

市场波澜不惊，低成本强运营为王

——2020 年房地产行业策略报告

核心观点

- **宏观政策调整空间有限，继续落实因城施策。**在内部经济发展面临转型升级和旧动能转换带来的增速下降之际，外部环境又充满了不确定性，传统的财政政策和货币政策施展空间受到制约。房地产长期仍是中国经济的压舱石和稳定器。调控政策上继续落实“因城施策”的调控方针，实现稳地价、稳房价、稳预期。政策上已逐渐实现有保有压式的精准调控，使房地产市场维持在一定的区间内运行。
- **房地产市场稳字当头，房企现金流面临考验。**我们判断明年一二线城市的需求将维持稳定，而三四线城市由于需求已出现改善化趋势预计将会稳中有降，房地产市场整体需求将维持稳定。但由于信托等融资渠道受限，影响房企拿地意愿，明年土地市场大概率将出现下行。对于房企而言，不应幻想融资端的调控放松，应该对现金流进行更科学的安排，销售回款对房企的意义将会越来越重要，未来融资端的集中度提升会开始加速。
- **阿尔法的机会来源于成本优势及存量运营。**在资金端或资产端亦或是两者同时具备成本优势的房企，将在当前市场格局中拥有更强的竞争优势。资金端的成本优势可以理解为较低的融资成本、通畅的融资渠道和合理的负债结构。而资产端的成本优势则可以理解为差异化的拿地能力及由其带来的较高的房地比。另一方面存量市场的机会也不容忽视：商业能够提供稳定增长的现金流，在低利率时代提供稳定回报率。而物管行业即将迎来竣工大周期，将成为地产产业链上景气度最高的子行业，增值服务将助其与地产周期逐渐脱钩，而随着龙头公司的不断上市，市场关注度也将持续提升。
- **我们判断 2020 年楼市将小幅回调。我们预测 2020 年房地产行业三大核心指标为：销售面积增长（-4.4%）、新开工面积增长（2.0%）、房地产开发投资增速（4.7%）。**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-0.5%），高于面积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

- 我们认为，2020 年在销售和政策上出现大幅度调整的概率非常低，融资环境的持续不友好才是核心矛盾，对房企而言现金流的管控乃是重中之重。因此我们认为在资金端或资产端具备成本优势的房企，以及在商业物管存量市场中的龙头公司，将在当前市场格局中拥有更强的竞争优势。与之对应我们推荐三条主线：1）在资金端拥有优势的公司，推荐保利地产(600048, 买入)、万科 A(000002, 买入)、金地集团(600383, 增持)、旭辉控股集团(00884, 买入)；2）拥有独特模式并在资产端优势明显的公司，推荐融创中国(01918, 买入)、绿地控股(600606, 买入)、大悦城(000031, 买入)、中国金茂(00817, 买入)、华夏幸福(600340, 买入)；3）商业物管等存量市场的龙头公司，推荐大悦城(000031, 买入)，建议关注中航善达(000043, 未评级)、绿城服务(02869, 未评级)、碧桂园服务(06098, 未评级)、永升生活服务(01995, 未评级)。

风险提示

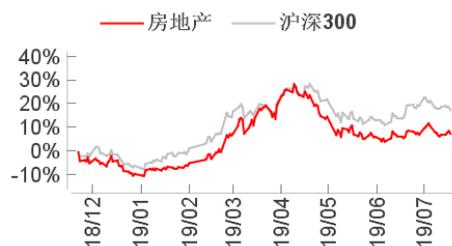
- 通胀上升可能招致更严厉货币政策。
- 房地产税出台使得商品房市场受到冲击。
- 融资政策进一步收紧影响房企资金周转。



行业评级 看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区	中国
行业	房地产行业
报告发布日期	2019 年 11 月 21 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	房诚琦
	021-63325888*6202
	fangchengqi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860518070003

联系人	马晓东
	maxiaodong@orientsec.com.cn

目 录

1 宏观政策调整空间有限，继续落实因城施策	5
1.1 经济或将继续承压，政策施展空间有限	5
1.2 全国政策坚持房住不炒，地方政策“因城施策”	7
2 房地产市场稳字当头，三大指标窄幅波动	8
2.1 刚需化的一二线，改善化的三四线	8
2.2 溢价率先扬后抑，土地市场持续下行不可避免	12
2.3 融资环境持续收紧，房企现金流面临重大考验	14
2.4 三大指标预判：销售转负，新开工、投资维持小幅增长	16
3 阿尔法来源于成本优势及存量运营	16
3.1 成本优势赋予房企穿越周期的力量	16
3.1.1 低杠杆和低融资成本给予房企逆周期拿地能力	17
3.1.2 高房地比成为利润率的保障及抵御风险的安全垫	19
3.2 存量市场风起云涌，商业物管各领风骚	21
3.2.1 购物中心进入平稳发展期，强者恒强之势初显	21
3.2.2 物业管理：迎来竣工周期的大时代	24
4 投资建议	26
风险提示	26

图表目录

图 1: 中国 GDP 增长变化 单位: 亿元.....	5
图 2: PMI 指数和 PMI 从业人员指数变化.....	6
图 3: 中国各部门杠杆率变化.....	6
图 4: 贸易差额和进出口变化.....	6
图 5: 基础设施建设投资增速处于较低水平.....	7
图 6: M2 和社融增速变化.....	7
图 7: 2016 年以来房地产政策调控数量变化.....	8
图 8: 2019 年房地产融资收紧调控脉络.....	8
图 9: 一二线城市刚需化, 三四线城市改善化.....	9
图 10: 北京 2019 年二手房按成交面积划分占比情况.....	9
图 11: 一线城市改善性需求受到压制.....	9
图 12: 上海近年来二手房成交量价情况.....	10
图 13: 典型二线城市 2019 年销售面积出现明显反弹.....	10
图 14: 后棚改时代的三四线城市.....	12
图 15: 全国商品住宅库存变化情况.....	12
图 16: 2019 年土地购置面积同比大幅下滑.....	13
图 17: 2019 年土地成交价款同比大幅下滑.....	13
图 18: 2019 年 26 城平均溢价率先升后降.....	13
图 19: 龙头房企历年土地投资强度.....	14
图 20: 龙头房企历年拿地面积/销售面积情况.....	14
图 21: 全国新增房地产贷款占比三季度明显下滑.....	15
图 22: 全国新增房地产信托资金同比增速三季度明显下滑.....	15
图 23: 2019 年典型房企融资情况.....	16
图 24: 截止至 2019H1 典型房企融资成本情况.....	17
图 25: 截止至 2019H1 典型房企净负债率情况.....	17
图 26: 截止至 2019H1 典型房企短债占比情况.....	18
图 27: 截止至 2019H1 典型房企现金短债比情况.....	18
图 28: 主流房企过去两年平均房地比.....	19
图 29: 衡阳城际空间站.....	21
图 30: 宿州城际空间站.....	21
图 31: 一二三四线购物中心存量面积.....	21
图 32: 19 个典型一二线城市购物中心空置率.....	21
图 33: 各区域购物中心空置率 (单位: 万方).....	22

图 34: 2019 年拟开业购物中心体量 Top30 (单位: 万方)	22
图 35: 购物中心出现向区域型商圈布局趋势	23
图 36: 2016~2018 年 10 家典型购物中心企业体量和数量占比	23
图 37: 物管企业在管面积和百强在管面积 (单位: 亿平)	24
图 38: 百强物管企业的管理能力持续提升	24
图 39: 历年商品房销售面积和增速 (单位: 万方)	24
图 40: 历年商品房竣工面积和增速 (单位: 万方)	24
图 41: 新增交付项目的增多有利于毛利率的改善	25
图 42: 百强物管企业增值服务收入和利润占比	26
图 43: 典型上市上市物管企业增值服务收入占比	26
表 1: 近期二线城市人才落户政策情况	11
表 2: 房企融资渠道逐步收紧	15
表 3: 2020 年三大核心指标预测	16
表 4: 龙湖、金地、保利、万科、旭辉在资金端的成本优势较为领先	18
表 5: 融创收购万达城项目楼面地价情况	19
表 6: 绿地控股部分“城市空间站”项目情况	20
表 7: 龙头物管企业在管面积增速 (单位: 亿平)	25

1 宏观政策调整空间有限，继续落实因城施策

宏观经济仍然面临一定压力，与美国的贸易摩擦虽然有所缓和，但并未完全解决。全球经济整体疲弱，也给我国的宏观经济带来了更多的不确定性。在内部经济发展面临转型升级和新旧动能转换带来的增速下降之际，外部环境又充满了不确定性，传统的财政政策和货币政策的施展空间也受到了杠杆率等因素的制约。房地产作为国民经济的重要产业，长期仍是中国经济的压舱石和稳定器。在“房住不炒”和“不把房地产作为短期刺激经济的手段”的指导下，继续落实房地产“因城施策”的调控方针，实现稳地价、稳房价、稳预期。

1.1 经济或将继续承压，政策施展空间有限

2018年中国的GDP达到90.03万亿元，总量而言，已稳居世界第二大经济体。在经济总量已经非常庞大的基础上，一方面增速出现回落是经济发展的自然规律，另一方面旧动能逐渐减弱，新动能尚未培育成型的换挡期特点也会对增速产生一定影响。2019年前三季度GDP总量为69.8万亿元，同比增长6.2%，分季度来看，一二三季度的增速分别为6.4%、6.2%、6.0%。经济增速呈逐季下滑的态势，6.0%也是2007年以来最低单季增速，反映出整体经济面临较大的下行压力。

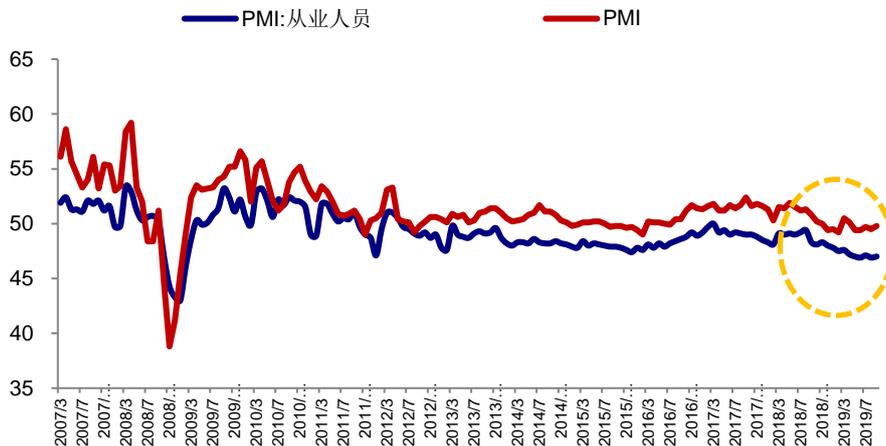
图1：中国GDP增长变化 单位：亿元



数据来源：Wind、东方证券研究所

国务院决策部署，坚持稳中求进的总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持新发展理念和推动高质量发展，着力做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。稳就业已经被置于“六稳”的最前一位。制造业作为吸纳就业的重要产业，而今年以来PMI指数表现一般，多次出现低于荣枯线以下的情况。PMI就业指数也持续下降，反映出就业压力正在逐渐显现，稳就业越发重要，就业问题成为最迫切需要解决的问题。因此，加大逆周期调控力度，通过财政政策、货币政策等各类政策工具的运用，保证宏观经济稳定，增加微观经济主体活力，成为当前形势下的重要施政方向。

图 2: PMI 指数和 PMI 从业人员指数变化

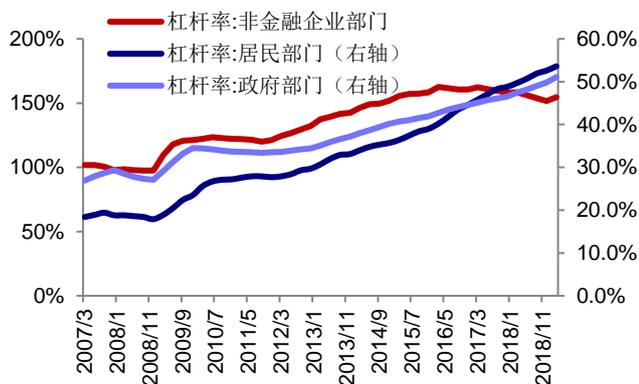


数据来源: Wind、东方证券研究所

回顾 2008 年以来的发展历程,在经济面临下行压力时,我们国家通常都有宏观调控政策予以对冲。2008 年金融危机爆发,受外部冲击的影响,GDP 增速迅速下降。当时通过加大基建投入和释放房地产需求,以居民部门、企业部门、政府部门同时加杠杆的方式使得经济增速迅速反弹。2014~2015 年由于产能过剩、库存高企的原因,经济再度承压,同时中央部署“三去一降一补”,企业部门的杠杆率开始下降。在这种情况下,主要通过居民部门和地方政府部门加杠杆,稳住了经济增长。

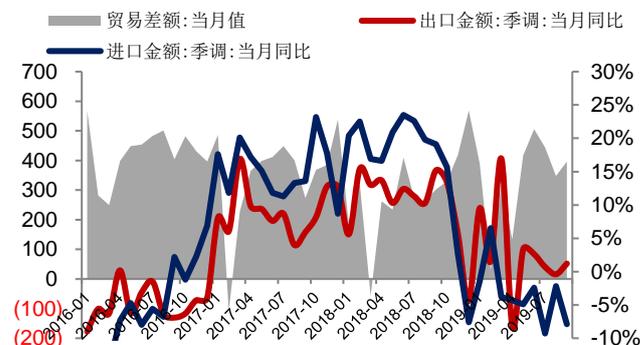
当前面临的主要情况是,企业部门仍处于去杠杆的进程当中,根据 BIS 数据非金融企业部门的杠杆率截至 2019 年一季度为 154.7%,较 G20 国家非金融企业部门杠杆率高 61.2 个百分点。居民部门的杠杆率水平过去几年快速上升,由 2014 年初的 34.0% 上升至 2019 年初的 53.6%。短期内居民部门加杠杆的空间不大。政府部门的杠杆率水平到 2019 年一季度末为 51.1%,较 G20 国家政府部门杠杆率低 31.3 个百分点。但由于地方政府债务负担较重,因此如果要继续增加杠杆,需要以中央政府主体。净出口方面,2019 年贸易虽然保持顺差,但出口金额增速仅在零轴附近,进口增速持续为负,依靠出口也难以拉动经济增长。

图 3: 中国各部门杠杆率变化



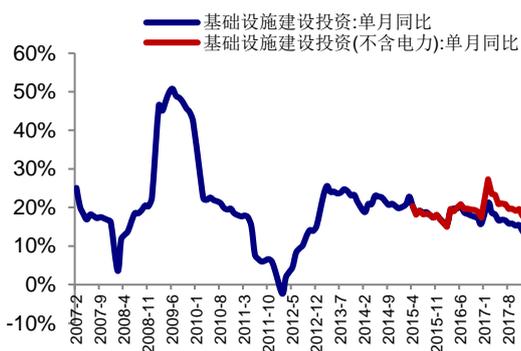
数据来源: Wind、东方证券研究所

图 4: 贸易差额和进出口变化

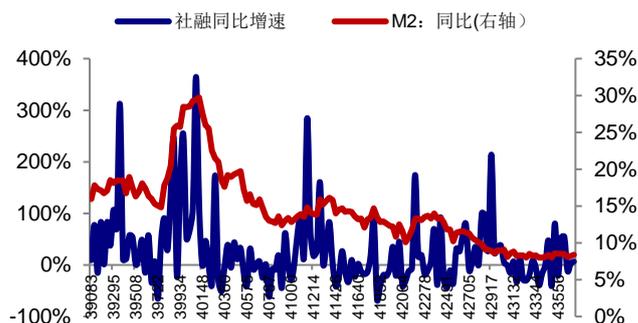


数据来源: Wind、东方证券研究所

在当前的情况下，传统的宏观调控政策都受到了一定的掣肘。过去在经济下行时，通常会通过政府加大基础设施投资来稳定经济。例如 2008 年面临经济增速下滑，大举进行了基建投资，基础设施建设投资在 2009 年增速超过 40%，但当时杠杆率处于较低水平。当前受制于杠杆率高企，基建投资大幅增长空间有限，基建投资增速持续处于低位。目前看来，减税降费正逐步成为财政政策主要载体，但由于减税降费之后，企业的再投资与个人的消费受到大环境的影响，其作用的传导速度要低于基建投资。货币政策方面，中央一直十分克制，反复强调不会进行大水漫灌，相应的 M2 和社融增速也处于低位水平。当前货币政策和财政政策均收到掣肘。房地产政策存在局部运用可能，这也符合因城施策的精神。

图 5：基础设施建设投资增速处于较低水平


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 6：M2 和社融增速变化


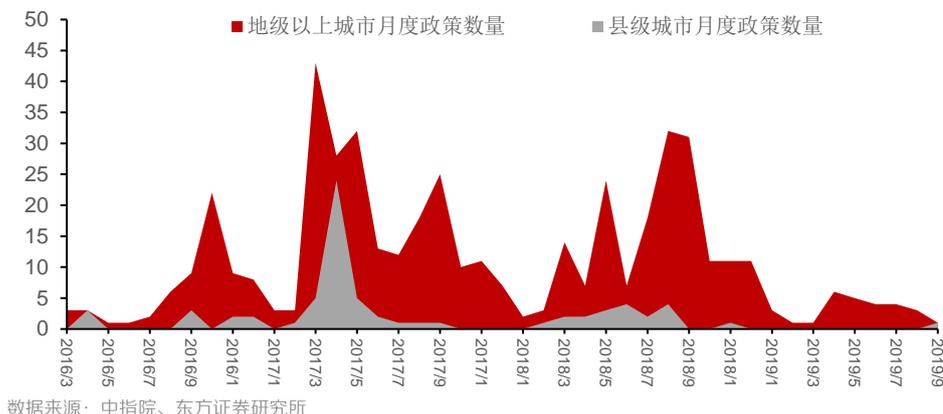
数据来源：Wind、东方证券研究所

1.2 全国政策坚持房住不炒，地方政策“因城施策”

回顾 2016 年以来的调控政策，从调控范围来看，具体的全国性调控政策越来越少，更多是在“房住不炒”这一思想定位下，对各个城市的地产调控给予较高授权，以达到因城施策的效果。从调控作用主体来看，逐渐从需求端转向供给端。

2019 年的调控政策频率明显低于 2018 年，政策环境进入整体稳定，局部微调的阶段。这也是“房住不炒”+“因城施策”在落实层面的反映。从数量上看，不管是地级市层面还是县级市层面，出台的调控政策数较 2018 年都有明显下降。

图 7: 2016 年以来房地产政策调控数量变化



调控从需求端转向供给端，房企供给侧改革加速。从调控的主体来看，逐步从需求端转向供求端，在 2019 年体现尤其明显。以往的房地产调控主要以作用于需求端的限购、限贷、限售等抑制需求的政策为主。随着调控的深入，限价开始在越来越多的城市出现，调控开始延伸至供给端。2019 年则开始对房企的融资进行重点调控，5 月开始，对房企的融资端调控力度加大，信托融资大幅收紧，开发贷被窗口指导，保险和海外债途径也受到限制。在需求侧调控不放松的情况下，监管层以融资为抓手从房企侧进行调控。

图 8: 2019 年房地产融资收紧调控脉络



数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

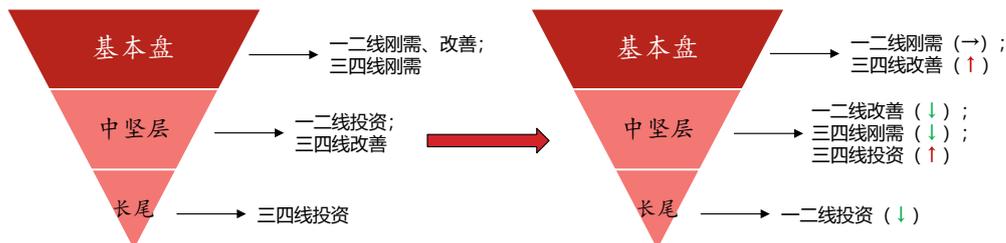
2 房地产市场稳字当头，三大指标窄幅波动

2.1 刚需化的一二线，改善化的三四线

2019 年已步入尾声，年初被一致看淡的商品房销售面积同比却再次顽强的重返正增长（截止至 10 月数据），再次超越了市场大多数人的预期。究其原因，除了我们在去年策略报告中花了众多笔墨分析并预测的二线城市复苏之外，三四线城市的销售情况再次给了所有人惊喜。通过对这几年中国

房地产市场的观察，我们发现受制于限制政策，一二线城市的房地产需求开始偏向于刚需化，而后棚改时代的三四线城市房地产需求则开始偏向于改善化。

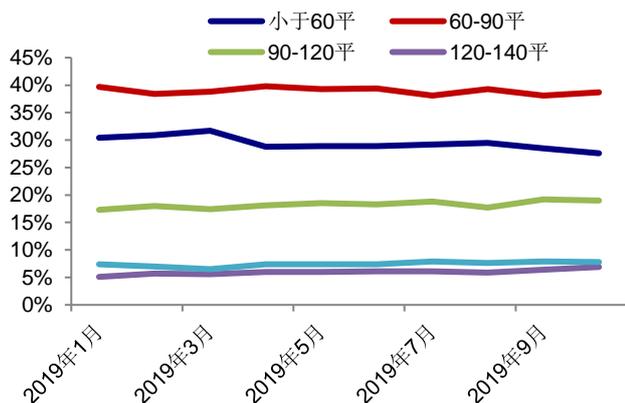
图 9：一二线城市刚需化，三四线城市改善化



资料来源：东方证券研究所

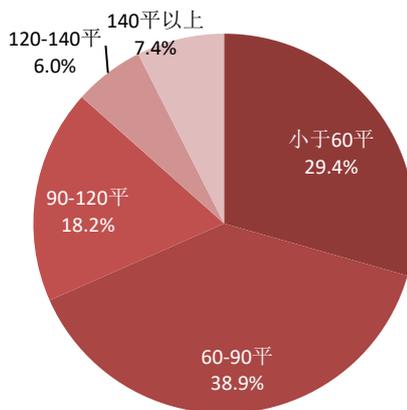
一线城市刚需化现象明显，改善型成交占比仅 3 成。以北京 2019 年的二手房成交数据为例，可以把小于 60 平视为绝对刚需，其成交占比为 29.4%；60-90 平面积段的产品仍以两房为主，因此也可一定程度视为首置刚需，其占比为 38.9%；而 90 平以上面积段可以视为改善型/投资型需求，其成交占比为 31.6%。上海和深圳近年来的成交结构与北京并无太大差异，即一线城市的房地产市场当前已成为由刚需主导的市场。

图 10：北京 2019 年二手房成交面积划分占比情况



资料来源：我爱我家、东方证券研究所

图 11：一线城市改善性需求受到压制



资料来源：我爱我家、东方证券研究所

“刚需托市”无法维持一线城市房地产市场的繁荣，一线城市将维持当前格局。我们认为，一线城市房地产市场的繁荣应该是由刚需、置换需求和投资需求共同作用而形成的，受到限购限贷等严厉调控政策影响，仅靠刚需是无法维持一线城市房地产市场的繁荣的。以上海今年的情况为例，春节后迎来一轮小阳春，3~6 月二手房成交套数均超过 2 万套，但成交量逐月下降，最终成交量在下半年重回 2 万套以下。究其原因，仍是市场未获改善需求的助力。我们预计，一线城市的调控政策几无放松的可能，因此 2020 年市场预计仍将维持今年“刚需托市”的状态，维持稳定的销售规模。

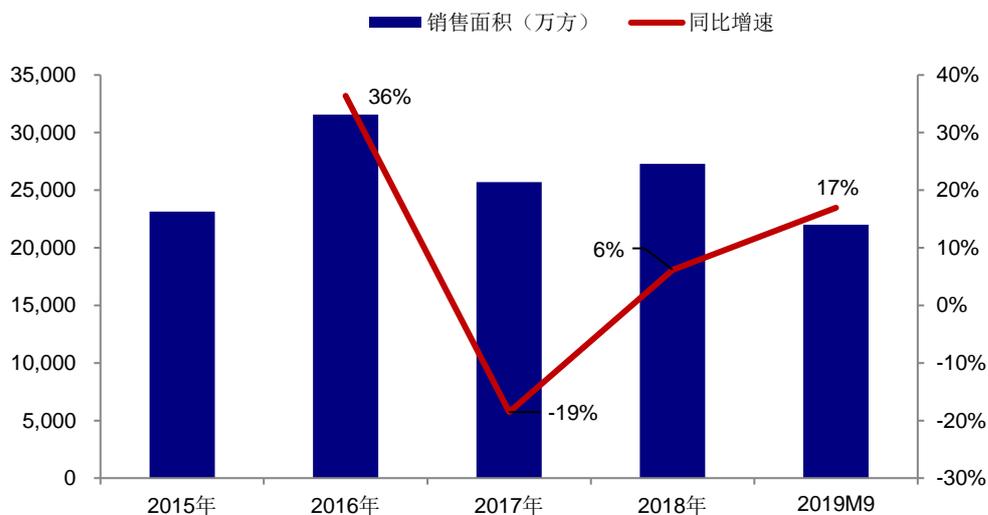
图 12：上海近年来二手房成交量价情况



资料来源：中指院、东方证券研究所

二线城市销售弱复苏，城市间分化加剧。从我们跟踪的典型二线城市情况来看，2019 年大部分都出现了复苏，前 9 月销售面积同比增速为 17%，全年大概率也将维持在 15~20%的增速，这与我们在去年策略报告中的预判基本一致，二线城市的复苏更多是由于其刚需和改善型需求推动，即由于城市内生的发展周期所造就的。但我们发现，不同的二线城市间出现了分化，例如南京、重庆、武汉、郑州等城市复苏尤为明显，但同时杭州、长沙、无锡、济南等城市则反弹乏力，甚至销售情况弱于 2018 年同期数据。我们认为，同样能级城市未来也将出现越来越明显的分化现象。

图 13：典型二线城市 2019 年销售面积出现明显反弹



资料来源：中指院、东方证券研究所

注：典型二线城市包含杭州、南京、济南、重庆、青岛、成都、武汉、沈阳、西安、长春、长沙、福州、郑州、东莞、无锡、合肥、南宁、温州

二线城市“有托底，会加盖”，确保需求平稳持续。在过去的接近 2 年时间里，让市场深刻体会到政府对于将“因城施策”落实到实处的决心，我们对于“因城施策”的解读可以概括为“有托底，会加盖”。何为“有托底”？即通过人才落户政策，对销售去化压力较大的城市（甚至是行政区）定向精准调控，使当地市场维持稳定的需求，进而确保房地产市场价格维持稳定。

又何为“会加盖”？即个别城市连续几月出现房地产价格过快上涨的情况，当地政府会适当地采取措施进行调控。最好的例子莫过于今年的苏州和西安。一季度苏州的房价、地价经历了大幅度上涨，苏州政府随即在 5 月和 7 月分别升级调控政策，遏制房价上升趋势。同样在西安，根据国家统计局发布的 70 个大中城市商品住宅销售价格变动情况，西安房价指数连续 6 个月环比增幅最大，至 2019 年 5 月同比涨幅达 24.4%，西安政府很快在 6 月就出台了升级版调控政策。综上所述，我们判断各二线城市政府对于“因城施策”的理解超市场预期，政策储备充足，未来二线城市的房地产市场将会在“有托底，会加盖”的区间内平稳运行。

表 1：近期二线城市人才落户政策情况

城市	政策详情
南京高淳	非户籍购房不再需要两年社保或个税证明；
青岛	落户门槛放宽至专科；
三亚	对拔尖人才/高层次人才实行住房货币补贴
天津	放宽外省市老年人投靠子女落户标准；非首都功能纾解项目，符合条件的本科及以上工作 3 年可落户；
武汉	落户条件放松至专科及以上学历、年龄不满 45 岁，博士、硕士不受年龄限制；
宁波	硕士学历、中级专业技术职称等人才户口迁至高层次人才专户，社保年限由 3 年调整至 1 年；放宽市区居住就业落户条件；
厦门	对杰出人才提供人才住房或住房补贴；
惠州	放宽购房公积金提取条件，提高贷款最高额度；
珠海横琴	符合条件的大学生毕业期限由 3 年放宽至 5 年；
无锡	除应届生外，具有本科及以上学历、中级及以上专业技术职称等符合特定条件的，也可落户
济南	对符合条件的博士、硕士家庭购买首套房提供安居补贴；
杭州	对世界百强硕博人才分别提供安家补贴和生活补贴；
南京六合	降低非户籍购房门槛，大专及以上学历即可在六合购房

数据来源：各地政府网站，东方证券研究所

改善化的三四线城市，需求总体走弱但趋势平稳。最近几年全国房地产销售数据屡超市场预期，究其核心原因仍在于三四线城市，无论是棚改时代爆发出的惊人力量，还是当前后棚改时代的温和收

缩，这些大部分没有高频数据的三四线城市给房地产研究人员留下了无数的困惑。我们认为其中一个合理的原因在于，三四线城市的房地产市场需求开始由刚需过渡至改善，这也是为何当前在大部分三四线城市在售项目中鲜有两房产品出现的原因。而改善需求的释放相对是较为温和及持续的，虽然总需求会走弱，但在低库存的大环境中，我们判断明年三四线城市的销售情况仍会维持稳定，很难出现大幅度下跌的情况。

图 14：后棚改时代的三四线城市



资料来源：中指院、东方证券研究所

图 15：全国商品住宅库存变化情况



资料来源：中指院、东方证券研究所

2.2 溢价率先扬后抑，土地市场持续下行不可避免

销售回款及融资端收紧限制房企投资意愿，土地市场持续下行或不可避免。从总量看，2019年的土地市场经历了较大幅度的下滑，截止至2019年9月，全国土地购置面积同比下滑20.2%，土地成交价款同比下滑18.2%。一般认为，房企土地投资意愿主要受到两方面的影响：销售去化情况及现金流状态。销售去化反映了市场热度，会直接影响开发商补充库存的意愿，同时销售回款也是房企拿地的重要资金来源。现金流状态则同时受到销售回款和融资端增量资金的变化。目前来看，销售去化很难出现明显好转，同时融资端对于房企的限制也很难放松，因此开发商势必会采取较为保守的投资策略，明年土地市场持续下行将是大概率事件。

图 16: 2019 年土地购置面积同比大幅下滑


资料来源：统计局、东方证券研究所

图 17: 2019 年土地成交价款同比大幅下滑


资料来源：统计局、东方证券研究所

溢价率先抑后扬，2020 年难起波澜。从溢价率指标看，更能反映今年土地市场的真实情况。年初在小阳春行情的刺激下土地市场的不断升温，其中以杭州、苏州等一批强二线城市为代表，土地市场溢价率出现了明显的上升，以我们持续监控的 26 城情况来看，土地平均溢价率在 2019 年 5 月达到 33.5% 的高点。但随即遭遇调控政策的打压，之后再叠加信托 23 号文的影响，各地土地市场的溢价率出现了明显回调，9 月回落至低点 7.6%。我们认为，土地市场对应的房企前端融资在 2020 年很难有明显的放松，2020 年的土地市场将很难重演今年上半年的状态，在“稳预期”的大框架下，整体溢价率也将保持平稳。

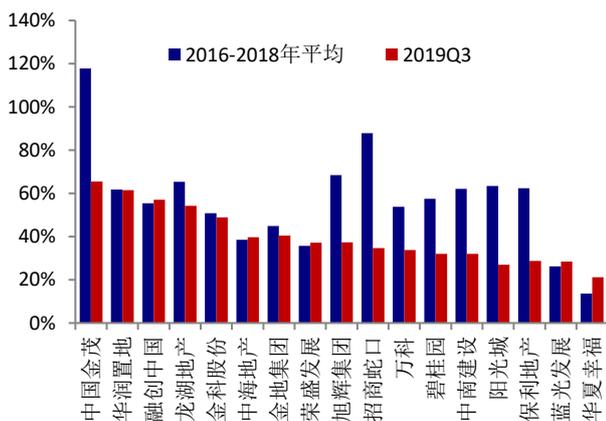
图 18: 2019 年 26 城平均溢价率先升后降


数据来源：好地网、东方证券研究所

26城名单：北京、上海、深圳、广州、杭州、南京、苏州、合肥、天津、厦门、武汉、郑州、宁波、西安、成都、嘉兴、嘉善、昆山、湖州、南通、启东、东莞、佛山、惠州、中山、珠海

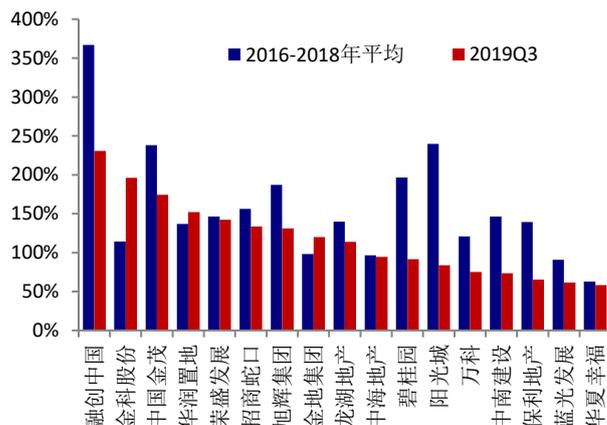
龙头房企放缓投资强度，近半房企拿地面积不及同期销售面积。我们统计了 17 家龙头房企自 2016 年以来的拿地情况，发现仅有 4 家房企 2019 年前三季度的土地投资强度高于 2016-2018 年的平均投资强度，13 家房企 2019 年前三季度投资强度低于前三年平均水平，其中近半房企投资强度出现了显著的下降，17 家房企 2019Q3 的平均投资强度为 40%，也明显低于 2016-2018 年 57% 的平均投资强度。从拿地面积看，今年前三季度拿地面积小于销售面积的房企有 8 家，数量远超过 2016-2018 年，2016-2018 年分别为 5 家、2 家和 2 家，目前来看龙头房企在土地市场均表现出了极为谨慎的状态，在明年销售端和资金端不发生大幅变化的前提下，明年的土地市场将很难出现好转。

图 19：龙头房企历年土地投资强度



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 20：龙头房企历年拿地面积/销售面积情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

我们判断，当前规范化的融资政策将成为新常态，2020 年土地市场将回归基本面，从而有效落实住建部三稳中首当其冲的“稳地价”要求。在此背景下，我们判断 2020 年主流房企将保持稳健偏谨慎的土地投资风格，土地市场整体将稳中有降。

2.3 融资环境持续收紧，房企现金流面临重大考验

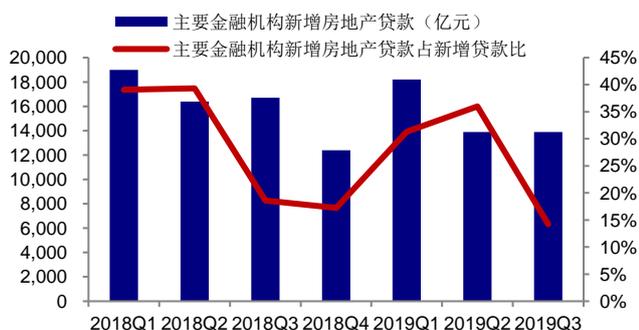
精准调控严控总量，房企融资渠道步步收紧。2019 年房企面临的重大挑战并不在于销售去化和调控政策的变化，而是在融资端受到了层层递进式的管控。5 月，银保监会下发的 23 号文规范房地产信托资金，7 月明确房企海外债只能用于“借新还旧”，8 月开始管控银行端开发贷及按揭贷款的额度。至此，房企的主要资金来源均受到管控，获取增量融资额度的通道基本都被堵死。

表 2：房企融资渠道逐步收紧

融资渠道	时间	详细条款
信托	2019.5.17	银保监会下发 23 号文：严禁信托通过“股权投资+股东借款”、“股权投资+债权认购劣后”等模式，提供变相的开发贷款。
海外债	2019.7.12	发改委发布关于房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知，房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。
开发贷	2019.8	房地产开发贷额度也开始收紧。银行业人士表示，原则上总的开发贷规模将严格控制在 2019 年 3 月底时的水平。

数据来源：各地政府网站，东方证券研究所

房地产信贷融资实行总量管控，新增涉房类贷款占比显著下滑。融资端受到调控的核心原因在于房地产类贷款在社会整体信贷总量中的占比过高，挤占其他行业的融资需求。截止至 2019 年 6 月，金融机构涉房间接融资（个人住房按揭贷款、房地产开发贷）占社融存量 19.7%；涉房贷款占总贷款的 31.7%；房地产信托余额占信托余额比例 15.4%，均创历史新高。因此，资金端调控政策的出台也师出有名，而对信托、银行的总量管控效果立竿见影，2019Q3 金融机构新增房地产贷款占新增贷款的比例较 2019Q2 下滑 22 个百分点至 14.2%；2019Q3 房地产新增信托资金同比增速较 2018 年下降 30 个百分点至 5.2%。

图 21：全国新增房地产贷款占比三季度明显下滑


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 22：全国新增房地产信托资金同比增速三季度明显下滑


数据来源：用益信托网、东方证券研究所

房企融资总规模下行，融资集中度将会逐渐提升。我们判断，在当前偏紧的融资环境且实行总量管控的状态下，会出现两个现象。首先，房企融资总规模将会逐步下降。从典型的 40 家房企融资数据情况看，今年全年融资总量呈逐步下降趋势，尤其是 10 月融资总量仅 235.8 亿元，环比下降 66%。第二，金融机构涉房类贷款均实行总量管控，因此金融机构势必会倾向于将有限的信贷资源投放给龙头开发商以规避风险，与其对应会出现融资端的集中度提升现象，中小房企未来将面对的不再是“只能借到贵的钱”，而是“再贵的钱也借不到”的局面。

图 23: 2019 年典型房企融资情况


数据来源: 同策咨询、东方证券研究所

2.4 三大指标预判: 销售转负, 新开工、投资维持小幅增长

站在当前回顾 2019 年, 其实今年是房地产行业基本面比较超预期的一年。在 2018 年销售面积 17 亿平方米的高基数之下, 2019 年 1~9 月销售面积仅同比下跌 0.1%, 且以目前的趋势发展, 全年很可能实现微幅正增长, 而去年底, 市场普遍认为销售面积会出现 5% 左右的下跌。2019 年销售的超预期, 主要来源于低能级城市销售回落程度低于预期。我们认为在经过 2017~2019 年连续 3 年的高销售面积之后, 叠加 2020 年棚改动能的进一步衰弱, 低能级城市的销售回落态势仍将延续。在严格的调控之下, 高能级城市或许政策会有局部的缓和, 但难以形成量价齐升的情况。

基于前文的分析, 我们判断 2020 年房地产市场将小幅回调。具体而言我们预测 2020 年房地产行业三大核心指标为: 销售面积增长(-4.4%)、新开工面积增长(2%)、房地产开发投资增速(4.7%)。我们同时判断, 新房销售金额增速可能围绕零轴窄幅波动, 预期为(-0.5%), 其增速高于面积增速主要因为房价还会有小幅上升。

表 3: 2020 年三大核心指标预测

核心指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
销售面积	22.4%	7.0%	1.3%	2.0%	-4.4%
开发投资额	6.9%	7.7%	17.2%	10.0%	4.7%
新开工面积	8.1%	7.0%	9.5%	8.0%	2.0%

数据来源: 东方证券研究所

3 阿尔法来源于成本优势及存量运营

3.1 成本优势赋予房企穿越周期的力量

我们认为，在资金端或资产端亦或是两者同时具备成本优势的房企，将在当前市场格局中拥有更强的竞争优势。资金端的成本优势可以理解为较低的融资成本、通畅的融资渠道和合理的负债结构。而资产端的成本优势则可以理解为差异化的拿地能力及由其带来的较高的房地比。

3.1.1 低杠杆和低融资成本给予房企逆周期拿地能力

诚如上文所述，明年房企现金流将继续面临考验，资金端的成本优势将扮演越来越重要的角色。资金端的成本优势可以理解为较低的融资成本、通畅的融资渠道和合理的负债结构，我们将其转化为融资成本、净负债率、短期借款占比和现金短债比这四个可以量化的指标来衡量房企在资金端的情况。

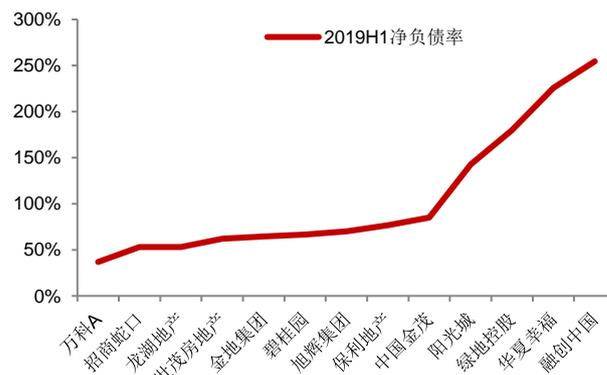
进可攻：具备低成本融资实力的公司具备逆周期囤地的实力，净负债率低的公司拥有更多的加杠杆空间。我们统计了 13 家典型龙头房企的中报数据，2019 年上半年融资成本前三低的公司分别是龙湖地产、金地集团、招商蛇口，净负债率前三低的公司分别是万科 A、招商蛇口、龙湖地产。

图 24：截止至 2019H1 典型房企融资成本情况



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 25：截止至 2019H1 典型房企净负债率情况



数据来源：公司年报、东方证券研究所

退可守：良好的融资结构和现金覆盖倍数确保房企现金流的安全。对房企而言，在当前融资环境中获得更多长期借款的能力显得弥足珍贵，同时如何对现金进行合理的调配和使用也显得尤为重要。在我们统计的公司之中，2019 年上半年短债占比前三低的公司分别是龙湖地产、保利地产、旭辉控股集团，现金短债比前三高的公司分别是龙湖地产、旭辉控股集团、保利地产。

图 26：截止至 2019H1 典型房企短债占比情况



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 27：截止至 2019H1 典型房企现金短债比情况



数据来源：公司年报、东方证券研究所

我们将上述 4 个指标进行量化打分，第 1~3 名得分 10 分、第 4~6 名得分 9 分、第 7~14 名依次得分 8~1 分，加总 4 项指标得分后发现综合排名靠前的公司为龙湖地产、金地集团、保利地产、万科 A 和旭辉控股集团，即这几家公司在资金端具备一定的优势。但需说明的是此排名为相对排名且考虑数据可得性对公司样本进行了筛选，因此排名靠后的公司并不意味着其存在经营风险。

表 4：龙湖、金地、保利、万科、旭辉在资金端的成本优势较为领先

排名	公司	融资成本		净负债率		短债占比		现金短债比		得分
		排名	得分	排名	得分	排名	得分	排名	得分	
1	龙湖地产	1	10	3	10	1	10	1	10	40
2	金地集团	2	10	5	9	4	9	4	9	37
3	保利地产	5	9	8	7	3	10	2	10	36
4	万科 A	6	9	1	10	5	9	9	6	34
5	旭辉集团	8	6	7	8	2	10	3	10	34
6	招商蛇口	3	10	2	10	7	8	11	4	32
7	世茂房地 产	8	7	4	9	8	7	5	9	32
8	中国金茂	4	9	9	6	12	3	7	8	26
9	碧桂园	10	5	6	9	6	9	12	3	26
10	华夏幸福	9	4	13	2	11	4	6	9	19
11	阳光城	13	2	11	4	9	6	8	7	19
12	绿地控股	7	8	12	3	14	1	10	5	17
13	正荣集团	12	3	10	5	13	2	14	1	11
14	融创中国	14	1	14	1	10	5	13	2	9

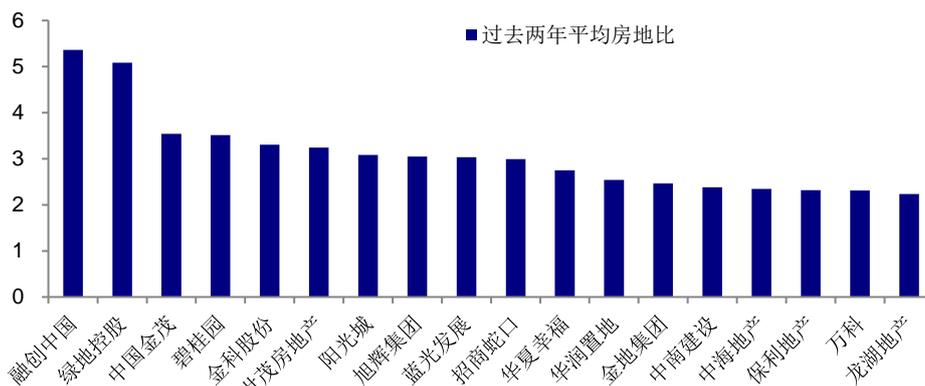
数据来源：公司公告、东方证券研究所

3.1.2 高房地比成为利润率的保障及抵御风险的安全垫

资产端的成本优势表象为较高的房地比，核心本质是差异化的模式带来的差异化的拿地能力。在当前的市场环境中，较高的房地比给予房企更强的抵御风险的能力和维持利润率水平稳定的能力。

高房地比是房企利润率的保障和抵御风险的安全垫。根据中央“稳地价、稳房价、稳预期”的纲领，当前房地产市场的波动已大幅收窄，我们合理假设未来的平均销售价格不会较当前价格出现明显的波动，因此房地比（当期销售均价/当期拿地均价）可以在一定程度上作为判断房企在资产端质量的量化指标。我们统计了主流房企的历史房地比情况，考虑到结算因素的影响，我们选取过去两年平均房地比，排名靠前的房企分别为融创中国、绿地控股和中国金茂。

图 28：主流房企过去两年平均房地比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

高房地比的核心在于差异化的拿地方式，招拍挂公开市场拿地竞争激烈且容错率低，越来越多的房企开始通过差异化的方式获取优质项目，提高资产端质量。从目前的格局来看，差异化的拿地模式主要有以下几类：收并购模式（代表公司融创中国）、城市开发模式（代表公司绿地控股、中国金茂）、产业园区模式（代表公司华夏幸福）、商业综合体模式（代表公司大悦城）。下文以房地比排名较高的融创中国、绿地控股为例详细说明。

收并购已成为融创中国的重要标签。以 2017 年的万达资产包为例，以 438.4 亿元的对价获得了 13 个万达城项目 91% 的股权，合计建筑面积达 3092 万方，13 个项目对应的平均楼面价范围在 1129 元/平-12715 元/平之间，考虑到项目均位于核心二线城市，资产包的楼面均价远低于公开市场招拍挂获地的平均价格。

表 5：融创收购万达城项目楼面地价情况

项目	城市	收购价（亿元）	建筑面积（万方）	楼面均价（元/平）
哈尔滨万达城	哈尔滨	438.4	219	3,051
南昌万达城	南昌		250	4,874
合肥万达	合肥		66	12,715

成都万达城	成都		329	2,373
桂林万达城	桂林		154	1,129
昆明万达城	昆明		208	2,913
西双版纳万达城	西双版纳		224	1,863
广州万达城	广州		197	7,372
无锡万达城	无锡		150	3,388
济南万达城	济南		269	6,700
青岛万达东方影都	青岛		274	5,706
青岛万达维多利亚湾	青岛		263	3,142

数据来源：公司资料、东方证券研究所

绿地控股近年来通过“城际空间站”开发模式在三四线城市获取了大量大型优质项目。“城市空间站”以高铁站前地块为载体，将高铁站、居住、商务、会展、商业等业态融合重组，踏准了高铁建设大周期，提前在具有发展潜力三四线城市获得大量的土地储备。根据公司公告数据，2018年公司“城际空间站”项目超过20个，2019年新增的82个项目中有11个为“城际空间站”项目。以近两年获得的项目为例，可以发现项目体量均在70万方以上，而对应的楼面均价则很少超过1000元/平，资产端的优势较为明显。

表 6：绿地控股部分“城市空间站”项目情况

项目	城市	总地价（亿元）	建筑面积（万方）	楼面均价（元/平）
山东德州城际空间站项目一期	德州	11.4	115.6	985
重庆涪陵高铁新城一期项目	涪陵	10.7	74.7	1428
衡阳城际空间站项目	衡阳	7.2	74.9	956
宿州城际空间站项目	宿州	4.2	84.2	504

数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 29：衡阳城际空间站



数据来源：互联网、东方证券研究所

图 30：宿州城际空间站



数据来源：互联网、东方证券研究所

此外，以华夏幸福为代表的产业园区模式和以大悦城为代表的商业综合体模式，在本质上与城市开发模式比较类似，这几种模式都能为地方政府在城市建设、招商引资、就业、税收等方面起到积极且持续的作用，因此也有利于公司获取价格合理的土地储备。综上所述，资产端的竞争优势主要来源于差异化的开发模式。

3.2 存量市场风起云涌，商业物管各领风骚

3.2.1 购物中心进入平稳发展期，强者恒强之势初显

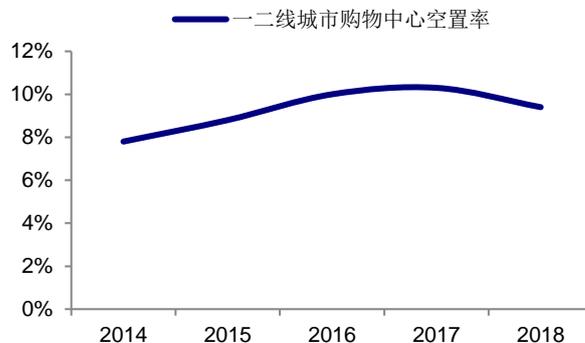
2018 年底，根据赢商网数据，全国一二三四线城市购物中心存量面积为 3.5 亿平方米，同比增长 15.5%，增速较 2017 年下降 6.4 个百分点。2017~2019 年的拟开业面积分别为 9800、8400、8622 万平方米。存量面积增速放缓和拟开业面积基本持平反映出行业已经逐步进入平稳发展期，但行业整体上仍处于高供应状态。供应面积维持较高水平，在一定程度上会抑制行业景气，但仍不改行业整体向好的趋势，2018 年一二线城市购物中心的空置率为 9.4%，较 2017 年下降 0.9 个百分点。

图 31：一二三四线城市购物中心存量面积



数据来源：赢商大数据中心、东方证券研究所

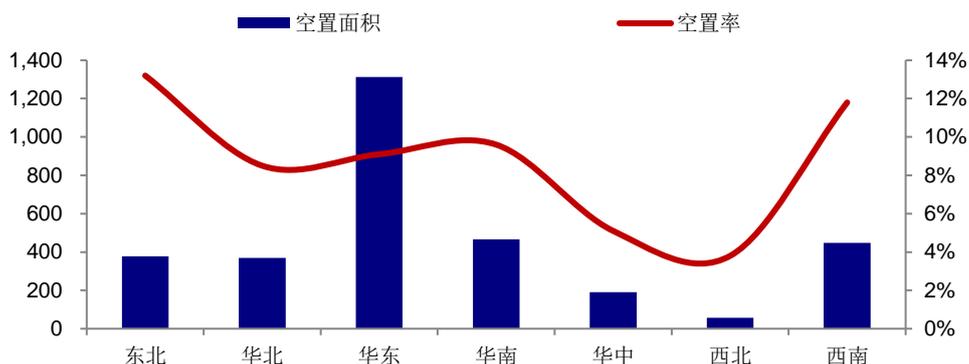
图 32：19 个典型一二线城市购物中心空置率



数据来源：赢商大数据中心、东方证券研究所

从典型一二线城市的购物中心空置率来看，商业地产整体出租压力已经开始缓解。分区域来看，各地区分化仍比较明显。华东地区虽然空置面积最高，但由于整体商业需求旺盛，空置率仍低于一二线城市平均水平，为 9.1%。东北地区由于面临人口外流和经济转型的压力，商业需求有所减弱，空置率最高，达到了 13.2%。西北地区由于商业存量本身很低，供应相对较少，购物中心的空置率反而最低，仅为 3.8%。未来西北地区或将成为商业发展的重点潜力区域。

图 33：各区域购物中心空置率（单位：万方）



数据来源：赢商大数据中心、东方证券研究所

2019 年购物中心发展的另一特点就是下沉，体现为城市间能级的下沉和城市内区域的下沉。从 2019 年拟开业的购物中心体量来看，以重庆、杭州、成都、惠州、宁波为代表的强二三线城市开始崛起。根据赢商网数据，2019 年拟开业购物中心体量 Top30 的城市中，除了传统的 4 个一线城市，还有 13 个二线城市和 13 个强三线城市。二三线城市商业需求的爆发已经成为行业发展的重要驱动力，行业逐步从一线想强二三线城市下沉的趋势已初步形成。

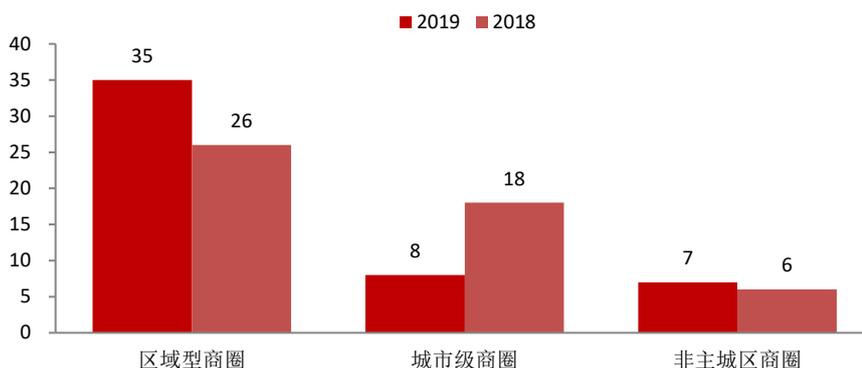
图 34：2019 年拟开业购物中心体量 Top30（单位：万方）



数据来源：赢商大数据中心、东方证券研究所

购物中心在城市间出现了由一线城市向强二三线下沉的趋势，城市内部则出现了由城市级商圈向区域型商圈转移的趋势。这主要是由于城市级的核心商圈由于土地供应有限，商业日趋饱和，而区域型商圈的土地更为充裕，并且基础设施在日渐完善。根据赢商网数据，2019年拟开业购物中心Top50中，有35个位于区域型商圈，较2018年增加9个，8个位于城市级商圈，较2018年下降10个。

图 35: 购物中心出现向区域型商圈布局趋势



数据来源：赢商大数据中心、东方证券研究所

在行业总体进入平稳发展、内部出现分化与下沉的阶段，企业间的经营分化也日趋明显，马太效应愈加凸显。中粮旗下的大悦城、华润旗下的万象城、龙湖旗下的天街等龙头购物中心客流旺盛、租金收入增长稳健，经营上的各种调整、创新从容不迫。相应的，规模体量较小，运营能力不足的小型购物中心则举步维艰，甚至成为“休克鱼”。尤其是现在房地产行业总体的信贷环境难言宽松，信贷资源越来越多的集中在龙头手中，中小企业将面临资金不足、缺少项目、团队建设等诸多挑战。商业地产的集中度将继续提高，业内的整合和洗牌将加速，龙头将越来越多的参与收并购，一方面扩大自身份额，另一方面也可以激活“休克鱼”。

图 36: 2016~2018年10家典型购物中心企业体量和数量占比

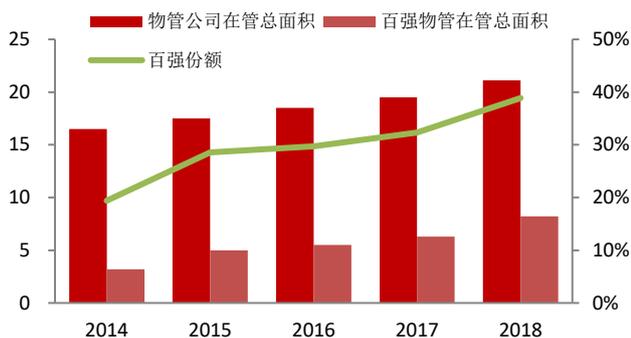


数据来源：赢商大数据中心、东方证券研究所

3.2.2 物业管理：迎来竣工周期的大时代

物业管理行业受益于房地产高销售面积之后将迎来的高竣工交付，正成为地产产业链上高景气度的细分行业。根据中指院数据，2018年全国物管企业在管面积为211亿平方米，同比增长8.2%，2014~2018年均复合增速为6.3%。行业结构内的变化则体现出向百强物管企业集中的趋势，以面积计，百强份额从2014年的19.4%提升至2018年的38.9%。百强物管企业的平均管理面积和平均管理项目数量也持续上升，反映出管理能力也不断提升。2014~2018年百强物管企业的平均在管面积和平均管理项目数量的年均复合增速分别为23.3%和19.5%。

图 37：物管企业在管面积和百强在管面积（单位：亿平）



数据来源：中指院、东方证券研究所

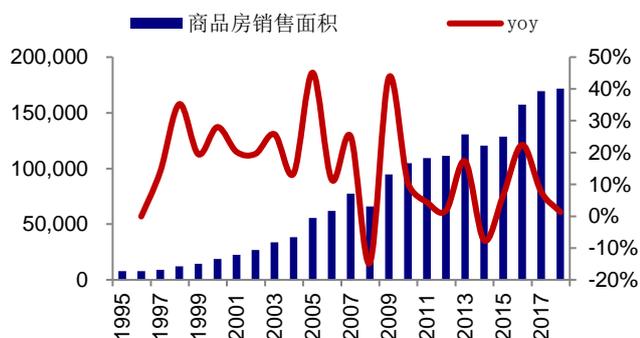
图 38：百强物管企业的管理能力持续提升



数据来源：中指院、东方证券研究所

物管行业最重要的核心驱动力即为竣工增加带来的在管面积上升。1995~2018年，商品房累计销售面积175亿平方米，累计竣工145亿平方米，简略估计，仍有30亿平方米未竣工，占现有管理面积的14%。即使商品房销售面积增速下滑，但新增的每年销售也将在竣工后成为物管行业管理面积的增量。考虑到近年来的销售面积绝对量都非常高，因此在其竣工交付之后将给物管行业带来可观的增量管理面积，驱动行业收入的持续增长。

图 39：历年商品房销售面积和增速（单位：万方）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 40：历年商品房竣工面积和增速（单位：万方）



数据来源：Wind、东方证券研究所

随着房地产行业逐渐步入下半场，开发商越来越重视物管业务的发展，绝大多数龙头开发商都拥有自己的物管子公司。随着房地产开发商的集中度日渐提升，其旗下的物管公司也将获得更强的竞争优势。主要由于龙头开发商的销售面积增长更有保障，交竣能力更强，能持续为旗下的物管公司提供管理面积。2015~2018年，典型的8家开发商系的物管企业在管面积的平均复合增速为41.9%，明显高于行业平均增速。(注：在管CAGR：保利物业和蓝光嘉宝服务指2016~2018年，其余指2015~2018年)

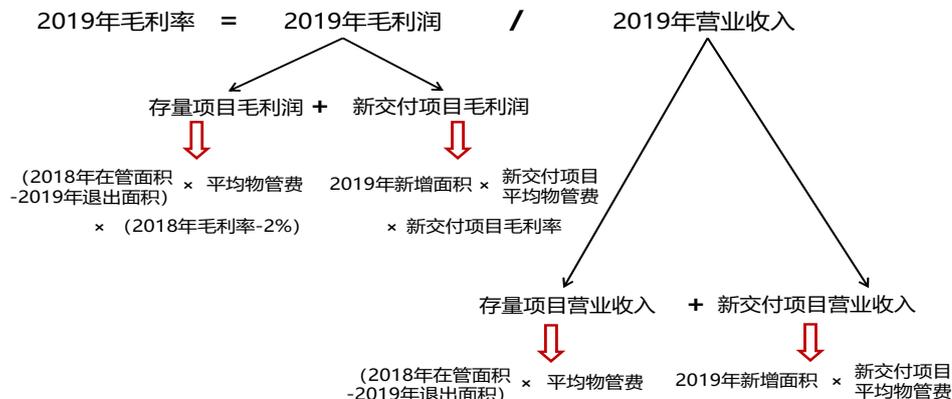
表7：龙头物管企业在管面积增速（单位：亿平）

	在管面积	合约面积	合约/在管	在管CAGR
碧桂园服务	1.82	5.05	2.77	37.5%
绿城服务	1.70	3.60	2.11	27.2%
保利物业	1.91	3.62	1.90	52.6%
中海物业	1.42	-	-	10.8%
新城悦服务	0.43	1.12	2.60	30.4%
永升生活服务	0.40	0.66	1.63	60.2%
雅生活服务	1.54	2.46	1.60	58.0%
蓝光嘉宝服务	0.61	0.74	1.21	58.3%

数据来源：公司年报、东方证券研究所

龙头物管企业不仅有更好的在管面积增速，同时其利润率也处于上升时期。因为原有存量项目的利润率受到提价限制和人力成本上成本上升的影响，可能处于稳中略降的状态，但新增项目由于定价较高，具有较高的利润率水平。因此随着新项目交付的增多，龙头物管企业的利润率会经历一个向上爬坡的阶段。

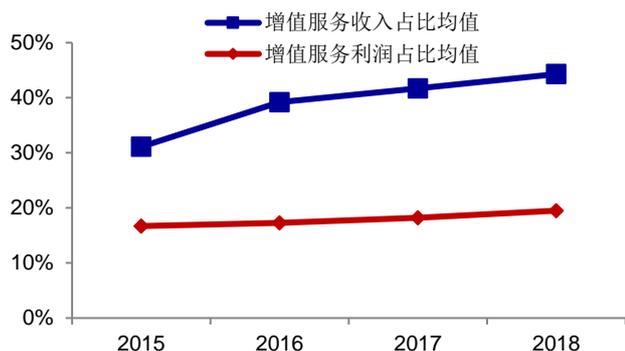
图41：新增交付项目的增多有利于毛利率的改善



数据来源：东方证券研究所

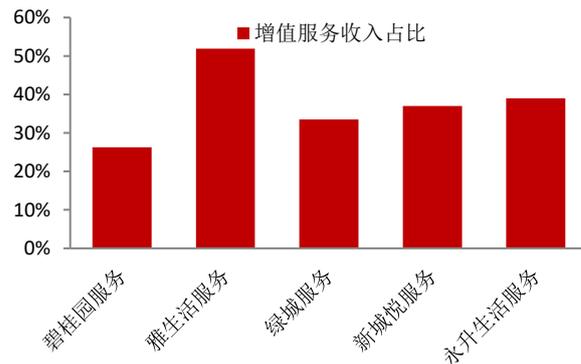
以 3~5 年的维度看，在管面积的增长将是行业的主要驱动力。由于我国现在物业管理行业仍处于向市场化转变的阶段，物业费的制定仍面临政府的指导价管控，定价仍未实现完全市场化。因此，从行业政策和监管层面而言，通过提价来实现收入规模的大幅扩张难度较大。若以十年的维度看，则增值服务是物管行业不可避免的话题。增值服务现阶段以非业主增值服务的确定性更高，模式更成熟，但未来社区增值服务将成为主角。围绕业主的生活和居住条件提供商品和服务，将使整个物管行业从类似资产注入逻辑转向消费驱动逻辑。对于物管企业而言其战略意义在于：1) 弱化地产周期的影响；2) 开启新的业务增长点；3) 提高利润率水平。从增值服务整体情况看，头部物管企业在主动增加增值服务的收入规模及收入占比。以物管百强企业为例，其收入及利润占比均值近年来不断提升。

图 42：百强物管企业增值服务收入和利润占比



数据来源：中指院、东方证券研究所

图 43：典型上市物管企业增值服务收入占比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

4 投资建议

我们认为，2020 年在销售和政策上出现大幅度调整的概率非常低，融资环境的持续不友好才是核心矛盾，对房企而言现金流的管控乃是重中之重。因此我们认为在资金端或资产端具备成本优势的房企，以及在商业物管存量市场中的龙头公司，将在当前市场格局中拥有更强的竞争优势。与之对应我们推荐三条主线：1) 在资金端拥有优势的公司，推荐保利地产、万科 A、金地集团、旭辉控股集团；2) 拥有独特模式并在资产端优势明显的公司，推荐融创中国、绿地控股、大悦城、中国金茂、华夏幸福；3) 商业物管等存量市场的龙头公司，推荐大悦城，建议关注中航善达、绿城服务、碧桂园服务、永升生活服务。

风险提示

通胀上升可能招致更严厉货币政策。受猪肉价格上涨影响当前 CPI 已达 3.8%，2020 年猪肉价格影响可能将导致 CPI 持续走高，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。2020年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。

截止本报告发布之日，东证资管仍持有万科A(000002) 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

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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要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的，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

