

行业研究 | 行业专题研究 | 房地产

# 地产业绩延续探底，政策支持行业企稳



## 报告要点

2024 年前三季度，24 家样本房企营业收入同比降 22.7%，归母净利润同比降 187.7%，毛利率降至 13.3%，资产负债率为 76.5%，合同负债总额下降 27.5%至 17153 亿元。全国商品房累计销售金额和面积降幅均有所收窄，全国 300 城宅地供应面积同比减少 35.2%，成交面积降 37.3%。房企融资成本有所下降，9 月利率小幅回升至 3.1%，但流动性压力依然较大。政策方面，中央定调“止跌企稳”，供需两侧推出多项措施，助力市场企稳。一线城市放宽限购，多地推进保障性住房收储项目落地。

## 分析师及联系人



杜昊昊



方鹏



姜好辛



刘汪

SAC: S0590524070006 SAC: S0590524100003 SAC: S0590524070008

## 房地产

# 地产业绩延续探底，政策支持行业企稳

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

### 相对大盘走势



### 相关报告

- 1、《房地产：城中村改造增量，财政助力去库存预期》2024.10.18
- 2、《房地产：地方化债、地产去库存，财政增量政策提信心》2024.10.12



扫码查看更多

### 行业事件

#### ➤ 报表端：业绩持续承压，房企延续缩表

24家样本房企2024年前三季度营业收入同比下降22.7%，降幅较2023年全年走扩；归母净利润同比下降187.7%，降幅持续扩大；整体毛利率为13.3%，较2023年全年下降2.7个百分点；整体销管费用率为5.6%，较2023年全年上升0.8个百分点；合同负债总额为17153亿元，同比减少27.5%，合同负债对营业收入的覆盖倍数整体上升至1.7倍；资产总额降至8.36万亿元，同比下降11.2%；资产负债率为76.5%，同比下降1.4个百分点。

#### ➤ 经营端：政策助力销售改善，央国企和改善性房企更具韧性

2024年1-9月，全国商品房累计销售金额同比下降22.7%，累计销售面积同比下降17.1%，降幅均逐步收窄。根据克而瑞数据，百强房企1-9月的累计销售金额共计28605亿元，同比下降38.6%。根据中指院数据，1-9月全国300城宅地累计供应面积为20234万平方米，同比减少35.2%，累计成交面积为14990万平方米，同比减少37.3%。绿城中国、建发房产、滨江集团、保利发展及中海地产位居拿地金额TOP5，头部央国企保持合理的拿地节奏。

#### ➤ 融资端：融资成本有所下降，流动性压力仍在

根据中指院数据，2024年债券发行总额延续下行，2024年1-6月累计发行2828亿元，同比下降29.8%，7月、8月单月同比降幅逐渐收窄，9月同比增长6.6%。2024年上半年平均利率降至3.1%，7月和8月分别降至2.8%和2.5%，9月利率小幅回升至3.1%。截止2024年9月末，房企债券余额为22898亿元。从债券到期时间来看，2024年第四季度到期债券余额为1161亿元，2025年到期债券余额为7007亿元，房企整体仍将承受较大流动性压力。

#### ➤ 政策端：政策组合拳落地，供需两侧齐发力

中央层面，政治局会议定调“止跌企稳”，一揽子增量政策相继出台，央行通过下调LPR、降低存量房贷利率、调整二套房首付比例等措施，降低居民购房成本。此外，优化保障性住房再贷款政策，支持收购房企存量土地，促进房地产供需平衡。地方层面，一线城市迅速响应中央定调，放宽楼市限购限制。各地因城施策推进保障性住房收储政策，部分项目已率先落地。

#### ➤ 投资建议：关注头部央国企及具备改善性产品塑造能力的房企

房地产行业仍处于调整期，业绩持续承压，随着房企低毛利项目陆续结转完毕，业绩有望边际改善。近期政策在供需两端持续加码，市场预期有望得到改善，带动市场企稳。建议关注：1) 重点布局一线及核心二线城市，主打改善性产品，具备持续拿地能力的房企；2) 受益于政策利好不断落地，一二手房市场活跃度提升，拥有核心竞争力的房产中介平台；3) 具备规模优势、运营效率高的头部物业管理公司，以及具有增值服务创新能力和多元业务拓展的物业公司。

**风险提示：**政策效果不达预期；房企流动性风险加剧；市场信心不及预期。

## 正文目录

1. 报表端：业绩持续承压，房企延续缩表 .....	5
1.1 营收及利润降幅走扩，央国企具有一定韧性 .....	5
1.2 毛利率延续下行，销管费率有所上升 .....	6
1.3 合同负债规模缩小，房企持续分化 .....	7
1.4 房企延续缩表和降杠杆，央国企负债率较低 .....	9
2. 经营端：政策助力销售改善，央国企和改善性房企更具韧性 .....	10
2.1 销售端降幅收窄，房企表现持续分化 .....	10
2.2 土地市场供需双降，央国企为拿地主力 .....	13
3. 融资端：融资成本有所下降，流动性压力仍在 .....	15
3.1 发债规模延续收缩，融资成本持续降低 .....	15
3.2 债务压力延续，流动性压力仍在 .....	16
4. 政策端：政策组合拳落地，供需两侧齐发力 .....	17
4.1 中央：定调“止跌企稳”，增量政策助力市场企稳 .....	17
4.2 地方：一线城市宽松限购，收储项目逐步落地 .....	22
5. 投资建议：关注头部央国企及具备改善性产品塑造能力的房企 .....	24
6. 风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1：房地产开发企业分类 .....	5
图表 2：样本房企营业收入同比 .....	6
图表 3：样本房企归母净利润同比 .....	6
图表 4：典型房企 2024 年前三季度营业收入及归母净利润同比 .....	6
图表 5：样本房企毛利率走势 .....	7
图表 6：典型房企 2023、2024Q3 毛利率对比 .....	7
图表 7：样本房企销管费率走势 .....	7
图表 8：典型房企 2023、2024Q3 销管费率对比 .....	7
图表 9：样本房企合同负债规模及同比增速 .....	8
图表 10：样本房企合同负债对营业收入的覆盖倍数 .....	8
图表 11：典型房企 2023Q3、2024Q3 合同负债对营业收入的覆盖倍数 .....	9
图表 12：样本房企资产规模及增速 .....	10
图表 13：样本房企资产负债率走势 .....	10
图表 14：典型房企 2023、2024Q3 资产负债率对比 .....	10
图表 15：全国商品房销售金额累计及单月同比走势 .....	11
图表 16：全国商品房销售面积累计及单月同比走势 .....	11
图表 17：全国商品房销售面积及销售均价单月走势 .....	11
图表 18：百强房企累计全口径销售金额及同比走势 .....	12
图表 19：百强房企单月全口径销售金额及同比走势 .....	12
图表 20：2024 年 1-9 月 TOP100 房企销售情况 .....	13
图表 21：全国 300 城宅地月度供求价走势 .....	14
图表 22：全国 300 城宅地月度成交溢价率/流拍率 .....	14

图表 23:	全国 300 城月度累计供求及同比走势.....	14
图表 24:	2024 年 1-9 月权益拿地金额榜单 TOP20.....	15
图表 25:	房企新发行公开债规模及增速.....	16
图表 26:	房企新发行公开债平均发行利率.....	16
图表 27:	2024 年三季度房企融资规模 TOP10.....	16
图表 28:	房企公开债季度到期金额.....	17
图表 29:	房企公开债余额 TOP8.....	17
图表 30:	“924”一揽子涉房政策.....	18
图表 31:	近年历次中央政治局会议对房地产的表述.....	19
图表 32:	10 月 17 日住建部等五部门新闻发布会主要内容.....	20
图表 33:	棚户区改造开工套数及保障性住房开工建设和筹集套数.....	22
图表 34:	重点城市存量房收购进展.....	23
图表 35:	越秀地产在广州实现退地回收资金 120 亿元.....	24

## 1. 报端：业绩持续承压，房企延续缩量

2024年三季度报已披露完毕，我们选取在A股上市的24家以房地产开发为主业的上市公司作为样本房企进行研究分析。随着央国企和民企的经营表现逐渐分化，我们将样本公司分为央国企（15家）、混合所有制（4家）及民企（5家）。此外，我们选取销售排名靠前且市场关注度较高的12家房企作为典型房企。

图表1：房地产开发企业分类

类型	数量	房企明细
样本房企	24	央国企+混合所有制+民企
央国企房企	15	保利发展、招商蛇口、华发股份等
混合所有制房企	4	万科A、绿地控股、金地集团等
民企房企	5	滨江集团、新城控股、华夏幸福等
典型房企	12	保利发展、招商蛇口、滨江集团等

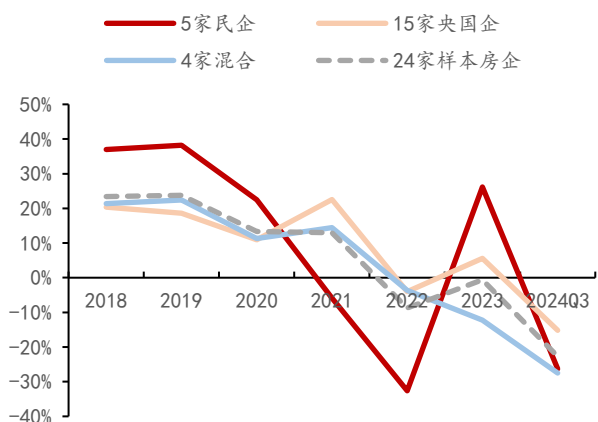
资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1.1 营收及利润降幅走扩，央国企具有一定韧性

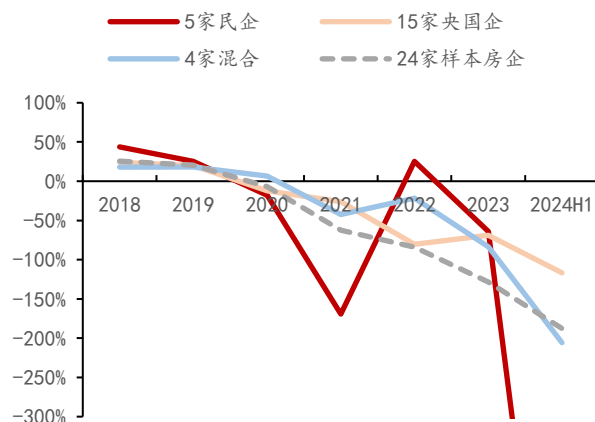
**房地产行业业绩持续承压。**24家样本房企2024年前三季度营业收入同比下降22.7%，降幅较2023年全年走扩；归母净利润同比下降187.7%，降幅持续扩大。市场需求疲软叠加资金压力加剧，房地产行业仍处于调整阶段。

**分企业类型来看，央国企表现出一定韧性，但仍面临营收与利润双降压力。**2024年前三季度，央国企营收同比下降15.2%，归母净利润同比下降116.7%；民营企业营收同比下降26.3%，归母净利润同比下降797.0%；混合所有制企业营收同比下降27.5%，归母净利润同比下降205.7%。

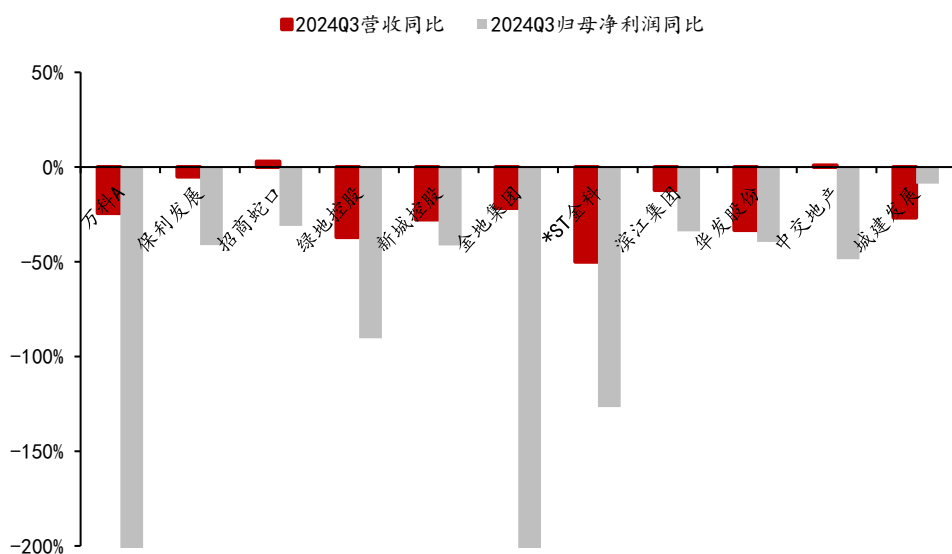
**从典型房企表现来看，绝大多数企业营收和利润均出现较大下滑。**12家典型房企中，仅招商蛇口和中交地产实现营收同比正增长，分别为2.9%和0.9%。归母净利润方面，城建发展同比下降8.8%，降幅最小，其余房企降幅较大，保利发展、招商蛇口、绿地控股、新城控股、衢州发展、滨江集团、华发股份、中国武夷、城建发展保持盈利，其余房企均为亏损。

**图表2：样本房企营业收入同比**


资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表3：样本房企归母净利润同比**


资料来源：Wind，国联证券研究所

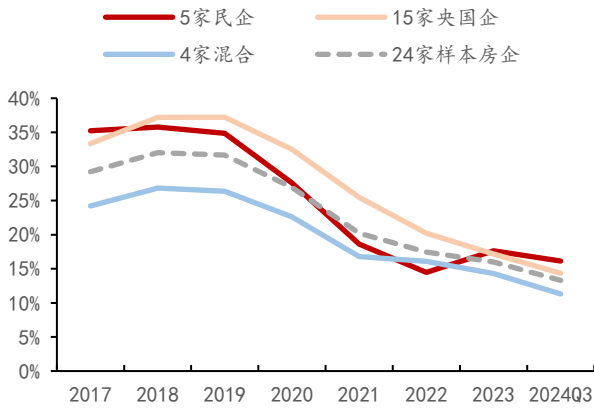
**图表4：典型房企 2024 年前三季度营业收入及归母净利润同比**


资料来源：Wind，国联证券研究所

## 1.2 毛利率延续下行，销管费率有所上升

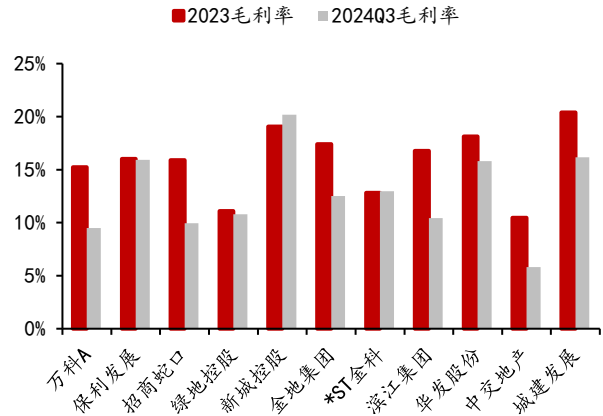
行业毛利率仍然承压，部分房企仍具抗压能力。2024 年前三季度，24 家样本房企的整体毛利率为 13.3%，较 2023 年全年下降 2.7 个百分点。分企业类型来看，央国企毛利率为 14.3%，较 2023 年下降 2.9 个百分点；民企毛利率为 16.1%，较 2023 年下降 1.5 个百分点；混合所有制房企毛利率为 11.3%，较 2023 年下降 3 个百分点。12 家典型房企中，新城控股和\*ST 金科毛利率有所回升，较 2023 年全年分别提高 1.1、0.1 个百分点，其他房企毛利率均有所下降。

图表5：样本房企毛利率走势



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：典型房企 2023、2024Q3 毛利率对比

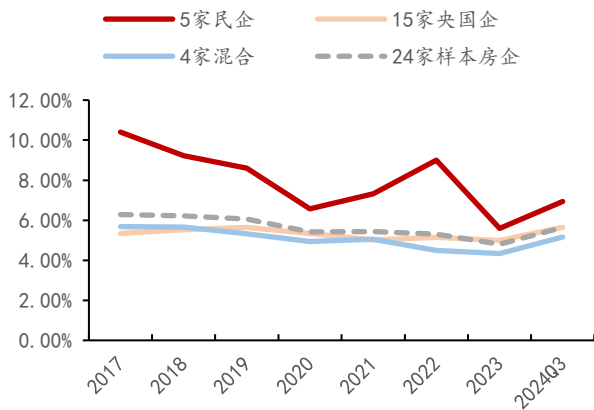


资料来源：Wind，国联证券研究所

受市场下行影响，房企销管费用率有所上升。2024 年前三季度，24 家样本房企的整体销管费用率为 5.6%，较 2023 年全年上升 0.8 个百分点。分企业类型看，央国企的销管费用率为 5.6%，较 2023 年全年上升 0.7 个百分点；混合所有制房企的销管费用率为 5.2%，较 2023 年全年上升 0.8 个百分点；民企的销管费用率为 6.9%，较 2023 年全年上升 1.3 个百分点，部分民企在市场竞争中的成本压力上升。

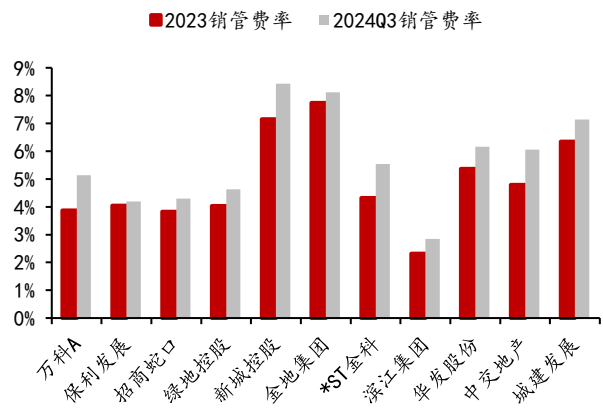
2024 年前三季度，12 家典型房企中，滨江集团的销管费率最低，为 2.8%；绿地控股、保利发展和招商蛇口的销管费率也保持在 5% 以下。总体来看，房企的销管费用率呈现出一定分化。

图表7：样本房企销管费率走势



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：典型房企 2023、2024Q3 销管费率对比



资料来源：Wind，国联证券研究所

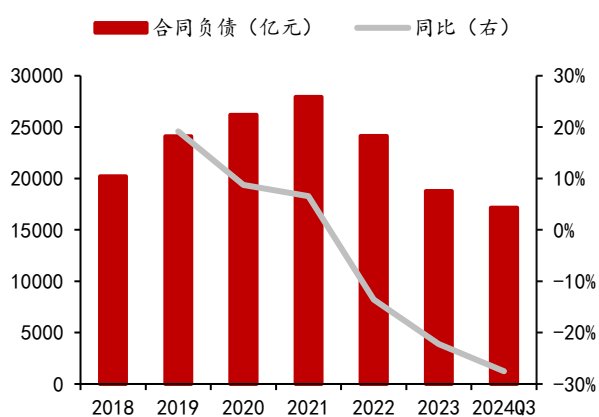
### 1.3 合同负债规模缩小，房企持续分化



**房企合同负债规模缩小。**2024年三季度，样本房企的合同负债总额为17153亿元，同比减少27.5%，合同负债对营业收入的覆盖倍数整体上升至1.7倍。分企业类型来看，民企覆盖倍数达到2.0倍，同比下降0.3倍；央国企的覆盖倍数为2.1倍，同比基本持平；混合所有制房企覆盖倍数上升至1.3倍，同比下降0.2倍。

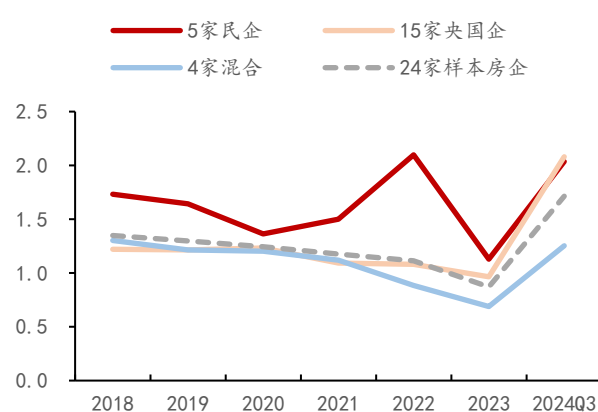
12家典型房企中，滨江集团2024年三季度合同负债对营业收入的覆盖倍数为3.3倍，居于首位，经营状况良好，未来收入增长更具稳定性。华发股份和城建发展覆盖倍数分别提升至2.9倍和3.0倍，较2023年同期有所提升。

**图表9：样本房企合同负债规模及同比增速**



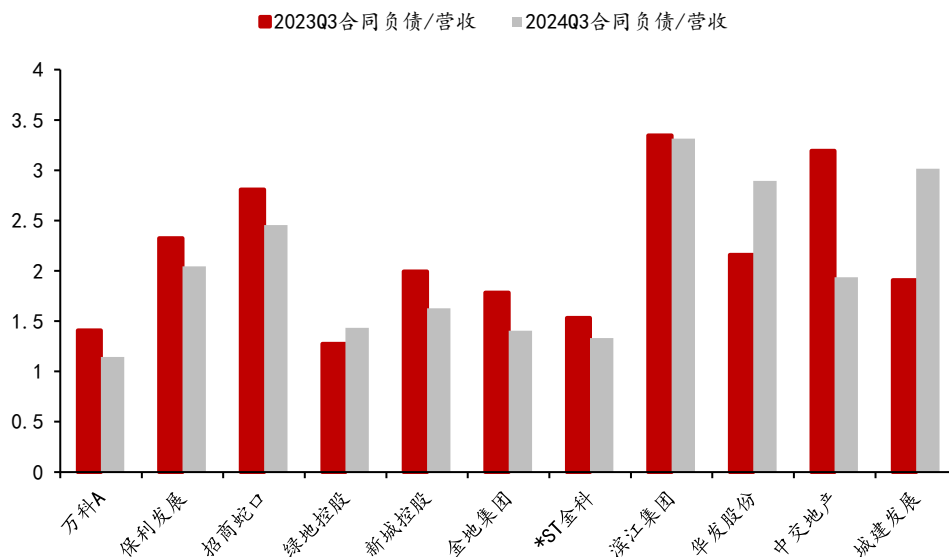
资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表10：样本房企合同负债对营业收入的覆盖倍数**



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：典型房企 2023Q3、2024Q3 合同负债对营业收入的覆盖倍数



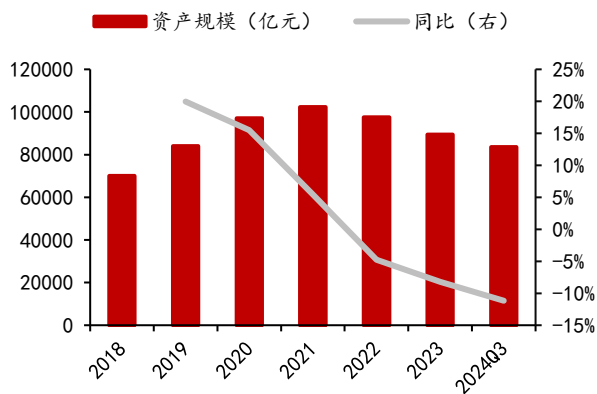
资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1.4 房企延续缩表和降杠杆，央国企负债率较低

**行业延续缩表和降杠杆趋势。**截至 2024 年三季度，样本房企资产总额降至 8.36 万亿元，同比下降 11.2%，延续了 2022 年以来的缩表趋势。2024 年三季度，样本房企的资产负债率为 76.5%，同比下降 1.4 个百分点。分企业类型来看，民企、央国企、混合所有制房企的资产负债率分别为 84.6%、73.8%、76.6%，在行业去杠杆化背景下，央国企和混合所有制房企表现出更强的资产负债控制能力。

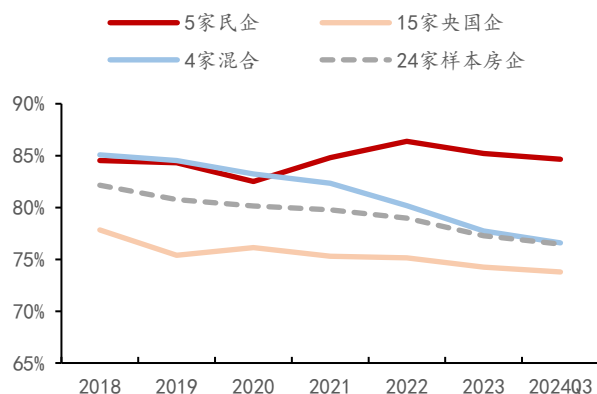
12 家典型房企中，万科 A、新城控股、金地集团的资产负债率分别降至 72.4%、75.5% 和 67.6%，同比下降 2.9、3.2、4.5 个百分点。\*ST 金科、绿地控股的资产负债率较高，分别为 93.1% 和 86.6%。

图表12: 样本房企资产规模及增速



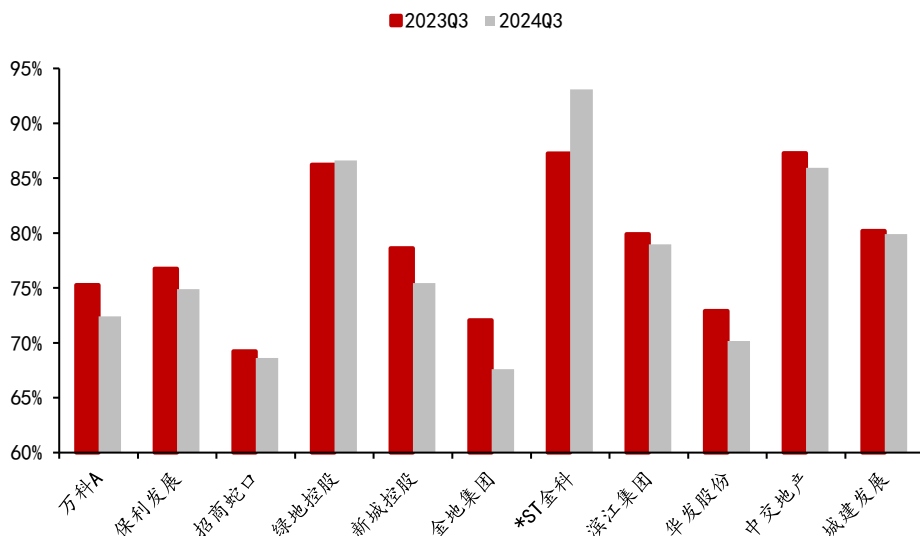
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 样本房企资产负债率走势



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 典型房企 2023、2024Q3 资产负债率对比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

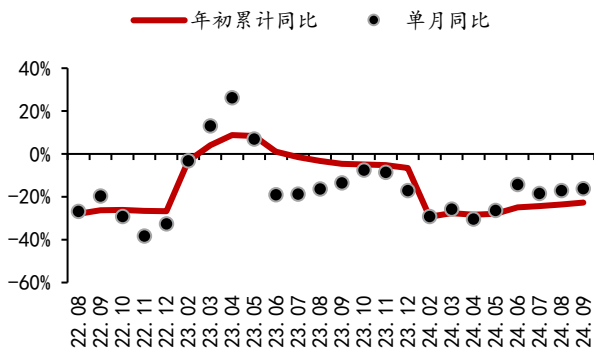
## 2. 经营端: 政策助力销售改善, 央国企和改善性房企更具韧性

### 2.1 销售端降幅收窄, 房企表现持续分化

政策刺激下, 销售端降幅有所收窄。自 2021 年下半年起, 中国房地产市场开始显著下滑, 并延续至 2024 年。2024 年 1-9 月, 全国商品房累计销售金额同比下降 22.7%,

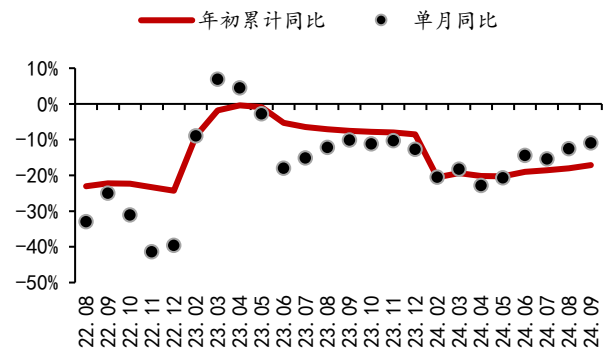
累计销售面积同比下降 17.1%。分月度来看，年初受 2023 年同期高基数影响，同比降幅走扩，2024 年 1-5 月累计销售金额同比下降 27.9%。受政策刺激影响，6 月分别出现销售环比回升，单月销售金额同比降幅收窄至 14.3%。进入三季度后，累计销售金额降幅逐步收窄。

图表15: 全国商品房销售金额累计及单月同比走势



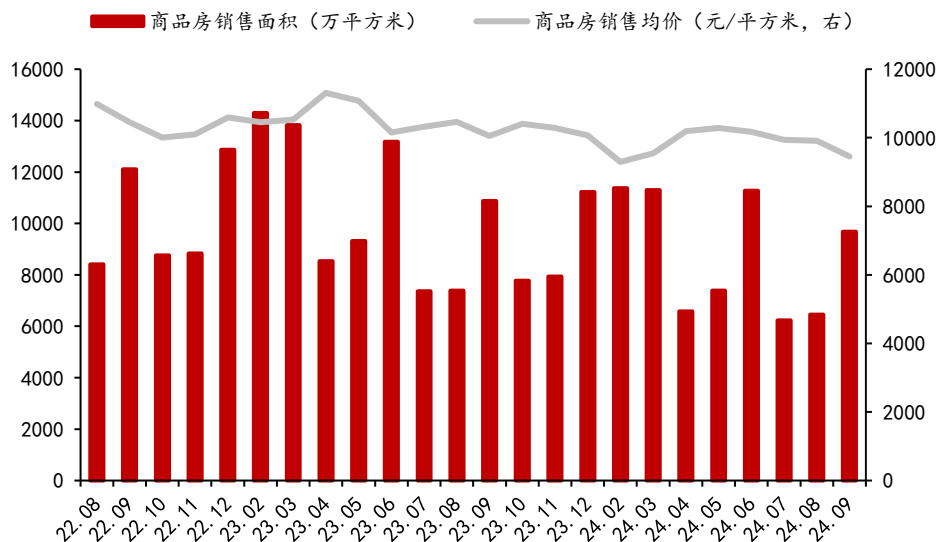
资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表16: 全国商品房销售面积累计及单月同比走势



资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表17: 全国商品房销售面积及销售均价单月走势

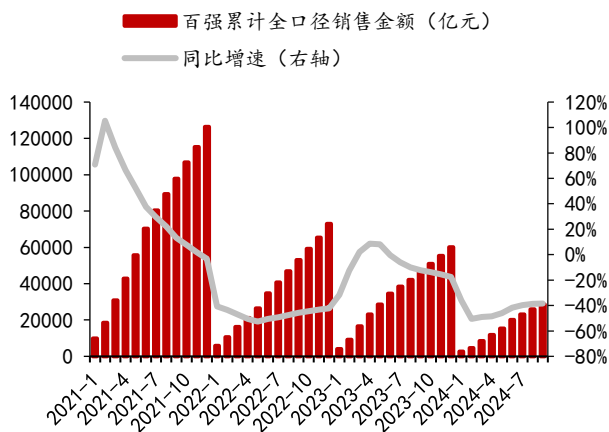


资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所

市场需求进一步萎缩，房企销售同比持续下滑。2024 年以来，百强房企的销售表现进一步下滑，1-9 月的累计销售金额共计 28605 亿元，同比下降 38.6%。单月来看，在 2023 年初高基数影响下，2 月、3 月、4 月销售金额同比分别下降 61.6%、47.4%、

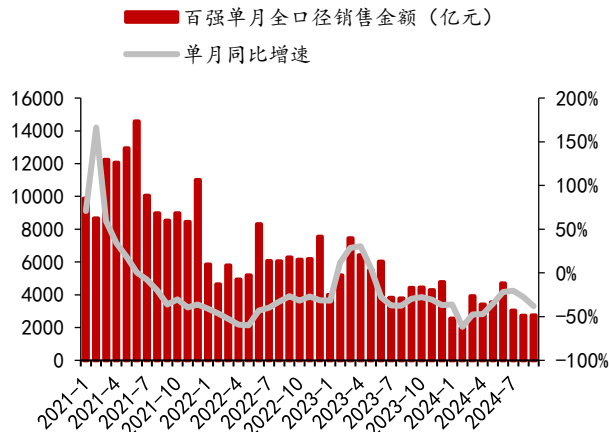
47.0%。6月销售跌幅有所收窄,同比下降21.8%,9月销售金额同比降幅走扩至38.1%。

图表18: 百强房企累计全口径销售金额及同比走势



资料来源: 克而瑞, 国联证券研究所

图表19: 百强房企单月全口径销售金额及同比走势



资料来源: 克而瑞, 国联证券研究所

百强房企销售表现持续分化, 头部房企在市场低迷中展现出一定的抗压能力。分梯队来看, 2024年1-9月TOP10房企销售金额为13711亿元, 同比下降32.5%; TOP11-30梯队销售金额7374亿元, 同比下降43.5%; TOP31-50梯队销售金额为3346亿元, 同比下降43.2%; TOP51-100梯队销售金额为4174亿元, 同比下降42.7%。2024年1-9月, 头部房企中, 中海地产、绿城中国全口径销售金额同比降幅较小, 分别下降16.8%、11.6%。在销售承压的大背景下, 少数房企在销售策略调整与改善性需求驱动下表现好于平均水平, 整体市场仍处于分化的态势。

**图表20：2024年1-9月TOP100房企销售情况**

TOP房企	排名			全口径					权益口径				
	2024年1-9月排名	2024年1-8月排名	2023年排名	1-9月销售金额(亿元)	累计同比	9月销售金额(亿元)	单月环比	单月同比	1-9月销售金额(亿元)	累计同比	9月销售金额(亿元)	单月环比	单月同比
保利发展	1	1	1	2421	27%	213	-4%	36%	1908	16%	168	-4%	44%
中海地产	2	2	3	1988	17%	188	2%	32%	1789	17%	169	2%	32%
万科地产	3	3	2	1805	36%	167	-3%	51%	1173	36%	109	-3%	51%
华润置地	4	4	4	1723	26%	169	11%	36%	1198	29%	118	4%	27%
招商蛇口	5	5	5	1451	36%	142	1%	31%	1002	29%	99	6%	23%
绿城中国	6	6	7	1155	12%	110	36%	14%	819	-2%	79	32%	14%
建发房产	7	7	8	853	36%	75	58%	46%	661	35%	61	60%	37%
滨江集团	8	8	11	801	34%	78	10%	12%	389	36%	33	26%	28%
越秀地产	9	9	12	782	30%	78	-22%	24%	469	30%	47	-22%	24%
龙湖集团	10	10	9	732	47%	80	23%	45%	497	45%	51	7%	46%
华发股份	11	11	14	651	37%	55	-7%	60%	432	41%	36	-5%	53%
中国金茂	12	12	13	634	42%	70	13%	42%	438	42%	48	13%	42%
中国铁建	13	13	15	595	19%	67	2%	22%	487	10%	66	37%	5%
金地集团	14	14	10	528	57%	52	-4%	60%	327	57%	32	-4%	60%
绿地控股	15	15	16	486	42%	60	20%	41%	438	42%	54	20%	41%
碧桂园	16	16	6	470	76%	53	27%	31%	364	77%	38	15%	39%
保利置业	17	17	27	405	12%	37	42%	5%	272	21%	23	35%	2%
融创中国	18	18	17	364	49%	14	-81%	86%	200	50%	8	-81%	86%
新城控股	19	19	18	318	47%	23	-9%	61%	222	48%	15	8%	65%
中交房地产	20	20	20	309	43%	36	18%	33%	199	38%	22	16%	43%
中建壹品	21	22	43	293	9%	38	214%	86%	222	11%	30	167%	93%
美的置业	22	21	22	284	47%	25	-7%	40%	185	46%	16	-7%	33%
首开股份	23	29	23	270	41%	50	61%	3%	157	41%	29	61%	3%
旭辉集团	24	24	19	262	54%	21	4%	62%	136	54%	11	3%	62%
大悦城控股	25	23	30	262	32%	16	-37%	81%	125	45%	7	-48%	89%
电建地产	26	25	33	259	32%	20	12%	33%	177	31%	14	17%	35%
城建集团	27	26	28	259	29%	22	-38%	26%	148	29%	12	-38%	26%
世茂集团	28	28	34	254	28%	29	13%	46%	178	28%	21	13%	45%
远洋集团	29	27	32	243	43%	15	-44%	43%	158	43%	10	-44%	43%
中国中铁	30	33	21	228	52%	46	33%	19%	168	52%	34	33%	19%
<b>各梯队情况</b>	TOP10			13711	-33%	1301	5%	-35%	10004	-31%	966	6%	-27%
	TOP11-30			7374	-44%	728	0%	-44%	5089	-42%	486	5%	-42%
	TOP31-50			3346	-43%	319	-6%	-35%	2530	-40%	241	-8%	-41%
	TOP51-100			4174	-43%	388	-8%	-38%	3227	-39%	232	-35%	-48%
	TOP100			28605	-39%	2736	0%	-38%	20850	-36%	1924	-3%	-36%

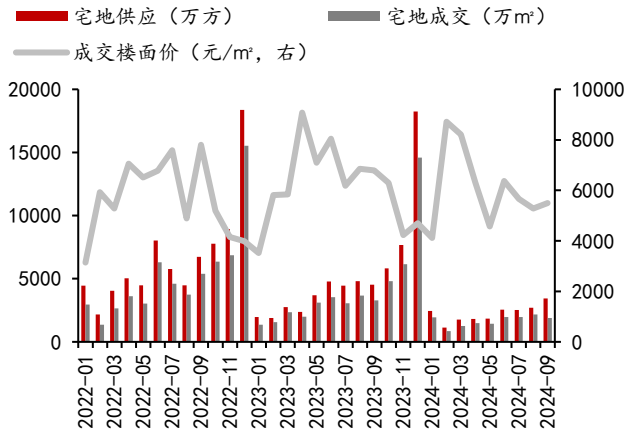
资料来源：克而瑞，国联证券研究所

## 2.2 土地市场供需双降，央国企为拿地主力

**土拍市场热度下降。**2021年下半年以来，受市场热度下降以及房企融资困难影响，房企拿地态度谨慎，土拍热度整体下滑。根据中指院数据，2024年1-9月，全国300城宅地累计供应面积为20234万平方米，同比减少35.2%，累计成交面积为14990万平方米，同比减少37.3%。

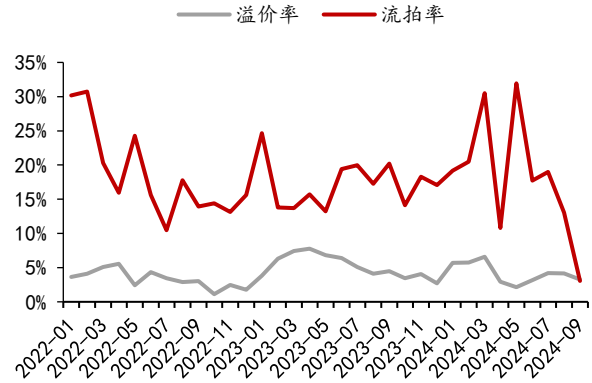
**土拍溢价率保持历史低位水平。**根据中指院数据，2024年1-9月，全国300城宅地成交均价为5829元/平方米，同比下降14.2%。溢价率方面，受供给结构影响，1-3月土拍溢价率分别为5.7%、5.8%、6.6%，随后逐渐下行，保持在5%以下。流拍率方面，年初以来流拍率较高，3月、5月分别为30.5%、31.9%，7月之后流拍率开始下降，9月流拍率降至3.1%。

图表21: 全国 300 城宅地月度供求价走势



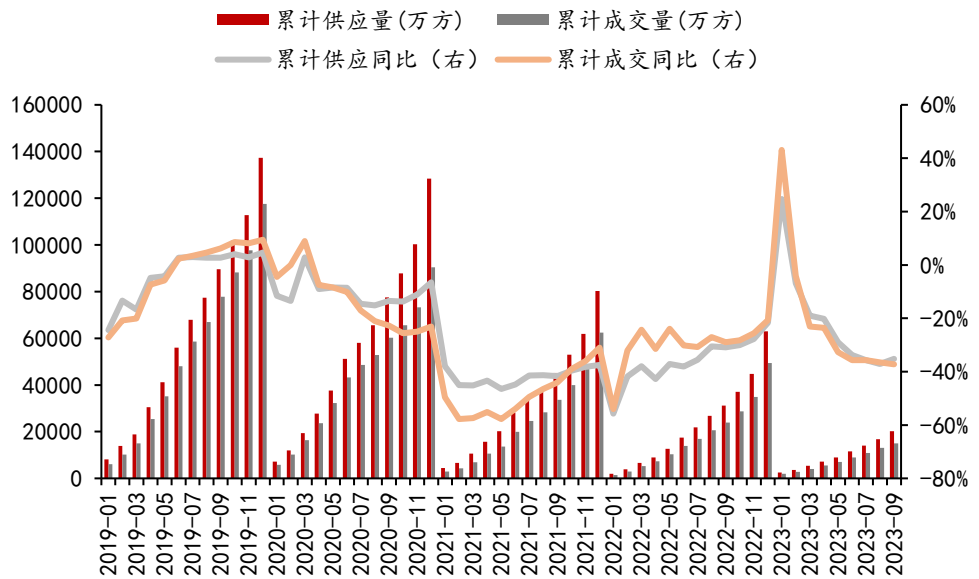
资料来源: 中指院, 国联证券研究所

图表22: 全国 300 城宅地月度成交溢价率/流拍率



资料来源: 中指院, 国联证券研究所

图表23: 全国 300 城月度累计供求及同比走势



资料来源: 中指院, 国联证券研究所

央国企与改善型房企仍然是拿地主力。2024 年 1-9 月, 绿城中国、建发房产、滨江集团、保利发展及中海地产位居权益拿地金额 TOP5, 在逆市环境下仍具有较强的土储补充能力。大部分企业在拿地时保持理性, 溢价水平较低, 仅有少数企业的溢价率超过 10%。在市场下行背景下, 地方政府积极推出核心区域地块, 提高土拍热度, 头部央国企在此阶段保持合理的拿地节奏, 投入优质土地以确保未来发展动力。

**图表24：2024年1-9月权益拿地金额榜单TOP20**

排行	企业名称	总权益拿地金额(亿元)	总拿地金额(亿元)	总规划建面(万㎡)	溢价水平(%)	楼面均价(元/㎡)
1	绿城中国	311	316	139	18	22675
2	建发房产	279	332	164	0	20201
3	滨江集团	222	251	90	16	28012
4	保利发展	217	267	163	5	16401
5	中海地产	175	183	121	3	15128
6	招商蛇口	161	209	130	13	16126
7	华润置地	159	210	134	1	15721
8	海开控股	121	121	47	0	25714
9	中建一局	109	112	28	0	39579
10	中国铁建	108	152	235	4	6450
11	中建三局	107	125	49	5	25609
12	泉州城建	103	103	212	0	4850
13	国贸地产	99	134	32	11	41435
14	石家庄城发投集团	90	90	200	0	4529
15	中国雄安集团	89	89	266	0	3357
16	北京兴创投资	71	76	33	0	23046
17	中国中铁	68	100	155	5	6431
18	腾讯科技	64	64	29	0	22485
19	金隅集团	64	64	23	0	28174
20	中建二局	64	64	9	0	68280

资料来源：中指院，国联证券研究所

### 3. 融资端：融资成本有所下降，流动性压力仍在

#### 3.1 发债规模延续收缩，融资成本持续降低

**房企发债规模延续收缩。**2021年房企总债券发行额达17652亿元，2022年则大幅下降至8457亿元，同比下降50.7%。2023年债券发行额继续下滑至7223亿元，同比下降15.1%。进入2024年，债券发行总额延续下行，2024年1-6月累计发行2828亿元，同比下降29.8%，7月、8月单月发行额分别为365、550亿元，同比降幅逐渐收窄，9月发行额为430亿元，同比增长6.6%。

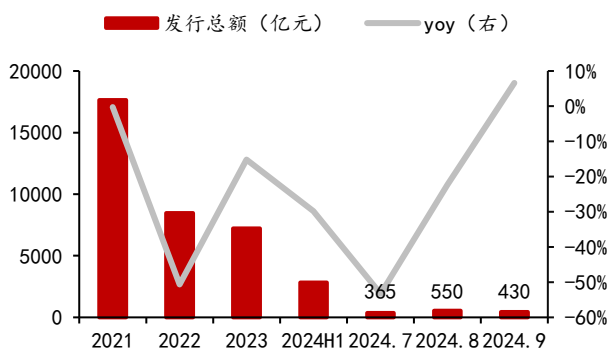
**利率水平持续走低，部分缓解融资压力。**2021年房企债券发行平均利率为5.5%，而2022年和2023年分别降至3.9%和3.8%。进入2024年，利率进一步下行，2024年上半年平均利率降至3.1%，7月和8月分别降至2.8%和2.5%，9月利率小幅回升至



3.1%。

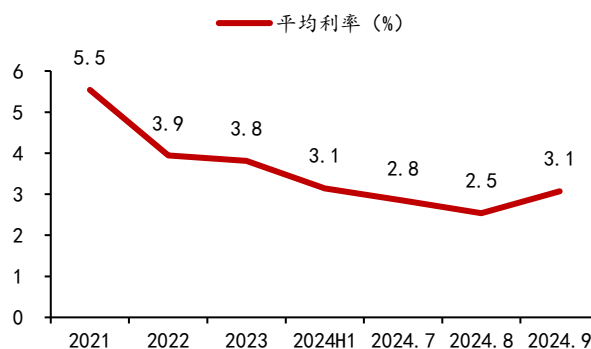
从融资主体来看，融资资源集中于少数优质房企，央国企表现尤其稳健。2024年1-9月，招商蛇口和保利发展分别融资90亿元和45亿元，全部为信用债融资。2024年1-9月，仅越秀地产一家房企发行了16.9亿元海外债。

图表25：房企新发行公开债规模及增速



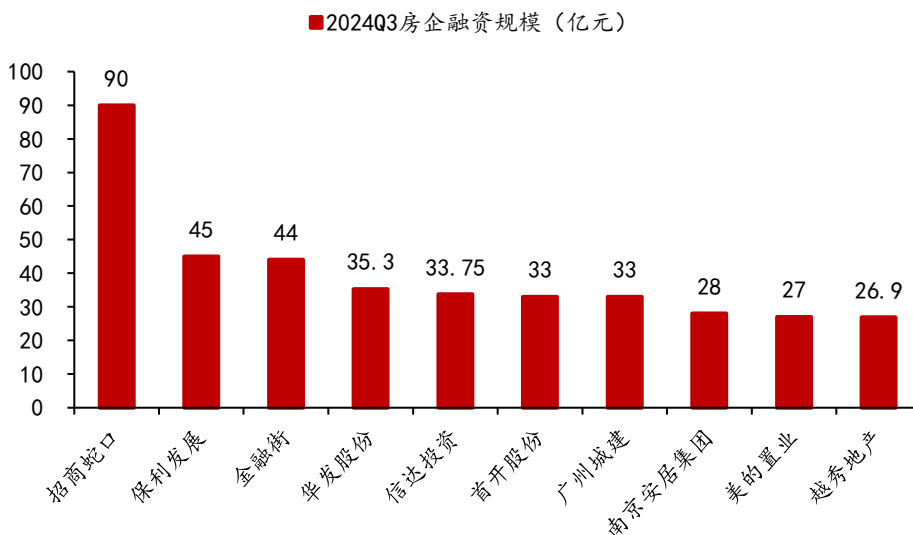
资料来源：中指院，国联证券研究所

图表26：房企新发行公开债平均发行利率



资料来源：中指院，国联证券研究所

图表27：2024年三季度房企融资规模TOP10



资料来源：中指院，国联证券研究所

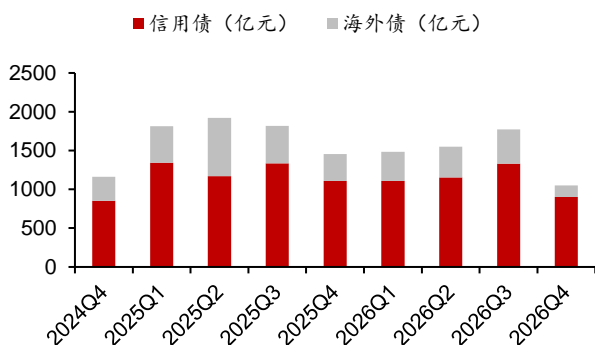
### 3.2 债务压力延续，流动性压力仍在

房企债券到期仍有压力。根据中指院数据，截止2024年9月末，房企债券余额为

22898 亿元，其中信用债为 15450 亿元，占比为 67.5%。从债券到期时间来看，2024 年第四季度到期债券余额为 1161 亿元，其中信用债占比 73%，海外债占比 27%。2025 年到期债券余额为 7007 亿元，2025 年第一季度到期规模超过 1300 亿元，房企整体仍将承受较大流动性压力。

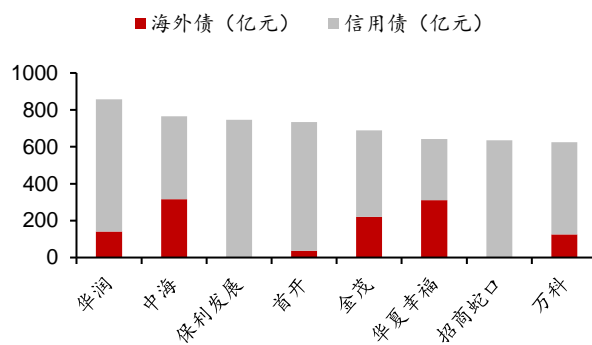
分房企来看，债券余额规模较大的房企中，华润、中海、保利发展债券余额分别为 857、765、747 亿元。从融资渠道来看，保利发展、招商蛇口无海外债余额，中海、华夏幸福则有较高比例的海外债余额。

图表28：房企公开债季度到期金额



资料来源：中指院，国联证券研究所  
注：数据截止 2024 年 9 月 30 日

图表29：房企公开债余额 TOP8



资料来源：中指院，国联证券研究所  
注：数据截止 2024 年 9 月 30 日

## 4. 政策端：政策组合拳落地，供需两侧齐发力

### 4.1 中央：定调“止跌企稳”，增量政策助力市场企稳

9 月 24 日，国新办新闻发布会上公布一揽子政策：1) 下调存款准备金率、7 天逆回购操作利率；2) 降低存量房贷利率；3) 下调二套房最低首付比例；4) 提高保障性住房再贷款中央行资金支持比例，支持收购房企存量土地。

**降低存量房贷利率，可减少居民持有成本，降低二手房抛压。**根据央行数据，2024 年 9 月新房（首套及二套）平均房贷利率约 3.33%。央行表示本次存量房贷利率下调预期平均降幅 50BP，预计惠及 5000 万户家庭，1.5 亿人口，平均每年减少家庭利息支出 1500 亿元左右。截至 10 月 28 日，21 家全国性银行已完成批量调整，共计 5366.7 万笔、25.2 万亿元存量房贷利率完成下调。

**降低二套房首付比例，利好改善性需求释放。**央行介绍，将全国层面的二套房贷最低

首付比例由 25% 下调到 15%，统一首套房和二套房的房贷最低首付比例。二套房购房成本进一步下降，有望促进改善性产品需求的释放。

**优化保障性住房再贷款政策，进一步落实收储和保交楼。**央行将优化保障性住房再贷款政策，此前创设的 3000 亿元保障性住房再贷款（贷款利率为 1.75%）中的央行资金支持比例将由 60% 提高至 100%。同时将支持收购房企存量土地，在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力。此外延长“金融 16 条”和经营性物业贷款政策至 2026 年底。

图表30：“924”一揽子涉房政策

政策方向	主要内容
存款准备金率	下调存款准备金率 0.5%，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元；后续可择机进一步下调 0.25-0.5%
政策利率	7 天期逆回购操作利率下调 0.2%，从目前的 1.7% 调降至 1.5%；将带动中期借贷便利下调 0.3%，预计贷款市场报价利率和存款利率也将随之下行 0.2%—0.25%
存量房贷利率	引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右（预计惠及 5000 万户家庭，1.5 亿人口）
首付比例	统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%
保障性住房再贷款	5 月份人民银行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的 60% 提高到 100%（央行给到商业银行的利率为 1.75%，商业银行投放利率在 2.25% 左右）
支持收购房企存量土地	在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力。
房地产金融政策	将 2024 年底前到期的经营性物业贷款和“金融 16 条”两项政策文件延期到 2026 年底

资料来源：财联社，国联证券研究所

中央在 2023 年政治局会议已明确“我国房地产市场供求关系发生重大变化”，并在 2024 年 4 月和 7 月政治局会议中强调“消化存量和优化增量”。2024 年 9 月 26 日，中央政治局指出要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。会议首次提出要促进房地产市场止跌回稳，即使 2014-2016 年地产调整周期中也无此类表述出现，充分体现中央对当前房地产市场严峻形势的重视。

**图表31：近年历次中央政治局会议对房地产的表述**

时间	内容
2019年4月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。
2019年7月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019年12月	——
2020年4月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020年7月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020年12月	促进房地产市场平稳健康发展。
2021年4月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房和共有产权住房供给， <b>防止以学区房等名义炒作房价。</b>
2021年7月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， <b>稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。</b> 加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策
2021年12月	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求， <b>促进房地产业健康发展和良性循环。</b>
2022年4月	<b>要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。</b> 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， <b>支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，</b> 促进房地产市场平稳健康发展。
2022年7月	<b>要稳定房地产市场，</b> 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求， <b>压实地方政府责任，保交楼、稳民生。</b>
2022年12月	——
2023年4月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求， <b>做好保交楼、保民生、保稳定工作，</b> 促进房地产市场平稳健康发展， <b>推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。</b> 规划建设保障性住房。
2023年7月	要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023年12月	——
2024年4月	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待， <b>统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，</b> 抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
2024年7月	要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策， <b>坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，</b> 进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。
2024年9月	<b>要促进房地产市场止跌回稳，</b> 对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。

资料来源：中国政府网，国联证券研究所

10月12日，财政部表示近期将推出一揽子增量政策。财政部表示，将积极推动地方

政府化解隐性债务，拟一次性安排较大规模债务限额置换，减轻地方债务压力。同时，允许地方政府使用专项债券用于土地储备，回收符合条件的闲置存量土地。此外，支持用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房，支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源。

10月17日，住房城乡建设部、财政部、自然资源部、中国人民银行、国家金融监督管理总局介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况。

**城中村改造持续推进。**住建部表示，计划通过货币化安置房方式新增实施100万套城中村改造、危旧房改造。住建部表示，全国35个大中城市待改造规模达170万套，全国城市需要改造的危旧房有50万套。根据国家统计局及住建部数据，2015-2018年年均棚改开工套数在600万套以上。假设本次100万套棚改主要集中在35城，套均100万元，则本次棚改规模约1万亿元。

**融资协调“白名单”持续扩容。**住建部介绍，“保交房”攻坚战各地推进有力，已经交付了246万套。金监局介绍，截至2024年10月16日，“白名单”房地产项目已审批通过贷款2.23万亿元。2024年年底将“白名单”项目信贷规模增加到4万亿元。要将所有合格项目都争取纳入“白名单”，做到“应进尽进”。在协商一致的情况下，银行可将全部贷款提前发放给房企开立的项目资金监管账户。

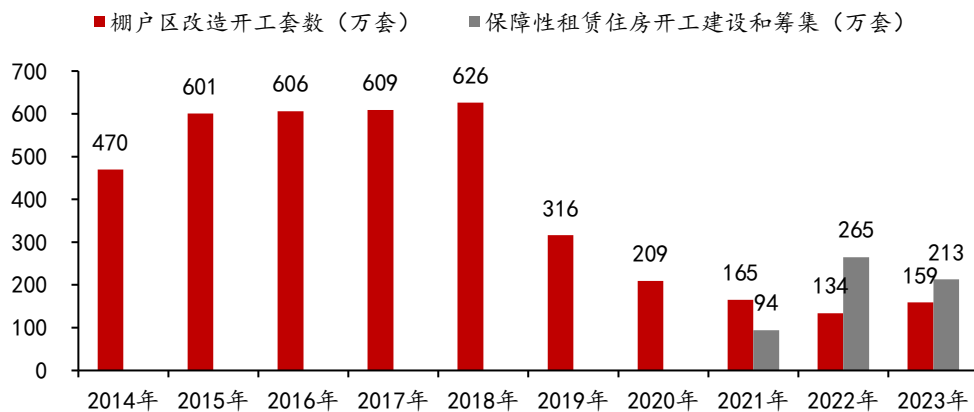
**多渠道支持土地收储。**财政部介绍，关于支持地方用好专项债收购存量商品房用作保障性住房，这项政策主要是由地方自主决策、自愿实施，遵循法治化原则，按照市场化来运作。收购闲置土地方面，金监局允许银行发放一定比例的收购贷款，财政部支持专项债收储土地，央行提供必要的再贷款支持，自然资源部将会同相关部门，研究设立收购存量土地专项借款。

图表32：10月17日住建部等五部门新闻发布会主要内容

方向	主要内容
政策组合拳	四个取消、四个降低、两个增加
城中村改造	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>核心：</b>通过货币化安置房方式新增实施100万套城中村改造、危旧房改造。</li> <li>• <b>后续规模：</b>仅在35个大中城市，需要改造的城中村就有170万套，其他城市也有改造需求；全国需要改造的危旧房有50万套。前期工作做得好，还可以在100万套上继续加大力度。</li> <li>• <b>项目选择条件：</b>①群众改造意愿强烈、安全隐患突出的要做重点选择；②项目的两个方案要成熟：一个是征收安置方案成熟扎实，另一个是资金大平衡，做到项目总体平衡，避免新增地方债务风险。</li> <li>• <b>政策支持：</b>①重点支持地级以上城市，②开发性、政策性金融机构给予专项借款，③允许地方发行专项债，④给予税费优惠，⑤商业银行根据评估发放贷款。</li> </ul>

<p><b>保交房</b> (融资协调机制)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>核心:</b> 年底前将“白名单”项目信贷规模增加到4万亿元。要将所有合格项目都争取纳入“白名单”，应干尽干。</li> <li>• <b>要求:</b> 一手抓“白名单”，解决项目建设资金问题；一手抓项目进度，按照市场化、法治化原则“一楼一策”、分类推进，争取住房早日交付。对于资不抵债项目，提出按照法治化、市场化原则，加快破产重整或者清算。</li> <li>• <b>监管:</b> 在协商一致的情况下，银行可将全部贷款提前发放给房企开立的项目资金监管账户。</li> <li>• <b>现状:</b> 截至10月16日，“白名单”房地产项目已审批通过贷款2.23万亿元。</li> <li>• <b>未来:</b> 下一步要将商品住房项目贷款全部纳入“白名单”，做到“应进尽进”。</li> </ul>
<p><b>保障性住房</b></p>	<p>为了适应生育二孩需要支持地方增加保障对象住房面积，兜牢住房保障底线。保障性住房主要是“以需定购”，筹集房源有两种方式，一种是新建，一种是购买。1—9月我国已建设筹集148万套保障性住房，到年底将有450万人住进保障性住房。</p>
<p><b>收储</b></p>	<p><b>收储存量房:</b> <b>财政部</b>——对于专项债收购存量商品房用作保障性住房，这项政策由地方自主决策、自愿实施，遵循法治化原则，按照市场化运作方式，在确保项目融资收益平衡的基础上，地方安排专项债收购存量商品房。</p> <p><b>收储土地:</b> <b>金监局</b>——允许政策性银行、商业银行对闲置存量土地的收购发放一定比例的收购贷款，主要目的是推动更加高效利用好闲置土地，同时改善和释放房地产行业现金流。 <b>财政部</b>——专项债用于收储土地在具体操作上，主要是支持各地结合实际情况，与存量土地的业主企业，合理确定收购价格，妥善处理回收存量土地涉及的债权债务关系，合理确定专项债券项目范围，及时安排专项债券的发行和支出。 <b>央行</b>——允许政策性银行、商业银行向有条件的企业发放贷款，收购存量土地，人民银行提供必要的再贷款支持。 <b>自然资源部</b>——将优先考虑企业无力开发、不愿开发，还没有动工建设的住宅商务用地。将会同有关部门研究设立收购存量土地专项借款。</p>

资料来源：央视新闻，国联证券研究所

**图表33：棚户区改造开工套数及保障性住房开工建设和筹集套数**


资料来源：国家统计局、住建部，国联证券研究所

## 4.2 地方：一线城市宽松限购，收储项目逐步落地

2024年9月26日，中央政治局会议指出：要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。一线城市迅速相应，放松楼市政策。

**上海：**9月29日，上海住房城乡建设管理发布房地产调整政策，主要包括：1) 取消普宅和非普宅标准；2) 首套房最低首付比例降至15%，核心区二套房最低首付比例降至25%，实行差异化政策区域的二套房最低首付比例降至20%；3) 个人住房增值税免征年限调整为2年；4) 调整非本市户籍外环购房所需社保缴纳年限至1年；5) 持《上海市居住证》且积分达标、社保满3年的非本市户籍在购房套数方面享受本地户籍购房待遇。

**广深：**9月29日，广州政府办公厅发布，全面取消所有限购政策。深圳住建局发布房地产调整政策，包括：1) 首套房最低首付比例降至15%，二套房最低首付比例降至20%；2) 取消限售限价；3) 个人住房增值税免征年限从5年调整为2年；4) 两个及以上未成年子女家庭二套房可适用首套住房贷款政策；5) 优化分区住房限购政策，调整购房套数限制。

**北京：**9月30日，北京住房城乡建设管理发布房地产调整政策，主要包括：1) 加大京籍二孩及以上家庭住房的贷款支持力度，提高公积金贷款额度；2) 非京籍家庭社保年限五环内降至3年，五环外降至2年，高层次人才购房降至1年；3) 首套首付比例降至15%，二套统一降至20%；4) 取消普宅和非普宅标准。

在中央表示支持地方国有企业收购存量房屋用作保障性住房后，各地方政府因城施策，跟进相关落地政策。

**部分城市已有收储项目落地。**截止10月初，福州、重庆、天津、郑州、武汉、青岛等城市均有收储项目落地。从收储用途来看，目前落地的项目均为保障性租赁住房；从收储规模来看，天津、青岛等城市规模在千套左右，规模相对较小。受收储房源要求较高、收储价格协商难度大、资金成本高等因素影响，收储进展较为缓慢。

**政策支持资金利用率较低。**2024年6月，央行设立3000亿元保障性住房再贷款，原来的租赁住房贷款支持计划就不再实施，已发放贷款的利率和期限保持不变，其1000亿元额度包含在保障性住房再贷款3000亿元额度之内。根据央行发布的《2024年第二季度中国货币政策执行报告》，截止2024年6月末，金融机构发放的租赁住房贷款余额为247亿元，租赁住房贷款支持计划余额为121亿元。

**图表34：重点城市存量房收购进展**

城市	规模	区域	运作主体	用途
福州	9501套	全市	福州安住发展有限公司	保租房
重庆	6807套	主城区	重庆嘉寓房屋租赁公司，重庆建渝住房租赁基金	保租房
天津	4个项目1826套	滨海新区	天津滨海新区建设投资集团地产公司	保租房
郑州	81个存量项目	全市	郑州城发安居有限公司	保租房
武汉	500余套	-	武汉安家保障性住房有限公司	保租房
青岛	7个项目2319套	-	青岛建融投资置业有限公司	保租房

资料来源：克而瑞，国联证券研究所整理

**越秀地产完成120亿元存量土地退地。**存量土地回收方面，广州率先落地回收存量土地，分别以70亿元、50亿元从越秀地产收回两块土地，均为未开发土地，以应付票据的形式支付，退地票据可用于收购广州的其他地块。



**图表35：越秀地产在广州实现退地回收资金 120 亿元**

首次拿地时间	地块现状	退地情况	退地票据安排
2021 年 4 月，广龙路一期地块，起始价 18.6 亿元，规划建面 62.3 万平方米，越秀底价获取。广龙路一期项目合计 13 宗地块，建设金额为人民币约 68.6 亿元。	此次广龙地块回收的是其中三幅土地，占地面积 12.1 万平，这 3 宗地块尚未开发。	2024 年 8 月 30 日，越秀发布公告，广州市土地开发中心拟将广龙地块的用途由住宅用地变更为公共管理与公共服务设施用地，以 <b>70 亿元</b> 收回，补偿以 <b>应付票据</b> 的形式。（补偿金额参照越秀地产已支付的地价和作出的投资金额及应计利息）	全数用于日后收购位于 <b>广州</b> 的地块
2021 年 9 月，番禺区新造镇新城暨南大学北侧地块二，起始价 50.05 亿元，规划建面 21.8 万平方米，越秀底价获取。项目含 3 万平方米商业设施，建成后由广州市番禺区政府指定单位按 1500 元/平方米的价格回购。	拿地至今地块尚未开发。	2024 年 9 月 2 日，越秀宣布将广州市暨南大学北侧地块二的土地使用权交由土地开发中心收储，以 <b>50.03 亿元</b> 回收，补偿以 <b>应付票据</b> 的形式。越秀预期会因土地收储而录得除税前亏损净额约 174.4 万元。	全数用于日后收购位于 <b>番禺区</b> 的地块

资料来源：中指院，国联证券研究所整理

## 5. 投资建议：关注头部央国企及具备改善性产品塑造能力的房企

房地产行业仍处于调整期，业绩持续承压，随着房企低毛利项目陆续结转完毕，业绩有望边际改善。近期政策在供需两端持续加码，市场预期有望得到改善，带动市场企稳。建议关注：1) 重点布局一线及核心二线城市，主打改善性产品，具备持续拿地能力的房企；2) 受益于政策利好不断落地，一二手房市场活跃度提升，拥有核心竞争力的房产中介平台；3) 具备规模优势、运营效率高的头部物业管理公司，以及具有增值服务创新能力和多元业务拓展的物业公司。

## 6. 风险提示

**政策效果不达预期：**尽管市场调控政策正在逐步推进，政策的执行效果可能不如预期。由于政策实施过程中可能出现的延迟等影响因素发生，市场供需平衡的恢复进程可能因此放缓，进而影响调控效果。

**房企流动性风险加剧：**在当前市场环境下，房企的资金链压力较大，对于资金实力较弱的企业，可能面临较大的流动性风险。如果融资渠道收紧或销售回款不达预期，这些企业可能面临财务困境，进而影响其项目进展和市场表现。

**市场信心不及预期:** 由于过去市场波动较大,加之部分企业违约或项目延期等负面事件的发生,市场参与者的信心可能仍然较为脆弱。消费者和投资者可能仍然持观望态度,导致市场活跃度和交易量难以显著提升,从而进一步影响市场复苏进程。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼