

政策边际放松可期，把握板块结构性机会

西南证券研究发展中心

房地产研究团队

2021年11月

- **目前大部分民企存在潜在的流动性紧张，2021Q4及2022H1为美元债偿债高峰期，存在较大的暴雷风险。**流动性危机是近期恒大事件的核心问题，主要包括3个原因。**1) 销售回血困难：**公司6-10月销售额下滑，银行按揭放款周期拉长；**2) 融资困难：**贷款两集中下银行的地产融资额度下降，受评级下调影响，信托融也资持续收紧。**3) 股权变现困难：**三道红线限制使项目公司股权转让不畅。
- **行业销售断崖下降，二轮土拍冷淡，融资大幅下滑。**百强房企销售金额连续4个月同比呈现负增长，9、10月跌幅超过30%。二轮土拍呈高流拍、低溢价趋势，房企参与意愿明显下降，平均流拍率达31%。10月房地产企业融资总额同比下降74.8%，ABS将近三个月断发。
- **“政策底”初现，短期内行业政策边际持续改善。**9月以来，央行三度释放稳定信号，强调“两个维护”。10月全国多地银行房贷利率出现下调迹象，放款速度也有所提升。高层也多次召集部分房企召开座谈会，目的在于摸底企业内部困难，听取企业诉求和建议。央行数据显示，10月末银行业金融机构个人住房贷款余额增加3481亿元，较9月多增1013亿元，按揭有所放松，但预售资金监管趋严抵消效果。
- **政策有望提供宽松措施，第三批集中供地有所放松。**中国银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会，11月10日起已有多家城投公司及国企央企宣布发行中期票据、超短融资券等。当前地产信贷方面给予一定的支持，能够防止行业流动性风险的蔓延，利于金融系统整体稳定。第三批集中供地在土拍规则方面有所优化，部分城市在竞拍资质、保证金比例等方面有所放宽。
- **后续行业政策有望持续边际放松，行业有望迎来估值修复，**建议重点关注1) 开发企业：保利发展、新城控股、华润置地、龙湖集团、万科A等；2) 物管企业：碧桂园服务、华润万象生活、旭辉永升服务、融创服务等。
- **风险提示：**项目交付风险、项目销售回款风险、行业政策调控风险。

01 行业基本面下行，民企现流动性危机

02 “政策底”初现，政策有望提供宽松措施

03 三种假设下的行业增速预测

04 行业下行周期中寻找结构性投资机会

基本面状况—流动性危机是近期民企的核心问题

- 流动性危机是近期恒大事件的核心问题，也是民营房企目前的通病。** 恒大流动性困难主要是由于3个原因，1) **销售回血困难（经营性现金流）**：由于购房者信心降低，公司6-10月销售额有所下滑，且政府限制降价也造成促销失败；其次银行按揭放款周期拉长，出现销售好但回款不好的现象；2) **融资困难（融资性现金流）**：由于贷款集中度管理制度，银行的地产融资额度下降，借旧还新出现更大的困难；此外，6、7月多家评级机构对恒大评级下调，信托融资也持续收紧。3) **股权变现困难（投资性现金流）**：地产项目变卖上，由于三道红线限制有息负债规模增长，潜在买家在收购项目公司股权时，指标可能恶化，造成转让不畅。
- 行业流动性紧张背景下，央国企成为二次土拍主力军。** 截至10月末已完成二轮土拍的20个城市中，拿地排名为：中海（648亿元）、中建（281亿元）、中铁建（249亿元）、保利（245亿元）、中铁（233亿元）、龙湖（222亿元）、华润（193亿元）、首开（167亿元）和绿城（151亿元），拿地主力为央国企。从广州、深圳、成都等热点城市二次土拍结果来看，央企、国企拿地成交价占比多在70%以上。

图.流动性困难主要由于3大原因

销售回款困难（经营性CF）

- 1) 6-10月销售下滑，政府限制降价也进一步限制促销。
- 2) 银行预售后的按揭放款周期拉长，影响销售回款。
- 3) 对上下游合作商应付款日益增加，出现大量停工。

融资困难（融资性CF）

- 1) 由于贷款集中度管理制度，银行的地产融资额度下降，借旧还新出现更大的困难。
- 2) 多家机构对恒大降级，信托持续收紧。

资产变卖困难（投资性CF）

- 1) 地产项目变卖上，由于三道红线限制有息负债规模增长，潜在买家收购不畅。
- 2) 多元化业务资产变卖上，持续转让但整体不顺畅。

图.恒大事件对行业影响

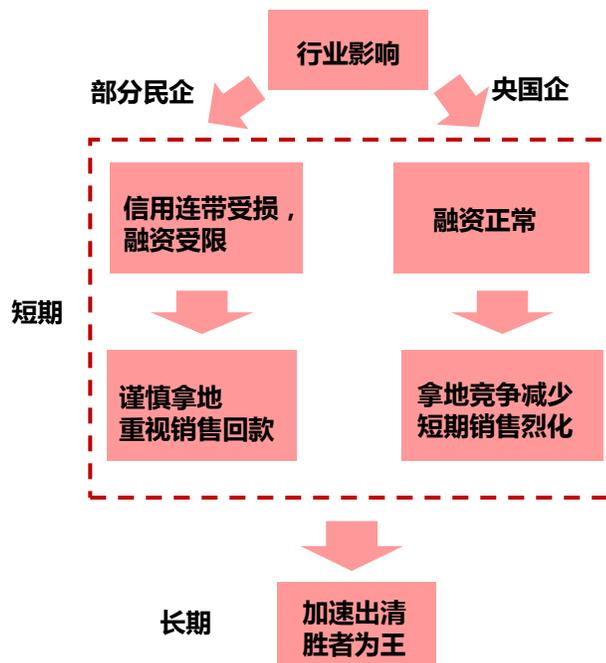
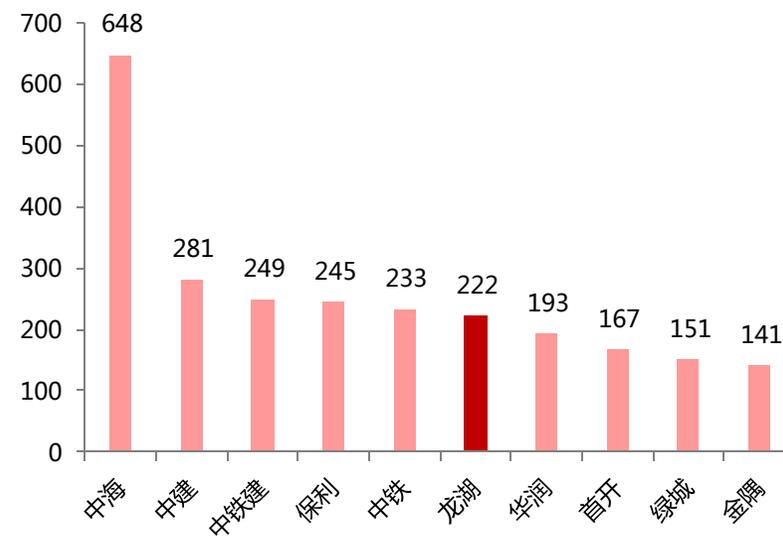


图.二轮土拍拿地排名



基本面状况—民企存在潜在流动性危机（财务紧张且进入美元债高峰期）

- **大部分民企存在潜在的流动性紧张，在市场下行情况下，存在较大的爆雷风险。** 现金短债比是衡量短期偿债能力的指标，2021H1华夏幸福/富力和恒大分别为0.13/0.23/0.36，短期偿债压力较大；其余如佳兆业、荣盛、中南、禹州、绿地、奥园、阳光城等大部分民企也处于较为紧张状况。
- **2021Q4及2022H1将为房企美元债偿债高峰期。** 今年下半年房企现金流受挫，融资端承压，前期海外债发行规模收缩，房企借新还旧渠道受阻，债务临期接踵而至，2021Q4是房企偿还海外债的一个高峰，四季度以来已有花样年、新力控股等多家房企出现海外债密集违约现象。据同策研究院监测数据显示，从80多家内房股海外债到期余额来看，**2021-2025年为兑付高峰期，到期余额分别为15亿美元、273亿美元、183亿美元、190亿美元及180亿美元。**

图.2021H1部分房企现金短债比及有息负债现金覆盖比状况

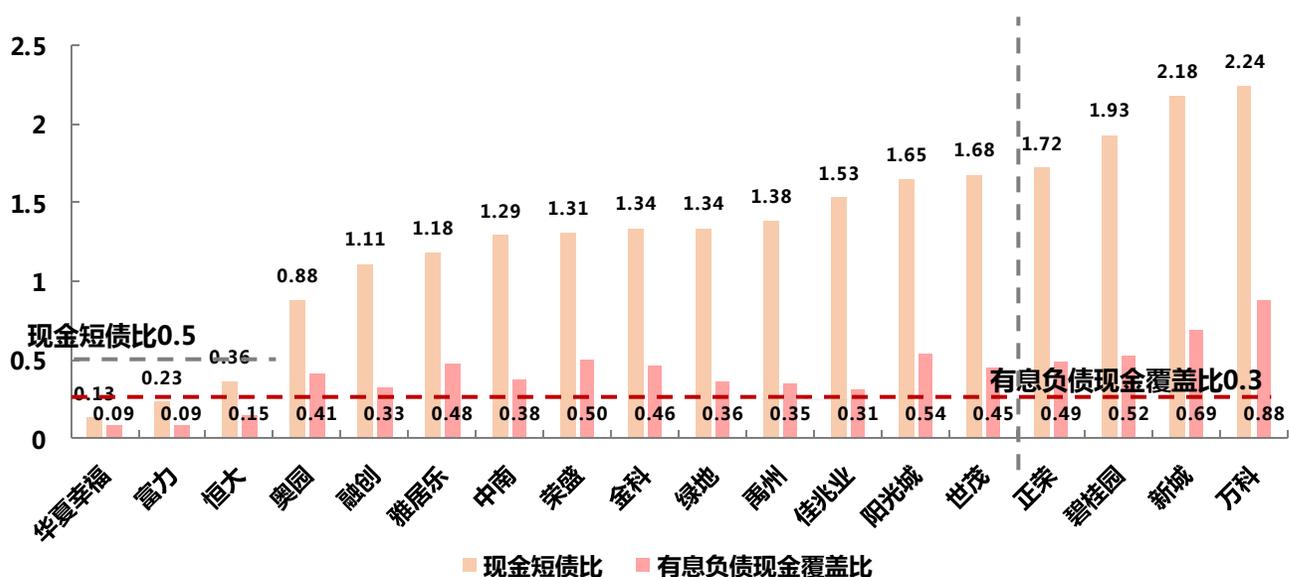


表.2021Q4及2022H1将为房企美元债偿债高峰期

企业名称	美元债合计 (亿美元)	货币资金 (亿元)	半年内到期	半年内到期/货币资金	一年内到期	一年内到期/货币资金
富力地产	51	128	7	36.4%	7	36.4%
华南城	16	80	4	27.9%	7	55.7%
恒大地产	192	868	35	25.7%	35	25.7%
融信中国	32	213	8	25.2%	8	25.2%
建业地产	28	109	4	22.7%	4	22.7%
当代置业	14	136	5	21.2%	5	21.2%
中骏	27	153	5	20.9%	5	20.9%
弘阳地产	20	176	6	19.9%	8	29.0%
花样年	40	272	8	19.7%	17	39.7%
金辉股份	8	255	6	13.8%	6	13.8%
雅居乐	50	465	7	9.6%	7	9.6%
大悦城	16	318	5	9.1%	14	27.2%
景瑞控股	14	142	2	8.6%	2	8.6%
新力控股	7	194	2	8.0%	5	14.9%
阳光城	37	498	6	7.8%	6	7.8%
旭辉集团	46	523	6	7.2%	6	7.2%
荣盛发展	8	271	3	6.9%	8	18.4%
蓝光发展	11	297	3	6.5%	8	16.2%
正荣地产	36	445	4	6.1%	4	6.1%
新城控股	37	624	6	5.6%	6	5.6%

备注：现金短债比=货币资金/短期负债；本页研究对象多数为民营开发商

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

➤ **行业流动性现危机，多家房企出现债务违约。**随着融资环境的收紧以及2016-2018年间房企高速发展时发行的债券逐渐到期形成偿债潮，房企债务违约事件频发，尤其是进入2021年之后，多家大型房企出现了债务实质性违约或者商票逾期等暴雷事件。10月份，随着花样年、新力控股、当代置业公告在境外发行的美元债构成实质性违约，此轮美元债信用危机又被推向了高潮。

表.2021年至今房企违约事件

违约企业	时间	未偿金额	详情
阳光城	11月8日	12.7亿元	其将于11月8日回购的私募ABS债券，通过对该笔回售债券的展期，阳光城 避免了信用债违约，实际到期日为2022年11月18日。
佳兆业	11月4日	3亿元	由锦恒财富发行、佳兆业集团担保的 若干理财产品出现兑付逾期 ，产品中首期兑付期为10月31日，佳兆业将以锦恒财富产品的到期时间为顺序，采用分期兑付的方式陆续兑付本金和利息， 理财产品总金额约为127亿元。
泛海控股	10月28日	25.65亿港元	其发布关于境外附属公司债务相关情况的公告显示，其在境外有两笔本金余额总计25.65亿港元的债务违约，其抵押物已被接管。
当代置业	10月26日	2.5亿美元	其公告称，一笔2021年10月25日到期的12.85%利率美元票据，本金及应付利息的还款安排未能当日达成。
蓝光发展	10月26日	215亿元	上海清算所公告，截至蓝光发展2020年度第三期中期票据付息日，银行间市场清算所股份有限公司未收到其支付的付息资金。蓝光发展公告称，截至9月24日，累计到期未能偿还的债务本息金额达到215亿元。
新力控股	10月18日	2.5亿美元	10月18日，新力控股集团一笔金额为2.5亿美元、利率为9.50%的美元债到期。而在10月11日，公司曾发公告指出，公司目前预计其未有充足的财政资源于到期日期偿付上述债券的本金及最后一期利息，因此该等款项预计于到期日期将不能偿付。
花样年	10月4日	2.06亿美元	其公告表示，本金总额为5亿美元2021年到期的7.375%优先票据剩余未偿还本金约2.06亿美元，据规管2021年票据契约，上述票据所有未偿还本金均于2021年10月4日到期。其并未在该日付款，构成实质性债务违约。
华夏幸福	9月4日	964亿元	截至年中，其违约债务总计已达878.99亿元。公司货币资金余额仅139.8亿元，其中可动用资金7.34亿元。至9月4日，企业再次新增84.6亿元的逾期债务，总额已经超过900亿元，并且违约资金成本还将不断上升。
阳光100集团	8月11日	5239万美元	阳光100发布公告称，公司一笔2亿美元、年利率为6.50%的可转债原本应于当天支付最后一笔本息，合计金额约为5239万美元。但公司未能支付，构成违约，并同时触发了未来两年到期的多只债券的交叉违约条款。
泰禾集团	7月30日	436.93亿元	泰禾集团公告称，公司将无法按期完成公司债券“H8泰禾01”本息的兑付，应兑付本息金额为17.55亿元。公司表示，公司存在大额已到期未归还借款。截至7月30日，公司已到期未归还借款金额为436.93亿元。
天房集团	3月16日	62.55亿元	62.55亿元债券实质违约，债券违约类型为未按时兑付本息，债券当前状态为实质违约。
重庆协信远创	3月9日	29.91亿元	3月9日，协信远创4.4亿元私募债“18协信01”未兑付，发生实质性违约，另四只债券余额分别为6.52亿元、5.61亿元、8.38亿元和5.4亿元，到期日分别为3月17日、5月12日、7月14日和9月27日。公司已于7月5日申请破产。

➤ **受海外债频频违约的影响，10月多家房企信用评级遭下调。**根据CRIC统计数据显示，自10月份以来，三大评级机构之一的穆迪前后共下调了29家房企的信用评级或展望。比如，10月5日，花样年一笔美元债构成实质性违约后，穆迪再次下调花样年评级，长期评级由B3下调至Ca，评级展望由负面观察调整为负面。随后，部分未出现债务违约的房企也遭到了评级下调，其中既有“三道红线”不达标的4家房企，也有9家全部达标的绿档房企。

表.2021年10月房企信用评级遭集体下调

时间	房企名称	信用评级	展望
2021年10月5日	花样年	从B3下调至Ca	从评级观察调整为 负面
2021年10月11日	当代置业	从B3下调至Caa3	从稳定调整为 下调观察
2021年10月13日	新力控股	从Caa2下调至Ca	从评级观察调整为 负面
2021年10月15日	荣盛发展	从Ba3下调至B1	维持 负面
2021年10月15日	景瑞控股	B2	从稳定调整为 负面
2021年10月15日	正商集团	B2	从稳定调整为 负面
2021年10月15日	合生创展	B2	从稳定调整为 负面
2021年10月18日	中南建设	从B1下调至B2	维持 稳定
2021年10月18日	佳源国际	B2	从正面调整为 稳定
2021年10月18日	绿地控股	从Ba1下调至Ba2	从稳定调整为 负面
2021年10月18日	富力地产	从B2下调至B3	从评级观察调整为 负面
2021年10月18日	中梁控股	B1	从正面调整为 稳定
2021年10月18日	三盛控股	B2	从稳定调整为 负面
2021年10月18日	祥生控股	B2	从稳定调整为 负面
2021年10月18日	金轮天地	从B3下调至Caa1	维持 负面

时间	房企名称	信用评级	展望
2021年10月18日	阳光城	从B2下调至B3	从稳定调整为 负面
2021年10月18日	中国奥园	从B1列入评级下调观察名单	从稳定调整为 下调观察
2021年10月18日	佳兆业	从B1下调至B2	从稳定调整为 下调观察
2021年10月19日	融创中国	Ba3	从正面调整为 稳定
2021年10月19日	中瑞实业	B3	从稳定调整为 负面
2021年10月19日	金科地产	B1	从正面调整为 稳定
2021年10月19日	融信中国	B2	从稳定调整为 下调观察
2021年10月19日	禹洲集团	从B1下调至B2	维持 负面
2021年10月19日	世茂集团	Ba1	从正面调整为 稳定
2021年10月19日	中骏集团控股	B1	从正面调整为 稳定
2021年10月19日	弘阳地产	B2	从正面调整为 稳定
2021年10月19日	宝龙地产	B1	从正面调整为 未定
2021年10月20日	建业地产	从Ba3下调至B1	维持 负面
2021年10月22日	时代中国	Ba3	从稳定调整为 负面

基本面状况——销售断崖下降，二轮土拍冷淡，融资大幅下滑

- **百强房企销售金额连续4个月同比呈现负增长，9、10月跌幅超过30%。** 2021年9月百强房企单月销售额8524亿元，**同比下降36%**；10月百强房企销售额8978亿元，**同比下降30%**。
- **二轮土拍呈高流拍、低溢价趋势，房企参与意愿明显下降，平均流拍率达31%。** 目前22个重点城市第二次集中土拍已完成，土拍市场自2021年4月达到顶峰后急速转冷，受房企融资难度加大以及市场降温的影响，二轮土拍总体呈现流拍升、溢价降趋势。此前高热的长三角、珠三角、成渝等地均出现了多宗地块流拍或者提前终止拍卖的情况，且大多数地块以底价成交。
- **融资又现大幅下滑，ABS将近三个月断发。** 中指研究院监测，10月房地产企业融资总额为365亿元，**同比下降74.8%，环比下降60.0%**，单月融资规模同比连续8个月下降。10月行业融资额继续大幅下滑，且降幅为今年以来最大值。从融资结构来看10月信用债规模占比35.62%，海外债占比23.09%，信托融资占比41.29%，**ABS将近三个月断发。**
- **商品房待售面积呈现下降，库销比受销售下滑影响有所上升。** 从库存来看，截至2021年9月商品房累计待售面积为50285万平方米，库销比3.62，库销比环比有所提升，主要由于下半年销售下降所致。据克尔瑞统计，因三四线城市供应放量而成交持续回落，去化周期同环比齐增，且增幅在不同能级中居首，库存压力骤增。

图.百强房企销售呈现明显下滑

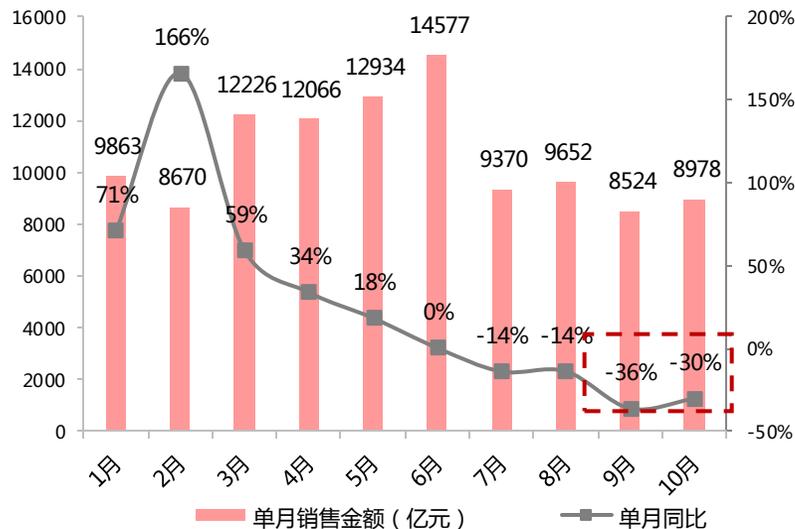


图.一二轮集中土拍流拍率对比

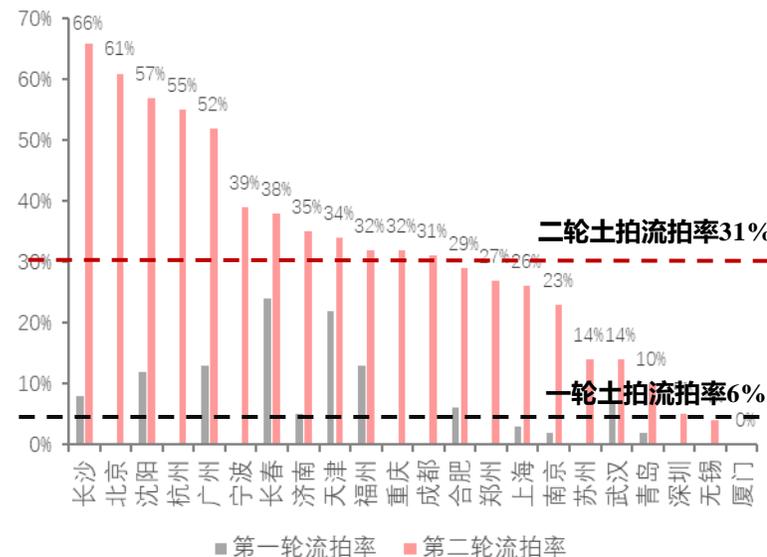


图.10月房企融资大幅下滑

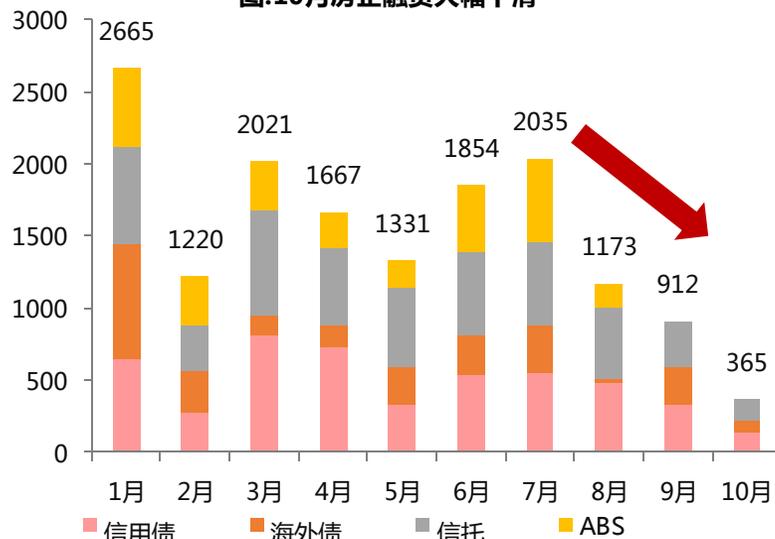
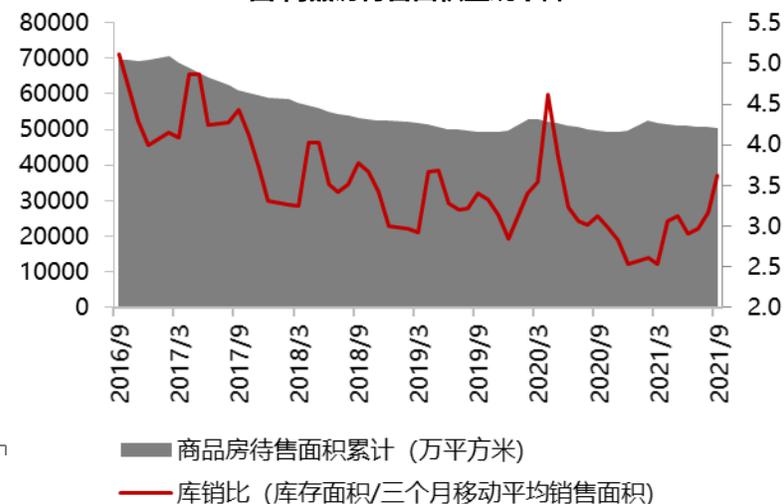


图.商品房待售面积呈现下降



01 行业基本面下行，民企现流动性危机

02 “政策底”初现，政策有望提供宽松措施

03 三种假设下的行业增速预测

04 行业下行周期中寻找结构性投资机会

- **“政策底”初现，短期内行业政策边际持续改善。**9月以来，央行在半个月三度释放稳定信号，三度表示将“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。10月，全国多地银行房贷利率出现下调迹象，放款速度也有所提升。同时，高层也多次召集部分房企召开座谈会，目的在于摸底企业内部困难，听取企业诉求和建议。10月20日，国务院副总理刘鹤表示“房地产合理资金需求正在得到满足”，同日，央行行长易纲表示“一是要避免恒大的风险传染至其他房地产企业，二是要避免风险传导至金融部门”。贝壳研究院监测显示，10月份90城主流首套房贷利率为5.73%，二套利率为5.99%，均较上月下调1个基点，10月房贷利率回调是年内首次环比下降，代表着信贷环境有所改善。

表.近期地产宽松政策

	时间	城市	政策措施	要点
销售	9月16日	北京	《关于持续优化规范住房公积金归集业务的通知》	扩大托收日选择范围，增加同套房配偶提取住房公积金和住房公积金约定提取业务网上办理渠道，实现账户封存满半年以上非本市户籍人员离职销户提取网上办结。
	10月9日	哈尔滨	《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的实施意见》	明年年底前，对已实施商品房预售资金监管的房地产开发项目，满足返还条件的应尽快予以返还。人才引进及因工作或上学等原因来哈新市民，拓展施行购房补贴政策。
	10月20日	义乌	《关于调整部分房地产市场调控政策的通知》	降低预售条件，保障市场供应；差别化摇号政策，低密住宅和登记人数不足项目无需公证摇号。
	10月28日	徐州	《关于调整市区商品住房预售项目建设规模的补充通知》	商品住房预售的建筑面积从4万方降到2万方。
	10月以来	佛山	房贷调控放松	放款速度加快，首付降低，主流银行首套房贷利率在6.00%-6.35%之间，二套在6.10%-6.50%之间，个别银行对于楼龄30年内物业，无限制贷款金额（除双外人士）。
宏观调控	9月24日	中央相关部门	货币政策委员会例会	维护 房地产市场的健康发展， 维护 住房消费者的合法权益。 谨防局部冲击引发系统性问题。
	9月29日		房地产金融工作座谈会	维护 房地产市场的健康发展， 维护 住房消费者的合法权益。 谨防局部冲击引发系统性问题。
	10月15日		2021年第三季度金融统计数据新闻发布会	针对个别大型房企风险暴露， 部分金融机构对试点房企“三线四档”融资管理规则存在误解 等问题已采取相应指导措施。
	10月20日		2021金融街论坛年会	近期房地产市场及相关金融市场出现波动，是市场主体在个别企业违约事件之后的应激反应。在金融管理部门预期引导下 金融机构和金融市场风险偏好过度收编行为逐步矫正 ，融资行为和金融市场价格正逐步恢复正常。
	10月21日		第三季度银行业保险业数据信息暨监管重点工作发布会	督促银行落实房地产开发贷款、个人住房贷款监管要求 ；保障好刚需群体信贷需求；因城施策。指导派出机构配合地方政府做好房地产调控，促进各地房地产市场平稳健康发展；稳妥做好对住房租赁市场的金融支持。
	10月26日		发改委外资司会同外汇局资本司部分重点行业企业外债座谈会	会上表示将继续在外债备案登记、资金出境等方面 满足企业合理合规的外债置换和偿付需求。
	11月8日		国务院发展研究中心召开深圳房地产形势座谈会	座谈内容包括房地产市场总体形势、当前面临的风险以及对房地产税的看法和意见等。
	11月9日		中国银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会	部分房企有计划近期在 银行间市场注册发行债务融资工具 ， 境内发债政策有望松动。
	11月12日		人民银行党委会议	坚决遏制金融服务业领域的垄断和资本无序扩张，维护房地产市场平稳健康发展
	11月12日		银保监会党委（扩大）会议	稳地价，稳房价稳预期，遏制房地产金融化泡沫化倾向， 健全房地产调控长效机制，促进房地产稳定健康发展

- **按揭于10月已出现放松。**央行公布的金融数据显示房地产信贷出现企稳迹象，数据显示，10月人民币贷款增加8262亿元，同比多增1364亿元。其中，住户贷款增加4647亿元，中长期贷款增加4221亿元，居民中长期贷款占全部新增贷款的比重升至51.1%，为2020年10月以来的新高。**10月末，银行业金融机构个人住房贷款余额37.7万亿元，当月增加3481亿元，较9月多增1013亿元**，说明近期按揭贷款政策有所调整。
- **预售资金监管趋严使按揭放松带来的流动性改善不明显。**据中房网不完全统计，今年以来，包括北京、重庆、成都、嘉兴、天津、西安、无锡、泰州等地陆续发布监管预售资金政策或相关补充、修订政策，2020年以来全国已有超过30个城市发力预售资金监管。**预售资金更像是一把“双刃剑”，一方面保证资金专款专用**，防止项目“烂尾”的情况发生；**另一方面也加大了房地产企业资金的流动压力**，随着主管部门对预售资金监管的日趋严格，增大了房企资金链断裂的几率（如阳光城）。

表.各省市预售资金管理办法（上表）

省份	城市	重点监管资金类型或者比例	政策要点
北京	北京	工程建设所需资金	按节点拨付，留存具体比例暂未知
天津	天津	建安成本3000-3500	中心城区存留比例为33%；滨海及环城四区38%，其余郊县41%
安徽	合肥	工程预算价1.2倍	预售时存留比例为60%，主体封顶40%，单体完工25%，综合配套完成10%
河南	郑州	工程预算造价1.2倍	-
重庆	重庆	最高35%，预售前支付工程款可低至20%	主体结构验收存留40%，竣工备案3%，《不动产权登记证》后取消监管。超高层超过2/3时可将监管余额降为原先监管总额的70%
陕西	西安	-	7层以上建筑，完成层数1/3和2/3时，留存>80%和65%。主体结构验收前，累计申请>50%，竣工:5%
山西	太原	总预收款的40%	项目投入达到预售项目工程建设总投资的25%，留存比例>70%，完成主体工程1/3，留存60%。主体工程封顶，留存40% 主体建筑竣工20%。项目竣工3%。
四川	成都	预售挂牌总额25%	规划层数达3/4时，住宅留存60%，非住宅40%。主体结构封顶：住宅50%，非住宅30%。完成内外装修装饰，留存15%。竣工验收，取消监管。
云南	昆明	预售资金30%	申办商品房预售许可后，重点监管资金部存比例60%。七层及以上建筑完成“建设层数达1/2”留存比例40%。主体结构验收，留存比例30%。竣工验收备案，终止监管。
河北	石家庄	预售资金40%	取得预售证40%规划层数2/1时30%，主体封顶20%竣工验收报告10% 五方验收5%
	唐山	工程款预算造价	完成规划层数1/4时75%，完成规划层数1/3时大于65%；完成1/2时大于40%，完成3/4时30%，主体封顶20%，竣工验收10%，竣工验收备案5%

表.各省市预售资金管理办法（续表）

省份	城市	重点监管资金类型或者比例	政策要点
江苏	无锡	按不同资质房企和不同建筑结构确定	多层完成50%或高层完成30%时，留存比例为60%。高层完成60%时，留存比例为50%。封顶，留存比例为40%。竣工验收：5%
	镇江	预售商品房建设费用+不可预见性支出	取得《预售许可证》，应监管资金额度为建设费用50%+不可预见性支出；建设进度达地上总层次2/3,为建设费用35%+不可预见性支出；主体封顶，为建设费用20%+不可预见性支出；竣工验收后，为不可预见性支出；具备商品房交付调节，可申请拨付剩余监管资金
	常州	预售30%或者按4000元毛坯、6000元成品房监管	主体结构完成1/2，留存比例65%。主体结构封顶留存50%。外立面装饰25%留存。交付备案后取消监管。
浙江	杭州	工程造价预算1.3倍	按建设工程形象进度完成情况或施工合同约定的付款节点拨付
	温州	工程预算造价1.3倍	建成层数达规划层数1/2时，监管资金留存比例为60%-70%，当主体结构封顶时，留存比例为30%-35%；当竣工验收合格时，留存比例为15%-18%
广东	广州	预售资金总额	施工前期留存比例为累计划拨预售款的10%施工中期5%，竣工3%
	深圳	预售资金总额	申请款项额度与工程量匹配
	佛山	预售资金总额	主体结构封顶10%，施工中期5%，竣工3%
	惠州	预售资金总额	预售10%留存，规划验收和竣工验收分别留存8%和5%
	汕头	工程款预算造价	主体封顶35W；主体工程完成15%，竣工验收5%，房企三年无违规，上述减半
福建	福州	工程预算价1.2倍	主体结构封顶前40%，竣工验收15%，交付前5%
	厦门	工程预算价1.2倍	主体结构封顶前，留存比例大于30%。竣工验收前15%，交付使用前5%
	泉州	工程预算造价1.2倍	取得预售许可证，留存比例75%。工程建设进度达50%留存比例>60%。主体结构封顶，留存比例>50%。外墙装修完毕，留存>30%。单体验收完成20%，竣工验收5%。

省份	城市	重点监管资金类型或者比例	政策要点
山东	济南	按3300元/平造价执行	建成层数达到地上规划总层数二分之一时，监管资金留存比例为70%；主体结构验收，监管查金留存比例为35%。竣工验收备案，监管资金留存比例为18%
	青岛	工程建设费用总额	"按节点拨付，建成层数达到规划总层数一半时，协议监管资金留存比例为60%:主体结构封顶，取得《主体结构工程质量验收报告》时，协议监管资金留存比例为30%;
湖北	武汉	预售资金15%	主体结构1/2日已支付工程款20%，封顶15%。同时支取有要求，预售1m支取<35%，封顶<75%，竣工<95%
	襄阳	预售资金10%	主体封顶前，监管账户资金余额不少于项目总预售款的2%，不动产首次登记前，监管账户资金余额不少于项目总预售款的1%；完成不动产首次登记的，解除资金监管
湖南	长沙	预售资金总额	取得预售证时为20%，建至10层以上时为15%，结构封顶时为8%
	衡阳	按等级，预售资金30%-50%	建成层数达到1/3时比例为65%，达到2/3时40%，主体结构验收后25%。竣工验收5%，竣工验收备案3%，完成不动产首次登记取消监管。
辽宁	沈阳	预售资金总额	项目投入达到预售项目工程建设总投资的25%，且达到正负零，留存比例大于50%；完成主体工程二分之一，留存35%主体工程封顶，留存20% 主体建筑竣工5%，项目竣工2%。
	大连	工程预算造价1.1倍	主体结构地上1层以上留存75%。建设层数达到2/3时留存40%。主体结构完工25%，配套安装工程完成5%，竣工验收2%
黑龙江	哈尔滨	预售资金总额一定比例	按房企信用等级分级监管，企业信用等级为蓝牌企业的，按照建设项目预售资金总额的30%确定监管资金额度；黄牌企业按照建设项目预售资金总额的35%确定；红牌企业按照建设项目预售资金全额确定监管资金额度。
广西	桂林	预售资金总额	结构封顶10%，五方验收5%，竣工验收2%
	南宁	预售资金总额15%	取得预售许可证、结构封顶、工程竣工验收备案、取得现售备案的留存比例分别为：50%、20%、5%及0
江西	南昌	预售资金30%	取得预售证后，留存比例65%。主体结构封顶，留存35%。竣工验收合格，留存5%。
宁夏	银川	预售资金总额	建成比例设节点，最低留存50%，主体结构验收15%项目交付使用5%

➤ **政策有望提供宽松措施。**11月9日，中国银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会，据克而瑞统计，11月10日起多家城投公司及国企央企宣布发行中期票据、超短融资券等，房企融资状态有所解封。此前ABS及中票发行受阻，社融数据呈现下滑，实际在房地产销售下滑的同时加重的房企流动性问题。当前地产信贷方面给予一定的支持，能够防止行业流动性风险的蔓延，有利于金融系统整体稳定。

➤ **第三轮土拍规则有所放宽。**11月1日，无锡率先开启了全国第三次集中供地，20宗地块全部成交，17宗底价成交，3宗有溢价，成交总金额约273.8亿元。目前南京、苏州、深圳、广州和合肥等多城已公布第三批土地挂牌信息，由于第二批土拍降温明显，第三批集中供地在土拍规则方面有所放松或优化。例如南京放宽了参拍房企的资质要求，拿地资质从1级降至2级或3级；苏州将出让地块的保证金比例下调至30%，首次付款比例由二批的60%下降至50%；深圳降低竞自持（公共住房）上限；合肥取消配建保障性租赁住房指标。

表.近期部分房企拟进行的银行间债券发行计划

时间	房企名称	融资方式	拟融资金额（亿元）
11月12日	招商蛇口	超短融	30
11月12日	招商蛇口	中期票据	30
11月12日	光明地产	中期票据	5
11月12日	上海建工	中期票据	20
11月12日	张江高科	超短融	8
11月12日	厦门建发集团	中期票据	15
11月11日	北京城投	中期票据	17.3
11月11日	保利发展	中期票据	20
11月11日	中建三局	超短融	10

表.第三轮土拍已挂牌信息

城市	出让时间	土地数量	出让面积	总起拍价	规则变化
杭州	-	51宗	235万平方米	-	保证金方面，第三批保证金比率全部下调至30%；首次付款比例上，竞得地块的房企首次需缴纳土地出让金下调为50%。同时不再提现房销售。
济南	12月6日	81宗	255万平方米	269亿元	触发最高限价后将启用新规则——限地价，竞建筑品质和建设进度。
长沙	11月12日（推介会时间）	30宗	188万平方米	-	本次供应地块均无需配建安置房或者公租房，并放宽了部分限制条件。
苏州	11月24日至11月26日	26宗	204万平方米	406亿元	保证金比例从第二轮土拍的30%-50%全部下调为30%，并将土地出让金首付款比例由之前的60%降至50%。园区地块之外的其他地块取消了市场指导价。
上海	11月29日（挂牌截至日）	58宗	156万平方米	412亿元	首次出现“双定双限房”地块。
南京	11月25日	61宗	274万平方米	483亿元	取消“不得联合报名竞买、不得合作开发，严格限制股权转让”的要求，房企资质由“二级或一级”下调至“三级及以上”。
深圳	11月25日	11宗	38万平方米	352亿元	“三限双竞+摇号”中，将此前的“限全年期自持租赁住房面积”调整为“限竞可售公共住房面积”。
合肥	11月29日	25宗	156万平方米	213亿	部分地块拍卖方式为“价高者得+投报高品质住宅建设方案+摇号”。
福州	12月1日至2日	43宗	118万平方米	186亿元	上调了溢价地块的备案价格，改变租赁用地供应方式
广州	12月2日	17宗	121万平方米	434亿元	南沙、黄埔地块，取消了“限房价”的要求。番禺、白云的回炉地块，地价下降1200-3200元/m2不等。
成都	12月7日至12月9日	40宗	184万平方米	373亿元	全部采用“限地价、限房价”的双限模式。
厦门	12月8日至9日	14宗	52万平方米	356亿元	部分地块采用“限房价、限地价、定品质+摇号”方式拍卖出让，无需“定配建”。
北京	12月10日至24日	12宗	62万平方米	336亿元	多宗地块涉及竞报“现房销售”面积、高标准商品住宅建设方案、摇号等环节。
武汉	12月21日至22日	49宗	304万平方米	588亿元	本批次项目将在地价“熔断”后灵活采取“竞一次性付款”、“竞自持租赁住房建筑面积”和“摇号”等方式确定最终竞得人。
重庆	12月10日（挂牌截至日）	28宗	302万平方米	360亿	竞拍人资格和购地资金来源要求不变，保证金比例维持在20%水平，但对竞拍规则做了调整，且自持地块比例降低。

政策状况—房地产税试点力度预计温和，年底推行

- **预计试行税率区间在0.4-1.0%，税基为二手房参考价，力度温和。**此前沪渝两地房产税试点范围较小，更多起到抑制投资性需求和市场调控的目的。其中上海针对全市增量房产征税，税率较低仅为0.4%和0.6%。重庆主要针对高档住宅和外地三无人员征税，税率多为0.5%。综合上海、重庆之前试行税率（0.5%上下）及海外国家税率（0.3-3%），预计试行税率区间在0.4-1.0%，**地方政府力度较轻，预计税率在0.7%上下；税基为二手房参考价；免征面积预计为40平；**在试点前期预计可能仍对新增住房征收，但长期大概率对存量房征收。
- **中性假设下房地产税额约4400亿元，相较目前的土地收入占比很小。**假设在一二线城市试点，免征面积人均20平（一线：二线：三四线城市人均居住面积为26平、33平、34平），税率0.7%，一线：二线：三四线城市存量房面积为21：98：378亿平，一线城市人口约0.75亿人，扣除免征后征税面积6亿平，市值23亿元，税基23万亿元，税率0.7%计算为1610亿元；二线城市类似假设，人口约3亿人，扣除免征征税面积39亿平，市值40万亿元，税基40万亿元，税率0.7%计算为2800亿元，**试点城市中中性假设下房地产税额约4410亿元，仅为目前土地出让金的5%左右。**
- **普通居民首套/次套压力很小，三套大幅提升：1) 首套房在家庭结构不同下的假设：**以上海居民为例，若免征面积降至人均40平，均价6万元计算，首套100平，市值600万元，评估价打7折计算约420万元，征税利率0.7%，两口之家实际征税面积20平，年缴税5880元，每月490元；三口之家在此假设下免于征税。**2) 二套房在家庭结构不同下的假设：**假设条件不变，若具有二套房，一家三口拥有2套房，分别为80平和80平，征税面积40平，年缴税1.18万元，每月980元；若为一家四口（二胎）在此假设下免于征税。**3) 三套房在家庭结构不同下的假设：**假设条件不变，一家三口拥有3套房，分别为80平、100平和120平，征税面积180平，年缴税5.3万元，每月4410元；若为一家四口则实际征税面积140平，年缴税4.12万元，每月3430元。

表.2011年起房地产税已在上海重庆试点

项目	上海	重庆
试点开始时间	2011年1月28日	2011年1月28日（新版为2017年1月14日）
试点范围	上海市全市	重庆市主城九区
征税对象	上海居民家庭新购二套及以上；非上海居民家庭新购房	本地居民拥有的独栋住宅和新购高档住房；非重庆人的“三无”人员新购的首套及以上普通住房
计税依据	市场交易价格70%	市场交易价格
税率	应纳税住房每平方米市场交易，价格低于上年新建商品住房平均销售价格2倍（含2倍）的，税率为0.4%；高于2倍的为0.6%	独栋商品住宅和高档住房：交易价格与上两年主城区新房均价相比，3倍以下税率为0.5%，3-4倍为1%，4倍以上为1.2%；“三无”人员新购首套及以上普通住房为0.5%。
税收优惠	人均60平	存量独栋商品住房：180平；新购高档、独栋商品住房：100平；非重庆籍三无人员无免除面积。
税收用途	保障性住房建设	公告租赁住房的建设和维护

表.部分境外国家及地区房地产税收情况

国家/地区	房地产税类型	征税对象	税基	税率	征税目的
美国	财产税	土地、房屋	评估值20%-100%	0.2%-2.5%	“以需定收”，补足地方财政缺口
日本	固定资产税	所有不动产	评估值	1.4%	增加财政收入
	城市规划税	所有不动产	计税值	0.3%	调控房地产市场
韩国	物业税	土地、房屋	评估值的60%-70%	0.1%-0.4%	调控房地产市场
	综合不动产税	所有不动产		0.6%-6%	调控房地产市场
香港	差饷税	土地\建筑物	计税租金	5%	调控房地产市场
	物业税	出租的物业		15%	
	地租	土地		3%	

01 行业基本面下行，民企现流动性危机

02 “政策底”初现，政策有望提供宽松措施

03 三种假设下的行业增速预测

04 行业下行周期中寻找结构性投资机会

- 对于政策的调整力度，给予三种假设。中性假设下，认为行业政策以小幅调整为主，出现强有力的刺激政策的可能性不高，预计市场在2021Q4延续下行趋势，于2022年上半年逐渐恢复。预计2022年全年行业增速有所下降，详情见下表：

表.2021-2022房地产基本面预测

时间	销售面积 (亿平米)	销售面积同比	销售金额 (万亿元)	销售金额同比	投资金额 (万亿元)	投资金额同比	新开工面积 (亿平米)	新开工面积同比	竣工面积 (亿平米)	竣工面积同比
2005	5.4	-	1.7	-	1.59	-	6.81	-	5.34	-
2006	6.2	14.8%	2.1	23.5%	1.94	22.0%	7.93	16.4%	5.58	4.5%
2007	7.7	24.2%	3	42.9%	2.53	30.4%	9.54	20.3%	6.06	8.6%
2008	6.6	-14.3%	2.5	-16.7%	3.12	23.3%	10.26	7.5%	6.65	9.7%
2009	9.5	43.9%	4.4	76.0%	3.62	16.0%	11.64	13.5%	7.27	9.3%
2010	10.5	10.5%	5.3	20.5%	4.83	33.4%	16.36	40.5%	7.87	8.3%
2011	10.9	3.8%	5.9	11.3%	6.18	28.0%	19.12	16.9%	9.26	17.7%
2012	11.1	1.8%	6.4	8.5%	7.18	16.2%	17.73	-7.3%	9.94	7.3%
2013	13.1	18.0%	8.1	26.6%	8.6	19.8%	20.12	13.5%	10.14	2.0%
2014	12.1	-7.6%	7.6	-6.2%	9.5	10.5%	17.96	-10.7%	10.75	6.0%
2015	12.8	5.8%	8.7	14.5%	9.6	1.1%	15.45	-14.0%	10	-7.0%
2016	15.7	22.7%	11.8	35.6%	10.26	6.9%	16.69	8.0%	10.61	6.1%
2017	16.9	7.6%	13.4	13.6%	10.98	7.0%	17.87	7.1%	10.15	-4.3%
2018	17.2	1.8%	15	11.9%	12.03	9.6%	20.93	17.1%	9.36	-7.8%
2019	17.2	0.0%	16	6.7%	13.22	9.9%	22.72	8.6%	9.59	2.5%
2020	17.6	2.3%	17.4	8.7%	14.14	7.0%	22.44	-1.2%	9.12	-4.9%
2021M1-9	13.0	11.3%	13.5	16.6%	11.26	8.8%	15.29	-4.5%	5.10	23.4%
2021E	18.1	2.9%	18.4	5.8%	14.78	4.5%	20.81	-7.3%	9.86	8.0%
2022E	17.1	-5.5%	17.2	-6.3%	14.08	-4.7%	18.75	-9.9%	9.88	0.3%

➤ 乐观假设下，认为行业政策在2021Q4开始提供有效正向提振，行业景气度开始修复，预计市场在2021Q4下行触底反弹，并于2022年持续恢复。详情见下表：

表.2021-2022房地产基本面预测

时间	销售面积 (亿平米)	销售面积同比	销售金额 (万亿元)	销售金额同比	投资金额 (万亿元)	投资金额同比	新开工面积 (亿平米)	新开工面积同比	竣工面积 (亿平米)	竣工面积同比
2005	5.4	-	1.7	-	1.59	-	6.81	-	5.34	-
2006	6.2	14.8%	2.1	23.5%	1.94	22.0%	7.93	16.4%	5.58	4.5%
2007	7.7	24.2%	3	42.9%	2.53	30.4%	9.54	20.3%	6.06	8.6%
2008	6.6	-14.3%	2.5	-16.7%	3.12	23.3%	10.26	7.5%	6.65	9.7%
2009	9.5	43.9%	4.4	76.0%	3.62	16.0%	11.64	13.5%	7.27	9.3%
2010	10.5	10.5%	5.3	20.5%	4.83	33.4%	16.36	40.5%	7.87	8.3%
2011	10.9	3.8%	5.9	11.3%	6.18	28.0%	19.12	16.9%	9.26	17.7%
2012	11.1	1.8%	6.4	8.5%	7.18	16.2%	17.73	-7.3%	9.94	7.3%
2013	13.1	18.0%	8.1	26.6%	8.6	19.8%	20.12	13.5%	10.14	2.0%
2014	12.1	-7.6%	7.6	-6.2%	9.5	10.5%	17.96	-10.7%	10.75	6.0%
2015	12.8	5.8%	8.7	14.5%	9.6	1.1%	15.45	-14.0%	10	-7.0%
2016	15.7	22.7%	11.8	35.6%	10.26	6.9%	16.69	8.0%	10.61	6.1%
2017	16.9	7.6%	13.4	13.6%	10.98	7.0%	17.87	7.1%	10.15	-4.3%
2018	17.2	1.8%	15	11.9%	12.03	9.6%	20.93	17.1%	9.36	-7.8%
2019	17.2	0.0%	16	6.7%	13.22	9.9%	22.72	8.6%	9.59	2.5%
2020	17.6	2.3%	17.4	8.7%	14.14	7.0%	22.44	-1.2%	9.12	-4.9%
2021M1-9	13.0	11.3%	13.5	16.6%	11.26	8.8%	15.29	-4.5%	5.10	23.4%
2021E	18.2	3.6%	18.6	7.2%	14.87	5.1%	21.01	-6.4%	9.95	9.1%
2022E	17.8	-2.6%	18.7	0.4%	15.07	1.4%	20.11	-4.3%	10.29	3.5%

➤ 悲观假设下，认为行业政策调控的高强度将持续，行业将继续下行至2022年年中前后，预计市场趋势在2022年中左右扭转，2022年下半年逐渐恢复。预计2022年全年行业增速有明显下降，详情见下表：

表.2021-2022房地产基本面预测

时间	销售面积 (亿平米)	销售面积同比	销售金额 (万亿元)	销售金额同比	投资金额 (万亿元)	投资金额同比	新开工面积 (亿平米)	新开工面积同比	竣工面积 (亿平米)	竣工面积同比
2005	5.4	-	1.7	-	1.59	-	6.81	-	5.34	-
2006	6.2	14.8%	2.1	23.5%	1.94	22.0%	7.93	16.4%	5.58	4.5%
2007	7.7	24.2%	3	42.9%	2.53	30.4%	9.54	20.3%	6.06	8.6%
2008	6.6	-14.3%	2.5	-16.7%	3.12	23.3%	10.26	7.5%	6.65	9.7%
2009	9.5	43.9%	4.4	76.0%	3.62	16.0%	11.64	13.5%	7.27	9.3%
2010	10.5	10.5%	5.3	20.5%	4.83	33.4%	16.36	40.5%	7.87	8.3%
2011	10.9	3.8%	5.9	11.3%	6.18	28.0%	19.12	16.9%	9.26	17.7%
2012	11.1	1.8%	6.4	8.5%	7.18	16.2%	17.73	-7.3%	9.94	7.3%
2013	13.1	18.0%	8.1	26.6%	8.6	19.8%	20.12	13.5%	10.14	2.0%
2014	12.1	-7.6%	7.6	-6.2%	9.5	10.5%	17.96	-10.7%	10.75	6.0%
2015	12.8	5.8%	8.7	14.5%	9.6	1.1%	15.45	-14.0%	10	-7.0%
2016	15.7	22.7%	11.8	35.6%	10.26	6.9%	16.69	8.0%	10.61	6.1%
2017	16.9	7.6%	13.4	13.6%	10.98	7.0%	17.87	7.1%	10.15	-4.3%
2018	17.2	1.8%	15	11.9%	12.03	9.6%	20.93	17.1%	9.36	-7.8%
2019	17.2	0.0%	16	6.7%	13.22	9.9%	22.72	8.6%	9.59	2.5%
2020	17.6	2.3%	17.4	8.7%	14.14	7.0%	22.44	-1.2%	9.12	-4.9%
2021M1-9	13.0	11.3%	13.5	16.6%	11.26	8.8%	15.29	-4.5%	5.10	23.4%
2021E	17.9	1.9%	18.2	4.7%	14.66	3.6%	20.36	-9.3%	9.67	6.1%
2022E	16.2	-9.8%	15.6	-14.0%	13.65	-6.9%	17.64	-13.4%	9.62	-0.5%

01 行业基本面下行，民企现流动性危机

02 “政策底”初现，政策有望提供宽松措施

03 三种假设下的行业增速预测

04 行业下行周期中寻找结构性投资机会

- **行业下行周期中寻找结构性投资机会。**近期受融资政策可能边际放松等消息面影响，板块呈现反弹行情。随着行业维稳政策的不断强化，行业基本面进入高位平台阶段，对应板块β行情逐渐也不断弱化，重在挖掘个股寻求结构性机会。不同公司在本次反弹下行情也呈现差异较大，从9月20日至今主流的房企涨跌幅来看，A股主流房企涨幅居前的包括**保利发展、金地集团、新城控股、招商蛇口、万科A**，以低杠杆有国资背景的房企为主，H股主流房企涨幅居前列的包括**龙湖集团、华润置地、绿城中国、融创中国、中国海外发展**，以稳健经营的低杠杆的民企和央国企为主。

图.A股主流房企涨跌幅

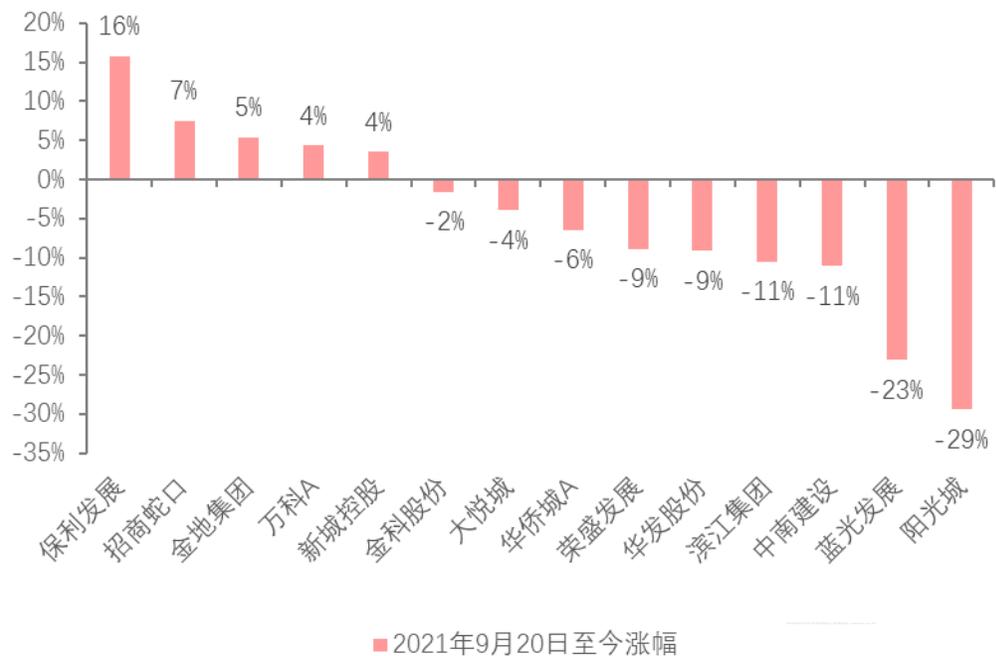
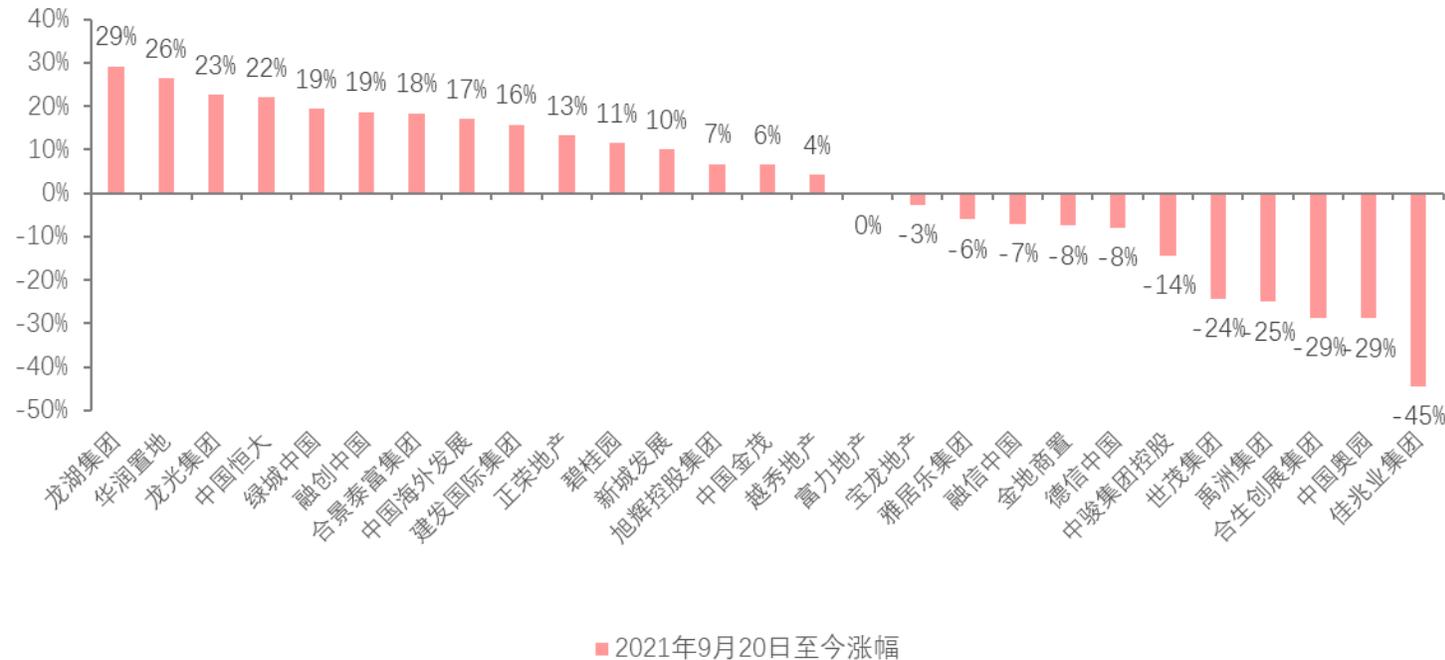


图.H股主流房企涨跌幅



➤ **传统房地产开发模式难以维系高增长。**传统的开发模式下，房企通过推高杠杆大量囤地，通过预售快速回款再次购地，使资金不断滚动循环，盈利主要来源于一次性销售，该模式下房企普遍具有高周转、高负债、重资产的特点。该模式形成于行业高速增长阶段，随着行业行业土地红利和金融红利的消失，在行业去杠杆的大背景下，该模式的弊端也逐步凸显，探索可持续的商业模式以实现转型成为行业长期维度下的主要逻辑。

➤ **“销售+持有”双轮驱动是内地房企重要的转型方向。**香港房企普遍采用商住并举双轮驱动的经营模式，以香港十大房企为例，持有型物业比例大多在25%以上。改模式具有**抗周期、高利润率及永续经营**等优点，香港房企通过发展持有型物业获取稳定现金流，资金流动性充足，负债保持较低水平，资产负债率及净负债率远低于内地房企。

➤ **香港房企估值中枢优于内地房企。**据统计2011年至今，香港和内地房企平均估值中枢分别为10.1倍PE、8.4倍PE，香港房企估值中枢优于内地房企。

图. 2020年香港十大房企营收结构

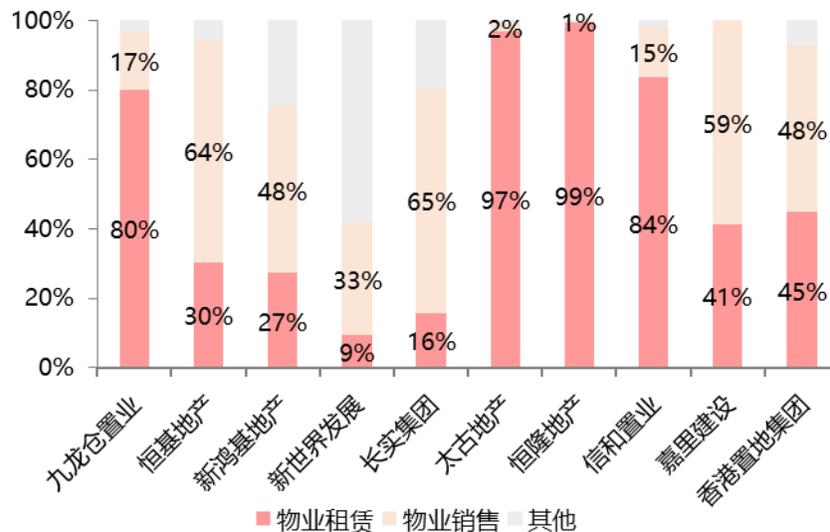


图. 2020年香港十大房企资产负债率总体较低

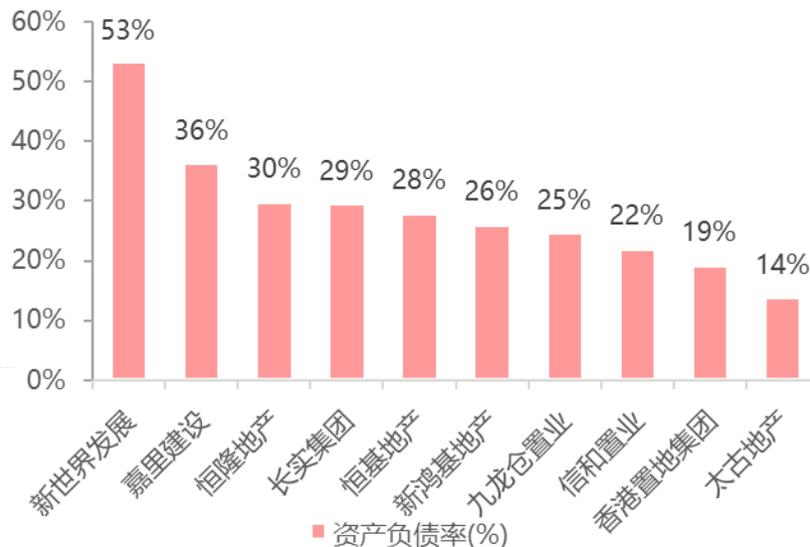


图. 商住型房企估值中枢优于开发型房企

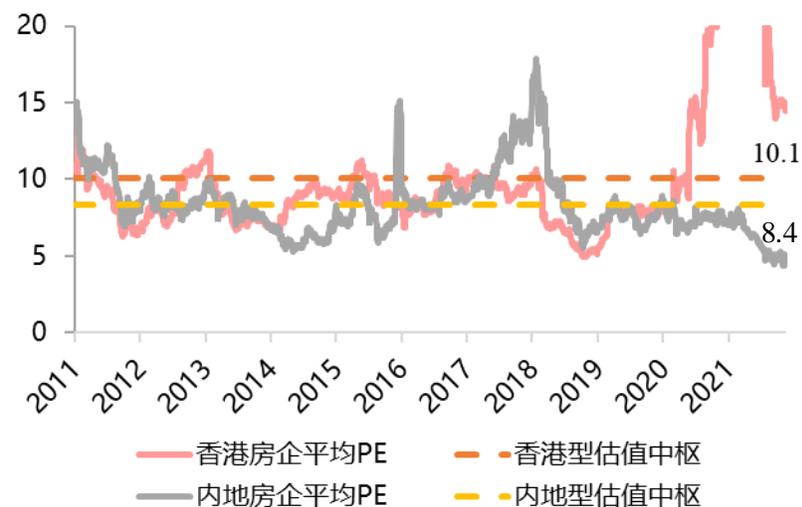
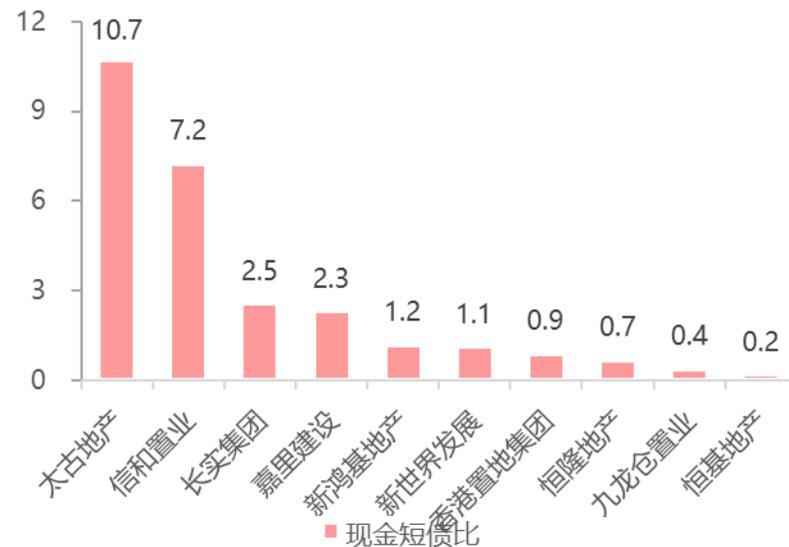


图. 2020年香港十大房企净负债率较低



考虑到国家存在稳定地产行业的需求，强调微调涉房融资政策，后续行业政策有望出现边际放松。行业流动性若得到修复，我们认为部分前期误杀房企弹性较大。同时，物管行业基本面依然良好，随着地产的修复，物业公司也将从中受益。根据以上逻辑，**我们认为当前板块应当关注以下几条投资主线：**

1) 开发企业：新城控股、保利发展、华润置地、龙湖集团、万科A、旭辉控股、等；**2) 物管企业：**碧桂园服务、永升生活服务、融创服务、华润万象生活、金科服务、世茂服务、宝龙商业

表.重点房企/物企估值表

股票代码	股票名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
000002.SZ	万科A	19.90	买入	3.57	3.44	3.61	8.03	5.79	5.51
0884.HK	旭辉控股	3.84	买入	0.99	1.10	1.24	5.66	3.51	3.11
601155.SH	新城控股	33.80	买入	6.76	8.03	9.15	5.15	4.21	3.70
1109.HK	华润置地	29.11	持有	-	4.45	4.96	6.44	6.53	5.86
1238.HK	宝龙地产	4.03	买入	1.47	1.44	1.73	3.06	2.79	2.33
000069.SZ	华侨城A	6.35	买入	1.55	1.67	1.86	4.58	3.80	3.42
600048.SH	保利发展	15.02	买入	2.42	2.57	2.79	6.21	5.84	5.38
0960.HK	龙湖集团	33.47	买入	3.34	4.18	4.92	10.02	8.00	6.80
2007.HK	碧桂园	6.06	买入	1.57	1.7	1.9	3.86	3.57	3.19
0813.HK	世茂集团	8.42	持有	3.61	3.97	4.49	2.33	2.12	1.88
1918.HK	融创中国	12.79	买入	7.74	7.25	8.02	1.65	1.76	1.59
6098.HK	碧桂园服务	44.59	买入	0.96	1.31	1.99	48.19	34.09	22.40
1995.HK	旭辉永升服务	11.71	买入	0.24	0.36	0.53	61.30	32.66	22.10
1516.HK	融创服务	11.48	买入	0.25	0.42	0.66	74.60	27.56	17.43
9909.HK	宝龙商业	15.00	买入	0.49	0.69	0.98	44.06	21.59	15.26
1209.HK	华润万象生活	33.80	买入	0.48	0.67	0.92	84.46	50.41	36.82
9666.HK	金科服务	28.40	买入	1.24	1.68	2.60	55.52	16.93	10.92
0873.HK	世茂服务	9.32	买入	0.34	0.52	0.85	27.40	18.00	10.94

备注：港股上市公司以人民币为单位，截至2021年11月19日收盘价

数据来源：wind，西南证券



西南证券

SOUTHWEST SECURITIES

分析师：沈猛
执业证号：S1250519080004
电话：021-58351679
邮箱：smg@swsc.com.cn

联系人：池天惠
电话：13003109597
邮箱：cth@swsc.com.cn

联系人：刘洋
电话：18019200867
邮箱：ly21@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上 持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间 中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间 回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn