

长效机制推进提速，中速高质发展可期

——3月行业动态报告

房地产行业

推荐 维持评级

核心观点：

- 房地产业是我国经济中具有先导性和基础性的重要产业，同时也是一个资金密集型和劳动密集型的产业，具有产业链长、关联产业多、行业带动效应明显、与居民生活水平密切相关等特点。房地产经历了快速发展的黄金十五年，未来也将保持10万亿以上的规模。
- **政策调控逐步见顶，长效机制推进提速。**“因城施策”继续主导市场。2018年下半年，多地“限购、限价、限售、限贷、限商”政策压顶，调控的累加效应到达顶峰。自18年12月，山东菏泽市率先取消商品房价格限制，湖南衡阳、广州、北京等地相继取消或暂停限价政策，2019年楼市政策或将迎来边际放松。
- **房地产行业景气度持续下行，各线城市周期位置分化。**分线来看，各线城市周期位置有所差异：其中一二线城市已历经两年调整，随着流动性和房贷利率的改善，一二线城市周期底部呈现改善；三四线供应增加、需求萎缩，加上此前未有明显调整，量价均将面临较大压力，成交热度大概率趋势下行。
- **行业杜邦分析：**将ROE分解为销售净利率、总资产周转率及权益乘数来看，权益乘数呈现逐年稳定上涨态势，受到资产负债率的影响，2018年房地产行业的权益乘数已突破5倍，但对ROE走势的影响不大；房地产行业销售净利率是ROE变动的主要贡献力量，利润率的继续走高有望拉动ROE上行。
- **改革开放四十年，中国住房环境发生大变化。**套户比高达1.13，人均住房面积超过38平米，住房全面短缺问题基本解决；长期看房地产市场仍具有较大机会，市场从高速将逐步转向中速、高质量发展阶段。拿地集中度提升，行业进入门槛高。
- **房企融资受限，融资方式转换。**房企股权融资自2010年之后收紧，IPO几近停滞，再融资节奏放缓。债券融资方式切换。房地产行业市盈率向上还有一定修复空间。房地产板块持仓比例持续提升，龙头配置风格延续。

投资建议：集中度提升逻辑不变，龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势，获取更多高性价比的土地储备。一二线城市市场有望在2019年中期企稳回暖，对冲三四线市场下跌风险。中小房企将加速退出市场。我们推荐业绩确定性强，资源优势明显，市占率有较大提升空间的万科A(000002)、保利地产(600048)、新城控股(601155)。

重点公司盈利预测与估值(股价为2019年3月22日)

	证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
核心组合	000002.SZ	万科A	4.3	10.4	3,197.5
	601155.SH	新城控股	23.7	9.0	943.8
	600048.SH	保利地产	5.5	8.8	1,658.2

● 风险提示

房价大幅下跌及棚改货币化不及预期风险。

分析师

潘玮 房地产行业分析师

☎：(8610) 6656 8212

✉：panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070002

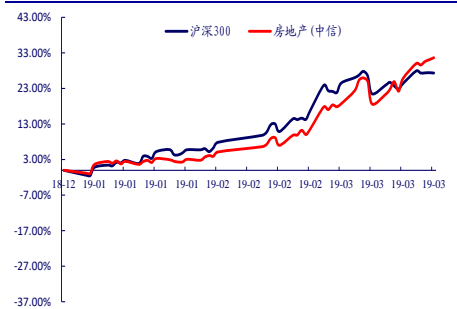
特别鸣谢

王秋薇

☎：(8610) 83574699

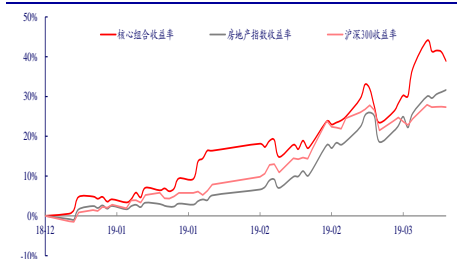
✉：wangqiuweijyj@chinastock.com.cn

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

核心组合表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河地产潘玮】房地产：需求向好，供给稳定，静待政策结构化宽松.PPT-2018.12.29



目录

一、宏观经济稳中有变，房地产景气度持续下行，各线城市周期位置分化	1
(一) 房地产行业是我国经济的重要支柱	1
1、房地产业的健康发展对我国经济增长具有重要推动力	1
2、房地产经历了快速发展的黄金十五年，未来也将保持10万亿以上的规模	1
(二) 宏观经济稳中有变，下行压力持续加大	1
1、GDP增速在2010年到达高点后进入下行通道	1
2、CPI温和上行，2019面临多重因素重叠	2
(三) 房地产行业景气度持续下行，各线城市周期位置分化	2
1、2019年行业基本面大概率下行，投资增速料将缓慢下滑	2
2、分层级来看，一二线城市成交逐步筑底回温，三线成交缩量	2
(四) 财务分析：营收回升，负债率攀升，ROE增速回落	4
1、利润表：营业收入增速回升，利润水平保持上行区间	4
2、资产负债表：总资产规模加速扩张，杠杆率持续攀升	5
3、现金流量表：货币资金创历史新高，现金流净额进一步下滑	5
4、杜邦分析：ROE增速回落，销售净利率贡献突出	6
二、房地产行业处于成熟调整期，市场转向中速高质量发展阶段	6
(一) 改革开放四十年，中国住房环境发生大变化	6
1、套户比高达1.13，人均住房面积超过38平米，住房全面短缺问题基本解决	6
2、长期看房地产市场仍具有较大机会，市场从高速将逐步转向中速、高质量发展阶段	7
3、与发达市场相比，我国房地产市场仍有发展空间	8
(二) 政策调控逐步见顶，长效机制推进提速	8
1、“房住不炒”弱化地产行业投资属性，回归居住属性	8
2、“精准调控”抑制投机，“因城施策”主导市场	9
3、“长效机制”关键是完善住房供应体系，租购并举	9
4、房产税立法先行，预计最快2022年开始征收	9
(三) 行业集中度上升，头部企业间竞争激烈	10
1、行业集中度不断提升，头部企业重要性提高	10
2、拿地集中度提升，行业进入门槛高	10
三、行业面临的问题及建议	11
(一) 现存问题	11
1、供求矛盾突出，区域发展不平衡	11
2、房地产市场供给不足与“房屋空置”并存	11
3、房地产行业杠杆率处于高位	11
4、租售结构不合理，租赁市场活力不足	11
5、市场集中度偏低，规模经济效益有待提高	11
(二) 建议及对策	12
1、健全房地产法律体系、规范市场价格秩序	12
2、整顿土地供给市场，破除行政垄断	12
3、促进供给需求多维度匹配	12
4、建立“多层次、普惠制”的住房金融制度	12



5、推动产业内部整合，寻找企业核心竞争力.....	12
四、房地产行业在资本市场中的发展状况.....	13
(一) 房企融资受限，融资方式转换，内地房地扎堆香港上市.....	13
1、房企股权融资自 2010 年之后收紧，IPO 几近停滞，再融资节奏放缓.....	13
2、债券融资方式切换.....	13
3、房地产行业迎来香港上市潮.....	14
(二) 房地产行业 PE 处于历史较低水平.....	14
1、房地产行业市盈率向上还有一定修复空间.....	14
2、国际估值比较来看，A 股估值处于历史低位，具有较大修复空间.....	14
(三) 房地产板块持仓比例持续提升，龙头配置风格延续.....	15
1、Q4 基金房地产持仓持续提升，并处于 2010 年以来较高位置.....	15
2、集中度回落，但仍处于历史较高水平.....	15
3、龙头配置风格延续，万科保利配置力度加大.....	16
五、投资建议及股票池.....	18
(一) 投资建议.....	18
(二) 股票池.....	19
六、风险提示.....	19
插图目录.....	20
表格目录.....	21

一、宏观经济稳中有变，房地产景气度持续下行，各线城市周期位置分化

（一）房地产行业是我国经济的重要支柱

房地产业是我国经济中具有先导性和基础性的重要产业，同时也是一个资金密集型和劳动密集型的产业，具有产业链长、关联产业多、行业带动效应明显、与居民生活水平密切相关等特点。房地产行业无论是从宏观层面、中观层面还是从微观层面看，都对我国国民经济、关联产业发展、居民福利等方面具有重要影响。

1、房地产业的健康发展对我国经济增长具有重要推动力

从宏观层面看，房地产业的健康发展对我国经济增长具有重要推动力，同时在经济周期中扮演重要角色。2018 年我国全社会固定资产投资完成额为 64.57 万亿元，而房地产开发投资完成额为 12.03 万亿元，占当年全社会固定资产投资完成额的 18.63%，仅次于制造业。从中观层面来看，房地产业自身产业链长，关联产业多，与数十个产业存在密切关联性。房地产业的稳步发展，不但通过原材料需求推动了上游建材产业（如，钢铁、水泥、玻璃等）的发展，同时通过产品生产及销售环节，为下游诸多产业（如，家电、装饰装修和批发零售业等）带来广阔的需求空间。从微观层面来看，在我国商品房既是居民生活的基本需求，但同时成为了不少居民的投资或投机的对象。房地产业发展至今，在改善居民住房水平方面起到关键的作用，城镇居民自有住房拥有率已经大大提高，总体上居民居住条件和居住环境也得到极大改善，从无房、租房向有房、住好房转变。

2、房地产经历了快速发展的黄金十五年，未来也将保持 10 万亿以上的规模

房地产业自“招拍挂”制度推出后迎来快速发展的黄金十五年，现今已成为了在中国经济中地位举足轻重的一部分，从 GDP、财政、投资多个方面影响着中国。在中国经济开始走向新时代的大背景下，“房住不炒”的指导思想更是决定了未来房地产市场的发展方向，这一系列的改变影响着房地产开发商们的战略决策与业务模式。自 2004 年经营性用地全面实行“招拍挂”制度以来，中国房地产市场经历了快速发展的黄金十五年。作为中国经济的重要增长点，房地产不仅对 GDP 增长产生了巨大的推动作用，更改善了人民生活，促进了城市化进程，推动了上下游产业的共同发展。在中国发展的新时代，房地产行业已经迈上新的平台，正跨过新的起跑线，无疑将呈现出新的趋势和特点。近一年多来，房地产政策趋严不松动，投机需求逐步离场，市场预期正在转变，销售额增幅会逐渐降低，但也将保持 10 万亿以上的规模，这是个巨大的成熟市场。

（二）宏观经济稳中有变，下行压力持续加大

1、GDP 增速在 2010 年到达高点后进入下行通道

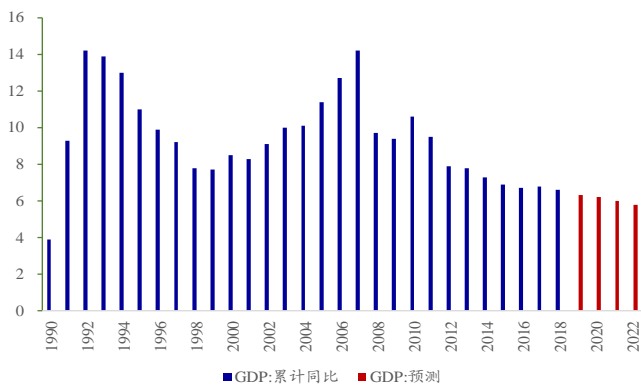
统计局公布的数据显示，我国 GDP 同比增速在 2010 年达到近期高点 10.6% 后进入下行通道，并在 2015 年后维持 7% 以下历史低位，截至 2017 年底，累计增速放缓至 6.9%。由此可见，在 2018 年，经济增速已从高速转为“中高速”增长，进入经济结构调整与产能出清阶段，2018 年 GDP 同比增速将降低至 6.6%。根据 WIND 预测，未来 4 年中将继续维持低位，伴有小幅回落，2021 年同比增速约为 6%。世界经济结构的裂变、市场情绪的巨变、微观基础的变异、经济政策的叠加错配以及结构性体制性问题进一步的集中暴露，改变了中国宏观经济

2016 年以来“稳中向好”的运行趋势，宏观经济核心指标在“稳中有变”中呈现“持续回暖”的态势，下行压力持续加大。

2、CPI 温和上行，2019 面临多重因素重叠

CPI 实现温和上行，相比去年同期，2018 年 CPI 累计增长 2.1%，2019 年 1 月 CPI 同比增长 1.7%。2019 年面临经济下行周期与金融下行周期的重叠，外需回落与内需疲软的重叠，大开放、大调整与大改革的重叠，盈利能力下降与抗风险能力下降的重叠。这决定了 2019 年下行压力将持续强化。

图 1: GDP 同比及预测 (%)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 2: CPI 同比 (%)



资料来源: WIND, 国家统计局, 中国银河证券研究院

(三) 房地产行业景气度持续下行，各线城市周期位置分化

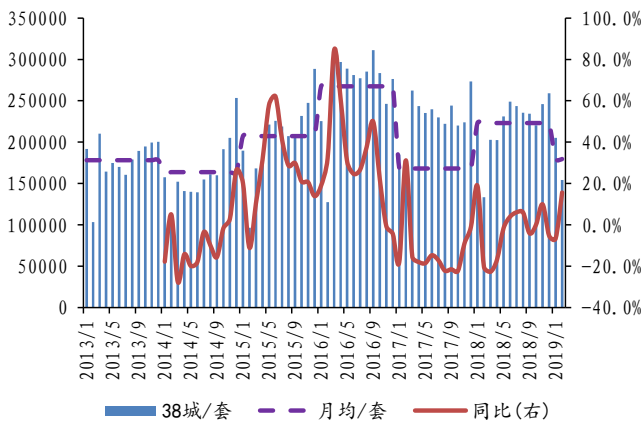
1、2019 年行业基本面大概率下行，投资增速料将缓慢下滑

市场景气度在 2018 年 6 月之后见顶回落，当前的去化率基本回落至 15 年年中水平，而 18 年 9 月总量销售同比增速转负再次确认了周期位置下行。具体分线来看，各线城市周期位置有所差异：其中一二线城市已历经两年调整，随着流动性和房贷利率的改善，一二线城市周期底部呈现改善；三四线供应增加、需求萎缩，加上此前未有明显调整，量价均将面临较大压力，成交热度大概率趋势下行。2019 年行业基本面大概率下行但勿需过度悲观：预计整体房价涨幅 1%；全年销售面积增速预计为-4%到-6%之间；销售金额同比增速-2%到-4%；投资层面，我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响，预计房地产投资增速将缓慢下滑，全年增速预计为 5%-7%。

2、分层级来看，一二线城市成交逐步筑底回温，三线成交缩量

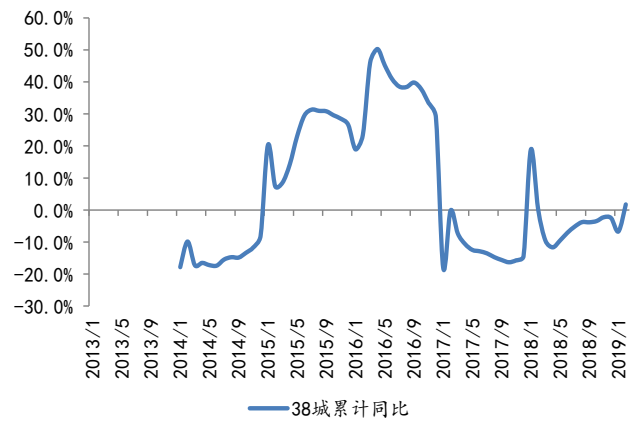
2 月份我们重点关注的 38 城新房成交量为 154123 套，低于 2019 年月均水平 179559 套，同比为 15.6%，累计同比为 1.7%，相较于 1 月同比及累计同比由负转正。分一二三线城市来看，同比方面，一二三线周成交量同比涨跌幅分别为 60%/24%/-2%；累计同比方面，一二三线周成交量累计同比涨跌幅分别为 16.4%/2.7%/-5.6%，相较于上月，一、二线累计同比由负转正，且一线累计同比大幅高增，三线跌幅收窄。总体来看，一二线城市需求呈现逐渐回暖，三四线城市受棚改货币化渐进式退出的影响需求缩量明显。

图 3: 重点 38 城新房成交情况



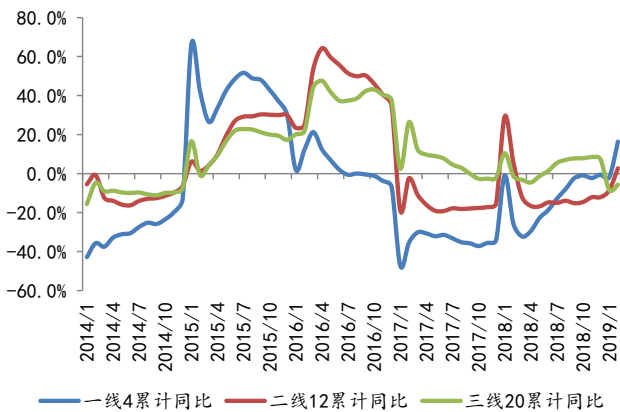
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: 重点 38 城新房成交累计同比



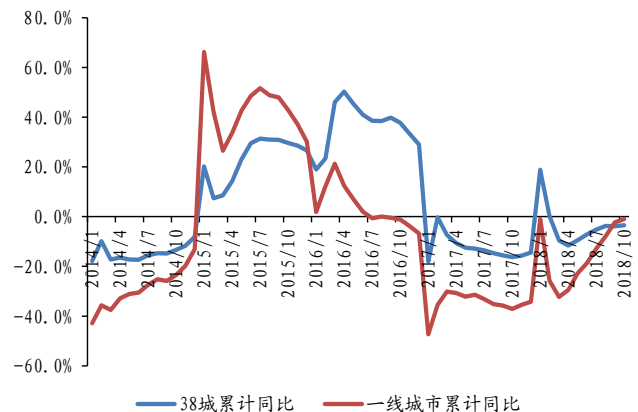
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 5: 重点一二三线城市成交量累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

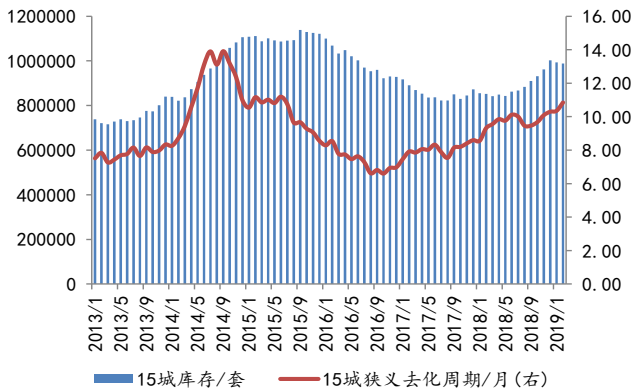
图 6: 重点城市累计同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

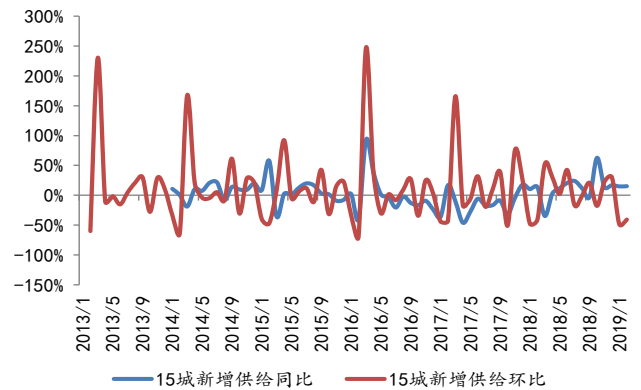
2 月新增供应总体上继续呈现稳定。重点 15 城 2 月新增供给同环比分别为 15%/-41%，相较 1 月份，同比持平，环比跌幅收窄。一二三线新增供应累计同比为+36%/+26%/-8%，一二线累计同比涨幅扩大，三线由涨转跌。重点 15 城库存 987936，去化周期 10.85 个月，较上月增加 0.5 个月。一二三线城市去化周期 9.4/10.75/18.56 个月，较上月均增加。总体上看，一二线城市供给增加，供给需求双改善，行业整体仍处于低库存阶段，但库存量正逐步增加，去化速度逐步趋缓。

图 7: 重点 15 城库存及去化周期



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 8: 重点 15 城新增供给



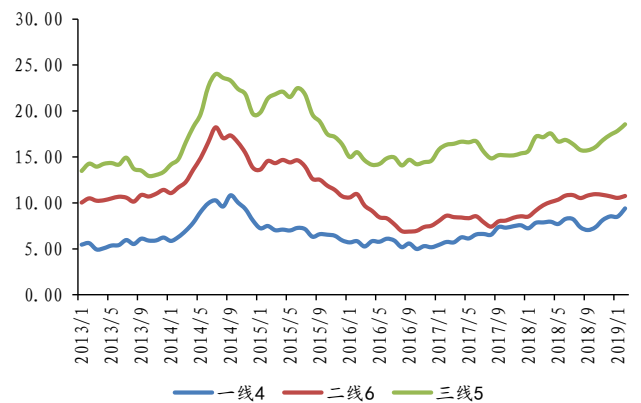
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 9: 重点一二三线城市新增供给



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 10: 重点一二三线城市去化周期



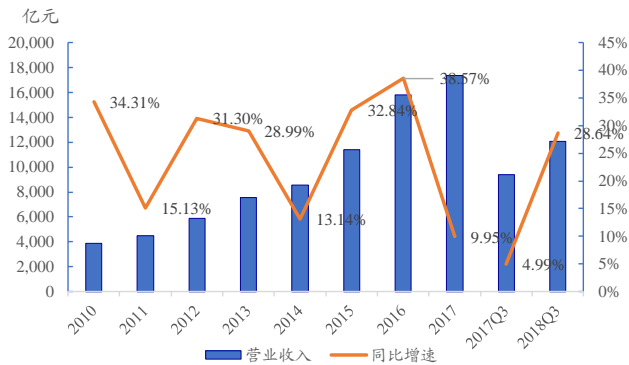
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（四）财务分析：营收回升，负债率攀升，ROE 增速回落

1、利润表：营业收入增速回升，利润水平保持上行区间

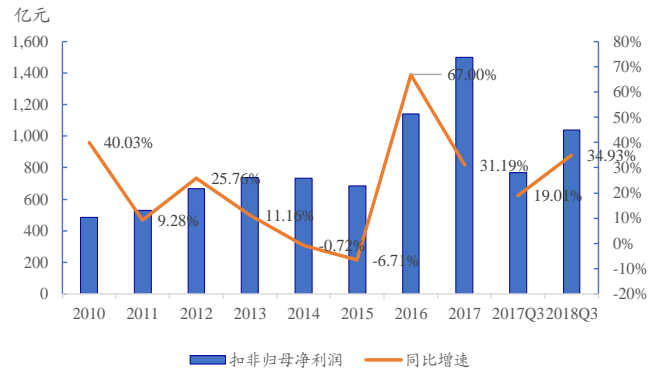
2018 年三季度房地产行业营业收入为 12,063.32 亿元，同比增速达 28.64%，自 2017 年增速滑落至个位数后触底反弹。扣除非经常损益的归母净利润为 1,040.15 亿元，利润增速超越营业收入，同比增长 34.93%，自 2015 年来持续保持高位增长。2018 年的高利润主要源于历史销售基础牢固，2016 年、2017 年房地产市场销售可观、土地成本相对较低，从房企尚未结算的已售面积来看，未来营收及净利润的进一步增长仍有保障。

图 11: 历年营收(亿元)及同比增速(%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 12: 历年扣非归母净利润(亿元)及同比增速(%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

2、资产负债表: 总资产规模加速扩张, 杠杆率持续攀升

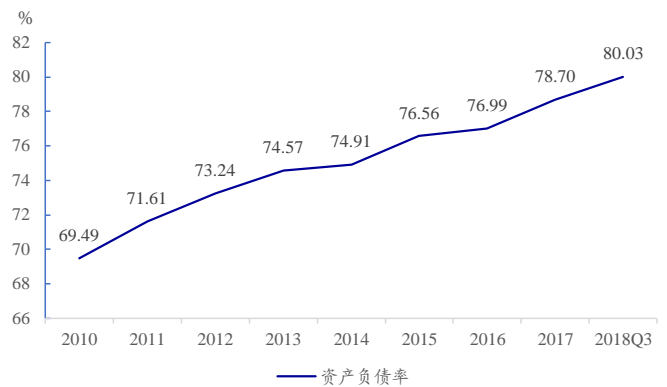
房地产行业总资产规模于 2018 年三季度达 99,128.47 亿元, 同比增速 29.39%, 成逐年稳定上涨态势, 自 2015 年起, 总资产年均增长率均高于 30%, 扩张速度较快。截至 2018 年 9 月, 行业资产负债率首次突破 80%, 相比于 6 月上升了 0.4 个百分点, 再创历史新高。在房地产去杠杆的进程中, 随着还债高峰的到来, 融资受限、负债利率走高, 企业借新还旧的举措或将难有成效, 房企的财务周转、再融资能力将会受到考验。

图 13: 历年总资产(亿元)及同比增速(%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 14: 历年资产负债率(%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

3、现金流量表: 货币资金创历史新高, 现金流净额进一步下滑

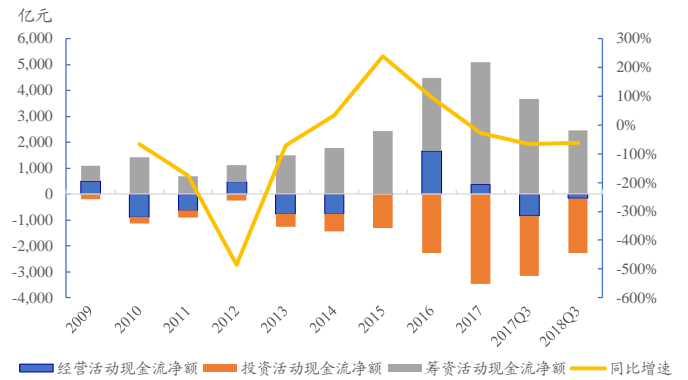
2018 年第三季度房地产行业的货币资金达到历史高位 10,925.88 亿元, 行业总资产规模扩张中, 货币资金所占比重扩大, 房企流动性增强、风险抵御能力提升。现金流净额为 198.51 亿元, 同比下降 63.02%, 分类来看, 经营活动现金流净流出 166.8 亿元, 或与房企集中在年初拿地有关; 投资活动净流出 2,105.03 亿元, 规模持续扩张; 筹资活动净流入 2,470.34 亿元, 受制于房地产企业融资政策影响, 2018 年筹资明显低于 2017 年同期水平。

图 15: 历年货币资金 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 16: 历年现金流净额 (亿元) 及同比增速 (%)

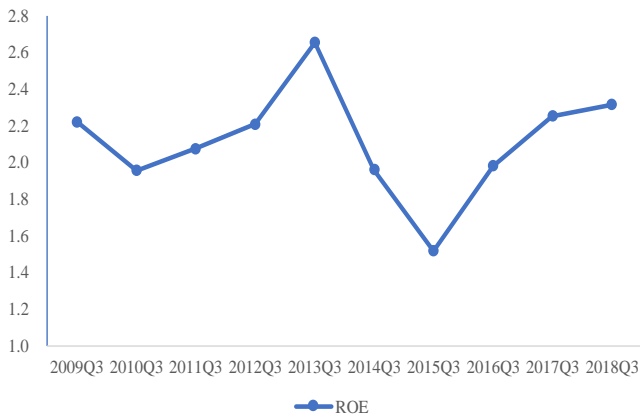


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

4、杜邦分析: ROE 增速回落, 销售净利率贡献突出

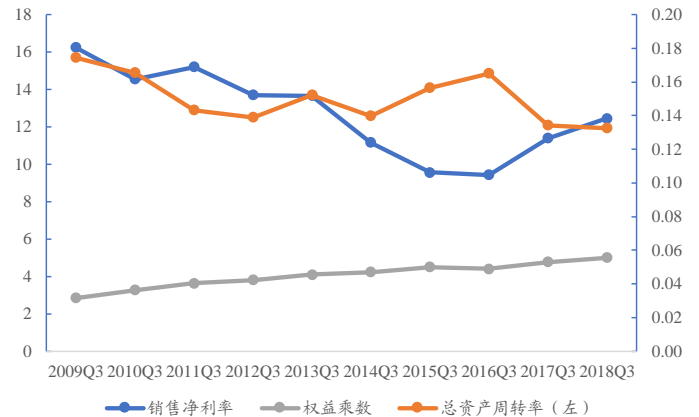
2018 年第三季度, 房地产行业的净资产收益率为 2.32%, 同比增长 2.71%, 虽然 ROE 整体水平仍处于上升区间, 但增速大幅回落。将 ROE 分解为销售净利率、总资产周转率及权益乘数来看, 权益乘数呈现逐年稳定上涨态势, 受到资产负债率的影响, 2018 年房地产行业的权益乘数已突破 5 倍, 但对 ROE 走势的影响不大; 房地产行业销售净利率是 ROE 变动的主要贡献力量, 利润率的继续走高有望拉动 ROE 上行。

图 17: 净资产收益率 ROE



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 18: ROE 杜邦分解



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

二、房地产行业处于成熟调整期, 市场转向中速高质量发展阶段

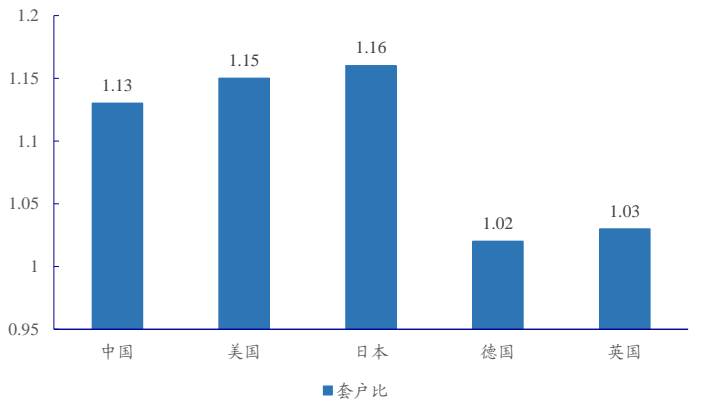
(一) 改革开放四十年, 中国住房环境发生大变化

1、套户比高达 1.13, 人均住房面积超过 38 平米, 住房全面短缺问题基本解决

1978 年, 中国城镇居民人均居住面积仅有 3.6 平方米, 缺房户达 869 万, 占城市总户数的 47.5%, 近一半城镇居民无房可住。而 40 年后的今天, 中国人均住房面积已高达 40.8 平方

米，套户比高达 1.13。从国际看，当前美国、日本分别为 1.15、1.16，德国为 1.02，英国为 1.03。1978 年城镇住房仅人均 6.7 平方米，2018 年将超过 38 平方米。住房全面短缺问题已经基本解决。

图 19: 主要国家套户比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2、长期看房地产市场仍具有较大机会，市场从高速将逐步转向中速、高质量发展阶段

中国房地产业从零出发，到 2018 年房地产增加值占 GDP 的 6.5% 以上，住房相关经济占到国民经济的 20%，房地产投资占 GDP 的 13% 以上，成为中国经济的重要动力。我国城镇住房套均面积从约 45 平方米增至 89 平方米，这主要得益于上世纪 90 年代从福利分房到住房商品化的住房制度改革。

房地产长期看人口，尽管中国 20-50 岁主力置业人群比例在 2013 年达峰值，但综合考虑城镇化进程、居民收入增长和家庭户均规模小型化、住房更新等，中国房地产市场未来仍有较大发展空间，预计 2018-2030 年中国城镇年均住房需求大致为 11-13 亿平方米。

从城镇化进程看，2017 年中国城镇化率 58.5%，到 2030 年城镇化率达 70% 时城镇人口将再增加约 2 亿，城镇人口年均增量将从 2017 年的 2000 多万逐渐降至 2030 年的不到 1100 万。

从城镇人均住房使用面积看，当前美国 67 平，德国、法国均超过 38 平，日本 33 平，韩国 28 平，而中国按使用面积算人均仅 23 平，还有较大的提升空间。

从家庭规模看，当前日本、美国、韩国家庭户均规模分别降至 2.33、2.54、2.73 人，而中国 2010 年为 3.09 人。未来中国房地产市场将逐步从高速转向中速、高质量发展阶段。

图 20: 中国城镇化率变化情况

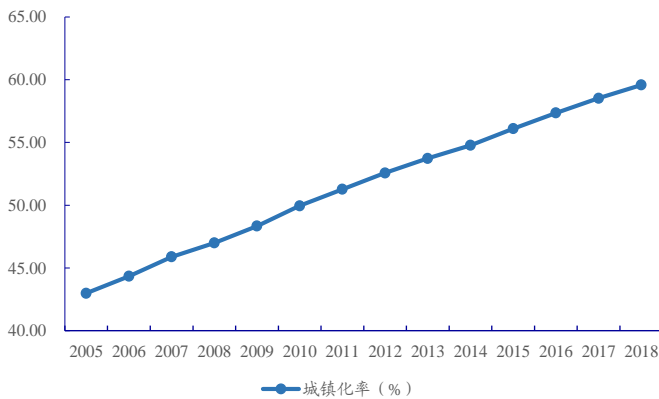
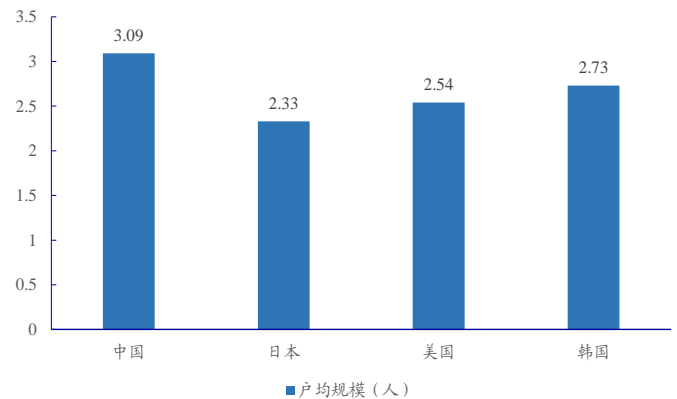


图 21: 主要国家家庭户均规模



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

3、与发达市场相比，我国房地产市场仍有发展空间

中国房地产市场作为快速发展的新兴市场，与美国等成熟发达市场相比，在市场多元化、方面尚待健全、完善。从消费结构看，美国拥有自住房的家庭占比仅为 65%，高达 35% 的家庭选择长期租房，市场拥有大量价格相对低廉的租赁公寓，而我国住房供应大部分依靠商品房，社会保障房的建设稍显滞后。从产品结构看，美国房产品种类繁多，既有昂贵的产权公寓、独栋别墅，也有便宜的合作公寓、多家庭房屋，我国房地产市场则是以鸽子笼式的高楼大厦为主体，独立的别墅供应只占一小部分，市场仍具有发展空间。

从中美产业经营模式的对比看，美国房企经过专业化分工，住宅、非住宅开发规模相当，而我国住宅开发则凸显出绝对优势。区别于美国土地房屋分别开发、销售与租赁并重的经营模式，国内更偏向房地一体化开发，房屋租赁的发展规模远小于房屋销售。在中国，房企常常包揽从策划、建设到物业管理的开发全过程工作，风险大，效率低，随着经济社会的发展，行业细分将是必然结果，细化房地产开发业内部分工，形成专业化的房地产业务，提升产业发展质量将是未来趋势。

表 1: 中美房地产产业经营模式比较

	中国	美国
住宅开发情况	住宅开发占绝对优势	住宅开发为主，非住宅开发也占相当规模
土地开发情况	土地/房屋一体开发占绝对优势	土地、房屋分别开发占绝对优势
盈利模式	开发/销售模式占绝对优势	开发/销售模式与开发/租赁模式基本并重

资料来源: 中国银河证券研究院

(二) 政策调控逐步见顶，长效机制推进提速

1、“房住不炒”弱化地产行业投资属性，回归居住属性

政府不断强化“房住不炒”基调。1998 年房改以来，我国房地产行业迅速发展并成为国民经济的支柱产业，推动了经济增长、拉动了社会投资并带动相关产业发展，支撑了中国特色的土地财政。为了改变宏观经济对房地产的过度依赖，2016 年中央经济工作会议首度提出“坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位”，随后，2017 年十九大报告将其上升到战略高

度，2018 年政府工作报告进一步重申该基调，将“更好解决群众住房问题”作为首要目标。

房地产行业定位有望发生变化。中长期来看，未来地产行业的定位有望从国民经济的支柱产业逐步转化为民生保障性质的部门，但是除了中央的政策指导外，最终还要通过立法来实现。十九大报告提出“让全体人民住有所居”，政府工作报告提出“让广大人民群众早日实现安居宜居”，最终目标是实现人民对“有房住、住好房、宜居房”的美好生活目标。

2、“精准调控”抑制投机，“因城施策”主导市场

“因城施策”继续主导市场。2018 年下半年，多地“限购、限价、限售、限贷、限商”政策压顶，调控的累加效应到达顶峰。自 18 年 12 月，山东菏泽市率先取消商品房价格限制，湖南衡阳、广州、北京等地相继取消或暂停限价政策，2019 年楼市政策或将迎来边际放松。今年的政府工作报告并未直接提及去库存和控房价等字眼，在淡化中央直接调控的同时，将调控主动权下放到地方，一城一策、一城多策将成主流。

3、“长效机制”关键是完善住房供应体系，租购并举

1998 年房改以来，我国城镇住房供应体系发生了重大变化。从福利分房到住房分配货币化，从经济适用房、廉租房、两限房到棚户区改造、公租房，从产权住房到共有产权住房，从商品住房到租赁住房，住房供应类型不断增多，但始终以商品住房为绝对重心。

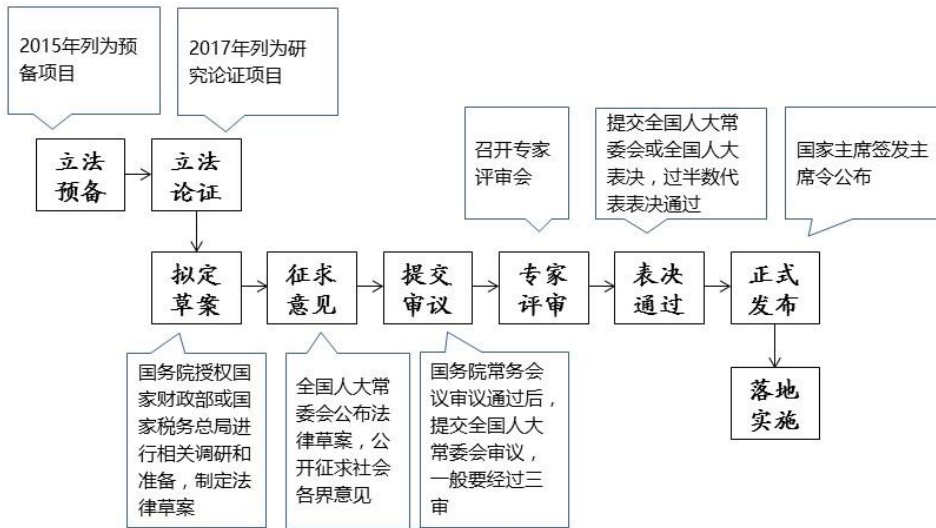
2019 年计划棚改货币化安置率有所下滑。2018 年计划改造 580 万套实际执行 626 万套，略高于 2017 年 609 万套的开工量。住建部强调 2018-2020 年城镇棚户区将再改造 1500 万套的计划不变，平均来看，2019 年棚改目标约为 450 套，棚改货币化安置优惠政策开始收紧，有助于稳定三四线城市的房价。

住房租赁的顶层设计持续出台，租赁市场日渐火爆。根据国家住建部的数据，2017 年我国住房租赁市场租金规模约为 1.3 万亿元。未来我国将大力发展住房租赁市场特别是长期租赁，在人口净流入的大中城市加快培育和发展住房租赁市场。住建部部长王蒙徽在两会时接受采访透露，12 个试点城市已经成立了 51 家国有租赁公司，到 2020 年提供给租赁住房和共有产权住房的用地将占到增量的 30%。

4、房产税立法先行，预计最快 2022 年开始征收

房产税立法尚在起草阶段，仓促出台的可能性很低。从 2014 年“做好房地产税立法相关工作”开始，房地产税连续三年缺席政府工作报告，本次政府工作报告再次提出“稳妥推进房地产税立法”，引起了社会的广泛关注。但是，从立法流程来看房产税还处于草案的起草阶段，后续还需公开征求意见、提交国务院常务会议审批、提交全国人大常委会审议、专家评审、全国人大表决、正式发布等多个环节，至少需要三年以上，仓促出台的可能性很小。综合来讲，预计房产税立法最快 2020 年完成，随后各地制定实施细则，最早 2022 年开始征收。

图 22: 双轨制租购并举住房供应体系



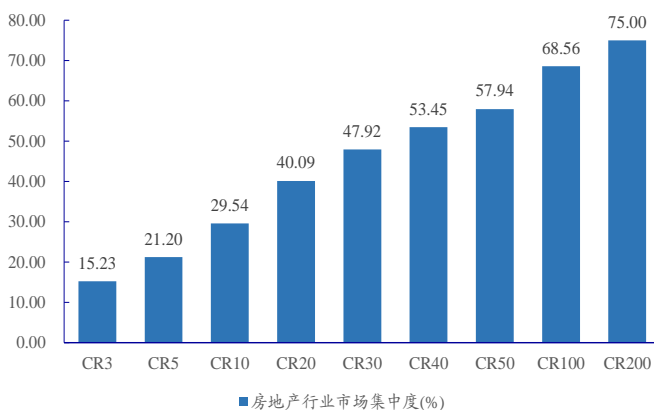
资料来源: 中经网, 中国银河证券研究院

(三) 行业集中度上升, 头部企业间竞争激烈

1、行业集中度不断提升, 头部企业重要性提高

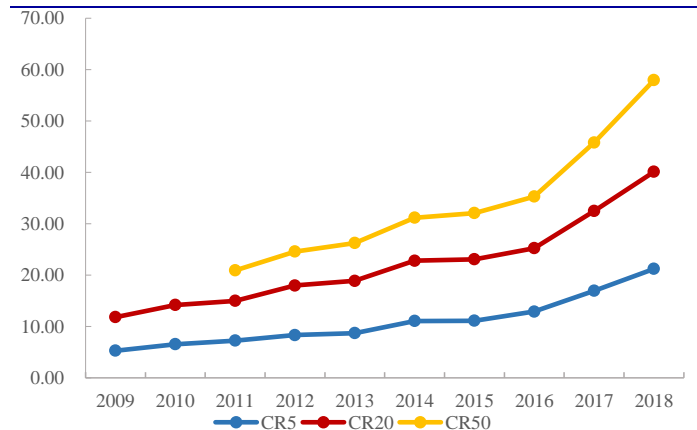
截止到 2018 年底, 中国 TOP3 的开发商市场份额为 15%, 超过 1/8; TOP10 的开发商份额 30%, 超过 1/4; TOP20 市场份额为 40%, TOP30 为 48%, TOP50 为 58%, 这说明头部企业的竞争越发激烈, 并且是重量级选手之间的竞争。

图 23: 2018 年房地产行业市场集中度情况



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 24: 09-18 年 CR5、CR20、CR50 变化情况



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

2、拿地集中度提升, 行业进入门槛高

从房企拿地的角度观察, 2019 年前两月拿地面积百强房企共新增土地建筑面积 8550.7 万平米, 同比下降 22.8%, 拿地金额百强房企新增土地价值共 4020.1 亿元, 同比下降 24.9%, 具体到各指标, Top20 房企拿地面积和金额分别同比下降 17.5% 和 22.1%。从房企新增货值来看

共有 24 家企业新增货值超过百亿，其中 Top10 货值占百强 47%，集中度较 1 月份继续提升 2 个百分点。行业拿地集中度显著提升，并提高了行业的进入门槛。

三、行业面临的问题及建议

(一) 现存问题

1、供求矛盾突出，区域发展不平衡

土地作为影响房地产供给的主要因素，其特有的稀缺性与不可替代性注定难以满足市场化的住房需求。随着经济社会的发展和人口数量的增加，居民对于住房的需求不断扩张，一、二线城市优质的医疗、教育资源吸引大量人口涌入，而城市化建设的迅速发展占用了本就极为紧张的土地资源，导致了房地产行业供给不足与需求过剩的突出矛盾，再加上一些炒房者为追求暴利不断哄抬房价，使得房价居高难下。从三、四线城市来看，政府通过低价出售土地来吸引外来开发商来带动城市经济增长，但由于小城市人口自住量不高，也难以吸引外来人口的购房需求，致使大量商品房销滞，形成库存。

2、房地产市场供给不足与“房屋空置”并存

我国房价与房屋空置率双高并存的现象突出，这与传统的供求理论相违背。房地产集消费品与投资品属性于一身的特性使得房地产开发商和炒房阶层专注于追逐利益，为了赚取暴利，房企在预期新一轮房产行情将要到来时，为等待价格上涨，有意囤积库存，捂房不卖。面对房地产行业高额的投资回报率，为开发而开发的倾向使得新建房屋高比例空置和炒房问题更加普遍。一方面是房屋空置，另一方面却是真正由住房需求的人对高房价望而止步，工薪阶层住房问题难以解决，对房地产行业持续、健康的发展设置了障碍。

3、房地产行业杠杆率处于高位

较为宽松的货币政策环境、商业银行对住房贷款的审查能力薄弱，让房地产企业拥有较强的融资能力，2018 年房地产行业的资产负债率已超过 80%。一些房企采取了“高杠杆、高周转、高回报率”的经营政策，追求快速发展容易埋下质量隐患，短期利益难以在长期持续，过高的杠杆率容易带来债务违约及现金流断裂风险。

4、租售结构不合理，租赁市场活力不足

我国 338 个城市的平均租售比大约为 1: 350，北上广深等地达 1:700，出租住房的年收益率仅 2% 左右，房屋所有者的租房意愿低。拥有租房需求的居民通常初始积累少、收入较低、就业流动性大，难以负担高价位房租，这使得租房市场缺乏内在的经济动力，大户型住宅出租困难，低端租户需求难以满足，造成资源浪费。

5、市场集中度偏低，规模经济效益有待提高

美国 2017 年房地产企业 CR10 占比达 27.41%，我国 2017 年 CR10 为 15.38%，2018 年提升至 19.08%，仍低于国外市场水平。在房地产商品的同质化消费仍是市场主流的时期，大型企业可以通过集团化采购、标准化服务来降低成本。当前中国的房地产市场内中小型企业较多，市场集中度偏低，市场效率难以进一步提升，也无法实现规模经济和抵御市场风险。

（二）建议及对策

1、健全房地产法律体系、规范市场价格秩序

房地产行业作为一个完整的行业体系，应完善有关房地产管理规定的法理根据，建立系统化、形式完整、科学性强的法规系统，增强房地产立法同其他法律规定的协调性。整治房地产市场价格秩序，对中低收入人群，可对普通住房销售价格采取严格的涨幅限制措施，采取降低和限制房价的行政措施，对商品房的社会平均成本和价格进行研究，让房价回归到比较合理水平。

2、整顿土地供给市场，破除行政垄断

在严格执行土地利用总体规划和土地利用计划的前提下，合理规划房地产市场发展。严格土地开发年限规定，适时调整土地供应总量结构、方式及时间，严厉打击土地囤积。建立完善房地产统计信息系统和实名制的住房产权档案系统，从源头抑制非合理住房的需求，加大对房地产市场投机的抑制制度，保障房地产业的健康有序发展。

3、促进供给需求多维度匹配

从基本公共服务可得性的角度，提高教育、医疗的供给匹配程度来缓解房地产市场区域性不均衡问题。从土地供应上看，房价上涨压力大的城市要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标，增大土地的供应力度，提高住宅的利用率。推进保障性住房建设，通过提高土地出让金的比例、移动住房公积金等多方面，取得保障性住房的资金，加强对保障性住房用地的优先保护，为民众提供更多、更舒适的住房。

4、建立“多层次、普惠制”的住房金融制度

要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房；对自用的购房行为，加大在贷款利率、首付款及贷款额度等方面的优惠政策支持。同时商业银行也应该提高风险意识，信贷方面加强审查、核实、监管，并提高谨慎度和前瞻性，对于资产负债率不合理、诚信度不高的地产企业，应该限制其贷款，在防止房地产市场出现泡沫。

5、推动产业内部整合，寻找企业核心竞争力

房地产企业自身应具有战略意识，避免短期行为，尤其是要抛弃过去那种“圈地淘金”的落后经营方式，应通过产品设计、质量控制、服务完善等方面构建企业独特竞争力。对房地产企业而言，要进行技术创新，采取新工艺、新材料来开发新产品，提升产品技术含量；同时，要进行文化创新，营造特色鲜明、内涵丰富的文化品牌，以满足消费者对居住体验及人文内涵的追求。还应鼓励实力雄厚、信誉良好的房地产企业逐步建立大型房地产集团，推动市场有序集中。

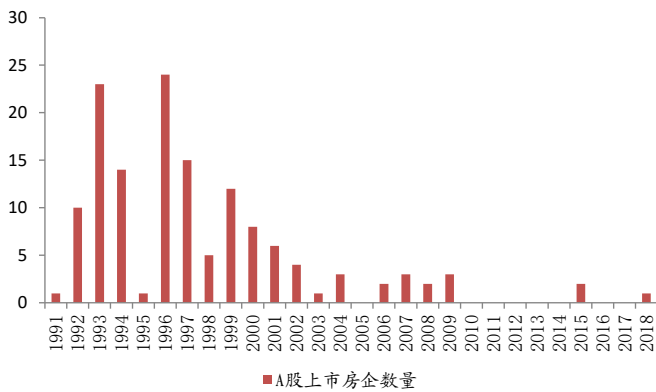
四、房地产行业在资本市场中的发展状况

(一) 房企融资受限，融资方式转换，内地房企扎堆香港上市

A 股上市房地产公司大约 160 家，房地产企业在 A 股的上市潮集中在 1992-2004 年以及 2006-2009 年。2010 年 1 月“国十一条”出台之后，IPO 受到严格限制，2010 年至今，仅招商蛇口、新城控股、南都物业三家公司成功上市。房地产行业市值在 2003 年开始震荡攀升，在 2015 年达到峰值，截止到 3 月 22 日，中信房地产行业总市值为 25717.31 亿元，A 股总市值为 611750.79 亿元，行业占 A 股总市值的 4.20%，在 29 个中信一级行业中排名第七。

自从 2016 年“930”新政出台以来，银行贷款、公司债、房地产信托、股权融资等融资通道均受到严格监管。目前，从各个融资渠道的申请难易程度来看，IPO、再融资几近停滞，房地产开发贷、公司债、非标融资发行难度较大，发行难度较低的融资方式主要包括海外债、短期融资、中期票据、定向工具、ABS。

图 25: A 股上市房企数量



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 26: 房地产行业市值变化



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

1、房企股权融资自 2010 年之后收紧，IPO 几近停滞，再融资节奏放缓

2010 年 1 月“国十一条”出台之后，证监会要求“房企 IPO 和再融资时，均需征求国土资源部意见，其开发行为需住建部进一步检查确定”，境内房地产企业 IPO 几近停滞。2010-2015 年，仅招商蛇口（2015 年 12 月）、新城控股（2015 年 12 月）两家房企成功在 A 股上市，其他房企如华夏幸福、金科地产、蓝光发展、绿地控股等均是借壳上市。2016 年“930”新政出台之后，房地产公司股权融资收到严格把控，自 2016 年起，在 A 股上市的房地产公司仅有南都物业（2018 年 2 月）一家，无房企成功借壳上市。

房企再融资在经历 2014-2016 三年快速增长后再遇收紧，自 2017 年 2 月证监会发布《发行监管问答关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》之后，增发规模及再融资频率受到严格限制，房地产公司的融资空间进一步压缩。2017 年全年定增规模仅为 200.3 亿元，同比下滑 83%，2018 年以来，仅有中华企业成功实施定增，募集金额 148.5 亿元。

2、债券融资方式切换

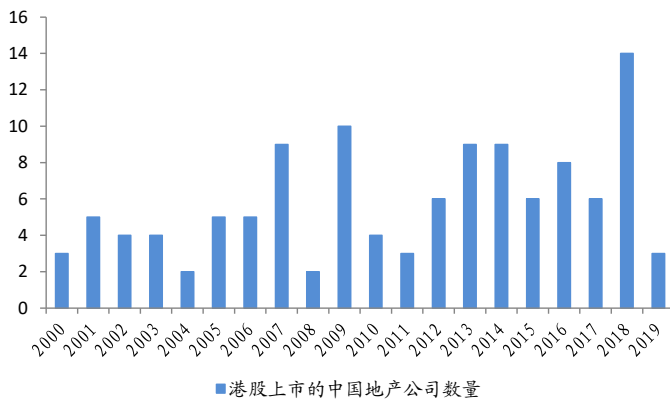
受监管环境的影响，历年房地产信用债结构变化较大。2014 年之前，房企债券发行工具较少，信用债为房企发债主要渠道。2014 年之后，公司债代替企业债成为房企信用债发行的

主要方式，发行规模快速增长。2017 年之后，政策开始收紧，公司债发行受阻，中期票据成为房企融资方式中占比最高品种，并且短融和资产支持证券的发展迎来新的机遇。

3、房地产行业迎来香港上市潮

2007 年至 2009 年、2013 年至 2014 年及 2018 年至今掀起了中国地产公司集中赴港上市的热潮。碧桂园、远洋、合景泰富、SOHO 中国、奥园等 07 年集中上市；恒大、龙湖、花样年、佳兆业等 09 年集中上市；力高、时代、龙光、景瑞、亿达等 13 年-14 年集中上市；2018 年以来，正荣地产、弘阳地产、美的置业、大发地产、恒达集团控股、万城控股、德信中国 7 家地产公司先后在香港联交所成功上市，银城国际于 2019 年 3 月 6 日挂牌上市，海伦堡、中梁控股、奥山控股已递交香港上市申请，香港再次迎来内地房企上市热潮。

图 27：港股上市的中国地产公司数量



资料来源：wind，中国银河证券研究院

（二）房地产行业 PE 处于历史较低水平

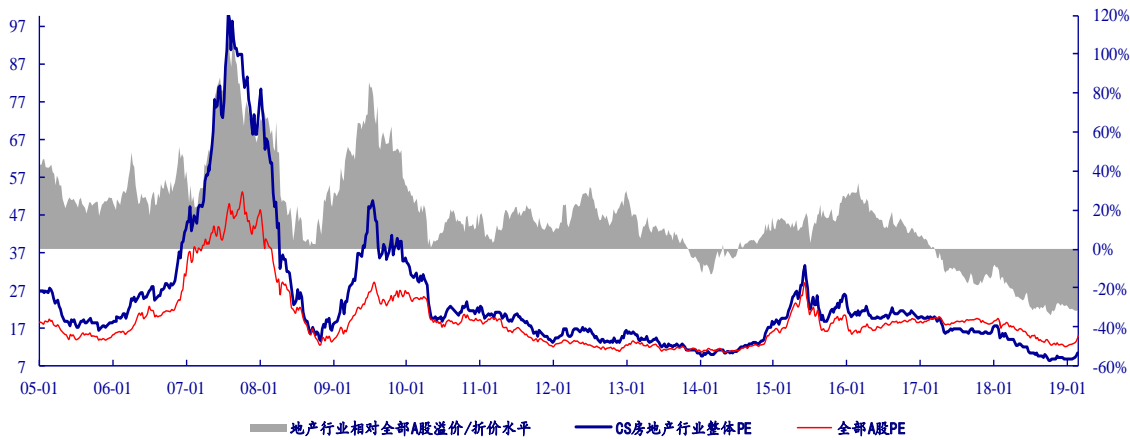
1、房地产行业市盈率向上还有一定修复空间

截止到 2019 年 3 月 22 号，房地产行业 TTM 市盈率（历史整体法）为 11.3X，全部 A 股 PE(TTM)为 15.5X，地产行业估值相对全部 A 股折价水平为-27.91%，较前几周折价水平有所下降，处于历史低位，我们认为房地产板块未来仍有较大的估值修复空间。

2、国际估值比较来看，A 股估值处于历史低位，具有较大修复空间

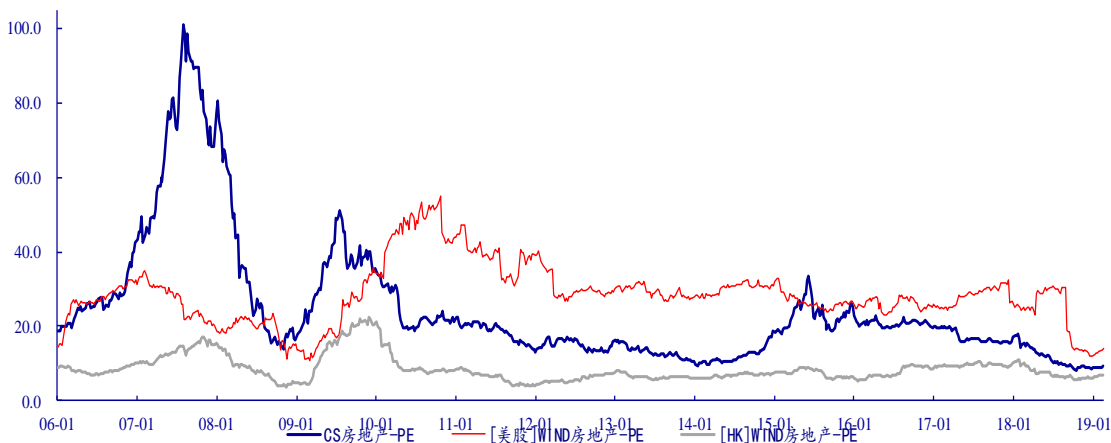
我们比较了 A 股、美股、港股房地产板块 2006 年至今的历史 TTM 市盈率，截止到 2019 年 3 月 22 日，当前房地产 A 股房地产板块市盈率为 11.3X，美股为 14.2X，港股为 7.8X。A 股、美股、港股地产板块 PE 的历史均值（2006 至 2019 年）分别为 24.4X、28.5X、8.6X，当前美股 PE 与历史均值折价 50.18%，A 股房地产股 PE 较历史均值折价 58.72%，港股房地产股 PE 较历史均值折价为 7.88%，我们认为 A 股从 PE 相对估值角度处于历史低位，具有较大的估值修复空间。

图 28: 地产股 PE 估值及溢价/折价分析



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 29: 地产股 PE 估值及溢价/折价分析



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 房地产板块持仓比例持续提升，龙头配置风格延续

1、Q4 基金房地产持仓持续提升，并处于 2010 年以来较高位置

2018 年 Q4 基金房地产持仓总市值为 387.39 亿元，环比增长 29.32%，在中信一级行业中排名第 4，所占比重为 7.1%。我们统计了从 2010 年 Q1 以来基金房地产持仓占比情况，平均数为 4.7%，中位数为 3.7%，当前处于历史较高的位置。从趋势性来看，基金房地产持仓自 2015 年 Q2 到 2017 年 Q2 一直在低位徘徊，从 2017Q2 开始持续提升，2018Q2 小幅下降，Q4 提升幅度较大。

2、集中度回落，但仍处于历史较高水平

2018 年 Q4，基金对房地产板块的配置力度大幅提升，房地产超配比例为 2.5%，较 Q3 提升 2 个百分点。从 2015Q2 以来，房地产板块一直处于低配格局，直到 18Q3 回升到超配状

态，四季度超配比例提升较大，公募基金对房地产板块配置显积极。

3、龙头配置风格延续，万科保利配置力度加大

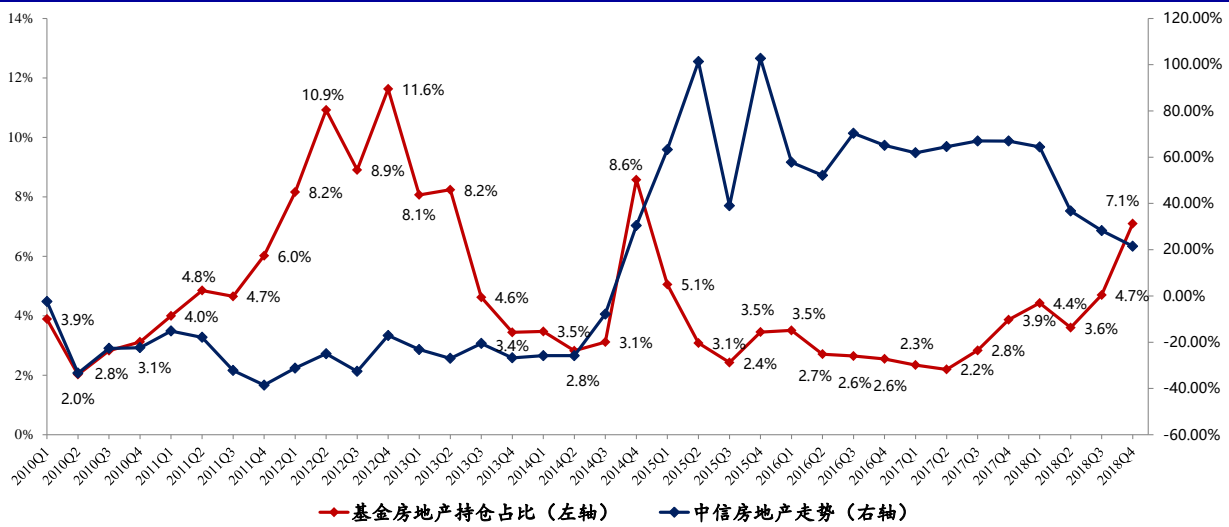
2018Q4 基金房地产集中度为 87.4%，较上季度回落 6 个百分点，这是该指标自 2016Q3 低点持续提升以来，首次出现回落。随着 2016Q1 之后房地产指数呈现下跌态势，基金持仓集中度逐步提升，在 2018Q3 集中度更是达到了 2010 年以来的次高水平，Q4 集中度回落是由于基金开始布局中型房企，但持仓均较低。目前集中度仍处于较高水平，公募基金对行业龙头的偏好风格延续。

表 2: 2018 年 Q4 基金所持各行业持股情况

排序	行业	2018Q4		2018Q3		持仓市值环比变化
		持仓总市值(亿元)	所占比重	持仓总市值(亿元)	所占比重	
1	医药	707.26	12.96%	872.62	13.59%	-18.95%
2	食品饮料	624.02	11.43%	931.02	14.50%	-32.97%
3	电子元器件	401.70	7.36%	457.43	7.12%	-12.18%
4	房地产	387.39	7.10%	299.55	4.66%	29.32%
5	非银行金融	360.70	6.61%	476.15	7.41%	-24.25%
6	计算机	305.87	5.60%	358.29	5.58%	-14.63%
7	银行	303.02	5.55%	379.81	5.91%	-20.22%
8	家电	264.71	4.85%	368.29	5.73%	-28.12%
9	机械	220.36	4.04%	227.19	3.54%	-3.01%
10	电力设备	207.29	3.80%	138.99	2.16%	49.14%
11	商贸零售	164.57	3.02%	137.46	2.14%	19.72%
12	传媒	155.16	2.84%	174.23	2.71%	-10.95%
13	农林牧渔	153.21	2.81%	89.51	1.39%	71.17%
14	汽车	151.22	2.77%	174.75	2.72%	-13.46%
15	通信	130.39	2.39%	126.28	1.97%	3.26%
16	基础化工	129.57	2.37%	173.03	2.69%	-25.12%
17	电力及公用事业	110.99	2.03%	75.23	1.17%	47.53%
18	交通运输	109.22	2.00%	126.95	1.98%	-13.96%
19	轻工制造	101.08	1.85%	127.51	1.99%	-20.72%
20	国防军工	89.73	1.64%	127.88	1.99%	-29.84%
21	有色金属	79.51	1.46%	130.52	2.03%	-39.08%
22	餐饮旅游	79.39	1.45%	91.58	1.43%	-13.31%
23	建材	69.47	1.27%	102.94	1.60%	-32.52%
24	建筑	50.73	0.93%	48.04	0.75%	5.59%
25	纺织服装	39.77	0.73%	43.77	0.68%	-9.14%
26	石油石化	32.49	0.60%	100.89	1.57%	-67.79%
27	煤炭	17.31	0.32%	27.05	0.42%	-36.01%
28	钢铁	10.47	0.19%	34.47	0.54%	-69.62%
29	综合	1.34	0.02%	1.50	0.02%	-10.27%

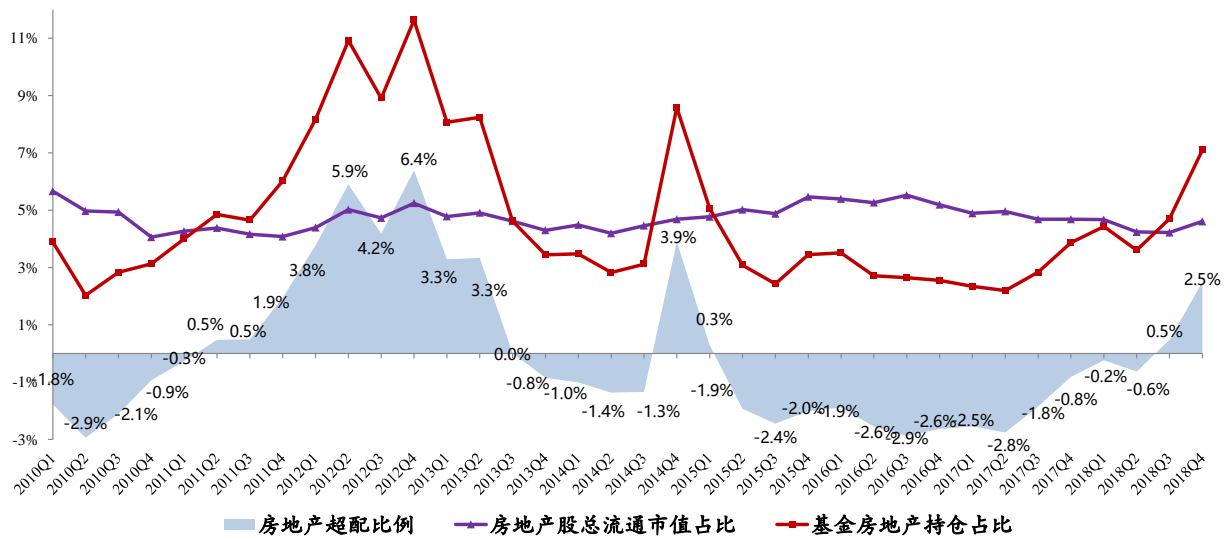
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 30: 基金房地产持仓占比与房地产指数走势对比



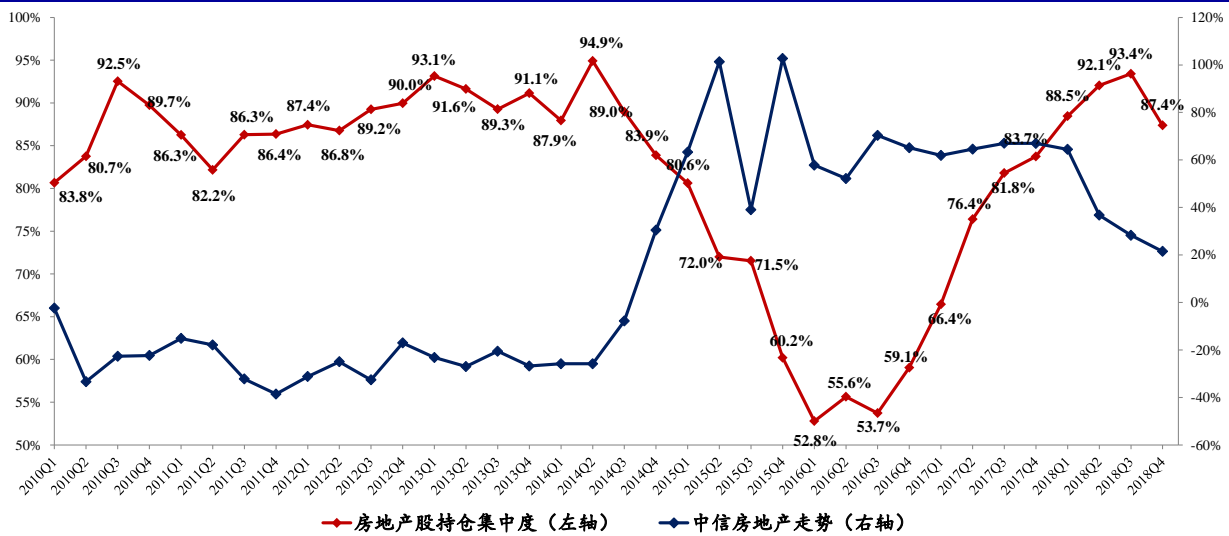
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 31: 基金房地产超配比例与基金房地产持仓占比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 32: 基金房地产持仓集中度与指数走势比较图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

五、投资建议及股票池

(一) 投资建议

行业需求端, 城镇化率仍存在上升空间, 真实潜在需求旺盛, 但由于房价高企, 总体有效需求仍然不足; 行业供给端, 房地产投资维持高位, 新开工增幅收窄, 拿地热度理性增长, 房企业绩向好且分化加剧, “去库存”政策及供给侧改革进入新阶段。预计整体房价涨幅1%; 全年销售面积增速预计为-4%到-6%之间; 销售金额同比增速-2%到-4%; 投资层面, 我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响, 预计房地产投资增速将缓慢下滑, 全年增速预计为 5%-7%。龙头房企销售速度仍有望保持 15%以上的正增长。

我们认为, 房地产税的立法进程将加快, 但仓促出台的可能性很小, 立法进程应该在十三届人大的任期五年内完成, 目前市场对于房地产税的说法不宜过度解读。当前行业基本面下行趋势明显, 政策宽松预期加强, 各地房贷按揭利率也进一步下行, 主流公司 2019 年业绩锁定性高, 基本面稳健, 政策叠加利率下行有利于行业估值的进一步提升。

集中度提升逻辑不变, 龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势, 获取更多高性价比的土地储备。一二线城市市场有望在 2019 年中期企稳回暖, 对冲三四线市场下跌风险。中小房企将加速退出市场。我们推荐业绩确定性强, 资源优势明显, 市占率有较大提升空间的万科 A(000002)、保利地产(600048)、新城控股(601155)。

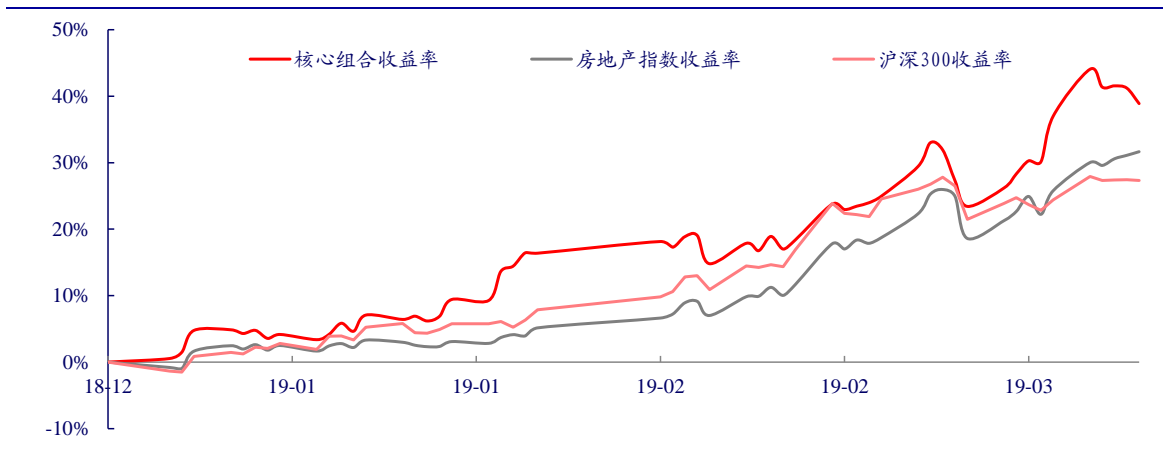
(二) 股票池

表 3: 核心推荐组合及推荐理由

投资组合	公司代码	公司名称	推荐理由	周涨跌幅	累计涨跌幅	相对收益率	持仓比例	累计收益率
核心组合	000002	万科 A	低估龙头; 受益市占率提升; 主要布局重点一二线城市, 看好 2019 年一二线城市销量增长	3.99%	24.53%	-8.22%	33%	38.89%
	601155	新城控股	优质成长白马; 规模快速扩张; “住宅+商业”双轮驱动, 业绩表现亮眼	-0.21%	78.72%	45.97%	33%	
	600048	保利地产	低估龙头; 受益市占率提升; 主要布局重点一二线城市, 看好 2019 年一二线城市销量增长; 央企平台, 资源优势凸显	1.16%	18.64%	-14.11%	33%	

资料来源: 中国银河证券研究院 (相对收益率是指相对于 CS 房地产中信行业指数的收益率)

图 33: 投资组合总回报示意图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

房地产行业指数周涨幅 4.67%，2019 年初至今（2019.3.22）累计收益率 32.75%。2019 年初至上周五（2019.3.22），银河房地产核心组合累计收益率 38.89%。在累计方面，核心组合跑赢行业指数 6.14 个百分点，核心组合跑赢沪深 300 指数 10.70 个百分点。单看上周（2019.3.18-2019.3.22），银河房地产核心组合收益率为 1.38%，跑输房地产行业指数 3.29 个百分点。

六、风险提示

房价大幅下跌风险，棚改货币化不及预期风险等。

插图目录

图 1: GDP 同比及预测 (%)	2
图 2: CPI 同比 (%)	2
图 3: 重点 38 城新房成交情况	3
图 4: 重点 38 城新房成交累计同比	3
图 5: 重点一二三线城市成交量累计同比	3
图 6: 重点城市累计同比	3
图 7: 重点 15 城库存及去化周期	4
图 8: 重点 15 城新增供给	4
图 9: 重点一二三线城市新增供给	4
图 10: 重点一二三线城市去化周期	4
图 11: 历年营收 (亿元) 及同比增速 (%)	5
图 12: 历年扣非归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	5
图 13: 历年总资产 (亿元) 及同比增速 (%)	5
图 14: 历年资产负债率 (%)	5
图 15: 历年货币资金 (亿元) 及同比增速 (%)	6
图 16: 历年现金流净额 (亿元) 及同比增速 (%)	6
图 17: 净资产收益率 ROE	6
图 18: ROE 杜邦分解	6
图 19: 主要国家套户比	7
图 20: 中国城镇化率变化情况	8
图 21: 主要国家家庭户均规模	8
图 22: 双轨制租购并举住房供应体系	10
图 23: 2018 年房地产行业市场集中度情况	10
图 24: 09-18 年 CR5、CR20、CR50 变化情况	10
图 25: A 股上市房企数量	13
图 26: 房地产行业市值变化	13
图 27: 港股上市的中国地产公司数量	14
图 28: 地产股 PE 估值及溢价/折价分析	15
图 29: 地产股 PE 估值及溢价/折价分析	15
图 30: 基金房地产持仓占比与房地产指数走势对比	17
图 31: 基金房地产超配比例与基金房地产持仓占比	17
图 32: 基金房地产持仓集中度与指数走势比较图	18
图 33: 投资组合总回报示意图	19

表格目录

表 1: 中美房地产产业经营模式比较	8
表 2: 2018 年 Q4 基金所持各行业持股情况	16
表 3: 核心推荐组合及推荐理由	19

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

潘玮，房地产行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn