

房企风险暴露之前是否有迹可循？

——房企信用风险分析及未来政策推演

核心观点：

- **触发房企信用风险原因：信贷收缩埋下“爆雷”隐患，销售超预期下滑加速风险暴露。**房企信贷资金的收缩让本就依靠资金驱动的房企的资金流转受阻，资金链紧绷的房企埋下风险暴露隐患。三季度销售降速超预期导致企业回款减少，资金链紧绷房企面临销售和信贷两大输血来源的重创。当然，基本面下滑和政策环境收紧仅仅是加速房企风险暴露的因素，房企出现信用违约的真正原因是经营战略的定位失误和内部运营管理的“亚健康”。
- **房企风险暴露之前的财务指标可见端倪。**据分析，存在信用风险的房企具有以下特征：1) 现金流：筹资性现金流入占比持续高于经营性现金流入、净现金流处于低位乃至降至负值、现金流周期波动特征明显；2) 杠杆结构：杠杆普遍较高，“三道红线”踩线较多；3) 周转率：存货周转率持续处于较低水平；4) 融资成本：加权平均融资成本处于行业内较高水平，并持续攀升。
- **行业整体风险指标较为健康，“优等生”比例居高。**我们对重点关注的31家A股房企、49家H股房企的相关风险指标进行梳理，A+H股房企平均净现金流55.47亿元，平均存货周转率0.32，平均剔除预收账款后的资产负债率71.01%，平均净负债率89.28%，平均现金短债比1.90，平均综合融资成本6.09%。目前行业整体风险指标较为健康，个别房企的信用风险不会蔓延至整个行业，各项指标优异的“优等生”居多，如万科、金地、招蛇、保利、中海、世茂、龙湖、华润等，但部分企业的一些指标需要警惕。
- **政策转向拉开序幕，周期的历史不会简单重复。**对比来看，本轮地产周期的周期性减弱，16年以来在“房住不炒”的大框架下，整体政策表态呈现“松”少“紧”多。在销售过冷、土地流拍增加、房企爆雷事件增多的趋势下，央行开始释放维稳信号，政策转向拉开序幕，但历史不会简单地重复，“大放水”式放松难再现。央行层面可期待按揭贷款和房企信贷的放松，地方层面库存压力较大的城市也将跟进哈尔滨，出台相关政策促进需求的释放。我们认为“房住不炒”的主基调依旧不会松动，但刚性需求的释放是得到支持的，未来很长的一段时间内“限涨”和“限跌”将并行。
- **投资建议：**复盘前几轮地产周期，政策对板块估值弹性的影响大于业绩，板块估值一般在基本面处于底部区域时开始抬升，伴随政策宽松预期开启行情。当前市场处于“基本面底部区域”+“政策底”的组合，政策已经释放维稳信号，信贷层面放松可期，四季度是较好的布局时机。行业整体风险可控，待个别房企风险事件落地之后，行业信用格局重构，集中度进一步提升，利好经营稳健、融资成本低、杠杆结构健康的头部房企。我们建议关注优质住宅开发行业龙头股：万科A（000002）、保利地产（600048）、金地集团（600383）、新城控股（601155）、金科股份（000656）；建议关注优质物业管理公司：金科服务（9666.HK）、旭辉永升服务（1995.HK）、新大正（002968）。
- **风险提示：**风险事件发酵超预期、融资环境改善不及预期的风险。

房地产行业

推荐（维持评级）

分析师

王秋衡

☎：(8610) 8092 7726

✉：wangqiuhe_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050006

特别鸣谢 实习生 邱庭筠

相对沪深300表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

【银地地产】行业动态报告-“金九”销售旺季转淡，央行释放维稳信号-9月行业动态报告

【银地地产】行业点评-房地产行业-关于行业基本情况及近期风险事件暴露的一些思考

【银地地产】行业动态报告-8月销售同、环比均大幅下降，二次集中供地将迎来高峰-8月行业动态报告

【银地地产】行业点评-房地产行业-天津土拍政策调整为积极信号，行业毛利率拐点到来可期

【银地地产】行业动态报告-7月销售市场降温，物管板块回调带来布局机会-7月行业动态报告

【银地地产】行业动态报告-6月销售降温符合预期，第二批土地集中供应拉开帷幕-6月行业动态报告

【银地地产】行业动态报告-5月销售热度环比下降，首批土拍城市热度分化-5月行业动态报告

目录

一、触发房企信用风险原因探究	1
(一) 信贷收缩埋下“爆雷”隐患	1
(二) 销售超预期下滑加速风险暴露	2
二、房企风险暴露之前的财务指标可见端倪	4
(一) 现金流: 依赖筹资维系资金链, 追随市场周期波动明显	4
(二) 杠杆结构: 三道红线踩线较多, 降负责任重道远	7
(三) 存货周转率: 存货周转率较低, 去化压力仍在	8
(四) 融资成本: 平均融资成本攀升, 企业开源受限	9
三、行业风险可控, “优等生”比例居高	10
(一) 行业风险指标整体健康, 基本面较为稳定	10
(二) “优等生”经营稳健, “差等生”逐步退场, 信用格局重构	12
四、周期的历史会重演吗?	13
(一) 本轮地产周期的周期性减弱, 政策工具“松”少“紧”多	13
(二) 政策转向拉开序幕, 历史不会简单重复	14
五、投资建议	16
六、风险提示	16
插图目录	17
表格目录	18

一、触发房企信用风险原因探究

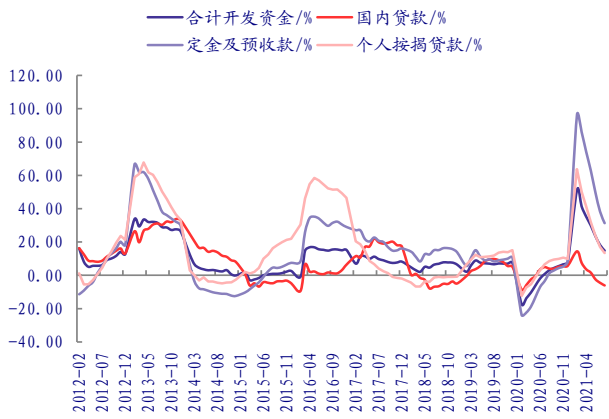
(一) 信贷收缩埋下“爆雷”隐患

2021年1-8月份，房地产开发企业到位资金同比增长14.8%，较2019年1-8月份增长18.1%，两年平均增长8.7%。1-8月份，国内贷款16918亿元，下降6.1%；自筹资金40773亿元，增长9.3%；定金及预收款50997亿元，增长31.3%；个人按揭贷款21490亿元，增长13.4%；利用外资53亿元，下降47.5%。8月单月，到位资金增速为-7%，与上月持平，其中国内贷款、自筹资金、个人按揭贷款、定金及预收款增速分别为-20%、-1%、-8%、-7%，分别较上月-3pct、-7pct、+5pct、+2pct。

在信贷管控下房企的资金持续趋紧，银行贷款从今年3月增速转负开始，贷款增速降幅持续扩大，自筹资金增速也在小个位数徘徊并在8月转负，8月国内贷款和自筹资金的占比分别为12.6%、30.3%，均处于10年以来的最低水平，定金及预收款成为最主要的资金来源，占比38.0%。房企信贷资金的收缩让本就依靠资金驱动的房企的资金流转受阻，资金链紧绷的房企埋下风险暴露隐患。

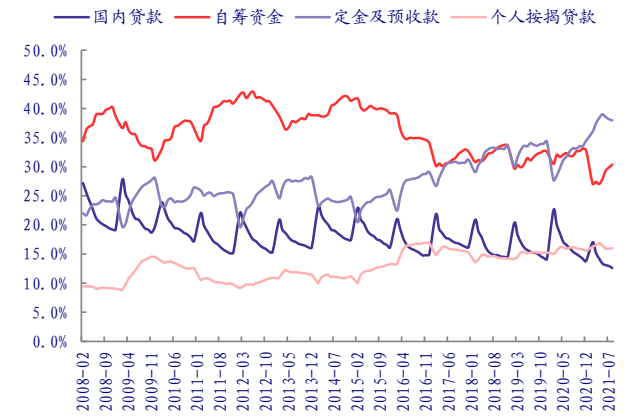
虽然信贷收紧，上半年在高销售的支撑下房企资金流转还相对通畅，但随着下半年销售超预期下行，房企面临销售回款减少和融资额度受限的双重打击，高杠杆房企在流动性收缩下风险加速暴露。

图1：房地产开发资金来源累计同比



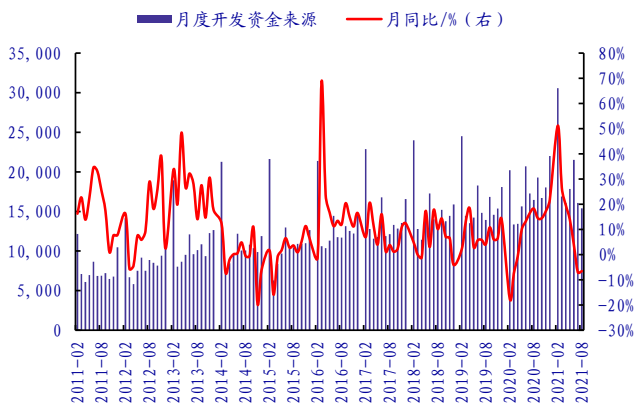
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：主要开发资金来源累计占比



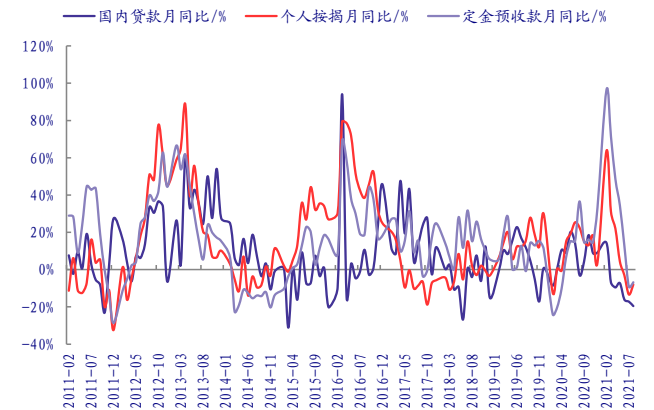
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3: 单月开发资金来源 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4: 国内贷款、个人按揭及定金预收款单月同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

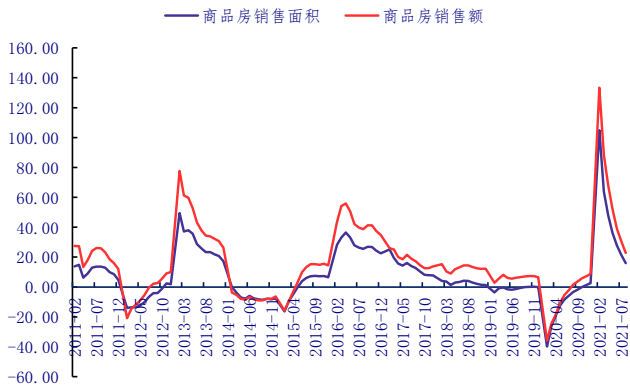
(二) 销售超预期下滑加速风险暴露

根据统计局披露的最新数据, 2021 年 1-8 月, 商品房销售面积同比增长 15.9%, 较 1-7 月下降 5.6pct, 商品房销售金额同比增长 22.8%, 较 1-7 月下降 7.9pct。8 月单月, 销售金额、销售面积增速分别为 -19%、-16%, 销售加速下行, 接近 2010 年以来的三个低点 (剔除 2020 年疫情期间的奇异值): 2020 年 7 月金额、面积增速分别 -15%、-19%, 2012 年 2 月 -14%、-21%, 2014 年 7 月 -16%、-16%。根据各地房管局披露的最新数据, 2021 年 9 月, 30 城新房销售面积为 1211.31 万平方米, 同比增速 -33.44%, 环比增速 -7.46%, 成交套数 11.57 万套, 同比增速 -32.57%, 环比增速 -8.11%。分一二三线城市来看, 一、二、三线成交面积同比增速分别为 -40.71%/-14.85%/-50.65%, 环比增速分别为 -23.21%/6.91%/-14.20%。9 月市场成交同环比降幅较 8 月进一步扩大, “金九” 销售旺季转冷, 一、三线城市销售下滑幅度超预期。

行业销售拐点在 7 月就已经确立, 开始进入负增长区间, 三季度销售降速超预期导致房企回款减少, 加重了高杠杆房企的资金紧张态势。目前基本面还未触底, 考虑到: 1) 房地产贷款集中管理下信贷额度依旧偏紧, 需求受到抑制, 并且随着个别企业信用风险的暴露, 购房者的观望将加重; 2) 新开工、施工、拿地偏弱, 供给不足; 3) 去年基数较高, 四季度销售下行将继续加快。

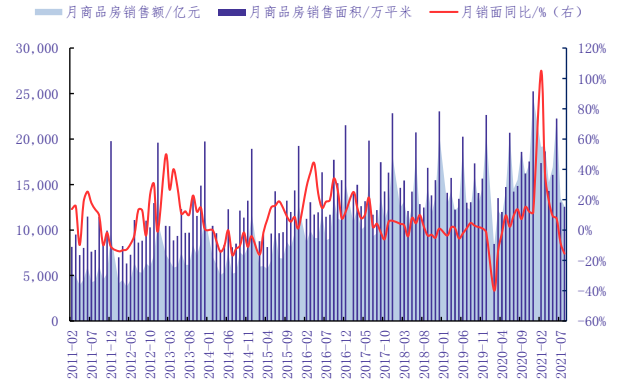
三季度销售降速超预期导致企业回款减少, 资金链紧绷房企面临销售和信贷两大输血来源的重创。当然, 基本面下滑和政策环境收紧仅仅是加速房企风险暴露的外部因素, 房企出现信用违约的真正原因是经营战略的定位失误和内部运营管理的“亚健康”。下文我们将从存在信用风险的某些地产公司的财务角度出发, 来分析目前行业内房企的风险程度。

图 5: 商品房销售面积及销售额累计表现 (%)



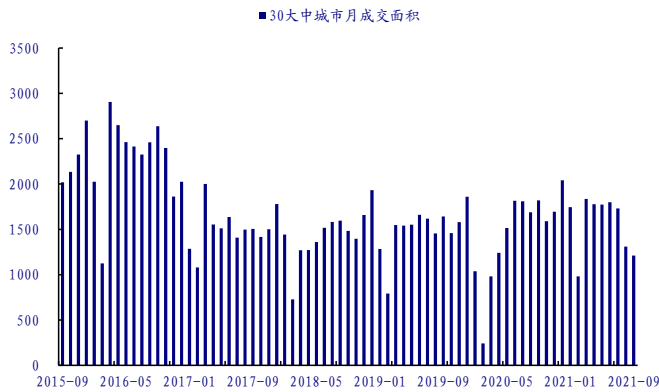
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 月商品房销售面积、销售额及销面同比



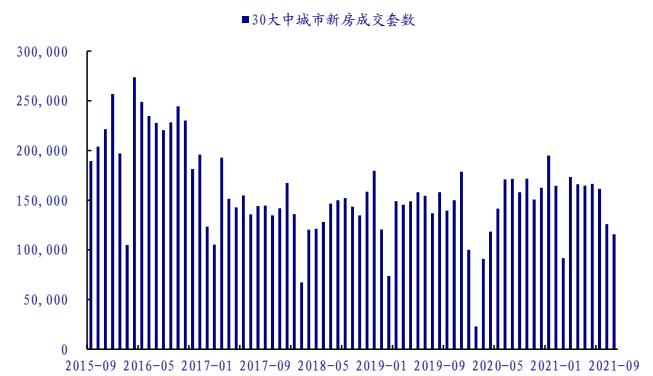
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: 30 大中城市新房成交面积情况 (万平方米)



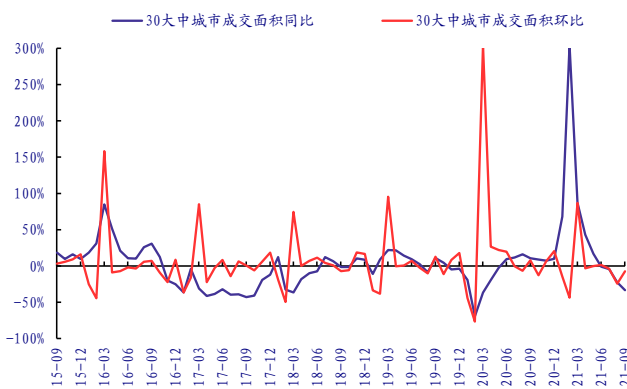
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: 30 大中城市新房成交套数情况 (套)



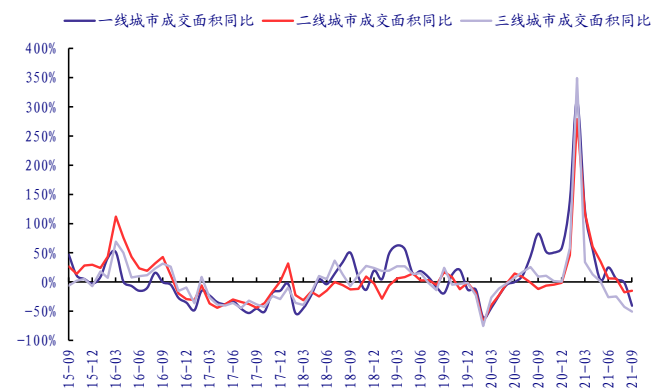
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 9: 30 大中城市月成交面积同比及环比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10: 重点一二三线城市成交面积环比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、房企风险暴露之前的财务指标可见端倪

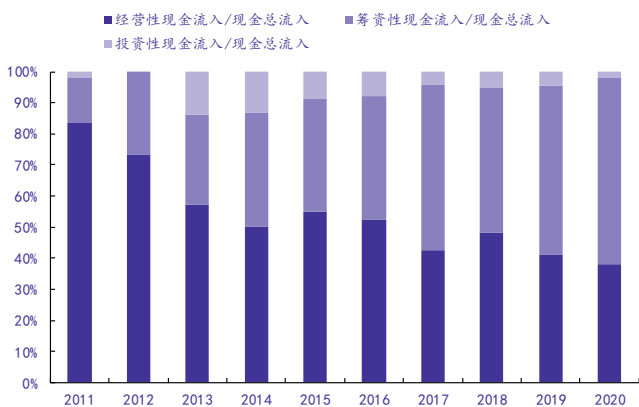
(一) 现金流：依赖筹资维系资金链，追随市场周期波动明显

1、内生性经营能力不足，筹资性现金流入占比持续高于经营性现金流入

资金流入结构层面，存在信用风险房企的筹资性现金流入占比持续超越经营性现金流入占比，且绝对值一路攀升。具体而言，华夏幸福自 2017 年起连续 4 年筹资性现金流入居高，2020 年占比达 60.25%；恒大自 2013 年起连续 8 年筹资性现金流入居高，2020 年占比达 62.36%；新力自 2016 年起连续 5 年筹资性现金流入居高，2020 年占比达 66.21%；花样年自 2012 年起连续 9 年筹资性现金流入居高，2020 年占比达 59.60%。

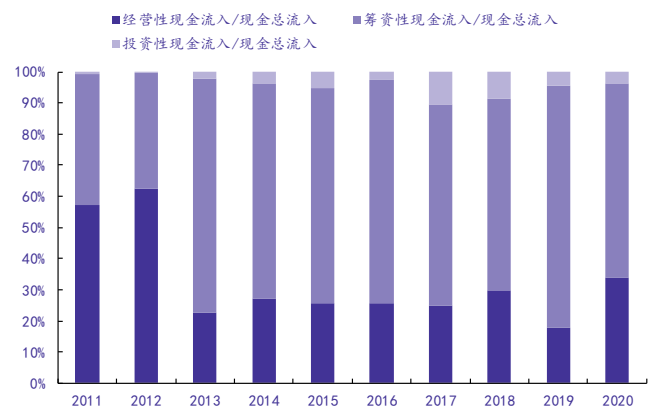
上述公司的内生性经营能力不足，无法通过销售回款实现稳定增长，过度依赖对外筹资来维系资金链，这使得资金的敏感性提升，公司难以驾驭周期和政策、信用风险，尤其在当前融资政策整体收紧的环境下，更易触发风险事件。

图 11：华夏幸福现金流入结构（%）



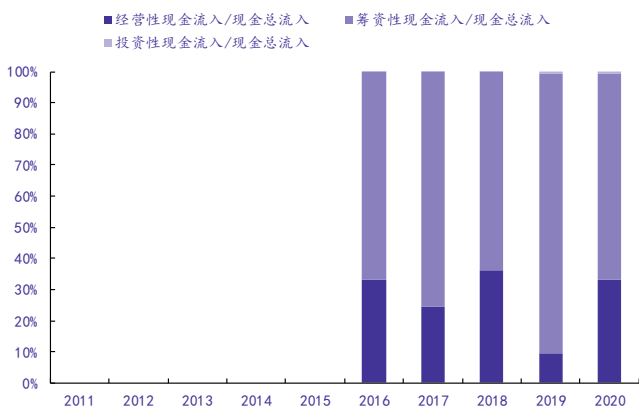
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 12：中国恒大现金流入结构（%）



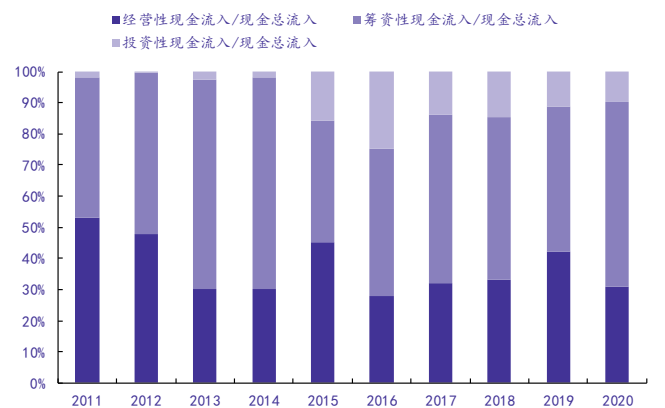
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 13：新力控股集团现金流入结构（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 14：花样年控股现金流入结构（%）



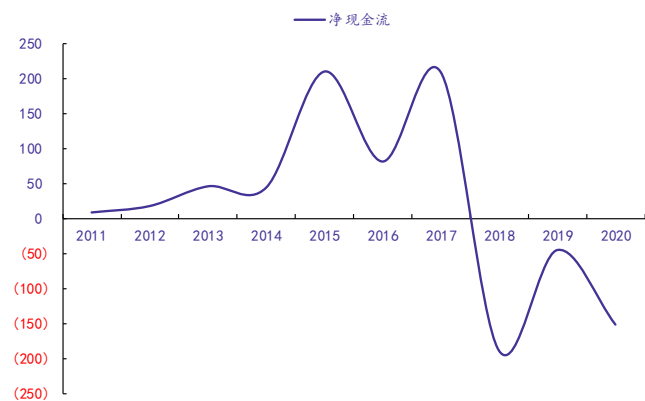
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2、净现金流处于低位乃至降为负值，资金缺口进一步加大

净现金流层面，存在信用风险房企的净现金流持续处于低位，甚至降为负值，资金链收到冲击。具体而言，华夏幸福自 2018 年起连续 3 年净现金流为负，于净现金流转负约 2 年的时点发生债务违约，此后的 2020 年资金缺口进一步加大，目前违约债务总额已超 900 亿；恒大自 2017 年起连续 2 年净现金流为负，2019 年加大力度筹资拉动净现金流转正，2020 年依靠上游占款等应付款项维持正向净现金流，目前公司已经债台高筑，但由于商票大规模逾期正处信誉危机中，对外筹资困难，内部经营情况也无明显改善，据 2021 半年报，公司合约销售额为 3567 亿元，一年内到期有息负债 2400 亿元，一年内到期应付款项 5824 亿元，此外公司 2021 年 6-8 月销售额为 716.3 亿元、437.8 亿元、380.9 亿元，环比下降，公司资金链正处于巨大压力中；新力自 2018 年起连续 3 年净现金流下滑，2020 年为 0.5 亿元，资金链较为薄弱，近日公司遭遇股债双杀，股价下跌 87% 以致停牌，美元债最高跌超 20%，面临即将到期的 2.5 亿美元债兑付危机；花样年 2019 年净现金流为负，2020 年加大力度筹资拉动净现金流转正，但经营层面无明显改善，近日发生 2.06 亿美元债违约。

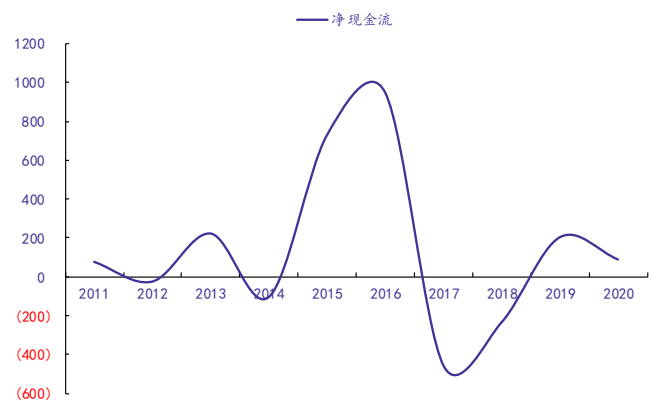
上述公司在经营层面没能稳健发展，销售回款难以支撑公司所需，当无法通过扩大筹资和供应商占款来维持现金流稳定时，极易触发风险事件。

图 15: 华夏幸福净现金流 (亿元)



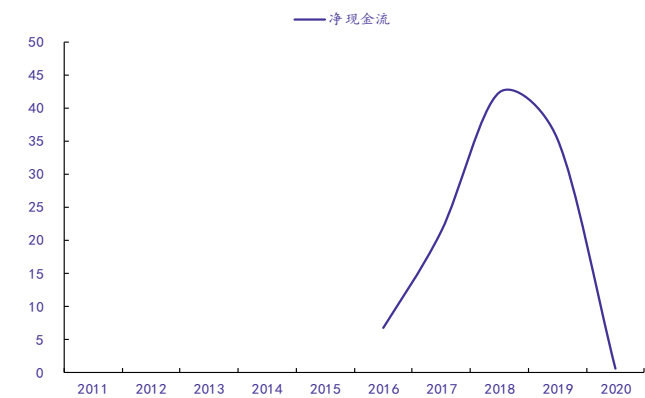
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 16: 中国恒大净现金流 (亿元)



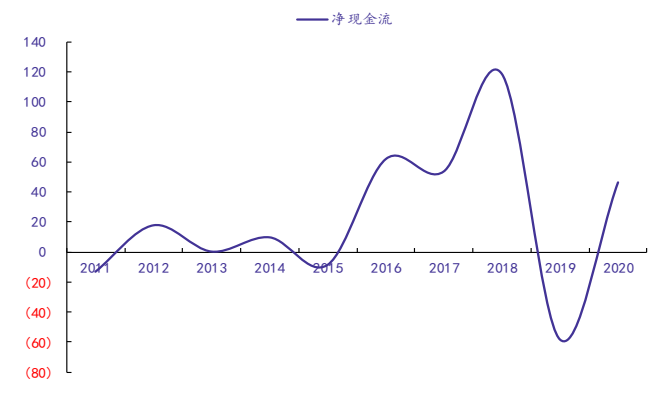
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 17: 新力控股集团净现金流 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 18: 花样年控股净现金流 (亿元)



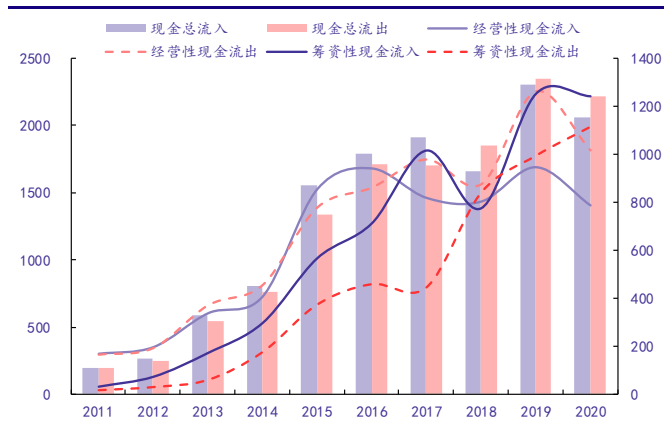
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

3、驾驭周期能力不足，随市场变化波动明显

周期性层面，存在信用风险房企的现金流周期波动特征明显，资金链对环境的敏感性较高。具体而言，华夏幸福、恒大、新力于2017、2019年两次出现筹资性现金流入峰值；花样年于2018年出现筹资性现金流入峰值，随后于2020年筹资性现金流入再次大幅提升。第一个峰值归因于2016-2017年，借新棚改去库存的东风，行业较为景气，四家公司加大杠杆拿地，同时花样年于2018年投入智慧停车相关新业务，有额外的融资需求；第二个峰值归因于公司资金链出现缺口，靠进一步融资拉动回补。2018年全国两会提出“房住不炒”，各地调控政策频繁出台，行业下行，四家公司在这一阶段明显收敛。在筹资性现金流依附行业浮沉的同时，四家公司的经营性现金流入也较为波动，除了花样年整体呈略微增长态势，华夏幸福、恒大、新力持续大起大落，稳健性低。

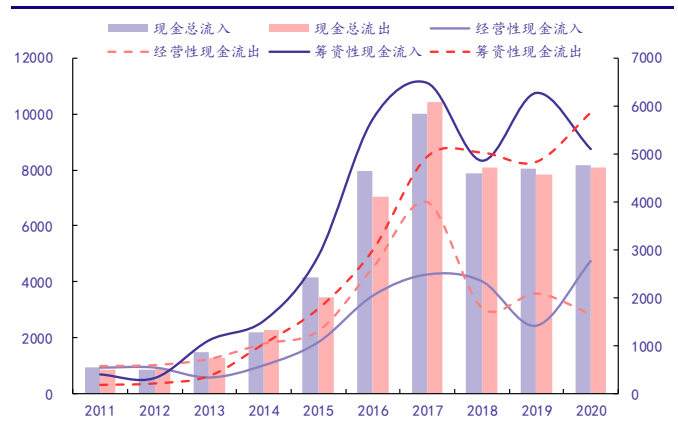
加杠杆拿地是我国房企的通行做法，尤其当处在行业繁荣时期，但如果在形成负债时未能同步提升经营水平、造血能力，就只能在周期波动中处于被动地位，叠加融资收紧，更容易陷入财务危机。

图 19：华夏幸福周期性指标（亿元）



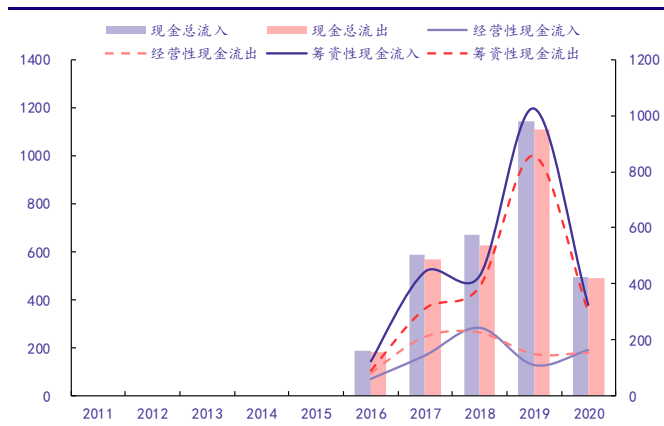
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 20：中国恒大周期性指标（亿元）



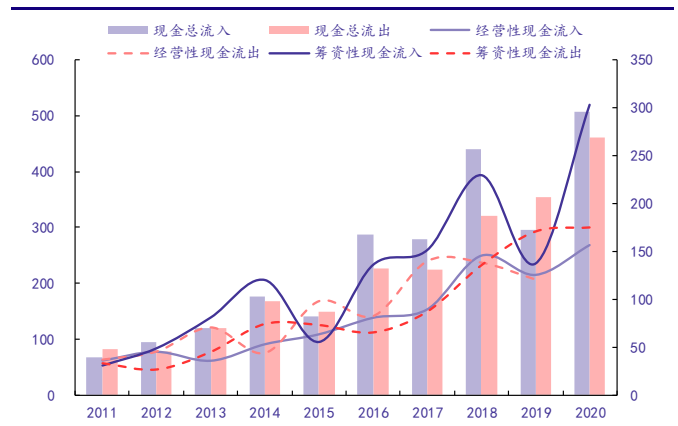
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 21：新力控股集团周期性指标（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 22：花样年控股周期性指标（亿元）



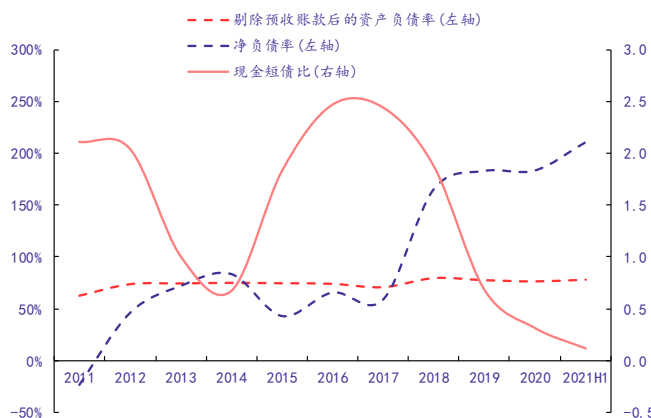
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）杠杆结构：三道红线踩线较多，降负责任重道远

杠杆结构层面，根据“三道红线”的要求，存在信用风险房企踩线情况多有发生，与象征稳健的“绿档”还有一定差距。具体而言，华夏幸福自 2019 年起连续 2 年位列“红档”，2021H1 剔除预收账款后的资产负债率 78.34%，净负债率 211.13%，现金短债比 0.11；恒大自 2014 年起连续 7 年位列“红档”，2021H1 剔除预收账款后的资产负债率 80.99%，净负债率 117.99%，现金短债比 0.36；新力自 2016 年起连续 4 年位列“红档”，2020 年降至“橙档”，2021H1 降至“黄档”，剔除预收账款后的资产负债率 73.49%，净负债率 76.76%，现金短债比 1.05；花样年自 2015 年起连续 6 年位列“黄档”，2021H1 剔除预收账款后的资产负债率 72.69%，净负债率 90.34%，现金短债比 1.40。

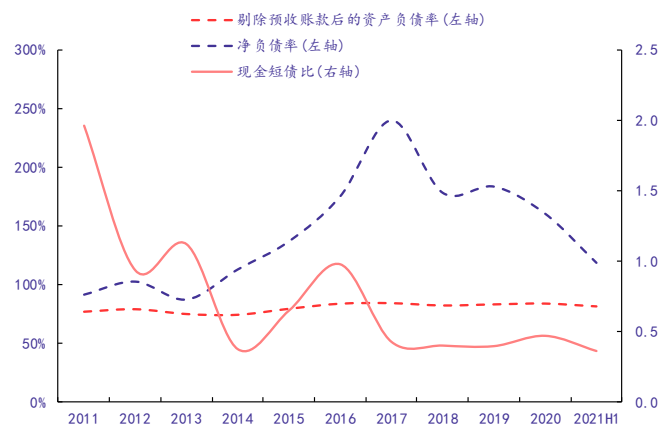
上述公司的共有特点是杠杆率较高，但其实高杠杆是房地产企业的共性，是由行业的商业模式决定的，过去房地产市场长期的供不应求，导致少有房企能够保持克制地主动放弃高速增长的机会，控制杠杆率，相反，越激进的企业发展越好，如恒大前期通过“高周转”模式将杠杆效率用到极致，迅速超过行业传统霸主万科、保利，成为新的房地产龙头企业。然而高杠杆高周转模式的前提是公司的融资规模大致稳定，到期的债务通过盈利偿还利息后，本金可以通过新一轮的融资进行偿还。在当前政策整体收紧的环境下，这一稳定性收到冲击，公司没有足够的时间消化，因为借债投出的资金需要一个完整的周期才能逐渐回收，而金融机构的借款到期兑付是刚性的，就会引发流动性问题，导致危机。

图 23：华夏幸福三道红线指标



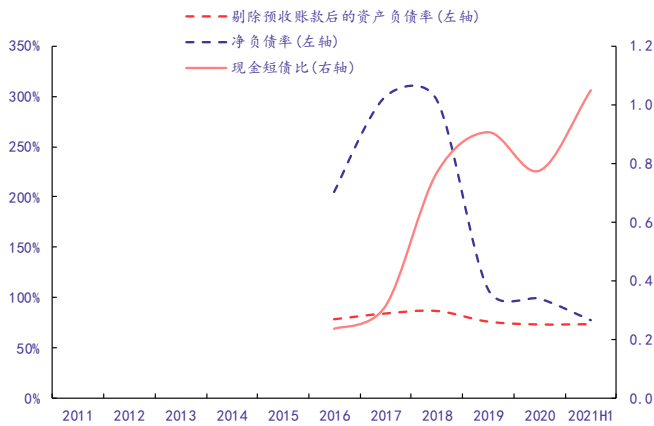
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 24：中国恒大三道红线指标



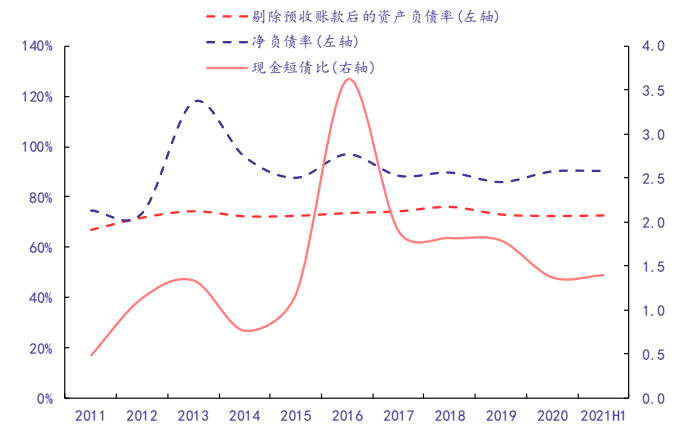
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 25: 新力控股集团三道红线指标



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 26: 花样年控股三道红线指标



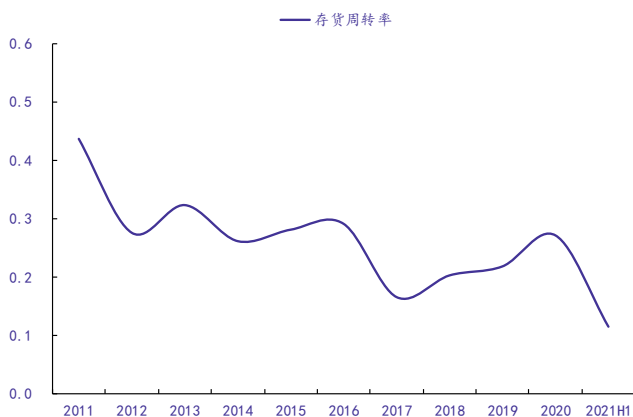
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 存货周转率: 存货周转率较低, 去化压力仍在

存货周转率层面, 存在信用风险房企存货周转率持续处于较低水平。具体而言, 华夏幸福自 2018 年起连续 3 年存货周转率保持微小上升, 2020 年存货周转率 0.27, 2021H1 存货周转率 0.11, 处于较低水平; 恒大自 2018 年起连续 3 年存货周转率保持平稳, 2020 年存货周转率 0.28, 2021H1 存货周转率 0.14, 处于较低水平; 新力自 2019 年起连续 2 年存货周转率保持较大幅上升, 2020 年存货周转率 0.43, 2021H1 存货周转率 0.16, 但仍低于国资委披露的房地产行业平均值 0.5; 花样年自 2019 年起连续 2 年存货周转率保持微小上升, 2020 年存货周转率 0.48, 2021H1 存货周转率 0.24。

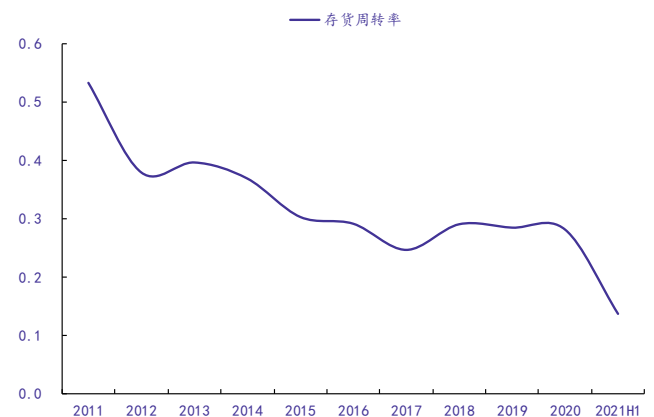
在当前房企业绩增速放缓, 融资监管持续收紧, 叠加进入偿债小高峰, 经营普遍受资金掣肘的环境下, 提高存货周转率是缩短回款周期的主要策略, 上述公司普遍较低的存货周转率反映了一定程度上的存货变现困难, 可能与前期过度下沉三四线城市的策略失误有关, 此外, 短期内随着公司风险上升, 购房者或谨慎观望, 不利于后续销售, 可能造成财务雪上加霜。

图 27: 华夏幸福存货周转率



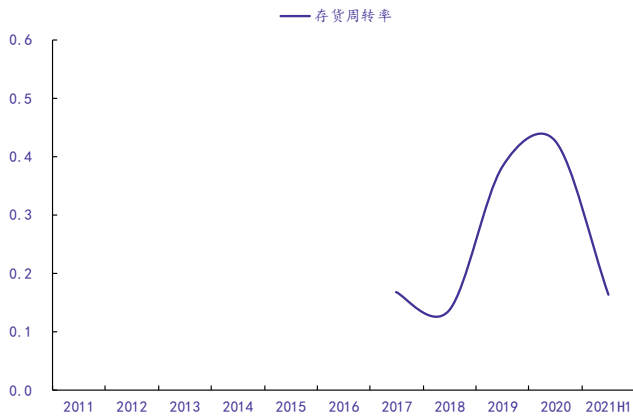
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 28: 中国恒大存货周转率



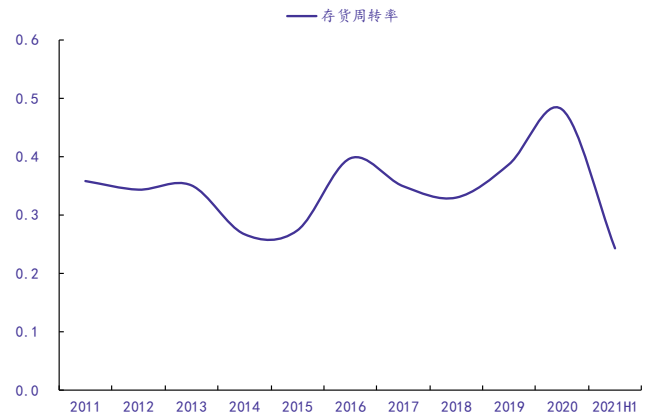
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 29: 新力控股集团存货周转率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 30: 花样年控股存货周转率



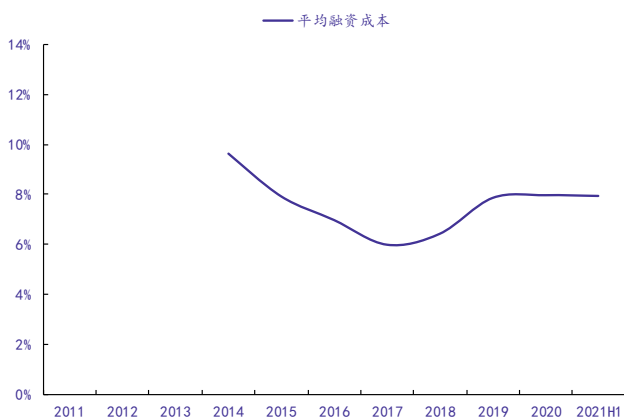
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(四) 融资成本: 平均融资成本攀升, 企业开源受限

融资成本层面, 爆雷房企的加权平均融资成本均处行业内较高水平, 且绝对值大多有所提升。具体而言, 华夏幸福自 2018 年起连续 3 年平均融资成本保持上升, 2020 年平均融资成本 7.97%, 2021H1 平均融资成本 7.94%; 恒大自 2018 年起连续 3 年平均融资成本保持上升, 2020 年平均融资成本 9.49%, 2021H1 平均融资成本 9.02%; 新力自 2018 年起连续 3 年平均融资成本保持上升, 2020 年平均融资成本 7.97%, 2021H1 平均融资成本 7.94%; 花样年自 2019 年起连续 2 年平均融资成本保持下降, 2020 年平均融资成本 9.10%, 2021H1 平均融资成本 8.70%。

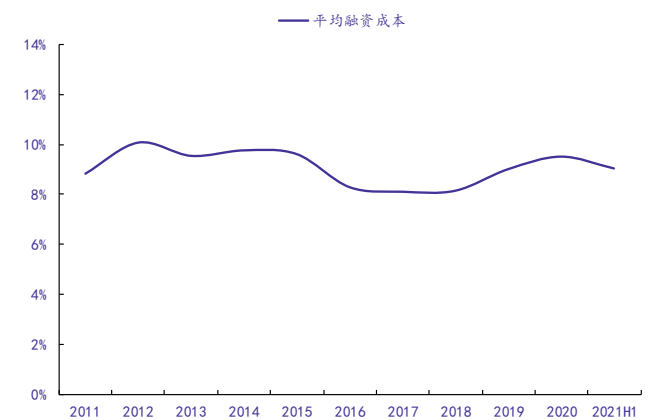
上述公司融资成本持续处于高位, 一方面与公司负债较高、偿债能力较弱有关, 如果企业的净负债率相对其他房企高出很多, 那么在行业监管逐渐变严的情况下, 资本市场对房企偿债能力较为关注, 高负债率的房企融资成本会有所抬升; 另一方面是公司经营状况、发展能力凸显薄弱点, 导致融资成本上行。

图 31: 华夏幸福平均融资成本 (%)



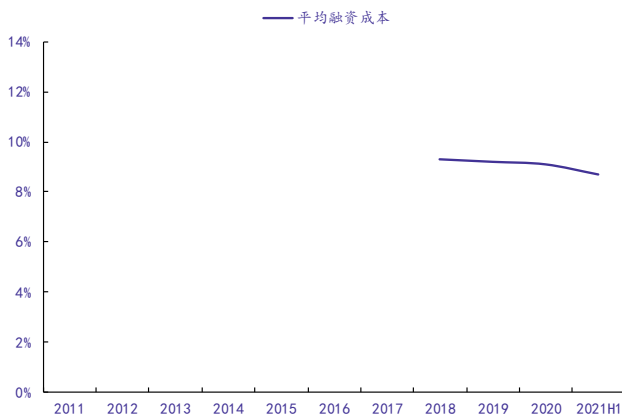
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 32: 中国恒大平均融资成本 (%)



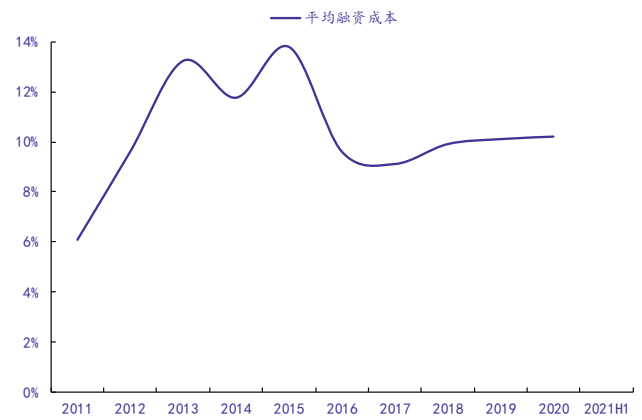
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 33: 新力控股集团平均融资成本 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 34: 花样年控股平均融资成本 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

三、行业风险可控, “优等生” 比例居高

(一) 行业风险指标整体健康, 基本面较为稳定

上文通过对存在信用风险房企的财务分析, 总结出一些衡量信用风险的指标, 下面我们将对重点关注的 31 家 A 股房企、49 家 H 股房企的相关风险指标进行梳理, 来分析行业整体的风险程度和进行企业风险预警。

2020 年, A 股房企 (由于 H 股现金流量表仅披露净值, 未计算在内) 经营性现金流入平均占比为 51.39%, 筹资性现金流入平均占比为 41.22%, 说明房企在杠杆时代的红利消退后更加注重经营上的精耕细作, 发展主流方向仍是依靠自身造血实现稳健的增长; A+H 股房企平均净现金流为 55.47 亿元, 平均存货周转率为 0.32, 企业逐渐倾向于通过高质量周转实现稳定增长, 资金链也更为稳健。2021H1, A+H 股房企平均剔除预收账款后的资产负债率为 71.01%, 平均净负债率为 89.28%, 平均现金短债比为 1.90, 三道红线中仅有一项略微越线, 说明行业降负债已初见成效, 企业杠杆结构转向更为健康的模式, 债务偿还能力提升; A+H 股房企平均综合融资成本为 6.09%, 对比 2020 年整体呈略微下降趋势。**总体而言, 行业在指标层面转向健康, 企业开始减速求稳, 以应对新地产时代。**

表 1: A+H 股房企风险指标梳理

证券代码	证券简称	经营性现金流入占比 (截至 2020)	筹资性现金流入占比 (截至 2020)	净现金流 (截至 2020)	剔除预收账款后的资产负债率 (截至 2021H1)	净负债率 (截至 2021H1)	现金短债比 (截至 2021H1)	存货周转率 (截至 2020)	平均融资成本 (截至 2021H1)
A 股									
000002.SZ	万科 A	73.37%	22.22%	264.81	71.13%	21.04%	2.19	0.31	4.27%
000031.SZ	大悦城	59.07%	30.98%	43.56	71.10%	91.61%	1.39	0.32	5.06%
000069.SZ	华侨城 A	44.95%	49.58%	245.66	69.21%	74.76%	3.16	0.19	4.38%
000402.SZ	金融街	41.28%	58.29%	77.91	73.31%	163.74%	1.12	0.15	2.80%-7.71%
000517.SZ	荣安地产	53.86%	28.69%	11.90	69.71%	61.93%	1.40	0.22	4.00%-11.00%

000656.SZ	金科股份	64.57%	35.01%	78.62	69.32%	74.74%	1.32	0.30	5.58%
000671.SZ	阳光城	55.54%	43.76%	42.55	78.75%	92.18%	1.37	0.36	7.48%
000732.SZ	泰禾集团	64.42%	25.12%	-97.17	89.03%	499.72%	0.02	0.02	9.53%
000736.SZ	中交地产	29.17%	63.57%	25.61	83.63%	234.80%	1.16	0.18	5.11%
000961.SZ	中南建设	59.19%	38.98%	82.75	78.60%	95.27%	1.03	0.37	3.24%-12.50%
001979.SZ	招商蛇口	47.56%	41.88%	149.10	59.55%	33.19%	1.94	0.27	4.60%
002146.SZ	荣盛发展	58.15%	40.85%	26.40	71.86%	76.66%	1.18	0.30	7.82%
002244.SZ	滨江集团	50.65%	39.30%	65.13	71.24%	91.25%	2.35	0.21	4.90%
002314.SZ	南山控股	35.20%	55.29%	14.07	75.63%	97.40%	3.60	0.43	3.75%-5.34%
600048.SH	保利发展	71.23%	27.63%	63.45	67.61%	58.73%	2.58	0.25	4.70%
600208.SH	新湖中宝	33.81%	53.37%	-15.31	61.95%	76.70%	0.75	0.16	6.57%
600223.SH	鲁商发展	51.36%	46.34%	9.92	83.66%	83.03%	0.42	0.24	-
600266.SH	城建发展	49.07%	50.16%	9.21	75.37%	180.44%	0.88	0.11	-
600325.SH	华发股份	28.33%	67.96%	168.83	75.27%	127.78%	1.82	0.21	-
600340.SH	华夏幸福	38.06%	60.25%	-151.98	78.34%	211.13%	0.11	0.27	7.94%
600376.SH	首开股份	55.33%	43.62%	100.96	75.02%	142.00%	1.60	0.17	5.27%
600383.SH	金地集团	77.10%	20.74%	92.01	70.38%	66.29%	1.32	0.34	4.65%
600466.SH	蓝光发展	50.21%	49.05%	46.18	84.01%	227.89%	0.26	0.22	8.20%
600606.SH	绿地控股	59.04%	16.29%	79.10	82.83%	117.27%	1.05	0.56	5.61%
600657.SH	信达地产	47.17%	37.59%	66.59	67.55%	73.30%	1.91	0.33	5.81%
600663.SH	陆家嘴	18.05%	53.66%	2.85	65.17%	131.26%	0.24	0.15	-
600675.SH	中华企业	88.86%	8.71%	-20.82	62.82%	11.74%	30.84	0.31	-
600708.SH	光明地产	44.94%	46.03%	-2.69	78.93%	177.41%	0.46	0.20	5.28%
600823.SH	世茂股份	42.60%	55.14%	3.71	63.42%	16.15%	2.55	0.25	5.20%
601155.SH	新城控股	42.04%	30.55%	-8.70	76.58%	52.95%	2.02	0.44	6.60%
601588.SH	北辰实业	58.88%	37.34%	-9.45	70.51%	85.23%	1.40	0.25	5.98%
H 股									
0004.HK	九龙仓集团	-	-	-79.61	38.99%	24.49%	1.05	-	1.80%
0012.HK	恒基地产	-	-	-39.16	29.12%	26.41%	0.48	0.10	1.78%-3.82%
0017.HK	新世界发展	-	-	10.68	51.56%	43.00%	1.01	0.62	2.76%
0081.HK	中国海外宏洋集团	-	-	38.30	71.27%	84.00%	1.24	0.32	3.70%-6.60%
0119.HK	保利置业集团	-	-	112.07	75.27%	126.04%	1.74	0.21	4.63%
0123.HK	越秀地产	-	-	41.95	69.42%	65.59%	1.30	0.24	4.45%
0337.HK	绿地香港	-	-	-26.01	79.62%	71.09%	0.83	0.32	5.60%
0535.HK	金地商置	-	-	20.80	70.60%	22.75%	1.90	0.74	-
0604.HK	深圳控股	-	-	49.76	59.75%	27.36%	1.50	0.20	3.20%
0688.HK	中国海外发展	-	-	151.92	60.24%	28.83%	3.64	0.31	3.60%
0754.HK	合生创展集团	-	-	117.91	63.22%	78.09%	1.06	0.12	1.83%-9.60%
0813.HK	世茂集团	-	-	88.96	68.28%	55.08%	1.68	0.35	5.60%
0817.HK	中国金茂	-	-	222.51	75.73%	55.39%	1.26	0.55	4.01%
0832.HK	建业地产	-	-	2.04	87.25%	137.58%	1.26	0.44	7.60%

0884.HK	旭辉控股集团	-	-	-70.83	72.14%	60.55%	2.67	0.41	5.10%
0960.HK	龙湖集团	-	-	162.23	68.28%	46.27%	5.46	0.37	4.21%
0978.HK	招商局置地	-	-	8.09	69.19%	23.85%	1.17	0.29	-
1030.HK	新城发展	-	-	-5.18	76.94%	70.78%	1.55	0.46	8.00%
1098.HK	路劲	-	-	-14.61	66.72%	72.89%	1.12	0.41	-
1107.HK	当代置业	-	-	29.70	83.05%	124.23%	1.46	0.30	9.73%
1109.HK	华润置地	-	-	258.09	60.88%	29.13%	2.23	0.34	3.88%
1113.HK	长实集团	-	-	-19.75	31.02%	13.62%	1.81	0.21	11.80%
1233.HK	时代中国控股	-	-	78.58	76.64%	82.20%	1.90	0.39	7.00%
1238.HK	宝龙地产	-	-	51.09	69.98%	84.79%	1.09	0.41	6.43%
1638.HK	佳兆业集团	-	-	90.58	69.56%	104.87%	1.53	0.49	8.70%
1777.HK	花样年控股	-	-	46.28	72.69%	90.34%	1.40	0.48	-
1813.HK	合景泰富集团	-	-	-104.23	74.53%	61.66%	1.81	0.28	6.10%
1908.HK	建发国际集团	-	-	169.93	69.81%	81.11%	4.96	0.36	4.48%
1918.HK	融创中国	-	-	211.04	76.48%	97.17%	1.11	0.35	8.00%
1966.HK	中骏集团控股	-	-	-19.65	69.53%	89.09%	1.23	0.38	6.30%
1996.HK	弘阳地产	-	-	38.52	69.40%	65.86%	1.34	0.34	7.62%
2007.HK	碧桂园	71.39%	24.90%	-816.84	78.53%	56.29%	1.93	0.37	5.39%
2019.HK	德信中国	-	-	52.11	73.56%	82.41%	1.23	0.27	8.10%
2103.HK	新力控股集团	-	-	0.47	73.49%	76.76%	1.05	0.43	8.70%
2202.HK	万科企业	73.37%	22.22%	264.81	71.15%	22.82%	2.19	0.31	4.27%
2599.HK	祥生控股集团	-	-	85.02	79.36%	197.24%	0.34	0.37	8.60%
2768.HK	佳源国际控股	-	-	30.67	70.93%	47.42%	1.29	0.33	9.50%-8.75%
2772.HK	中梁控股	-	-	109.34	79.33%	77.71%	1.22	0.36	8.30%
2777.HK	富力地产	63.17%	35.97%	27.94	74.90%	144.82%	0.23	0.29	7.67%
3301.HK	融信中国	-	-	45.57	69.67%	96.15%	0.85	0.33	6.52%
3333.HK	中国恒大	-	-	90.50	80.99%	117.99%	0.36	0.28	9.02%
3377.HK	远洋集团	-	-	83.24	68.81%	74.44%	1.62	0.53	5.04%
3380.HK	龙光集团	-	-	26.43	69.01%	47.26%	3.50	0.52	5.40%
3383.HK	雅居乐集团	-	-	85.24	68.78%	57.12%	1.18	0.58	5.96%
3883.HK	中国奥园	-	-	-105.83	83.14%	123.29%	0.88	0.32	7.00%
3900.HK	绿城中国	-	-	130.80	73.50%	79.74%	1.87	0.24	4.60%
3990.HK	美的置业	-	-	-4.78	76.10%	78.39%	2.21	0.26	4.92%
6158.HK	正荣地产	-	-	75.74	72.40%	77.29%	1.72	0.27	6.35%
9993.HK	金辉控股	-	-	116.17	68.27%	93.72%	1.07	0.29	6.95%

资料来源：公司公告，wind，中国银河证券研究院

（二）“优等生”经营稳健，“差等生”逐步退场，信用格局重构

1、龙头企业表现稳健，部分企业的财务指标需要警惕

根据风险指标判断，华夏幸福的流动性风险较为明显，恒大、富力、蓝光、泰禾、光明、

奥园需重点关注自身偿债能力，中交、华发、陆家嘴的筹资性现金流占比过高，需更加重视内部造血、经营回款的能力。万科、大悦城、金科、金地、中南、招蛇、保利、中海、世茂、龙湖、华润、建发等优质龙头房企在风险指标的测算下表现优异，这类房企持续通过高质量周转稳健增长，自身造血能力强，资金链强韧，结构上经营性现金流入对资金来源的贡献高于筹资性现金流入，在当下融资渠道收紧、板块下行的环境下体现出较强的驾驭周期能力，长期来看具备更强的竞争力。

2、“差等生”逐步退场，行业信用格局重构

我们认为目前行业处于“差等生”的信用风险逐渐暴露的过程中，但与此同时行业也在逐渐消化政策收紧导致的债务挤压，存在爆雷风险的房企还是少数，行业内的“三好学生”经营依旧稳健，并且近期政策表现出放松倾向，国家对行业的托底作用仍有保障，个例的风险事件短期内会对板块的市场情绪造成一定影响，但风险不会蔓延至整个行业成为系统性风险。目前，行业加速出清，待风险事件落地之后，行业信用格局重构，集中度进一步提升，优质资源将进一步向“三好学生”倾斜。

四、周期的历史会重演吗？

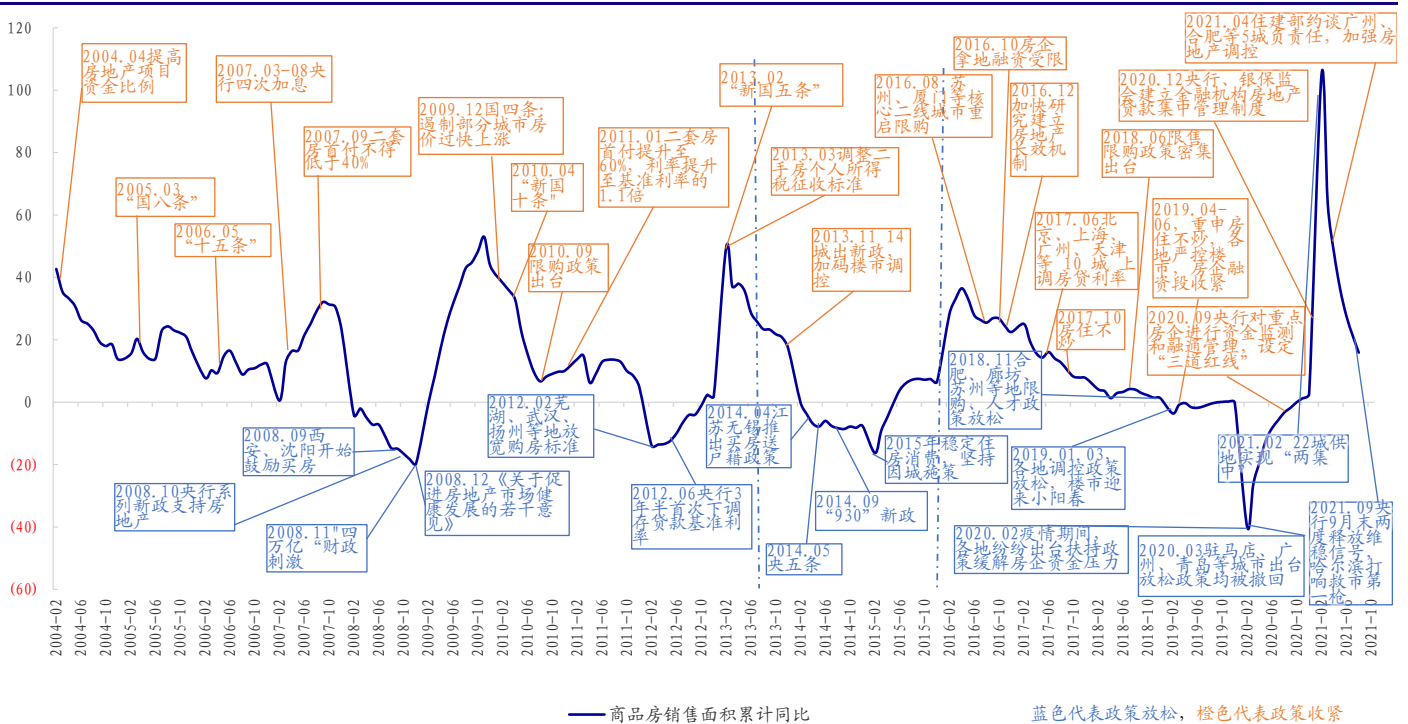
（一）本轮地产周期的周期性减弱，政策工具“松”少“紧”多

前几轮的房地产周期中，调控政策在控房价与稳增长之间往复，政策工具种类多样化。

房地产的政策调整的核心逻辑在于“保经济”与“保民生”之间的博弈，在房价飙升时期，中央为保民生通常先于地方收紧政策，而在市场下行时期，地方财政承压，为保经济表现出地方先于中央放松的规律。在房地产成长的20年间，一方面行业历经迅猛发展已成为我国经济的支柱性产业，对国民经济的发展起到巨大带动作用，另一方面政策松紧与楼市表现相互影响，房价整体呈现上升态势。房地产调控先后动用了货币、信贷、税费、土地、限购等各类措施，货币政策通过首付比例、贷款优惠利率直接调节购买力大小，但通常会出现时滞；财税土地政策则从供给端影响市场行情，土地政策对于一二线与三四线城市的作用效果具有差别，在三四线城市土地供给增加的同时一二线城市却面临土地紧张的局面；限购、人才引进等行政措施则表现为短期效果显著。

16年以来，在“房住不炒”的大框架下，整体政策表态呈现“松”少“紧”多。“因城施策”、“长效机制”作为治本之策解决高房价问题，政策调控手段针对市场发展情况做出了积极调整，“大放水”式政策宽松已经成为历史，整体政策表态呈现“松”少“紧”多。近5年，政治局会议、两会、中央经济工作会议等高层会议一贯延续“房住不炒”的表态，在疫情爆发导致楼市转冷的情况下政策调控依旧不动摇，2020年3月驻马店、广州、青岛等城市出台放松限购、限售的政策均“一日游”，显示出政策调控的决心和定力。随着房企“三道红线”资金监测、房地产贷款集中管理、22城供地“两集中”的相继出台，长效机制逐步完善，从房企、银行、土地、购房人四个维度形成了政策监控闭环。

图 35: 房地产周期与政策



资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

(二) 政策转向拉开序幕，历史不会简单重复

在多维度严格调控下，市场销售由过热急转过冷、土地流拍率增加、房企爆雷事件增多，在风险因素不断积累的趋势下，政策开始缓和：

中央层面，9 月份以来政策暖风频吹，银保监会强调对刚需的支持，央行在 9 月末的房地产金融工作座谈会和三季度例会中均提到了“两维护”，即“维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益”，对“房地产金融审慎管理制度”的表述由之前的“持续加强”、“深化”变为了“准确把握和执行好”，政策态度已经由“从紧”转向“维稳”，后续可期待后续可期待按揭贷款和房企信贷的宽松。

地方层面，多地纷纷出台“限跌令”，在限制成交价格不得超过备案价的同时，也不能低于备案价的 85%-92%，维稳房地产市场意图明显，近期广州、佛山、苏州等地的房贷利率呈现不同程度的下调，前期热门城市的房贷利率开始松动。日前，哈尔滨住建部等 9 部门联合出台《关于促进房地产市场平稳健康发展实施意见》，主要从缓解房企流动资金压力和促进购房需求释放两个方面平稳房地产市场。

政策转向拉开序幕，历史不会简单重复，“大放水”式放松难再现。从目前中央层面的表态来看，政策导向已经由“紧”转向“稳”，销售大降温趋势下政策托底意图初现，目前可运用的政策工具较多，但“大放水”式放松难再现，央行层面可期待按揭贷款和房企信贷的放松，地方层面库存压力较大的城市也将跟进哈尔滨，出台相关政策促进需求的释放。我们认为“房住不炒”的主基调依旧不会松动，但刚性需求的释放是得到支持的，未来很长的一段时间内“限

涨”和“限跌”将并行。

表 2: 近期中央层面的政策表态

时间	名称	内容
9月7日	银保监会新闻发言人答记者问	督促银行机构在 贷款首付比例、利率等方面对刚需群体进行差异化支持
9月18日	证券时报评论	楼市的过快降温，同样可能带来风险。在坚守“房住不炒”的同时，也应及时满足真实的购房需求
9月27日	中国人民银行货币政策委员会 2021 年第三季度例会	会议指出， 要维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益
9月29日	人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会	会议强调，金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府 共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益

资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

表 3: 各地出台“限跌令”和扶持政策

时间	城市	内容
2021/8/11	岳阳	岳阳市住建局下发《关于房地产市场新建商品住房网签成交价格限制的通知》，要求 4 个中心城区新建商品住房销售实际成交价格不得低于备案价格的 85%，否则不予网签。
2021/9/9	株洲	株洲市住建局对存在采取大幅降低销售价格并明显低于市场正常价格销售行为的企业项目负责人进行了约谈，要求停止违规销售行为，强化建筑施工质量，确保楼盘品质，同时，下架所有涉嫌低价销售的房源信息。
2021/9/14	南通	南通市海门区发改委回复一楼盘领取销许，为稳定商品房价格， 不得超过备案价销售，降幅超过 8%时必须重新备案，且重新备案间隔周期不少于 6 个月。
2021/9/26	张家口	张家口市住建局、张家口市财政局等四部门联合出台《关于进一步加快完善房地产长效机制的通知》， 已取得预售许可的项目不得低于成本进行销售，新取得预售许可的项目，不得低于备案价格的 85%进行销售。
2021/9/30	鄂州	针对部分房企在国庆节前后大幅降价，鄂州市住建局发布了《关于进一步规范新建商品住房预（销）售价格备案工作的通知》。在商品房的销售价格上规定， 一方面不能超过备案价销售，另一方面，涨价或降价超过备案价 10%的浮动，需要重新备案。
2021/10/2	惠州	惠州博罗县发布了《关于规范商品房销售行为保障消费者（购房人）合法权益的告知书》， 认为部分房企远低于市场价格进行销售的行为已经扰乱了市场秩序，侵犯了购房人的合法权益，带来了一系列社会负面影响。
2021/10/3	徐州	新沂市三部门联合下发《关于进一步加强新建商品住房销售管理的通知》， 要求所有项目不得超出备案价格对外销售，且不得低于备案价格的 90%进行销售。
2021/10/10	哈尔滨	哈尔滨住建局等 9 部门《关于促进房地产市场平稳健康发展实施意见》， 主要从缓解房企流动资金压力和促进购房需求释放两个方面平稳房地产市场。其中，哈尔滨通过对预售条件和监管资金返还小幅放松，调整土地增值税预征率和土地成交价款支付时间，减轻企业流动资金压力。此外，哈尔滨加大对人才和新市民首套房购房补贴力度，放宽二手房公积金贷款期限，促进刚需正常释放。

资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

表 4: 房贷利率和税率下调的城市

城市	内容
沈阳	沈阳住房公积金管理中心印发《沈阳市高层次人才住房公积金支持政策实施细则》，细则暂行三年，规定高层次人才和经认定的其他符合条件人才首次使用住房公积金贷款在沈购买首套自住住房的， 贷款限额最高可放宽到当期贷款最高限额的 1.5-4 倍。
惠州	惠州市税务局发布《关于调整惠州市个人二手房转让个人所得税、土地增值税核定征收率的公告（征求意见稿）》，个人转让二手住宅的个人所得税核定征收率调整为 1%，转让二手非住宅的个人所得税核定征收率调整为 1.5%。同时，个人转让二手非住宅的土地增值税核定征收率调整为 5%。 截至目前以来，肇庆、珠海、中山、阳江、茂名、湛江、汕尾、梅州、河源、韶关、清远等城市均发布了调降个税的相关政

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

策，其中肇庆、中山和珠海均将二手住房转让个税下调至 1%。

广州	中国银行、农业银行、广州银行、招商银行、光大银行等房贷利率已经较过往有所下降，其中光大银行的首套房利率下降至 5.60%，下降了 40BP；广州银行的首套房利率已经降到 5.45%，二套房利率降至 5.65%。
佛山	8 家当地的主流银行中，建设银行、农业银行的房贷利率有所下调，农业银行的首套和二套房下降较多，均为 20BP。
苏州	苏州分别有银行首套下调和银行二套房贷利率下调。南京银行首套首贷利率下调，目前是所有银行中最低，首套首贷利率 5.8%。招商银行首套首贷下调 5BP，邮政储蓄有存款最低 5.8%起。二套房贷未结清的，利率普遍在 6.3-6.5%，其中工行下调 10BP，9 月 6.4%，刚刚调查已为 6.3%。

资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

五、投资建议

近期行业风险事件颇受市场关注，我们认为基本面下滑和政策环境收紧仅仅是加速房企风险暴露的因素，房企出现信用违约的真正原因是经营战略的定位失误和内部运营管理的“亚健康”。通过对某些存在信用风险房企的复盘，总结出，可从企业的现金流、杠杆结构、周转率、融资成本等财务指标见风险端倪。经过梳理，目前行业整体风险指标较为健康，个别房企的信用风险不会蔓延至整个行业，各项指标优异的“优等生”居多，但部分企业的一些指标需要警惕。

对比来看，本轮地产周期的周期性减弱，16 年以来在“房住不炒”的大框架下，整体政策表态呈现“松”少“紧”多。在销售过冷、土地流拍增加、房企爆雷事件增多的趋势下，央行开始释放维稳信号，政策转向拉开序幕，但历史不会简单地重复，“大放水”式放松难再现。央行层面可期待按揭贷款和房企信贷的放松，地方层面库存压力较大的城市也将跟进哈尔滨，出台相关政策促进需求的释放。我们认为“房住不炒”的主基调依旧不会松动，但刚性需求的释放是得到支持的，未来很长的一段时间内“限涨”和“限跌”将并行。

复盘前几轮地产周期，政策对板块估值弹性的影响大于业绩，板块估值一般在基本面处于底部区域开始抬升，伴随政策宽松预期开启行情。当前市场处于“基本面底部区域”+“政策底”的组合，政策已经释放维稳信号，信贷层面放松可期，四季度是较好的布局时机。行业在信用风险暴露的过程中加速“优胜劣汰”的进程，逐步出清，待风险事件落地之后，行业信用格局重构，集中度进一步提升，利好经营稳健、融资成本低、杠杆结构健康的头部房企。我们建议关注优质住宅开发行业龙头股：万科 A（000002）、保利地产（600048）、金地集团（600383）、新城控股（601155）、金科股份（000656）。我们长期看好物业行业未来的发展以及头部企业的投资机会，建议关注优质物业管理公司：金科服务（9666.HK）、旭辉永升服务（1995.HK）、新大正（002968）。

六、风险提示

风险事件发酵超预期、融资环境改善不及预期的风险。

插图目录

图 1: 房地产开发资金来源累计同比	1
图 2: 主要开发资金来源累计占比	1
图 3: 单月开发资金来源 (亿元)	2
图 4: 国内贷款、个人按揭及定金预收款单月同比	2
图 5: 商品房销售面积及销售额累计表现 (%)	3
图 6: 月商品房销售面积、销售额及销面同比	3
图 7: 30 大中城市新房成交面积情况 (万平方米)	3
图 8: 30 大中城市新房成交套数情况 (套)	3
图 9: 30 大中城市月成交面积同比及环比 (%)	3
图 10: 重点一二三线城市成交面积环比 (%)	3
图 11: 华夏幸福现金流入结构 (%)	4
图 12: 中国恒大现金流入结构 (%)	4
图 13: 新力控股集团现金流入结构 (%)	4
图 14: 花样年控股现金流入结构 (%)	4
图 15: 华夏幸福净现金流 (亿元)	5
图 16: 中国恒大净现金流 (亿元)	5
图 17: 新力控股集团净现金流 (亿元)	5
图 18: 花样年控股净现金流 (亿元)	5
图 19: 华夏幸福周期性指标 (亿元)	6
图 20: 中国恒大周期性指标 (亿元)	6
图 21: 新力控股集团周期性指标 (亿元)	6
图 22: 花样年控股周期性指标 (亿元)	6
图 23: 华夏幸福三道红线指标	7
图 24: 中国恒大三道红线指标	7
图 25: 新力控股集团三道红线指标	8
图 26: 花样年控股三道红线指标	8
图 27: 华夏幸福存货周转率	8
图 28: 中国恒大存货周转率	8
图 29: 新力控股集团存货周转率	9
图 30: 花样年控股存货周转率	9
图 31: 华夏幸福平均融资成本 (%)	9
图 32: 中国恒大平均融资成本 (%)	9
图 33: 新力控股集团平均融资成本 (%)	10
图 34: 花样年控股平均融资成本 (%)	10
图 35: 房地产周期与政策	14

表格目录

表 1: A+H 股房企风险指标梳理	10
表 2: 近期中央层面的政策表态	15
表 3: 各地出台“限跌令”和扶持政策	15
表 4: 房贷利率和税率下调的城市	15

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：王秋薇，房地产行业分析师，英国杜伦大学金融学硕士，北京交通大学金融学学士，2018年5月加入中国银河证券研究院至今，主要从事房地产行业及上下游相关产业链的研究工作。

评级标准

行业评级体系

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）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：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。

谨慎推荐：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%。

中性：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。

回避：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。

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）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（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。

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咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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。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。

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。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。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

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。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

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

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

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：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn