



中信证券研究部

核心观点



陈聪

基础设施和现代服务产业首席分析师
S1010510120047



张全国

房地产和物业服务行业联席首席分析师
S1010517050001

我们认为，2023 年房地产市场的复苏正在路上。复苏不会一蹴而就，但复苏的信贷基础和政策基础都十分稳固。复苏不会沿着一线城市房价明显上涨，景气再扩散到三四线城市的老路展开，反而会在一线城市房价基本稳定的情况下，迎来全国房地产产业链景气的可持续复苏。房地产企业方面，我们继续看好 2021 年四季度以来持续新增货值、存货结构改善的公司。

■ **销售复苏可持续。**2023 年前 2 月，全国商品房销售额同比下降 0.1%，比 2019 年提升 20.7%。2023 年初到 3 月 14 日，重点城市新房网签同比下降 6.5%，二手网签同比上升 50.8%。3 月份，我们预计供给进一步改善，推货进一步增加，从而推动商品房销售边际进一步向好。按揭贷款加速早偿，反过来也保证了按揭贷款新增投放规模十分充足。我们预计，2022 年积极拿地的企业 2023 年销售增长 17%；全行业而言，我们预计 2023 年全年新房销售额同比增长超过 5%，二手房销售额同比增长超过 20%。

■ **低线城市房地产政策仍有广阔空间，预计开发投资逐渐复苏。**我们认为，投资者过分关注直接的需求刺激政策，却不太关注重要性同样显著的减少摩擦政策。当前，在广阔的仍需要政策出台的低线城市，减少开发和交易摩擦阻力的政策仍然空间巨大。这类政策包括但不限于，二手房带押过户，缩短从拿地到开工审批时间，房产证同交，价格备案和预售申领之间时间间隔放宽，注销销售合同备案的限制松绑，土地出让金付款节奏优化，非标土地开发难点整治，商品房申领预售的规模下限下调，鼓励装配式建筑等。与此同时，我们认为一线城市限购放开既无可能，也无必要。我们预计，全年房地产开发投资可以实现正增长，但信用复苏仍然需要时间，这种正增长可能趋近于 0，并仍然低于 GDP 增速。

■ **房企报表体现前期经营困难，部分企业重组取得进展。**2022 年房企业绩普遍表现不佳，是 2020 年以来拿地昂贵、去化不佳的集中表现。一些企业出现了罕见的亏损，另一些企业业绩也明显下降。但站在新的起点，已经在 2022 年优化库存结构的企业，利润表预计也会在 2023 年及以后有所改善。一些出险房企已经公告了债务重组的最新进展。我们预计虽然信用问题的最终解决需要很长时间，但行业系统性风险确实明显下降。

■ **风险提示：**前期拿地偏少的房地产企业因可售货值不足而业绩持续低于预期的风险；房地产产业链复苏迟缓的风险。

■ **继续看好交易服务商，继续看好信用稳固、发展持续的房企。**我们认为，2023 年房地产市场的复苏正在路上。复苏不会一蹴而就，但复苏的信贷基础和政策基础都十分稳固。复苏不会沿着一线城市房价明显上涨，景气再扩散到三四线城市的老路展开，反而会在一线城市房价基本稳定的情况下，迎来全国房地产产业链景气的可持续复苏。房地产企业方面，我们继续看好 2021 年四季度以来持续新增货值、存货结构改善的公司。这类公司往往信用好，未来盈利能力提升空间大，代表性公司例如越秀地产、华发股份、华润置地、滨江集团等。同时，交易服务商对销售复苏的弹性大于开发企业，我们继续看好贝壳。

房地产和物业服务行业

评级

强于大市 (维持)

重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	评级	股价 (交易币种)	EPS (元)				PE			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
开发板块										
万科 A	买入	15.75	1.89	2.05	2.20	2.48	8.3	7.7	7.2	6.4
越秀地产	买入	10.82	1.34	1.41	1.65	2.02	7.0	6.6	5.7	4.6
华发股份	买入	10.54	1.51	1.21	1.55	2.10	7.0	8.7	6.8	5.0
滨江集团	买入	9.45	0.97	1.17	1.40	1.69	9.7	8.1	6.8	5.6
龙湖集团	买入	20.10	3.54	3.79	4.25	4.80	4.9	4.6	4.1	3.6
绿城中国	买入	9.43	2.28	2.80	3.09	3.59	3.6	2.9	2.6	2.3
服务板块										
贝壳-W	买入	45.30	0.61	0.51	2.00	2.47	63.9	77.0	19.5	15.9
万物云	买入	37.40	1.56	1.78	2.59	3.70	20.7	18.2	12.5	8.7
华润万象生活	买入	40.35	0.76	1.00	1.35	1.72	46.1	34.7	25.7	20.3
滨江服务	买入	22.05	1.16	1.54	2.10	2.98	16.3	14.3	10.5	7.4
中海物业	买入	8.62	0.30	0.42	0.59	0.81	24.9	20.6	14.6	10.6

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测
 注: 股价为 2023 年 3 月 14 日收盘价, 中海物业 EPS 为港元, 万物云为核心净利润和核心 EPS。

目录

复苏可持续，供货将增加	5
销售复苏持续	5
推货增加有望推动新房销量进一步向好	6
信贷支持因素分析	6
摩擦阻力不断减小，投资热情有序恢复	7
需求刺激性政策和减小摩擦阻力的政策	8
企业报表体现前期经营困难，部分债务重组取得进展	12
利润表体现前期经营困难	12
资产负债表压力逐渐释放	13
风险因素	15
继续看好交易服务商，继续看好信用稳固，发展持续的房企	15

插图目录

图 1：房屋销售面积和金额单月同比增速（%）	5
图 2：个人按揭和销售金额同比（%）	5
图 3：样本城市新房网签成交套数（套）	5
图 4：样本城市二手房网签成交套数（套）	5
图 5：居民中长期贷款按月净新增情况（亿元）	7
图 6：个人住房贷款加权平均利率（%）和人民币贷款加权平均利率（%）及其加点数（bp）	7
图 7：房地产开发投资单月同比增速（%）	8
图 8：新开工和竣工单月同比增速（%）	8
图 9：2021 年至今 100 大中城市成交住宅土地总价（亿元）及同比变化	12
图 10：2021 年至今 100 大中城市成交住宅土地溢价率（%）	12
图 11：部分 2022 年预计亏损的企业 2022 年中期存货总额（亿元）以及亏损范围中值占存货总额的比例	13

表格目录

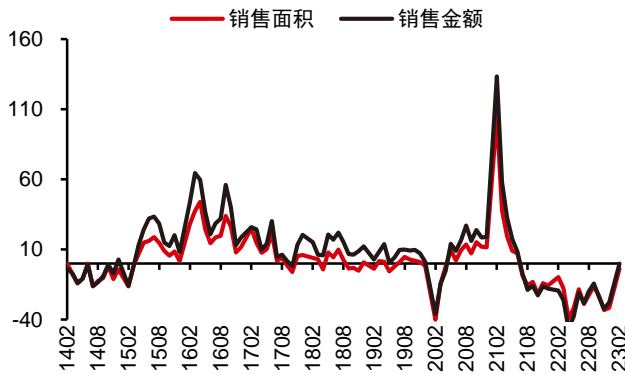
表 1：2023 年行业头部企业销售规模及增速预测	6
表 2：近期部分城市出台的关于“带押过户”的相关政策	8
表 3：近期部分城市出台的关于优化拿地开工及交付的相关政策	9
表 4：近期部分城市出台的关于取消限售及放松合同备案需求的相关政策	10
表 5：近期部分城市出台的关于土地出让金付款节奏和非标土地开发整治措施的相关政策	10
表 6：近期部分城市出台的关于预售许可条件和预售备案要求的相关政策	11
表 7：近年来部分城市纷纷出台鼓励引导装配式建筑发展的相关政策	11
表 8：部分房地产企业 2022 年业绩情况及业绩下降原因	13
表 9：部分 2022 年业绩预亏企业历史发行债券信息	13
表 10：部分企业债务重组事项进展	14
表 11：重点公司盈利预测、估值及投资评级	15

■ 复苏可持续，供货将增加

销售复苏持续

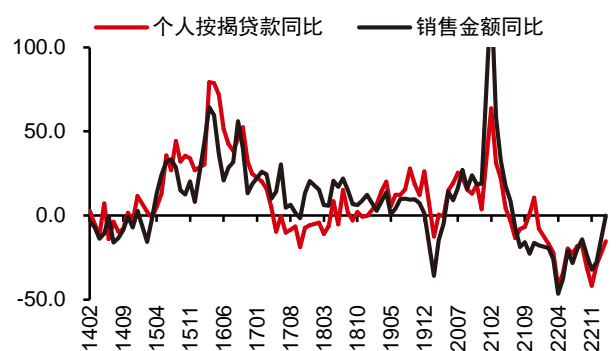
2023 年前 2 月，全国商品房销售面积同比-3.6%，销售额同比-0.1%。比 2019 年同期，2023 年前 2 月销售面积+7.3%，销售额+20.7%。在政策的积极助推之下，房地产市场情势明显好转。

图 1：房屋销售面积和金额单月同比增速（%）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

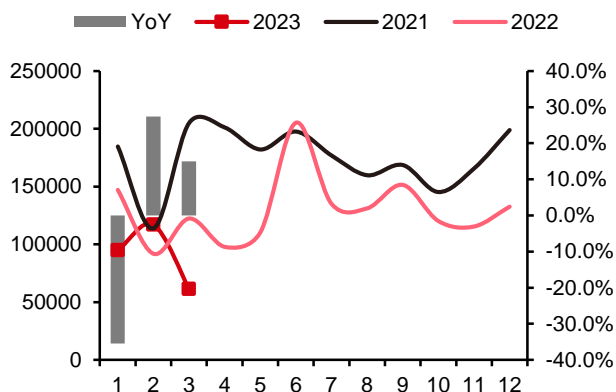
图 2：个人按揭和销售金额同比（%）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

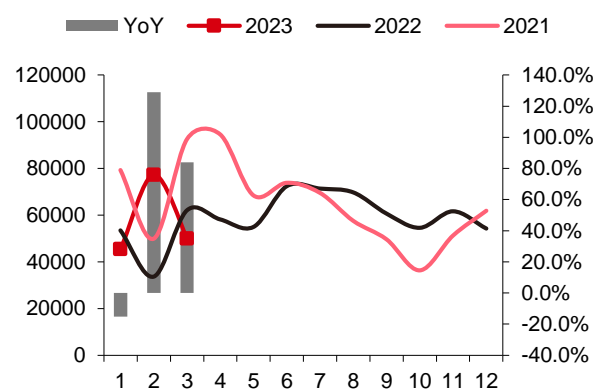
从网签数据来看，年初至今（截至 3 月 14 日），重点城市二手成交套数同比+50.8%，比 2019 年同期+36.9%。新房成交套数同比-6.5%，比 2019 年同期+3.3%。国家统计局数据略好于重点城市网签数据，说明低线城市市场复苏良好。

图 3：样本城市新房网签成交套数（套）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至 2023 年 3 月 14 日，3 月当月同比为修正值

图 4：样本城市二手房网签成交套数（套）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至 2023 年 3 月 14 日，3 月当月同比为修正值

推货增加有望推动新房销量进一步向好

2023 年 3 月以来，重点城市二手房看房人数略有下降，议价周期略有拉长，我们预计全年二手房销售额的同比增速明显低于年初以来样本城市二手房网签套数+50.8%的同比增速。销售速度不会持续提升，反过来也说明特大城市的房价不会明显上涨，一些房价有过明显下跌的区域，确实存在不同程度价格修复。

新房市场的情况则有区别。由于 2021 年四季度以来，地方出让的土地质量有所提升，企业（如果该企业可以拿地的话）推货节奏明显加快，预计 2023 年 3 月之后企业的优质推货规模会明显提升。所谓拿地质量的提升，并不只是土地成本的下降，更是土地开发便利度的上升。尽管销售去化和前两月相比变化不大，但我们预计 2023 年 3 月的销售数字表现将有进一步的提升。

总体而言，我们预计市场前 13 位的房企中，2022 年全年积极拿地的公司（拿地销售比大于或等于 25%）2023 年销售额将同比增长 17%，前两月销售预期完成率 13%。其他公司 2023 年销售额则预计将同比下降 15%，前两月销售预期完成率 14%。尾部公司的情况要好于腰部不拿地的公司，故而我们预计全年商品房销售额同比增长 5%。

表 1：2023 年行业头部企业销售规模及增速预测

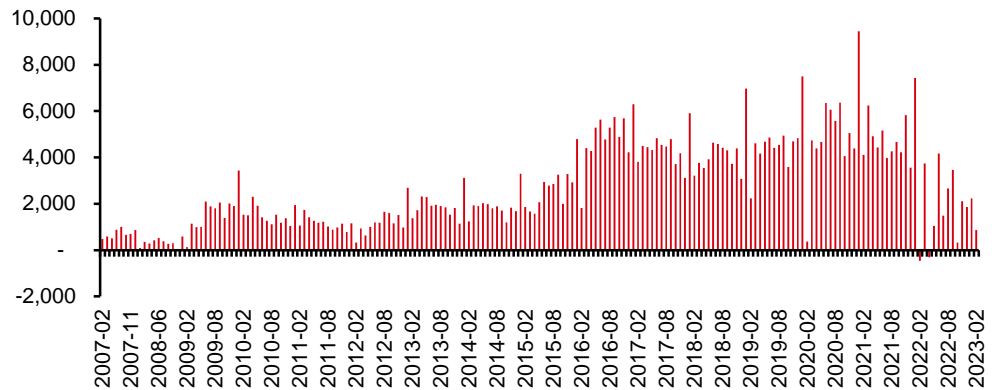
	企业类型	2023 年预测销售规模（亿元）	2023 年预测销售增速	1-2 月销售额完成率
公司 1	国企	5,671	24%	11%
公司 2	混合所有制企业	4,378	5%	13%
公司 3	国企	3,525	17%	11%
公司 4	国企	3,478	18%	12%
公司 5	国企	3,200	9%	12%
公司 6	民企	3,120	-33%	15%
公司 7	国企	2,379	10%	13%
公司 8	民企	2,056	2%	14%
公司 9	国企	1,725	38%	13%
公司 10	民企	1,721	-22%	14%
公司 11	混合所有制企业	1,700	-20%	15%
公司 12	国企	1,623	35%	15%
公司 13	民企	1,300	-16%	18%
合计		35,876	3%	13%

资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测 注：1-2 月销售额完成率指公司 2023 年 1-2 月实际销售额占 2023 年预测销售规模的比例

信贷支持因素分析

2023 年前 2 月，同比明显增长的新房和二手销售数字（尤其是当我们考虑了二手之后），和同比明显少增的新增居民中长期贷款数字，形成了鲜明的对比。2023 年 1 月和 2 月，住户的中长期贷款分别净增加了 2231 亿元和 863 亿元。相比之下，2022 年前两月住户中长期贷款净增加了 6965 亿元，疫情前的 2019 年前两月则净增加了 9195 亿元。

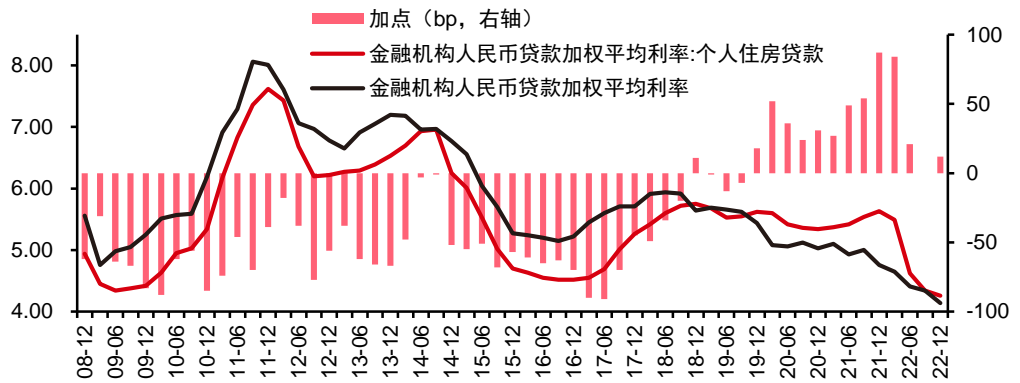
图 5：居民中长期贷款按月净新增情况（亿元）



资料来源：Wind，中国人民银行，中信证券研究部 注：统计截至 2023 年 2 月

在按揭贷款门槛降低，按揭定价下降的背景之下，销售数字和居民中长期贷款的背离，主要反映出存量按揭贷款在 2023 年初的早偿意愿不断走高的事实。中期来看，我们认为对消费贷流入楼市的限制，有可能小幅压减居民提前偿还贷款的动力，但除非明显下调存量按揭贷款利率，否则按揭贷款的平均年限仍可能明显低于历史水平。由于按揭贷款的偿还量较之预期更高，这使得按揭贷款的净新增更加充裕，根据贝壳研究院数据，一些城市的按揭贷款利率下降至 3.7% 水平，客观上对于销售持续表现有利。

图 6：个人住房贷款加权平均利率（%）和人民币贷款加权平均利率（%）及其加点数（bp）

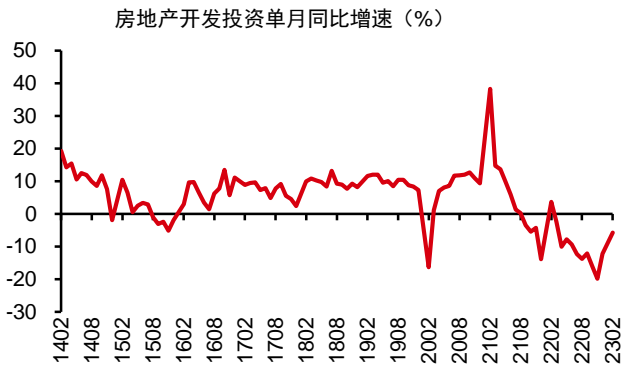


资料来源：Wind，中国人民银行，中信证券研究部 注：统计截至 2022 年 12 月

■ 摩擦阻力不断减小，投资热情有序恢复

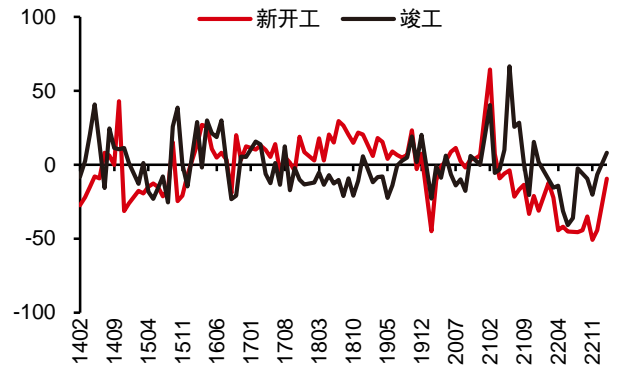
2023 年前两月，我国房地产开发投资同比-5.7%，新开工面积同比-9.4%，竣工面积同比+8.0%。总体而言，投资复苏晚于销售复苏。

图 7：房地产开发投资单月同比增速（%）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 8：新开工和竣工单月同比增速（%）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

我们认为，判断投资是否能够复苏，一般来说有几个重要的角度。首先是，销售能否继续复苏。其次是，政策是否可以继续出台，包括鼓励销售的政策和便利投融资的政策。当然，政策和销售本身又是相互影响的关系。

关于政策，投资者不免担心，是否还存在能在广阔的低线城市刺激需求，推动产业景气恢复的政策？这类城市大多已经放开了限购、限贷、限售和限价，后续会否没有政策空间？一线城市固然有政策空间，但如果现阶段放开一线城市限购，难道不会造成一线城市房价的明显上涨？

需求刺激性政策和减小摩擦阻力的政策

所谓需求刺激性政策，例如限购放开，按揭贷款首付比例要求下降，房票、公积金贷款政策调整等。这类政策倍受市场关注，因为这类政策能增加潜在买房人数，增加买房人的购买力。当然，这类政策会受到地方财力、旧城改造速度、金融系统承载能力的制约。

但另一类政策的关注度比较低，而空间也比较大。中国房地产市场的政策摩擦阻力十分普遍，减小这些阻力，就很有可能释放新的需求，增加新的供给，推动新的增长。我们相信，减小摩擦阻力的政策，是 2023 年之后政策主要发力方向。例如：

支持推行二手房“带押过户”。在“带押过户”方式下，在押房产无需提前还清贷款即可办理过户交易，极大优化了二手房的交易流转程序。2023 年 1 月，浙江、广东深圳等区域已经发文通知支持“带押过户”登记，其后更多低线城市，如洛阳、日照、驻马店等，也相继出台政策推进，促进存量房屋的交易流通。这一政策属于流程的优化，并没有增加新的风险，也没有实质性政策成本。

表 2：近期部分城市出台的关于“带押过户”的相关政策

日期	城市	相关文件	主要内容
2023 年 1 月	荥阳市	《关于印发进一步促进全市房地产市场平稳健康发展若干措施的通知（试行）》	支持二手房“带押过户”
2023 年 1 月	深圳市	《深圳市推广二手房“带押过户”模式的工作方案》	在二手房交易中，对于卖方未还清贷款、抵押尚未解除，买方也需要使用贷款购房的情况，买卖双方可选择二手房“带押过户”模式

日期	城市	相关文件	主要内容
2023 年 1 月	六安市	《关于进一步促进全市房地产市场平稳健康发展的若干政策》	推行住房公积金贷款“带押过户”
2023 年 1 月	武汉市	《关于推行二手房“带押过户”深化登记金融协同服务工作的通知》	鼓励和支持二手房“带押过户”新模式
2023 年 1 月	绍兴	《住房公积金“惠民生、促共富”十条举措》	支持住房公积金贷款“带押过户”
2023 年 1 月	浙江省	《关于深化多跨协同推进二手房“带押过户”登记服务新模式的通知》	推进二手房“带押过户”登记
2023 年 1 月	淮北市	《关于促进房地产市场平稳健康发展的若干措施》	推行住房公积金贷款“带押过户”
2023 年 1 月	监利市	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的若干措施》	提升二手房交易便利度和安全性，全面推行二手房“带押过户”
2023 年 1 月	辽宁省	《辽宁省进一步稳经济若干政策举措》	对抵押银行的二手房，在交易时可以“带押过户”，不用提前还贷即可办理过户
2023 年 2 月	洛阳市	《洛阳市支持房地产市场健康发展若干措施》	积极推行存量房“带押过户”
2023 年 2 月	山东省	《关于促进经济加快恢复发展的若干政策措施暨 2023 年“稳中向好、进中提质”政策清单（第二批）》	全面推行二手房交易“带押过户”登记模式，优化二手房交易流程
2023 年 2 月	海口	《关于鼓励推广存量房转移登记“带押过户”模式的通知》	推广存量房“带押过户”模式
2023 年 2 月	日照	《日照市促进房地产市场平稳健康发展的若干措施意见》	完善“带押过户”等配套措施，激发二手房市场交易活力
2023 年 2 月	宿迁市	《关于进一步促进中心城区房地产平稳健康发展的若干政策措施》	推行二手房“带押过户”服务
2023 年 2 月	驻马店	《驻马店市人民政府关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》	推行住房公积金贷款“带押过户”

资料来源：各城市政府网站，中信证券研究部

拿地即开工(缩短土地开发利用前期时间)，交房即领证(房证同交)。在此模式下，房企可以在土拍前开展项目开发的前期准备工作，配合土地款支付节奏优化，实现资金效率最大化，降低企业投资风险水平，提升企业投资积极性，而交房即领证，除了改善居民购房体验外，也有效便利了居民支配个人住房的各项使用场景。2023 年以来，荥阳、淮北、洛阳、驻马店等地相继出台相关政策，推动新房开发及交付流程优化。当然，这实际上是两个不同的政策，只是很多地方将这两个政策一并谈论。缩短土地开发流程有利于减少土地闲置和楼宇空置风险，也有利于提升开发效率，只是需要政府加快办事流程，证照审批。房证同交有利于活跃二手房市场，降低交付不确定性，增加买房人信心，但也需要提升政府部门办事效率。

表 3：近期部分城市出台的关于优化拿地开工及交付的相关政策

时间	城市	相关文件	主要内容
2023 年 1 月	荥阳市	《关于印发进一步促进全市房地产市场平稳健康发展若干措施的通知（试行）》	实现拿地即开工，推行交房即发证
2023 年 1 月	淮北市	《关于促进房地产市场平稳健康发展的若干措施》	推行“拿地即开工”；允许开发企业通过备案承诺制等方式提前开展场地平整、地质勘探和方案审查等前期工作。
2023 年 2 月	洛阳市	《洛阳市支持房地产市场健康发展若干措施》	全面推行“交房即交证”
2023 年 2 月	驻马店市	《驻马店市人民政府关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》	全面推行“交房即交证”

资料来源：各城市政府网站，中信证券研究部

住房限售限制放松。过分限制存量住房交易将对新房市场交易产生显著负面影响，通过优化二手房限售策略及新房合同备案限制，有望推动改善性需求释放，并有效提升住房交易灵活性。2023 年以来，惠州、常州等地均出台相关政策，持续优化住房交易流程。

价格备案环节，注销销售合同备案环节的松绑。价格备案到预售开盘也有一些限制，此类限制的松绑有助于增加开发活动的灵活性。注销销售合同备案是可能客观存在的需求，承认这类需求，避免过多的限制，也有助于避免项目层面纠纷出现。我们判断，此类政策不仅会出现在常州，只是很多城市不一定专门发文。

表 4：近期部分城市出台的关于取消限售及放松合同备案需求的相关政策

时间	城市	相关文件	主要内容
2023 年 2 月	惠州市	《关于优化房地产调控政策的通知》	商品住房(含新建商品住房和二手住房)限售年限调整为“取得不动产权证满 1 年方可转让”，此次新政意味着，惠州二手房限售政策从 3 年调整为 1 年，标志着此前须取得不动产权证满 3 年后方可转让的政策结束。
2023 年 2 月	扬州市	《关于积极支持刚需和改善性住房需求的通知》	完善二手房交易政策，在市区新购买改善性住房的，其原有住房取得不动产权证书即可上市交易
2023 年 3 月	常州市	《关于调整优化房地产相关政策的通知》	商品住房自取得不动产权证后即可上市交易； 新建商品住房可按栋申领预售许可证； 已完成备案的新建商品住房买卖合同，经买卖双方协商一致需注销合同备案的，所涉限制性规定不再执行； “商品住房项目在价格备案后 10 个工作日内需申领商品房预售许可证”之规定不再执行

资料来源：各城市政府网站，中信证券研究部

对土地出让金付款节奏的优化。土地出让金是开发项目前期支出的重要组成，对土地出让金付款节奏的调整可以很直接地影响企业现金流状况。2023 年以来，荥阳、六安、哈尔滨等一些城市在近期下调了企业参与土地竞买的保证金，一些城市适度延长了土地款缴纳期限，这将有效减轻开发企业的集中付现压力，有助于平滑项目现金支出，稳定企业项目经营。

非标土地开发难点整治政策。房地产项目的开发是一个非标流程，开发过程存在不可预测性。例如，土壤污染，文物勘探，环境保护，都有可能造成开发流程变长，从而影响开发企业投资的积极性。例如，徐州在 2023 年 2 月出台规定，要求在土地挂牌前清除地上和地下障碍物，完成土壤污染调查，文物勘探等方面排查，达到净地条件出让，这也降低了开发企业拿地的不确定性，有利于重启开发拿地的流程。

表 5：近期部分城市出台的关于土地出让金付款节奏和非标土地开发整治措施的相关政策

日期	城市	相关文件	主要内容
2023 年 1 月	荥阳市	《关于印发进一步促进全市房地产市场平稳健康发展若干措施的通知（试行）》	土地款保证金下调至 20%，剩余 1 年内缴清
2023 年 1 月	六安市	《关于进一步促进全市房地产市场平稳健康发展的若干政策》	土地竞买保证金最低比例下调至土地起始价的 20%，成交后 1 个月内缴纳至土地出让价款的 50%，剩余价款在成交后 6 个月内交清
2023 年 1 月	监利市	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的若干措施》	新出让土地，可按不低于底价 10% 确定竞买保证金，允许以银行保函代替竞买保证金，允许 1 年内分期缴纳土地出让金，首次缴纳比例不低于 50%，约定分期缴纳期限内不计利息
2023 年 2 月	洛阳市	《洛阳市支持房地产市场健康发展若干措施》	2023 年 12 月 31 日前，房地产用地及产业用地竞买保证金按 20% 确定，允许分期缴纳土地出让价款，在首期缴纳比例不低于出让价款 50% 的前提下（三个月内，不计利息），剩余价款可在一年内缴清
2023 年 2 月	哈尔滨市	《关于进一步促进哈尔滨市房地产市场平稳健康发展的若干措施》	新出让的土地项目，可缴纳土地出让起始价的 20% 作为竞买保证金，土地出让合同签订后，一个月内缴纳土地成交价款的 50%，余款按照合同约定及时缴纳，最迟付款时间不得超过一年，并按照规定缴纳相应利息
2023 年 2 月	武汉市	《关于激发市场主体活力推动经济高质量发展政策措施的通知》	下调竞买保证金，新出让土地可按照不低于起始价的 10% 确定竞买保证金，允许银行出具保函代替竞买保证金。除竞买保证金之外的剩余土地出让价款，允许在 1 年内缴清，特殊项目可 2 年内缴清
2023 年 2 月	徐州	《关于优化房地产营商环境促进房地产市场平稳健康发展的通知》	土地竞买保证金下调至起始价的 20%，竞得人缴纳首期土地出让金后，剩余土地出让金须在办理预售证前缴清且最长不得超过出让合同签订起 6 个月； 挂牌前清除地上和地下障碍物，完成土壤污染调查、文物勘探等方面排查，达到净地条件出让

资料来源：各城市政府网站，中信证券研究部

商品房申领预售规模下限要求下调。武汉、监利等城市允许开发企业分批办理商品房预售许可，长春市放开部分项目的局部开发预售，常州等地允许新建商品房按“栋”为单位申领预售许可证（避免单次申领预售面积过大）。对预售条件许可的灵活放松，有助于企业根据市场情况主动选择开发推盘节奏，避免在去化困难阶段被迫集中推盘而无法有效回收预售款，从而也避免了应经营现金流的波动对信用造成影响。

预售备案要求的动态调整。如常州在 2023 年 3 月出台政策中明确，“商品住房项目在价格备案后 10 个工作日内需申领预售许可证”的规定不再执行。贵阳市提出要完善预售备案机制，动态调整商品房预售备案价格。

表 6：近期部分城市出台的关于预售许可条件和预售备案要求的相关政策

日期	城市	相关文件	主要内容
2023 年 1 月	监利市	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的若干措施》	房地产开发项目只开设一个监管账户的，可分批办理商品房预售许可，首次预售按规定执行，后期预售面积不得低于 1 万平方米，且不得小于栋
2023 年 1 月	六安市	《关于进一步促进全市房地产市场平稳健康发展的若干政策》	允许住宅小区分期建设、分期查验、分期交付使用
2023 年 2 月	武汉市	《关于激发市场主体活力推动经济高质量发展政策措施的通知》	房地产开发企业可增加申请预售许可次数，预售许可最低规模不小于栋
2023 年 2 月	宿迁市	《关于进一步促进中心城区房地产平稳健康发展的若干政策措施》	商品房预售许可批次规模由原来的每批次规模不低于 1 万 m ² 调整为可按栋申请
2023 年 2 月	长春市	《进一步发挥政策叠加效应促进房地产市场企稳若干政策措施的通知》	允许项目局部开发预售，对未按期交付的房地产开发用地，符合土地分宗条件的，可签订补充合同，实现项目局部开发、预售
2023 年 2 月	贵阳市	《贵阳贵安促进房地产领域健康发展若干措施的通知》	结合房地产市场发展趋势，完善预售备案机制，适时动态调整商品房预售备案价格
2023 年 3 月	常州市	《关于调整优化房地产相关政策的通知》	新建商品住房可按栋申领预售许可证；“商品住房项目在价格备案后 10 个工作日内需申领商品房预售许可证”之规定不再执行

资料来源：各城市政府网站，中信证券研究部

对装配式建筑的政策激励引导。最近几年，如上海、北京、广州、佛山等地都纷纷对装配式建筑出台了相应的规划指引和激励政策，强调要加大装配式建筑应用比例，推动装配式建筑水平提升，提升建筑产品品质。这些措施固然推动了装配式建筑产业本身的发展，但也在在这个过程中客观上提升了房地产项目开发的节奏，一定程度提升了商品房交付质量和工程效率，最终实现了优化开发企业资金回流的效果。

表 7：近年来部分城市纷纷出台鼓励引导装配式建筑发展的相关政策

时间	城市	相关文件	主要内容
2022 年 4 月	北京市	《关于进一步发展装配式建筑的实施意见》	到 2025 年，实现装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 55%；根据相关政策，对符合条件的装配式建筑项目给予资金奖励；装配式建筑项目在土地招拍挂环节或办理房屋销售手续时，可享受优质优价政策；在本市建筑行业相关评优评奖中，增加装配式建筑方面的指标要求
2021 年 11 月	上海市	《上海市装配式建筑“十四五”规划》	通过政府引导和市场调节，到 2025 年，完善适应上海特点的装配式建筑制度体系、技术体系、生产体系、建造体系和监管体系，使装配式建筑成为上海地区的主要建设方式；明确装配式建筑发展导向目标，优化相关奖励办法，加大对新体系、新技术、新工艺的扶持力度，扩大激励措施对节能减排成效突出项目的覆盖面
2020 年 7 月	广州市	《关于大力发展装配式建筑加快推进建筑产业现代化的实施意见》	到 2025 年，实现装配式建筑占新建建筑的面积比例不低于 50%。新立项的人才住房、保障性住房等政府投资的大中型建筑工程全面实施装配式建筑。以招拍挂方式出让用地的建设项目按比例实施装配式建筑。综合管廊、轨道交通、桥梁隧道等市政基础设施工程推广装配式建造方式。对未要求实施装配式建筑的地块，应在土地出让前核发地块规划条件环节明确自

时间	城市	相关文件	主要内容
2019 年 3 月	佛山市	《关于印发佛山市推广装配式建筑实施办法的通知》	愿实施装配式建筑的奖励条款或要求。对自愿实施装配式建筑的新建项目，给予预制外墙或叠合外墙预制部分不计入建筑面积的奖励（奖励的建筑面积不超过±0.000 以上计容建筑面积的 3%），具体奖励比例在建设工程规划许可文件中明确 确保 2025 年全市实现新建装配式建筑面积占新建建筑面积的 35% 以上，其中政府投资工程装配式建筑面积达到 70% 以上

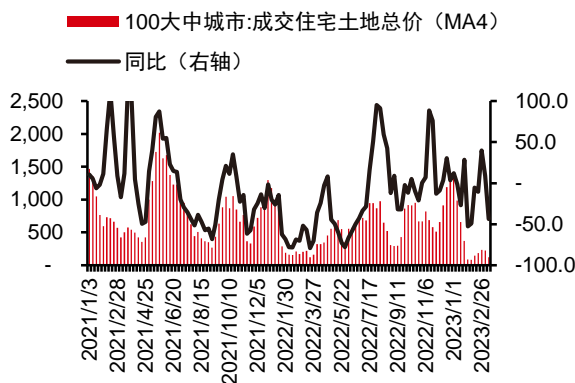
资料来源：各城市政府网站，中信证券研究部

总体来说，我们认为减小政策摩擦的空间仍然巨大，逐步减小摩擦阻力，有助于全产业链的持续复苏。

我们认为目前在一线城市放开限购等政策是没有必要的，也是没有可能的。

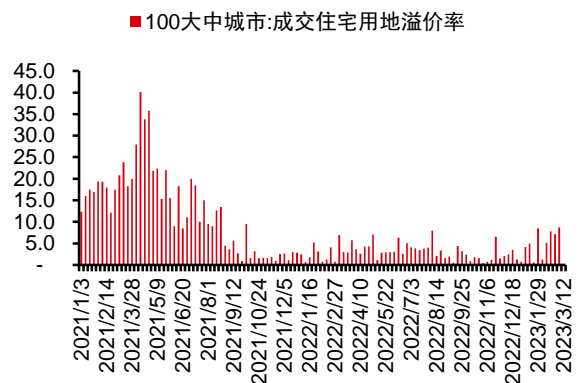
不过，由于信用的复苏仍然需要一段时间，我们认为投资和拿地虽然会在下半年逐步复苏，但这种复苏不足以推动投资和拿地快速增长。

图 9：2021 年至今 100 大中城市成交住宅土地总价（亿元）及同比变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：2021 年至今 100 大中城市成交住宅土地溢价率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 企业报表体现前期经营困难，部分债务重组取得进展

利润表体现前期经营困难

房地产企业率先在 2022 年大量计提存货跌价准备，在表内体现一部分损失。

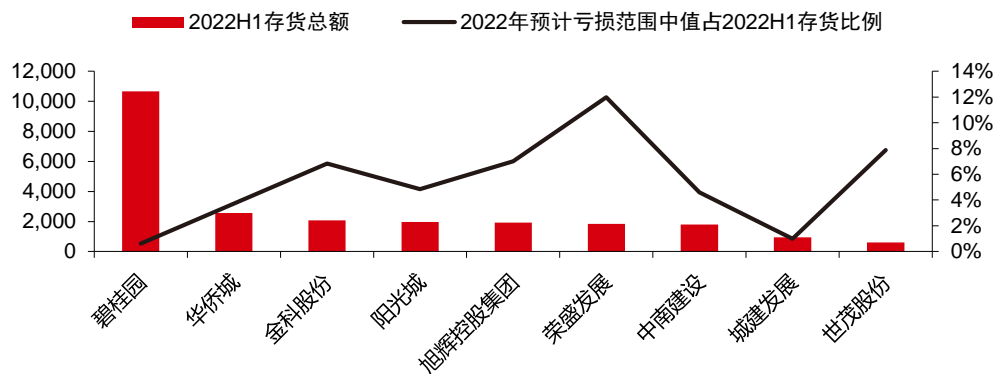
我们统计房企业绩下滑的主要原因包括结算收入及毛利率显著下降，计提存货资产减值准备，联合营公司投资收益下降及各项费用增加等。房地产企业在长期经营过程中积累了较多的存量资源，我们判断计提减值有望边际改善公司资产质量，释放公司盈利能力下滑压力。

表 8：部分房地产企业 2022 年业绩情况及业绩下降原因

公告日期	上市企业	2022 年（预计）业绩	业绩下滑原因							
			收入及毛利率下降	计提资产减值准备	投资收益下降	各项费用增加	经营性业务减免租金	资产公允价值下降	汇兑损益	非房地产业务收入下滑
3/13	碧桂园	净利润预计亏损 55-75 亿元，核心净利润预计介于 10-30 亿元。	✓	✓					✓	
3/10	旭辉控股集团	净利润预计亏损 130-140 亿元，核心净利润预计亏损 51-56 亿元。	✓	✓				✓	✓	
3/4	陆家嘴	净利润 10.8 亿元，同比下降 74.8%。	✓		✓					
2/24	中国金茂	净利润预计同比下降 50-60%。	✓	✓						
1/31	荣盛发展	净利润预计亏损 190-250 亿元。	✓	✓						
1/31	金科股份	净利润预计亏损 95-190 亿元。	✓	✓						
1/31	世茂股份	净利润预计亏损 38.4-57.6 亿元。	✓	✓						
1/31	中南建设	净利润预计亏损 75-90 亿元。	✓	✓		✓				
1/31	阳光城	净利润预计亏损 80-110 亿元。	✓	✓	✓	✓				
1/31	中交地产	净利润 0.35 亿元，同比下降 85.4%。	✓	✓						
1/31	绿地控股	净利润预计 20 亿元左右，同比下降 68% 左右。	✓	✓	✓	✓				
1/31	新城控股	净利润预计 6.3-37.8 亿元，同比下降 70%-95%。	✓	✓						
1/31	华侨城	净利润预计亏损 80-110 亿元。	✓	✓	✓					✓
1/14	城建发展	净利润预计亏损 7.9-10.9 亿元。						✓	✓	

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 11：部分 2022 年预计亏损的企业 2022 年中期存货总额（亿元）以及亏损范围中值占存货总额的比例



资料来源：Wind，各公司公告，中信证券研究部

除了亏损的企业之外，其他企业的利润表也普遍出现了业绩下降。消化 2020 年-2021 年新增的高价土地，对 2021 年四季度之后拿地的企业而言，更有利于 2023 年及以后盈利能力企稳回升。

资产负债表压力逐渐释放

截至 2023 年 3 月，相当部分出险企业已经公告了债务重组方案或最新进展。债务风险的化解正在路上，行业系统性风险持续下降。

表 9：部分 2022 年业绩预亏企业历史发行债券信息

发行时间	发行人	债券代码	债券简称	发行期限 (年)	发行规模 (亿元)	发行时票 面利率	债券类别
2022 年 6 月 6 日	中南建设	97QB.SG	中南建设 12% N20230605	1.0	1.6	12.00%	海外债
2022 年 4 月 8 日	旭辉控股集团	XGQB.SG	旭辉控股集团 6.95% CB20250408	3.0	25.5	6.95%	海外债
2022 年 3 月 17 日	荣盛发展	NMUB.SG	荣盛发展 9.5% N20240917	2.5	5.4	9.50%	海外债
2022 年 1 月 28 日	碧桂园	HVJB.SG	碧桂园 4.95% CB20260728	4.5	39.0	4.95%	海外债
2021 年 4 月 30 日	世茂股份	102100936.IB	21 沪世茂 MTN002	2.0	6.4	5.50%	一般中期票据

资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 10: 部分企业债务重组事项进展

企业	公告日期	主要内容
正荣地产	2023 年 3 月 14 日	截至公告日, 公司正与顾问稳步推进境外整体债务管理方案的筹备工作, 初步建议方案的暂定条款将或不包括任何本金的削减及可能包括分期摊还现有债务的本金及其任何应计且未付利息。公司重申计划于 2023 年 3 月底前向境外债权人提供境外整体债务管理的初步建议方案。
	2023 年 3 月 6 日	截至公告日, 公司已完成独立业务审阅、公司证券和境外持有人识别、对本集团的尽职调查生产、现金流预测和清算分析。公司及其联合财务顾问一直与本集团债权人保持沟通, 预计初步建议方案将于 2023 年 3 月底前提供。
旭辉控股集团	2023 年 3 月 10 日	公司以就潜在全面解决方案与协调委员会展开讨论, 预计将尽快且不晚于 2023 年 3 月 31 日与债券持有人小组或其顾问展开讨论, 初步指示性条款包括: (1) 不削减本金额; (2) 全面解决方案可能包含选择权, 允许部分或全部债权人将其债务转换为本公司股权或可换股债券; (3) 减少以现金支付的利息; (4) 本金分期偿还预计延长不超过 7 年; (5) 公司预期将以偿还部分本金及/或同意费形式向债权人支付若干前置款项; (6) 公司正在制定增信方案。
奥园中国	2023 年 2 月 28 日	若干境外优先票据持有人组成的临时小组 (约占境外优先票据未偿还本金额的 20%) 已原则上书面同意暂缓偿还债务条款书。
龙光集团	2023 年 1 月 6 日	截至 2022 年 12 月 6 日, 公司境内 21 笔公开市场债券的展期议案均获得持有人会议表决通过; 公司首席债务管理官正在积极与境外债权人进行沟通。
融创中国	2022 年 12 月 9 日	公司已向债权人小组提交逐步重组框架, 包括: (1) 降杠杆计划, 公司拟将现有债务中的 30-40 亿美元及若干股东借款转换为普通股或股权挂钩工具; (2) 将剩余现有债务兑换为新的以美元计价公开票据, 期限为自重组生效之日起 2-8 年; (3) 若干资产处置所得款净额 (如有) 将作为偿还新票据的额外资金来源; (4) 向支持重组方案的债权人提供同意费。
绿地控股	2022 年 11 月 25 日	公司全资子公司绿地全球投资有限公司对其发行的 9 只境外债券 (共计 32.41 亿美元) 进行展期征求, 其中 8 只境外债券拟展期 2 年, 1 只境外债券拟展期 1 年, 征求事项已召开持有人会议并获通过。
华夏幸福	2022 年 9 月 17 日	公告《华夏幸福债务重组计划及补充方案》, 公司梳理现有资源, 搭建以物业服务、选址服务、园区运营服务为核心的“幸福精选平台”, 搭建以片区开发综合服务、先进制造业/IDC/物流产业园招商运营、都市圈不动产代建和营销交易为核心的“幸福优选平台”, 并以 2 个平台股权作为新增偿债资源实施以股抵债, 债权人享有同等的偿债资源选择权。
	2021 年 10 月 8 日	公告《华夏幸福债务重组计划》明确公司债务清偿方案并公布公司持续经营计划, 公司 2192 亿元的金融债务通过以下方式清偿: (1) 卖出资产回笼资金约 750 亿元; (2) 出售资产带走金融债务约 500 亿元; (3) 优先类金融债务展期或清偿约 352 亿元; (4) 现金兑付约 570 亿元金融债务; (5) 以持有型物业等约 220 亿元资产设立的信托受益权份额抵偿; (6) 剩余约 550 亿元金融债务由公司承接, 展期、降息, 通过后续经营发展逐步清偿。

资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

■ 风险因素

前期拿地偏少的房地产企业因可售货值不足而业绩持续低于预期的风险；房地产产业链复苏迟缓的风险。

■ 继续看好交易服务商，继续看好信用稳固，发展持续的房企

我们认为，2023 年房地产市场的复苏正在路上。复苏不会一蹴而就，但复苏的信贷基础和政策基础都十分稳固。复苏不会沿着一线城市房价明显上涨，景气再扩散到三四线城市的老路展开，反而会在一线城市房价基本稳定的情况下，迎来全国房地产产业链景气的可持续复苏。房地产企业方面，我们继续看好 2021 年四季度以来持续新增货值、存货结构改善的公司。这类公司往往信用好，未来盈利能力提升空间大，代表性公司例如越秀地产、华发股份、华润置地、滨江集团等。同时，交易服务商对销售复苏的弹性大于开发企业，我们继续看好贝壳。

表 11：重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	评级	股价 (交易币种)	EPS (元)				PE			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
开发板块										
万科 A	买入	15.75	1.89	2.05	2.20	2.48	8.3	7.7	7.2	6.4
越秀地产	买入	10.82	1.34	1.41	1.65	2.02	7.0	6.6	5.7	4.6
华发股份	买入	10.54	1.51	1.21	1.55	2.10	7.0	8.7	6.8	5.0
滨江集团	买入	9.45	0.97	1.17	1.40	1.69	9.7	8.1	6.8	5.6
龙湖集团	买入	20.10	3.54	3.79	4.25	4.80	4.9	4.6	4.1	3.6
绿城中国	买入	9.43	2.28	2.80	3.09	3.59	3.6	2.9	2.6	2.3
服务板块										
贝壳-W	买入	45.30	0.61	0.51	2.00	2.47	63.9	77.0	19.5	15.9
万物云	买入	37.40	1.56	1.78	2.59	3.70	20.7	18.2	12.5	8.7
华润万象生活	买入	40.35	0.76	1.00	1.35	1.72	46.1	34.7	25.7	20.3
滨江服务	买入	22.05	1.16	1.54	2.10	2.98	16.3	14.3	10.5	7.4
中海物业	买入	8.62	0.30	0.42	0.59	0.81	24.9	20.6	14.6	10.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 3 月 14 日收盘价，中海物业 EPS 为港元，万物云为核心净利润和核心 EPS

■ 相关研究

- 房地产行业跟踪报告—新龙头的高质量发展新机遇 (2023-03-03)
- 房地产行业跟踪报告—短期影响不宜高估，长期影响不宜低估 (2023-03-01)
- 房地产和物业服务行业 2023 年 2 月企业销售数据点评—销售底部已过，复苏势头强劲 (2023-03-01)
- 房地产行业跟踪点评—政策长短兼顾，销售快速复苏 (2023-02-27)
- 房地产行业重大事项点评—加速盘活存量资产，持续利好运营能力 (2023-02-21)
- 房地产行业跟踪报告—销售可复苏，政策可持续 (2023-02-20)
- 物业服务行业专题研究—挑战机遇并存，结构变化之始 (2023-02-20)
- 房地产行业重大事项点评—紧密监测边际变化政策区域差别或扩大，
信用退潮投资低谷提振需求决心勿低估 (2023-02-16)
- 房地产服务行业跟踪点评—房地产服务行业港股通机会前瞻 (2023-02-13)
- 房地产行业跟踪点评—夜一程，昼一程，星月轮转 (2023-02-11)
- 房地产行业跟踪报告—把握窗口期，迎接开门红 (2023-01-29)
- 租赁住宅行业深度研究报告—被忽视的供给革新，高成长的产业机遇 (2023-01-29)
- 房地产行业 2022 年度宏观数据点评—政策托底，行业有望企稳反转 (2023-01-17)
- 物业行业 2022 年年报前瞻—挑战机遇并存，结构变化之始 (2023-01-16)
- 房地产行业重大事项点评—化解现金流困扰，期待销售复苏 (2023-01-16)
- 房地产行业重大事项点评—四项行动标本兼治，齐心协力力促复苏 (2023-01-11)
- 房地产行业专题报告—政策风口掘金销售二次分化，新模式下聚焦存量资产运营 (2023-01-06)
- 房地产行业重大事项点评—大力支持首置需求，合理支持改善需求 (2023-01-06)
- 房地产行业专题报告—地产行业研究的四个常见误区 (2023-01-05)
- 房地产行业专题研究—历史视角的地产再融资 (2023-01-04)
- 房地产行业 2022 年销售数据点评—迎接二次分化 (2023-01-02)
- 物业服务行业跟踪点评—两大政策发力方向值得关注 (2022-12-26)
- 房地产行业专题研究—房地产政策如何“出实招” (2022-12-20)
- 房地产行业重大事项点评—新要求，新举措，新方向 (2022-12-18)
- 房地产行业 2022 年 11 月宏观数据点评—已是悬崖百丈冰，只把春来报 (2022-12-15)
- 房地产行业跟踪报告—REITs 市场扩容对房企的三大影响 (2022-12-15)
- 基础设施和现代服务产业 2023 年投资策略—从政策底到市场底 (2022-12-08)
- 物业管理行业跟踪报告—时代机遇，重塑初心 (2022-12-07)
- 房地产行业跟踪报告—政策协同合力，企业结束缩量 (2022-12-07)
- 房地产行业基金重仓分析专题—2022 年三季度房地产行业基金重仓分析专题 (2022-12-07)
- 房地产行业重大事项点评—REITs 市场红利持续，投融资管退终成正果 (2022-12-05)
- 房地产行业跟踪点评—透视土地市场，迎接扩表机遇 (2022-12-01)

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：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、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相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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；韩国市场以科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 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
	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

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。