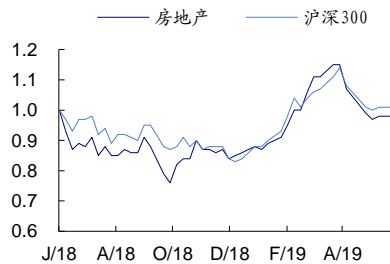


一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《房地产 2019 年 5 月投资策略: 楼市升温, 政策两难》——2019-05-09
 《房地产行业 2019 年 4 月投资策略: “政策改善”转向“基本面回暖”》——2019-04-08
 《房地产 2019 年 3 月投资策略: 积极把握春耕行情》——2019-03-07
 《房地产行业 2019 年 2 月投资策略: 有信心, 更要有耐心》——2019-02-15
 《房地产行业 2019 年投资策略: 周期的力量, 政策的曙光》——2018-12-17

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678
 E-MAIL: ourm@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120051

行业投资策略

求“稳”是主基调

● 研究框架及前期策略回顾

《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》于 2019 年上半年继续被验证: ①我们于 2018 年 4 季度及 2019 年 1 季度陆续发表了《周期的力量, 政策的曙光》、《有信心, 更要有耐心》等报告看多地产股的机会并建议加大对地产股的配置; ②我们于 2019 年 4 月 8 日开始偏谨慎, 从建议“加大对地产股的配置”转变为建议“机构投资者拿住手中的筹码”。从板块表现看: ①2018 年 10 月 18 日至 2019 年 4 月 7 日, 申万房地产指数取得了显著的绝对收益及相对收益, 优势地产股涨幅尤为显著; ②2019 年 4 月 8 日至今, 申万房地产指数跌幅达 13.8%, 并跑输大盘。

● 2019 年前 5 个月一、二线销售回暖, 三、四线降温

进入 2019 年以来, 多方面因素促成了一、二线销售回暖, 包括货币政策宽松(自 2018 年 10 月以来三次降准、房贷利率持续回落)以及一、二线城市政策边际改善(落户条件放宽、人才政策、部分城市放宽“四限”门槛), 热点一、二线城市如北京、广州、上海、天津、南京、武汉、苏州、厦门、福州、南昌、郑州、南宁等均回暖明显。但三四线销售在 2019 年则明显降温, 销售面积累计同比增速已转负, 并持续数月保持在低位, 我们认为: 三、四线楼市降温有多方面原因, 而棚改货币化目标及规模的减少导致住房需求放缓, 是其中一个重要原因。

● 货币宽松边际效用递减的信号初现

2019 年, 进入 5 月以来, 货币宽松边际效用递减的信号初现, 主要体现在热门城市新房、二手房成交放缓, 土地市场热度放缓, 开盘去化率及“上门指数”回落, 统计局发布的各项房地产指标亦全面出现不同程度的回落。除房地产行业外, 宏观数据回落及零售、汽车等其他行业的数据走弱, 也说明了仅凭原有力度和节奏的货币宽松, 其边际效用或许正在递减。

● 求“稳”将是下半年房地产政策主基调

如上所述, 前期货币宽松已初露边际效用递减的信号, 因此 5 月以来市场也出现了“政府或进一步加大货币宽松力度、加快货币宽松节奏”的预期。但由于一季度宏观杠杆率已创下历史新高, 加上前期楼市升温主要发生在一、二线城市, 而一、二线城市又普遍存在房价收入比整体偏高、对产业链拉动作用远不及三四线且住房预售条件高等制约“利用房地产拉动经济”的因素, 因此下半年对一二线的房地产调控仍偏紧, 并且如果货币宽松加码, 一、二线的调控反而大概率会更严, 而三四线由于过去几年高歌猛进推动棚改货币化刺激住房需求已在一定程度上透支了未来, 新的刺激三四线住房需求的有效手段又尚未创造出来, 三四线下行压力将持续。6 月 15 日, 银保监会主席郭树清表示“我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升, 相当大比例的居民家庭负债率已达到难以持续的水平。房地产业过度融资, 不仅挤占其他产业信贷资源, 也容易助长房地产的投资投机行为”。我们预计求“稳”将是下半年房地产政策主基调, 在求“稳”大环境下, 一、二线楼市热度大概率不及上半年, 三四线仍将延续缓慢下行趋势, 维持全行业全年销售面积-5%增长的判断。

● 优选“低估值+双增长”个股

预计下半年地产股整体走势波动不大, 但符合“低估值+双增长(已披露的合同销售额及归母净利润预测值双双显著增长)”的品种或会相对强势。我们看好新城控股、中南建设、阳光城、保利地产、荣盛发展、金地集团、龙光地产、金科股份、旭辉控股集团、龙湖集团、华润置地、融信中国、华夏幸福、蓝光发展、碧桂园、中国恒大、华侨城 A、世联行、合景泰富集团、禹洲地产等。

● 风险

市场的风险以及研究框架失效的风险。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

投资摘要

关键结论与投资建议

预计下半年地产股整体走势波动不大，符合“低估值+双增长（已披露的合同销售额及归母净利润预测值双双显著增长）”的品种或会相对强势。我们看好新城控股、中南建设、阳光城、保利地产、荣盛发展、金地集团、龙光地产、金科股份、旭辉、龙湖集团、华润置地、融信中国、华夏幸福、蓝光发展、碧桂园、中国恒大、华侨城 A、世联行、合景泰富、禹洲地产等。

核心假设或逻辑

- 一、进入 5 月以来，货币宽松边际效用递减的信号初现，主要体现在热门城市新房、二手房成交放缓，土地市场热度放缓，开盘去化率及“上门指数”回落，统计局发布的各项房地产指标亦全面出现不同程度的回落。除房地产行业外，宏观数据回落及零售、汽车等其他行业的数据走弱，也说明了仅凭原有力度和节奏的货币宽松，其边际效用或许正在递减。
- 二、如上所述，前期货币宽松已初露边际效用递减的信号，因此 5 月以来市场也出现了“政府或进一步加大货币宽松力度、加快货币宽松节奏”的预期。但由于一季度宏观杠杆率已创下历史新高，加上前期楼市升温主要发生在一、二线城市，而一、二线城市又普遍存在房价收入比整体偏高、对产业链拉动作用远不及三四线且住房预售条件高等制约“利用房地产拉动经济”的因素，因此下半年对一二线的房地产调控仍偏紧，并且如果货币宽松加码，一、二线的调控反而大概率会更严，而三四线由于过去几年高歌猛进推动棚改货币化刺激住房需求已在一定程度上透支了未来，新的刺激三四线住房需求的有效手段又尚未创造出来，三四线下行压力将持续。6 月 15 日，银保监会主席郭树清表示“我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升，相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为”。我们预计求“稳”将是下半年房地产政策主基调，在求“稳”大环境下，一、二线楼市热度大概率不及上半年，三四线仍将延续缓慢下行趋势，维持全行业全年销售面积-5%增长的判断。

与市场预期不同之处

市场主流观点对于地产股或过于悲观、或过于乐观，过于悲观者认为房地产大周期已见顶，属于夕阳产业，地产股没有什么配置价值，而过于乐观者则认为“下半年在‘稳增长’压力下，货币宽松的力度和节奏会进一步加大、加快，房地产调控亦会有所放松，从而有望带来地产股的较大级别行情”。

而我们认为：对于下半年地产股的走势预判，过于悲观及过分乐观均不可取，预计下半年地产股整体走势波动不大，符合“低估值+双增长”的品种或会相对强势。

股价变化的催化因素

房地产政策放松以及供需两端融资成本持续下行。

核心假设或逻辑的主要风险

- 一、市场的风险：若房地产行业降温超出市场预期而政策又迟迟不转暖；
- 二、研究框架的风险：上述策略建议所基于的研究框架为《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》，其核心假设在于——商品住宅开发仍是中国的支柱产业。若中短期崛起一个市场容量与商品住宅开发一样巨大、且能替代商品住宅开发对中国宏观经济拉动作用的行业，则上述研究框架失效，相应地策略建议亦失效。

内容目录

研究框架及前期策略回顾	5
研究框架.....	5
《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》于 2019 年上半年继续被验证.....	5
2019 年前 5 个月一、二线销售回暖，三、四线降温	6
一、二线销售回暖.....	6
三四线销售降温.....	11
货币宽松边际效用递减的信号初现	13
5 月热门城市新房二手房成交环比放缓.....	13
土地市场热度略有降温.....	14
开盘去化率及“上门指数”均有明显回落.....	14
统计局披露的 5 月数据出现不同程度的回落.....	15
宏观数据回落及零售、汽车等其他行业的数据走弱.....	16
求“稳”将是下半年房地产政策主基调	17
宏观杠杆压力或制约地产政策放松预期.....	17
政策已出现微妙变化.....	19
预计政策求“稳”将是下半年的主基调.....	20
优选“低估值+双增长”个股	21
风险	22
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

图 1: 区瑞明地产 A 股小周期理论框架	5
图 2: 2019 年上半年策略回顾	6
图 3: 一线城市新房销售面积同比增速	7
图 4: 北京新房销售面积同比增速	7
图 5: 上海新房销售面积同比增速	7
图 6: 广州新房销售面积同比增速	7
图 7: 二线城市新房销售面积同比增速	7
图 8: 天津新房销售面积同比增速	8
图 9: 南京新房销售面积同比增速	8
图 10: 武汉新房销售面积同比增速	8
图 11: 苏州新房销售面积同比增速	8
图 12: 厦门新房销售面积同比增速	8
图 13: 福州新房销售面积同比增速	8
图 14: 南昌新房销售面积同比增速	9
图 15: 郑州新房销售面积同比增速	9
图 16: 南宁新房销售面积同比增速	9
图 17: 廊坊新房销售面积同比增速	9
图 18: 东莞新房销售面积同比增速	9
图 19: 珠海新房销售面积同比增速	9
图 20: 房贷利率持续回落	10
图 21: 三四线新房销售面积同比增速	12
图 22: 历年全国棚改计划开工套数	12
图 23: 当月新增抵押补充贷款 (PSL) (亿元)	13
图 24: 部分热门城市 5 月新房成交放缓	13
图 25: 部分热门城市 5 月二手房成交环比放缓	14
图 26: 百城住宅用地成交同比、环比情况	14
图 27: 全国百城土地溢价率情况	14
图 28: 重点 21 城开盘去化率回落	15
图 29: 客户上门指数回落	15
图 30: 商品房销售面积累计同比增速	15
图 31: 商品房销售额累计同比增速	15
图 32: 房屋新开工面积累计同比增速	16
图 33: 房地产投资累计同比增速	16
图 34: 固定资产完成额累计同比增速回落	16
图 35: 私营工业企业利润总额累计同比回落	16
图 36: 私营企业工业增加值累计同比回落	16
图 37: 汽车数据走弱	17
图 38: 零售数据走弱	17
图 39: 实体经济部门杠杆率创新高	17
图 40: 居民部门杠杆率创新高	17
图 41: 一二线城市房价收入比整体偏高	18
图 42: 人均债务/人均可支配收入比较	18
图 43: 居民部门债务占 GDP 比重(居民部门杠杆率)比较	19
图 44: 部分省、直辖市居民部门杠杆率超过我国平均水平	19
图 45: 预计全行业全年商品房销售面积累计同比增速-5%	21
表 1: 人民币存款准备金率 (%)	10
表 2: 2019 年 1-5 月销售额累计增速超过 10%的重点覆盖公司一览 (按 1-5 月增速排序)	21
表 3: 2019 年 wind 一致预期归母净利润增速大于 20%的重点覆盖公司一览 (按 2019E 增速排序)	22
表 4: 重点覆盖公司未来两年动态 PE 一览	22

研究框架及前期策略回顾

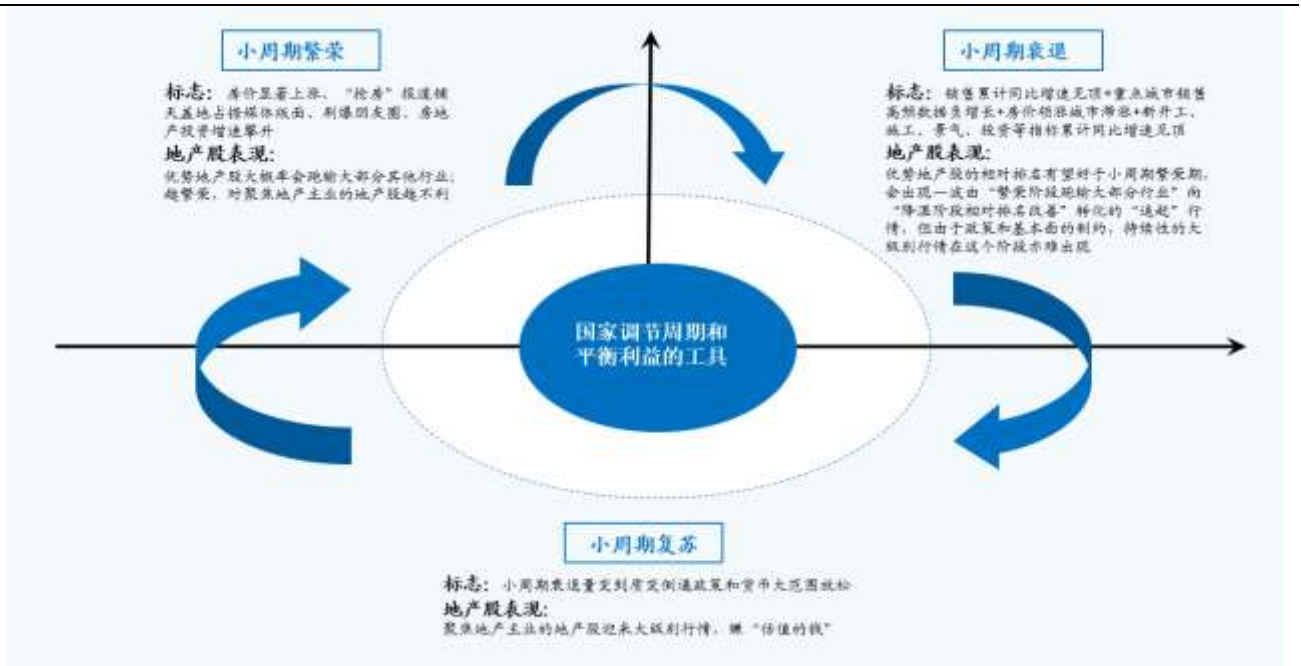
研究框架

A 股优势地产股的业务模式趋同，因此行情一致性比较强，涨时同涨、跌时同跌，差异主要在涨跌幅。我们自上而下择时、预判地产 A 股整体行情趋势，所采用的研究框架是孕育于 2008 年底、成型于 2012 年的《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》。

《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》核心要点：

- 一、中国房地产业市场容量巨大，是毋庸置疑的支柱产业，其根本制度是“土地公有制”；
- 二、正因其支柱地位，且土地公有，中国房地产就有条件、亦必然成为国家“调节周期”和“平衡利益”的工具，这是中国房地产业的本质特征。所谓“调节周期”是指“当行业降温、经济增长面临较大压力时，政府大概率会刺激、扶持房地产”；所谓“平衡利益”是指“当房价显著上涨、购房需求过热、房地产投资累计同比增速居于高位时，政府大概率会从防范风险的角度、兼顾其他行业的利益，出手抑制房地产过热，阶段性打压”；
- 三、上述一、二点决定了中国房地产业的核心驱动因子是“制度红利”（行业政策）和“资源红利”（房企拿地成本）；
- 四、上述一、二、三点决定了“政策预期”是自上而下择时 A 股优势地产股的关键催化剂。

图 1：区瑞明地产 A 股小周期理论框架



资料来源：国信证券经济研究所整理

《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》于 2019 年上半年继续被验证

上半年策略观点回顾：

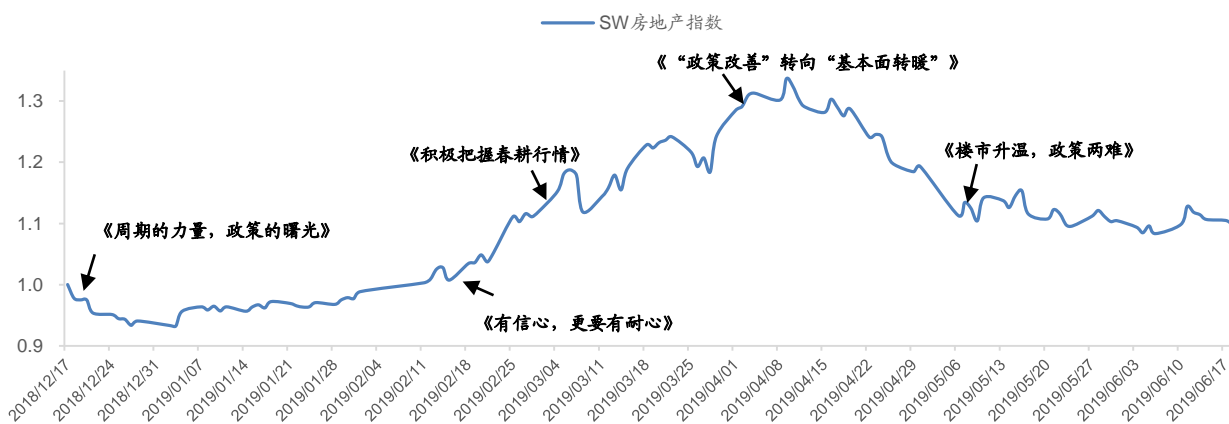
- 一、我们于 2018 年 12 月 17 日发布的年度策略《周期的力量，政策的曙光》中重申 2018 年四季度以来对优势地产股乐观的观点，并于 2019 年 1 季度陆续发表《有信心，更要有耐心》、《积极把握春耕行情》，看多地产股的机会并建议加大对地产股的配置。

二、我们于 2019 年 4 月 8 日开始偏谨慎，陆续发布《“政策改善”转向“基本面回暖”》、《楼市升温，政策两难》，从建议“加大对地产股的配置”转变为建议“机构投资者拿住手中的筹码”。

从板块表现看，《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》的有效性在 2019 年上半年继续被验证：

- 一、2018 年 10 月 18 日至 2019 年 4 月 7 日，申万房地产指数涨幅达 52.7%，跑赢沪深 300 高达 22.4 个百分点，取得了显著的绝对收益及相对收益，优势地产股涨幅尤为显著：新城控股涨 108.4%、中南建设涨 91.8%、金地集团涨 82.6%、蓝光发展涨 78.5%、荣盛发展涨 69.9%、阳光城涨 68.0%、华侨城 A 涨 64.8%、金科股份涨 54.2%、华夏幸福涨 53.0%、万科 A 涨 51.8%、招商蛇口涨 44.9%、保利地产涨 33.7%；
- 二、2019 年 4 月 8 日至今，申万房地产指数跌幅达 13.8%，跑输沪深 300 达 8.2 个百分点，其中阳光城跌 18.9%、荣盛发展跌 15.3%、金科股份跌 14.9%、蓝光发展跌 14.4%、金地集团跌 14.1%。

图 2：2019 年上半年策略回顾



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

2019 年前 5 个月一、二线销售回暖，三、四线降温

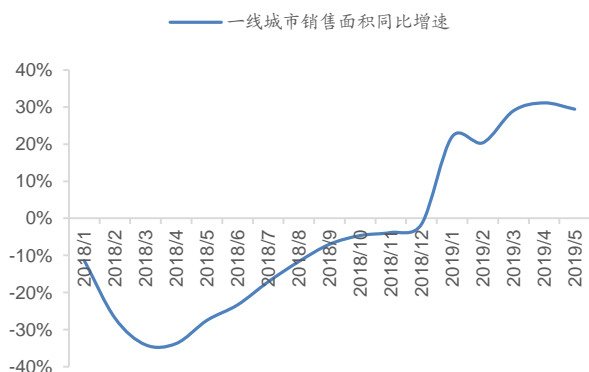
一、二线销售回暖

进入 2019 年以来，一、二线销售明显回暖——

一、根据中指院提供的新房销售数据：

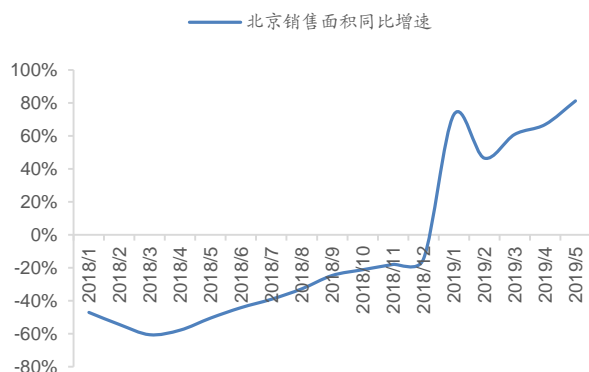
1. 2019 年 1-5 月，一线城市新房销售面积同比增速 29%，较 2018 年全年增速上升 31 个百分点。分城市来看，2019 年 1-5 月北京销售面积同比增速 81%，较 2018 年全年增速上升 96 个百分点；上海销售面积同比增速 15%，较 2018 年全年增速上升 15 个百分点；广州销售面积同比增速 23%，较 2018 年全年增速上升 22 个百分点；

图 3: 一线城市新房销售面积同比增速



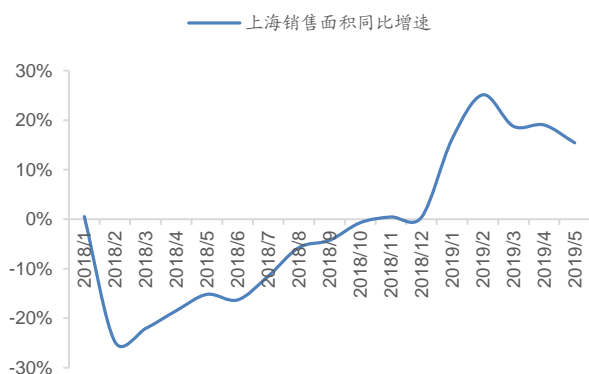
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 4: 北京新房销售面积同比增速



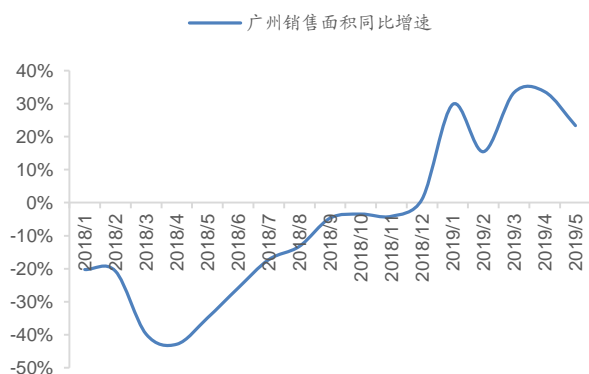
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 5: 上海新房销售面积同比增速



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

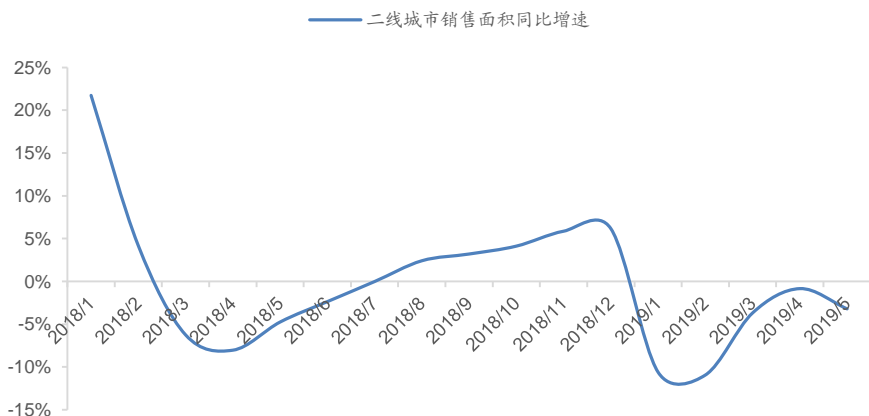
图 6: 广州新房销售面积同比增速



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

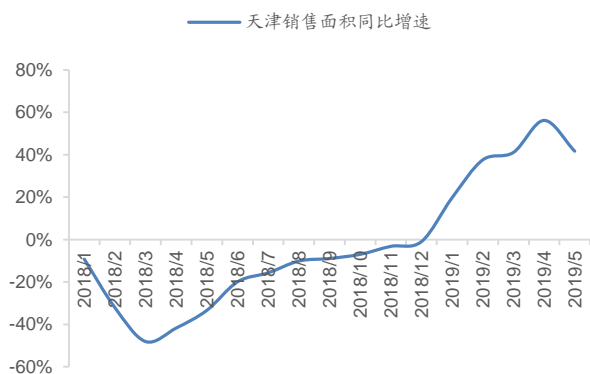
2. 进入 2019 年 2 月份, 二线城市新房销售开始触底回升, 2019 年 1-5 月二线城市新房销售面积同比增速-3%, 较 2 月上升 7.4 个百分点。分城市来看, 重点二线城市如天津、南京、武汉、苏州、厦门、福州、南昌、郑州、南宁等城市回暖均较为明显, 部分都市圈内的三线城市如廊坊、东莞、珠海等亦回暖显著。

图 7: 二线城市新房销售面积同比增速



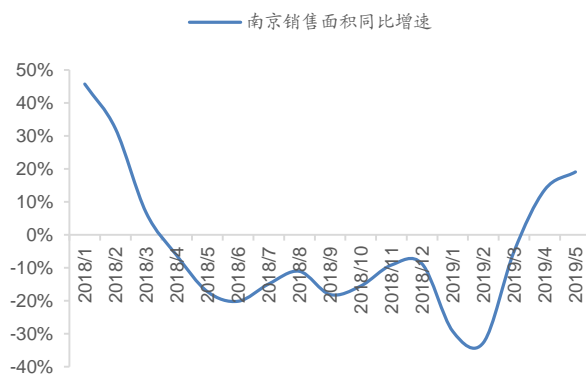
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 8: 天津新房销售面积同比增速



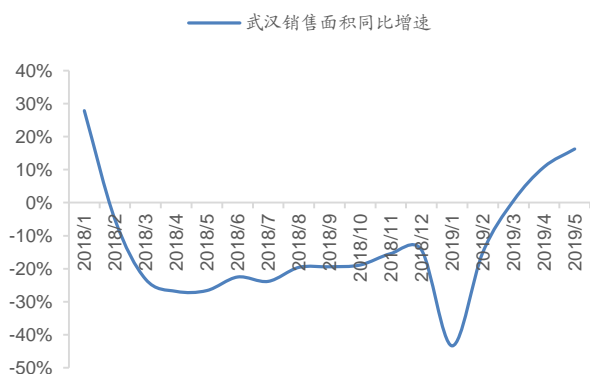
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 9: 南京新房销售面积同比增速



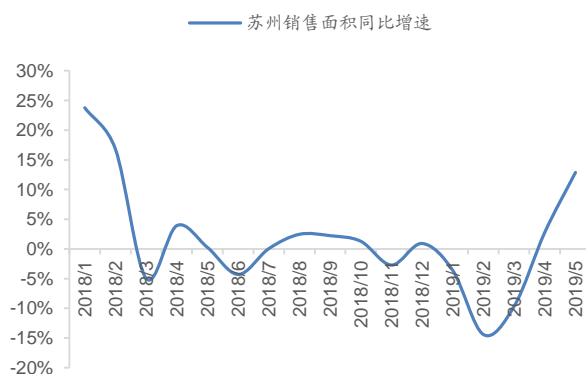
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 10: 武汉新房销售面积同比增速



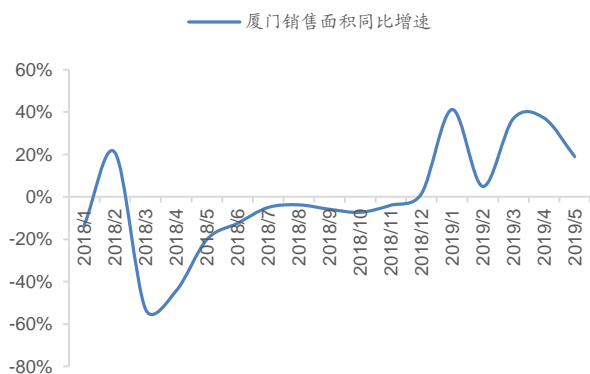
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 11: 苏州新房销售面积同比增速



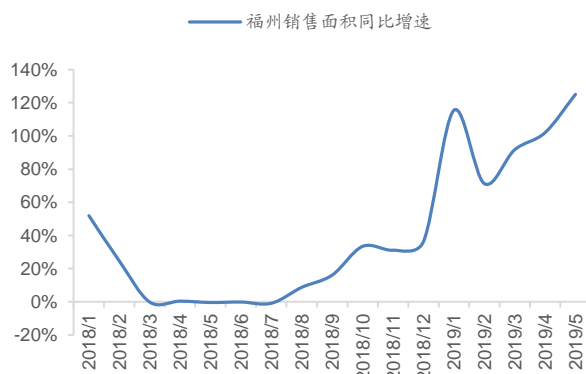
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 12: 厦门新房销售面积同比增速



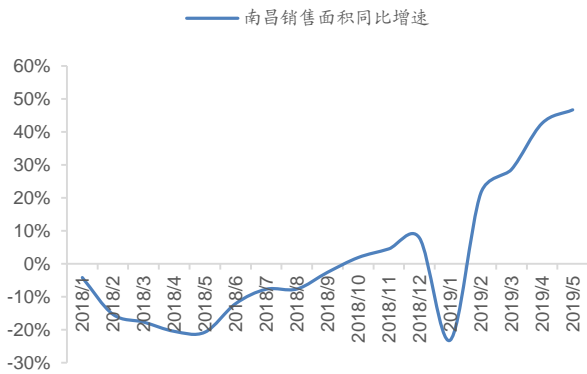
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 13: 福州新房销售面积同比增速



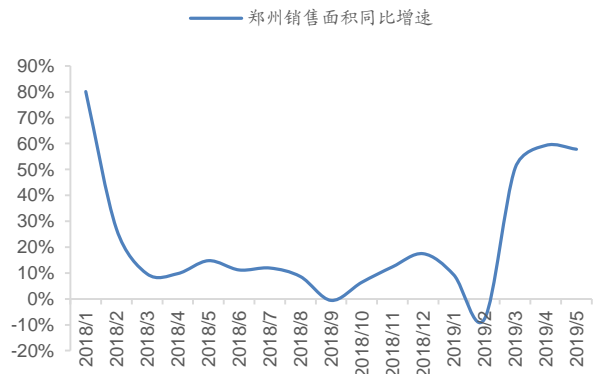
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 14: 南昌新房销售面积同比增速



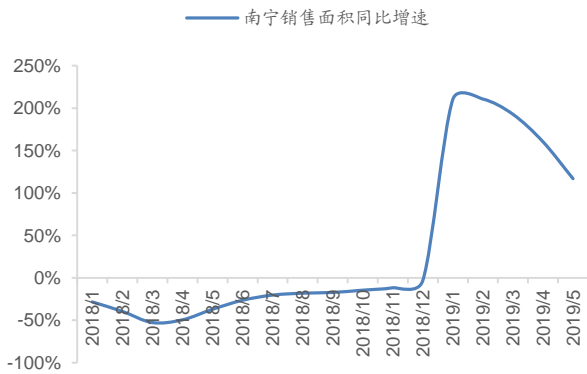
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 15: 郑州新房销售面积同比增速



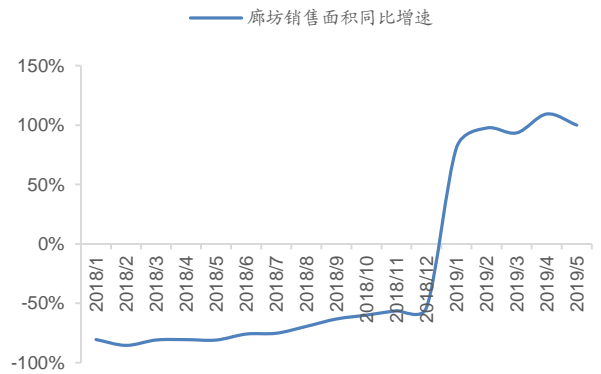
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 16: 南宁新房销售面积同比增速



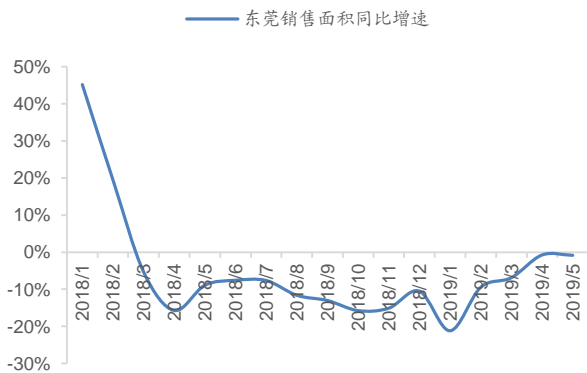
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 17: 廊坊新房销售面积同比增速



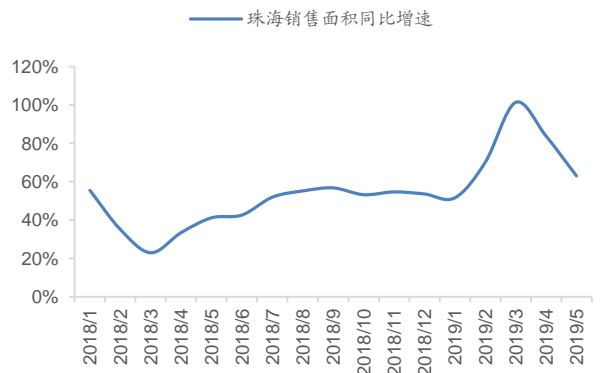
资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 18: 东莞新房销售面积同比增速



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 19: 珠海新房销售面积同比增速



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

二、热门城市二手房销售显著回暖:

1. 根据苏州乐居报道, 2019年1月苏州二手房签约冲高再攀 8000 套大关, 环比增加 18%, 几乎达到 2018 年的高峰表现;
2. 根据城市金融报报道, 2019年3月北京二手住宅成交 16051 套, 环比大幅上涨 163.52%, 同比上涨 43.88%, 创下了近十个月以来的签约新纪录;

3. 根据新浪财经报道，上海 2019 年 3 月的二手房成交达 2.6 万套，达 26 个月来最高；
4. 根据深圳房地产信息平台公布的数据，深圳 2019 年 4 月单月二手房成交 7570 套，创下两年半新高。

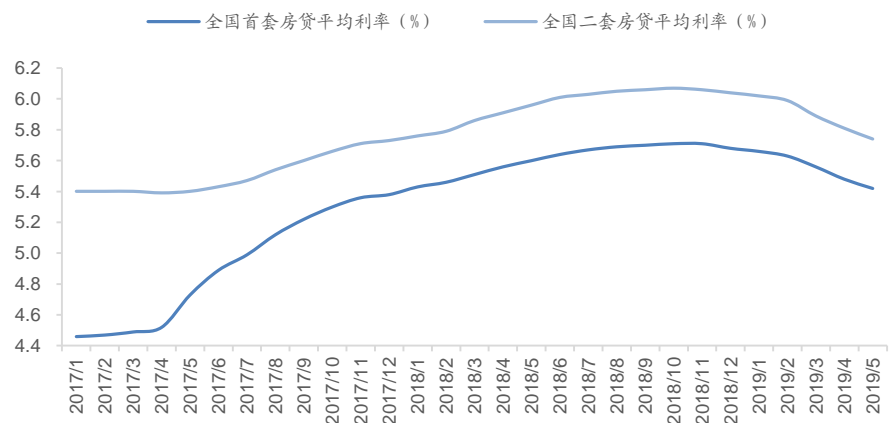
进入 2019 年以来，多方面因素促成了一、二线房地产销售的回暖。货币政策方面，自进入 2018 年 10 月份以来至今，已有三次降准，累计降幅达 200 个基点；融 360 显示房贷利率自 2018 年 10 月持续回落。

表 1: 人民币存款准备金率 (%)

降准时间	中小型存款类金融机构	大型存款类金融机构
2018-7-5	13.5	15.5
2018-10-15	12.5	14.5
2019-1-15	12	14
2019-1-25	11.5	13.5

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 房贷利率持续回落



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

自 2018 年 10 月以来，除了货币政策改善之外，一、二线城市政策也出现了边际改善，其他政策改善的信号还有：

- 1、2018 年国庆前后，厦门、杭州、苏州、合肥等地落户政策相继放宽；
- 2、据新华网报道，2018 年 10 月以来，北京共有 6 个非限价纯商品住宅获得预售证，其中包括 4 个报价超过 10 万元/平方米的项目，限价天花板突破。广州增城区、南沙区、花都区房屋销售价格将按照真实价格备案，限价政策放松
- 3、据《21 世纪经济报道》及《券商中国》获悉，2018 年 10 月以来北京、广州、杭州、佛山、深圳等房地产热门城市出现部分银行下调房贷利率的现象，且房贷审批有所加快；
- 4、2018 年 10 月 24 日，新华网对话清华大学房地产研究所所长刘洪玉教授，为房地产正名，强调房地产业对国家进步的贡献有目共睹且无法替代；
- 5、2018 年 10 月 26 日，中国银保监会发布《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》表示，取消保险资金开展股权投资的行业范围限制；
- 6、2018 年 12 月 11 日，辽宁省住房城乡建设厅正式下发《全省推动县城和新城新区房地产去库存工作方案》表示进一步推动县城和新城新区房地产去库存，到 2020 年，各县城、新城新区商品住宅库存去化周期回归到合理区间；
- 7、2018 年 12 月 12 日，国家发改委发布《关于支持优质企业直接融资进一步

增强企业债券服务实体经济能力的通知》支持信用优良、经营稳健、对产业结构转型升级或区域经济发展具有引领作用的优质企业发行企业债券，其中房地产企业需同时满足资产总额达 1500 亿元和营业收入达到 300 亿元；

- 8、2018 年 12 月 13 日，央行行长易纲出席“长安讲坛”表示“我们正在数量调控为主向价格调控为主的过程中”、“影子银行是必要补充，但要规范经营”；
- 9、2018 年 12 月 18 日，菏泽出台政策取消限售、放宽资金监管要求；
- 10、2018 年 12 月 19、21 日，广州、珠海分别出台政策放宽限售、限购门槛；
- 11、2018 年 12 月 19 日，杭州出台政策“外地户籍居民家庭在杭州限购范围内购买住宅的，自购房之日期 36 个月内连续 24 次社保或个税缴纳记录，允许出现累计补缴 3 次的情况”；
- 12、2018 年 12 月 21 日中央经济工作会议提出“进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期……”、“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制”、“夯实城市政府主体责任”；
- 13、2019 年 1 月 10 日，北京孙河两宗预出让宅地取消限价；
- 14、2019 年 2 月 22 日，合肥部分银行确认房贷已结清的，在购买第二套房时，房贷利率将按照首套房贷利率执行；
- 15、据财联社报道，2019 年 3 月 1 日，工行无锡分行向各支行、分行营业部下发通知表示，居民家庭首次购买普通住房申请个人住房贷款，最低首付比例下调至 30%；
- 16、据财联社获悉，2019 年 3 月，中信银行、北京银行在深圳已下调二手房房贷利率：中信银行二手房首套可做到在基准利率基础上上浮 8%，北京银行二手房首套可以做到上浮 8%、二套房上浮 12%，招商银行金葵花卡客户首套上浮 8%、二套上浮 11%。

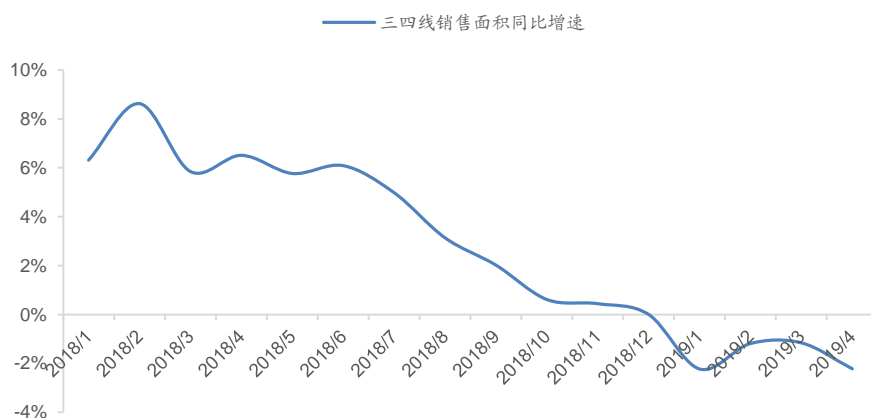
进入 2019 年 3 月以来，更多的城市推出落户条件放宽及人才政策：

- 1、2019 年 3 月，青岛对符合条件的人才发放一次性安家费；博士研究生 15 万元/人、硕士研究生 10 万元/人；住房补贴对象首次扩大到本科生；
- 2、2019 年 3 月，汕头对非制造类企业引进人才住房补助：全日制硕士每人每年 1.2 万元、博士每人每年 2.4 万元，共发 2 年；
- 3、2019 年 3 月，芜湖对在芜湖就业创业的人才在市区购买首套自住普通商品房且缴纳社保的，给予 1 万元-2 万元一次性安家补助，并按一定比例给予契税补贴；
- 4、2019 年 3 月，石家庄全面开放城区、城镇落户，配偶、子女、双方父母户口可一并随迁；
- 5、2019 年 3 月，海南发布新政，未在海南落户的引进人才在海南购买唯一住房，以及已在海南落户的引进人才在海南购房，申请商业性个人住房贷款的首付比例，均享受海南省户籍居民家庭同等待遇。
- 6、2019 年 4 月高碑店明确企业引进的毕业生、技术人员、管理人员、及企业法人、股东、董事、监事和社会团体公益组织发起人、负责人等允许购买一套商品房，但三年内不得上市交易；

三四线销售降温

进入 2019 年后，三四线新房销售面积同比转负，2019 年 1-5 月，三四线销售面积累计同比增速为-2%，保持低位，销售降温明显。

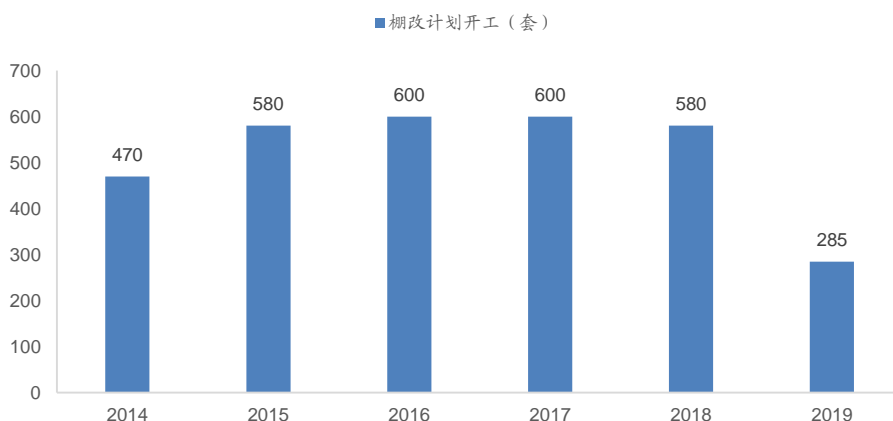
图 21: 三四线新房销售面积同比增速



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

由于三四线及以下城市整体上没有严厉的调控, 我们认为: 三四线楼市降温有多方面原因, 而棚改货币化目标及规模的减少导致住房需求放缓, 是其中一个重要原因。

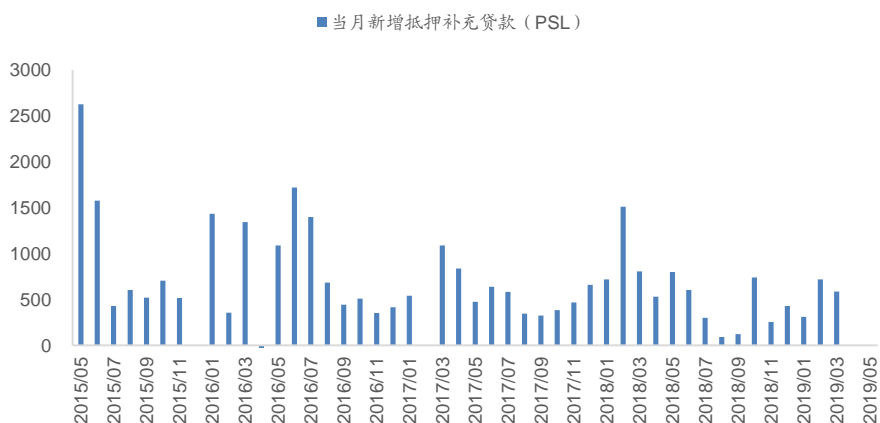
图 22: 历年全国棚改计划开工套数



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

政策性银行贷款是地方政府棚改货币化的主要资金来源, 主要包括国开行和农发行的棚改专项贷款, 抵押补充贷款 (PSL) 投放则是此类专项贷款的重要来源。自 2019 年以来, 当月新增抵押补充贷款 (PSL) 较前几年大幅减少, 4 月、5 月连续两个月新增抵押补充贷款为 0。

图 23: 当月新增抵押补充贷款 (PSL) (亿元)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

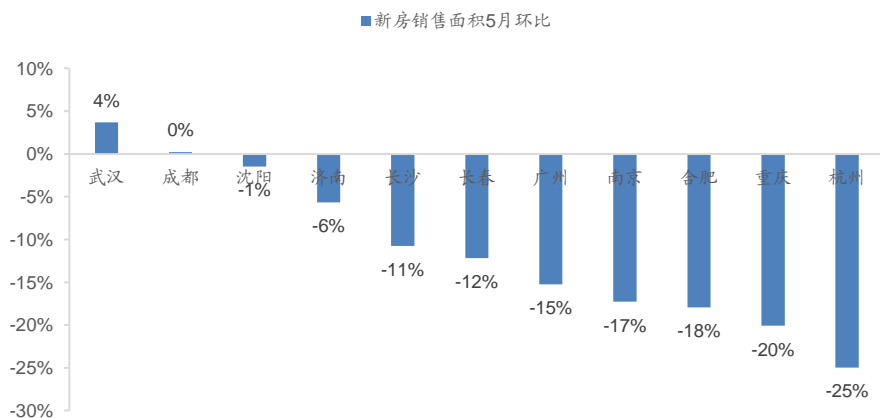
货币宽松边际效用递减的信号初现

2019 年, 进入 5 月以来, 货币宽松边际效用递减的信号初现, 主要体现在热门城市新房、二手房成交放缓, 土地市场热度放缓, 开盘去化率及“上门指数”回落, 统计局发布的各项房地产指标亦全面出现不同程度的回落。除房地产行业外, 宏观数据回落及零售、汽车等其他行业的数据走弱, 也说明了仅凭原有力度和节奏的货币宽松, 其边际效用或许正在递减。

5 月热门城市新房二手房成交环比放缓

进入根据中国指数研究院数据, 2019 年 5 月, 部分热门城市新房成交面积放缓, 其中, 武汉环比增长 4%, 成都环比持平, 沈阳环比下降 1%, 济南环比下降 6%, 长沙环比下降 11%, 长春环比下降 12%, 广州环比下降 15%, 南京环比下降 17%, 合肥环比下降 18%, 重庆环比下降 20%, 杭州环比下降 25%。

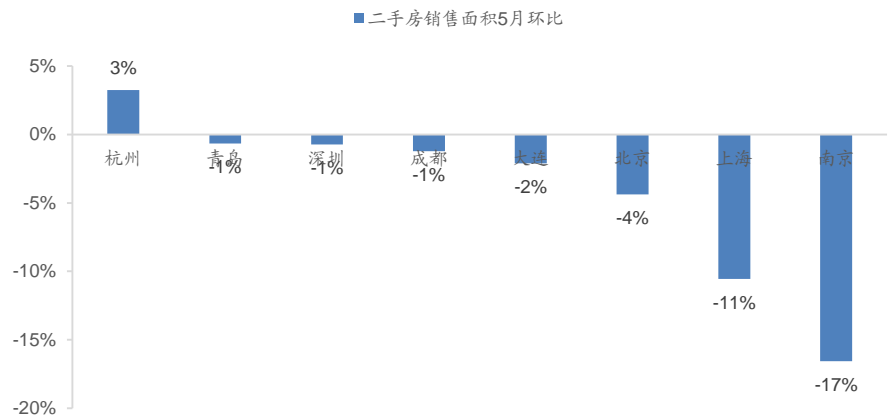
图 24: 部分热门城市 5 月新房成交放缓



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

二手房销售方面, 2019 年 5 月, 杭州环比增长 3%, 青岛、深圳、成都环比下降 1%, 大连环比下降 2%, 北京环比下降 4%, 上海环比下降 11%, 南京环比下降 17%。

图 25: 部分热门城市 5 月二手房成交环比放缓

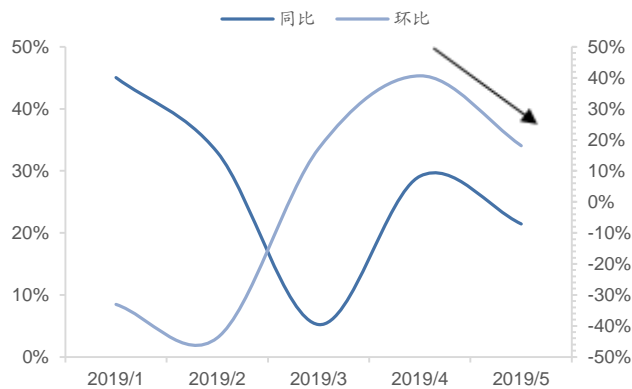


资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

土地市场热度略有降温

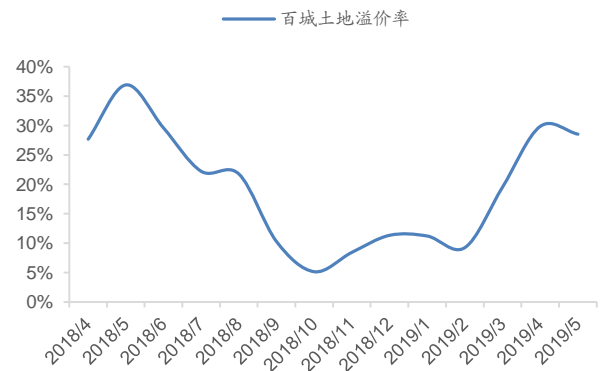
根据中国指数研究院数据, 2019 年 5 月全国百城住宅用地成交面积 6411 万平方米, 环比增长 18%, 增幅较 4 月减少 22.6 个百分点, 同比增长 21%, 增幅较 4 月减少 7.7 个百分点; 全国百城土地平均溢价率为 28.5%, 较 4 月减少 1.6 个百分点, 土地市场热度略有降温。

图 26: 百城住宅用地成交同比、环比情况



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

图 27: 全国百城土地溢价率情况



资料来源: 中国指数研究院、国信证券经济研究所整理

开盘去化率及“上门指数”均有明显回落

根据中原研究院监控的 21 个重点城市的数据, 进入 5 月以来, 单周开盘去化率虽然仍处在较好水平, 但也呈现出冲高回落的苗头。

根据世联行的监控数据, 进入 5 月以来, 客户上门指数呈明显下降趋势。

图 28: 重点 21 城开盘去化率回落



资料来源: 中原研究院、国信证券经济研究所整理

图 29: 客户上门指数回落



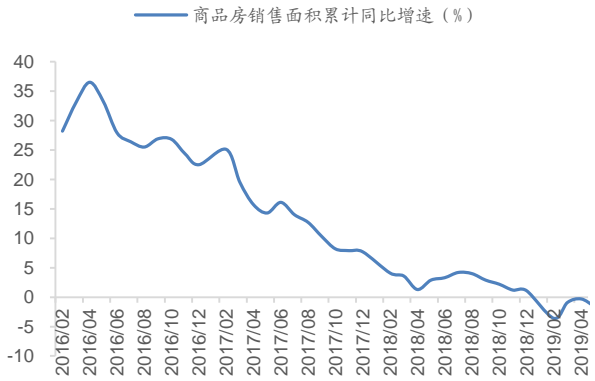
资料来源: 世联行、国信证券经济研究所整理

统计局披露的 5 月数据出现不同程度的回落

2019 年 1-5 月, 商品房销售面积累计同比增速-1.6%, 降幅较 1-4 月扩大 1.3 个百分点; 商品房销售额累计同比增速 6.1%, 较 1-4 月回落 2 个百分点, 销售面积与销售额增速自 2019 年以来首次回落; 新开工面积累计同比增速 10.5%, 较 1-4 月回落 2.6 个百分点, 同样自 2019 年以来首次回落; 房地产投资累计同比增速 11.2%, 较 1-4 月回落 0.7 个百分点。

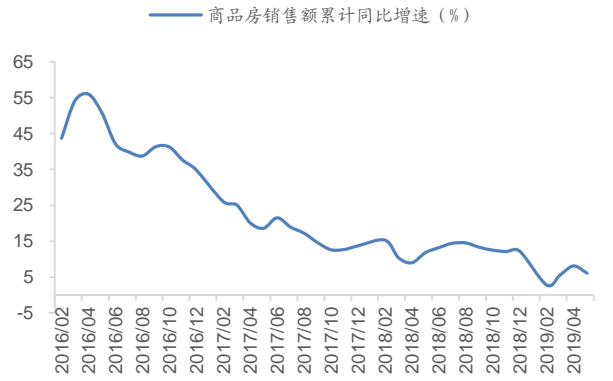
从单月数据看, 5 月单月商品房销售面积同比增速-5.5%, 较 4 月下降 6.8 个百分点; 商品房销售额同比增速 0.6%, 较 4 月下降 13.3 个百分点; 新开工面积同比增速 4%, 较 4 月下降 11.5 个百分点。

图 30: 商品房销售面积累计同比增速



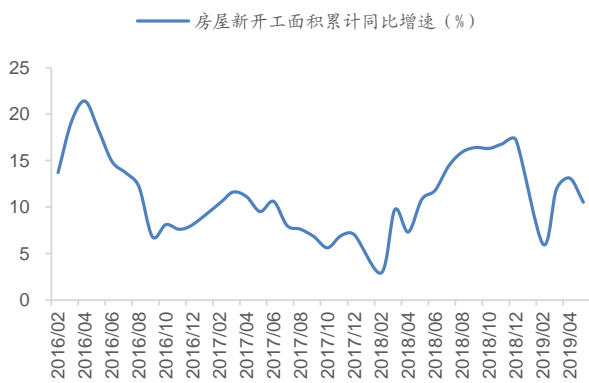
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 31: 商品房销售额累计同比增速



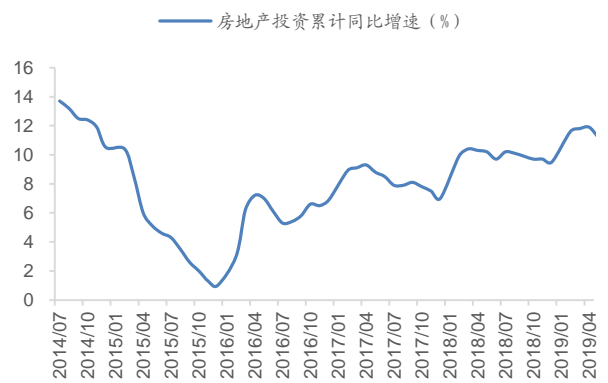
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 32: 房屋新开工面积累计同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 33: 房地产投资累计同比增速

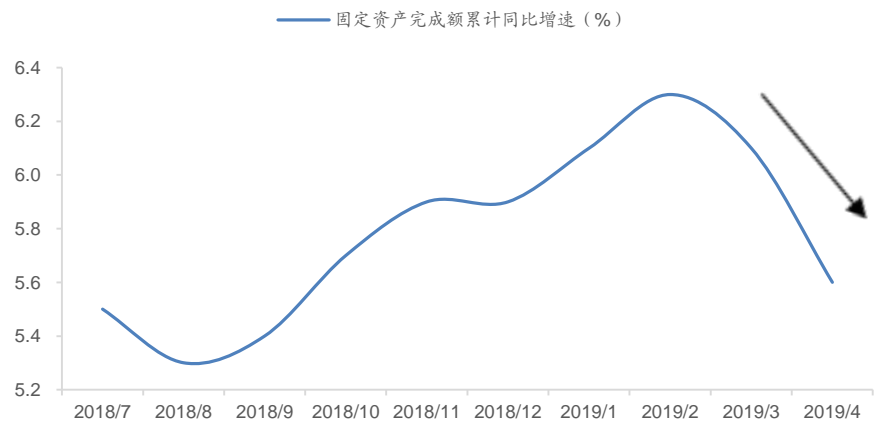


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

宏观数据回落及零售、汽车等其他行业的数据走弱

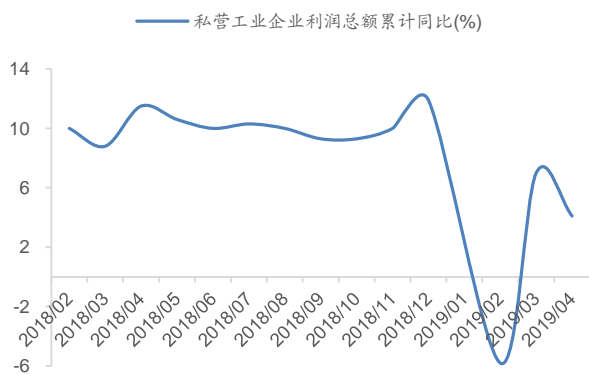
除了地产行业数据以外，宏观数据回落及其他行业数据走弱亦能反映货币宽松边际效用递减。根据统计局数据，固定资产完成额累计同比增速在 2019 年 2 月冲高后持续回落，私营工业企业利润总额累计同比增速及私营企业工业增加值累计同比增速亦在一季度末回落，而如汽车、零售等行业的数据则在不断走弱，货币宽松边际效用递减。

图 34: 固定资产完成额累计同比增速回落



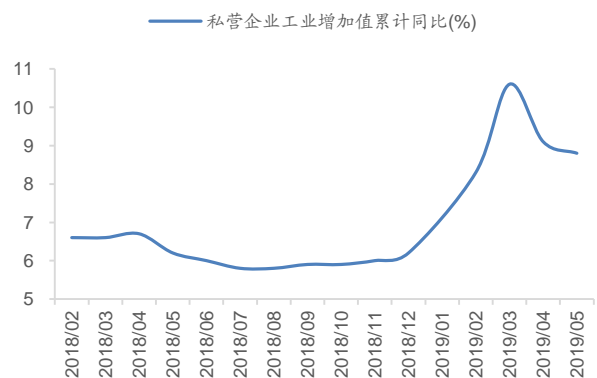
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 35: 私营工业企业利润总额累计同比回落



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 36: 私营企业工业增加值累计同比回落



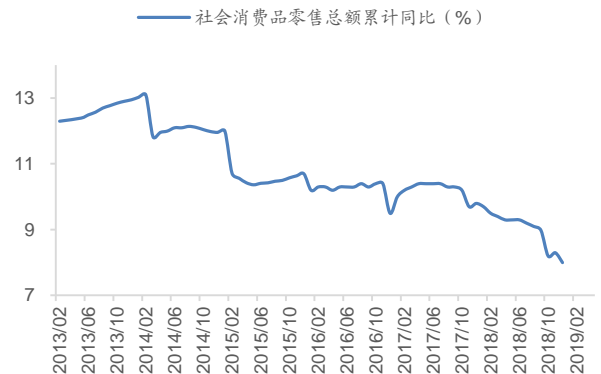
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 37: 汽车数据走弱



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 38: 零售数据走弱



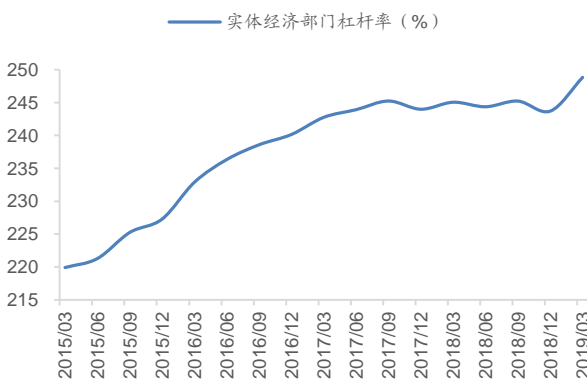
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

求“稳”将是下半年房地产政策主基调

宏观杠杆压力或制约地产政策放松预期

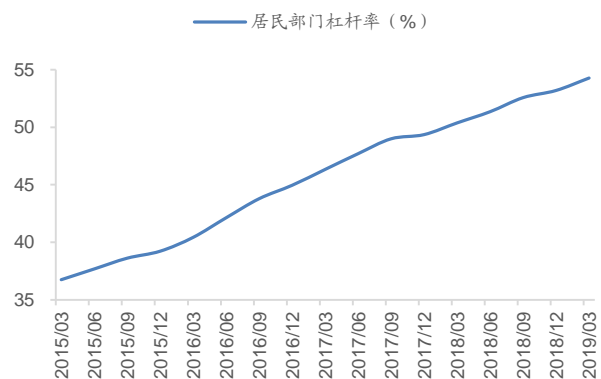
如上所述，前期货币宽松已初露边际效用递减的信号，因此 5 月以来市场也出现了“政府或进一步加大货币宽松力度、加快货币宽松节奏”的预期。但由于一季度宏观杠杆率已创下历史新高，加上前期楼市升温主要发生在一、二线城市，而一、二线城市又普遍存在房价收入比整体偏高、对产业链拉动作用远不及三四线且住房预售条件高等制约“利用房地产拉动经济”的因素，因此下半年对一二线的房地产调控仍偏紧，并且如果货币宽松加码，一、二线的调控反而大概率会更严，而三四线由于过去几年高歌猛进推动棚改货币化刺激住房需求已在一定程度上透支了未来，新的刺激三四线住房需求的有效手段又尚未创造出来，三四线下行压力将持续。

图 39: 实体经济部门杠杆率创新高



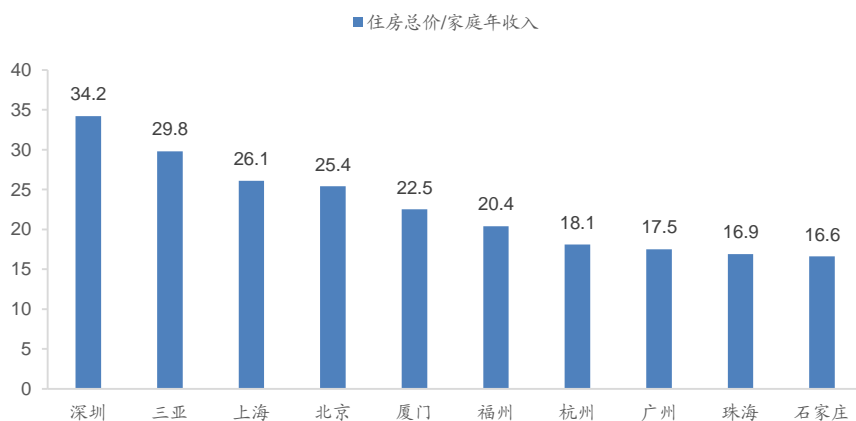
资料来源: wind、国家资产负债表研究中心、国信证券经济研究所整理

图 40: 居民部门杠杆率创新高



资料来源: wind、国家资产负债表研究中心、国信证券经济研究所整理

图 41：一二线城市房价收入比整体偏高



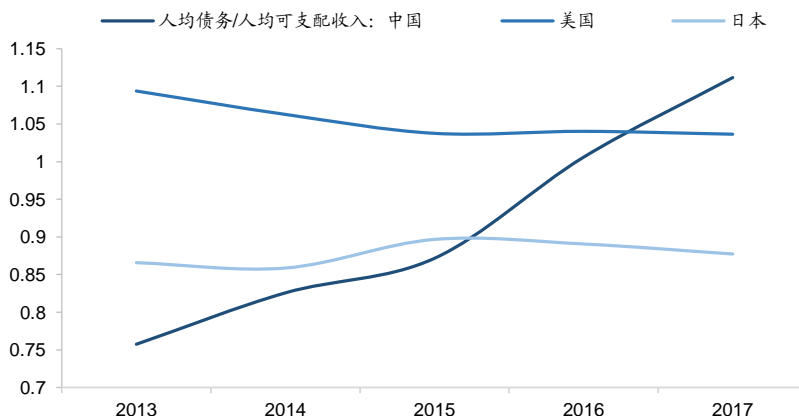
资料来源：易居研究院、国信证券经济研究所整理

6月15日，银保监会主席郭树清表示“我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升，相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为”。

郭主席强调“必须正视一些地方房地产金融化问题。近些年来，我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升，相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。更严重的是，新增储蓄资源一半左右投入到房地产领域。房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为，使其泡沫化问题更趋严重。当你买一套房子自己居住，意味着你每个月都有一笔等额的市场租金收入，同时有一笔等额的消费支出，也意味着你的住房生产出等额的增加值；如果你再买一套住房出租，同样有收入和产出；但是当你买了房子只用于投资或投机，并不出租，那就是一堆闲置的水泥、钢筋和砖头。房地产市场具有很强的区域性特征，不同地区房价有涨有跌都很正常。但是，‘房子是用来住的，不是用来炒的’。历史证明，凡是过度依赖房地产实现和维持经济繁荣的国家，最终都要付出沉重代价，凡是靠盲目投资投机房地产来理财的居民和企业，最终都会发现其实很不划算。”

从人均可支配角度看我国居民杠杆率可以发现，我国“人均债务/人均可支配收入”近年来增速较快，截至2017年已超过美国和日本的水平，若继续提升，可能引发偿债风险。

图 42：人均债务/人均可支配收入比较

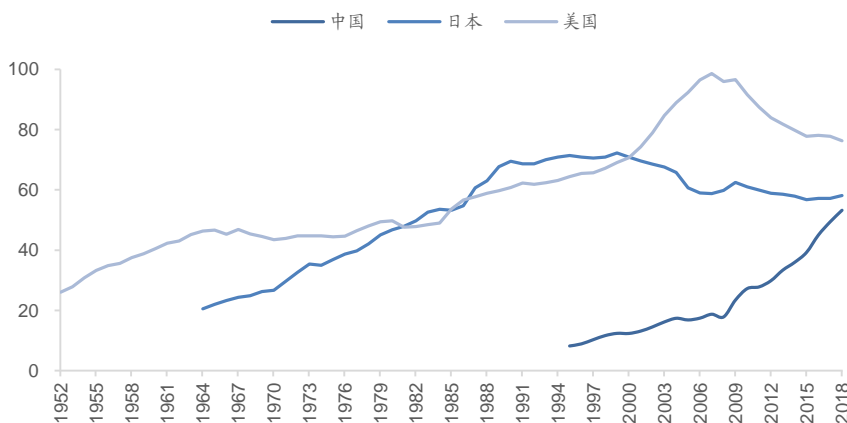


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

从居民部门债务占GDP比重角度看我国居民杠杆率可以发现，我国居民部门债

务比重近年上涨较快，截至 2018 年末我国居民部门杠杆率为 53.2%。根据国家统计局发布的《2018 年国民经济和社会发展统计公报》显示，我国 2018 年人均 GDP 按汇率折算为 9768.8 美元，而日本、美国接近该 GDP 水平分别为 1982 年和 1977 年（日本 1982 年人均 GDP 为 9539 美元，美国 1977 年人均 GDP 为 9450 美元）。若按相似的人均 GDP 水平对比居民部门杠杆率，截至 2018 年末我国居民部门杠杆率已超过日本、美国（日本 1982 年居民部门杠杆率为 49.7%、美国 1977 年居民部门杠杆率为 46.4%）。

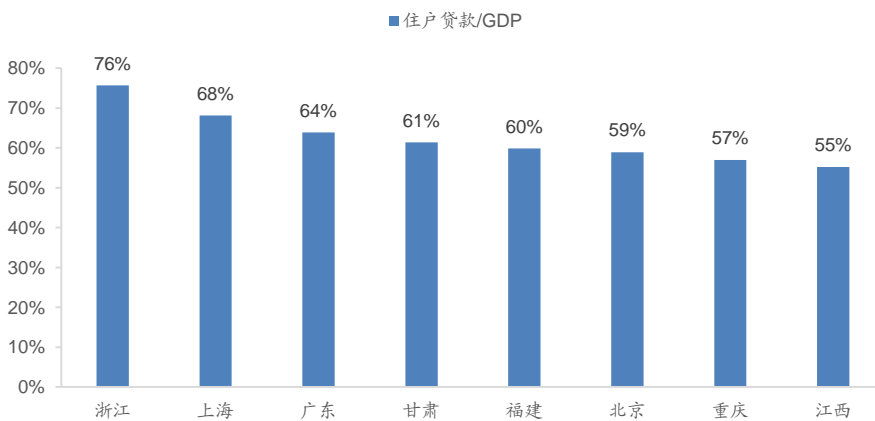
图 43: 居民部门债务占 GDP 比重(居民部门杠杆率)比较



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

我们用“住户贷款/GDP”这一指标分地域比较，截至 2018 年末，浙江、上海、广东、甘肃、福建、北京、重庆、江西居民部门杠杆率较高，分别达到 76%、68%、64%、61%、60%、59%、57%、55%，超过我国平均水平。

图 44: 部分省、直辖市居民部门杠杆率超过我国平均水平



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

政策已出现微妙变化

当 2019 年一季度以来部分热点城市楼市出现过热征兆时，政策已出现微妙变化：

- 一、4 月 10 日，合肥市住房保障和房产管理局就进一步规范商品房销售行为发布紧急通知，打击炒房，严禁哄抬房价、捂盘惜售等行为；
- 二、4 月 16 日，财政部发布《关于下达 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》，2019 年 37 个省市棚改套数共计 285.29 万套，较 2018 年计划改造套数减少近 51%。

三、4月18日，长沙下发了《关于调整长沙市第二套住房交易环节契税政策的通知》，自2019年4月22日起，在长沙市范围内停止执行对家庭第二套改善性住房的契税优惠政策，即对个人购买家庭第二套改善性住房，按4%的税率征收契税。家庭第二套改善性住房是指已拥有一套住房的家庭，购买的家庭第二套住房；

四、据新华社4月19日消息，近期住房和城乡建设部会同国务院发展研究中心对2019年第一季度房地产市场运行情况开展了专题调研，按照稳妥实施房地产长效机制方案确定的月度分析、季度评价、年度考核的要求，住房和城乡建设部对2019年第一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示；

五、4月19日中共中央政治局召开会议，重申坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制；

六、辽宁丹东市政府办公室印发《关于进一步做好房地产市场稳定工作的通知》，从4月27日起，对非本地户籍家庭购买新建商品住房实行限购政策，在市区范围内允许购买1套新建商品住房，对于本地和非本地户籍家庭，需在市区内购买住房，自网签购房合同备案满5年，并取得不动产权证书后方可上市交易，市区范围内的新建商品住房申报预售价格备案，备案价格不得高于周边同质可比房屋的当期网签销售均价，对于在售商品住房的销售价格，同一楼盘商品住房销售价格每月环比涨幅不得超过0.6%；

七、4月28日，深圳市住房公积金管理中心发布《深圳市住房公积金提取管理规定》，主要调整租房提取额度将差异化安排，限制交易类型，以及共有产权类住房将可申请公积金贷款等；

八、5月6日，国家发展改革委召开专题新闻发布会，国家发改委规划司司长陈亚军在新闻发布会上指出，放宽落户不等于放松对房地产的调控；

九、5月16日苏州出台《市政府关于进一步促进全市房地产市场持续稳定健康发展的补充意见》，学区房调整为9年1学位；

十、根据新华社5月18日报道，住建部于4月19日对6个城市进行预警提示的基础上，又对近3个月新建商品住宅、二手住宅价格指数累计涨幅较大的佛山、苏州、大连、南宁4个城市进行了预警提示；

十一、5月18日银保监会发文，明确了整治违规向房企“输血”的乱象；

十二、根据海南省六部门5月22日发布新规，明确要求新建乡村民宿必须坚持逢建必报，严禁以开办乡村民宿名义变相发展房地产；

十三、据《新浪财经》报道，6月14日中国人民银行成都分行发出紧急通知，“要求各家银行一手房首套按揭利率不得低于上浮15%，二套房不得低于上浮20%”；

十三、6月20日，西安限购升级，非西安市户籍居民家庭在西安住房限购区域内无住房且能够提供5年以上（含5年）个人所得税或社会保险证明的，方可购买1套商品住房或二手住房；

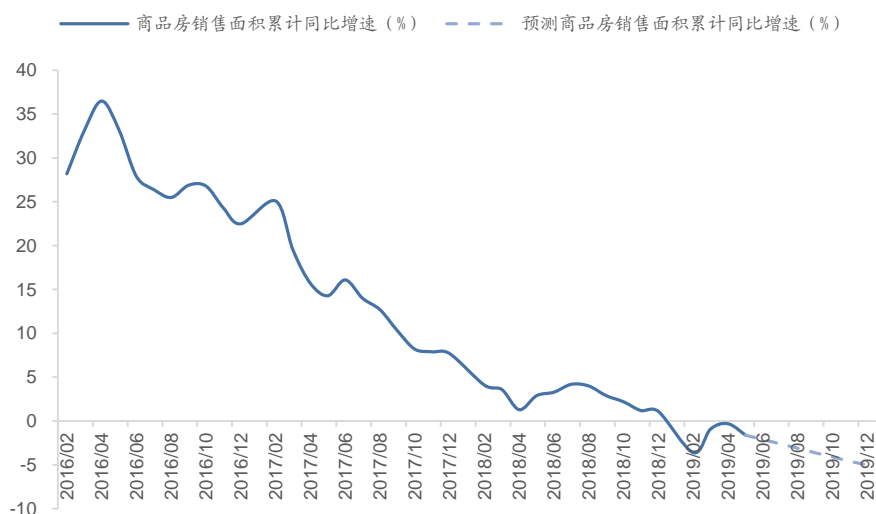
十四、据《华夏时报》6月20日报道，中国银行在杭州率先上调首套房房贷利率，从原本的基准利率上浮5%增加到上浮8%；

十五、据《乐居买房》报道，6月20日苏州多家银行住房按揭贷款停止放贷，放款时间延长。

预计政策求“稳”将是下半年的主基调

我们预计求“稳”将是下半年房地产政策主基调，在求“稳”大环境下，一二线城市热度大概率不及上半年，三四线仍将延续缓慢下行趋势，维持全行业全年销售面积0-5%增长的判断。

图 45: 预计全行业全年商品房销售面积累计同比增速-5%



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

优选“低估值+双增长”个股

截至 2019 年 5 月末, 大部分优势房企取得了非常可观的销售增长, 在我们已覆盖的公司中, 金科股份、新城控股、华润置地、阳光城、金地集团、旭辉控股集团 1-5 月销售额分别取得了 42%、38%、37%、36%、33%、30% 的增长。

表 2: 2019 年 1-5 月销售额累计增速超过 10% 的重点覆盖公司一览 (按 1-5 月增速排序)

序号	公司代码	公司名称	2019 年 1-5 月销售额(亿元)	2019 年 1-5 月销售额累计增速	2018 年销售额(亿元)	2018 年销售额累计增速
1	000656.SZ	金科股份	583	42%	1188	81%
2	601155.SH	新城控股	929	38%	2211	75%
3	1109.HK	华润置地	903	37%	2107	39%
4	000671.SZ	阳光城	673	36%	1629	78%
5	600383.SH	金地集团	647	33%	1623	15%
6	0884.HK	旭辉控股集团	661	30%	1520	46%
7	000961.SZ	中南建设	621	27%	1466	52%
8	600048.SH	保利地产	1890	22%	4048	31%
9	3380.HK	龙光地产	345	19%	718	65%
10	002146.SZ	荣盛发展	320	12%	1016	50%
11	0960.HK	龙湖集团	842	11%	2006	29%

资料来源: wind、克而瑞、国信证券经济研究所整理

根据 wind 一致预期, 优势房企未来将延续较高的利润增速, 其中中南建设、融创中国、蓝光发展、中国恒大、阳光城 2019 年 wind 一致预期归母净利润增速分别为 93%、62%、49%、42%、40%。

表 3: 2019 年 wind 一致预期归母净利润增速大于 20%的重点覆盖公司一览 (按 2019E 增速排序)

序号	公司代码	公司名称	归母净利润 2019E (亿元)	同比增速	归母净利润 2020E (亿元)	同比增速
1	000961.SZ	中南建设	42	93%	72	70%
2	3301.HK	融信中国	35	62%	45	30%
3	600466.SH	蓝光发展	33	49%	51	54%
4	3333.HK	中国恒大	529	42%	663	25%
5	000671.SZ	阳光城	42	40%	57	35%
6	000656.SZ	金科股份	51	32%	64	24%
7	601155.SH	新城控股	136	30%	175	28%
8	0884.HK	旭辉控股集团	70	30%	87	24%
9	600340.SH	华夏幸福	152	29%	197	30%
10	1813.HK	合景泰富集团	52	29%	64	22%
11	3380.HK	龙光地产	104	28%	130	25%
12	1628.HK	禹洲地产	44	28%	54	23%
13	002146.SZ	荣盛发展	96	27%	119	23%
14	600048.SH	保利地产	232	23%	282	21%
15	2007.HK	碧桂园	419	21%	492	17%
16	600383.SH	金地集团	97	20%	114	18%

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

经过两个多月的调整, 优势地产股的估值水平已经下降至较低水平——

A 股方面: 荣盛发展、华侨城 A、金地集团、蓝光发展 2019 年动态 PE 分别为 4.5、4.8、5.7、5.8 倍;

港股方面: 禹洲地产、融信中国、合景泰富集团、旭辉控股集团、中国恒大、碧桂园 2019 年动态 PE 分别为 3.4、4.2、4.8、5.0、5.4、5.5 倍。

表 4: 重点覆盖公司未来两年动态 PE 一览

序号	公司代码	公司名称	PE (2019E)	PE (2020E)
1	1628.HK	禹洲地产	3.4	2.9
2	3301.HK	融信中国	4.2	3.4
3	002146.SZ	荣盛发展	4.5	3.6
4	000069.SZ	华侨城 A	4.8	4.2
5	1813.HK	合景泰富集团	4.8	3.9
6	0884.HK	旭辉控股集团	5.0	4.2
7	3333.HK	中国恒大	5.4	4.4
8	2007.HK	碧桂园	5.5	4.9
9	600383.SH	金地集团	5.7	4.8
10	600466.SH	蓝光发展	5.8	3.8
11	3380.HK	龙光地产	6.2	5.1
12	600340.SH	华夏幸福	6.4	5.1
13	600048.SH	保利地产	6.8	5.7
14	601155.SH	新城控股	6.8	5.4
15	000671.SZ	阳光城	6.8	5.2
16	000656.SZ	金科股份	6.9	5.6
17	000961.SZ	中南建设	8.2	4.7
18	1109.HK	华润置地	9.3	8.5
19	0960.HK	龙湖集团	9.8	8.2
20	002285.SZ	世联行	14.7	12

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

预计下半年地产股整体走势波动不大, 符合“低估值+双增长 (已披露的合同销售额及归母净利润预测值双双显著增长)”的品种或会相对强势。我们看好新城控股、中南建设、阳光城、保利地产、荣盛发展、金地集团、龙光地产、金科股份、旭辉控股集团、龙湖集团、华润置地、融信中国、华夏幸福、蓝光发展、碧桂园、中国恒大、华侨城 A、世联行、合景泰富集团、禹洲地产等。

风险

- 一、市场的风险：若房地产行业降温超出市场预期而政策又迟迟不转暖；
- 二、研究框架的风险：上述策略建议所基于的研究框架为《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》，其核心假设在于——商品住宅开发仍是中国的支柱产业。若中短期崛起一个市场容量与商品住宅开发一样巨大、且能替代商品住宅开发对中国宏观经济拉动作用的行业，则上述研究框架失效，导致相应地策略建议亦失效。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
000961.SZ	中南建设	买入	8.87	0.59	1.08	1.89	15.0	8.2	4.7	1.8
600383.SH	金地集团	买入	12.22	1.79	2.15	2.52	6.8	5.7	4.8	1.2
600048.SH	保利地产	买入	13.01	1.59	1.90	2.28	8.2	6.8	5.7	1.3
600340.SH	华夏幸福	买入	30.81	3.91	4.83	6.00	7.9	6.4	5.1	2.5
601155.SH	新城控股	买入	39.38	4.65	5.80	7.25	8.5	6.8	5.4	3.3
002146.SZ	荣盛发展	买入	9.84	1.74	2.20	2.70	5.7	4.5	3.6	1.2
600466.SH	蓝光发展	买入	6.41	0.75	1.11	1.68	8.5	5.8	3.8	1.2
000671.SZ	阳光城	买入	6.63	0.75	0.98	1.28	8.8	6.8	5.2	1.2
000656.SZ	金科股份	买入	6.17	0.73	0.90	1.10	8.5	6.9	5.6	1.5
000069.SZ	华侨城 A	买入	7.17	1.29	1.49	1.72	5.6	4.8	4.2	1.0
002285.SZ	世联行	买入	4.69	0.20	0.32	0.39	23.5	14.7	12.0	1.8
2007.HK	碧桂园	买入	10.35	1.59	1.88	2.10	6.5	5.5	4.9	1.9
3333.HK	中国恒大	买入	19.69	2.85	3.65	4.51	6.9	5.4	4.4	1.9
1109.HK	华润置地	买入	29.77	2.78	3.20	3.52	10.7	9.3	8.5	1.5
0960.HK	龙湖集团	买入	25.47	2.16	2.59	3.11	11.8	9.8	8.2	1.9
0884.HK	旭辉控股集团	买入	4.36	0.72	0.87	1.05	6.1	5.0	4.2	1.3
3380.HK	龙光地产	买入	11.14	1.28	1.81	2.18	8.7	6.2	5.1	2.1
1813.HK	合景泰富集团	买入	6.91	1.20	1.45	1.76	5.8	4.8	3.9	0.8
3301.HK	融信中国	买入	8.50	1.56	2.00	2.50	5.4	4.2	3.4	1.2
1628.HK	禹洲地产	增持	3.10	0.79	0.91	1.07	3.9	3.4	2.9	0.8

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032