	45	33	72.8%	16	-17.3%	21	60.0%	5	-61.5%	12	21.2%
18	融创中国	471	-44.4%	17	-68.6%	71	16	-54.2%	10	-68.4%	9	-54.1%	14	-65.2%	15	-39.1%
19	中建壹品	453	35.8%	105	259.9%	28	23	147.9%	92	272.6%	19	185.1%	42	318.0%	13	842.9%
20	中交房地产	435	-37.7%	38	-48.2%	58	39	1.3%	27	-45.4%	28	12.4%	49	21.3%	20	4.8%
CR5		13587	-20.6%	1478	12.7%	1426	1223	-8.4%	1149	3.0%	901	-3.1%	694	-2.4%	608	-10.4%
CR10		19956	-24.4%	2247	1.9%	2198	1900	-10.4%	1730	-2.6%	1384	-5.5%	1108	-1.1%	939	-17.6%
CR20		26747	-28.4%	3071	1.3%	3114	2558	-12.3%	2352	1.1%	1880	-4.8%	1570	-4.3%	1307	-19.1%
CR50		35690	-29.6%	4119	1.1%	4226	3418	-8.8%	3133	2.4%	2526	-2.7%	2166	-1.3%	1801	-15.1%
CR100		41865	-30.3%	4727	1.7%	5005	3860	-9.3%	3555	1.7%	2851	-2.5%	2478	-0.4%	2022	-16.0%

资料来源：克而瑞，公司公告，中银证券

备注：金额单位：亿元；面积单位：万平。同比基数均来源于克而瑞。红色箭头表示对应指标的排名上升，绿色箭头表示排名下降，黄色横线表示排名不变。

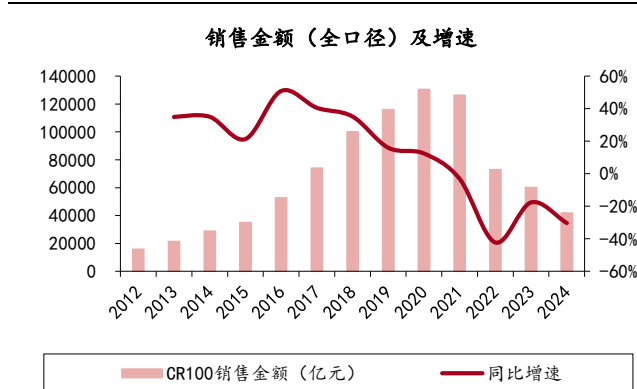
百强房企 2024 年全年销售降幅仍有三成。百强房企 2024 年全年全口径销售额 4.19 万亿元，同比下降 30.3%；权益口径销售额 3.08 万亿元，同比下降 27.4%；销售权益比例为 73.6%，同比提升 2.9 个百分点。

头部房企销售降幅相对较小，销售权益比例相对更高。CR5、CR10、CR20、CR50 全年全口径销售额增速分别为 -20.6%、-24.4%、-28.4%、-29.6%；权益口径销售额增速分别为 -16.4%、-22.1%、-26.2%、-26.5%；销售权益比例分别为 75.8%、73.7%、72.6%、73.0%，同比分别提升 3.8、2.1、2.2、3.1 个百分点。

TOP20 房企中，2024 年全年销售额同比增速为正的房企有：中建壹品（+36%）、保利置业（+0.7%）、中海地产（+0.3%）。

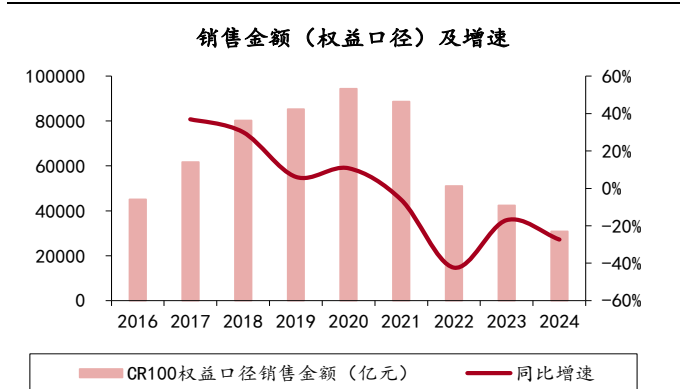
千亿房企再度减少。2024 年全口径销售金额规模超过千亿的房企仅剩 11 家（保利发展、中海地产、华润置地、万科、招商蛇口、绿城中国、建发国际、越秀地产、滨江集团、华发股份、龙湖集团），较 2023 年减少了 5 家，回到了 2016 年的水平。

图表 64. 百强房企 2024 年全年全口径销售额 4.19 万亿元，同比下降 30.3%



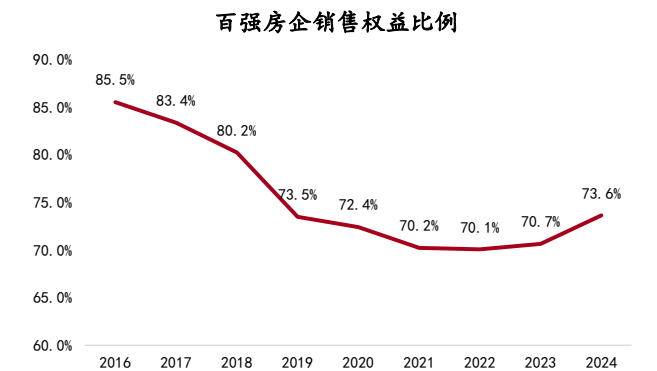
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 65. 百强房企 2024 年全年权益口径销售额 3.08 万亿元，同比下降 27.4%



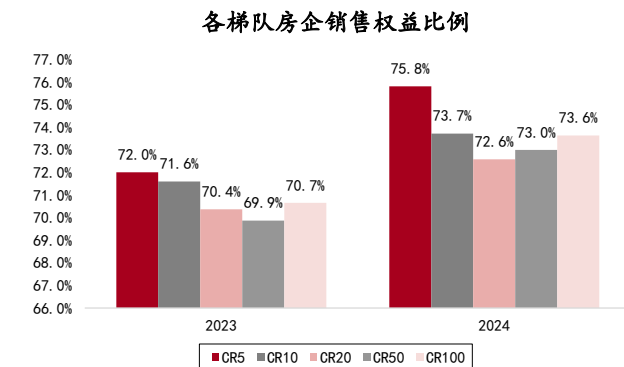
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 66. 百强房企 2024 年销售权益比例为 73.6%，同比提升 2.9 个百分点



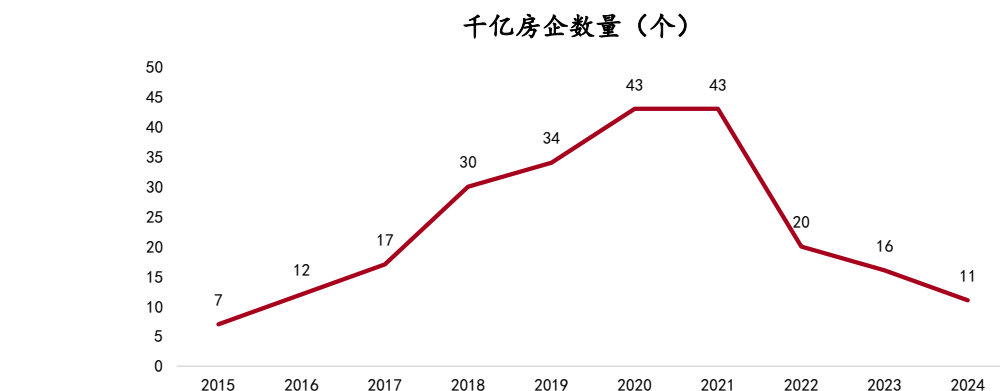
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 67. 头部房企 2024 年销售权益比例相对更高



资料来源：克而瑞，中银证券

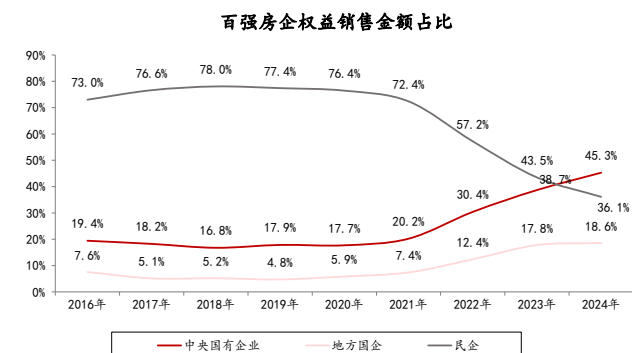
图表 68. 2024 年全口径销售金额规模超过千亿的房企仅剩 11 家



资料来源：克而瑞，中银证券

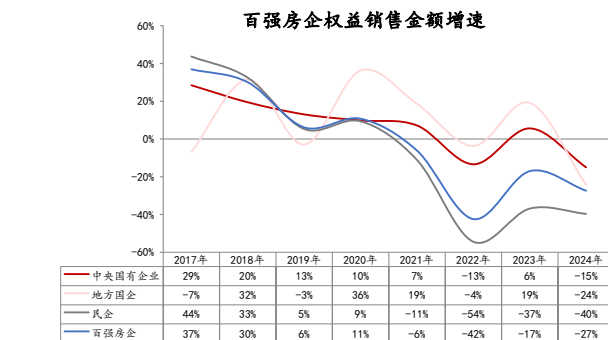
从企业类型来看，2024 年民企销售占比已经降至不足四成，央企与地方国企销售占比提升。2024 年百强房企权益销售额中，民企占比为 36.1%，较 2023 年下降了 7.4 个百分点，央企占比 45.3%，较 2023 年提升了 6.6 个百分点，地方国企占比 18.6%，较 2023 年提升了 0.8 个百分点。从增速来看，央企和地方国企权益销售额 2024 年同比分别下降 15%、24%，降幅相对较小，民企同比下降 40%，降幅较大。央企拥有较高的资源禀赋优势，且更注重口碑，具有较高的认可度和信任度，在房企频频暴雷、很多项目面临烂尾风险的情况下，购房者更青睐深耕央国企，其销售表现相对最好。

图表 69. 2024 年百强房企权益销售额中，民企占比为 36.1%，央企占比 45.3%，地方国企占比 18.6%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 70. 央企和地方国企权益销售额 2024 年同比分别下降 15%、24%，民企同比下降 40%

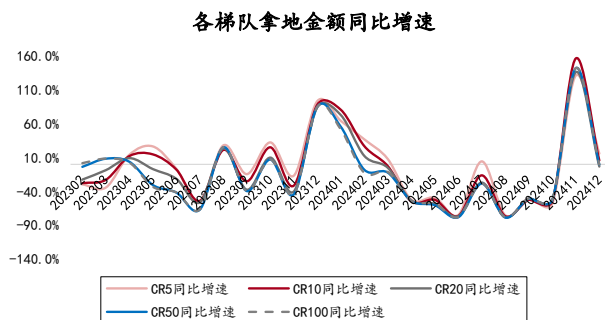


资料来源：克而瑞，中银证券

3.2 拿地：在重点城市土拍带动下百强房企拿地金额连续两个月大幅上涨，全能拿地规模仍下降三成

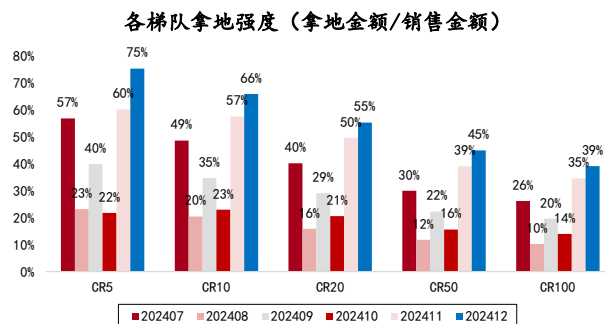
在整体市场“止跌回稳”以及核心城市集中拍地之下，百强房企单月拿地金额连续两个月大幅回升。百强房企 12 月单月全口径拿地金额 1333 亿元，环比增长 38.7%，在整体市场“止跌回稳”以及核心城市集中拍地之下，拿地金额连续两个月大幅回升，不过因基数较高，同比出现了 0.6% 的下降；百强房企拿地强度（拿地金额/销售金额）从 11 月的 35% 再度提升至 12 月的 39%，连续两个月拿地强度提升；拿地建面 935 万平，环比增长 67.7%，同比下降 39.5%。核心城市土拍带动 12 月拿地楼面均价达到 19781 元/平，同比提升 64.3%。头部房企拿地强度相对较大，CR5、CR10、CR20、CR50 拿地强度分别为 75%、66%、55%、45%。具体来看，12 月拿地金额超过 100 亿元的主流房企有：中海地产（拿地金额 400 亿元，拿地强度 100%）、中国金茂（243 亿元，159%）、华润置地（202 亿元，63%）、招商蛇口（158 亿元，52%）、保利发展（108 亿元，72%）、绿城中国（103 亿元，44%），单月拿地较多企业仍以 2024 年销售规模居前的央国企为主，且投资均聚焦在高能级城市。

图表 71. 百强房企 12 月单月全口径拿地金额 1333 亿元，同比下降 0.6%



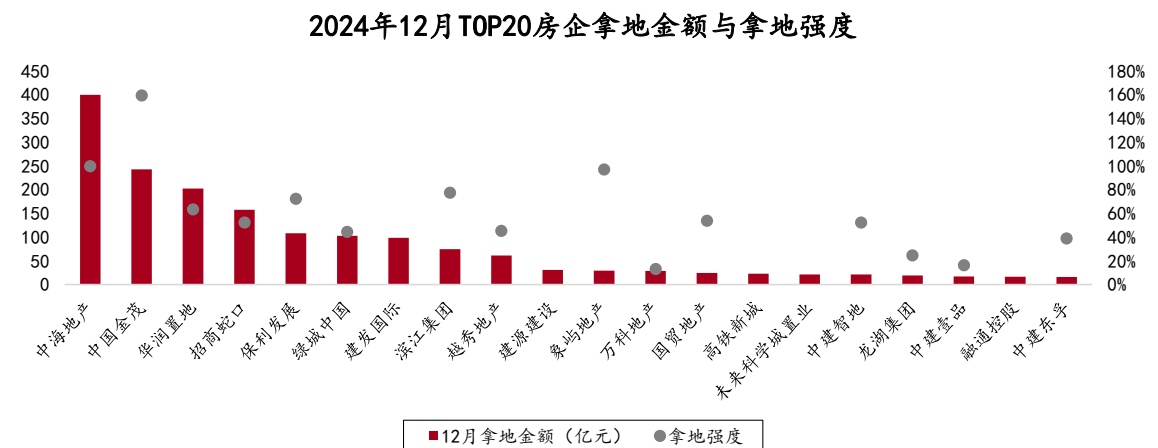
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 72. 12 月百强房企拿地强度为 39%，环比提升了 4 个百分点



资料来源：克而瑞，中银证券

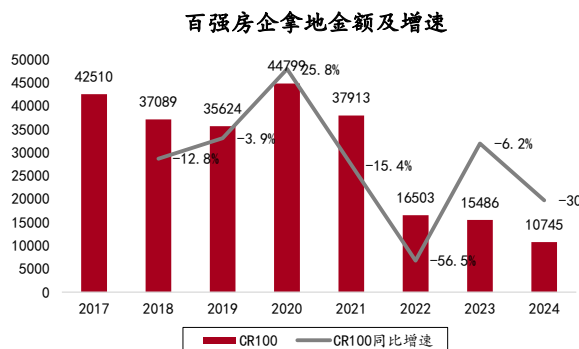
图表 73. 12 月涉及土地投资超百亿的主流房企有：中海地产、中国金茂、华润置地、招商蛇口、保利发展、绿城中国



资料来源：克而瑞，中银证券

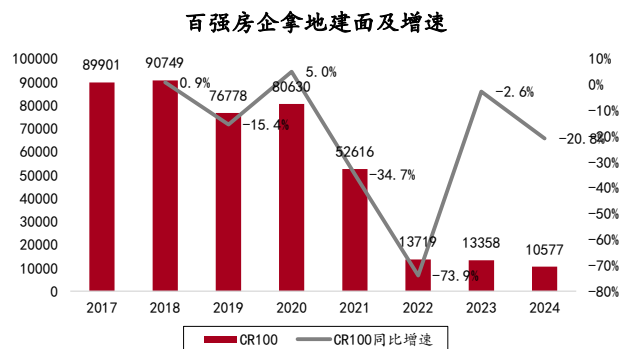
从全年来看，2024 年百强房企拿地量价齐跌，拿地强度基本保持。2024 年百强房企全口径拿地金额 1.07 万亿元，同比下降 30.6%，拿地量不足 2021 年拿地金额的三分之一。百强房企拿地强度（拿地金额/销售金额）为 25.7%，较 2023 年下降了 0.1 个百分点。2024 年拿地建面合计 1.06 亿平，同比下降 20.8%；楼面均价 1.02 万元/平，同比下降 12.4%。头部房企的拿地金额与拿地强度的降幅均较大，投资谨慎，CR5、CR10、CR20、CR50 拿地金额同比增速分别为 -36.7%、-37.2%、-37.4%、-34.2%，拿地强度分别为 25.1%、26.4%、25.0%、24.8%，较 2023 年拿地强度分别下降了 6.4、5.4、3.6、1.7 个百分点。具体来看，拿地较多的为龙头央企和优质民企和混合所有制房企：2024 年中海地产（拿地金额 812 亿元，同比增速 -36%，拿地强度 26%）、华润置地（692 亿元，-37%，27%）、保利发展（680 亿元，-46%，21%）、绿城中国（641 亿元，-19%，37%）、越秀地产（582 亿元，29%，51%）、建发国际（530 亿元，-40%，40%）、滨江集团（432 亿元，-25%，39%）、招商蛇口（374 亿元，-42%，17%）排名靠前。拿地金额 TOP20 房企中，越秀地产、中建壹品、中建智地、联发集团、北京建工 2024 年拿地金额同比保持正增长，越秀地产、中建壹品、国贸地产、象屿地产、中建智地、北京建工拿地强度超过 40%。

图表 74. 百强房企 2024 年全口径拿地金额 1.07 万亿元，同比下降 30.6%



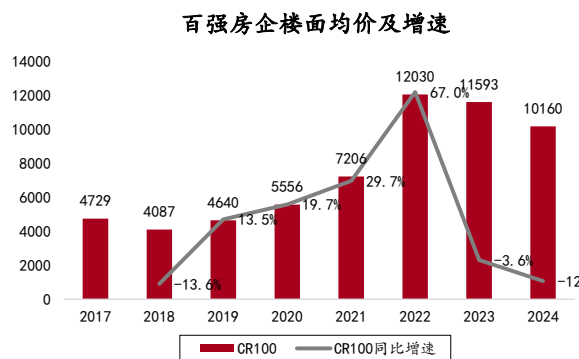
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 75. 百强房企 2024 年拿地建面 1.06 亿平，同比下降 20.8%



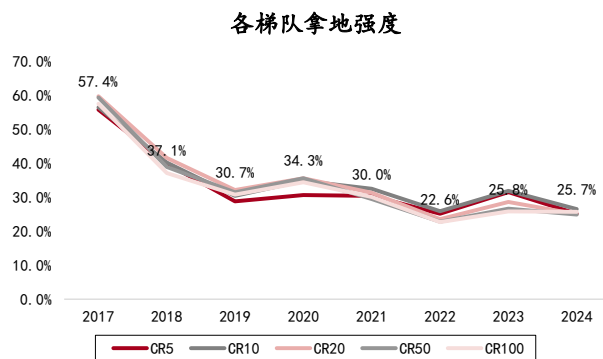
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 76. 百强房企 2024 年楼面均价 10160 元/平，同比下降 12.4%



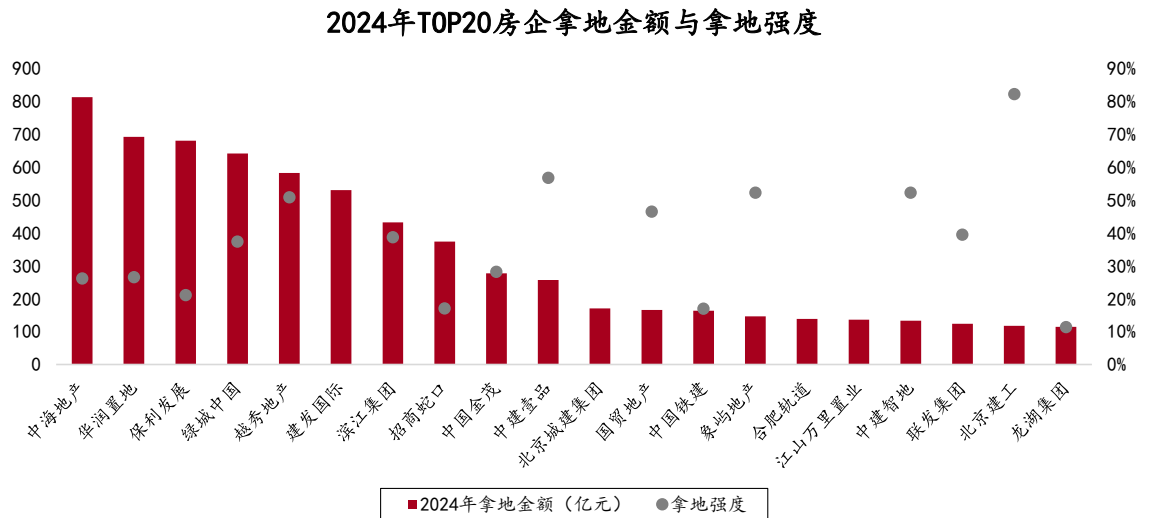
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 77. 百强房企 2024 年拿地强度为 25.7%，与 2023 年基本持平



资料来源：克而瑞，中银证券

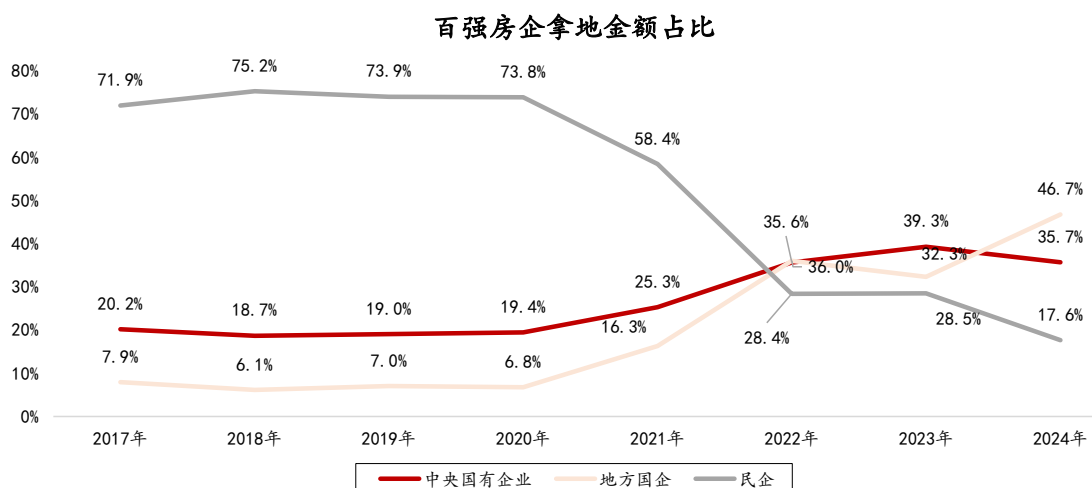
图表 78. 2024 年拿地金额超过 300 亿元的企业有：中海地产、华润置地、保利发展、绿城中国、越秀地产、建发国际、滨江集团、招商蛇口



资料来源：克而瑞，中银证券

从企业类型来看，2024 年拿地房企仍以央国企为主，民企拿地仍然较弱，投资整体格局未发生改变。2024 年百强房企中民企拿地金额占比降至 17.6%，较 2023 年下降 10.8 个百分点；地方国企占比 46.7%，较 2023 年提升 14.4 个百分点，地方国企托底拿地的现象增加；央企占比 35.7%，较 2023 年下降了 3.6 个百分点。从拿地企业来看，有意愿、有能力仍仅有央国企。整体而言，与 2023 年相比，2024 年房企的投资表现更加谨慎，全年新增拿地规模持续下降，且即使是投资相对积极的头部国央企，拿地金额同比降幅大部分也在 20% 以上。我们认为，在销售端仍未实现可持续性回暖的情况下，预计 2025 年企业投资依然以谨慎、分化为主。从城市角度来看，房企将聚焦于核心城市或自身深耕区域；从企业角度看，头部的国央企预计将持续发力，持续在市场低迷期补充优质土储，中小规模房企和大部分民企则预计持续观望，待后市表现来决定是否提升投资力度。

图表 79. 2024 年百强房企中民企拿地金额占比降至 17.6%，较 2023 年下降 10.8 个百分点；地方国企占比 46.7%，较 2023 年提升 14.4 个百分点；央企占比 35.7%，较 2023 年下降了 3.6 个百分点

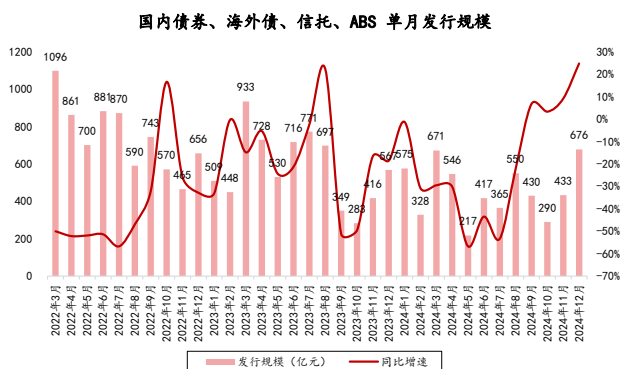


资料来源：克而瑞，中银证券

3.3 房企融资与债券到期：12 月房地产行业融资规模同环比虽然增长，但从绝对值来看，仍然较低

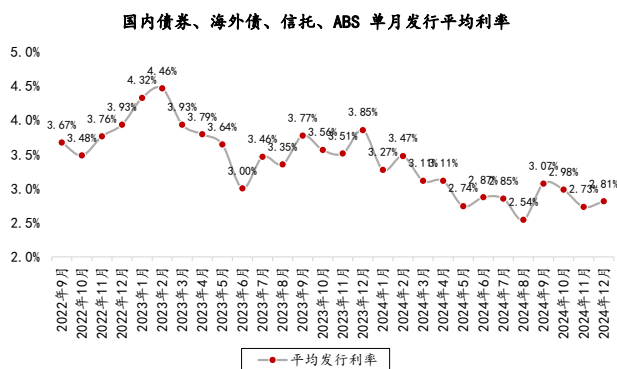
12 月房地产行业融资规模同环比虽然正增长，但从绝对值来看，仍然较低。12 月房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 676 亿元，同比增长 25%，环比增长 40%，平均发行利率 2.81%，同比下降 0.90 个百分点，环比提升 0.08 个百分点。其中，国内债券发行规模 335 亿元，同比增长 23%，环比增长 26%，平均发行利率 2.48%，同比下降 1.13 个百分点，环比下降 0.30 个百分点；信托发行规模 1.1 亿元，同比减少 96%，环比增长 23%；ABS 发行规模 340 亿元，同比增长 42%，环比增长 57%，平均发行利率 3.13%，同比下降 0.48 个百分点，环比提升 0.47 个百分点；本月无海外债发行。具体来看，12 月保利发展、珠江实业、苏高新发行国内债券规模较大，分别为 85.0、27.6、25.0 亿元，平均发行利率分别 2.4%、2.2%、1.9%。

图表 80. 2024 年 12 月房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 676 亿元，同比增长 25%，环比增长 40%



资料来源：中指院，中银证券

图表 81. 2024 年 12 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 2.81%，同比下降 0.90 个百分点，环比提升 0.08 个百分点



资料来源：中指院，中银证券

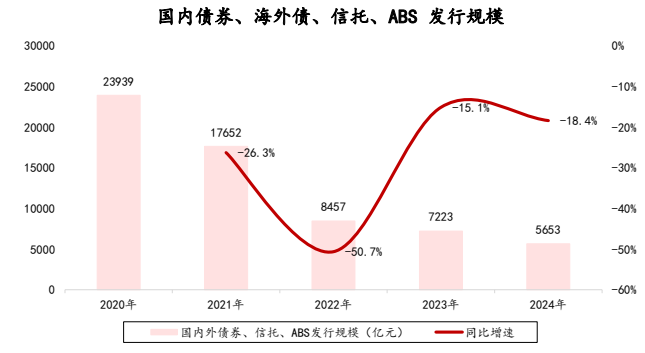
图表 82. 12 月保利发展、珠江实业、苏高新发行国内债券规模较大，分别为 85.0、27.6、25.0 亿元，平均发行利率分别 2.4%、2.2%、1.9%

12月典型企业融资		
企业名称	国内债券(亿元)	平均利率(%)
保利发展	85.0	2.4
珠江实业	27.6	2.2
苏高新	25.0	1.9
北京城建	20.0	2.2
金融街	15.5	2.4
招商蛇口	15.0	2.0
中交地产	11.0	3.5
绿城	10.0	3.9
建发	10.0	2.6
天地源	9.0	4.9
联发	9.0	2.9
黑牡丹	7.1	2.3
京投发展	7.0	2.1
国贸地产	5.0	2.5
南京高科	5.0	2.0

资料来源：中指院，中银证券

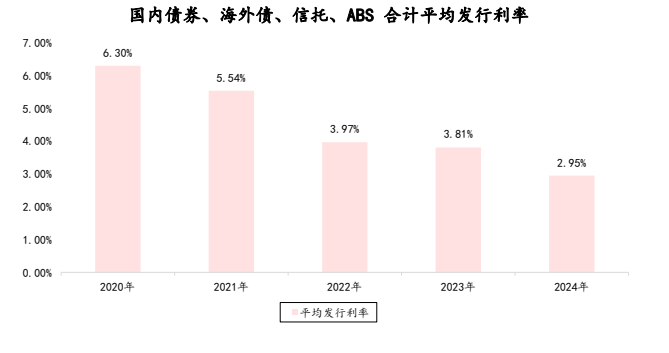
从累计来看，行业融资规模自 2021 年以来持续出现双位数负增长，融资成本不断下降。2024 年房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 5653 亿元，同比减少 18%，平均发行利率 2.95%，同比下降 0.72 个百分点。其中，国内债券发行规模 3448 亿元，同比减少 19%，平均发行利率 2.86%，同比下降 0.71 个百分点；海外债券发行规模 67 亿元，同比减少 69%，平均发行利率 5.22%，同比下降 1.17 个百分点；ABS 发行规模 2138 亿元，同比减少 14%，平均发行利率 3.01%，同比下降 0.59 个百分点。具体来看，2024 年保利发展、苏高新、珠江实业、招商蛇口发行国内债券规模较大，分别为 359、221、157、155 亿元，平均发行利率分别 2.57%、2.18%、2.87%、2.23%。

图表 83. 2024 年房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 5653 亿元，同比减少 18%



资料来源：中指院，中银证券

图表 84. 2024 年房地产行业国内外债券、信托、ABS 平均发行利率 2.95%，同比下降 0.72 个百分点



资料来源：中指院，中银证券

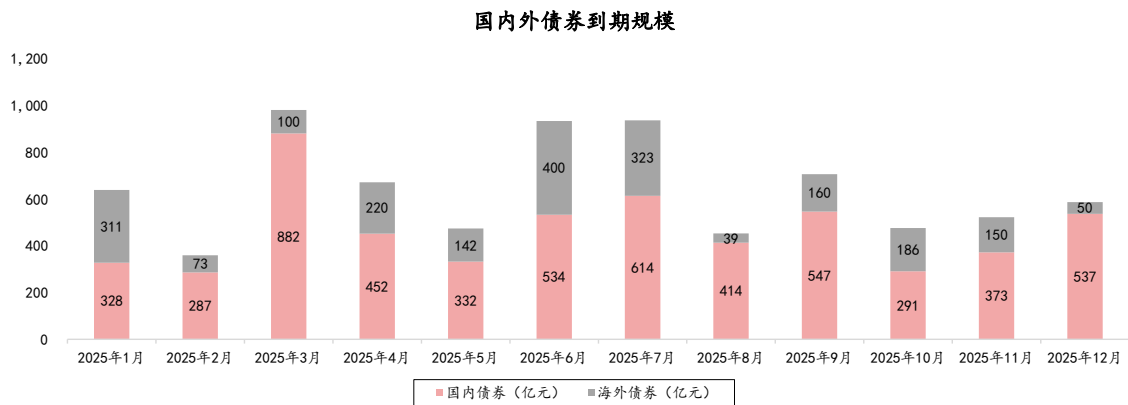
图表 85. 2024 年保利发展、苏高新、珠江实业、招商蛇口发行国内债券规模较大，分别为 359、221、157、155 亿元，平均发行利率分别 2.57%、2.18%、2.87%、2.23%

2024年典型企业融资				
企业名称	国内债券(亿元)	海外债券(亿元)	合计(亿元)	平均利率(%)
保利发展	359.0		359.0	2.57
苏高新	220.5		220.5	2.18
珠江实业	156.6		156.6	2.87
招商蛇口	154.6		154.6	2.23
首开	140.5		140.5	3.36
华润	140.0		140.0	2.30
金融街	110.8		110.8	2.60
北京城建	101.0		101.0	2.58
中海	90.0		90.0	2.71
绿城	80.0		80.0	4.04
美的置业	78.4		78.4	4.18
华发股份	66.9		66.9	2.93
光明房地产	61.0		61.0	3.26
铁建	60.0		60.0	3.14
滨江	60.0		60.0	3.73
联发	58.5		58.5	2.96
建发	52.6		52.6	2.81
中交房地产	50.0		50.0	3.27
大悦城	50.0		50.0	3.04
保利置业	50.0		50.0	2.74
中交地产	44.0		44.0	3.26
首创	43.2		43.2	2.55
越秀地产	43.0	23.9	66.9	2.80
天地源	37.0		37.0	5.05
南京高科	36.0		36.0	2.44
中华企业	31.5		31.5	2.40
新城	29.2		29.2	3.40
栖霞建设	28.7		28.7	2.71
远洋	27.4		27.4	4.60
上海城投	26.0		26.0	2.68
陆家嘴	21.6		21.6	2.29

资料来源：中指院，中银证券

从到期情况来看，2025 年 3、6、7 月为到期小高峰。2025 年国内外债券到期规模为 7746 亿元（其中国内债券 5591 亿元，海外债券 2154 亿元），到期规模略大于 2024 年（7703 亿元）。2025 年 3、6、7 月是到期小高峰，到期规模分别为 981、934、937 亿元。

图表 86. 2025 年国内外债券到期规模为 7746 亿元（其中国内债券 5591 亿元，海外债券 2154 亿元）



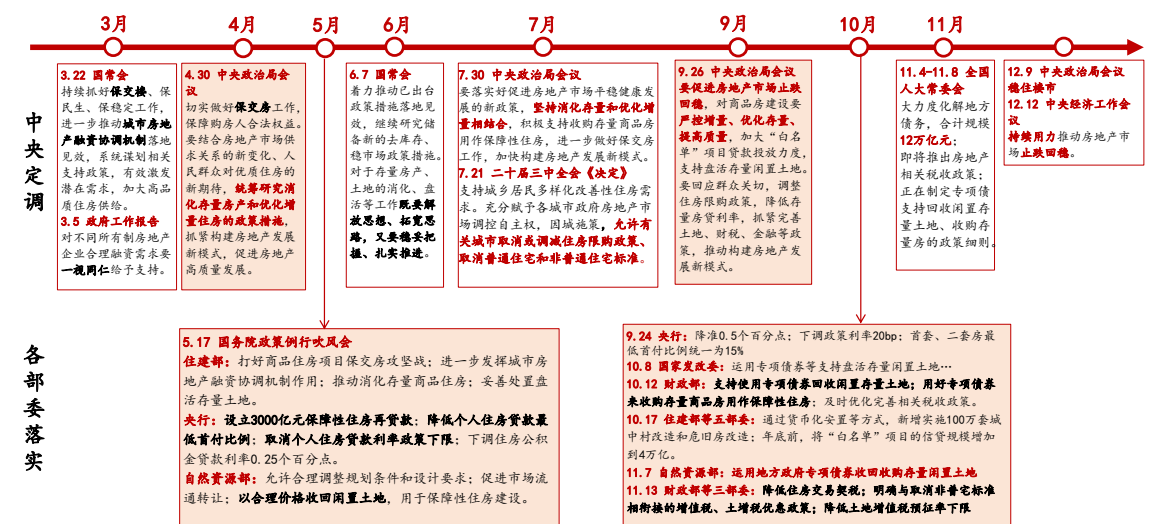
资料来源：中指院，中银证券

4 政策：2024 年行业政策已经应出尽出，2025 年重在落实，“止跌回稳”政策预计进一步发力

回顾 2024 年全年政策，5 月 17 日、9 月 26 日上下半年两轮政策托底市场，9 月 26 日定调政策转向，12 月政治局会议、中央经济工作会议定调 2025 年“持续用力推动房地产市场止跌回稳”。2024 年是行业政策转向的重要一年，在全年多次重要会议上都对房地产行业做出了相应部署和指导性意见，并为行业指明了发展方向。2024 年 1-4 月并无过多实质性重磅刺激，多为对现行制度的优化调整，4 月政治局会议上，强调要统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策，“517 新政”开启了政策转向的序幕，三季度政策力度回落，直到“926”政治局会议，中央定调“止跌回稳”，成为行业的转折点，在一系列政策加持下，市场出现了改善和企稳迹象，年末政治局会议及经济工作会议再度为 2025 年房地产市场的发展指明了方向。

2024 年房地产行业政策已经应出尽出，2025 年重在落实。回顾 2024 年政策走向，从松绑限制性到出台刺激性政策，政策基本应出尽出，市场也在四季度取得了阶段性的止跌。我们认为 2025 年房地产政策宽松基调将延续，“房地产市场止跌回稳”将是政策发力与进一步落实的重点。需求端方面，1) 加力推进货币化旧改，释放增量住房需求；2) 一线城市限制性政策有望持续优化；供给端方面，继续落实收购存量闲置土地、存量商品房政策，多项举措盘活商办用房。

图表 87. 5 月 17 日、9 月 26 日上下半年两轮政策托底市场，9 月 26 日定调政策转向，12 月政治局会议、中央经济工作会议定调 2025 年“持续用力推动房地产市场止跌回稳”



资料来源：中指院，中银证券

中央层面，12 月中央政治局会议、中央经济工作会议、住建部工作会议均释放坚定的稳楼市信号；宏观与财政政策预计更加积极。

一、政治局会议强调宏观宽松及再次明确稳楼市。12 月 9 日中央政治局会议召开，1) 会议提及“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，财政政策方面，旧改及收储等相关的财政支持力度有望加大；货币政策方面，从“稳健”转向“适度宽松”，时隔 14 年再次重提，整体货币充裕度和流动性有望进一步提升，我们预计，2025 年 LPR 和公积金贷款利率的下调空间或更大。此外，会议还提及“加强超常规逆周期调节”，我们预计，相关超常规工具在地产领域也会有所运用。2) 另一方面，本次会议提及“稳住楼市”，体现中央对于“稳地产”的决心。为防止政策效果持续减弱，需求端刺激有望及时介入、持续加码。

二、12月11-12日中央经济工作会议召开，一方面，2025年宏观与财政政策基调偏积极，提高财政赤字率、增加发行超长期特别国债、增加地方政府专项债券发行使用、适时降准降息等均是政策方向；另一方面，房地产相关表述提及“有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度”。“稳住楼市”目标明确，各项支持政策有望加速落实，旧改与收储或将成为2025年房地产行业的主线方向。

三、12月24-25日住建部2025年工作会议召开，对2025年的重点工作强调了5点内容。1)持续用力推动房地产市场止跌回稳；2)推动构建房地产发展新模式；3)大力实施城市更新；4)打造“中国制造”升级版；5)建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子。其中，在持续用力推动房地产市场止跌回稳的部分，提到加力实施城中村和危旧房改造，推进货币化安置，在新增100万套的基础上继续扩大城中村改造规模。我们认为，货币化大旧改将成为2025年房地产行业的主线任务，城中村改造节奏预计会进一步加快。在推动构建房地产发展新模式的部分，重点提到了推行现房销售。我们认为，现房销售将是我国房地产行业的长期发展方向之一，短期内或通过开盘预售条件更加严格，拉长从开工到预售的时间，逐步过渡到现房销售。此外，会议重点提及“好房子”建设，预计未来房企将对产品质量、交付标准、得房率等方面提升竞争力。

图表 88. 住建部 2025 年工作会议重点工作内容



资料来源：住建部，中银证券

地方政策方面，12月广西优化住房套数认定，贵阳、南宁等地优化公积金政策，衡阳、张家口推行套内面积计价，杭州发布容积率新规。

1) 广西、襄阳调整住房套数认定。12月11日，广西发布《广西推动房地产市场平稳健康发展工作措施》，其中规定，鼓励对购买首套、二套住房和“卖旧买新”、生育多子女的家庭进一步放宽信贷条件。12月13日，襄阳发布《关于持续促进中心城区房地产市场平稳健康发展若干措施》，其中规定，对拥有一套住房并已结清相应购房贷款的居民家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买商品住房，金融机构执行首套住房贷款政策。居民家庭正在出租或挂牌出售的自有住房，支持金融机构在办理新购住房个人住房贷款时可不纳入家庭住房套数计算。

2) 各地公积金政策持续优化，石家庄、贵阳等地可提取余额支付首付款，贵阳、乌鲁木齐、长春公积金贷款额度提升。

3) 收购存量商品房用作保障性住房持续推进。11月3日,乐山获得农发行8亿元住房租赁团体购房贷款授信额度,首笔2亿元已到位,可支持收购2994套存量房作为保障性租赁住房,总建筑面积27.64万平。12月11日,湖南省首笔保障性住房再贷款在长沙落地,完成436套存量商品房的收购。近期,安徽加快推进收购存量商品房用作保障性住房工作,其中,六安舒城万达公寓项目由中国银行安徽省分行、农业银行安徽省分行联合授信1.05亿元,共支持685套小户型商住公寓被收购用作保障性租赁住房;亳州蒙城濮水庄园项目由农业发展银行安徽省分行授信4.3亿元,共支持865套住宅被收购用作保障性租赁住房。

4) 衡阳、张家口等更多城市更多城市逐步推进“套内面积计价”及“取消公摊”。12月12日,衡阳发布《关于全市商品房销售实行套内建筑面积计价的通告》。其中规定,房地产开发企业在签订商品房网签合同时,应与购房人约定按套内建筑面积(专有建筑面积)计算商品房价款,面积纠纷条款应当载明以套内建筑面积和套内建筑面积价格作为处理面积纠纷的计价依据。12月17日,张家口发布《关于推动房地产市场平稳健康发展的若干措施》,其中指出,逐步推进“取消公摊”。

更早之前,广东肇庆和湖南湘潭等地就提出“取消公摊”。肇庆则在5月出台“21条”措施促进房地产业高质量发展,明确从5月1日起,实行按住房套内面积计价宣传销售,优化和公开住房公摊面积计算方式,合理适度提高得房率;湘潭市在9月就已明确提出“房企可以实行按住房套内面积(不含公摊面积)进行计价、宣传和销售”的政策。此外,包括广州、杭州、长沙和厦门等地,虽然未明确取消公摊,但也通过放宽对赠送面积限制、优化阳台等空间面积计算规则等方式提高实际得房率。例如12月12日杭州发布《关于优化建设项目容积率及相关指标计算规则的通知》,容积率新规规定部分新房封闭式阳台只算一半面积,小区门厅、开放式风雨连廊不纳入容积率计算,按规定移交相关部门的社区、养老、托育、文体等公共服务配套设施不纳入容积率计算,政策还鼓励多样化停车形式,用于满足停车配建最低标准的停车空间不纳入容积率。我们认为,“按套内面积计价”、“取消公摊”是未来行业的趋势,一方面,为购房人提供了公正透明的购房环境,更加突出产品力的提升;另一方面,在数据层面上,新房房价或出现上涨。从各地实施效果来看,按套内面积计价意味着公摊成本或计入套内建面价格中,计价方式出现变化,但总体购房成本可能不会有太大变化。

5 12 月地产板块继续回调，前期政策效果边际减弱

地产板块 2024 年全年绝对收益-2.1%，跑输沪深 300 16.8 个百分点。其中地产板块在 2024 年 5 月、9 月经历了两段明显的政策博弈行情。

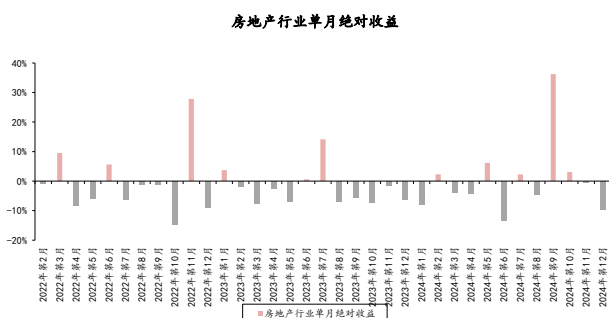
1) 2024 年 5 月，房地产板块绝对收益率 6%，相对收益率（相对沪深 300）7%。“定调转向+供需政策宽松加码+外资进场+房企现金流压力及存货风险减轻预期”四大逻辑叠加带动了 5 月板块上涨的行情。a) 中央定调转向，4 月末的政治局会议以“消化存量房产”形式再度提及“去库存”；b) 供需政策宽松加码。供给端，政府收储存量房、央行 3000 亿元再贷款在地方落地；需求端，“517”信贷政策宽松后，地方信贷宽松不断加码。c) 外资进场：4 月 25 日后外资对地产的持仓占比明显提升，主要是由于当时其他亚洲货币贬值，导致资金回流到中国板块，以及对于“430”政治局会议的政策预期。虽然政策后，6 月销售面积同比降幅均有所收窄，但降幅仍然较大，房价持续下行，且由于基本面反复，市场对其政策效果的持续性存疑，板块在上涨一个月后出现了回调。

2) 2024 年 9 月，房地产板块绝对收益率 36%，相对收益率 15%，主要是受益于 9 月 24 日以来各部门连续召开会议发布提振经济的相关政策，会议级别更高，中央态度更加明确，同时对整体经济也做了表态，因此释放了更强的积极信号。其中 9 月 26 日政治局会议上首次提出“促进房地产市场止跌回稳”，预示着高层领导已经明确关注到了房地产市场持续面临下行压力的问题以及后续可能带来的连锁反应，对房地产市场走弱的容忍度极限逐步接近，地产预期的拐点到来，是定调转向的重要标志。9 月 30 日央行对整体房贷定价机制进行了调整，也超出了市场预期。地方层面，一线城市相继放松了限购政策。10 月中央各部门持续积极表态，政策也加速兑现，降息与存量房贷利率下调均落地，10 月 17 日的国新办新闻发布会上还提出了“通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造”，货币化旧改也可能成为未来行业的重要方向之一。同时，10 月销售基本面出现了明显的改善，销售同比降幅大幅收窄至 1.6%。在此影响下，10 月地产板块绝对收益率 3%，相对收益率仍有 6%。

11、12 月地产板块回调，主要是由于前期的政策效果边际减弱，市场对于未来基本面走向存在分歧，12 月市场修复力度减弱。11 月房地产板块绝对收益为-1%，相对收益（相对沪深 300）为-1%。12 月地产板块绝对收益-9.8%，跑输沪深 300 10.3 个百分点。

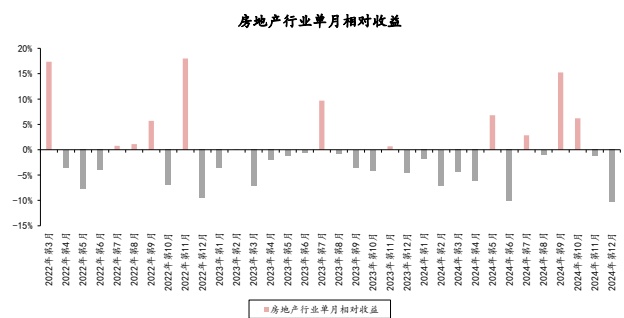
继 9 月末 10 月初板块大幅上涨以后，板块开始进入震荡，前期较为高涨的情绪面有所缓和，后续一段时间市场对未来基本面和政策路径的分歧有所加大，具体节奏和强度上均具备不确定性。但我们认为，围绕楼市供需两端、经济复苏的政策仍在发力，且后续的政策应该逐步更具针对性；虽然我们不排除明年基本面或出现小幅回调的可能，但不改当前板块安全边际较高、绝对估值水平较低、且大方向向好的基本格局。因此我们认为 2025 年地产行业仍有较大的参与机遇，弹性向上仍明确，仍然看好地产板块机会。

图表 89. 房地产行业 12 月绝对收益为-9.8%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 90. 房地产行业 12 月相对沪深 300 收益为-10.3%



资料来源：同花顺，中银证券

6 投资建议

当前行业大方向向好较为明确，2024 年四季度市场明显转好。明年成交修复趋势能否进一步巩固，取决于房地产政策以及宏观财政政策对经济的影响。不过从 12 月政治局会议再度明确“稳楼市”主基调来看，中央对于“稳地产”的决心较为强烈，若前期政策效果减弱，需求端刺激有望及时介入、持续加码。我们认为，短期关注各项支持政策落地后基本面数据的修复情况以及修复效果的持续性，中长期关注旧改、收储等工作推进带来的行业机会。从标的来看，一方面，流动性安全、重仓高能级城市、产品力突出的房企或更具备 α 属性；另一方面，得益于化债、政策纾困、销售改善等多重逻辑下的困境反转的标的或具备更大的估值修复弹性。

现阶段我们建议关注三条主线：1) 基本面稳定、在一二线核心城市的销售和土储占比高、在重点城市的市占率较高的房企：绿城中国、滨江集团、华润置地、招商蛇口、越秀地产。2) 从 2024 年以来在销售和拿地上都有显著突破的“小而美”房企：保利置业、城投控股。3) 经营或策略上有增量或变化的房企、及受益于地方政府化债逻辑的公司：信达地产、云南城投。

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 91. 城市数据选取清单

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

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。

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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