

首席房地产研究员：夏磊

联系人：陈栋熙

陈雨田对本文有重要贡献

相关研究：

1. 香港龙头房企如何玩转房地产
2019-06-04
2. 钱流进房地产了吗？
2019-05-06
3. 日本住房制度启示录
2019-04-10
4. 发达经济体房地产税怎么收？
2019-03-18
5. 美国 60 年房地产大牛市如何终结？
2019-03-08
6. 美国如何造就 60 年的房地产大牛市？
2019-03-07
7. 高房价之困——香港住房制度反思
2018-11-06
8. 新加坡如何实现“居者有其屋”？——
新加坡住房制度启示录
2018-09-25
9. 全面解码德国房价长期稳定之谜
2018-08-14
10. 当前房地产融资渠道和形势
2018-08-10
11. 棚改货币化即将落幕：去库存任务完成，深刻改变三四线房地产
2018-07-19
12. 本轮房地产调控的回顾、反思和展望
(2014-2018)
2018-06-10
13. 住房租赁融资：渠道与风险
2018-04-08
14. 房地产税何时推出？如何征收？影响多大？
2018-03-08
15. 新房地产周期：开启产销平稳新时代
2017-11-27
16. 房地产周期导论
2017-09-19
17. 从春秋到战国：房地产进入强者恒强的王者时代
2017-07-19
18. 将棚改进行到底——兼论棚改的三大经济意义
2017-06-05

中国房企未来发展之路

——新加坡 REITs 模式经验

房地产行业

专题报告

2019/6/11

导读：

轻资产扩张是新加坡房企主要特点。“私募基金+REITs”的双基金模式是凯德轻资产扩张的关键，通过私募基金孵化早期项目，成熟后向 REITs 注入，实现低杠杆的稳健增长。

本文是系列报告的第三篇，从发展历程、业务模式、经营特点全方面解析轻装上阵的新加坡龙头房企。

摘要：

- 发展历程：由重到轻，由开发商到基金管理人

新加坡最具代表性的房企是凯德集团，以 2002 年为转折点，其发展可以分为两个阶段：① 2002 年前，重资产运营，角色为开发商。公司成立初期，从事房地产开发及投资业务，债务沉重，利润不佳。2001 年有息负债率达到 87%，ROA 仅为 1.6%；② 2002 年后，轻资产转型，角色晋级基金管理人。公司轻资产转型主要通过 REITs 实现，凯德先后发行 5 只公募 REITs，并开启大规模物业收购。2002 年至今资产规模增长 3 倍，净负债率下降 56%。

- 业务模式：全产业链，兼任开发商、运营商和管理人

一是开发和自持混合经营。凯德既是传统开发商，又是 REITs 的管理人负责自持物业的收购与处置，同时作为运营商负责商业地产日常经营。2018 年公司开发和自持资产 2:8，收入 4:6；

二是混业态经营，与美国地产运营公司只聚焦一种业态不同，凯德同时持有购物中心、写字楼、酒店，资产规模比例为 5:3:2，收入贡献比例为 5:2:3；

三是房地产和金融双轮驱动，凯德同时管理 5 只 REITs+17 只私募基金，是亚太最大房地产基金管理公司。

- 经营特点：私募基金和 REITs 为基石，实现轻盈扩张

双基金运作是凯德模式的核心。私募基金和 REITs 配对发展，前者定位高风险高收益，后者定位低风险稳收益。早期项目由私募基金孵化，成熟后向 REITs 注入，形成“从进到退”的全周期投资物业成长通道。双基金模式是“轻资产”转型的关键，2001-2017 年凯德总资产规模增长近 3 倍，资产负债率从 57%降至 48%，净负债率从 112%降至 56%。

风险提示：各国国情存在差异性

目录

1 新加坡龙头房企有哪些?	4
2 新加坡龙头房企发展历程	5
2.1 2002 年以前: 重资产模式, 角色为开发商	5
2.2 2002 年以后: 轻资产模式, 角色为开发商+基金经理	7
3 新加坡房企业务模式: 全产业链、双基金运作	10
3.1 全产业链, 开发和自持混合经营、房地产和金融双轮驱动	10
3.2 轻资产, 双基金模式轻盈扩张	12
3.3 擅运营, 通过物业提升计划增厚收益	14

图表目录

图表 1: 凯德集团组织架构	4
图表 2: 凯德集团旗下的 5 只 REITs 简介	5
图表 3: 1999 年新加坡房地产市场复苏	5
图表 4: 百腾置地和发展置地合并成立凯德集团	6
图表 5: 凯德集团前五大股东 (2018 年)	6
图表 6: 2001 年公司收入来源	7
图表 7: 公司有息负债规模及净负债率	7
图表 8: 新加坡 REITs 监管细则	8
图表 9: 凯德旗下 5 只 REITs 上市时间	8
图表 10: CMT 信托结构	9
图表 11: CMT 收购历程	9
图表 12: 2001 年以来公司总资产变动	10
图表 13: 凯德全产业链模式示意图	10
图表 14: 2018 年凯德集团资产分布	11
图表 15: 2018 年凯德集团收入分布	11
图表 16: 2018 年凯德集团自持资产业态分布	11
图表 17: 2018 年凯德集团案自持业务收入来源	11
图表 18: 公司管理资产分布	12
图表 19: 公司总资产管理规模	12
图表 20: 凯德“双基金”模式示例	12
图表 21: 凯德投资于中国的私募基金	13
图表 22: CRCT 信托结构	14

1 新加坡龙头房企有哪些？

新加坡最具代表性的房企是凯德集团(Capitaland Limited)。凯德集团是亚洲最大的房地产公司之一，2000年在新加坡上市，截至2019年一季度，拥有及管理的资产总值超过4700亿人民币。集团经营的房地产业态多元，包括商业综合体、购物中心、服务公寓、酒店、长租公寓、办公楼、住宅等，公司同时是一家成熟资产管理公司，管理5只REITs和17只房地产私募基金。2019年集团项目分布于全球30多个国家的180多个城市，以新加坡和中国为核心市场，并不断开拓印尼、越南、欧洲、美国等市场。

公司目前拥有在新加坡和马来西亚上市的5只REITs，包括凯德商用信托(CMT)、凯德商务产业信托(CCT)、雅诗阁公寓信托(ART)、凯德商用中国信托(CRCT)、凯德商用马来西亚信托(CMMT)。

图表1：凯德集团组织架构



资料来源：公司官网，恒大研究院

图表2: 凯德集团旗下的 5 只 REITs 简介

名称	上市时间	资产情况
凯德商用信托 (CapitaLand Mall Trust, 简称 CMT) 凯德商务产业信托 (CapitaLand Commercial Trust, 简称 CCT) 凯德置地中国信托 (CapitaLand Retail China Trust, 简称 CRCT)	2002 年 7 月	资产为新加坡的 15 家商场, 2019 年一季度平均出租率达 98.8%, 还拥有 CRCT1.2 亿股股权。
雅诗阁公寓信托 (Ascott Residence Trust, 简称 ART) 凯德商用马来西亚信托 (CapitaLand Malaysia Mall Trust, 简称 CMMT)	2004 年 5 月	拥有新加坡 9 个商业物业、2018 年新收购法兰克福 1 个物业; 持有 QCT30%的股权。
凯德置地中国信托 (CapitaLand Retail China Trust, 简称 CRCT)	2006 年 12 月	新加坡第一家也是最大的中国购物中心房地产投资信托基金 (REIT), 拥有中国 8 个城市 11 家购物中心。
雅诗阁公寓信托 (Ascott Residence Trust, 简称 ART)	2006 年 3 月	资产为服务型公寓和酒店, 拥有 37 处酒店、3553 处公寓, 主要位于巴塞罗那, 柏林, 布鲁塞尔, 广州等门户城市。
凯德商用马来西亚信托 (CapitaLand Malaysia Mall Trust, 简称 CMMT)	2010 年 7 月	拥有马来西亚 5 个购物中心, 总资产 3.4 亿新元。

资料来源: 公司官网, 恒大研究院

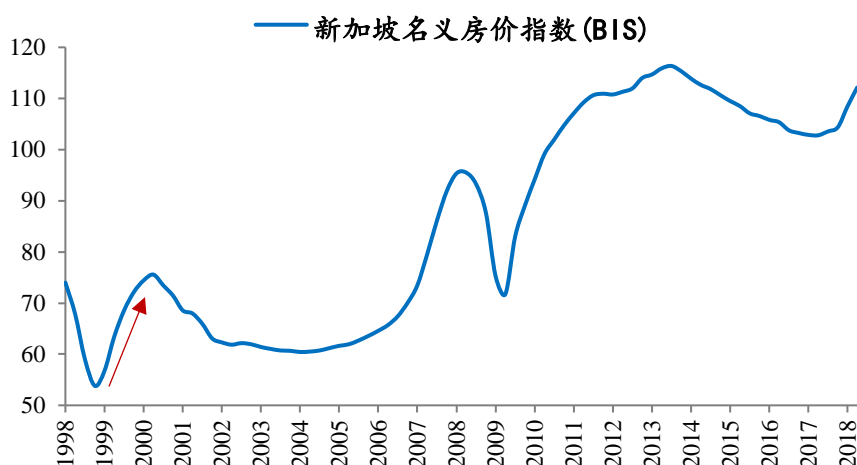
2 新加坡龙头房企发展历程

2.1 2002 年以前: 重资产模式, 角色为开发商

(1) 时代背景: 房地产市场走出亚洲金融危机阴霾

1999 年新加坡房地产市场从金融危机中复苏。1998 年亚洲金融危机给新加坡房地产市场带来巨大冲击, 1998 年末名义房价同比下跌 27.2%。1999 年下半年市场复苏, 1999 年 4 季度名义房价同比反弹 34.1%。伴随市场复苏, 房企扭亏为盈, 其中由新加坡政府投资平台淡马锡控股的两家房企发展置业 (DBS land) 和百腾置地 (Pidemco), 1998 年分别亏损 1.9、3.8 亿新元, 1999 年则盈利 3.3、1.1 亿新元。市场复苏是两家公司在 2000 年合并组建凯德集团的基石。

图表3: 1999 年新加坡房地产市场复苏

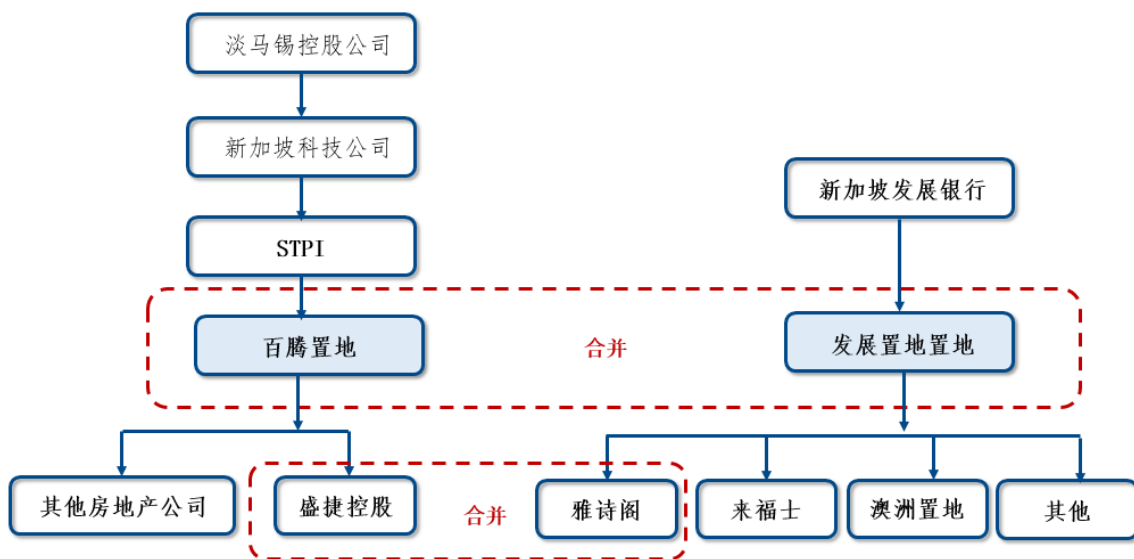


资料来源: BIS, 恒大研究院

(2) 公司战略：整合资源、酝酿转型

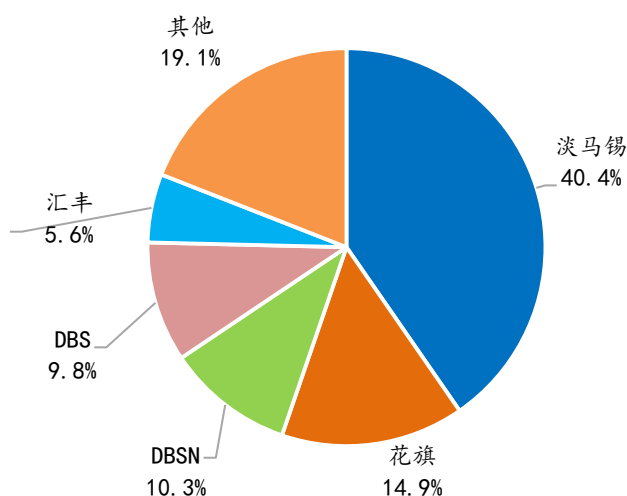
2000年百腾置地和**发展置地**合并组建**凯德集团**，控股股东为**淡马锡**。2000年7月，百腾置地与发展置地宣布合并，同时二者旗下的公寓运营商**雅诗阁**(Ascott)和**盛捷控股**(Somerset Holdings)也宣布合并。其中，百腾置地的控股股东为淡马锡，发展置地的控股股东为**星展银行**，实际控制人为淡马锡。2000年10月，凯德置地正式成立，总资产达到180亿新元(约900亿人民币)，成为东南亚最大的房企。目前凯德集团的第一大股东仍为**淡马锡**，2018年末持股比例**40.4%**，原第二大股东**星展银行**逐步退出，国际投资机构进入，目前第二大股东为**花旗银行**，持股比例**14.9%**。

图表4：百腾置地和**发展置地**合并成立凯德集团



资料来源：公司公告，恒大研究院

图表5：凯德集团前五大股东（2018年）

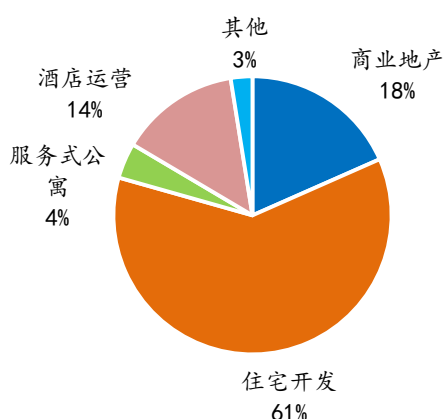


资料来源：公司年报，恒大研究院

成立初期，公司从事传统的房地产开发和投资业务，债务沉重、利润表现不佳。成立初期公司业务包括商业物业出租、住宅开发、服务式公寓、酒店运营等，其中住宅开发收入占比最高，2001年占61.0%，其次是商业物业出租，占比18.4%。传统模式下公司背负沉重负债，2001年有息负债达到90.6亿新元，净负债率达87%。2001年公司利息费用达4.3亿新元，对利润产生大幅侵蚀，当年亏损2.8亿新元，ROA仅1.6%。

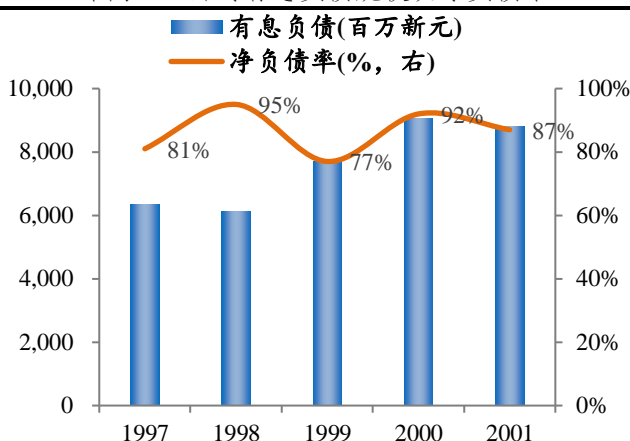
2001年公司提出轻资产(Asset-light)转型战略。2001年10月成立凯德金融(CapitaLand Financial)推动转型，当年公司酝酿发行第一只REITs凯德商用信托(CMT)，但因制度环境尚不成熟，叠加公众对REITs认可度不高，发行失败。

图表6：2001年公司收入来源



资料来源：公司公告，恒大研究院

图表7：公司有息负债规模及净负债率



资料来源：公司公告，恒大研究院

2.2 2002年以后：轻资产模式，角色为开发商+基金经理

(1) 时代背景：新加坡大力发展REITs市场

1999-2002年新加坡政府通过立法奠定了REITs的法律框架。1999年，新加坡金管局颁布《新加坡房地产基金指引》；2001年，颁布《证券和期货法》，对REITs上市作出具体规定；2002年，颁布《集合投资准则》，细化对REITs的监管。

税收优化及监管放宽支持REITs快速发展。新加坡政府在税收方面给予REITs大量优惠，包括避免双重征税、允许公积金投资REITs、国内外个人投资者持有REITs获取的分红免税、外国公司在新加坡投资REITs享受优惠税率等。此外政府逐步放宽对REITs的监管，2003年金管局将S-REITs贷款比率从25%提高到35%，获得A评级的S-REITs负债比率最高可到60%；2005年修订《财产信托指南》，允许REITs在持有资产时，可以拥有部分股权，而不必拥有全部股权；允许REITs从事房地产开发以及投资未完工房地产等。监管放宽给予REITs运作更大的灵活性，REITs发展大幅加快。

图表8：新加坡 REITs 监管细则

类别	规定
负债限制	资产负债率不得超过 35% ，获得 A 评级可超 35%，但不能超 60%
资产限制	至少 70% 以上的资产需投资于房地产和房地产相关领域
收入限制	无明确限制
分红要求	每年 90% 以上的租金收入用于分配，则可免收企业所得税
投资限制	持有资产时，可拥有部分股权，而不必拥有全部股权 可部分从事房地产开发以及投资未完工房地产
投资者限制	公积金可投资 REITs

资料来源：新加坡金管局等，恒大研究院

(2) 公司战略：发起 5 只公募 REITs，完成轻资产转型

2002 年成功发行新加坡历史上第一只公募 REIT。2002 年 7 月，凯德集团成功发行凯德商用信托 (CMT)，是新加坡资本市场发展的一个重要里程碑。2004-2010 年，公司又成功发行凯德商务产业信托、雅诗阁公寓信托、凯德置地中国信托、凯德商用马来西亚信托。5 只公募 REITs 构成公司成功向轻资产转型的基础。

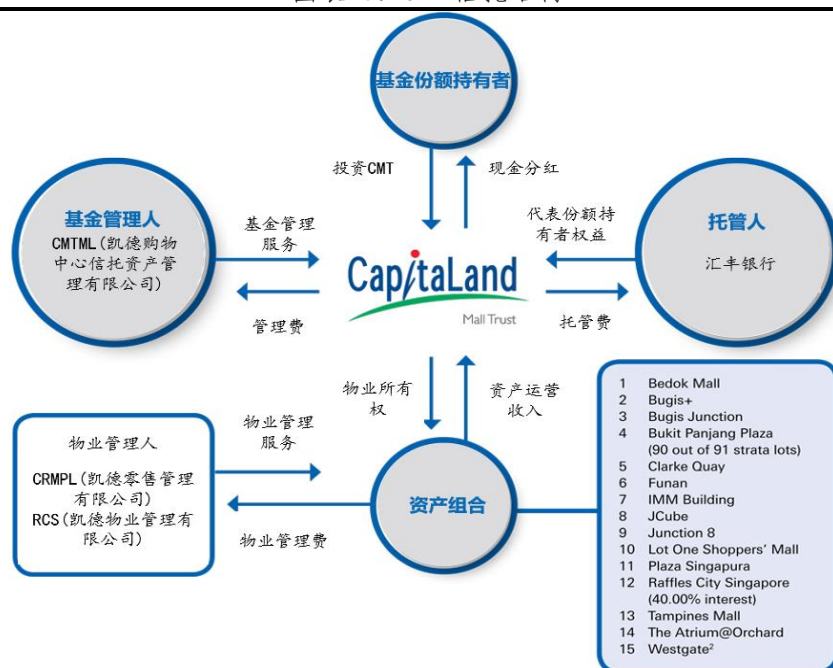
图表9：凯德旗下 5 只 REITs 上市时间

				
CapitaLand Mall Trust	CapitaLand Commercial Trust	Ascott Residence Trust	CapitaLand Retail China Trust	CapitaLand Malaysia Mall Trust
凯德商用信托	凯德商务产业信托	雅诗阁公寓信托	凯德置地中国信托	凯德商用马来西亚信托
2002年上市	2004年上市	2006年上市	2006年上市	2010年上市

资料来源：新加坡金管局等，恒大研究院

公司角色变为开发商+基金经理。公司在 REITs 中的角色一是物业管理人，负责商业地产的租户管理、市场营销、物业服务等环节，收取物业管理费；二是基金管理人，负责决定 REITs 资产收购和处置计划、融资决策等，收取基金管理费。

图表10: CMT 信托结构



资料来源: 公司官网, 恒大研究院

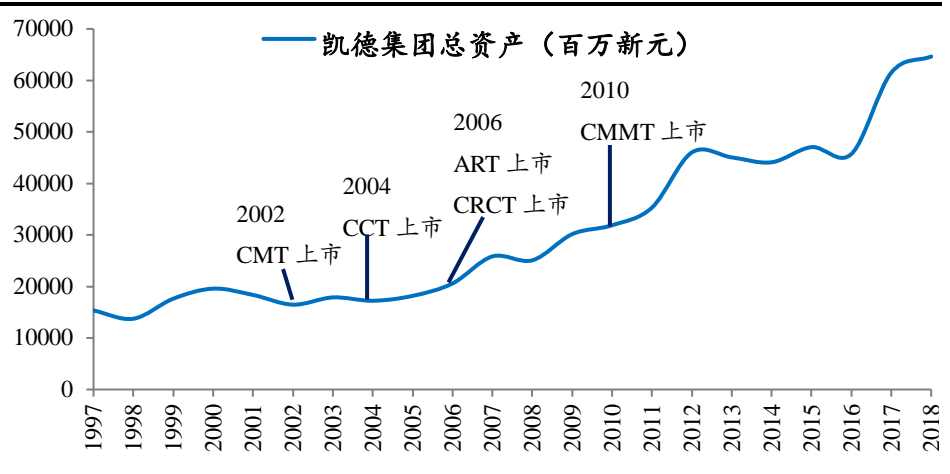
借助 REITs 募集的资金, 公司开启大规模物业收购。以 CMT 为例, 2002-2007 年共收购 9 项物业, 包括 IMM 大楼、新加坡广场、来福士城等至今仍被持有的优质物业。期间, 公司资产大规模扩张, 2002-2007 年增长 56.9%, 资产负债率大幅下降, 2001-2017 年, 资产负债率从 55% 下降至 48%, 净负债率从 112% 下降至 56%, 轻资产转型战略成效显著。

图表11: CMT 收购历程



资料来源: CMT 官网, 恒大研究院

图表12：2001年以来公司总资产变动



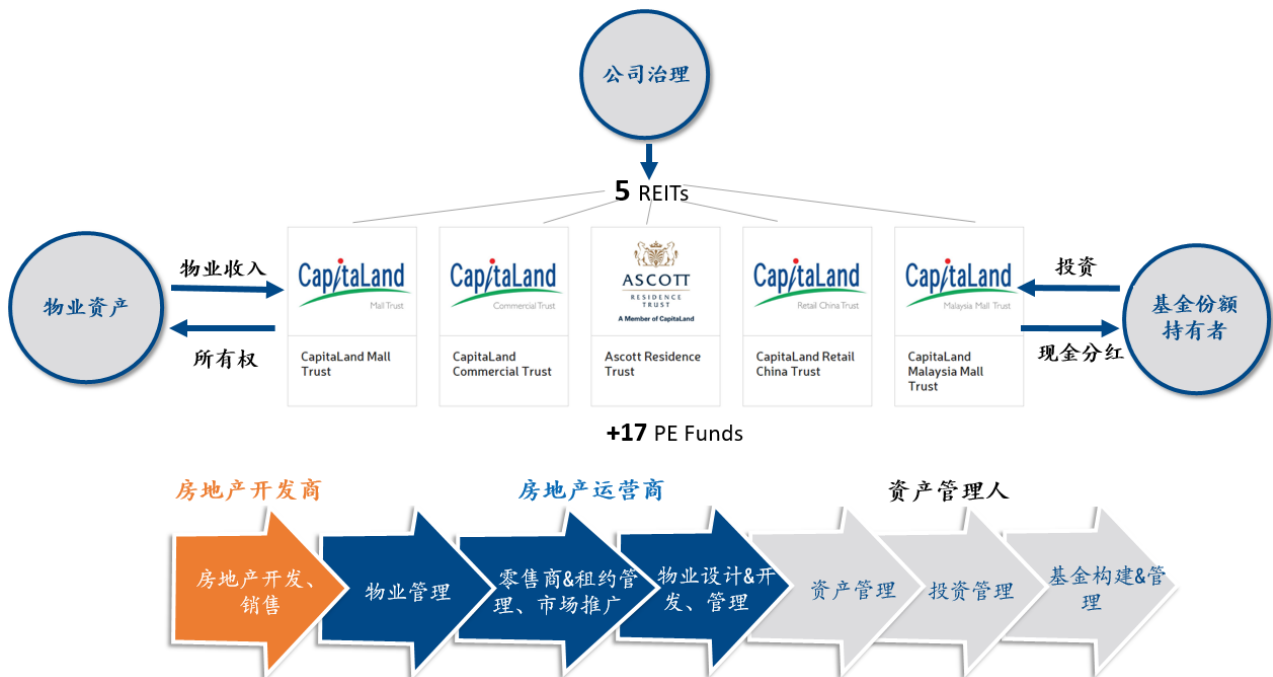
资料来源：公司公告，恒大研究院

3 新加坡房企业务模式：全产业链、双基金运作

3.1 全产业链，开发和自持混合经营、房地产和金融双轮驱动

凯德集团兼有三个角色，房地产开发商、房地产运营商、资产管理人，业务贯穿整个房地产产业链，表现为三个方面：

图表13：凯德全产业链模式示意图



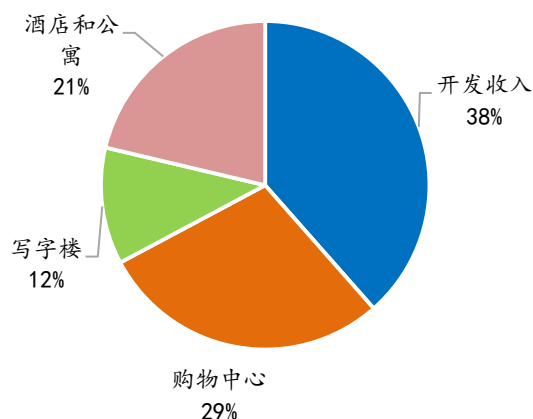
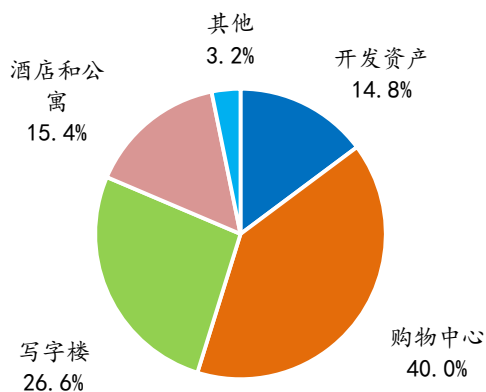
资料来源：WIND, 恒大研究院

第一，开发和自持混合经营。不同于美国模式专业细分、房地产开发和经营由独立的公司完成，新加坡模式以混合经营为特点。从资产分布来看，凯德集团坚持开发资产：自持资产等于 20:80 的配置原则，用前者博取

高收益、用后者创造穿越周期的稳定现金流。2018 年集团开发类资产和自持类资产分别占总资产的 14.8%、82.0%，基本符合 20:80 的配置原则；从收入和利润来源来看，2018 年开发和自持业务分别贡献营业收入的 39%、61%，分别贡献息税前净利润的 21%、79%。

图表14：2018 年凯德集团资产分布

图表15：2018 年凯德集团收入分布



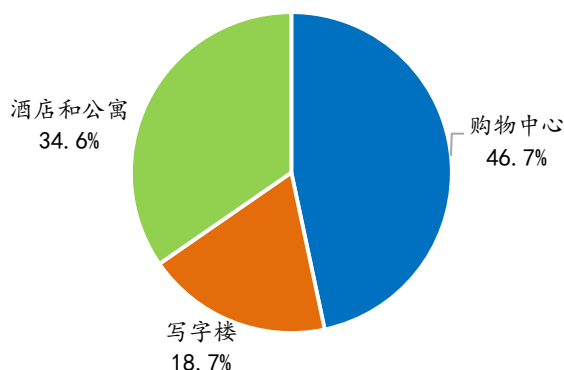
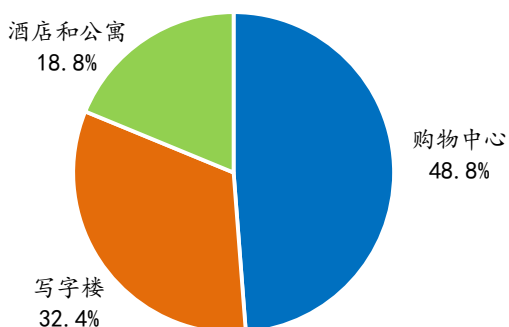
资料来源：公司公告，恒大研究院

资料来源：公司公告，恒大研究院

第二，自持业务混业态经营。凯德集团自持物业包括购物中心、写字楼、酒店、公寓等，不同于美国房地产运营企业只聚焦于一种业态，如西蒙地产集中持有购物中心、普洛斯集中持有工业地产。**从资产分布来看**，2018 年公司自持物业部分资产中，购物中心、写字楼、公寓及酒店分别占 49%、32%、19%；**从收入及利润来源来看**，2018 年公司自持物业创造的收入中，购物中心、写字楼、公寓和酒店分别占 47%、19%、34%，分别贡献息税前净利润的 62%、29%、9%。

图表16：2018 年凯德集团自持资产业态分布

图表17：2018 年凯德集团案自持业务收入来源



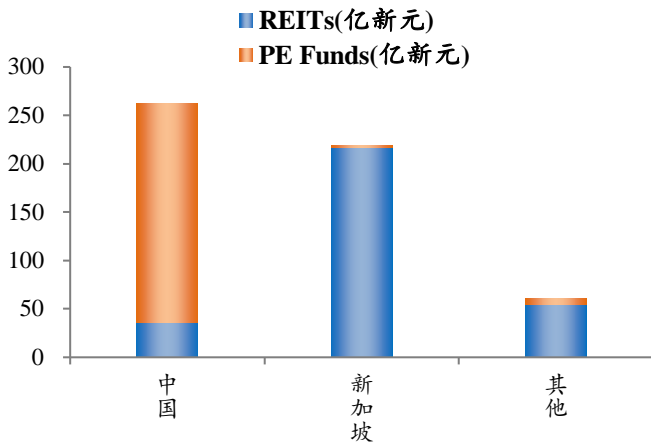
资料来源：公司公告，恒大研究院

资料来源：公司公告，恒大研究院

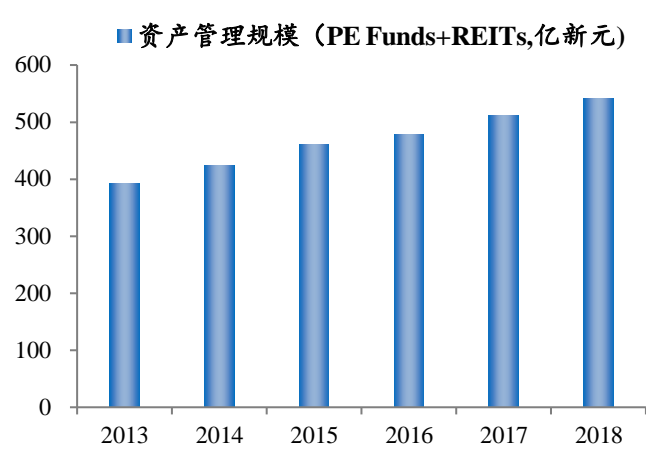
第三，房地产和金融双轮驱动。凯德集团不仅是一家房地产企业，也是一家资产管理公司。2018 年集团旗下拥有 5 只 REITs 和 17 只房地产私募基金，是亚太地区最大的房地产基金管理公司。2018 年末集团总资产管理规模约 2400 亿人民币，其中 REITs 占 57%、房地产私募基金占 43%。募集的

资金多数投向了中国和新加坡，分别占 48%和 40%，其中投入中国的资金主要来自房地产私募基金，投入新加坡的资金主要来自 REITs。

图表18：公司管理资产分布



图表19：公司总资产管理规模



资料来源：公司公告，恒大研究院

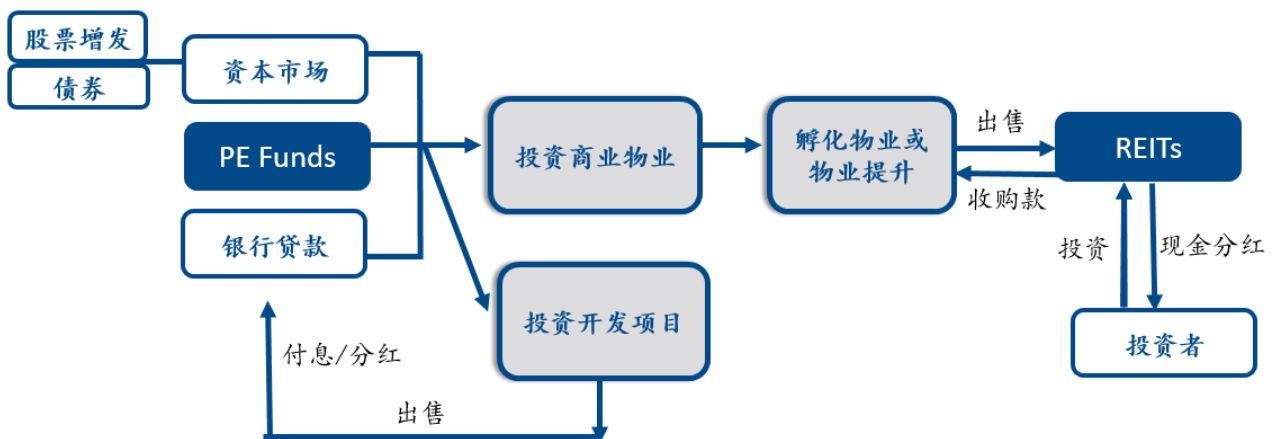
资料来源：公司公告，恒大研究院

3.2 轻资产，双基金模式轻盈扩张

“REITs+PE Funds”是凯德模式的核心。对于高风险、高收益的项目，如开发物业和培育期的商业物业，凯德主要用房地产私募基金进行投资；对于现金流稳定的成熟商业物业，凯德主要用 REITs 进行投资。而 REITs 通常对私募基金培育的项目具有优先购买权，凯德形成了“私募基金培育，再打包出售给 REITs”的双基金配对运作模式。

以 CRCT 及两只配对私募基金为例。2006 年以中国零售物业为主要资产的 REITs CRCT 上市，与 CRCT 同时成立的还有两只私募基金 CRCDF 和 CRCIF，作为 CRCT 的储备基金，前者向 CRCT 输送相对成熟的项目，后者主要孵化早期项目，孵化完成后再出售给 CRCT 完成退出。

图表20：凯德“双基金”模式示例



资料来源：WINDWind，恒大研究院

(1) 私募基金：为项目开发提供资金支持，孵化和培育商业物业。

凯德旗下的私募基金主要分为两类：

一是开发型私募基金，主要投资于住宅开发项目。如 2003 年成立的凯德置地中国住宅基金，以参与中国核心城市中高档住宅开发为使命，成立后收购了北京上元项目和东城项目、上海天山河畔花园、上海闵西郊林茵湖畔项目、广州天河项目的部分股权。

二是自持型私募基金，主要投资于商业地产项目。此类基金可投资成熟物业，如 2008 年成立的来福士中国基金一期，成立当年即收购上海、北京、成都、宁波的来福士广场，2009 年收购广州的来福士广场；也可投资培育期物业，如 2005 年成立的凯德置地中国基金，收购宁波一处综合性房地产开发项目，逐步培育为宁波来福士广场。

私募基金将项目培育成熟后，可出售给 REITs 完成退出。例如，北京西直门凯德广场先由中国零售物业孵化基金收购进行孵化，再于 2008 年专门出售给 CRCT。

私募基金的募资来源以机构投资者为主。凯德私募基金的认购者主要是来自亚太、北美、中东和欧洲的主权财富基金、养老基金和保险公司。如 2016 年发起的来福士中国基金三期，25% 的股份由加拿大退休金计划投资委员会 (CPPIB) 认购。

图表 21：凯德投资于中国的私募基金

成立时间	基金名称	金额	基金使命	权益占比	期限(年)
2016	来福士中国基金三期	15 亿美元	投资中国一二线城市来福士广场	50%	8
2008	来福士中国基金	10 亿美元	投资中国一二线城市来福士广场	50%	-
2008	中信凯德科技园基金	5 亿人民币	投资中关村红钻石广场和上海漕河泾 RND 大厦	-	-
2008	凯德中国发展基金二期	2.4 亿美元	投资中国境内的购物商场	50%	-
2007	嘉德商用产业中国孵化基金	4.25 亿元	收购商业地产并进行资产提升来增加资产收益	30%	-
2006	嘉德商用产业中国发展基金二期	6 亿美元	投资开发中国境内的购物商场	-	-
2006	凯德商用产业中国发展基金	6 亿美元	以沃尔玛为主力租户的一系列商场开发项目	45%	-
2005	凯德中国发展基金二期	4.61 亿美元	投资热点城市住宅、写字楼、综合性房地产开发以及服务公寓项目。	37.5%	-
2003	凯德置地中国住宅基金	0.61 亿美元	参与北京、上海中高档住宅房产项目开发	-	-

资料来源：Wind，恒大研究院

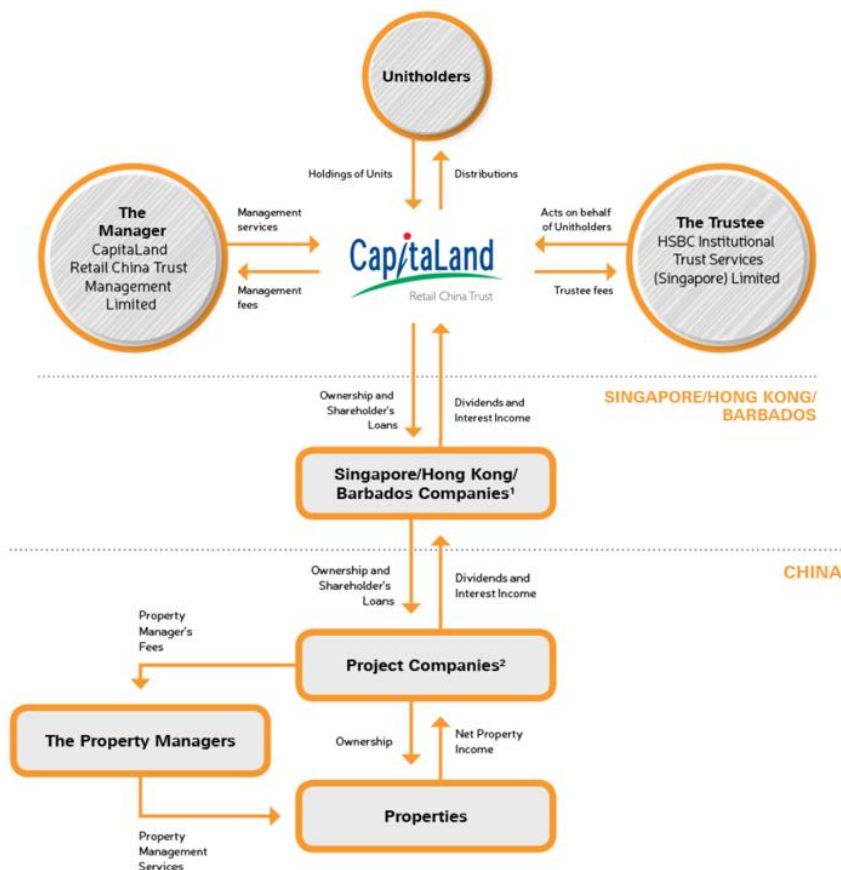
(2) REITs：持有成熟期物业

REITs 持有物业为核心城市成熟的商业物业。以凯德商用中国信托 (CRCT) 为例，CRCT 成立于 2006 年，在中国的 8 个城市拥有 11 家购物中心，总可出租面积约 70 万方，项目包括北京西直门凯德广场、望京凯德

广场、凯德大峡谷和凯德双井；广州摇滚广场（51%权益）；成都新南凯德广场；上海七宝凯德广场；武汉明珠乐园凯德广场；郑州凯德广场二期；呼和浩特赛罕凯德广场和芜湖凯德广场（51%权益）。截至 2019 年 3 月 31 日，CRCT 的总资产为 31 亿新元，比信托上市增加了四倍。

公司担任 REITs 的基金管理人和物业管理人。CRCT 由凯德中国商用信托管理有限公司做基金管理人，由凯德物业管理有限公司做物业管理人，两家公司均为凯德集团的全资子公司。这样，凯德集团作为 CRCT 的发起人，不仅可以拥有 CRCT 所持物业的一定比例权益，同时还可以通过收取基金管理费和物业管理费来获取相应收益。

图表22：CRCT 信托结构



资料来源：公司官网，恒大研究院

3.3 擅运营，通过物业提升计划增厚收益

公司通过三种方式增厚投资回报率。一是内部增长，通过提高租金增加收入。凯德集团收取结构型租金，包括最低租金和超额租金两部分，后者为营业额的一部分，可实现和商场营业额共同增长；二是物业提升，通过改造物业最大化租金收入。过去 10 年公司从物业提升中获得的收益率超过 8%；三是增值收购，当投资回报率大于融资成本时，公司会收购优质项目以增厚收益。

物业提升是凯德集团的核心竞争力之一。公司提出 AEM 计划，通过改造物业提升资产回报率。通常的做法包括，最大限度地利用公共区域，例如桥梁空间，并将机械和电气区域转换为可租用空间；升级设施，改造立面，增加游戏和休息区等。过去 10 年公司从物业提升中获得的收益率超

过 8%，有时通过一系列的物业提升策略（如 IMM 购物中心、纳福坊、Anchorpoint 购物中心和碧山第 8 站）获得的收益率可超 10%。

以淡滨尼广场和武吉班让广场的资产提升计划为例，2007 年 CMT 向市区重建局发出申请并获得批复，将淡滨尼购物中心的容积率由 3.5 增加至 4.2。这一改造为淡滨尼广场增加了 95,00 平方米的办公空间，项目租金回报率由 5% 提升至 5.2%。2018 年，武吉班让广场启动物业提升计划，包括更换天窗、升级自动扶梯、新建屋顶花园、扩建公共图书馆等，改造成功后将大幅增加商场的公共和休闲空间，提高租金回报率。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

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，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

行业投资评级的说明：

推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com