

政策组合趋于友好，寻找三好城市梦想

——2019 年房地产行业策略报告

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **宽财政中性货币托底经济，2019 年政策组合对房地产相对友好。**2018 年前三季度中国经济产出缺口仍然为负，叠加外部环境变化，经济下行压力加大。因此 2019 年有较大可能会以扩张型的财政政策和中性松紧适度的货币政策来托底需求。根据历史经验来看，中性或宽松货币政策下，M1 增速的提高会驱动房地产销售面积的上升，2019 年宏观经济政策组合将有利于房地产销售。但考虑到 2018 年上半年的高基数，2019 年房地产的销量增速先抑后扬的可能性较大。
- **房地产市场城市间分化加剧，楼市调控政策维持因城施策。**2014 年以前，全国房地产市场的特点是同涨同跌，不同能级城市之间的分化不明显。2014 年以后，全国楼市的分化趋势加大，不同能级城市之间出现轮动走势，典型的即为 2017 年起一二线城市的收缩与三四线城市的持续繁荣。2019 年可以期待的是二线城市销售端的反弹，需要警惕的是部分三四线城市销售的下滑和库存的累积。而出现各能级城市周期错位的主要原因就在于本轮的精细化调控政策，而我们判断，未来因城施策仍将维持，城市间的轮动也将持续。
- **三好城市将成中国房地产市场的引擎。**通过对经济、人口、资源（公共资源与产业资源）三维度考量，我们筛选出 55 个“三好城市”。从经济实力（GDP）看，长三角及发达省的省会城市优势明显；从公共资源来看，出现头部集中的现象，教育和医疗资源聚集于直辖市及省会城市；从产业资源来看，佛山、苏州、东莞等一批城市脱颖而出，其产业深化及产业聚集程度远超直辖市及省会城市；从人口来看，二线城市及中西部城市纷纷在人才落户政策上发力，为未来的发展留足潜力。“三好城市”兼具上述几点要求，其房地产市场具备可持续发展的空间，值得重点布局。
- **我们判断 2019 年楼市将小幅回调。我们预测 2019 年房地产行业三大核心指标为：销售面积增长（-5%）、新开工面积增长（-6%）、房地产开发投资增速（4%）。**我们同时判断，新房销售金额增速可能呈现为围绕正负零的窄幅波动（预期-2%），高于面积的增速是因为房地产销售价格将维持小幅攀升。

投资建议与投资标的

- **杠杆率已经不再是市场关注的重点。开发商能否在降杠杆背景下完成现金流回收和规模增长成为重中之重。我们认为，最值得考虑的就是公司治理改善和城市布局两个维度。**根据此我们推荐两条主线：1) 运营王主线：以利润率、费用率及其改善趋势为主要考察指标，我们推荐万科 A(000002, 买入)、保利地产(600048, 买入)、招商蛇口(001979, 买入)、新城控股(601155, 买入)；2) 布局王主线：我们推荐在“三好城市”重点布局的万科 A(000002, 买入)、阳光城(000671, 买入)、金地集团(600383, 增持)，建议关注港股中的融创中国(1918, 未评级)、旭辉控股集团(0884, 未评级)。

风险提示

- 通胀上升可能招致更严厉货币政策。
- 房地产税出台使商品房市场受到冲击。
- 融资政策进一步收紧影响房企资金周转。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

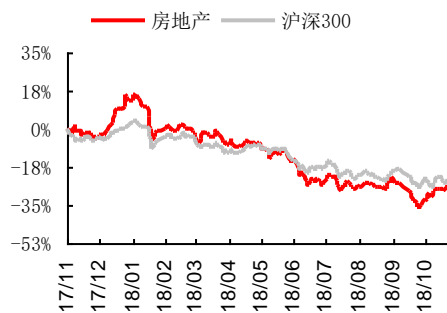
行业

房地产

报告发布日期

2018 年 11 月 21 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

竺劲

021-63325888*6084

zhujing1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060003

房诚琦

021-63325888*6202

fangchengqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518070003

联系人

孙天一

021-63325888-4037

suntianyi1@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 宽财政中性货币托底经济，政策压力有望缓解	4
1.1 产出缺口持续为负，宏观政策有望出台托底经济.....	4
1.2 宽财政与中性货币政策或成明年政策主基调.....	5
1.2.1 积极的财政政策需要更加积极，2019 年大概率迎来宽财政.....	5
1.2.2 把好货币的总闸门，稳健的货币政策要保持中性松紧适度.....	6
1.3 2019 年政策组合对房地产相对友好.....	7
2 城市分化趋势延续，三好城市将迎春天	8
2.1 房地产市场城市间分化，楼市调控政策因地制宜.....	8
2.2 房地产市场回归基本面，三好城市有望迎春天.....	11
2.2.1 三维度选择三好城市——经济实力.....	13
2.2.2 三维度选择三好城市——公共资源与产业资源.....	14
2.2.3 三维度选择三好城市——人口与需求.....	16
2.3 销售重回负增长，投资开工延续增长.....	19
3 管控能力及城市布局将成房企制胜瑰宝	19
3.1 告别黄金时代，苦练内功、管理得力的房企值得青睐.....	19
3.2 关注重点布局“三好城市”的房企.....	20
风险提示	21

图表目录

图 1：1998-2018Q3 的财政政策周期	4
图 2：1998-2018Q3 的财政政策周期	5
图 3：70 年代以后日本对美持续顺差，贸易摩擦加剧	6
图 4：日本对美贸易顺差持续扩大，贸易摩擦激化	6
图 5：商品房销售面积与 M1 增速更为相关	8
图 6：不同能级城市间商品房销售增速出现分化	8
图 7：不同能级城市间商品房库存周期也出现明显分化	9
图 8：不同能级城市间商品房销售增速出现分化	10
图 9：2017 年限售成为调控创新政策	10
图 10：因城施策指导下，调控权力下放，全国性政策数量远少于地方性政策	11
图 11：我国主要城市群	12
图 12：55 个城市 GDP 分布一览图	14
图 13：55 个城市三甲医院数量分布一览图	14
图 14：55 个城市 211、985 高校数量	15
图 15：55 个城市 2017 年户籍人口数	16
图 16：金字塔型人口政策	18
图 17：青岛商品住宅销售价格已回落至 2017 年中水平（单位：元/平米）	18
图 18：毛利率领先的地产龙头	20
图 19：费用率控制出色的地产龙头	20
图 20：主流地产公司权益土地储备“三好城市”占比情况	21
表 1：中国过去 20 年政策组合	7
表 2：国家政策频出，支持大城市群发展	12
表 3：55 个“三好城市”名单	13
表 4：20 大产业资源优质城市	15
表 5：2019 年三大核心指标预测	19
表 6：毛利率持续改善的房企	20

1 宽财政中性货币托底经济，政策压力有望缓解

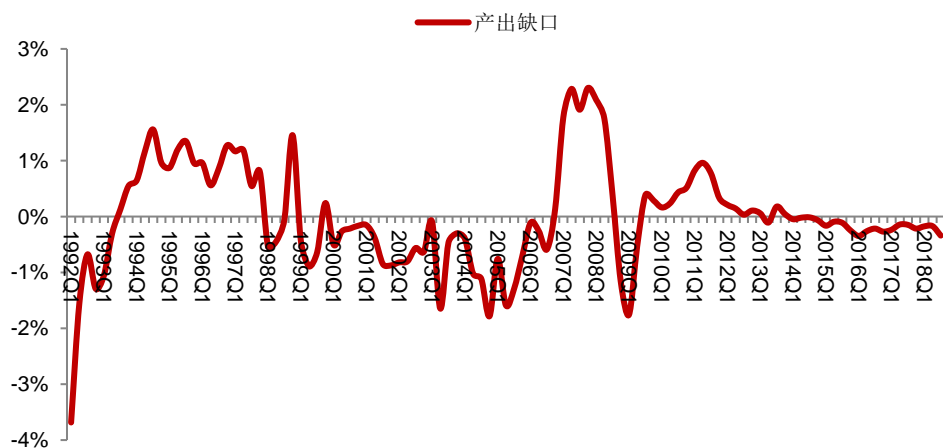
2018 年三季度 GDP 增速降至 6.5%，为 2009 年一季度以来的最低值，经济下行压力凸显。经济的下行使得稳增长压力增大，财政政策和货币政策可能趋向于积极以托底经济。根据我们的统计，1998-2017 年间，在总需求不足导致经济下行压力增大的年份，基本都进行了相应的政策调整以应对下行。

1.1 产出缺口持续为负，宏观政策倾向于托底经济

经济趋势极大的影响着经济政策的制定，识别产出缺口是判断经济趋势的重要手段。产出缺口是指实际产出与潜在产出的差值占实际产出或潜在产出的比例，它测度了现有资源的充分利用程度。美国经济学家利维（Levy，1963）最早给出了潜在产出的定义，即在合理稳定的价格水平下，使用最佳可利用技术、最低成本的投入组合，并且资本和劳动力的利用率达到充分就业时所能生产出来的物品和服务。

在短期，准确地判断产出缺口的方向和大小，可以更有针对性地制定宏观经济政策，对经济进行调控。如果实际产量小于潜在产出，产出缺口为负，说明总需求小于总供给，决策者可能需要采取积极的财政政策和货币政策以扩张总需求，避免紧缩。如果实际产量大于潜在产出，产出缺口为正，说明总需求大于总供给，决策者可能需要采取从紧的财政政策和货币政策以防止经济过热。产出缺口无法通过直接观测获得，只能进行估算。潜在产出的估算方法归结为两大类：一类是借助计量分析工具对现实产出的时间序列性质直接进行处理从而给出潜在产出的估算值，如消除趋势法、增长率推算法；另一类是生产函数法。由于生产函数法涉及变量多，测算方法复杂。我们选取 HP 滤波法对产出缺口进行估算，判断经济趋势。

图 1：1992Q1-2018Q3 中国产出缺口变化



资料来源：Wind、东方证券研究所

我国的产出缺口在 2008 年前后出现了较大的波动，受金融危机的冲击，我国的需求出现了明显的萎缩，随后出台了“四万亿”政策提振总需求，使得产出缺口在 2009 年下半年开始回升并转正。2014 年以后，我国的产出缺口持续走弱，2017 年虽然有所反弹但下半年又拐头向下，反映出经济复苏动能不足，筑底仍未成功。2018 年前三季度，产出缺口仍然为负，叠加外部环境变化，经济下行压力加大。因此，在这种情况下，2019 年有较大可能会以扩张型的财政政策和中性松紧适度的货币政策来托底需求。

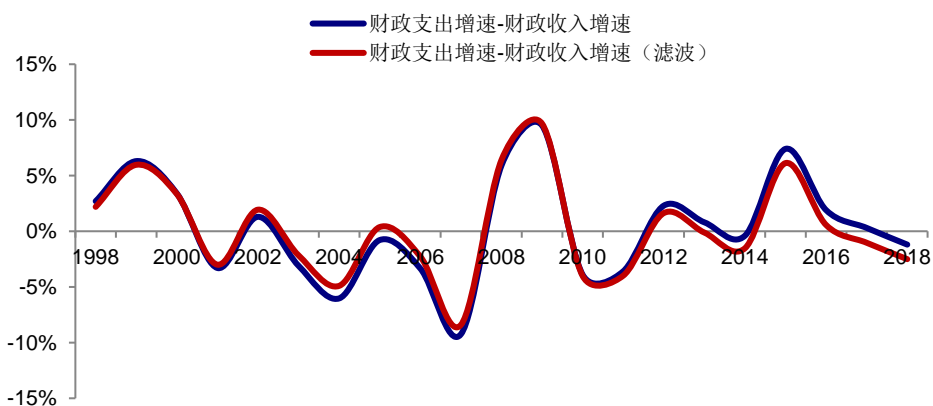
1.2 宽财政与中性货币政策或成明年政策主基调

1.2.1 积极的财政政策需要更加积极，2019 年大概率迎来宽财政

财政政策是国家干预宏观经济的重要手段，财政政策一般有扩张性财政政策、中性财政政策和紧缩性财政政策。扩张型财政政策包括：扩大政府购买和政府支出、降低税负和加大公共基础设施投资等手段。中性财政政策则是指财政活动对整个社会的总需求保持中性影响。紧缩性财政政策包括：降低政府支出和购买、增加税收、减少政府投资力度等。在我国的实践过程中，对于财政政策表述一般为稳健、积极。

由于财政政策的实施通常与政府的支出和收入密切相关，因此我们选取“财政支出增速-财政收入增速”这一指标作为判定财政周期的标准。选择该指标进行度量有两个优点：1) 可以尽可能的延长数据时间序列；2) 避免赤字率过于静态的缺陷。我们使用 1998-2017 年各年的财政支出增速和财政收入增速计算差值，并进行滤波处理。当两者差值为正时，说明财政支出力度加大，财政政策处于扩张状态。当两者差值为负时，说明财政支出力度放缓，收入增速超过支出增速，财政政策处于从紧状态。

图 2：1998-2018Q3 的财政政策周期



资料来源：Wind、东方证券研究所

从财政政策周期规律和已知实际决策信息来看，2019 年宽财政应是大概率事件。从走势规律上看大致以 1-2 年为一个周期，1998-2000（扩张）、2001（紧缩）、2002（扩张）、2003-2004（紧

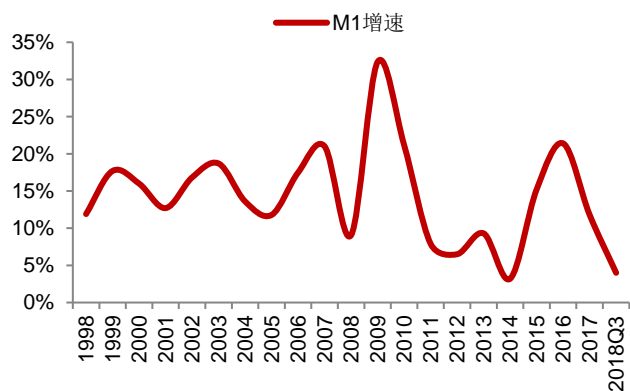
缩)、2005(中性)、2006-2007(紧缩)、2008-2009(扩张)、2010-2011(紧缩)、2012(扩张)、2013-2014(紧缩)、2015-2016(扩张)、2017-2018E(收缩)。从我们的测算数据看,在过去20年中有过3轮比较明显的财政政策扩张。1998-2000年,政府实施扩张的财政政策以消减亚洲金融危机的影响。2008年金融危机以后,政府实施了以“四万亿”为代表的大规模财政扩张政策。2014年经济下行压力持续加大以后,在一定程度上实施了扩张的财政政策。2017年财政政策处于从紧状态,2018年上半年财政政策处于从紧状态,而下半年中央已经明确表示“积极的财政政策要更积极”。因此,2018年应该是处于财政政策收紧的末端和扩张的开端这样一个阶段。2019年财政政策重回扩张应该是较大概率的事件。

1.2.2 把好货币的总闸门，稳健的货币政策要保持中性松紧适度

货币政策是指中央银行为实现稳定物价、经济增长、充分就业、平衡国际收支等经济目标而对货币供应量和利率进行调节,进而影响宏观经济。传统的货币政策实施手段包括调整准备金率、调整再贴现率、公开市场操作。近年,我国新增了常备借贷便利工具(SLF)、中期借贷便利工具(MLF)、短期流动性调节工具(SLO)和补充抵押贷款工具(PSL)等工具。货币政策的实施更为灵活和精准,更加强调预调和微调。

货币政策一般分为宽松、中性、紧缩三种类型,三者的变化主要取决于央行向市场注入的流动性状况。在我国2002年以来的政策实践中,关于货币政策表述主要为适度从宽、稳健、从紧。根据Adrian和Estrella(2008)的研究,货币政策周期的划分应该重点关注货币政策出现紧的起点和持续期限,为此可以考虑采用期限结构较短的利率变量来加以度量。为了界定我国的货币政策周期,我们选取M1增速和银行间拆借利率两个指标进行综合判断。M1增速一方面反映了经济对货币的需求,另一方面也反映了央行主观货币投放意愿,因此选择M1增速与银行间拆借利率结合作为货币周期判断标准。不选用M2增速是因为,M2是在M1基础上加上企事业单位的定期存款和个人在银行的各项储蓄存款以及证券客户保证金,其流动性较弱,故其对判别货币政策与经济周期之间的关系时并不如M1有效。

图3：1998-2018Q3 中国的货币周期



资料来源：Wind、东方证券研究所

图4：1998-2018Q3 中国银行间拆借利率变化



资料来源：CEIC、东方证券研究所

当 M1 增速上升且银行间拆借利率下降时，我们认为货币政策处于宽松状态。当 M1 增速下降且银行间拆借利率上升时，我们认为货币政策处于紧缩状态。当 M1 增速围绕某一中枢小幅波动且银行间拆借利率基本稳定，我们认为货币政策处于中性状态。据此可以对 1998-2018 年的货币政策周期进行划分，1998-1999（紧缩）、2000-2006（中性）、2007（宽松）、2008（紧缩）、2009-2010（宽松）、2011-2013（紧缩）、2014-2016（宽松）、2017-2018（紧缩）。2018 年 10 月 M1 同比增速为 2.7%，是自 2008 年以来的最低值。M2 增速也仅为 8.0%，我国 GDP 增速为 6.5%，CPI 为 2.5%，M2 的增速理论上应该在 9%，目前的货币政策明显偏紧，叠加经济下行压力，未来的货币政策有望转向中性、松紧适度。

根据我们对 1998-2017 年的政策梳理，可以得到 1998-2018 年的政策组合，并对 2019 进行展望。2019 年很可能是宽财政和中性货币政策组合的一年。

表 1：中国过去 20 年政策组合

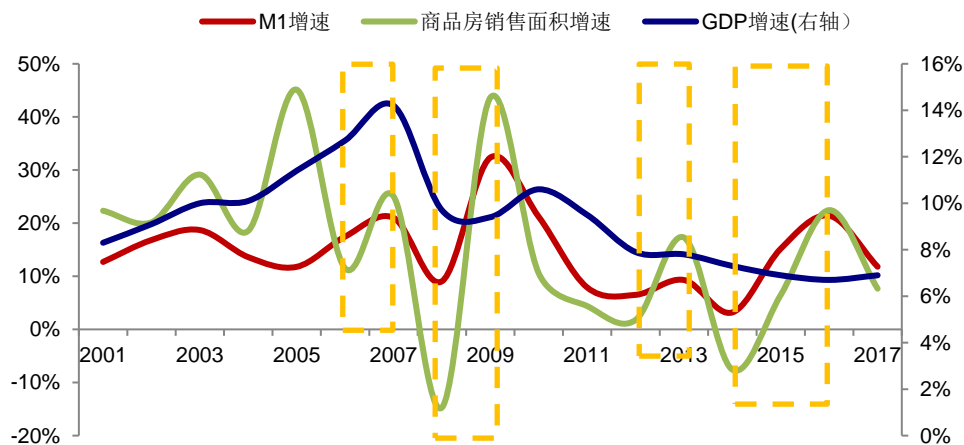
年份	政策组合	GDP 和股市涨幅	年份	政策组合	GDP 和股市涨幅
1998	宽财政、紧货币	7.8%、-4.0%	2009	宽财政、宽货币	9.4%、80.0%
1999	宽财政、紧货币	7.7%、19.2%	2010	紧财政、宽货币	10.6%、-14.3%
2000	宽财政、中性货币	8.5%、51.7%	2011	紧财政、紧货币	9.5%、-21.7%
2001	紧财政、中性货币	8.3%、-20.6%	2012	宽财政、紧货币	7.9%、3.2%
2002	宽财政、中性货币	9.1%、-17.5%	2013	紧财政、紧货币	7.8%、-6.7%
2003	紧财政、中性货币	10%、10.3%	2014	紧财政、宽货币	7.3%、52.9%
2004	紧财政、中性货币	10.1%、-15.4%	2015	宽财政、宽货币	6.9%、9.4%
2005	中性财政、中性货币	11.4%、-8.3%	2016	宽财政、宽货币	6.7%、-12.3%
2006	紧财政、中性货币	12.7%、130.4%	2017	紧财政、紧货币	6.9%、6.6%
2007	紧财政、宽货币	14.2%、96.7%	2018E	紧财政、紧货币	6.5%、-21.8%
2008	宽财政、紧货币	9.7%、-65.4%	2019E	宽财政、中性货币	

数据来源：Wind、东方证券研究所

1.3 2019 年政策组合对房地产相对友好

楼市表现与货币政策更相关。从历史来看，楼市销售面积增速走势向上的时期主要以中性偏宽货币为主，货币收缩的年份，销售面积增速通常下降。2007 年 M1 增速 21.0%，商品房销售面积同比增长 25.1%。2009 年 M1 增速 32.4%，商品销售面积同比增长 43.6%。2010 年 M1 增速虽然达到 21.2%，但由于边际上增速下滑叠加房地产严格调控，房地产销售面积增速较 2009 年出现了回落，为 10.6%。2016 年 M1 增速 21.4%，较 2015 年提升 6.2 个百分点，商品销售面积增速为 22.5%，较 2015 年提高 16 个百分点。

根据历史经验来看，中性或宽松货币政策下，M1 增速的提高会驱动房地产销售面积的上升。我们认为，由于经济下行的压力持续，2019 年的政策组合较大可能为宽财政和中性货币政策。因此，2019 年的宏观经济政策组合对房地产相对友好，有利于房地产销售。但考虑到 2018 年上半年的高基数，2019 年房地产的销量增速先下滑后反弹的可能性较大。

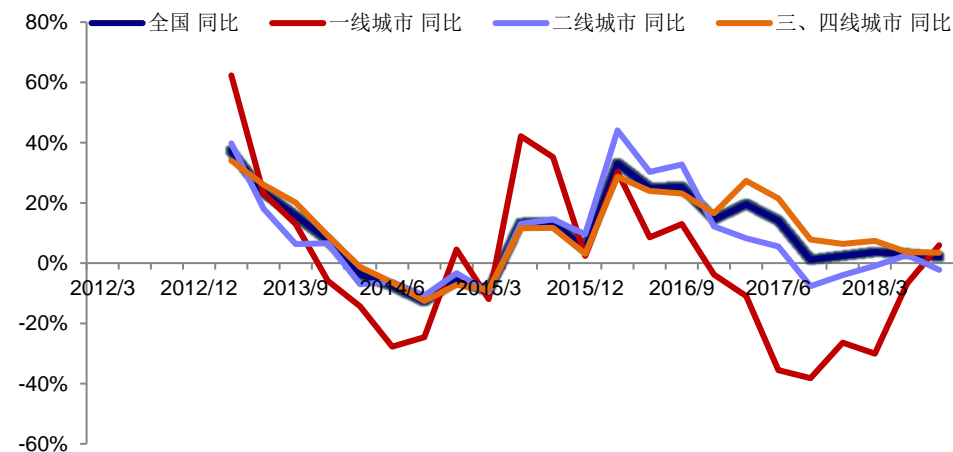
图 5：商品房销售面积与 M1 增速更为相关


资料来源：Wind、东方证券研究所

2 城市分化趋势延续，三好城市将迎春天

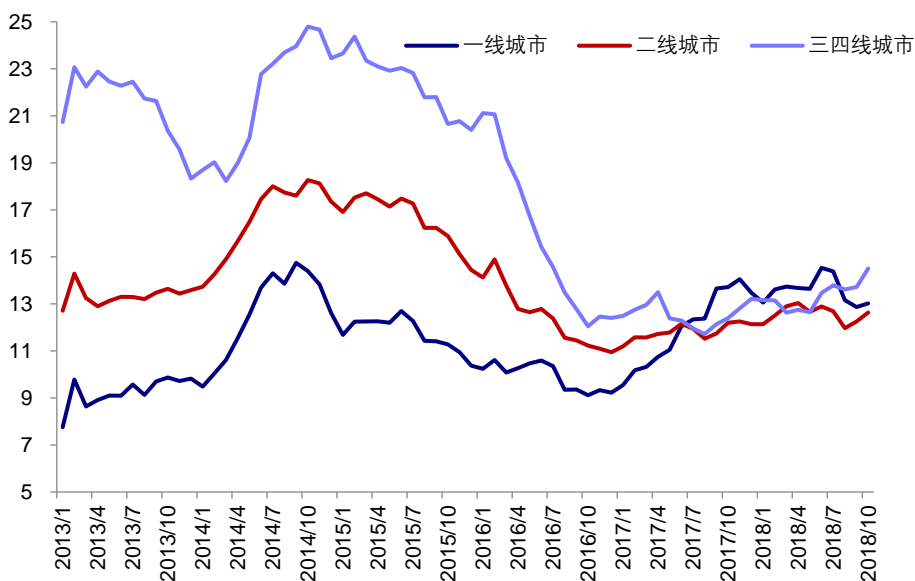
2.1 房地产市场城市间分化，楼市调控政策因城施策

2014 年以前，全国房地产市场的特点是同涨同跌，不同能级城市之间的分化不明显。在 2014 年以后，全国楼市的分化趋势加大，不同能级城市之间出现轮动走势。2018 年前三季度从销售面积增速上看，一线城市由于调控开始最早，最先开始回暖，二线城市仍处于调整期，三四线城市处于景气末端。从库存去化周期来看，截至 2018 年 10 月，全国商品房待售面积 5.3 亿平方米，环比下降 0.8%，按照 2018 年的月均销售面积计算，去化周期约为 4 个月。库存绝对额则相当于 2014 年一季度的水平。总体来看，库存不会对未来的房地产销售面积构成压制。

图 6：不同能级城市间商品房销售增速出现分化


资料来源：Wind、东方证券研究所

从库存情况来看，各线城市间的分化趋势也愈发明显。2013~2015 年各线城市整体库存周期走势是基本趋于一致的，但 2016 年起三四线城市库存周期显著下降，对应了 2016 年起三四线城市的繁荣小周期，棚改货币化安置推动这轮繁荣周期一直持续到了 2018 年初。反观一二线城市，从 2016 年 9 月起受到多轮调控政策的影响，销售下滑导致库存周期开始反弹。2018 年下半年开始，一二线城市库存周期受到部分二线城市销售的复苏开始回落，而三四线城市由于销售动能的降速库存周期开始反弹。截止至 2018 年 10 月，一线城市/二线城市/三四线城市的库存周期分别为 13.0/12.6/14.5 个月，总体均位于较为合理的区间内，相对而言二线城市的库存周期最为理想。总结来看，从 2016 年开始，一二线城市与三四线城市的库存周期出现了 2 次明显的背离，因城施策的调控政策使得城市间的周期出现了错位。

图 7：不同能级城市间商品房库存周期也出现明显分化


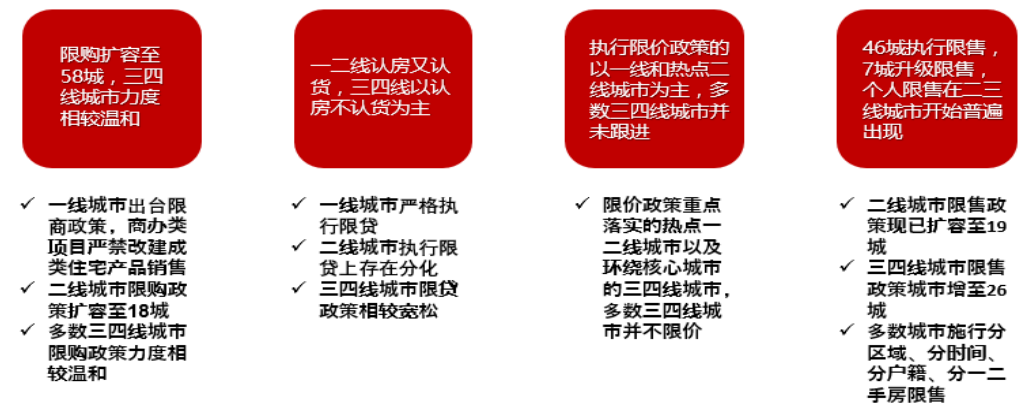
资料来源：中指院、东方证券研究所

本轮房地产调控始于 2016 年的“930 新政”，之后层层加码，参与城市 136 个，发布涉及限贷、限购、限价、限售、限商的政策达 362 条，中国楼市全面进入“五限”时代。同上一轮调控收紧相比，本轮调控体现出一些新的特点：**1. 供需两端同时规制，有保有压结合管理。2. 强调主动管理、分类调控，以城市为调控场，调控权力下放。3. 重视溢出效应，加强区域统筹。**

图 8：2016 年 3 月以来中国房地产调控政策脉络


资料来源：中指院、东方证券研究所

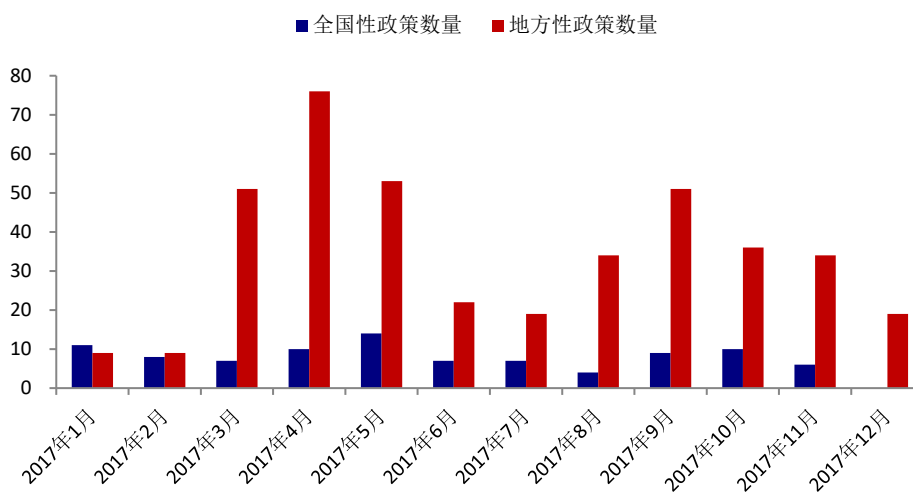
本轮调控的一个突出特点在于政府一改过去侧重需求调控的方式，而是从供需两端同时进行规制。除了过去多次运用的限贷、限购等需求侧措施外，多个城市还实行了限价、限售政策，这些政策不仅考虑需求侧的管理，也兼顾了供给侧的规制。特别是限售政策，是本轮调控政策中的一个创新，在过去的房地产调控中并未出现过。限售对于打击投机需求的针对性很强，相当于要求购房者必须以自用为目的购置房产。限售政策切断了部分投机性需求的资金来源，并通过限售时间（2-5 年）的规定，直接影响投资性购房的短期获利能力。根据易居统计，目前有 46 座城市执行限售，执行限售的二线城市扩容至 19 个，三四线限售的城市增至 26 个。

图 9：2017 年限售成为调控创新政策


资料来源：国务院网站、东方证券研究所

本轮调控政策注重主动管理、分类调控，以城市为调控场，调控权力下放。因城施策成为调控指导方针，在此指导下，调控权力下放，各城市根据自身实际情况有主动管理的空间。例如 2017 年 4 月国土部和住建部发布《关于加强近期住房及用地管理和调控有关工作的通知》，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序。调控权力的下放带来了地方性调控政策的增多，以及类似于过去“国十条”等全国性的政策减少。根据中策数据和中原政策跟踪报告，全国楼市政策出台共计 506 条（含所有与楼市相关政策）其中全国性政策 93 条，地方性政策 413 条。与 2010 年“国十条”出台后，地方性政策仅有 15 条形成了明显对比。

图 10：因城施策指导下，调控权力下放，全国性政策数量远少于地方性政策



资料来源：中策发展中心、中原地产、东方证券研究所

在本轮调控中，政府改变了过去“头痛医头脚痛医脚”的思路和做法，对于区域联动性和核心城市的房价溢出效应有了充分的考虑。在出台调控政策的过程中会加强区域统筹和协同，防止投机性需求从被调控城市溢出到周边城市。2016 年北京严格限购，大量的投资性需求从北京蔓延至天津、廊坊等周边城市，而这些城市并未跟进出台调控政策，导致其房价在短期内大幅上涨。2017 年北京“317 新政”发布的当天，天津、廊坊、石家庄等地迅速跟进出台调控政策，有效的遏制了投资性需求外溢至周边城市。长三角、珠三角城市群的核心城市出台调控之后，周边的城市往往也会迅速跟进。综合来看，房地产调控的区域协同，统筹调控的特征有了明显的加强。

2.2 房地产市场回归基本面，三好城市有望迎春天

在楼市回归基本面的大背景下，一个城市的房地产市场能否健康而持续的发展取决于“一个背景、三个维度”。“一个背景”是伴随城市化进入第二阶段，城市群迎来大发展。“三个维度”是一个城市自身需要拥有雄厚的经济实力、丰富的公共资源与产业资源丰富和人口净流入。

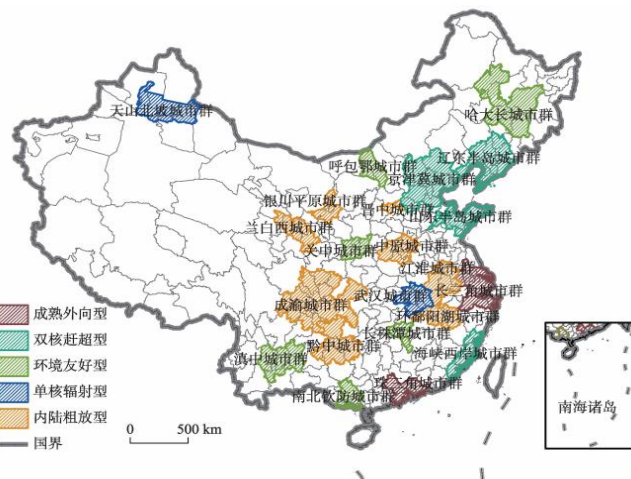
一个背景：国家城市发展战略强调构建依托城市群协调发展的城镇格局，能在这一进程中把握机会的城市潜力足。“十一五”规划中，“城市群”概念首次在中央文件中被提及；“十三五”规划纲要指出加快城市群建设发展，并提及 19 个城市群；“十九大”报告提出，实施区域协调发展战略，以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇格局。至此，区域协调发展被提到了新的战略高度，中国区域经济形成了以城市群为核心的空间发展模式。一线城市由于集中了大量优质的公共资源以及更多提高收入的工作机会，因此始终保持着对于人才的吸引力，楼市基本面有很强的支撑。一线城市以外，从长周期和大方向的角度而言，中国已进入城市化第二阶段，即人口向大都市圈集中，能够在这一进程中有效吸引人口流入的城市发展潜力巨大。

表 2：国家政策频出，支持大城市群发展

文件	出台时间
《长江中游城市群发展规划》	2015 年 4 月 5 日
《哈长城市群发展规划》	2016 年 2 月 23 日
《成渝城市群发展规划》	2016 年 4 月 12 日
《长江三角洲城市群发展规划》	2016 年 5 月 22 日
《中原城市群发展规划》	2016 年 12 月 28 日
《北部湾城市群发展规划》	2017 年 1 月 20 日
《关中平原城市群发展规划》	2018 年 1 月 9 日

数据来源：国务院官网，东方证券研究所

图 11：我国主要城市群



资料来源：CNKI、东方证券研究所

经过筛选，55 个城市进入我们的“三好城市”名单。首先我们初步筛选出了包含 94 个城市的备选城市库，其中囊括：（1）4 个一线城市（北京、上海、广州、深圳），（2）2017 年房地产市场规模达千亿的 29 个二线城市，（3）2018 年全国综合实力百强县所在地级市，（4）广东省主要地级市，（5）全国各省市第二大城市中 2017 年 GDP 在 2000 亿以上的城市。

然后我们设置了几个量化指标,对备选城市库中的城市进行二次筛选,挑选出了 55 个在经济实力、公共及产业资源、人口规模及结构 3 个方面存在较大潜力的城市,我们称之为“三好城市”,量化指标如下:

指标 1: 2017 年 GDP 大于 2000 亿或 GDP 占全省比重大于 20%;

指标 2: 2017 年常住人口/户籍人口>400 万人;

指标 3: 2017 年房地产市场规模大于 500 亿或销售面积>500 万平。

表 3: 55 个“三好城市”名单

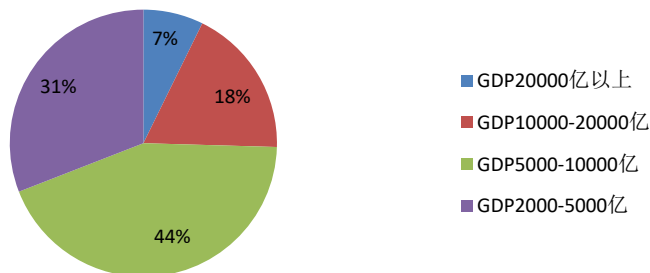
成都	重庆	北京	石家庄	天津	泉州	福州	厦门	南宁	贵阳
遵义	郑州	哈尔滨	武汉	长沙	长春	南昌	大连	沈阳	青岛
烟台	济南	潍坊	太原	西安	昆明	合肥	苏州	南京	无锡
南通	常州	徐州	盐城	扬州	上海	杭州	宁波	温州	绍兴
台州	嘉兴	惠州	佛山	东莞	深圳	广州	肇庆	江门	廊坊
许昌	宿迁	洛阳	赣州	绵阳					

数据来源:各城市 2017 年统计年鉴/公报、Wind、东方证券研究所

三个条件: 一个城市的房地产市场能否健康而持续的发展,取决于自身的经济实力、资源厚度、供求关系。我们接下来运用量化与定性相结合的方法,以 GDP 作为经济实力的主要衡量指标,以产业资源和公共资源作为资源厚度的主要衡量指标,以户籍政策作为需求的主要衡量指标,对 55 个“三好城市”进行了深入的研究。

2.2.1 三维度选择三好城市——经济实力

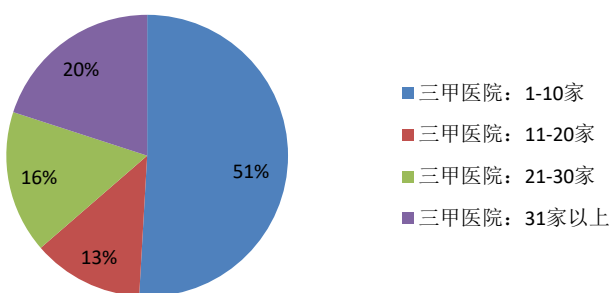
经济实力是购买力的基础,商品房的消费属性决定了一个城市房地产业的健康发展离不开自身经济体量的支撑。从 GDP 的维度来看,在我们筛选出的 55 个城市中,2017 年 GDP 在 20000 亿以上的是 4 个一线城市;GDP 在 10000-20000 亿之间的有 10 个城市,GDP 从高到低依次是重庆、天津、苏州、成都、武汉、杭州、南京、青岛、长沙、无锡,这些城市主要是长三角的准一线、强二线城市和经济较为发达省份的省会;GDP 在 5000-10000 亿之间的有 24 个城市,分布在这个区间的主要是长三角的三线城市和经济欠发达省份的省会,GDP 在 2000-5000 亿的有 17 个城市,分布在这个区间的主要是三四线城市。

图 12：55 个城市 GDP 分布一览图


资料来源：各城市统计年鉴/公报、东方证券研究所

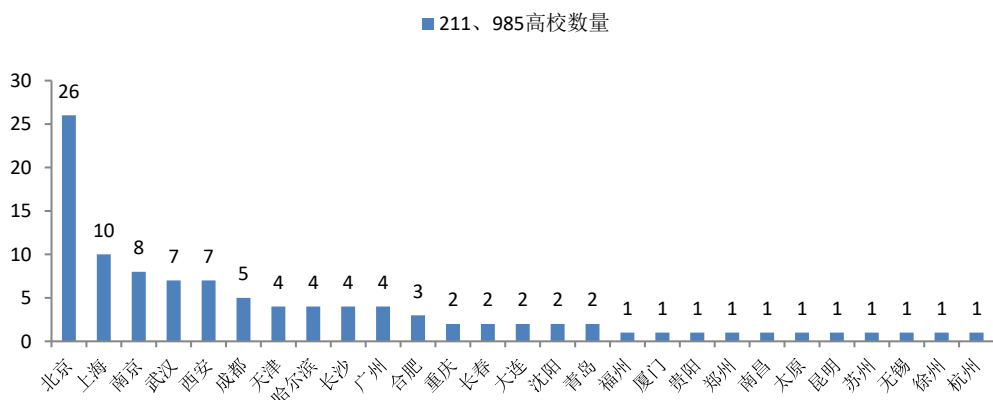
2.2.2 三维度选择三好城市——公共资源与产业资源

公共资源与产业资源是城市综合实力的重要体现，相关资源越丰富的城市对人口的吸引力越强，中国的公共资源和产业资源仍主要集中在东部沿海地区以及部分中西部的强二线城市。从医疗资源的角度来看，在我们筛选出的 55 个城市中，拥有三甲医院数量排前十的城市分别是：北京、上海、广州、天津、沈阳、西安、哈尔滨、南京、武汉、郑州，这些城市至少有 35 家三甲医院，主要是直辖市和省会城市。拥有三甲医院数量不足 10 家的城市占比 51%，说明医疗资源在不同城市间的分布是极为不均衡的，资源向头部集中的现象明显。

图 13：55 个城市三甲医院数量分布一览图


资料来源：各城市统计年鉴/公报、东方证券研究所

从教育资源的角度来看，在我们筛选出的 55 个城市中，共 27 个城市拥有 211、985 高校。其中高校资源排名前 5 的城市分别是北京、上海、南京、武汉、西安，分别有 26、10、8、7、7 家 211、985 高校。另外成都、天津、哈尔滨、长沙、广州这 5 个城市的教育资源也较为丰富。

图 14：55 个城市 211、985 高校数量


资料来源：各城市统计年鉴/公报、东方证券研究所

从产业资源来看，产业资源的强弱程度是衡量一个城市竞争力及对人口吸引力的重要指标。人们更倾向于向产业资源强势的城市迁徙，以获取更好的就业机会和更高的收入。由于我国目前仍处于工业化的进程当中，除了服务业已经高度发达的一线城市外，工业化的相关指标仍能较好的衡量城市的产业竞争力。我们从 4 个维度对于城市的产业资源进行评价：1) 产业规模，我们选取城市的工业增加值作为评价指标，分为 I 类（5000 亿以上）、II 类（3500-5000 亿）、III 类（3000-3500 亿）、IV 类（3000 亿以下）；2) 产业深化，我们选取工业增加值占 GDP 比重作为评价指标，反映在一个城市的经济中，产业深化发展的程度；3) 产业集聚，我们选取规模以上工业企业利润占 GDP 比重作为评价指标，反映大型企业在城市经济中的地位，进而体现出产业集聚程度；4) 产业效益，我们选取规模以上工业企业近 3 年的利润增速作为评价指标，反映城市产业的经营效益。

产业规模是首位指标，只有产业规模足够大，才能在全国统一大市场的竞争中处于有利地位并吸纳大量的就业人口。因此，产业规模在我们的评价体系中被赋予更高的权重，我国产业规模排名靠前的城市分别为深圳、上海、苏州、天津、重庆。产业规模处于同一类型的城市则根据产业深化、产业集聚和产业效益进行辅助评估。由此我们综合筛选出了 20 个产业资源优质的城市。

表 4：20 大产业资源优质城市

排名	城市	综合得分	排名	城市	综合得分
1	佛山	9.6	11	武汉	8.7
2	苏州	9.4	12	北京	8.5
3	重庆	9.3	13	郑州	8.5
4	深圳	9.2	14	杭州	8.4
5	天津	9.2	15	青岛	8.4
6	成都	9.1	16	无锡	8.3
7	上海	9.0	17	长沙	8.3
8	东莞	9.0	18	南京	8.2
9	广州	8.9	19	泉州	8.0

10	宁波	8.9	20	南通	7.8
----	----	-----	----	----	-----

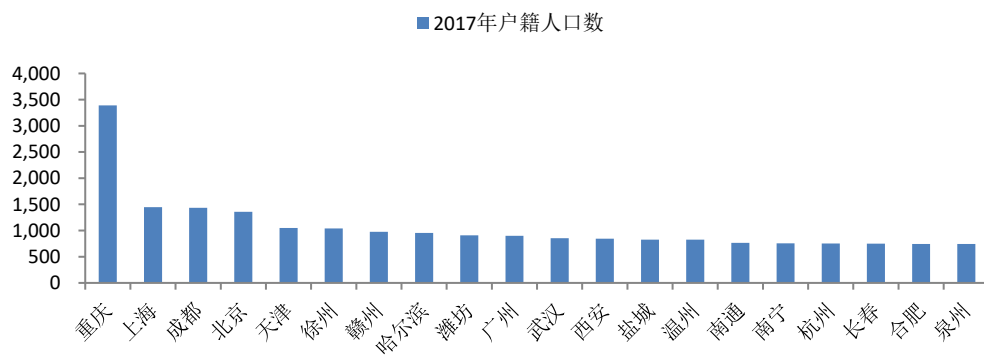
数据来源：Wind，东方证券研究所

2.2.3 三维度选择三好城市——人口与需求

伴随着我国逐步迈入老龄化社会，一个城市人口的数量和结构将是这个城市未来兴衰发展的关键要素。中共十九大报告指出，人才是实现民族振兴、赢得国际竞争主动的战略资源。长期来看，人口基数大、市场容量广的城市给予房企更广阔的生存发展空间。北京、上海、天津、广州、武汉、苏州等城市人口规模大，内生性需求强劲，支撑市场稳定发展。短期来看，人口持续流入准一线与强二线城市，尤其是户籍人才政策放松为城市注入大量购买力，突破限购政策束缚。同时本地内生性购房需求经过 2017 年与 2018 年上半年的过度压抑，在未来住宅供应充足年份将集中释放。

人口争夺战愈演愈烈，中西部力度更大。2017 年 6 月武汉启动“百万大学生留汉”工程，此后长沙、成都、济南、郑州、南京、杭州等一大批的二线城市纷纷跟进。2018 年 3 月发改委发布《2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》，指出全面放宽城市落户条件，不断推动大城市全面放开落户，并计划在 2018 年实现进城落户 1300 万人。在国家出台政策支持后，人口争夺战更是进入白热化的阶段。本轮争夺战中，中部和西部城市相对沿海城市抢人口的力度更大一些。

图 15：55 个城市 2017 年户籍人口数



资料来源：各城市统计年鉴/公报，东方证券研究所

人才吸引政策趋同，目的却各有侧重。教育部披露 2018 届应届生毕业人数达到 820 万人，这个数远小于发改委 2018 年进城落户人数，也就是说，2018 年将至少有 500 万非应届生将实现异地落户。我们详细梳理了 55 个城市近两年的户籍政策，其中出现户籍政策调整的 49 个城市大致可以分成四类金字塔型结构。从“塔底”向“塔尖”过渡的过程中，相应城市的户籍新政对于目标人口的标准越来越高。

第一类：北京、上海、重庆、长沙这 4 个城市的户籍新政旨在控制人口、吸纳能对城市长期发展做出特殊贡献的顶尖人才。

北京正式实施积分落户，抢夺高端人才。北京市 2017 年常住人口为 2171 万人，户籍人口 1359 万人。根据“2016-2035 北京城市总体规划”要求，北京市常住人口到 2020 年控制在 2300 万人

以内，并长期稳定在这一水平，“2004-2020 北京城市总体规划”要求 2020 年北京市户籍人口控制在 1350 万人，而“2016 -2035 北京城市总体规划”去掉了对户籍人口控制的要求。2018 年 4 月北京首次推行积分落户政策，参与申请的共 12.5 万人，今年的落户规模为 6000 人，成功率为 4.8%，此次成功落户人员中 100 分(含)以上高分段人员中 35.8%获得高新技术企业加分，23.4%获得创新创业奖项加分，可见北京积分落户政策是在控制总人口的前提下，微观调控人口结构，吸纳高级人才。

上海进一步为高峰人才开通绿色落户通道。上海市 2017 年常住人口为 2418 万人，户籍人口为 1446 万人。《上海市城市总体规划(2017-2035 年)》指出，上海市常住人口到 2035 年控制在 2500 万左右，未提及户籍人口控制目标。2018 年 3 月，上海市发布《人才高峰工程行动方案》，明确了集聚造就高峰人才的 13 个重点领域，为高峰人才及其家属实施绿色落户通道。同时，上海 2018 年应届生户籍政策新增“北大清华本科毕业生可直接落户上海”。

重庆为了引进高端人才实施“鸿雁计划”。重庆市计划将在 5 年左右，每年引进 1000 至 2000 名海内外人才及团队，安家补助最高 200 万。在住房、税收、购车、子女入学、落户等多方面给与优惠政策。

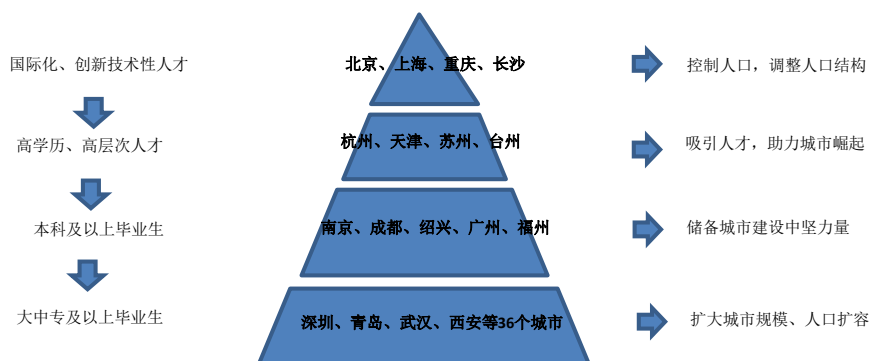
长沙户籍政策边际收紧。长沙市在 2017 年通过降低落户门槛加入人口争夺战后，2017 年落户人口创下 27 万人新高，大量涌入的人口推动长沙房价大幅上行。2018 年 6 月，长沙修正户籍新政适用对象为“博士或者是长沙市认定的 ABCD 类人才”，弱化了新政的吸引力。

第二类：杭州、天津、苏州、台州这 4 个城市意欲招揽高学历人才和各行业的优秀人才，助力城市崛起。2018 年 5 月《杭州市新引进应届高学历毕业生生活补贴发放实施办法》发布，新引进到杭州工作的硕士研究生以上学历的人员和归国留学人员将有机会获得生活补贴 2-3 万元。2018 年 5 月，天津加大对学历型人才的引进力度，全日制高校本科不超过 40 周岁、硕士不超过 45 周岁、博士不受年龄限制，即可申请落户。

第三类：广州、南京、成都、福州、绍兴这 5 个城市通过货币、人才房补贴，吸引应届高校毕业生，储备城市建设中坚力量。2018 年 3 月，南京进一步放宽了人才落户条件至 40 周岁以下本科生。2017 年 7 月，成都推行 45 周岁以内全日制大学本科及以上毕业生凭毕业证落户。

第四类：深圳、青岛、武汉、西安等 36 个城市将落户政策放宽至大中专生，快速实现人口扩容。

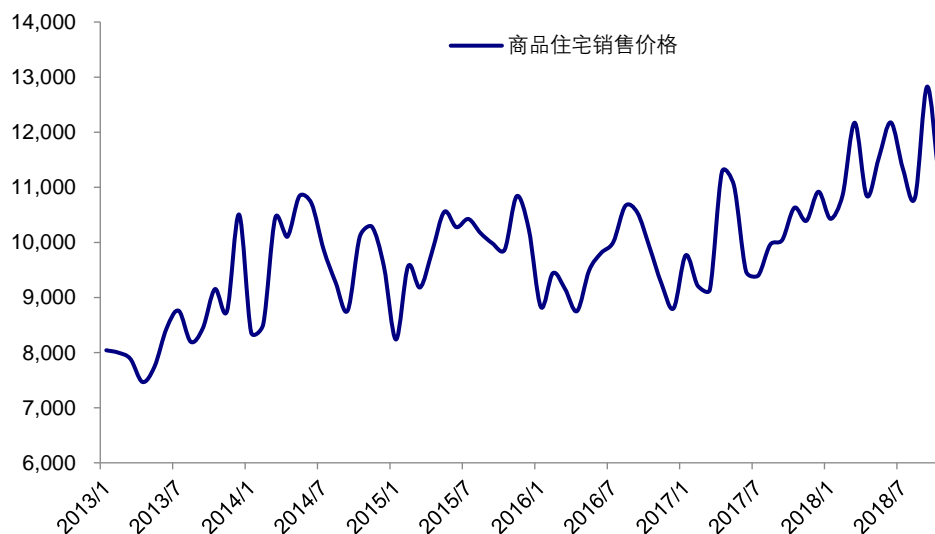
2017 年 6 月，武汉出台《百万大学生留汉就业创业政策》，进一步放宽了大学生落户条件，毕业 3 年内大学生凭毕业证即可落户，新政同时提出要让大学毕业生以低于市场价 20%买到安居房、以低于市场价 20%租到租赁房，确保以最优惠的政策实现“5 年留住 100 万大学生”目标。2018 年 3 月，西安在多次放宽落户条件后再次开通在线学历落户绿色通道，网上登记申请落户并上传相关资料后，即可办好集体户口卡或准迁证并直接邮寄给个人，这一举措大大提升了落户西安的便捷程度，可见西安对于人才渴求的决心。

图 16：金字塔型人口政策


资料来源：东方证券研究所

回顾 55 个“三好城市”，其中除了传统的一二线城市外，我们也发现了部分具备相当发展潜力可能被低估的城市。例如青岛，作为山东省第二大城市和实际的经济中心，其 GDP 总量达到 11037 亿元，GDP 占全省比例为 15%，远超省会城市济南的 10%。同时，青岛拥有 21 家三甲医院和 2 家 211/985 高校，公共资源上与其他省会城市不相伯仲。另外青岛作为国际性港口城市和东北亚国际航运枢纽，拥有得天独厚的优势，按照我们对于产业资源的评分标准，青岛的得分仅低于郑州与杭州位列第 15 位。得益于山东省庞大的人口基数，再叠加“全日制普通专科学历取消社保年限限制”的较为宽松的落户政策，青岛未来的人口数量和结构前景乐观。

但反观青岛的商品住宅销售价格走势，2013-2018 年的年复合增速仅 8%，远低于其他二线城市。2015-2016 年的扩张周期中房价也无明显上涨，2018 年 10 月的销售均价为 11110 元/平米，已回落至 2017 年中水平。结合青岛的经济、公共产业资源和人口情况，我们认为青岛存在一定程度的低估，具备相当的潜力。

图 17：青岛商品住宅销售价格已回落至 2017 年中水平（单位：元/平米）


资料来源：CEICS、东方证券研究所

2.3 销售重回负增长，投资开工延续增长

基于上文中的分析，我们判断 2019 年楼市将面临小幅回调。具体而言，我们预测 2019 年房地产行业三大核心指标为：销售面积增长 (-5%)、新开工面积增长 (-6%)、房地产开发投资增速 (4%)。我们同时判断，新房销售金额增速可能呈现为围绕正负零的窄幅波动（预期-2%），高于面积的增速主要还是由于房地产销售价格仍将维持小幅攀升。

表 5：2019 年三大核心指标预测

核心指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
销售面积	6.5%	22.4%	7.0%	1%	-5%
开发投资额	1.0%	6.9%	7.7%	9%	4%
新开工面积	-14.0%	8.1%	7.0%	15%	-6%

数据来源：根据国家统计局的数据测算，东方证券研究所

3 管控能力及城市布局将成房企制胜法宝

2019 年，房企将大概率面对一个下行周期中的房地产市场，无论是销售端、投资端、融资端还是内部管理上，精细化将成为新的趋势。这其中，管控能力好比是盾，城市布局好比是矛，苦练内功控制费用率和毛利率为守，精准布局伺机而动为攻，一攻一守之间，优秀的公司将有望获得穿越周期的成长。

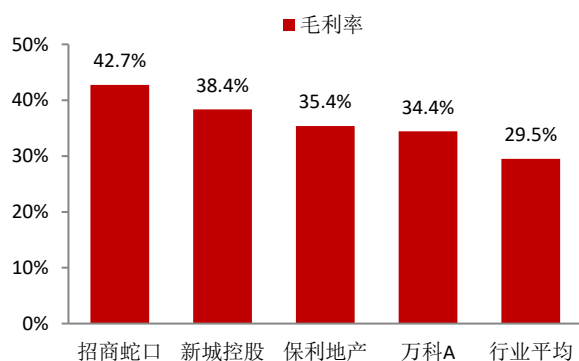
3.1 告别黄金时代，苦练内功、管理得力的房企值得青睐

房地产行业已经告别了狂飙突进的黄金年代，粗放式的增长模式已经不再适用。杠杆率也不再应该是市场关注的焦点。在遏制房价上涨的新时代，行业的利润率承压已经无法避免，苦练内功、精细化管理成为房企提高自身竞争力的重要法门。

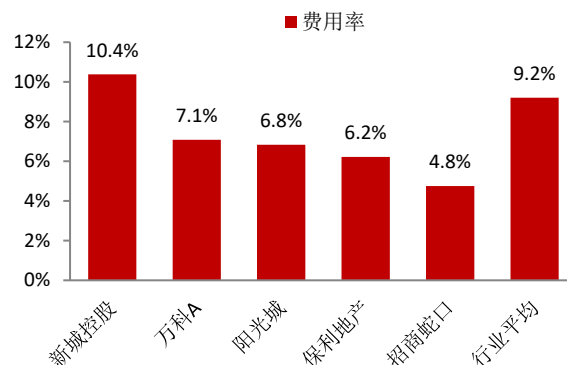
从盈利的角度来看，毛利率和费用率是反映企业管理能力的重要指标。毛利率一方面反映了公司战略布局的选择，通常布局高能级城市为主的房企毛利率会高于布局低能级城市为主的房企，另一方面则反映出房企对建安成本等营业成本的管控能力，通常建安成本的下降来自于对于项目施工流程的有效控制和管理，对于房企的精细化管理能力要求较高。为了减少季节性因素的影响，我们取年报数据，2017 年行业平均毛利率为 29.5%（统计 19 个主要房企），A 股中，万科、保利、招商蛇口和新城控股 4 大龙头的毛利率均高于行业平均水平，分别为 34.4%、35.4%、42.7%、38.4%。

费用率则直观的体现出房企在经营过程中对于费用支出的控制能力，是管理层精细化管理能力和内功的直接反映。2017 年，行业平均费用率为 9.2%，A 股的地产龙头中万科、保利、招商蛇口、阳光城均低于行业平均水平，分别为 7.1%、6.2%、4.8%和 6.8%。新城控股的费用率水平为 10.4%，

略高于行业平均水平，但考虑新城控股的高成长性和高毛利率，其现有费用率水平仍可认为处于相对优秀的水平。

图 18：毛利率领先的地产龙头


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 19：费用率控制出色的地产龙头


资料来源：公司公告、东方证券研究所

从动态经营的视角来看，毛利率和费用率都是随着经营活动的进行而发生变化。单纯静态的评估毛利率和费用率会使得一些在发生积极变化的优秀房企被遗漏。我们选取 2015-2017 年，连续 3 年的毛利率和费用率变化趋势进行观测。2015-2018Q3 毛利率持续改善的房企，则说明房企的管理层在不断提升内功，改善企业的盈利能力。在行业利润率承压的时代，具备这种动态改善能力的房企尤为可贵。经过我们的筛选，A 股中共有 7 家房企的毛利率呈现持续改善的趋势，分别是阳光城、万科、保利、招商蛇口、金地集团、金科股份、新城控股。费用率并未有房企呈现趋势性下降。

表 6：毛利率持续改善的房企

	2016	2017	2018Q3
万科 A	29.4%	34.1%	34.8%
保利地产	29.0%	31.1%	32.7%
招商蛇口	34.5%	37.7%	41.2%
新城控股	27.9%	35.6%	38.6%
阳光城	23.3%	25.1%	26.5%
金地集团	29.3%	34.2%	41.9%
金科股份	20.7%	21.3%	25.9%

数据来源：公司资料，东方证券研究所

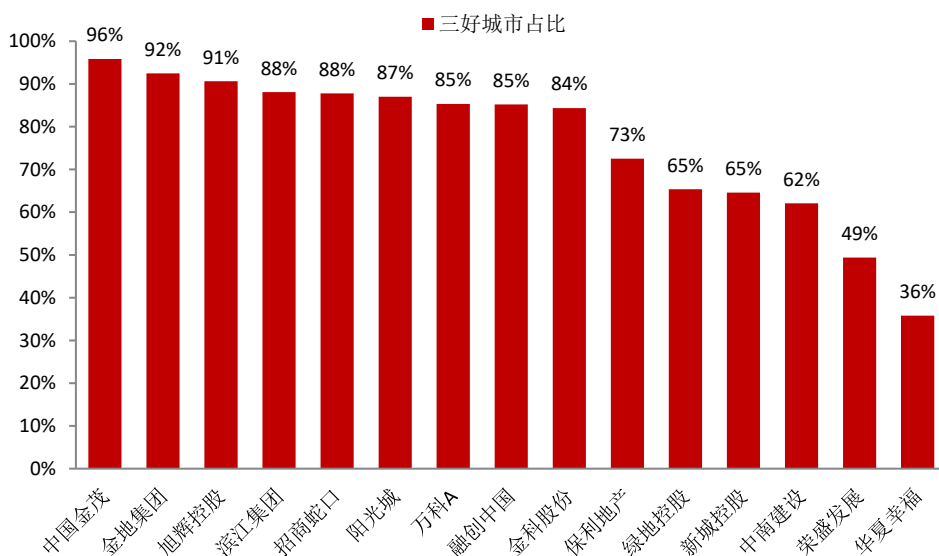
3.2 关注重点布局“三好城市”的房企

在“因城施策”精细化调控的大背景下，城市的布局成为房企的重中之重，能否把握城市生命周期，进而享受城市成长红利决定了未来几年房企的发展潜力。中国的城市化发展进程中固然有其特色，

但内在仍顺应着经济学中的客观规律，上文中我们选取了经济、人口、产业等方面的指标对未来有潜力的城市进行了梳理，筛选出了一批未来在房地产市场还有相当发展潜力的“三好城市”，这批城市在未来不仅将承载着无数人的光荣与梦想，也会关系到房地产企业的成长与发展。因此，我们看好在这类“三好城市”进行重点布局的房地产企业。

我们选取了近 20 家 A+H 股的主流地产公司，将其土地储备所在城市按“三好城市”和“其他城市”进行分类，提供一个不同维度的选股思路。整理后发现，权益土地储备中“三好城市”占比较高的房企分别是中国金茂（96%）、金地集团（92%）、旭辉控股集团（91%）、招商蛇口（88%）、阳光城（87%）、万科 A（85%）、融创中国（85%）、金科股份（84%）、保利地产（73%）、绿地控股（65%）、新城控股（65%）、中南建设（62%）、荣盛发展（49%）、华夏幸福（36%）。

图 20：主流地产公司权益土地储备“三好城市”占比情况



资料来源：公司年报、公司公告、东方证券研究所

注：1、滨江集团单城市布局比例偏高故剔除；2、华夏幸福为城市群布局逻辑，故“三好城市”占比偏低。

综上所述，我们认为管控能力和城市布局将成为未来房企的制胜法宝，精细化的企业管理不仅体现在费用端、利润端的管控，也体现在城市布局策略上。管控能力方面，以利润率、费用率及其改善趋势为主要考察指标，我们推荐万科 A、保利地产、招商蛇口、新城控股；城市布局方面，我们推荐在“三好城市”重点布局的万科 A、阳光城、金地集团，建议关注港股中的融创中国和旭辉控股集团。

风险提示

通胀上升可能招致更严厉货币政策。当前 CPI 持续高于 2%，2019 年可能受到油价攀升等因素影响导致 CPI 进一步走高，将可能导致货币政策进一步收紧，从而影响房地产销售。

房地产税出台使得商品房市场受到冲击。十九大报告中明确提出“房住不炒”的定位，针对存量物业征收的房地产税或成为实现该定位的重要手段。实施房地产税也可能成为长效机制的重要一环，一旦房地产税出台，会使得房价出现较大波动，使得房地产市场受到冲击。

融资政策进一步收紧影响房企资金周转。2019年房企将面临公司债集中偿还，在销售去化下行的背景下回款增速放缓，若融资政策进一步收紧将导致房企资金周转情况恶化。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有保利地产(600048)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

