

## 房地产行业

2018-7-25

行业研究 | 深度报告

评级 看好 维持

## 大道至简，各有千秋——房地产制造业趋势研究

## 报告要点

### 从历史谈起：房地产行业的激荡四十年

理解房地产行业当前逻辑需从我国房地产市场改革历程谈起。1978年改革开放拉开房改大幕。1987年深圳举行我国第一次土地拍卖，土地招拍挂开启。1994年分税制改革开启了土地财政。到了1998年，福利分房终结，商品房时代来临。2004年的“831大限”确立了土地的招拍挂制度并沿用至今。

### 地价-房价螺旋、传统房地产开发模式与房地产制造业趋势

土地出让制度的产生与土地财政使得地产成为城镇化过程中的支柱产业，带动房价和地价呈螺旋式上升。在房价长期快速上涨的背景下，传统的开发模式本质是囤地与金融化，享受房价上涨带来的资产升值收益。在顶层思路转换、政策强调长效机制以及基本面趋势变化的背景下，房地产业将呈现出制造业化趋势，成本管控与商业模式比拼将是房企在长期竞争中赢得主动权的关键。

### 精耕细作，各有千秋：一二线城市地价为成本管控关键

在一二线城市，由于地价、房价相对较高，土地成本成为开发商重要成本因素。受限价政策影响，部分开发商近年来高价获取的项目无法开盘，导致推盘进度受到影响。但如果土地获取成本较低，即使以政府限价推盘仍然可以保障项目利润率，促进项目快速去化。而项目的快速去化有助于公司回款并提升销售增速、抢占市场。一二线城市低价获取优质土储的主要方式有并购与一二级联动等。并购方面，融创中国形成了独特模式与口碑。一二级联动方面，中国金茂形成了高壁垒和护城河。独特的拿地模式保障了一二线城市开发利润率。

### 低线城市成本管控范式：不断下沉突破土地储备瓶颈

低线城市竞争的关键是建安成本管控。三四线等低线城市销售均价相对较低，但由于建筑安装成本有一定刚性，其在销售均价中占比相对较高。杰出的建安成本控制使得房企可以在销售均价相对较低的情况下仍然保证项目盈利空间，深入竞争对手难以盈利的区域，进而突破土地储备瓶颈。深耕低线城市的碧桂园通过集中标准化模式覆盖开发全过程，将成本管控融入整体业务链条。公司2017年ROE为31.82%，在港股房地产开发板块中排名第二。

分析师 申思聪

☎ (8621) 61118713

✉ shensc1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518010003

联系人 吕聪

☎ (8621) 61118713

✉ lvcong@cjsc.com.cn

分析师 刘清海

☎ (8621) 61118713

✉ liuqh3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518040001

## 市场表现对比图（近12个月）



资料来源：Wind

## 相关研究

《基金持仓角度看地产后续行情——2018年二季度基金持仓点评》2018-7-23

《6月投资微降，销售韧性依旧——201807W3周度观点》2018-7-21

《棚改十问——一文读懂棚改的现在与未来》2018-7-18

**风险提示：**

1. 房地产行业政策大幅度调整；
2. 行业基本面出现恶化。

## 目录

写在前面.....	4
从历史谈起：房地产行业的激荡四十年 .....	4
住房制度改革的初步探索与第一次土拍 .....	4
改革全面推进、第一次调控与土地财政开启 .....	5
商品房时代拉开序幕与行业大发展.....	6
“831 大限”与土地招拍挂制度 .....	7
地价-房价螺旋与传统房地产商业模式.....	7
土改后房价上涨的核心逻辑：房价-地价螺旋上升.....	7
享受房价上涨收益是传统开发模式的核心.....	8
大道至简，回归本源：房地产制造业化趋势 .....	11
不惑之年的新变化：顶层思路、政策与基本面趋势 .....	11
顶层思路、政策定力与调控新手段 .....	11
人口、城镇化等因素使得粗放式增长成为过去 .....	13
回归本源：房地产的制造业化趋势.....	15
精耕细作，各有千秋：房地产行业成本管控之辩.....	16
成本管控之土地成本：拿地模式成为关键.....	16
融创中国：并购之王，优质土储布局核心城市 .....	16
中国金茂：一二级联动突破土地储备瓶颈 .....	18
成本管控之建安成本：细节管理成为关键.....	20
碧桂园：三四线之王，全链条把控建安成本.....	20

## 图表目录

图 1：改革开放以来我国房地产市场发展回顾 .....	4
图 2：1987 年，深圳举行我国第一次土地拍卖.....	5
图 3：2016 年土地出让收入在地方可支配财力中的占比达到 20.24%.....	6
图 4：房改后至 2004 年地产投资持续高位 .....	7
图 5：房改后至 2004 年商品住宅销售火热 .....	7
图 6：土改后房价上涨的旧逻辑：地价和房价螺旋式上升 .....	8
图 7：房地产行业一直以来拥有远高于制造业的毛利率 .....	8
图 8：房地产行业过去净利率显著高于制造业 .....	8
图 9：房价快速上涨使得慢开发模式成为可能 .....	9
图 10：重庆过去供地规模较大，房价平稳.....	9
图 11：深圳近年土地成交大幅缩减，房价随需求增长迅速上升 .....	9
图 12：房地产行业净债务/归母权益比例一直高于典型制造业行业 .....	10

图 13: 我国人口自然增长率低位徘徊, 人口增长高峰已过 .....	13
图 14: 14 岁以下人口比例下滑而 65 岁以上人口比例快速上升 .....	13
图 15: 城镇化空间犹在, 但增速放缓 .....	14
图 16: 对比美国和日本, 我国城镇化率仍有向上空间 .....	14
图 17: M2 增速趋势性下行, 新旧增长模式面临切换 .....	14
图 18: 开发商对购房者议价能力减弱, 行业竞争模式将更多强调成本管控 .....	15
图 19: 不同模式对应提高 ROE 的不同途径, 目前环境下成本管控成为核心 .....	16
图 20: 融创中国土地储备按建面近八成位于一二线城市 .....	17
图 21: 融创中国货值超 96% 位于一二线及环一线城市 .....	17
图 22: 融创中国乘优势土储之势, 业绩不断向上突破 .....	18
图 23: 中国金茂 2018H1 销售额约 718 亿元, 已超去年全年 .....	19
图 24: 碧桂园控制建安突破土储瓶颈, 销售业绩不断发力 .....	20
图 25: 碧桂园成本管控优秀, ROE 领跑同业 .....	21
表 1: 囤地待涨模式代表: 上海汤臣一品与世纪汇广场 .....	11
表 2: 融资收紧、调控深化、规范行业, 传统开发模式未来将受到诸多挑战 .....	12
表 3: 北京土拍改革后, 项目利润空间在拿地时即被控制 .....	13
表 4: 融创中国巧用并购获取低价优质土储资源, 助力业绩不断突破 .....	17
表 5: 中国金茂一级土地开发项目, 长沙梅溪湖及南京青龙山项目已彰显模式的高盈利性和可复制性 .....	19
表 6: 行业重点上市公司估值表 .....	21

## 写在前面

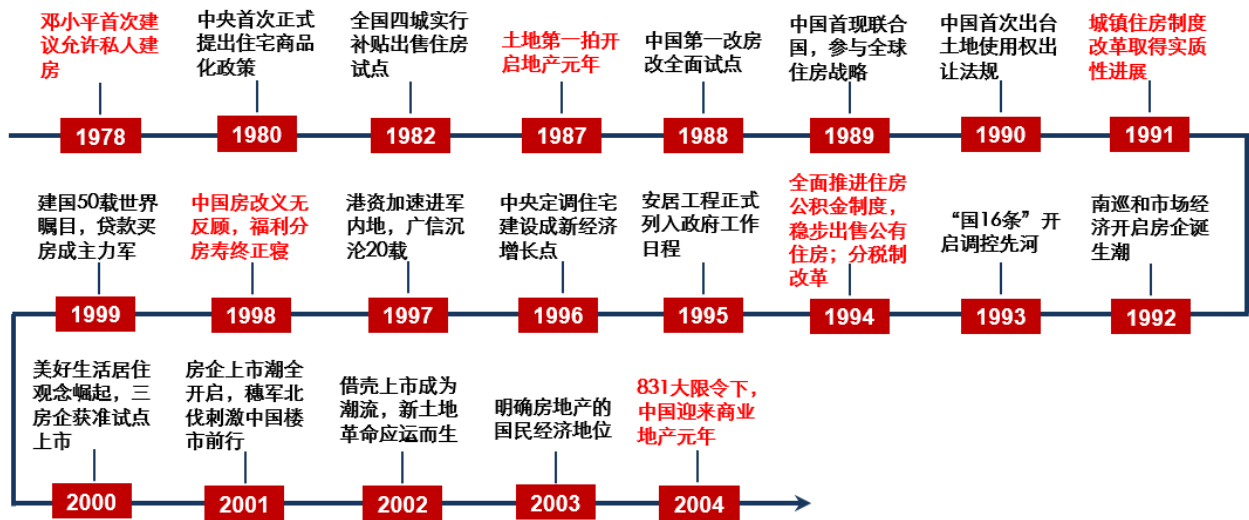
过去两年对于中国房地产市场注定是不平凡的两年。覆盖各线城市的“四限政策”、“房住不炒”、长效机制、不断收紧的融资等等构成了行业环境的主基调。房地产行业旧的商业模式已经越来越不能适应当前的发展环境，房地产业出现制造业化趋势。我们也许正处在一个行业大变革与大转型的前夜。季节变换，我们没有能力改变自然规律。但如果足够尊重规律，那么至少可以在深秋做好面对寒冬的准备，在寒冬中准备迎接春天。这样既不会被冻死，也不会错过播种的最好时机。本文力争淡化短期市场波动，回归本源，探讨房地产行业的发展趋势与商业模式变革。

## 从历史谈起：房地产行业的激荡四十年

### 住房制度改革的初步探索与第一次土拍

房地产行业的盈利模式与我国房地产市场的发展历程息息相关，我们首先回顾过去 40 年房地产行业的发展历史。

图 1：改革开放以来我国房地产市场发展回顾



资料来源：新浪乐居《地产40年》，长江证券研究所

**我国住房市场改革始于 1978 年。**1978 年改革开放后，全国各地成立了住房统建办公室；三年后的 1981 年，中房集团的成立，孟晓苏任总经理。中房集团的成立意味着中国内地有了第一家房屋开发公司，也意味着中国内地开始有房地产项目。然而，受制于时代发展，这一切仍未改变体制内计划时代的本质。

**港资发展商在国内房地产市场早期发展中扮演重要角色。**早在 1980 年，新世界发展便涉足内地物业开发，在广州投资建设了中国大酒店项目，这是内地首间中外合资酒店。四年后的 1984 年，香港瑞安集团成立公司发展中国内地业务。一年后的 1985 年，香港嘉里集团与国家经贸委合作，兴建北京国际贸易中心（北京国贸）。在中国内地房地

产尚不发达、经验尚浅的初期，香港发展商的进入为国内房地产市场发展带来了重要的资金和经验支持，开发的一些项目也成为了地标性建筑。

**1987年，深圳举行我国第一次土地拍卖，其后法律明确规定土地使用权可以依法转让。**

1987年12月1日，深圳首次举行国有土地使用权拍卖会。深圳房地产公司以525万元的最高价获得了罗湖区东晓路一块8,588平方米土地的使用权，不到一年时间盖起的东晓花园154套住宅，仅一小时内就被业主排长队购空。1988年4月，第七届全国人大第一次会议通过修改宪法草案，将原宪法中禁止土地“出租”两字删去，明确规定“土地的使用权可以依照法律的规定转让”。制度性障碍扫除后，土地市场的招拍挂制度由此开启。

图 2：1987年，深圳举行我国第一次土地拍卖



资料来源：搜狐网，长江证券研究所

## 改革全面推进、第一次调控与土地财政开启

**1991年城镇住房制度改革取得实质进展。**1991年国务院办公厅下发了《关于全面进行城镇住房制度改革的意见》。这是城镇住房制度改革的一个纲领性文件，标志着城镇住房制度改革已从探索和试点阶段，进入全面推进和综合配套改革的新阶段。这个政策对于改变住房的性质起到了重要作用，并将金融引入到了行业发展中来，推动了房地产的投资。

**1992年市场经济确立，房地产业迅猛发展。**1992年，我国确立了社会主义市场经济地位，房地产行业也随之迅猛发展。由于投机性资金蜂拥进入房地产市场，沿海开放城市房地产投资猛增，房价暴涨，泡沫严重，其中尤以海南为甚。

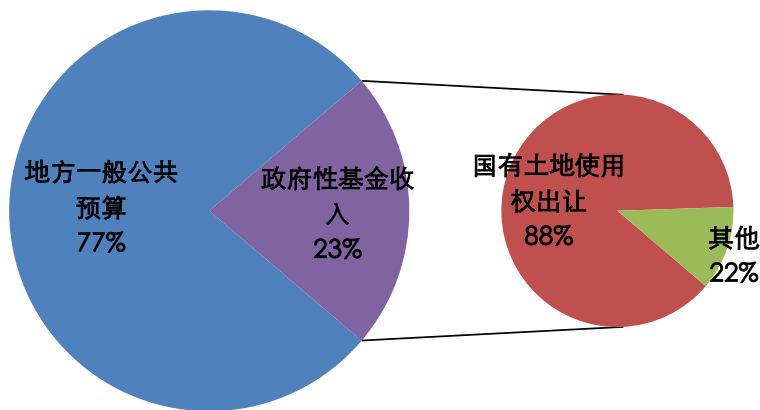
**房地产市场的过度投机招致了房地产发展史上第一次调控。**1993年6月，国务院宣布终止房地产公司上市、全面控制银行资金进入房地产业。6月24日，党中央、国务院联合发出《关于当前经济情况和加强宏观调控的意见》。随着各项措施的落实，房地产市场迅速降温，投机性资金受到打击，海南等地出现大量烂尾楼，银行也堆积了大量的坏账。

**1994年分税制改革开启了土地财政。**中央重新上收了财政收入权，导致地方政府财政收支产生了巨大的缺口。与此同时中央将城市土地有偿使用收入、土地增值税、房产税全部划归地方政府，土地财政就成为了地方政府弥补财政收入不足的重要手段，政府对

于土地出让的依赖程度逐年上升。同年,《关于深化城镇住房制度改革的决定》正式发布,公积金制度开始全面推进,同时公有住房开始稳步出售。

**理解土地财政是理解房地产行业发展逻辑的关键。**从事权上看,地方政府担负了城市基础设施建设、促进地方经济发展等一系列职责,GDP 成为绩效考核导向,土地财政便逐渐成为了地方政府最重要的资金来源。2016 年,土地出让收入在地方可支配财力中的占比达到 20.24%。

图 3: 2016 年土地出让收入在地方可支配财力中的占比达到 20.24%



资料来源: 财政部, 长江证券研究所

## 商品房时代拉开序幕与行业大发展

**1998 年是我国住房制度改革的分水岭。**自当年起,我国全面停止住房实物分配,建立住房分配货币化、住房供给商品化、社会化的住房新体制。在新中国坚持了近半个世纪的分房制度寿终正寝,中国正式进入商品房时代。自此以来,个人开始成为买房的主体,中国房地产业走上了发展的快车道,逐渐成长为国民经济的重要支柱产业。

**居民住宅货币化、私有化使得开发端走向市场化。**在过去的福利分房和公房制度安排下,房地产开发仍是计划经济制度下的分配制度。1998 年的全面房改使得房地产开发销售走向市场化,居民端的需求与开发商端的供给通过市场机制形成均衡。但是,开发前端的土地市场仍未完全市场化。

**福利分房终结与按揭制度引入刺激需求集中释放,行业进入大发展时期。**1998 年房改后,个人住房需从市场上直接购买。而从香港引入的按揭制度使得购房者仅需较低比例的首付款即可购买住房。顺带一提,“按揭”(Mortgage)一词即是粤语音译而来。这两大因素使得过去压抑的购房需求在短时间内集中释放,商品房供不应求,行业进入大发展阶段。

**2000 年房企上市解禁,开发商迎来资本加持。**在暂停七年后,房地产企业上市重启,金地集团、天房发展正是借助这一重要时间窗口成功上市,金融街也通过借壳上市成功登陆资本市场。2001 年,新城地产通过重组江苏五菱后在 B 股借壳上市。资本市场的开放使得开发商获取了发展中至关重要的资金支持。

**2003年房地产被明确定位为国民经济支柱产业。**2003年8月，新华社全文播发《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》，即著名的“18号文”，房地产被明确定位为国民经济支柱产业。到目前，房地产在国民经济中的重要地位仍未改变。除2003年的“非典”疫情对行业投资、销售情况有所影响外，1998年至2004年行业一直处于大发展阶段。

图 4：房改后至 2004 年地产投资持续高位



资料来源：国家统计局，Wind，长江证券研究所

图 5：房改后至 2004 年商品住宅销售火热



资料来源：国家统计局，Wind，长江证券研究所

## “831 大限”与土地招拍挂制度

**2004 年的“831”土地大限推动了地价上涨。**2004 年 3 月，国土资源部、监察部联合下发《关于继续开展经营性土地使用权招标拍卖挂牌出让情况执法监察工作的通知》，要求所有六类土地全部实行土地出让制度，即采取公开招标、公开拍卖、公开挂牌的方式出让土地。“831 大限”被称为新的“土地改革”，这场改革深刻改变了开发商的土地获取开发模式。但是，该政策的施行使得土地市场竞争激烈，土地的价格开始上涨，导致房价也随之水涨船高。

**“831 大限”有助于加强土地市场透明度，但仍未使其完全市场化。**在“831 大限”之前，各地土地协议出让盛行，这种制度安排下难以避免出现寻租和暗箱操作。土地招拍挂制度的确立使开发商在获取土地方面公开化、公平化，更重要的是堵住了土地出让过程中的漏洞。但是，由于土地收储与供应仍受到控制，作为开发业务前端的土地供应市场仍然没有实现真正意义上的市场化。

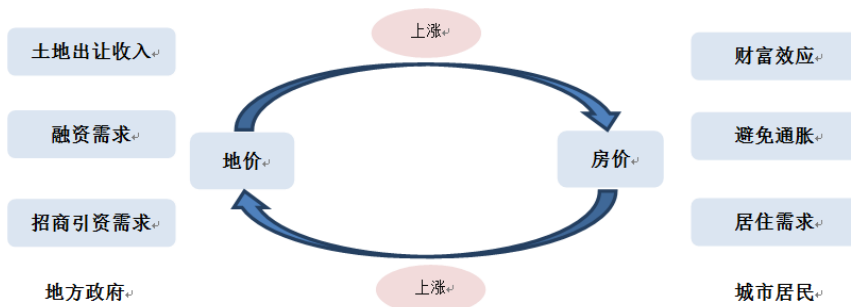
## 地价-房价螺旋与传统房地产商业模式

### 土改后房价上涨的核心逻辑：房价-地价螺旋上升

**土地出让制度的产生使得地产成为城镇化过程中的支柱产业，带动房价和地价呈螺旋式上升。**当土地出让制度出台之后，土地的预期收益首先成为地方政府的预期消费资本金的来源。40-70 年土地使用权出让的全部收益能够使当局政府快速获取大量资金，从而进行大规模的基础建设和投资，较快地提升当地的公共服务，并进一步促进城镇化的发展。成熟完备的基础设施能够吸引、聚集产业与人口，与提升的公共服务一起进一步推升了房价，从而带动房价和地价的螺旋式上升。房地产成为城镇化过程中的支柱产业，

就地方政府而言，满足了其建设公共服务所需的资金需求和信用需求。就居民而言，拥有住房使其实现了财富效应并满足了居住需求。

图 6：土改后房价上涨的旧逻辑：地价和房价螺旋式上升



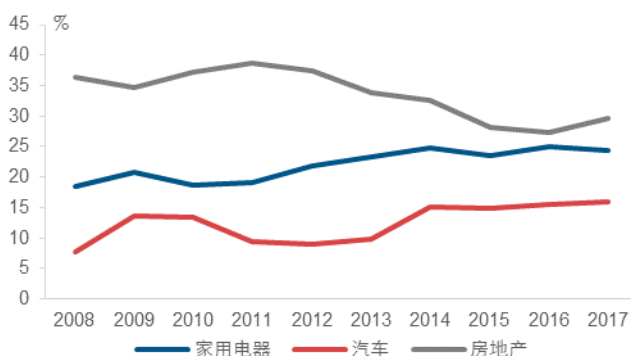
资料来源：长江证券研究所

## 享受房价上涨收益是传统开发模式的核心

传统的开发模式本质是囤地与金融化，享受房价上涨带来的资产升值收益。房地产开发的利润空间主要来自于房价与地价之差。若房价持续大幅上涨，开发商有动力囤地、慢开发，以时间换空间。待地价与房价大幅上涨时，项目毛利率与净利率较高，抵消了由于周转速度慢带来的 ROE 降低。这种开发模式实际上是享受房价上涨带来的资产升值收益，**房地产项目资产属性与金融属性鲜明。**

一直以来，房地产行业拥有高于制造业的利润率。与家用电器、汽车等典型制造业行业相比，房地产行业一直享有较高的利润率。从过去十年的数据看，房地产行业整体毛利率一度接近 40%，远高于家用电器和汽车。净利率情况类似，房地产行业净利率一度超过 15%，近年来也维持在 10%以上的高位，水平显著高于家用电器和汽车行业。**房地产的资产、金融属性使得行业可以拥有高于制造业的利润率。但目前看这种利润率差距在缩窄。**

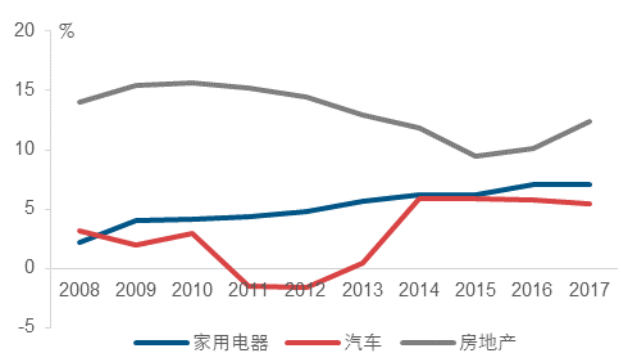
图 7：房地产行业一直以来拥有远高于制造业的毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

注：行业分类选取申万一级行业；为消除离群值影响数据计算采用整体法

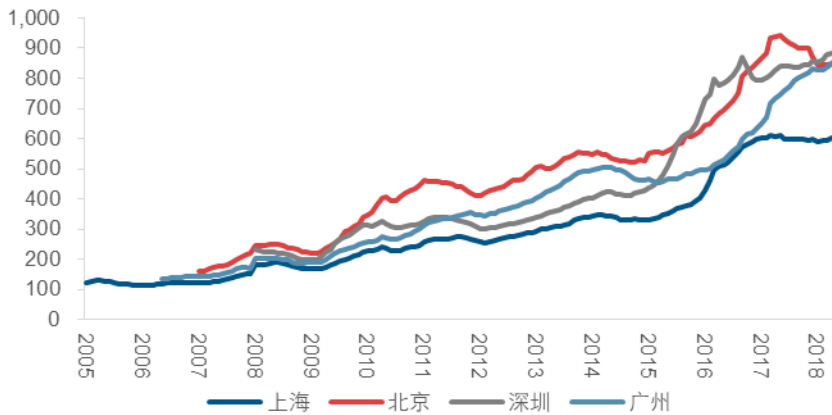
图 8：房地产行业过去净利率显著高于制造业



资料来源：Wind，长江证券研究所

**慢开发模式的成败取决于房价上涨速度。**1992 年市场经济改革后，我国国民经济与社会迎来长足发展，全国住宅价格也随着经济发展与居民收入水平的提升而逐年上涨。核心城市的房价涨幅更为显著。以中原地产发布的主要城市二手住宅价格指数（领先指数）为例，上海市住宅价格指数由 2005 年初的 120 大幅增长至 2018 年 5 月的 605，北京由 2007 年初的 159 飙升至 2018 年 5 月的 852。房价快速上涨使得慢开发模式成为可能。尽管不同开发商发展模式各异，但房企或多或少利用了房价快速上涨带来的资产升值收益。

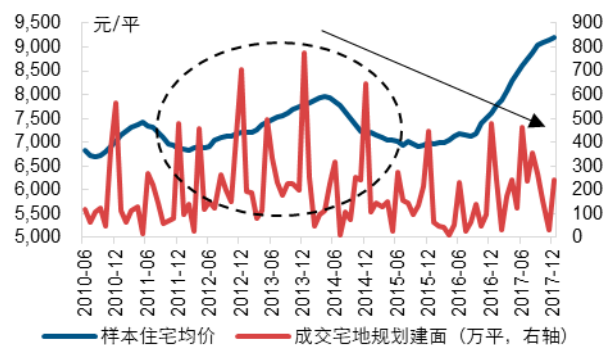
图 9：房价快速上涨使得慢开发模式成为可能



资料来源：中原地产，Wind，长江证券研究所；数据为中原二手住宅价格指数

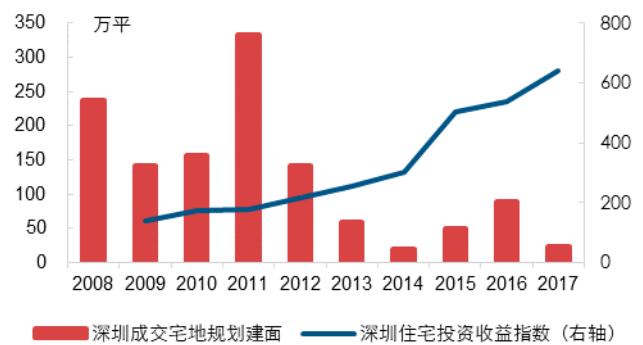
**供需两方面因素促成了过去二十年房价快速上涨。**人口红利、城镇化、经济发展等早已被业内公认的需求因素在此不再赘述。供给方面，中期来看土地决定房地产市场供给和房价。在需求仍然稳定释放的背景下，供给的变动将放大房价的弹性。重庆过去的土地供应维持高位，房价保持平稳。而深圳土地供应极度稀缺，在需求旺盛的背景下房价自然不断快速上涨。

图 10：重庆过去供地规模较大，房价平稳



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：深圳近年土地成交大幅缩减，房价随需求增长迅速上升

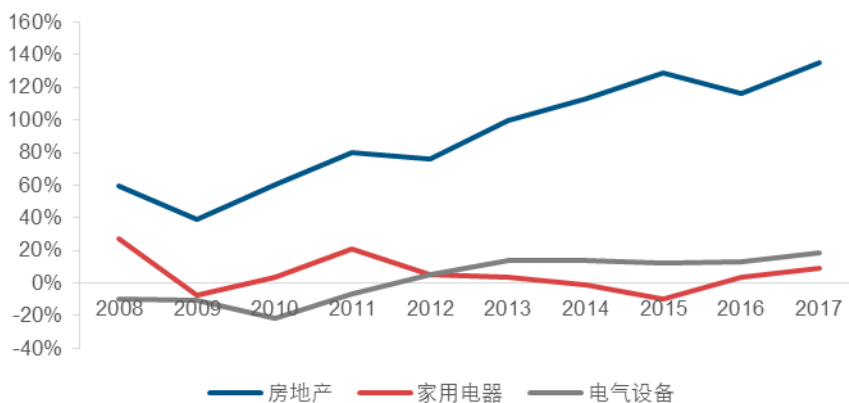


资料来源：Wind，长江证券研究所

**土地财政一定程度上构成了低供地激励。**1994 年分税制改革后，地方政府收入锐减，但同时又承担了地方基础建设、投资、民生工程等诸多支出事项。土地出让金收入成为地方政府特别是优势产业不明显的城市的重要收入来源。40-70 年土地使用权出让的全部收益能够使当局政府快速获取大量资金，从而进行大规模的基础建设和投资，进而达到 GDP 考核要求。对于土地出让金的依赖使得一些地方政府缺乏大规模供应土地的激励。

**传统开发模式以高杠杆撬动大规模，房企充分享受房价上涨带来的高利润。**通过大规模负债快速做大规模是房地产行业通行做法，高杠杆率是房地产行业的典型特点。与家用电器、电气设备等典型制造业行业相比，房地产行业净债务/归属母公司股东的权益比例一直较高，近年来还出现继续攀升的势头。由于房价长期快速上涨，高杠杆使得房企充分享受了房价上涨带来的高利润。

图 12：房地产行业净债务/归母权益比例一直高于典型制造业行业



资料来源：Wind，长江证券研究所

注：行业分类来自申万一级行业；数据来自 Wind 板块财务纵比，计算方法为整体法

**囤地模式的极致以港资开发商为代表。**通过早期在重点城市的核心区域获取稀缺的土地资源，待地价、楼价大幅上涨后出售获取高额利润是此模式的常见做法。以上海汤臣一品为例，汤臣集团收购项目的拿地价估算仅约 4,225 元/平（1994 年首次收购，2005 年收购余下 20% 权益），而根据房天下数据，项目首次开盘时均价即达到约 11 万元/平，最新价格已超过 20 万元/平。另一代表案例为长和系出售世纪汇广场。2016 年 10 月，长实集团公告称以总价 200 亿元人民币出售位于上海世纪大道的世纪汇广场项目。长实集团预计该项目出售可为集团带来约 62.2 亿港元收益。截至 2018 年，该项目仍在施工中。项目开发的高毛利平衡了慢开发模式下周转速度的降低，充分体现了“以时间换空间”的核心逻辑。

表 1：囤地待涨模式代表：上海汤臣一品与世纪汇广场

项目	汤臣一品	世纪汇广场
开发商	汤臣集团 (0258.HK)	长实集团 (1113.HK)
项目位置	上海陆家嘴商圈	上海陆家嘴商圈
拿地时间	1994年	2004年
拿地成本	约4,225元/平	约12,000元/平
总楼面面积	14.2万平	写字楼13万平, 商场14万平
开盘时间	2005年	-
开盘价格	11万元/平	-
售价	目前20万元/平起	2016年以总价200亿元出售
收益	-	约62.2亿港元

资料来源：公司公告，房天下，上海证券报，长江证券研究所

**慢开发模式未来将受到诸多挑战。**从房地产开发资金来源上，由于公司债、银行贷款、信托贷款以及各类非标融资都在大幅收紧，房地产开发对于项目销售回款的需求在增大。另一方面，囤地待涨的开发模式需要地价、楼价快速上涨来对冲低周转速度的影响，而政府对于开发商囤地的默许和纵容也是关键因素。在“房住不炒、分类调控”和长效机制逐步建立的大背景下，核心城市房价与地价难以再现过去十几年的快速大幅上涨。同时，政府层面也多次强调规范行业行为。若地价与预期房价之间差距较为稳定，慢开发模式可能受到较大挑战。

## 大道至简，回归本源：房地产制造业化趋势

### 不惑之年的新变化：顶层思路、政策与基本面趋势

#### 顶层思路、政策定力与调控新手段

**房住不炒、长效机制成为指导行业发展的新思路。**房地产市场经历了自改革开放以来40年的发展，出现了一些新变化与新特点。2016年末的中央经济会议上提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，此后建立房地产市场长效机制成为行业政策的焦点。在新的思路指引下，房地产行业料将进入平稳、健康发展期，过去的大幅度方向性波动难以再现。

**调控政策持续深化，政策定力与连贯性强。**自2016年9月30日北京重启调控后，近两年来从中央到各线城市政府均不断出台行业调控政策，中央层面也多次强调坚持房地产调控目标不动摇、力度不放松。政府部门也从规范行业入手解决行业发展中存在的问题。2018年6月，住建部等七部委决定于2018年7月初至12月底，在北京、上海等30个城市先行开展治理房地产市场乱象专项行动，打击重点包括投机炒房、房地产“黑中介”、违法违规房地产开发企业和虚假房地产广告等四个方面。顶层的政策定力与连贯性是当前行业的鲜明特点。

**融资渠道收紧，去杠杆进行时。**2016年10月，上交所与深交所规定房地产企业的公司债券募集资金不得用于购置土地。2017年4月，银监会发文要求严禁资金违规流入房

地产市场，严厉打击“首付贷”等行为，切实抑制热点城市房地产泡沫。2018年6月，发改委联合财政部发出通知，要求引导规范房地产企业境外发债资金投向，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金等，并要求企业提交资金用途承诺。诸多的融资相关政策直指去杠杆。过去行业的超高杠杆撬动规模的发展模式正在面临融资渠道收紧方面的调整。

表 2：融资收紧、调控深化、规范行业，传统开发模式未来将受到诸多挑战

时间	城市/部门	政策概述
2016/09	北京	购买首套普通自住房的首付款比例不低于35%，对拥有1套住房的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房的，无论有无贷款记录，首付款比例均不低于50%；购买非普通自住房的，首付款比例不低于70%
2016/10	广州	严格执行既有的住房限购政策，严格执行现有差别化住房信贷政策，继续暂停发放家庭购买第三套及以上住房贷款
2016/10	深圳	本市户籍居民家庭继续执行限购2套住房的政策；本市户籍成年单身人士（含离异）在本市限购1套住房；能提供自购房之日起计算的前5年及以上在本市连续缴纳个人所得税或社会保险证明的非本市户籍居民家庭，限购1套住房
2016/10	上交所/深交所	上海/深圳证券交易所将对房地产、产能过剩行业公司债券发行审核试行分类监管， <b>房地产企业的公司债券募集资金不得用于购置土地</b>
2016/12	中共中央	<b>房子是用来住的，不是用来炒的；加快建立房地产市场长效机制</b>
2017/01	深圳	首次预售项目不得明显高于周边房价；分期开发项目不得高于前期价格
2017/02	央行	加强对房地产泡沫风险领域的风险监测分析，并首次强调要 <b>严格限制信贷流向投资投机性购房</b>
2017/04	银监会	<b>严禁资金违规流入房地产市场，严厉打击“首付贷”等行为，切实抑制热点城市房地产泡沫</b>
2017/11	住建部等三部委	进一步落实地方调控主体责任，坚持分类调控、因城因地施策，坚持调控目标不动摇、力度不放松，保持调控政策的连续性稳定性
2017/12	银监会	首次明确将银行表内外资金和收益权同时纳入银信类业务的定义；银行应按照实质重于形式原则，将穿透原则落实在监管要求中；要求在银信通道业务中，银行应还原业务实质，不得利用信托通道规避监管要求或实现资产虚假出表
2018/01	银监会	2018年将重点整治表内外资金直接或变相为房地产企业支付土地购置费用提供各类表内外融资、向“四证”不全、资本金未足额到位的商业性房地产开发项目提供融资
2018/05	住建部	<b>重申坚持房地产调控目标不动摇、力度不放松</b> ，对房地产调控明确提出了六大要求
2018/06	发改委、财政部	引导规范房地产企业境外发债资金投向，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约， <b>限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金等</b> ，并要求企业提交资金用途承诺
2018/06	住建部等七部委	于2018年7月初至12月底，在北京、上海等30个城市先行开展治理房地产市场乱象专项行动，打击重点包括 <b>投机炒房、房地产“黑中介”、违法违规房地产开发企业和虚假房地产广告</b> 等四个方面

资料来源：政府网站，长江证券研究所

**限价与土拍政策直接压制囤地模式盈利空间。**过去的调控政策多为限购、限贷等调整购房门槛的政策，2017年以来多地开始施行限价政策，直接对开发商项目售价进行管制，使得开发商项目售价无法大幅提升。更为重要的是，部分一线城市开始改变土地供应结构和土拍规则，在供地时即规定项目未来售价，锁定项目利润空间，囤地开发模式受到极大挑战。根据我们的统计，2016年11月16日起，北京在土拍市场试点“限房价、

竞地价”出让方式。从彼时至 2018 年 5 月 8 日，北京公开市场共成交 97 幅住宅地块，均为“限价房、竞地价”、共有产权或自住房地块。深圳也提出未来将以房地产企业为主体加大人才房、安居型商品房的建设。对于售价端的直接控制使得囤地待涨模式的基础受到挑战。

表 3：北京土拍改革后，项目利润空间在拿地时即被控制

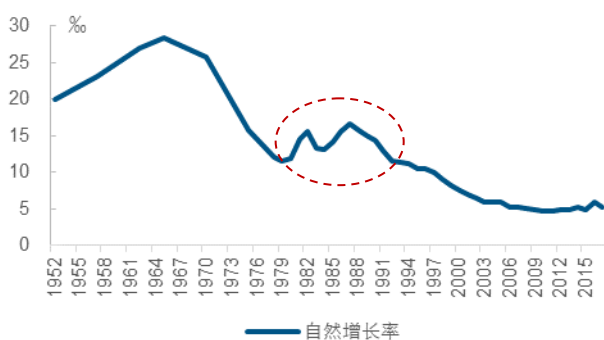
	大兴区庞各庄镇PGZ02-21地块	翠湖科技园HD00-0303-6022地块
项目位置	大兴区庞各庄镇	海淀区温泉镇
土地面积	7.45万平	7.48万平
规划建筑面积	11.91万平	13.46万平
成交总价	32.75亿元	55亿元
楼面价	2.75万元/平	4.09万平
项目限价	均价不超过42,158元/平，最高售价不超过44,266元/平	均价不超过53,000元/平，最高售价不超过55,650元/平
竞得人	中海地产	葛洲坝集团
成交时间	2018年2月2日	2018年1月12日

资料来源：政府网站，长江证券研究所

## 人口、城镇化等因素使得粗放式增长成为过去

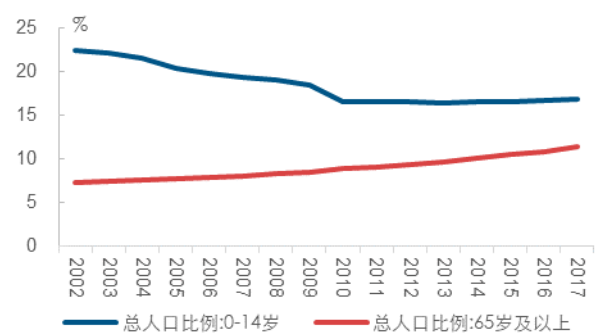
人口红利的衰减使得行业粗放式增长模式成为过去。通常来说，20-35 岁的青年人群是购房主力，需求以刚需为主。经历了数十年的发展后，我国目前人口自然增长率早已降至 10‰以下，2017 年为 5.32‰，而 0-14 岁人口比例近年来逐步下滑，与之相对的是 65 岁以上人口比例持续上升，人口老龄化问题开始隐现。随着上世纪 80 年代前后人口增长高峰出生的人群逐步完成首次置业，后期总量上的刚需增长空间有限。从长期来看，人口增速的下滑与老龄化将压制行业总量空间，过去行业的粗放式发展模式将成为过去。

图 13：我国人口自然增长率低位徘徊，人口增长高峰已过



资料来源：Wind，统计局，长江证券研究所

图 14：14 岁以下人口比例下滑而 65 岁以上人口比例快速上升

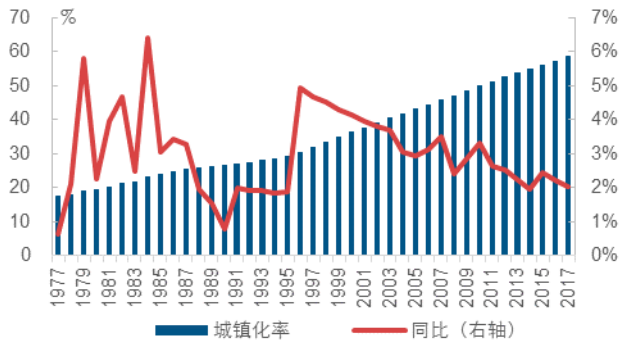


资料来源：Wind，统计局，长江证券研究所

**城镇化空间犹在，但增速明显放缓。**城镇化是我国房地产市场发展的中长期关键驱动因素。截至 2017 年末，我国城镇化率为 58.52%，距离美国的 80.73%（2010 年末数据）和日本的 91.38%（2015 年末数据）仍有较充足的空间。但是，经历了改革开放后 40

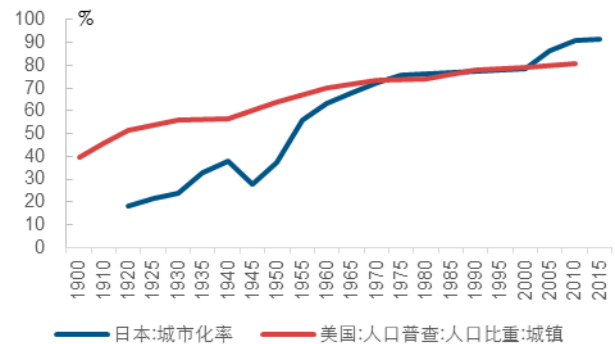
年的高速发展，目前我国城镇化率提升速度已经明显放缓，2017 年同比提升 2.04%，百分比比较上年增长 1.17 个百分点。随着总量增速的放缓，房地产行业未来料将进入精耕细作、集约化增长的新阶段。

图 15: 城镇化空间犹在，但增速放缓



资料来源：Wind，统计局，长江证券研究所

图 16: 对比美国和日本，我国城镇化率仍有向上空间



资料来源：Wind，统计局，长江证券研究所

“东亚模式”面临变革，货币供应增长率出现趋势性下行。以中国（包括中国香港等地）、日本、韩国等为代表的东亚经济体通过高储蓄率、高货币增长、高政府投资快速实现从农业国到工业国的现代化进程，这种模式被称为“东亚模式”。从率先跨过“中等收入陷阱”的日本、韩国经验来看，增长动能转换、货币供应量增速下滑是长期趋势。2018 年 5 月，我国 M2 增速为 8.3%，增速已连续 14 个月处于个位数。行业发展模式面临变革。

图 17: M2 增速趋势性下行，新旧增长模式面临切换



资料来源：中国人民银行，Wind，长江证券研究所

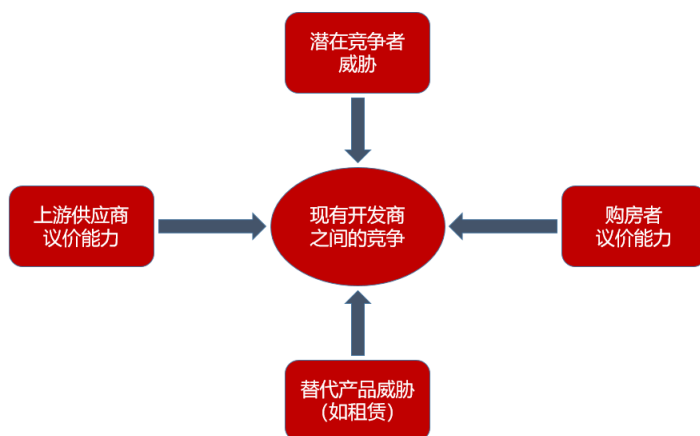
## 回归本源：房地产的制造业化趋势

**制造业竞争的核心是成本管控与周转。**由于行业竞争充分、对客户议价能力弱，以及无法依靠资产大幅增值扩大利润率，制造业企业长期竞争的核心在于成本管控以及顺畅周转。**同质化产品竞争的核心是成本管控。**成本管控事无巨细，各类原材料、人力资源、日常管理、融资财务等诸多环节都需要精细化管理以控制成本开支。周转速度方面，优秀的产品力与精准的产品定位是顺畅周转的关键；而优秀的成本管控与产品力根本上来源于公司多年深耕积累的管理经验与成熟的治理体系。简言之，管理水平的重要性将日益凸显。

**旧逻辑打破，新逻辑发端。**如前所述，从顶层思路、政策变化与基本面趋势上来看，传统的开发模式受到越来越多的挑战。许多转型滞后、粗放式发展的房地产企业面临经营困境。中央多次强调“房住不炒”，住宅应回归居住属性，那么同样的，**房地产开发业务也应回归本源，更多依托精细化管理和公司治理长期发展**，而非更多利用经济环境、制度红利等外部因素粗放式发展。房地产行业未来料将进入精耕细作、集约化增长的新阶段。

**成本管控是未来房企长盛不衰的核心。**从行业竞争格局来看，之前论述的外部环境诸多变化使得开发商对购房者的议价能力在弱化。另一方面，过去依靠房价涨幅而享受资产增值收益的开发模式面临挑战。未来房地产行业的发展更多需要依靠公司自身的战略与管理能力，体现到公司具体经营里即是成本管控模式的选择。成本管控方面，房企的主要成本构成为土地成本、建筑安装成本以及财务成本。不同成本管控模式之间没有高低优劣之分，选择适宜公司发展的模式是房企在行业的长期竞争中争取主动权的关键所在。

图 18：开发商对购房者议价能力减弱，行业竞争模式将更多强调成本管控



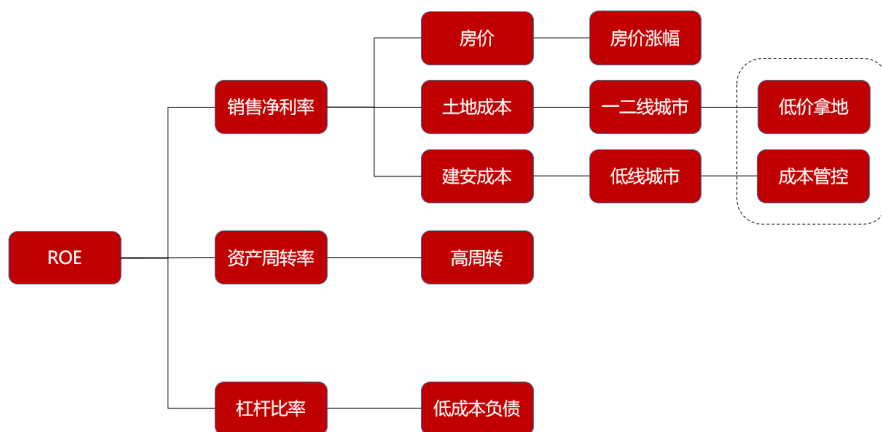
资料来源：长江证券研究所

## 精耕细作，各有千秋：房地产行业成本管控之辩

从 ROE 影响因素来看，提升盈利能力有多种路径，包括销售利润率、周转速度以及杠杆水平。不同路径对应房企的不同战略与模式选择。

销售净利率是影响 ROE 的重要因素，房价涨幅受限背景下成本管控成为核心。开发商主要成本为土地成本和建安成本。在一二线城市，由于地价、房价相对较高，土地成本成为开发商重要成本因素；如何通过差异化的拿地模式低价获取核心城市优质资源成为成本管控的关键。而在低线城市，由于地价、房价相对较低，建安成本的占比较大（一二线城市与低线城市建安成本差距远小于地价差距）；如何在开发过程的各个环节控制建安成本成为关键。殊途同归，最终目的仍是为公司长期发展赢得主动权。

图 19：不同模式对应提高 ROE 的不同途径，目前环境下成本管控成为核心



资料来源：长江证券研究所

高周转与提升杠杆两大途径空间不大。受制于房地产开发流程与特性，继续大幅度提升施工速度和周转率的空间不大。而杠杆端，由于国家去杠杆政策的持续推进，房地产行业各类融资渠道如开发贷、信托资金、公司债、海外债等均不同程度被限制，加杠杆的空间被压制。有鉴于此，从不同途径提高销售净利率显得尤为重要，而提高销售净利率的核心在于成本管控。

## 成本管控之土地成本：拿地模式成为关键

### 融创中国：并购之王，优质土储布局核心城市

融创中国巧用并购低价获取核心城市优质土储资源，拿地模式独树一帜。2016 年 5 月，公司以 43.94 亿元收购莱蒙国际旗下北京莱蒙顺泽·水榭花城、上海浦兴项目、上海浦建雅居、南京莱蒙都会、深圳莱蒙·创智谷、惠州莱蒙水榭湾、杭州水榭山等 7 个物业项目。这些项目多位于一二线核心城市，以可租售面积计算项目楼面价仅约 3,498 元/平。公司于 2016 年 9 月收购的融科智地旗下 42 个物业项目分别位于北京、天津、重庆、杭州等 16 个城市，收购楼面价仅约 1,889 元/平。2017 年 7 月，公司宣布将以 438.44 亿元（并承担 454 亿元现有贷款）收购万达旗下 13 个文旅项目。以可售面积 4,970 万

平计算，收购楼面价仅约 1,883 元/平。巧妙利用并购使得公司可以以较低的价格获取核心城市大体量优质土储资源，助力公司业绩不断向上突破。

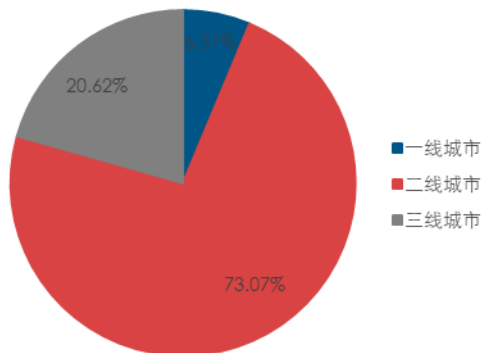
表 4：融创中国巧用并购获取低价优质土储资源，助力业绩不断突破

时间	标的资产	收购总价	楼面价	项目详情
2016.05	莱蒙国际旗下 7 个项目	43.94 亿元	3,498 元/平	并购的项目包括北京莱蒙顺泽·水榭花城、上海浦兴项目、上海浦建雅居、南京莱蒙都会、深圳莱蒙·创智谷、惠州莱蒙水榭湾、杭州水榭山等，此七项物业项目预估净可销售/可租赁总建筑面积约为 125.62 万平方米
2016.09	融科智地旗下 42 个物业项目	137.88 亿元	1,889 元/平	42 个物业项目分别位于北京、天津、重庆、杭州等 16 个城市，总占地面积约 693.72 万平方米，总建筑面积约 1,802.22 万平方米，未售面积约 730.05 万平方米
2017.07	万达旗下 13 个文旅项目 91% 权益	438.44 亿元 + 承担 454 亿元现有贷款	1,883 元/平	13 个文旅项目总建面合计约 5,897 万平，其中自持面积约 927 万平，可售面积约 4,970 万平

资料来源：公司公告，长江证券研究所；融科智地项目楼面价仅计算未售建面，万达项目楼面价未计自持建面

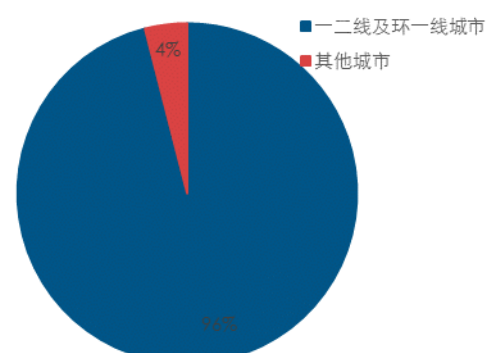
**发挥拿地所长，低价优质土储布局核心城市。**公司充分发挥在并购和合作领域的品牌和口碑优势，通过并购、合作方式获取了大量优质项目，2017 年新增土地储备约 6,764.2 万平。截至 2018 年 4 月末，公司土地储备共计约 2.18 亿平（包括旧改等协议状态的土地），而公开市场招拍挂拿地较少；整体货值约 3 万亿元，并且超过 96% 的货值位于一线、二线及环一线城市，核心城市布局进一步优化。不考虑旧改等协议状态的土地，公司土地储备的平均土地成本每平仅 4,700 多元，而 2017 年销售均价已达 16,430 元/平。土地成本控制上的绝对优势形成了公司强大护城河。

图 20：融创中国土地储备按建面近八成位于一二线城市



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 21：融创中国货值超 96% 位于一二线及环一线城市



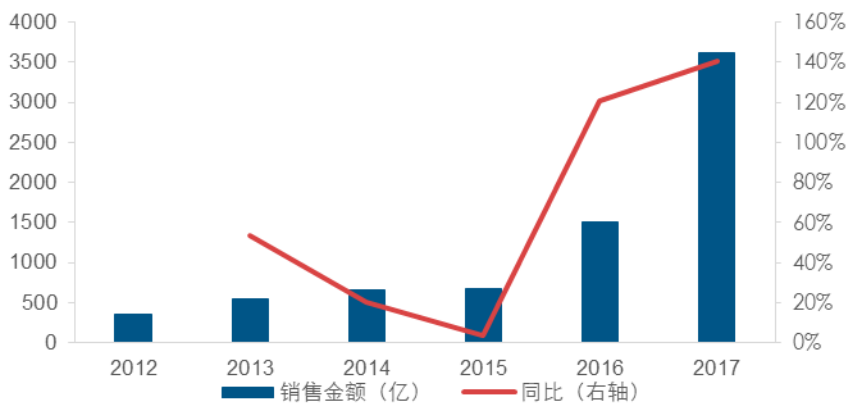
资料来源：公司公告，长江证券研究所

**拿地成本优势助力公司克服限价政策负面影响。**2017 年开始，全国一线城市与热点二线城市纷纷出台住宅限价政策，直接通过行政手段控制项目开盘售价。这一新的调控政策使得开发商过去高价拿地的项目利润空间稀薄甚至亏损，导致部分开发商无法进行推盘。融创中国受益于早期获得的大体量、低价土地资源，即使以政府限价销售亦可保障

项目利润率，从而获得了推盘上的极大优势，克服限价政策带来的负面影响。推盘上的优势还可以助力公司在相应城市抢占市场，打出品牌影响力。

**乘优势土储之势，业绩不断向上突破。**2017年，公司实现合同销售金额3,620.1亿元，同比增长约140.3%，行业排名由第七名跃升至第四名（2015年为第九名）。同时，公司将土地储备优势发挥到极致，2017年在北京、上海、天津、重庆、杭州、武汉等27个核心城市销售排名位列前十，其中近20个核心城市进入时间不超过3年。优势土地储备支撑公司业绩不断完成新跨越。

图 22：融创中国乘优势土储之势，业绩不断向上突破



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 中国金茂：一二级联动突破土地储备瓶颈

**土地一级开发的定义。**土地一级开发是指由政府或其授权委托的企业，对一定区域范围内的城市国有土地、乡村集体土地进行统一的征地、拆迁、安置、补偿，并进行适当的市政配套设施建设，使该区域范围内的土地达到“三通一平”、“五通一平”或“七通一平”的建设条件（熟地），再对熟地进行有偿出让或转让的过程。

**土地一级开发使得公司对地块拥有信息优势，央企背景助力一二级联动。**中国金茂在进行先期一级土地平整的过程中，掌握了各项目的重要信息资源，尤其是对项目土地后续二级开发的难易程度有深刻的了解，利于公司通过信息优势筛选项目、并提早为项目进行准备。另一方面，公司与地方政府保持着良好的关系，卓越的城市综合开发运营能力与强大央企背景更是助力公司一二级联动成功。特别的，**依托大股东中化集团强大背景与优质资源，公司在承接集团开发项目上有着得天独厚的先发优势。**

**一二级联动模式可为公司在获取优质土地时赢得主动权。**中国金茂多年来深耕土地一级开发，公司在土地一级开发方面的经验和综合实力将有利于帮助公司获取更多的项目，与公司二级土地开发销售业务形成良好的协同效应。截至2017年末，公司一级开发土地储备合计约1,844万平方米。这种一二级联动模式可为公司在一二线城市以合理价格获取优质土地储备赢得主动权。

**长沙梅溪湖及南京青龙山项目已彰显模式的高盈利性和可复制性。**长沙梅溪湖国际新城项目来自于公司梅溪湖一级土地开发项目。项目总占地约11,452亩，总建面约945万平，其中住宅面积约710万平，商业商务面积约240万平，涵括高档住宅、超五星级

酒店、5A级写字楼、酒店式公寓、文化艺术中心、科技创新中心等众多顶级业态。2017年11月，金茂长沙梅溪湖·金茂湾项目开盘，取得当天成交380套，成交率86%，成交金额约人民币6亿的热销佳绩。一二级联动模式有助于公司突破土地储备瓶颈，在竞争激烈的一二线城市中脱颖而出。

表 5：中国金茂一级土地开发项目，长沙梅溪湖及南京青龙山项目已彰显模式的高盈利性和可复制性

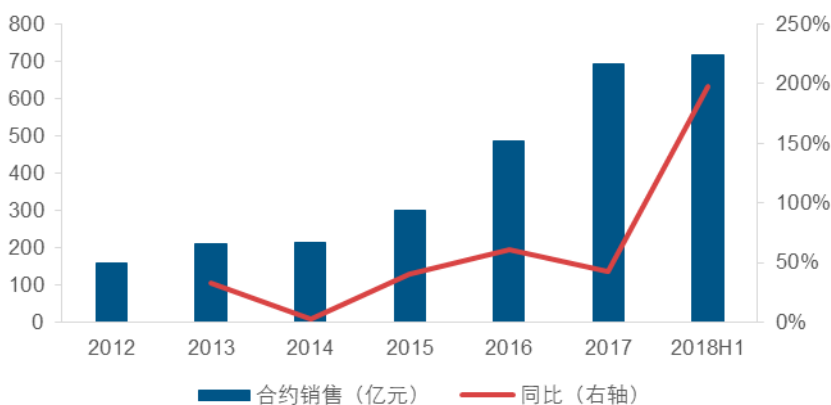
项目名称	占地面积 (万平)	建筑面积 (万平)	权益比例	竣工日期	未售/未交付面积 (万平)
南京青龙山国际生态新城项目	323.00	379.80	80%	2020年	290.52
长沙梅溪湖国际新城项目一期	280.84	940.23	80%	2019年	202.56
长沙梅溪湖国际新城项目二期	453.56	1,268.00	70%	2020年	1,268.00
长沙梅溪湖国际新城A组团地块	27.63	82.90	80%	2019年	82.90
合计					1,843.97

资料来源：公司公告，长江证券研究所；数据截至2017年末

**独特的一二级联动与城市运营模式保障公司开发业务利润率。**以公司青岛中欧国际城项目为例，该项目为2015年中国金茂与青岛市政府签约项目，是公司长沙梅溪湖项目后又一大体量城市运营项目。2016年1月，公司以4.48亿竞得该项目中总建面约28万平的4幅地块，楼面价仅约1,600元/平；2017年12月，公司以21.45亿元竞得中欧国际城6幅地块（包含1幅工业用地），其中5幅商住地块总建面约68.63万平，对应楼面价仅约3,100元/平。而根据房天下数据，该项目目前住宅均价已超过13,000元/平。优秀的土地成本控制保障了开发业务的利润空间。

**独特的拿地模式使得公司拥有较大的土地成本优势，助力公司规模与业绩不断放量。**公司2017年实现合约销售额约693亿元，同比增长43%；2018年上半年实现合约销售额约718亿元，同比大增近200%，销售规模已超去年全年。根据克而瑞数据，中国金茂的销售规模排名已由2017年的第29名快速提升至2018年上半年的第15名。独特的一二级联动模式助力公司规模与业绩发力上冲。

图 23：中国金茂 2018H1 销售额约 718 亿元，已超去年全年



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 成本管控之建安成本：细节管理成为关键

### 碧桂园：三四线之王，全链条把控建安成本

**低线城市建安成本控制尤为重要。**一二线城市住宅销售均价相对较高，建筑安装成本在整体售价中的占比较低，对于建安成本的管控并不是主要矛盾。然而在低线城市，由于销售价格以及土地楼面价相对较低，建筑安装成本的控制成为成本管控的核心。由于建筑安装涉及到房地产开发的诸多环节，建安成本管控实际上是对于日常经营中细节的把控。

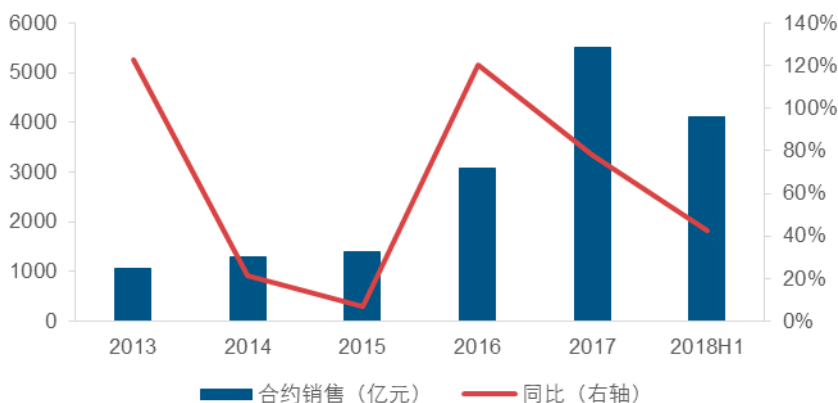
**集中标准化模式覆盖开发全过程，成本管控融入整体业务链条。**公司旗下拥有专门的设计院、建筑施工公司、装修公司以及物业管理公司，通过集中标准化的开发模式覆盖房地产开发全流程。公司在项目定位设计、建筑安装以及装修上都有统一标准化的流程，使得整体建筑安装成本低于同业。碧桂园对于具体项目都有严格的工期考核，同时利用工序穿插、同时开工等方式加快项目进度。通过将成本管控融入设计、施工、装修、物业管理等开发全流程中，碧桂园可以以较低成本在低线城市竞争中胜出。

**统一采购增加与供应商议价能力，延期付款获得现金流上的灵活性。**碧桂园采用集中统一的采购模式，通过集团强大的议价能力降低从供应商端的采购成本。同时，公司充分利用自身产业链地位上的优势，供应链资产支持专项计划可以提升一定的资金使用效率。

**郊区大盘模式与成片开发赢得规模经济效应。**碧桂园的主要拿地模式为在城郊或城市新区一次性获取超大体量的项目。这种模式不仅降低了土地获取成本，更能利用大体量地块对项目做整体规划，通过大批量集中开工压缩单位面积上的建安成本。规模经济效应是碧桂园开发的一大显著特点。

**控制建安突破土储瓶颈，销售业绩不断发力。**建安成本端的控制使得公司可以不断下沉，进而突破土地储备瓶颈，避免与其他品牌开发商在土地市场上激烈竞争。这一战略的成功助力公司销售业绩不断突破。根据公司公告，碧桂园 2017 年实现合约销售金额 5,508.0 亿元，同比大增 78.34%；2018 年上半年达到 4,124.9 亿元，同比增长 42.77%。成本管控上的独特模式直接反映在公司良好的销售业绩上。

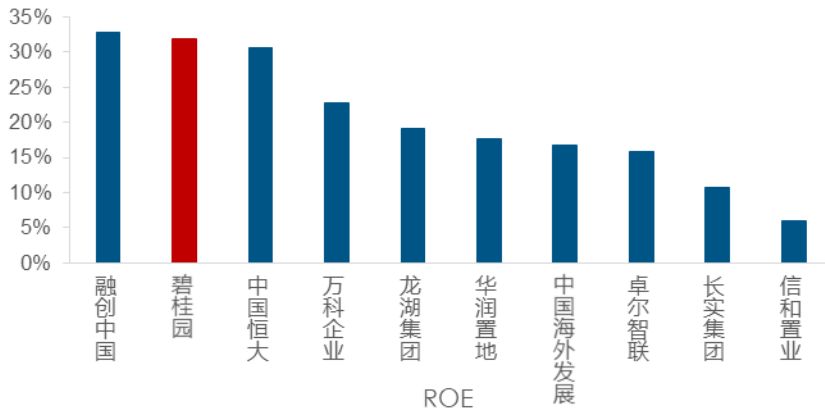
图 24：碧桂园控制建安突破土储瓶颈，销售业绩不断发力



资料来源：公司公告，长江证券研究所

出色的成本管控使得碧桂园 ROE 领跑同业。如前所述，碧桂园通过出色的建安成本管控使得销售均价相对不高的情况下仍然能够保证开发业务的利润率。公司 2017 年 ROE 为 31.82%，在港股房地产开发板块中排名第二。即使考虑 A 股房地产开发公司，也仅有新城控股高于融创中国和碧桂园，且三者之间差距并不明显。成本管控的优势直接体现在出众的盈利能力上。

图 25：碧桂园成本管控优秀，ROE 领跑同业



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 6：行业重点上市公司估值表

证券代码	公司简称	7.24 股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
601155	新城控股	29.03	2.71	3.82	5.07	10.71	7.60	5.73	3.18	2.31	1.69
001979	招商蛇口	18.63	1.55	1.98	2.44	12.02	9.41	7.64	2.15	1.79	1.48
000002	万科A	24.38	2.54	3.24	4.04	9.60	7.53	6.03	2.03	1.61	1.30
000656	金科股份	4.99	0.35	0.47	0.60	14.26	10.71	8.25	1.47	1.20	1.08
600466	蓝光发展	6.05	0.57	0.76	1.13	10.56	7.92	5.33	1.29	1.25	1.03
600340	华夏幸福	26.74	2.83	4.07	5.12	9.45	6.57	5.22	2.13	1.65	1.28
000961	中南建设	5.98	0.16	0.53	0.85	36.80	11.32	7.00	1.58	1.34	1.13
600048	保利地产	11.97	1.32	1.69	2.11	9.07	7.08	5.69	1.39	1.09	0.93

资料来源：Wind，长江证券研究所；注：新城控股、招商蛇口、华夏幸福盈利预测来自于长江证券研究所，其余公司来自于 Wind 一致预测

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。