

推荐 (维持)

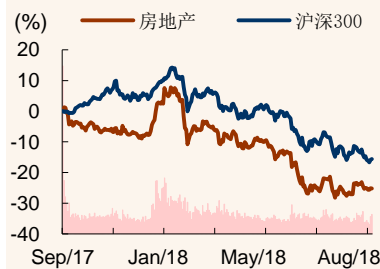
深圳的壮志与束缚

2018年09月19日

- 房地产长效机制之城市篇

上证指数	2700
行业规模	
	占比%
股票家数 (只)	150 4.2
总市值 (亿元)	17328 3.8
流通市值 (亿元)	14046 3.8

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	0.1	-21.3	-23.2
相对表现	4.0	-0.9	-7.9



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《从房地产税的混乱预期中寻找可能的“锚”--长效机制探讨系列》2018-09-10
- 2、《“三底”--招商房地产最新观点&数据跟踪》2018-09-03
- 3、《“未来房地产还会有什么政策”已经成为路演结束的固定台词--招商房地产最新观点&数据跟踪》2018-08-19

赵可 博士
0755-82943231
zhaoke@cmschina.com.cn
S1090513110001

刘义
0755-82940790
liuyi5@cmschina.com.cn
S1090512050003
董浩 研究助理
donghao@cmschina.com.cn
李洋 研究助理
liyang24@cmschina.com.cn

观点: (1) “限制需求”或放大市场波动同时催生“黑市”; (2) 深圳住房供需一直失衡且缺口持续扩大, 未来需要保障的人或越来越多; (3) 深圳“二次房改”更是“长期安排”, 更多“长效机制”需建立; (4) 区域上看, 深圳优先拆除重建区属未来价格弹性区域, 而保障房难以对核心区购房需求形成负面影响; (5) 深圳的出路一是扩容, 二是“公式化”或“规则化”现有短期调控手段, 避免新的风险。

“限制需求”或放大市场波动同时催生“黑市”。深圳“730新政”仍集中在限制需求上, 而供给缺少才是本质; 在深圳出台限售条款之前确有一些城市已出台, 但这并不代表成功经验。限售将带来流动性下降叠加供需关系进一步失衡, 房价波动(上或下)风险或积累放大; 由于交易受限, “黑市”出现概率会增加, 或将增加政府的管理成本。

深圳住房供需一直失衡, 未来需要保障的人或越来越多。十三五内深圳估计新增住房需求约180万套, “二次房改”在未来18年中计划筹建住房也仅170万套, 长达18年的供给计划都难以匹配“十三五”的5年住房需求, 深圳住房供需失衡特点一直存在且逐步放大; 深圳存量住房中商品住房不足15%, 当前深圳市政府对供给结构的调整或已极大化了以“保民生”为目标的“长效机制”; 但同时, 增加保障性住房将进一步压缩商品房供给, 而使得商品房长期上涨压力提升, 短期来看, 该保障的人确实会更多被保障, 但商品房供需从紧带来的商品房价格上涨压力提高, 或将形成“未来需要保障的人越来越多”这一负反馈, 这是一个“最低工资之辩”的翻版。

“长效机制”还是“长期安排”? 十八年规划覆盖时间很长, 未来需要进一步建立起动态的长效机制来保证供需关系的动态调节。同时, 超过一届政府任期的规划, 也需要靠机制来保障在换届之后的连续性; 保障性住房的“筹集与筹建”一字之差, 执行上会否“打折扣”存疑, 需要依靠市场化的力量来提高“盘活存量”的效率; 保障房5、6折的定价只是老政策的延续, 但未来受众会有所提升是事实。

区域篇: 区域、区域还是区域。从各区域成交情况来看, 新房价格信号或已失真, 历史价格弹性一定程度上或映射出各区域供需关系的差别, 从各区域开发强度上我们可发现, 罗湖、福田、南山等区开发强度已经超过70%, 大鹏、盐田、坪山等区开发强度仍低于20%; 优先拆除重建区属于未来价格弹性区域: 自由贸易试验区, 蛇口片区, 福田保税区, 笋岗-清水河片区, 高新北片区, 大空港新城, 宝安中心区, 坂雪岗科技城, 北站商务中心区, 坪山中心区, 光明凤凰城, 龙岗中心区这“11大”重点更新区域未来或具备弹性; 大规模的保障房建设项目布局在相对“非核心”的光明等地区, 保障房难以对核心区购房需求形成负面影响。

深圳的出路。深圳开发强度位于一线之首, 扩容也许是未来唯一出路; 长效机制难以短期出台, 需求端行政性手段亦难以短期退出的背景下, “公式化”或“规则化”现有短期的行政性调控手段, 一定程度上也是一种“长效机制”, 可以帮助避免新的风险, 这是深圳需要考虑的事情。

正文目录

一、“限制需求”或放大市场波动同时催生“黑市”	4
二、全市篇：供给与需求	5
1. 从政府眼里的“需求”窥供需矛盾	5
2. 存量住房中商品住房套数不足 15%，增加保障房供给这一“民生”目标在短期政策目标中胜出	6
3. “最低工资之辩”的翻版：增加保障性住房或将使得未来需要保障的人越来越多	6
4. 到底是“长效机制”还是“长时间安排”？	7
5. “筹集与筹建”一字之差，保障性住房执行上会否“打折扣”存疑	10
6. 保障房 5、6 折的定价已不是新鲜事，共有产权房或是未来一线城市推进的重点	12
三、区域篇：区域、区域还是区域	14
1. 从量价关系和开发强度看各区域静态供需关系	14
2. 从城市更新角度看区域房价弹性	17
3. 大规模的保障房建设项目布局在相对“非核心”的光明等地区，保障房难以对核心城区购房需求形成负面影响	18
四、深圳的出路	21
1. 开发强度位于一线之首，扩容或是唯一出路	21
2. “公式化”或“规则化”现有短期调控手段，避免新的风险	22

图表目录

图 1：保障性住房筹建方式分类	10
图 2：筹建到实际上市供应仍有一段过程	11
图 3：福田区商品房成交量价同比	16
图 4：福田区二手房成交量价同比	16
图 5：南山区商品房成交量价同比	165
图 6：南山区二手房成交量价同比	165
图 7：罗湖区商品房成交量价同比	166
图 8：罗湖区二手房成交量价同比	166
图 9：宝安区商品房成交量价同比	166
图 10：宝安区二手房成交量价同比	16
图 11：龙岗区商品房成交量价同比	166

图 12: 龙岗区二手房成交量价同比	16
图 13: 盐田区商品房成交量价同比	16
图 14: 盐田区二手房成交量价同比	16
图 15: 深圳市各区开发强度	16
图 16: 深圳市城市更新“十三五”规划基础支撑能力评估图	17
图 17: 深圳市“十三五”规划城市更新分区指引图	18
图 18: 四个一线城市中, 深圳市辖区面积最小	21
图 19: 深圳市开发强度远高于国际警戒线水平	22
表 1: “十三五”期间深圳住房总需求(含租购)预计 180 万套, 计划筹建 75 万套, 缺口较大	5
表 2: 深圳存量房中商品住房占比不足 20%	6
表 3: 深圳市“十二五”以来保障性住房筹建占住房筹建比例逐步提高	7
表 4: 深圳市“十二五”以来住房筹建计划与实际完成情况	8
表 5: 深圳市“十二五”以来商品住房筹建套数峰值期在 2017 年	8
表 6: 深圳市“十二五”以来保障性住房筹建套数“十三五”期间有所扩量且于 2017-2018 年达到峰值	9
表 7: “筹集”占比由“十二五”的 32%提高至“十三五”的 48%, 或使得“有效供给”效率打折	11
表 8: 样本人才房租金约为市场租金的 35%-63%	12
表 9: 样本安居房房价约为市场租金的 26%-54%	12
表 10: 样本公租房租金约为市场租金的 28%-40%	13
表 11: 深圳市各区域城市更新用地供应规模占全市比重	17
表 12: 人才房主要分布在南山区, 安居房和公租房主要分布在龙岗区、龙华区和坪山区	19
表 13: “十三五”住房建设规划中保障性住房新供用地储备各区分布	20

一、“限制需求”或放大市场波动同时催生“黑市”

我们今天的样本是深圳，作为全国房市的“领先指标”，7月下旬市场上流传了一份深圳市规土委的内部文件《市规划国土委关于进一步加强房地产调控，促进房地产市场平稳健康发展的若干措施的请示》，这份请示文件流出没几天，7月30号深圳市人民政府办公厅就正式颁布了《关于进一步加强房地产调控促进房地产市场平稳健康发展的通知》，简称“深圳730新政”，新政的大致内容是增加限售（住房3年，公寓5年）、限离、限企业购房、继续实施摇号购房等调控措施。

从文件的内容不难判断，目前的政策更多集中在需求端管理，而深圳更多的问题或在于供给的缺少。如果一定要定性，新政措施仍属于短期调控手段，我们认为短期调控手段是需要设定退出时间表或条件的，但截止目前，包括深圳在内的许多城市的短期调控手段并没有设定明确的退出时间表和条件。通常，没有退出时间表和条件的短期政策容易“发力过猛”，而带来新的风险。拿货币化补贴举例，其本来是一个很好的政策，但市场是变化的，从政策实施到2016年，行业库存得到了明显改善，那么，我们可以思考的是，如果有相关的动态机制把关政策的进与退，2016年是否是一个好的退出时间点呢？

“730新政”中的限售条款值得寻味，在深圳出台之前确有一些城市已经出台，但这并不代表其是成功的经验。边际交易决定价格，而非由存量供给和长期需求决定，限制交易也即限制市场的流动性，同时，限售也减少了当期供给，使得有效供给和真实需求缺口进一步拉大。**房市流动性下降叠加供需关系进一步失衡，未来房价波动（上或下）的风险或积累而放大。**

另外，由于交易受限，许多真实的交易需求难以完成，“黑市”出现的概率会增加，这将大大增加政府的管理成本。打个比方，对资金急需的家庭会寻找黑市的通道，这种对资金的需求包括乔迁，住房改善，就医甚至生意上的资金周转，新政的出台对未来这些正常而合理的需求恐怕会造成压制，而带来一些未可预期的风险。我们觉得高层有必须对政策后果进行估计和模拟。

由此，我们又回忆起了今年深圳早些时候颁布的“二次房改”，6月5号颁布《关于深化住房制度改革加快建立多主体供给多渠道保障租购并举的住房供应与保障体系的意见》征求意见稿，7月27号颁布正式文件，这也是全国首个面向18年时间而制定的住房规划文件。该文件旨在优化调整增量结构，盘活规范存量市场，构建多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房供应与保障体系，实现高端有市场、中端有支持、低端有保障。所谓“二次房改”具体的内容请参考附件，大致分为八大主体+六大渠道+四大类住房，同时辅以货币补贴。

这些政策出来时候，市场欢呼雀跃的声音占了主导，主要结论在于，认为（1）未来增量供给结构会改善（2）保障房价格和租金较商品房大幅折让（3）政策一出就覆盖18年，前所未有的。真实的情况到底如何，是否还有值得改善的地方？

由此，我们翻阅和研究了政府的各种规划，尝试从客观数据出发进行一些深入的分析。也有朋友说，如果数据研究太深了，以后政府就不公布这些数据了。但我们相信，深圳是走在市场化前沿的一线城市，数据质量只会越来越好。从当前看，一线城市里头关于公开的房地产数据，深圳的数据最全同时质量相对也最高，忍不住也要赞一个。毕竟，没有良好的数据，哪来的调控底牌。

二、全市篇：供给与需求

1. 从政府眼里的“需求”窥供需矛盾

需求总是一个难以估计的东西，而政府眼里的需求到底是怎么样的，应该是其设定供给的第一“参考”。根据《深圳市住房建设规划（2016-2020）》披露，“十三五”期间深圳新增住房总需求预计约 180 万套。其估算的方法比较科学客观，大致分为三块：

- a. 存量常住人口自住和改善带来 53.5 万套的购房需求；
- b. 以大学生和外来务工为主的新流入人口住房需求约 89 万套（购房/租房分别约 9.8 万套/79.2 万套），租房占比达 89%；
- c. 城市更新带来的住房需求约 37.5 万套（购房/租房分别约 7.5 万套/30 万套），租房占比达 80%。

表 1：“十三五”期间深圳住房总需求（含租购）预计 180 万套，计划筹建 75 万套，缺口较大

“十三五”期间新增住房总需求预测(万套)	租购总需求	购房需求	租赁需求
存量常住人口自住&改善性需求	53.5	53.5	
新流入人口住房需求(a+b)	89	9.8	79.2
a. 大学生	49	9.8	39.2
b. 外来务工	40		40
城市更新引致住房需求	37.5	7.5	30
合计	180	70.8	109.2
“十三五”期间计划筹建住房(万套)	75		

资料来源：深圳市住房建设规划（2016-2020），招商证券

单位：万套

一方面，2016-2020 年的 5 年内，深圳新增住房需求约 180 万套，而该 5 年内计划筹建住房仅 75 万套（年均 15 万套），不到新增住房需求的一半，住房供需失衡。

另外，根据“二次房改”《意见稿》，2018-2035 年总共 18 年中，计划筹建住房也仅 170 万套，年均小于 10 万套。从年均套数观察，较“十三五”规划出现缩量，更重要的是，长达 18 年的供给计划都难以匹配“十三五”5 年的住房需求，中长期看，深圳住房供需失衡的特点一直存在且逐步放大，当然，这也是一线城市的共性。

另一方面，从住房筹建到住房实际上市形成供应还存在一个转化效率。以保障性住房为例，从过去看，其转化效率一直偏低（2006-2015 年不到 50%）。这带来的结果是，有效供给（马上能住的房子）将更不足。

以上描述的是政府眼里的需求与政府自己计划的供给，从中不难看到，具体的情况和问题政府都是掌握的，但解决供需矛盾却存在客观障碍。这种障碍又不同于全国其余城市的“土地金融”。其余许多城市土地有效供给低，是因为大量的土地掌握在政府平台手中，直接抵押给了银行等，而因为抵押品“不能”发生大幅跌价风险，才使得真实出让给市场的土地越发有限，而深圳，是少有的问题不在“有效供给”不足的城市，而确实是土地的全口径供给紧缺。

今年四月份，王石曾说过：“深圳城市面积是北京的 1/8，上海、广州的 1/3。经过 40 年的开发，深圳可用的土地只剩下 20 平方公里左右，每年新增用地不足 2 平方公里，城市进一步发展的空间严重受损。”我们按照套均 50 平、容积率 2.5 计算，每年新增

用地一半拿来作住房（这已经不算低），也仅能提供 5 万套住房，这跟前文的政府计划供应套数（10 万+）相比缺口并不小，由此可看到政府的供地计划里头已经是想方设法在城市更新和盘活存量上大做文章。

2. 存量住房中商品住房套数不足 15%，增加保障房供给这一“民生”目标在短期政策目标中胜出

根据《深圳市住房保障发展规划（2016-2020）》披露，截至 2013 年末，深圳全市住房总量为 1035 万套。其中，商品房约 128 万套，占比 12%；政策性保障性住房约 34 万套，占比 3%；单位及个人自建住房约 55 万套，占比 5%；原村民集体经济组织自建、合建房约 650 万套间，占比达 63%；工业区配套宿舍及其它 168 万套间，占比 16%。

表 2：深圳存量房中商品住房占比不足 20%

深圳市 2013 年底存量房	套数（万套）	占比（%）
商品房	128	12%
政策性保障性住房	34	3%
单位及个人自建住房	55	5%
原村民集体经济组织自建、合建（小产权等）	650	63%
工业区配套宿舍及其他	168	16%
合计	1035	100%

资料来源：深圳市住房建设规划（2016-2020），招商证券

单位：万套

许多第三方机构基本上也是参照了以上规划中的住房总量和结构数据，再根据后续的竣工等数据做出的最新年度数据测算，我们暂取 2013 年的数据作为参考。不难看出，从静态供给来看，深圳商品房占比不足 15%，小产权等占比很高。小产权房占比高是深圳的一大特点。从商品房占比来看，上海，北京住房结构中的商品房比例类似，均不高，这是一线城市的共性。

3. “最低工资之辩”的翻版：增加保障性住房或将使得未来需要保障的人越来越多

保障房占比逐渐提高，政府增加保障房供给的意图很明显。如下表，从比例上来看，“十二五”期间计划筹建的保障性住房占全部筹建的住房比例为 45%，而实际筹建的保障性住房占全部筹建住房的比例仅 40%；“十三五”期间，2016、2017 年保障性住房实际筹建占比分别为 52%、54%，2018 年计划筹建占比更是高达 70%，2019-2020 年占比回落到 56%；根据“二次房改”的规划，“十四五”、“十五五”期间保障性住房计划筹建占比再次提高并稳定在 60%。不难看出，保障房供给占比逐渐提高，政府增加保障房的意图比较明显。

表 3: 深圳市“十二五”以来保障性住房筹建占住房筹建比例逐步提高

商品住房：保障性住房		计划	实际完成
十二五		2011-2015	5.5:4.5
		2016-2020	4.7:5.3
十三五		2016	4.7:5.3
		2017	4.5:5.5
		2018	3.0:7.0
		2019-2020	5.6:4.4
		其中:2018-2020	4.7:5.3
		其中:2018-2020	4.0:6.0
十四五	这次二次房改: 18-35 年住房供 应计划	2021-2025	4.0:6.0
十五五		2026-2030	4.0:6.0
十六五		2031-2035	4.0:6.0

资料来源：深圳市住建委官网，招商证券

保障性住房占比提高是政府为保障“民生”而主动为之的结果，但却牺牲了商品房供给。不难分析政府的意图在保证基本住房需求，但因为土地总供应受限，最后的结果是不得不牺牲商品住房的供给。

最理想的长期政策当然是商品房与保障房供给同时做大，但因为总供给有限，我们判断当前深圳市政府对供给结构的调整或已极大化了以“保民生”为目标的“长效机制”。

我们可以理解，政府为保障基本住房需求做出了牺牲商品房供给的调整，但这同样也造成了商品房供需关系的进一步失衡，从道理上讲，政府确实在土地供给上充分考虑了“民生”，面向基本住房保障群体提供更多供给，但这是否会带来新的问题？

更加失衡的商品房供给势必对未来商品房的价格造成更多的上涨压力，一定程度上，先把该保障的人保障起来，那么商品房价格上涨带来的“民生”压力会下降，但换个角度假设下，如果商品房房价越来越高，岂不是需要保障的人也越来越多？目前来看，18年规划未来能一定程度上改善基本住房保障的问题，但商品房供需失衡仍然存在，“更多的需保障群体”出现的压力仍然存在。这个其实是经济学上“最低工资之辩”的翻版。

4. 到底是“长效机制”还是“长时间安排”？

许多报导因为深圳“二次房改”而欢呼雀跃，因为规划一次性涉及了未来 18 年的安排，确实也可谓空前。更觉得这是一个考虑非常长远的“长效机制”，可是，考虑长远的安排就会是一个完美的安排吗？考虑长远就等于“长效机制”了？

表 4: 深圳市“十二五”以来住房筹建计划与实际完成情况

Data		计划 (年均 万套)					完成率 (%)			商品住房:保障性住房	
		总筹建	商品住房	保障性住房			商品住房	保障性住房	全部住房	计划	实际完成
				人才房	安居房	公租房					
十二五		2011-2015	10.8	6.0	3.5	1.3	119%	102%	112%	5.5:4.5	6.0:4.0
十三五		2016-2020	15.0	7.0	8.0					4.7:5.3	
		其中:2016	9.1	4.3	4.8		103%	101%	102%	4.7:5.3	4.8:5.2
		其中:2017	17.8	8.0	9.8		122%	118%	120%	4.5:5.5	4.6:5.4
		其中:2018	16.4	5.0	11.4					3.0:7.0	
		其中:2019-2020	14.0	7.9	6.1					5.6:4.4	
		其中:2018-2020	14.8	6.9	7.9					4.7:5.3	
十四五	这次“二次房改”: 18-35 年住房供应计划	其中:2018-2020	≥14	≥5.7	≥8.3 (1:1:1)					4.0:6.0	
		2021-2025	≥9.0	≥4.0	≥5 (1:1:1)					4.0:6.0	
十五五		2026-2030	≥8.3	≥3.3	≥5 (1:1:1)					4.0:6.0	
十六五		2031-2035	≥8.3	≥3.3	≥5 (1:1:1)					4.0:6.0	

资料来源: 深圳市住建委官网, 招商证券

注: 1) 以上均为年均筹建或完成套数; 2) 政府的表述是筹建不少于, 我们先把这个作为目标中枢来看待。 单位 万套

上表是深圳市“十二五”以来住房筹建计划与实际完成情况的对比, 表中, 我们把今年“二次房改”《意见稿》的 18 年规划按照五年规划的形式划分成 2018-2020 年/2021-2025 年/2026-2030 年/2031-2035 年四个阶段。总量上看, 2017-2018 年是住房筹建的峰值期, 而后回落。

如下表, 从商品住房筹建套数来看, 峰值期在 2017 年, 其中“十二五”与“十三五”筹建套数大体持平, “十四五”起明显缩量; 商品住房筹建套数占全部住房筹建套数的比例, 由“十二五”期间的六成, 趋势性回落至“十四五”期间的四成并保持稳定。

表 5: 深圳市“十二五”以来商品住房筹建套数峰值期在 2017 年

		商品住房	计划筹建	实际完成	完成率 (%)
十二五		2011-2015	6.0	7.1	119%
十三五		2016-2020	7.0		
		其中:2016	4.3	4.4	103%
		其中:2017	8.0	9.8	122%
		其中:2018	5.0		
		其中:2019-2020	7.9		
		其中:2018-2020	6.9		
十四五	这次二次房改: 18-35 年住房供应计划	其中:2018-2020	≥5.7		
		2021-2025	≥4.0		
十五五		2026-2030	≥3.3		
十六五		2031-2035	≥3.3		

资料来源: 深圳市住建委官网, 招商证券

注: 以上均为年均筹建或完成套数, 单位 万套

再看下表，从保障性住房的筹建套数来看，“十三五”期间有所扩量且于 2017-2018 年达到峰值，“十四五”起计划筹建套数明显缩量并开始趋稳；

从保障性住房筹建套数占全部住房筹建套数的比例来看，由“十二五”的四成，趋势性上升至“十四五”的六成并保持稳定。

表 6: 深圳市“十二五”以来保障性住房筹建套数“十三五”期间有所扩量且于 2017-2018 年达到峰值

保障性住房		计划筹建(新增建设+筹集)						实际完成		
		住房类型			筹建方式			合计	实际完成	完成率(%)
		人才房	安居房	公租房	新增建设	筹集	筹集占比			
十二 五		2011-2015	3.5	1.3	3.3	1.5	32%	4.8	4.9	102%
十三 五		2016-2020	8.0		4.2	3.8	48%	8.0		
		其中:2016	4.8		4.0	0.8	17%	4.8	4.8	101%
		其中:2017	9.8		5.0	4.8	49%	9.8	11.5	118%
		其中:2018	11.4		5.0	6.4	56%	11.4		
		其中:2019-2020	6.1					6.1		
		其中:2018-2020	7.9					7.9		
十四 五	这次二次 房改: 18-35 年 住房供应 计划	其中:2018-2020	≥8.3 (1:1:1)					≥8.3		
十五 五		2021-2025	≥5 (1:1:1)					≥5		
十六 五		2026-2030	≥5 (1:1:1)					≥5		
十六 五		2031-2035	≥5 (1:1:1)					≥5		

资料来源: 深圳市住建委官网, 招商证券

注: 以上均为年均筹建或完成套数, 单位 万套

到底是“长效机制”还是“长时间安排”？从“二次房改”的 18 年规划看，某种意义上其实是“十三五”剩下的三年（2018-2020），加上未来的“十四五”、“十五五”和“十六五”。总计 $3+5 \times 3 = 18$ 年。那么为什么我们要做一个 18 年规划呢？我们的疑问也就来了，我们的政策到底是“长效机制”，还是“长时间安排”呢？

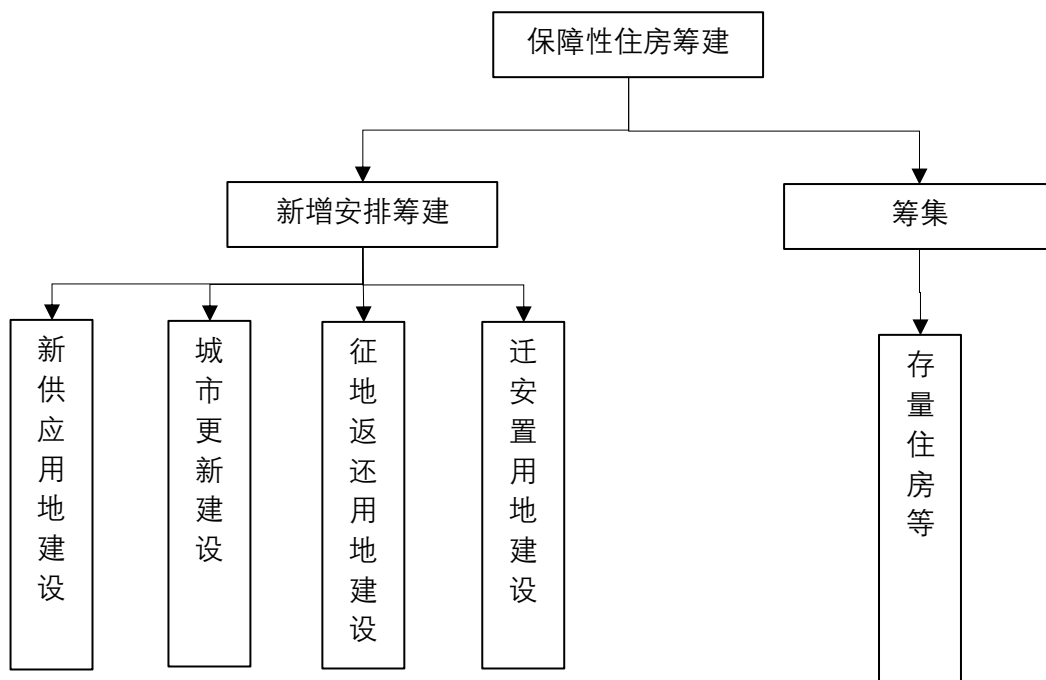
配的上用“机制”二字的政策一定是一个良好的动态政策制度体系，在其中由市场的力量自发调节和纠偏。长效机制并不是政策覆盖时间订的比较长就称为长效机制了，本质上，我们想不出来一次性做完十八年规划会比每隔三五年做一次规划更优，至少目前看到的政策内容并没有因为政策覆盖时间更长而出现充分的“长效机制”的身影。

覆盖了 18 年的政策，我们认为，未来需要进一步建立起动态的长效机制来保证供需关系的动态调节。同时，超过一届政府任期的规划，也需要靠机制来保障在换届之后的连续性。

5. “筹集与筹建”一字之差，保障性住房执行上会否“打折扣”存疑

这里有一个文字表述需要重点提一提，关于保障性住房，有新增安排筹建和筹集两种方式增加供应，一字之差到底意味着什么？其中新增安排筹建包含新供应用地建设、城市更新建设、征地返还用地建设和拆迁安置用地建设等，筹集主要是针对存量房的改造升级等，如下图所示。

图 1：保障性住房筹建方式分类



资料来源：《深圳市住房建设规划（2016-2020）》，招商证券

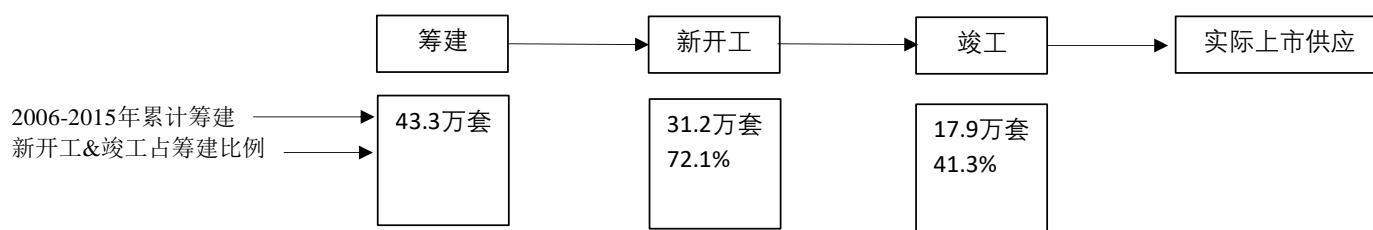
（1）筹建并不意味着形成“有效供给”

筹建是安排建设的概念，筹建完成并不意味着已形成有效供应。譬如：对于新增供应用地建设保障房而言，筹建完成是指完成用地批复，对于城市更新规划建设保障房而言是指完成专项规划审批，对于产业配套住房指完成工业用地出让；也即保障房筹建完成到开工、竣工以及实际上市供应还有一段过程。

根据《深圳市住房建设规划（2011-2015）》披露，2006-2015年，深圳累计筹建保障性住房约43.3万套，但截至2015年，累计新开工保障性住房约31.2万套，仅占筹建总规模的72.1%，累计竣工保障性住房约17.9万套，仅占筹建总规模的41.3%。筹建到实际上市供应效率偏低，主要是受土地整备难度大、市政公共配套建设滞后、城市更新配建项目拆迁缓慢以及产业园区配套宿舍难以监管等原因。

我们的疑问是，针对18年规划的“二次房改”，政府又会通过什么样的机制来促进供应效率的提升呢？这个或许也是保障房供应推进的难点所在，目前来看，更多的“盘活存量”需要用市场力量来推动各主体的积极性。

图 2: 筹建到实际上市供应仍有一段过程



资料来源: 深圳市住建委官网, 招商证券
注: 以上均为年均筹建或完成套数, 单位 万套

(2) “筹集” 占比逐渐提高或使得“有效供给” 效率打折

保障性住房筹建的两个来源是: 新增安排筹建和筹集。其中筹集主要是针对存量房的改造升级等。“十二五”期间, 保障性住房年均计划筹建 4.8 万套, 其中以筹集方式年均筹建 1.5 万套, 占总筹建比例约 32%; “十三五”期间, 保障性住房年均计划筹建 8 万套, 其中以筹集方式筹建 3.8 万套, 占总筹建比例升至 48%。筹集方式占比提高, 意味着需要更多地从存量房地产市场收集房源, 然后通过系列改造升级形成保障性住房推向市场, 由于存量资源获取一般是腾挪性供给, 也即可能存在需解决存量原有住户居住的问题, 虽然容积率可以提升, 但相比新增安排而言, 其有效供给效率会打折。另外, 存量资源获取的机会成本或许更高。同样, 对冲这种筹集效率可能出现的不高仍是需要借助于市场化的力量来推动。

表 7: “筹集” 占比由“十二五”的 32%提高至“十三五”的 48%, 或使得“有效供给” 效率打折

保障性住房		计划筹建(新增建设+筹集)			实际完成		
		筹建方式			合计	实际完成	完成率 (%)
		新增建设	筹集	筹集占比			
十二五	2011-2015	3.3	1.5	32%	4.8	4.9	102%
	2016-2020	4.2	3.8	48%	8		
	其中:2016	4	0.8	17%	4.8	4.8	101%
十三五	其中:2017	5	4.8	49%	9.8	11.5	118%
	其中:2018	5	6.4	56%	11.4		
	其中:2019-2020				6.1		
	其中:2018-2020				7.9		

资料来源: 深圳市住建委官网, 招商证券
注: 以上均为年均筹建或完成套数, 单位 万套

6. 保障房 5、6 折的定价已不是新鲜事，共有产权房或是未来一线城市推进的重点

“二次房改”中对于不同类型保障性住房的定价略有不同，但整体上都是要远低于周边商品住房的房价或房租；具体而言，人才房租售价格约市价 60%；安居房租售价格约市价 50%；公租房租金约市场租金 30%，特困人员及低保、低保边缘家庭租金为公共租赁住房租金 10%。这是否意味着天上掉馅饼了呢？

二次房改中对于人才房等的折让定价并不是新鲜事，只是一个老政策的延续。我们特意从《深圳房地产信息网》上，收集了现有 9 个区域的 181 个楼盘，合计约有 16 万套住房，其中人才房/安居房/公租房分别约 3.6 万套/4.5 万套/7.9 万套；我们对比了这些住房和周边商品住房的房价或租金，从我们选取的样本中，样本人才房/安居房/公租房房价或租金分别约为市价的 35%-63%/26%-54%/28%-40%；而“二次房改”提到，人才房/安居房/公租房房价或租金分别定为市价的 60%/50%/30%左右，区别不大。简而言之，这种保障性住房的价格折让早已存在，与当前已存在的人才房等定价并没有太大区别，这只是一个对过去政策的延续，已不是新鲜事。当然，从供给比例上观察，更多的保障房可能会出现，根据现在政府推进的方式来看，“共有产权房”或是未来一线城市的一个重点，其在一定程度上比硬生生的价格折扣更容易推进。

表 8：样本人才房租金约为市场租金的 35%-63%

区域	人才房	人才房租金	参考楼盘	参考楼盘租金	人才房租金/市场平均租金
福田区	绿景虹湾	45	锦林新居	90	53%
			裕林花园	84	
			裕林花园	82	
福田区	城市春天	55	京海花园	75	63%
			嘉汇新城	92	
			华强花园	93	

资料来源：深圳市住建委官网，招商证券

注：以上均为年均筹建或完成套数，单位 元/平米/月

表 9：样本安居房房价约为市场租金的 26%-54%

区域	安居房	安居房房价	参考楼盘	参考楼盘房价	安居房房价/市场平均房价
坪山区	新城东方丽园	7156	汤亨花园	10798	37%
			坪山首座	11000	
			信达泰禾金尊府	36600	
龙岗区	正大时代华庭	8755	瑞泽佳园	37000	26%
			振业城上观	26271	
			天颂雅苑	38371	
宝安区	碧桂园菁英领寓	21800	金石雅苑	42474	54%
			福永花苑	36235	
			凤凰花苑	41990	

资料来源：深圳市住建委官网，招商证券

注：以上均为年均筹建或完成套数，单位 万套

表 10: 样本公租房租金约为市场租金的 28%-40%

区域	公租房	公租房租金	参考楼盘	参考楼盘租金	公租房租金/市场平均租金
宝安区	联投嘉苑	14	联投东方华府	69	30%
			宝利豪庭	38	
			集信大厦	32	
光明新区	福盈中央山花园	16	宏发雍景城	50	40%
			宏汇阁	41	
			南星大厦	30	
宝安区	翡逸郡园	14	华盛西荟城四期	56	28%
			万科翡丽郡	44	

资料来源: 深圳市住建委官网, 招商证券

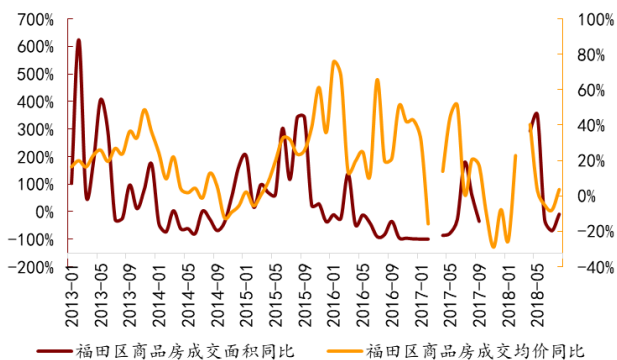
注: 以上均为年均筹建或完成套数, 单位 元/平米/月

三、区域篇：区域、区域还是区域

1. 从量价关系和开发强度看各区域静态供需关系

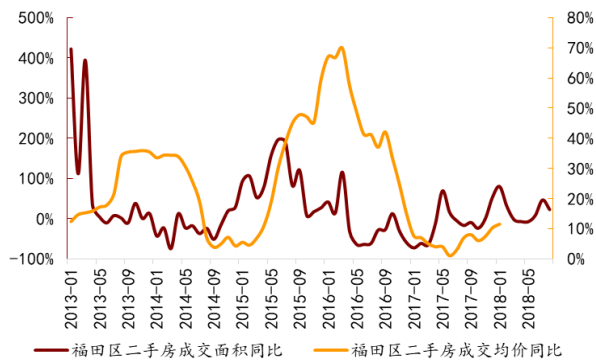
下面几个图是深圳各区域的历史成交量和价格，从各区域来看，商品房成交量已经逐渐趋向平稳回升特点，成交量的底部几乎集中在 2017 年年中左右，成交价格由于受到限价政策影响，新房和二手房的价格存在一定差异。二手房成交量也较此前出现回升，但是价格却从 2018 年 1 月以后暂停公布了（我们猜测可能是因为二手房价格和新房价格变化趋势产生一定差别所致）。无论如何，目前与二手房倒挂的新房价格信号或已失真。

图 3：福田区商品房成交量价同比



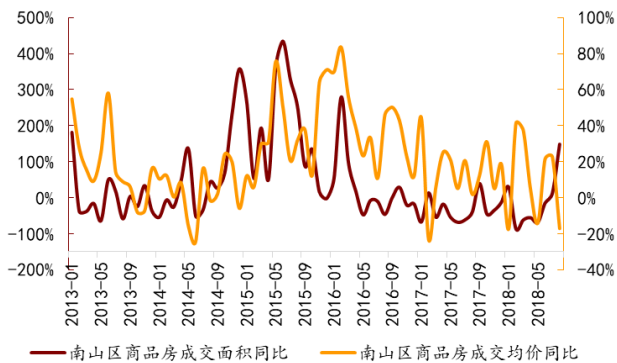
资料来源：规土委，招商证券

图 4：福田区二手房成交量价同比



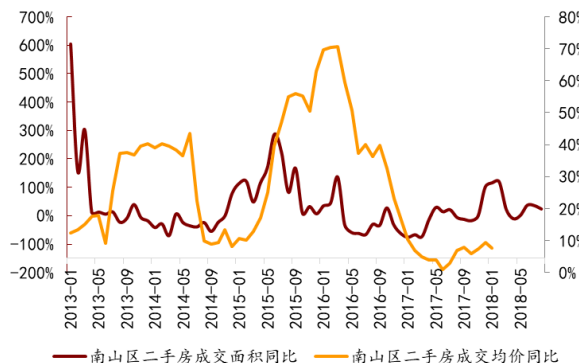
资料来源：规土委，中原地产，招商证券

图 5：南山区商品房成交量价同比



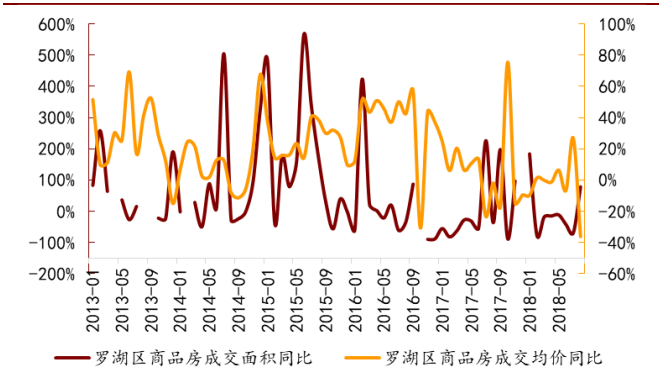
资料来源：规土委，招商证券

图 6：南山区二手房成交量价同比



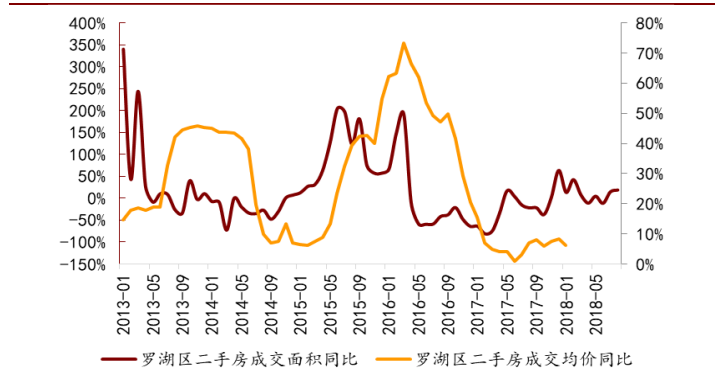
资料来源：规土委，中原地产，招商证券

图 7: 罗湖区商品房成交量价同比



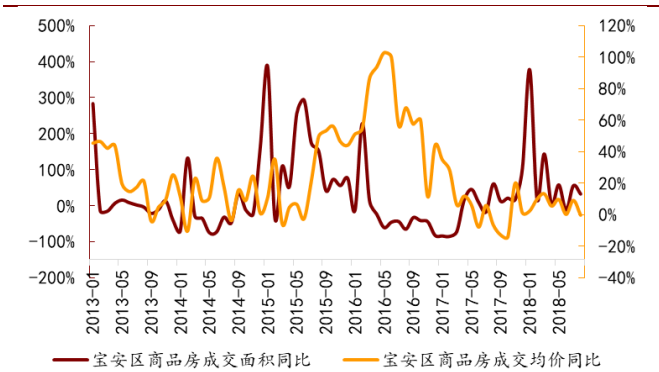
资料来源: 规土委, 招商证券

图 8: 罗湖区二手房成交量价同比



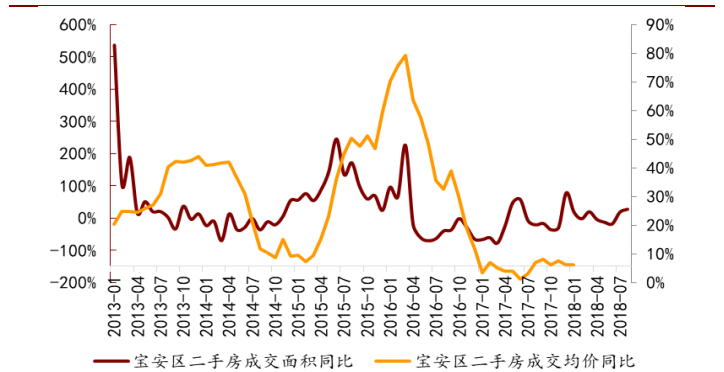
资料来源: 规土委, 中原地产, 招商证券

图 9: 宝安区商品房成交量价同比



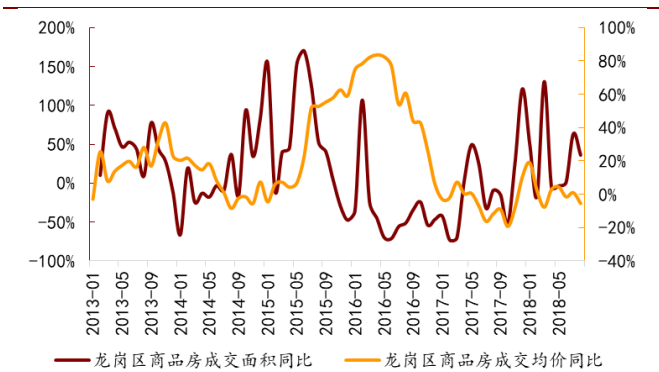
资料来源: 规土委, 招商证券

图 10: 宝安区二手房成交量价同比



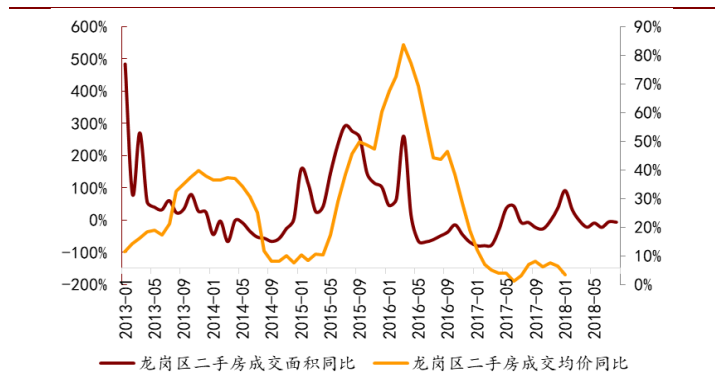
资料来源: 规土委, 中原地产, 招商证券

图 11: 龙岗区商品房成交量价同比



资料来源: 规土委, 招商证券

图 12: 龙岗区二手房成交量价同比



资料来源: 规土委, 中原地产, 招商证券

图 13: 盐田区商品房成交量价同比

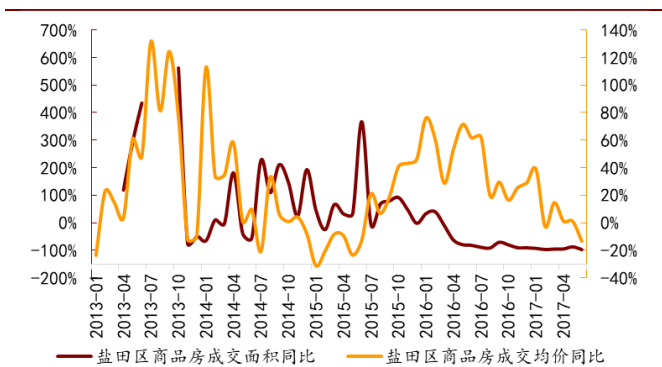
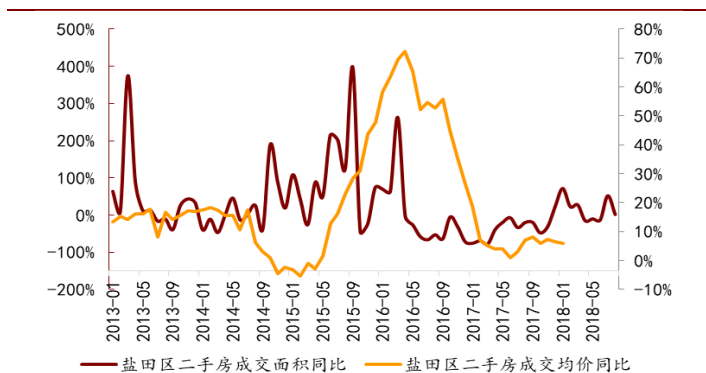


图 14: 盐田区二手房成交量价同比



资料来源: 规土委, 招商证券

资料来源: 规土委, 中原地产, 招商证券

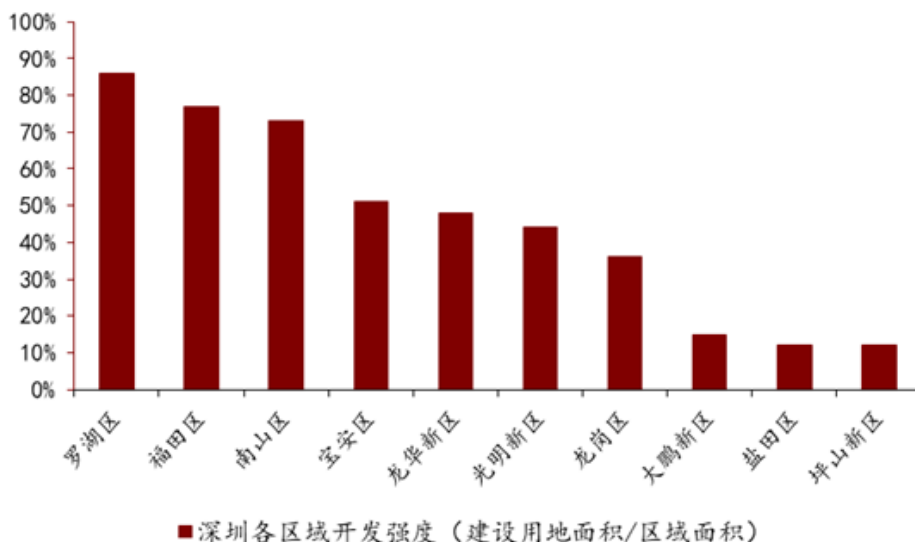
备注: 商品房成交数据部分月份未公布, 二手房均价数据只公布至 2018 年 1 月。

另外, 量价波动情况差异或一定程度上映射供需关系的差别。根据图中的数据我们大致分为以下几类:

- 1) 福田, 宝安, 南山, 龙岗近今年波动率明显较过去 2 年放大, 证明这些地方商品房的供需关系相对更失衡, 其中南山和宝安更为明显, 而龙岗也有放大趋势。
- 2) 如罗湖区, 量价同比波动较稳定, 表明这个区域整体的供需关系较其余区域稳定;
- 3) 而盐田区量价波动趋势性仍在回落, 或映射该区域供需关系矛盾相对较小。

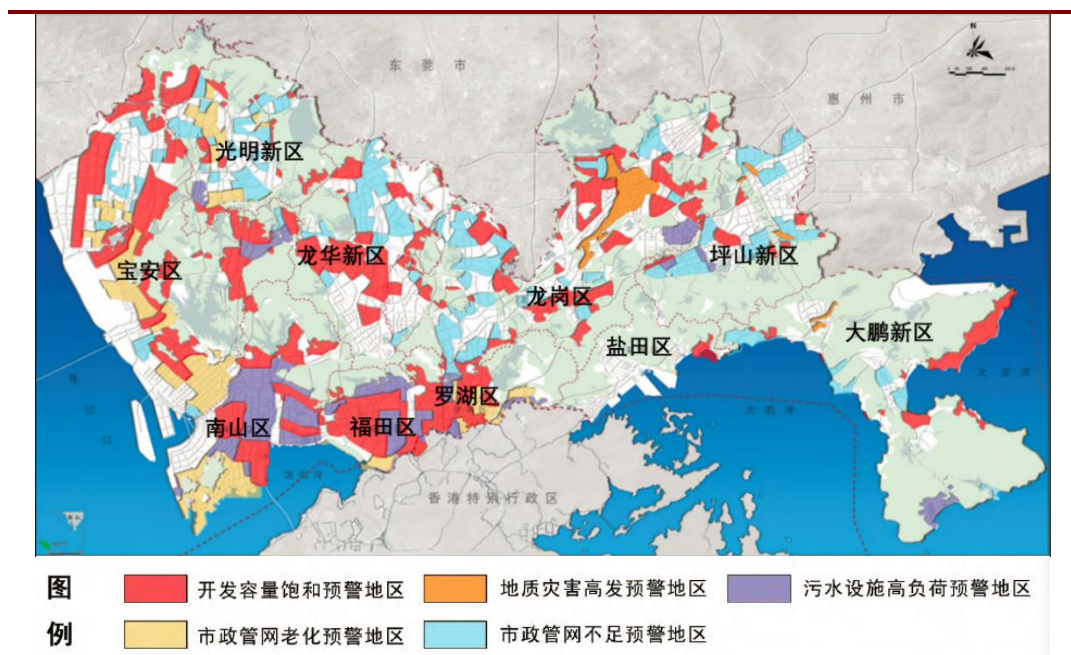
从各区域开发强度上我们也可以发现这一点, 罗湖、福田、南山等区开发强度已经超过 70%, 大鹏、盐田、坪山等区开发强度仍低于 20%, 如下图所示。

图 15: 深圳市各区开发强度



资料来源: 深圳市住建委官网, 招商证券
注: 以上均为年均筹建或完成套数, 单位 元/平米/月

图 16: 深圳市城市更新“十三五”规划基础支撑能力评估图



资料来源: 深圳市国土规划与建设委员会, 招商证券

2. 从城市更新角度看区域房价弹性

城市更新用地是未来供地的重要来源, 我们从城市更新用地的角度去观察未来区域弹性, 如下表, 根据各区域城市更新用地供应规模占全市的比重来看, 新增的供给更多来自龙岗、宝安和龙华等区。这些区域未来存房价弹性大的可能, 一方面城市更新会增加开发成本, 并转嫁到新建房屋上; 另一方面, 城市更新会提升土地和房屋的价值。

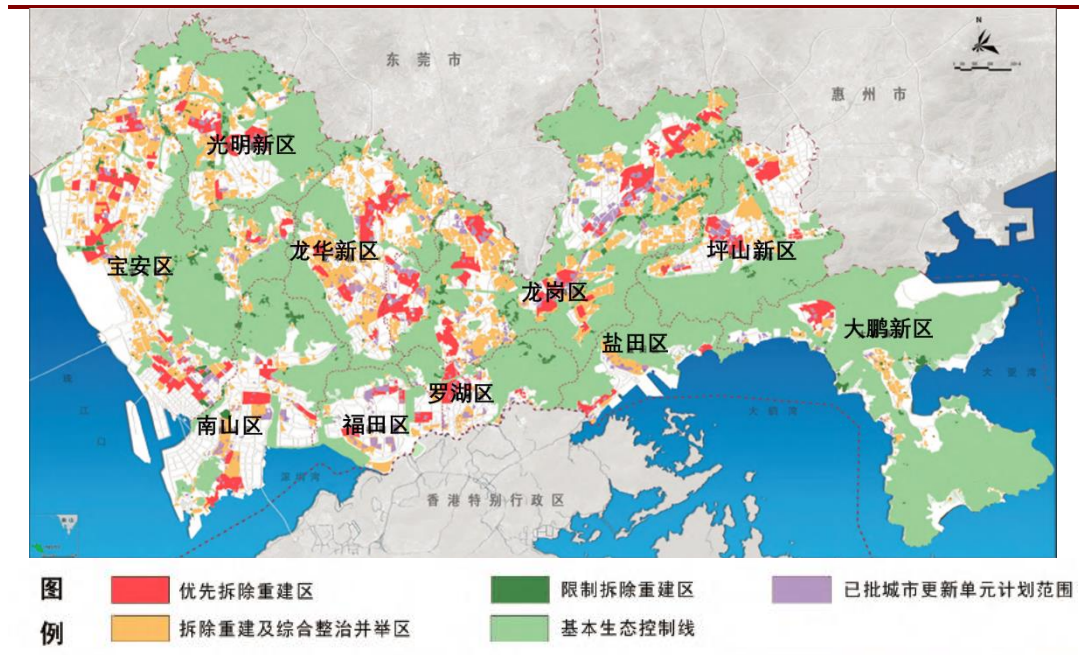
表 11: 深圳市各区域城市更新用地供应规模占全市比重

类别	福田	罗湖	南山	盐田	宝安	龙岗	光明	坪山	龙华	大鹏	全市目标
城市更新用地供应规模	120	185	155	65	625	980	65	150	375	20	3000
占全市比重 (%)	4%	6%	5%	2%	21%	33%	2%	5%	13%	1%	

资料来源: 《深圳市城市更新“十三五”规划》, 招商证券
单位: 公顷

另外, 根据《“十三五”规划城市更新分区指引图》, 空间分布和更新程度上来看, 深圳市对城市更新的拆除工作分为三个层级: 优先拆除重建区(用地面积约 106 平方公里), 限制拆除重建区(用地面积约 33 平方公里)和重建和综合整治并举区(用地面积 185 平方公里)。

图 17: 深圳市“十三五”规划城市更新分区指引图



资料来源: 深圳市国土规划与建设委员会, 招商证券

其中,

- 1) **优先拆除重建区:** 市政交通基础支撑条件较好、市场主积极高、需加强规划统筹与加快更新推进的, 位于城市各级中心区、重点产业发展区、交通枢纽与轨道站点周边区域、公共配套设施不足地区等范围内的更新对象。主要集中在罗湖、龙岗、龙华、坪山和光明新区。
- 2) **限制拆除重建区:** 有严格建设行为控制、需政府采取手段对拆除重建类更新进行管控的, 位于基本生态控制线、橙线、紫线、历史建筑和历史风貌区等范围内的更新对象, 划入限制拆除重建区。
- 3) **拆迁重建及综合整治并举区:** 除上述两类地区以外的更新对象。主要集中在罗湖、龙岗、龙华、坪山和光明新区

优先拆除重建区属于价格弹性区域。自由贸易试验区, 蛇口片区, 福田保税区, 笋岗-清水河片区, 高新北片区, 大空港新城, 宝安中心区, 坂雪岗科技城, 北站商务中心区, 坪山中心区, 光明凤凰城, 龙岗中心区这“11大”重点更新区域未来或具备弹性。

3. 大规模的保障房建设项目布局在相对“非核心”的光明等地区, 保障房难以对核心城区购房需求形成负面影响

存量角度观察, 保障房主要分布在龙华, 龙岗和坪山区。2013 年底深圳存量保障性住房约 34 万套, 2014-2017 年 4 年筹建保障性住房 26 万套左右 (预计这 26 万套能形成“有效供应”约 11 万套), 也即截至 2017 年底深圳存量保障性住房大致 45 (34+11) 万套)。我们能从第三方平台跟踪的深圳保障房大约有 16 万套, 约占前段所述存量保

障住房的 35%，这可跟踪的 16 万套中，人才房约 3.60 万套，占比为 23%，安居房约 4.47 万套，占比为 28%，公租房约 7.92 万套，占比 50%。具体而言，

(1) 人才房主要是分布在南山区。约 1.92 万套，占样本保障性住房比例为 12%，从样本观察，全深圳人才房有约五成分布在南山区；另外，龙岗区、福田区和龙华区亦有一定分布，分别为 0.71、0.33、0.30 万套，占样本保障性住房的比例分别为 4%、2%、2%；

(2) 安居房主要分布在龙华区、龙岗区和坪山区，分别有 1.61、0.92、0.80 万套，占全部保障性住房的比例分别为 10%、6%、5%；

(3) 公租房主要分布在龙岗区、宝安区、坪山区和龙华区，分别有 2.95、1.50、1.41 和 0.84 万套，占全部保障性住房的比例分别为 18%、9%、9%和 5%。

表 12: 人才房主要分布在南山区，安居房和公租房主要分布在龙岗区、龙华区和坪山区

区域	人才房		安居房		公租房		合计	
	套	占比	套	占比	套	占比	套	占比
福田区	3,315	2%	-	0%	4,009	3%	7,324	5%
罗湖区	670	0%	-	0%	600	0%	1,270	1%
南山区	19,160	12%	3,647	2%	4,632	3%	27,439	17%
盐田区	146	0%	-	0%	717	0%	863	1%
宝安区	1,690	1%	4,520	3%	15,041	9%	21,251	13%
龙岗区	7,069	4%	9,189	6%	29,518	18%	45,776	29%
龙华区	3,041	2%	16,125	10%	8,425	5%	27,591	17%
坪山区	-	0%	8,040	5%	14,137	9%	22,177	14%
光明新区	900	1%	3,157	2%	2,133	1%	6,190	4%
合计	35,991	23%	44,678	28%	79,212	50%	159,881	100%

资料来源：深圳房地产信息网，招商证券
单位：套

以上基本反映了政府的政策导向，过去筹建保障性住房主要以新增供应为主，盘活存量为辅，由于深圳核心区域罗湖、福田等“老”城区增量供应十分有限，因此人才房、安居房和公租房都相对较少；南山区作为“次新”城区，亦是未来经济的轴心区之一，有较多的人才房，但安居房和公租房相对较少。核心城区新增供给足，也使得保障性住房只能移步略偏远的区域，如龙岗、龙华和宝安等，根据“十三五”期间保障性住房筹建的安排，盘活存量而来的保障房（也即筹集方式）占比会有所提高，意味着罗湖、福田、南山这些区域会相应增加一定保障房，但数量也很有限，保障房区域分布的不均匀的特点依然存在。

增量角度而言，未来龙岗区、宝安区、龙华新区等将成为保障房建设的主战场，这样的结果是，保障房很难对核心城区的住房需求带来负面影响。根据《深圳市住房建设规划（2016-2020）》数据，保障性住房的新供用地储备主要分布在龙岗、宝安、龙华等“非核心”区域，下表中的数据为保障房建设新供应用地的储备库，“十三五期间”新供应用地将在这些储备用地中选取。

表 13: “十三五”住房建设规划中保障性住房新供用地储备各区分布

单位: 平方公里	保障性住房新供用地储备面积	各辖区面积	占各辖区面积比重
光明新区	0.33	155	0.21%
龙岗区	0.24	388	0.06%
龙华新区	0.10	175	0.06%
宝安区	0.13	398	0.03%
南山区	0.05	185	0.03%
坪山新区	0.04	167	0.02%
大鹏新区	0.06	295	0.02%
福田区	0.01	79	0.01%
罗湖区	0.01	79	0.01%
合计	1.0	1921.0	

资料来源: 深圳市住房建设规划 (2016-2020), 招商证券

光明新区保障房储备地块面积占辖区面积比重较大 (0.21%), 通过查阅相关资料, 我们发现用作储备的 33 公顷土地主要用于大型保障房项目建设。其中位于光侨路与科裕路交汇处东北侧的长圳保障房项目已于 2017 年 8 月完成招标, 全部项目占地约 20 万方, 将建设约 10000 套左右的保障性住房。

将大规模的保障房建设项目布局在相对“非核心”的光明、龙岗等地区, 我们推测主要是因为核心地区的开发强度已经超过了警戒线。目前罗湖、福田和南山区的开发强度均已经超过 70%。这样的结果是, 保障房放量很难对核心城区的住房需求带来负面影响。

四、深圳的出路

深圳住房供需一直失衡且缺口持续在扩大。据统计深圳存量住房中商品住房不足 15%，增加保障房供给这一“民生”目标在短期政策目标中胜出；但这同样也造成了商品房供需关系的进一步失衡，进而对未来商品房的价格造成更多的上涨压力，如果房价越来越高，岂不是需要保障的人也越来越多？目前来看，这种矛盾长期存在，18 年规划也仅仅解决了短期基本住房保障的问题，而并没有考虑到商品房供需失衡会带来“更多的需保障群体”的问题。这个其实是经济学上“最低工资之辩”的翻版。

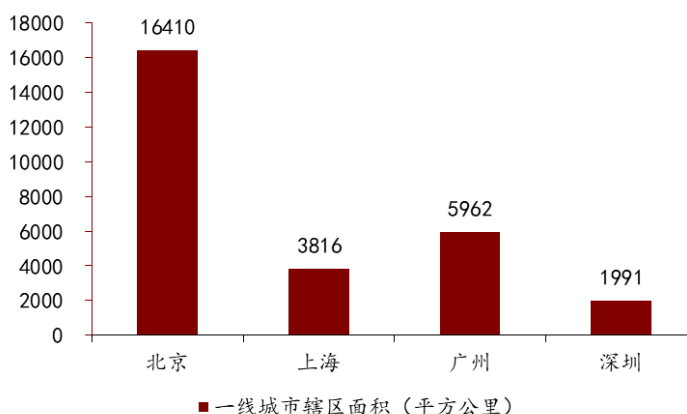
1. 开发强度位于一线之首，扩容或是唯一出路

中共中央财经领导小组办公室原副主任杨伟民在公开场合演讲中提到：“城镇化过程中要完成的三项任务之一就是控制开发强度（其余两个任务分别是增强生态产品生产能力和调整空间结构）。我国很多城镇化地区，人均 GDP 刚超过 1 万美元，但开发强度已经很高，大大高于国际上一些人均 GDP 达到五六万美元的地区，比如北京、上海、深圳、东莞、苏州等城市。日本三大都市圈、法国大巴黎地区、中国香港、德国斯图加特等城镇化较高的地区，开发强度一般只有 20%左右。”

高开发强度低人均 GDP 意味着资源利用效率较低，同时高强度开发可能会对生态环境以及城市空间规划造成不可逆的影响。

深圳市总建设用地资源有限，开发强度位居一线之首。深圳作为我国一线城市，土地总资源受到明显约束。其辖区面积仅为 1997 平方公里，远小于北京（16410 平方公里）、上海（3816 平方公里）及广州（5962 平方公里）。尽管总土地资源有限，但出于社会经济发展需要，深圳建设用地面积持续增加，到 2015 年末，建设用地面积已经达到 975.5 平方公里，与此同时，农用地及未利用面积则减少至 1021.8 平方公里（数据来源：2013 深圳房地产年鉴）。

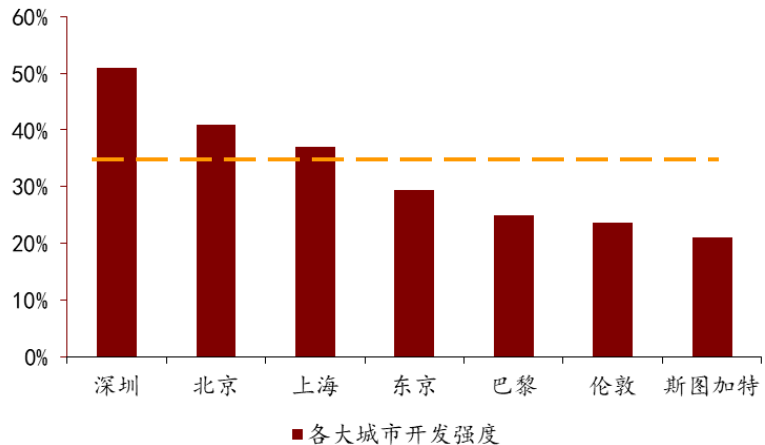
图 18：四个一线城市中，深圳市辖区面积最小



资料来源：统计局、招商证券

2015 年《珠江三角洲全域规划项目》研究报告显示，珠三角城市中，深圳市开发强度以接近 50% 位居四个一线城市之首，2017 年已突破 50%。按照国际惯例，一个地区国土开发强度达到 30% 已经是警戒线，超过该强度，人的生存环境就会受到影响，目前我国一般采用 50% 来衡量一个城市或地区是否超出了警戒红线。

图 19: 深圳市开发强度远高于国际警戒线水平



资料来源：招商证券，公开资料整理

从当前开发强度观察，深圳的唯一出路或是扩容。

2. “公式化”或“规则化”现有短期调控手段，避免新的风险

长效机制难以短期出台。长效机制是一个系统性的体系，涉及的机制比较多，譬如各城市住房基础数据的统计和联网、市场预警监测体系、房地产金融宏观审慎体系和房地产相关税收体系等，目前连最基础的住房数据联网也没有健全，这意味着政府部门也不一定摸清了各城市的存量房结构，所以说长效机制建立是一个循序渐进的过程，难以短期出台。深圳的“二次房改”更多是“长期安排”而非“长效机制”，在没有国家制定总量原则的情况下，深圳自身的长效机制也很难出台，当然试点除外。

需求端行政性手段难以短期退出。从历史经验来看，一方面，当房价涨幅处于相对高位时，行业调控大概率是紧的，今年深圳调控再次加码，也是因为一、二手房房价均出现了回升；深圳库存去化周期虽有回升，但这主要是因为销售持续低位所致，绝对库存仍处相对低位，也即房价短期不具备下跌的基础；另一方面，当房地产显著拖累宏观经济时，行业调控才有可能转向；当前房地产的销量仍有个位数正增长，名义投资和总量拿地边际虽有回落但仍处于相对高位，并且房地产行业增加值仍有 4%-5%的正增长，这些指标意味着房地产还没到显著拖累宏观经济的地步，目前的稳经济更多是从基建着手。所以说需求端行政性手段难以短期退出。

长效机制难以短期出台，需求端行政性手段亦难以短期退出的特点共存。深圳从 2016 年年初加强调控以来，历时已超过 2 年，近期调控又进一步加码，这些过多的仍是短期需求端调控办法短期调控若没有退出机制，容易形成新的风险，这我们在前文已经分析过。

所以说，“公式化”或“规则化”现有短期的行政性调控手段是必要的，一定程度上也是一种“长效机制”，可以帮助避免新的风险。我们认为，短期调控就是相机型的调控，而长效机制则是基于规则调控，比如说建立预警体系，建立监测体系都是长效机制，包括房地产联网和人地房挂钩等。从当前情况观察，过去的各类限制和鼓励政策也在完善

和规则化，一定程度上也属于长效机制的构建。比如，根据库存情况制定的弹性土地出让规则，因城施策的弹性棚户区改造政策，这些其实相当在原有政策上加入了一定的规则和公式，根据规则和公式的动态调控手段就是一种进步，存在退出机制的政策也是进步，也是目前可以看到的长效机制，这也是目前深圳需要考虑的问题。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵可：现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，高级经济师。

刘义：现任招商证券研究发展中心房地产行业联席首席分析师，同济大学金融专业，10 年证券行业研究经验（6 年房地产+4 年纺服），08-11 年就职于天相投顾，12 年加盟招商证券纺服团队（所在团队一直保持新财富前三），15 年再次从事房地产行业研究。

董浩：2017 年 7 月加入招商证券，1 年房地产行业研究经验，南京大学管理学硕士。

李洋：2017 年 2 月加入招商证券，中南大学管理学硕士。

团队荣誉：2016 年新财富房地产行业入围奖；2016 年度“天眼”中国最佳分析师房地产行业盈利预测最准确分析师第一名；2017 年中国证券分析师金牛奖房地产行业第四名；2018 年上半年金融界“慧眼”最佳分析师房地产行业第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 ± 5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。