



月明星稀，拂晓熠熠

——2022 年房地产开发投资策略

增持（维持）

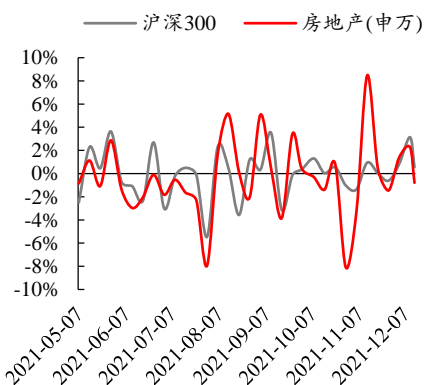
行业： 房地产行业
日期： 2021 年 12 月 14 日

分析师： 金文曦
Tel: 021-53686142
E-mail: jinwenxi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100003

行业经济数据跟踪（2021 年 1-9 月）

销售收入（亿元）	19030.68
累计增长	23.17%
利润（亿元）	1689.49
累计增长	-22.67%

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

主要观点

住宅开发：流动性改善之下权益杠杆撬动土储支点

新开工略显疲软，竣工周期可期。2021 年 1-10 月，全国商品住宅新开工面积 12.35 亿平方米，累计同比下滑 6.80%，全国商品住宅竣工面积 4.14 亿平方米，累计同比增长 16.90%。展望 2022 年，我们预计，随着信用环境逐步改善，房地产竣工面积数据仍有一定支撑，但新开工和施工面积由于市场环境竞争加大，销售市场降温等因素叠加，新开工数据预计修复有限。

下半年全国商品房销售降温明显。上半年，全国商品房销售整体向好，2021H1，全国商品住宅累计同比增长 29.40%。进入下半年，随着流动性收缩、部分房企出现信用风险事件，市场观望情绪明显提升，销售去化速度放缓。10 月单月，全国商品住宅销售面积 1.1 亿平方米，同比下滑 24.11%。**土拍市场二三批集中供地转冷，民营企业参与积极性不高。**由于首批集中供地项目多数可在年内开盘，对后期销售去化和现金回款产生一定影响，因此首批集中供地多数城市热度较高。随着市场环境变化，第二批集中供地较第一批降温明显，民营企业参与积极性不高。第三批集中供地部分城市已经开拍，但成交热度依旧不高。展望 2022 年，信用环境改善下明年首批集中供地各家房企仍有补库存需求，土地市场有望边际改善。

政策环境改善，首提促进房地产行业良性循环。下半年，地产销售、拿地、融资端均呈现不同程度的降温，相关部门密切关注并积极发声。12 月中央经济工作会议提及加强预期引导，探索新的发展模式，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环。

代建：市场压力增大之下代建行业需求打开

代建作为品牌开发商操盘赋能市场的重要手段，在地产常态化调控下，中小开发商对商业代建需求提升，品牌开发商对其进行品质背书，增强市场信心；政府代建方面，保障性租赁住房迎来新的发展机遇，需求有望进一步提升。

相关标的

政策边际回暖之下，具备融资拿地优势和多元化业务发展的房企或将受益，相关标的：低利率融资成本、能在一二线城市持续拿地万科 A（000002.SZ）、保利发展（600048.SH）、绿城中国（3900.HK）；受此次“两集中”土地政策影响较小，勾地能力较强的房企新城控股（601155.SH）、宝龙地产（1238.HK）等；市场压力增大之下代建市场需求逐步打开，相关标的：绿城管理控股（9979.HK）、中原建业（9982.HK）。

风险提示

房地产政策调控超预期；商品房销售不及预期；代建订单增长不及预期。

目 录

一、开发：流动性边际改善之下权益杠杆撬动土储支点5	
1.1 新开工略显疲软，竣工可期.....5	
1.2 债务规模扩张，部分企业出现信用风险事件.....10	
1.3 二第三批集中供地降温，明年集中供地有望改善.....11	
1.4 政策环境改善，稳定市场信心.....13	
1.5 相关标的.....16	
1.5.1 万科 A：综合实力行业领先，多元业务协同发展.....16	
1.5.2 保利发展：央企乘风破浪，融资成本整体下降.....18	
1.5.3 绿城中国：品牌价值凸显，营收净利润明显改善.....20	
1.5.4 新城控股：住宅商业双轮驱动，营收快速增长.....21	
1.5.5 宝龙地产：聚焦商业地产，多元化业务协同发展.....23	
二、代建：流动性宽松下预计房企代建需求打开26	
2.1 地产开发市场压力增大，代建市场需求逐步打开.....26	
2.2 相关标的.....27	
2.2.1 绿城管理控股：营收改善，净利倍增.....27	
2.2.2 中原建业：轻资产特征显著，净利率稳定.....30	
风险提示32	

图

图 1 全国商品住宅新开工与竣工面积剪刀差.....5	
图 2 2016-2021 年全国商品住宅新开工面积.....5	
图 3 2016-2021 年全国商品住宅竣工面积.....6	
图 4 全国房地产开发投资及增速.....6	
图 5 全国房地产开发投资来自国内贷款部分.....7	
图 6 全国商品住宅销售面积及增速.....7	
图 7 全国商品住宅销售金额及增速.....8	
图 8 2016-2021 年个人购房贷款.....8	
图 9 房地产开发贷款余额.....8	
图 10 2016 年至今信用债发行规模.....10	
图 11 房企信用债到期规模.....11	
图 12 2021 年第二批集中供地 22 城土拍概况.....11	
图 13 2021 两次集中供地成交土地规划建筑面积对比.....12	
图 14 2021 两次集中供地溢价率对比.....13	
图 15 第二批集中供地龙头房企拿地情况.....13	
图 16 2014-2021Q3 万科营业收入及增速.....17	
图 17 万科营收结构.....17	
图 18 2014-2021Q3 万科归母净利润及增速.....17	
图 19 2014-2021Q3 万科毛利率及净利率.....17	
图 20 2020 年至今万物云营业收入及增速.....18	
图 21 万物云营收结构.....18	
图 22 2014-2021Q3 保利发展营业收入及增速.....18	
图 23 2014-2021Q3 保利发展归母净利润及增速.....18	

图 24	2014-2021Q3 保利发展毛利率及净利率	19
图 25	2016-2021H1 保利发展平均融资成本	19
图 26	保利地产销售面积及增速	19
图 27	保利发展新增土地计容建面及增速	20
图 28	2014-2021H1 绿城中国主营业务收入及增速	20
图 29	2014-2021H1 绿城中国归母净利润及增速	20
图 30	2018 年至今绿城中国销售面积及增速	21
图 31	2018 年至今绿城中国销售金额及增速	21
图 32	绿城中国城市布局结构（按照合同销售金额）	21
图 33	绿城中国区域布局（按照合同销售金额）	21
图 34	2014-2021Q3 新城控股营业收入	22
图 35	2016-2020 年新城控股营收结构	22
图 36	2014-2021Q3 新城控股归母净利润	22
图 37	2014-2021Q3 新城控股毛利率、净利率	22
图 38	2015-2020 年新城控股租金收入	23
图 39	商业地产租金收入	23
图 40	2014-2021H1 宝龙地产营业收入	23
图 41	2014-2021H1 宝龙地产归母净利润	23
图 42	2014-2021H1 宝龙地产毛利率及净利率	24
图 43	2014-2020 年宝龙地产新增土储建筑面积	24
图 44	2014-2020 年宝龙地产新增土储成本	24
图 45	2020 年宝龙地产土储布局（按区域）	25
图 46	2020 年宝龙地产土储布局（按城市）	25
图 47	2020-2025 年中国代建市场潜在市场规模预测	27
图 48	2010-2020 年代建行业新签合同建筑面积	27
图 49	2010-2025 年代建行业收入趋势	27
图 50	2017-2021H1 绿城管理控股营业收入	28
图 51	2017-2021H1 绿城管理控股归母净利润	28
图 52	2017-2021H1 绿城管理控股毛利率及净利率	28
图 53	绿城管理控股代建项目数量	29
图 54	绿城管理控股全国布局城市	29
图 55	2021H1 公司总建筑面积客户结构	29
图 56	2021H1 公司当期在建面积客户结构	29
图 57	2021H1 合约建筑面积结构	30
图 58	2021H1 开发状态结构	30
图 59	2017-2021H1 中原建业主营业务收入及增速	30
图 60	2017-2021H1 中原建业归母净利润及增速	30
图 61	2017-2021H1 中原建业销售净利率	31
图 62	2017-2021H1 中原建业在管建筑面积	31
图 63	2017-2021H1 中原建业新签约建筑面积	31
图 64	2017-2021H1 中原建业合约销售金额	32
图 65	2017-2021H1 中原建业在管项目数量	32

表

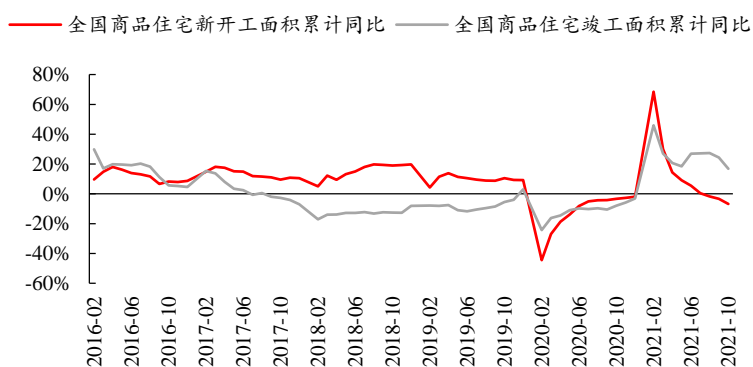
表 1	2021H1 部分银行房地产贷款占比情况统计	9
表 2	相关部门密切关注房地产行业	13
表 3	房地产税内容梳理	14
表 4	预售金监管规则调整	15
表 5	保障性租赁住房相关内容梳理	16
表 6	宝龙房托底层资产 8 个购物中心	25

一、开发：流动性边际改善之下权益杠杆撬动土储支点

1.1 新开工略显疲软，竣工可期

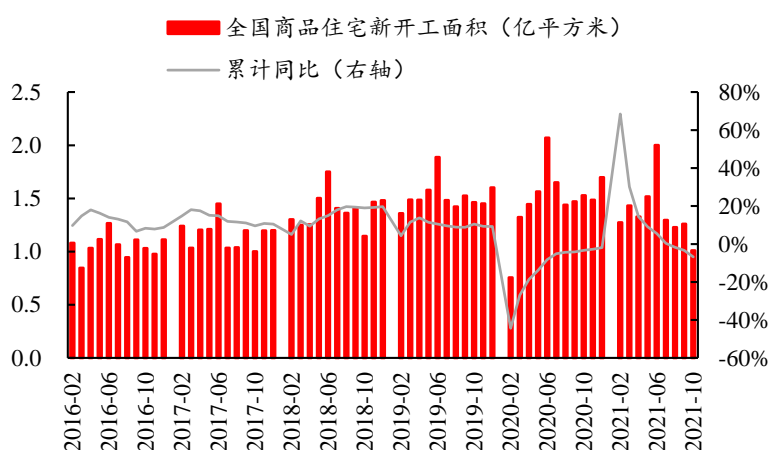
竣工周期迎来复苏，新开工可期。2017年开始，全国商品住宅新开工、竣工面积累计同比剪刀差出现并逐步拉大，开发商交付压力之下预计竣工周期将迎来复苏。2021年1-10月，全国商品住宅新开工面积12.35亿平方米，累计同比下滑6.80%，全国商品住宅竣工面积4.14亿平方米，累计同比增长16.90%。

图1 全国商品住宅新开工与竣工面积剪刀差



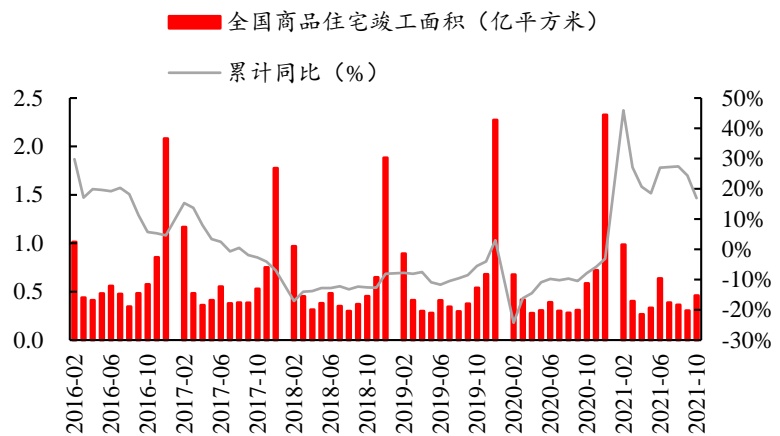
数据来源：Wind 上海证券研究所

图2 2016-2021年全国商品住宅新开工面积



数据来源：Wind 上海证券研究所

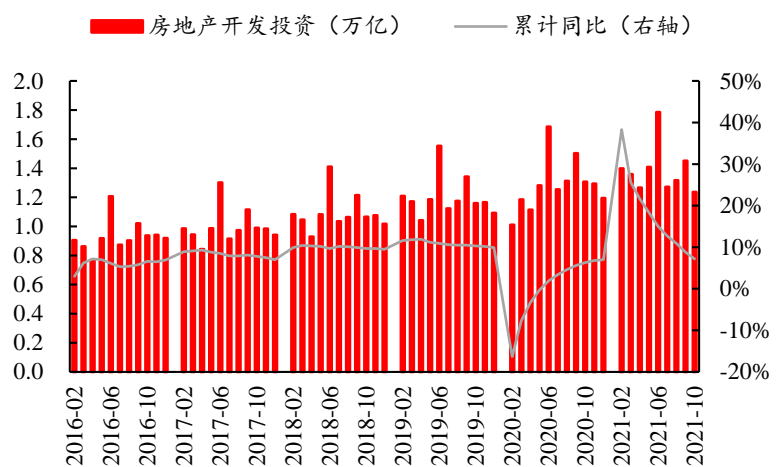
图 3 2016-2021 年全国商品住宅竣工面积



数据来源：Wind 上海证券研究所

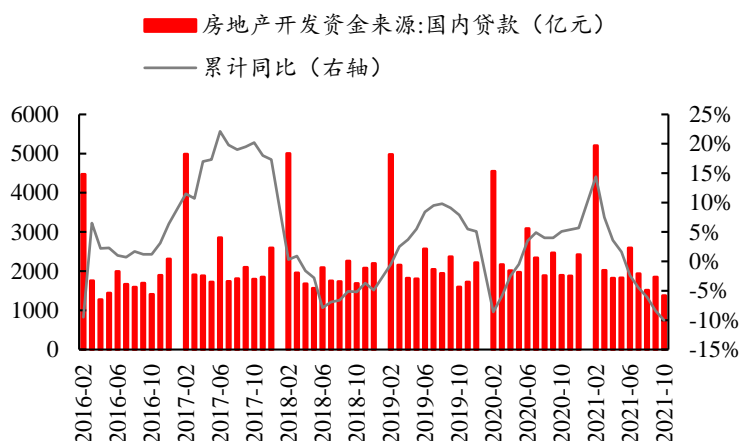
房地产开发投资增速放缓，国内贷款累计同比持续下滑。2021 年 1-10 月，房地产开发累计投资 12.49 万亿，同比增长 7.20%，增速较 1-9 月下 1.6pct；1-10 月，房地产开发投资来自国内贷款 2.01 万亿，同比下滑 10%，降幅较 1-9 月扩大 1.6pct。

图 4 全国房地产开发投资及增速



数据来源：Wind 上海证券研究所

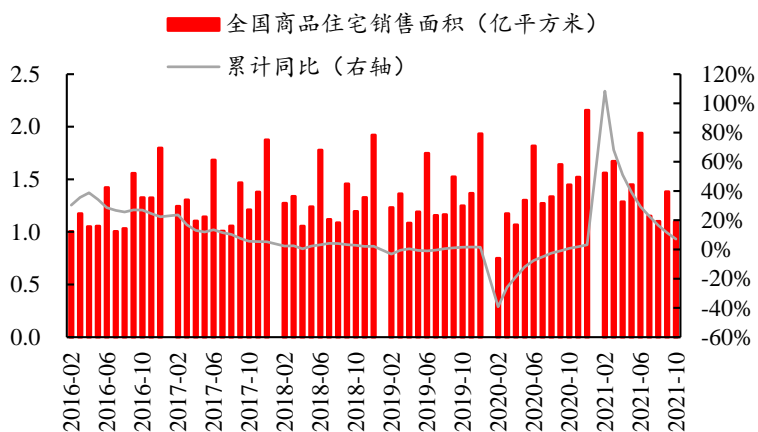
图 5 全国房地产开发投资来自国内贷款部分



数据来源: Wind 上海证券研究所

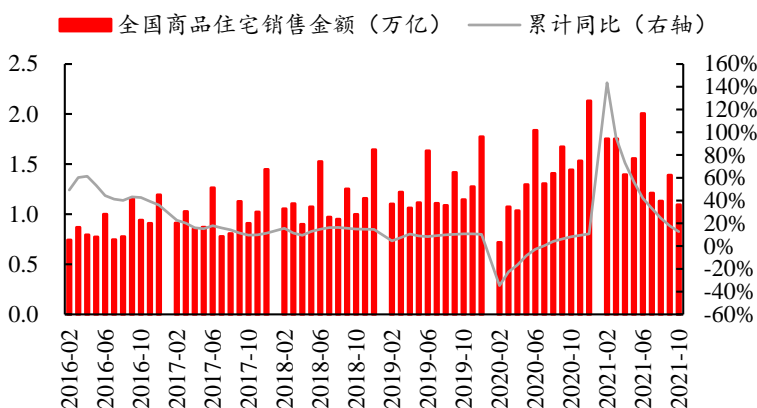
下半年商品房销售转冷，10 月单月销售同比下滑 24%。2021 年 1-10 月，全国商品住宅销售面积 12.64 亿平方米，同比增长 7.1%，销售金额 13.29 亿元，同比增长 12.70%。10 月单月，全国商品住宅销售面积 1.1 亿平方米，同比下滑 24.11%，销售金额 1.09 亿平方米，同比增长 12.70%。

图 6 全国商品住宅销售面积及增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

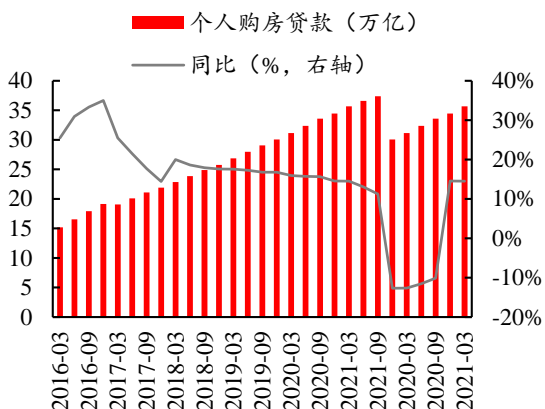
图 7 全国商品住宅销售金额及增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

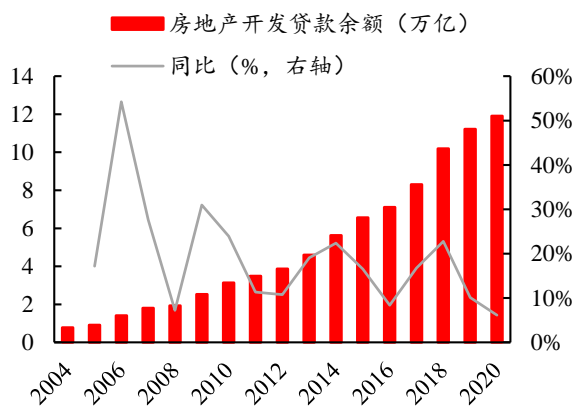
房地产开发贷集中度管理影响融资成本。2020 年 12 月 31 日，央行、银保监会发布通知，建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度。自 2021 年 1 月 1 日起实施。管理制度根据银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分中资大型银行、中型银行、小型银行、县域农合机构和村镇银行等五档设定了管理要求。同时，对地方法人银行业金融机构（三、四、五档）的房地产贷款集中度管理要求设置了弹性（基准增减 2.5 个百分点范围内）。

图 8 2016-2021 年个人购房贷款



数据来源: iFind 上海证券研究所

图 9 房地产开发贷款余额



数据来源: iFind 上海证券研究所

对超过上限的机构设置一定的过渡期，把握调控节奏，促进市场平稳发展。过渡期方面，2020 年 12 月末，银行业金融机构房地产贷款占比、个人住房贷款占比超出管理要求，超出 2 个百分点以内的，业务调整过渡期为自本通知实施之日起 2 年；超出 2 个百分点及以上的，业务调整过渡期为自本通知实施之日起 4 年。从各银行 2021H1 数据来看，第二档中资中型银行中招商银行、兴业银行、北京银行、渤海银行在房地产贷款占比和个人住房贷款占比中略有

超标，第三档中资小型银行和非县域农合机构中杭州银行、成都银行、郑州银行、青岛银行等在房地产贷款占比指标上略有超标。

表 1 2021H1 部分银行房地产贷款占比情况统计

分档类型	商业银行	房地产贷款占比 (2021H1)				个人住房贷款占比 (2021H1)		
		上限	房地产贷款占比	公司贷款中房地产业贷款占比	超标值	上限	个人住房贷款占比	超标值
第一档： 中资大型银行	工商银行	40.0%	35.9%	5.1%	-	32.5%	30.8%	-
	建设银行		39.5%	4.7%	-		34.8%	2.3%
	农业银行		36.1%	5.3%	-		30.8%	-
	中国银行		39.2%	8.0%	-		31.2%	-
	交通银行		28.1%	6.0%	-		22.1%	-
	邮储银行		35.2%	1.6%	-		33.6%	1.1%
第二档： 中资中型银行	招商银行	27.5%	32.0%	7.3%	4.5%	20%	24.7%	4.7%
	中信银行		26.4%	6.1%	-		20.3%	0.3%
	浦发银行		26.2%	7.3%	-		18.9%	-
	民生银行		24.6%	10.9%	-		13.7%	-
	兴业银行		33.5%	7.5%	6.0%		25.9%	5.9%
	光大银行		23.5%	6.9%	-		16.6%	-
	平安银行		18.5%	9.5%	-		9.0%	-
	华夏银行		21.0%	7.1%	-		13.9%	-
	浙商银行		20.1%	13.0%	-		7.0%	-
	渤海银行		30.2%	11.4%	2.7%		18.8%	-
	北京银行		30.0%	9.3%	2.5%		20.7%	0.7%
	江苏银行		24.5%	6.7%	-		17.8%	-
	上海银行		25.4%	13.2%	-		12.2%	-
第三档： 中资小型银行和非县域农合机构	南京银行	22.5%	13.5%	3.0%	-	17.5%	10.5%	-
	宁波银行		8.9%	4.6%	-		4.3%	-
	杭州银行		22.8%	8.5%	0.3%		14.3%	-
	长沙银行		20.2%	3.6%	-		16.6%	-
	成都银行		29.4%	7.2%	6.9%		22.2%	4.7%
	郑州银行		26.0%	11.4%	3.5%		14.6%	-
	贵阳银行		13.4%	6.5%	-		6.9%	-
	青岛银行		27.6%	8.9%	5.1%		18.7%	1.2%
	苏州银行		18.1%	3.2%	-		14.9%	-
	西安银行		21.5%	7.3%	-		14.2%	-
	厦门银行		25.1%	6.5%	2.6%		18.7%	1.2%
	渝农商行		18.7%	1.0%	-		17.7%	0.2%
	青农商行		28.5%	14.8%	6.0%		13.7%	-
	无锡银行		15.3%	0.9%	-		14.3%	-
重庆银行	18.6%	4.7%	-	13.9%	-			

	齐鲁银行		23.2%	4.4%	0.7%		18.8%	1.3%
第四档： 县域农合机构	常熟银行	17.5%	9.3%	0.9%	-	12.5%	8.4%	-
	张家港行		10.9%	0.9%	-		10.1%	-
	江阴银行		11.3%	0.3%	-		11.0%	-
	苏农银行		11.8%	2.2%	-		9.6%	-
	瑞丰银行		21.8%	0.4%	4.3%		21.4%	8.9%

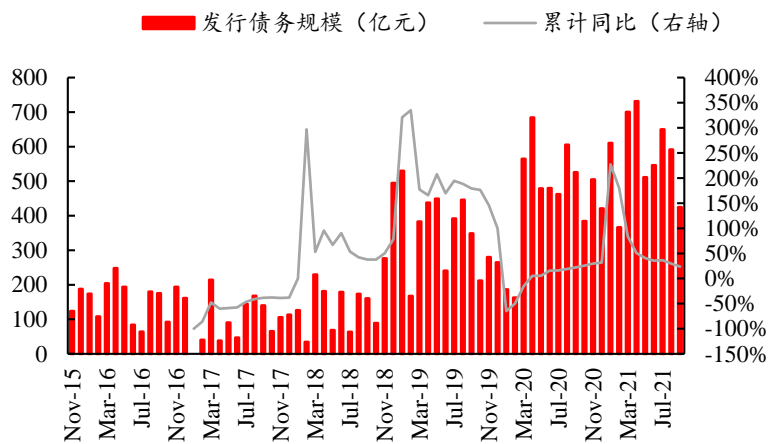
数据来源：Wind 上海证券研究所

注：房地产贷款占比=公司贷款中房地产业贷款占比+个人住房贷款占比；

1.2 债务规模扩张，部分企业出现信用风险事件

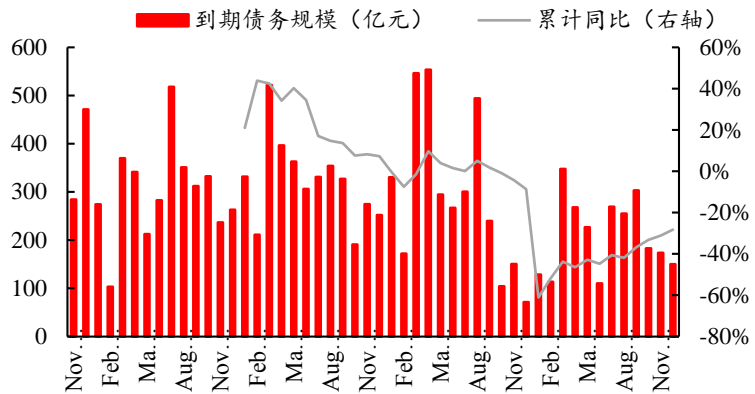
开发商资金来源主要包括自有资金、银行贷款等途径。目前，从房地产开发商发行的境内信用债规模来看，2020 年开始境内信用债发行规模整体提升，2020 年累计发行境内信用债 5459.77 亿元，同比增长 31.55%，2021 年 1-9 月，累计发行境内信用债 5131.62 亿元，同比增长 23.67%。从到期规模来看，2023 年到期债务规模较大，达到 3595.96 亿元，2023 年到期境内信用债约 3858.86 亿元。下半年随着市场压力增大，部分房企出现了信用风险事件。

图 10 2016 年至今信用债发行规模



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 11 房企信用债到期规模



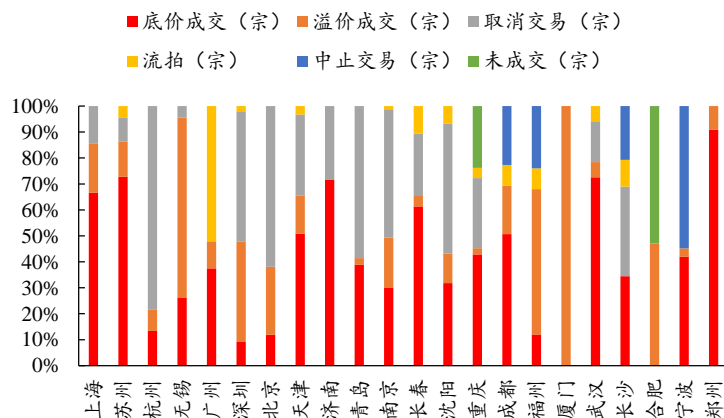
数据来源：Wind 上海证券研究所

1.3 二三批集中供地降温，明年集中供地有望改善

监管扩容，“三道红线”之后再添“三个补丁”。2020 年 8 月 20 日，住建部、人民银行召开重点房地产企业座谈会，会议指出，为控制房地产企业有息债务的增长，设置“三道红线”，并对重点房企按照“红-橙-黄-绿”四挡管理，要求试点房企须在 2023 年 6 月 30 日前完成降负债目标。此后，相关监管部门出台了权益销售比不超过 40%、监测房地产企业三张表、将商票纳入监管范围等措施，真实降低房地产企业债务规模，促进行业健康发展。

第二批集中供地土拍市场降温明显，流拍率提升。第二批集中供地土拍过程中，底价成交的地块增多。北京推出 42 宗土地，成功出让 16 宗，底价成交 5 宗；上海共推出 48 宗土地，成交 41 宗，其中底价成交 32 宗，溢价成交 9 宗；深圳共推出 44 宗土地，成功出让 21 宗，其中底价成交 4 宗底价成交。

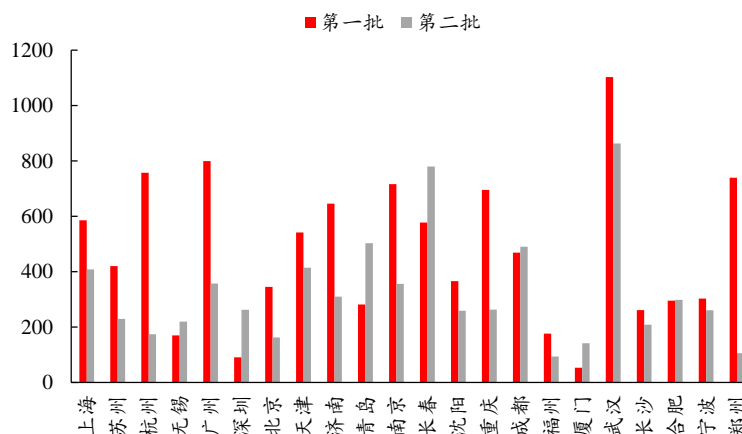
图 12 2021 年第二批集中供地 22 城土拍概况



数据来源：中指院 上海证券研究所

青岛、成都、合肥、长春二批集中供地规划面积高于首批集中供地。从成交土地规划建筑面积来看，多数城市的成交土地规划建筑面积较第一批集中供地有一定的回落。杭州第二批集中供地成交土地规划建筑面积 174 万平方米，较第一批集中供地出让 757.2 万平方米大幅回落；广州第二批集中供地成交土地规划建筑面积 357.4 万平方米，较第一批集中供地的 799.15 万平方米大幅下滑。

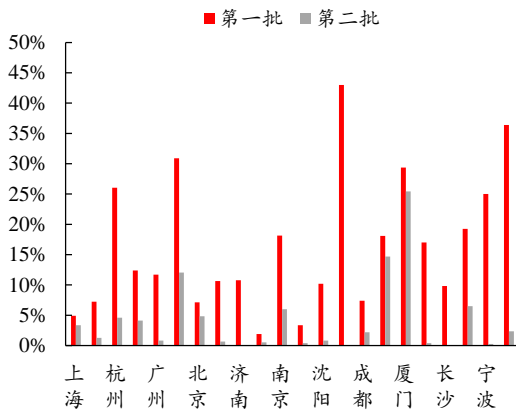
图 13 2021 两次集中供地成交土地规划建筑面积对比



数据来源：中指院 上海证券研究所

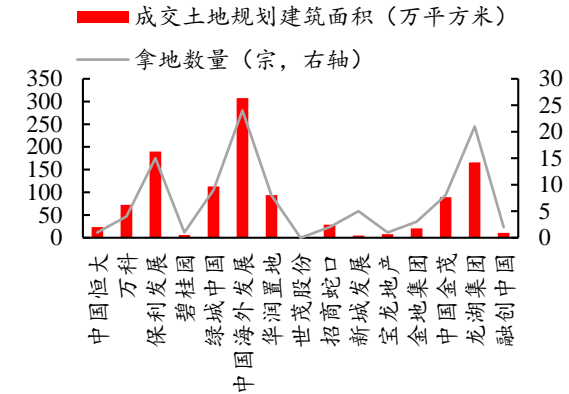
第二批集中供地溢价率得到有效控制，民企参拍积极性不高。在第二批集中供地出让之前，多个城市发布公告延缓土拍，并调整相关土地出让政策，通过“竞品质”等一系列细化土拍政策抑制土地价格非理性上涨。长沙所有出让地块全部底价成交。重庆土拍溢价率从高于 40% 下滑至不足 1%。与此同时，由于第二批集中供地市场压力增大，民营房企拿地积极性不及首批集中供地。中国恒大仅在长春收获一宗，世茂股份、碧桂园、融创中国拿地均不超过 5 宗。国企中国海外发展、华润置地凭借资金和成本优势，收获多宗土地。

图 14 2021 两次集中供地溢价率对比



数据来源：中指院 上海证券研究所

图 15 第二批集中供地龙头房企拿地情况



数据来源：中指院 上海证券研究所

根据 2021 年 22 个重点城市三批集中供地的推地和土拍时间节点来看，首批集中供地一般集中在上半年 4-6 月份，第三批集中供地集中在 11-12 月。2021 年第三批集中供地和 2022 年首批集中供地期间空窗期较长，部分开发商在流动性改善的条件下，尚有补库存需求。

从已经开拍的城市来看，第三批集中供地成交仍延续第二批集中供地特点，参拍企业整体以国企和地方城投为主，民营企业参拍积极性不高。展望 2022 年，中央经济会议提及，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。我们预计，明年土地市场在因城施策整体思路之下，各地方政府将根据本地土地市场状况，进一步优化调整土拍市场规则，促进各城市土地市场平稳健康发展。

1.4 政策环境改善，稳定市场信心

央行首提“两个维护”，稳定市场预期，提振市场信心。近期，央行会议多次提及“两个维护”，9月24日，央行货币政策三季度例会通稿中首提“两个维护”，即维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益，释放房地产维稳信号，稳定市场预期。

表 2 相关部门密切关注房地产行业

时间	会议名称	具体内容
----	------	------

9月24日	央行货币政策第三季度例会	维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。
9月29日	央行、银保监会房地产金融工作座谈会	围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，持续落实好房地产长效机制，加快完善住房租赁金融政策体系。
10月15日	央行第三季度金融统计数据新闻发布会	恒大集团的问题在房地产行业是个别现象。经过近几年的房地产宏观调控，尤其是房地产长效机制建立后，国内房地产市场地价、房价、预期保持平稳，大多数房地产企业经营稳健，财务指标良好，房地产行业总体是健康的。

数据来源：中国人民银行官网 上海证券研究所

房地产税试点是建立长效机制的重要尝试。2021年5月，财政部等四部门负责人在北京召开房地产税改革试点工作座谈会，2021年10月15日，《求是》刊登习近平主席《扎实推进共同富裕》一文，文中提到“要积极稳妥推进房地产税立法和改革，做好试点工作”。中国现行房地产税自1986年开始征收，对象主要是营业用房，2011年沪渝开始试点房地产税，征收对象主要是增量住房。随着未来房地产税在全国范围内落地，将有助于降低土地财政依赖程度，同时作为建立房地产发展长效机制的重要一环，将协同“三道红线”“银行贷款两集中”等制度促进房地产行业健康发展。

表3 房地产税内容梳理

类别	内容
征收范围更宽	本次试点的房地产税征收对象为居住用和非居住用等各类房地产，不包括依法拥有的农村宅基地及其上住宅。
沪渝试点房地产税特点	上海、重庆自2011年开始房产税试点，征税标的主要是增量住房，对存量住房征收较少。试点过程中体现出了“税基窄”、“税率低”、“免征收条件易达成”的特点。
实施作用	<p>有助于降低土地财政依赖度。当前中国房地产市场正处于由“增量市场”转向“存量市场”的过渡期，此时提出房地产税试点，对保有环节进行征税，或将有助于优化财政收入结构，降低土地财政的依赖程度。</p> <p>作为房地产长效机制一环，有助于市场稳定。2018年实施房地产长效机制以来，为促进房地产市场平稳健康发展，“三道红线”、房地产贷款集中度新规、土地供应“两集中”等政策不断颁布。本次实行的房地产税试点，也属于长效机制一环。房地产税征收获得的收入属于地方财政收入，将收入运用于保障性住房，如廉租房、公租房，或有助于解决低收入家庭住房困难等问题，稳定市场。</p> <p>短期内，房地产税的征收可能增加房地产市场供应，但在长期来看，房地产税的征收对房地产市场供需影响较小。长期来看，房地产税的征收对市场供需影响较小。</p>

数据来源：国家税务总局上海市税务局 重庆市政府官网 上海证券研究所

预售金监管规则调整，保交楼维护购房者权益。随着房地产开发市场压力增大，部分房企出现信用风险事件，现金流紧张，从而部分项目停工现象时有发生。为防止因开发商信用风险等问题影响消费者权益，多个城市加强对商品房预售资金的监管。

表 4 预售金监管规则调整

时间	城市	内容
2021.09	重庆	取消核减预售资金首付款监管比例有关规定，全市房地产开发项目预售资金首付款监管全部按照预售总额的 35%核定；同一建档项目提前使用预售监管资金的次数在一个自然年度内不得超过 3 次，每次使用金额不得超过监管账户余额的 1/3(监管账户余额大于应监管金额的，则每次使用金额不得超过应监管金额的 1/3)。
2021.09	东莞	各房地产开发企业要按照有关规定，将商品房预售资金，包括购房人按照认购协议、合同等约定支付的全部房价款（含定金、首付款、分期款、全款及按揭贷款等所有预售款）全部存入预售款专用账户。
2021.08	兰州	将购房人按合同约定支付的定金、首付款、全款及分期付款中的后续资金等全部存入监管账户，不得存入其他账户。 在与房地产开发企业协商取得建设项目按揭贷款业务后，应先到兰州房地产交易中心进行报备，并签署“严格落实商品房预售资金监管规定承诺书”。待建设项目按揭贷款额度审批通过后，立即将按揭贷款存入监管账户。
2021.08	天津	购房人应当凭新建商品房预售资金缴款通知书，通过商业银行网点柜台、新建商品房预售资金监管专用 POS 机、网银转账等方式将房价款直接存入监管账户。 建设项目符合下列条件时，房地产开发企业可以申请拨付监管资金：取得商品房销售许可的，申请使用资金额度不得超过监管资金的 40%；完成主体结构验收的，累计申请使用资金额度不得超过监管资金的 70%；完成竣工验收的，累计申请使用资金额度不得超过监管资金的 94%；完成竣工验收备案的，累计申请使用资金额度不得超过监管资金的 99%；完成不动产首次登记的，可以申请使用剩余监管资金。

数据来源：各地住建部门网站 央广网 上海证券研究所

保障性租赁住房政策密集出台，加速落地实施。保障性租赁住房政策密集出台，旨在通过支持保障房建设，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。2020 年 12 月中央经济工作会议提出规范发展长租房市场，土地供应要向租赁住房建设倾斜；2021 年政治局会议重申“房住不炒”，并提及增加保障性租赁住房和共有产权住房供给；2021 年 12 月，中央经济工作会议提出对房地产行业加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。

表 5 保障性租赁住房相关内容梳理

时间	会议名称	具体内容
2020.12	中央经济工作会议	要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。土地供应要向租赁住房建设倾斜，单列租赁住房用地计划，探索利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房，国有和民营企业都要发挥功能作用。要降低租赁住房税费负担，整顿租赁市场秩序，规范市场行为，对租金水平进行合理调控。
2021.04	政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。
2021.07	《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》	保障性租赁住房由政府给予土地、财税、金融等政策支持，充分发挥市场机制作用，引导多主体投资、多渠道供给，
2021.07	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》	公募 REITs 试点范围扩容，保障性租赁住房纳入公募 REITs 试点范围。
2021.07	政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。
2021.12	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

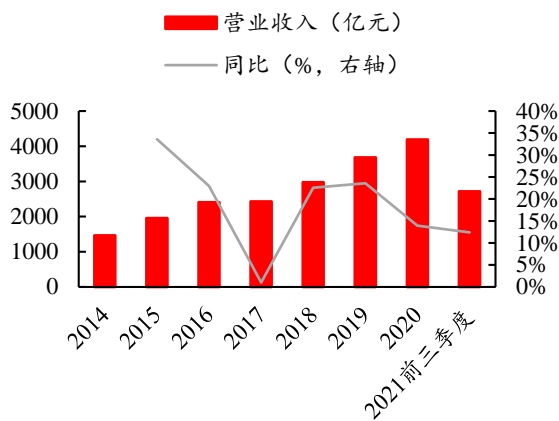
数据来源：中国政府网 发改委网站 上海证券研究所

1.5 相关标的

1.5.1 万科 A：综合实力行业领先，多元业务协同发展

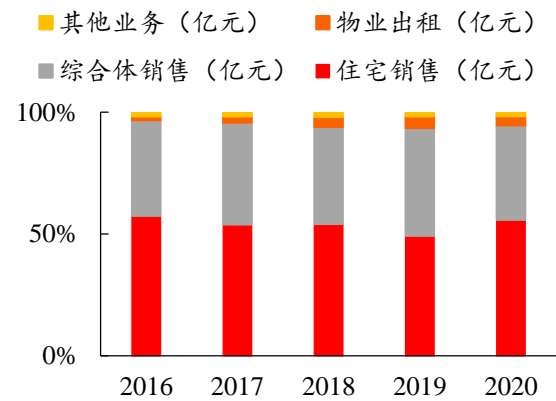
公司定位“城市建设与生活服务商”，业务覆盖房地产开发、物业、物流地产、商业地产等多个领域，为消费者和业主提供多元化服务。随着房地产开发行业整体毛利率和净利率整体承压，公司营业收入增速自 2019 年开始放缓。2020 年，公司实现营业收入 4191 亿元，同比 13.92%；实现归母净利润 415.16 亿元，同比增长 6.8%。其中，房地产业务贡献营业收入 4004.49 亿元，同比增长 13.55%。

图 16 2014-2021Q3 万科营业收入及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

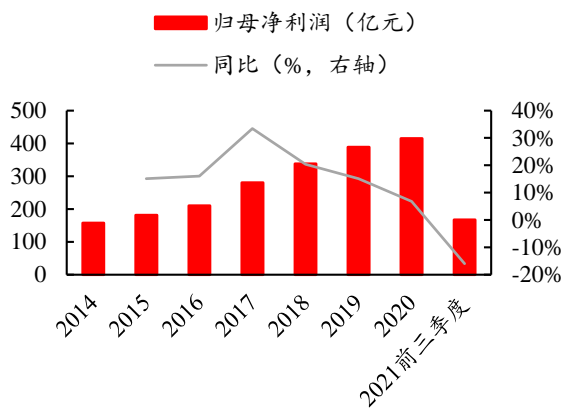
图 17 万科营收结构



数据来源：公司公告 上海证券研究所

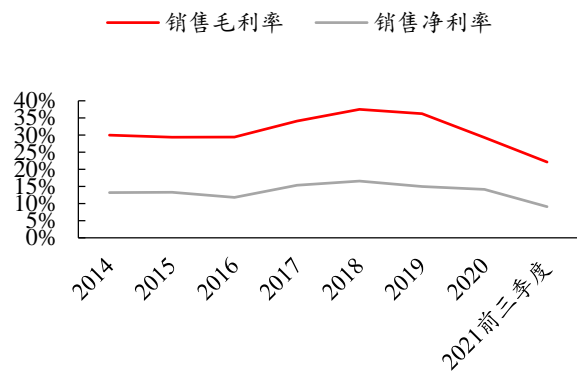
2020 年，公司销售毛利率和销售净利率分别达 29.25% 和 14.15%，较上年同期有所下降。2021 年前三季度万科由于土地成本等综合因素导致毛利率和净利率进一步下滑。

图 18 2014-2021Q3 万科归母净利润及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 19 2014-2021Q3 万科毛利率及净利率



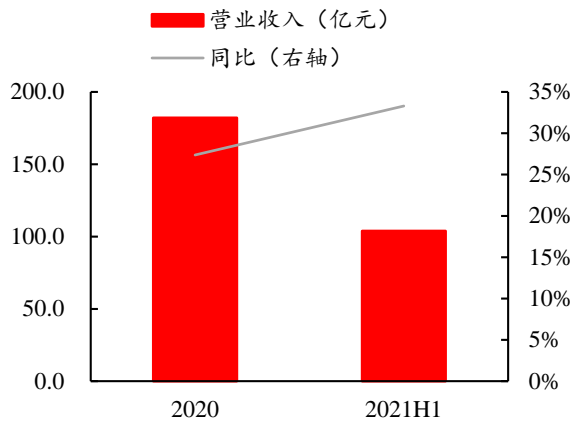
数据来源：公司公告 上海证券研究所

分拆万物云赴港上市。万物云旗下包含“空间（Space）”、“科技（Tech）”、“成长（Grow）”三大业务模块，致力于以科技推动空间服务业的数字化升级，收入来源主要来自五大业务类型，住宅物业、商业物业、智慧城市服务、社区生活服务和万物成长，2020 年万物云实现营业收入 182.04 亿元，同比增长 27.36%，其中住宅物业实现营业收入 100.52 亿元，占比 55.22%，商业物业及设施服务实现营业收入 53.14 亿元，占比 29.19%。

社区空间服务方面，万物云以“万科物业”为品牌，已布局全国 105 个大中城市（含香港），服务 3490 个项目。万物云旗下的

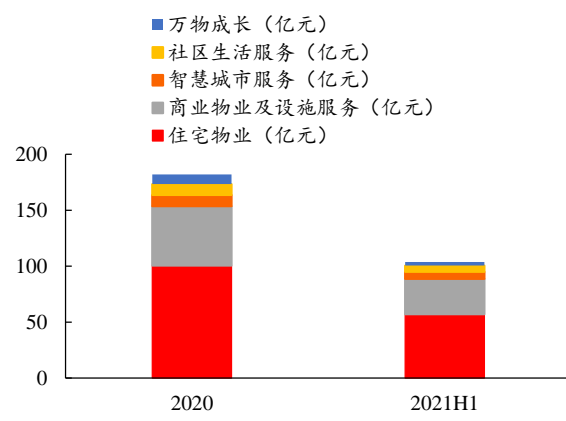
房产经纪平台朴邻，新房销售业绩较去年同期增长 647%。商企空间服务方面，万物云以“万物梁行”为品牌，已服务项目超 1,900 个，涵盖商业综合体、写字楼、科技园、学校、城市公共建筑、城市更新特色街区等业态。城市空间服务方面，万物云以“万物云城”为品牌，业务范围已辐射北京、深圳、广州、雄安新区、成都、青岛、厦门、郑州、武汉等 21 个城市，签约合同增长至 31 份。

图 20 2020 年至今万物云营业收入及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 21 万物云营收结构

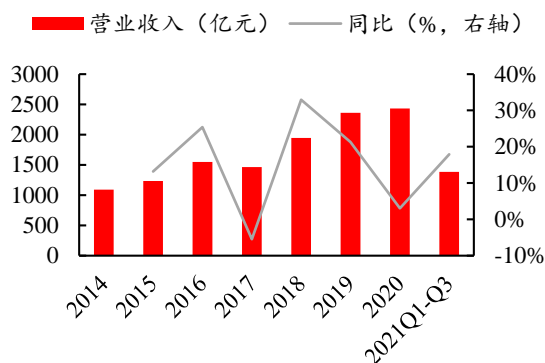


数据来源：公司公告 上海证券研究所

1.5.2 保利发展：央企乘风破浪，融资成本整体下降

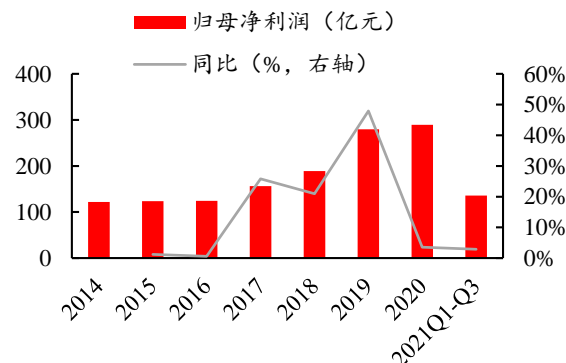
央企保利投资和品牌价值凸显。2021 年前三季度，公司实现营业收入 1383.87 亿元，同比增长 17.87%，实现归母净利润 135.83 亿元，同比增长 2.88%。公司毛利率为 29.82%，较去年同期下降 4.20 个百分点。

图 22 2014-2021Q3 保利发展营业收入及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 23 2014-2021Q3 保利发展归母净利润及增速

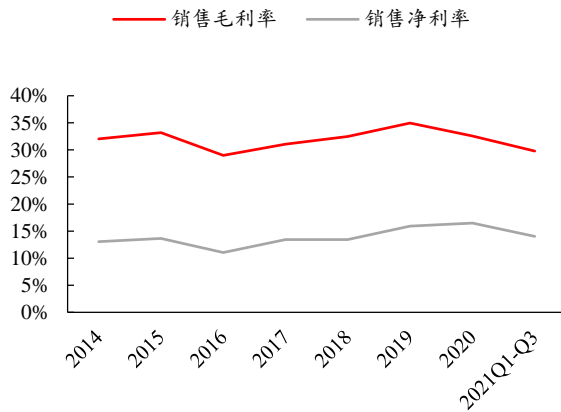


数据来源：公司公告 上海证券研究所

财务结构稳健合理。2021 年前三季度，公司实现销售回笼 3672

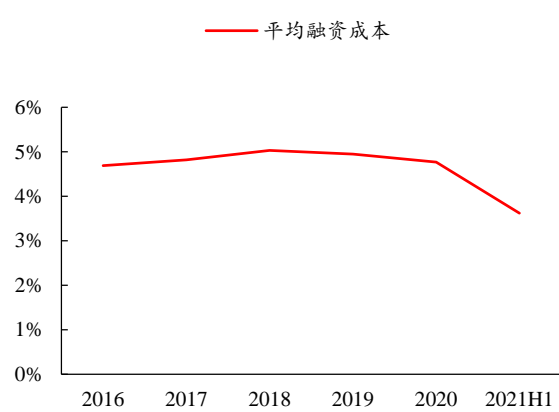
亿元，回笼率达到 89.5%。资产负债率为 77.93%，扣除预收账款后资产负债率为 65.62%。货币资金 1321.09 亿元，为公司短期借款及一年内到期的非流动负债的 2.32 倍，短期偿债能力较强。

图 24 2014-2021Q3 保利发展毛利率及净利率



数据来源：公司公告 上海证券研究所

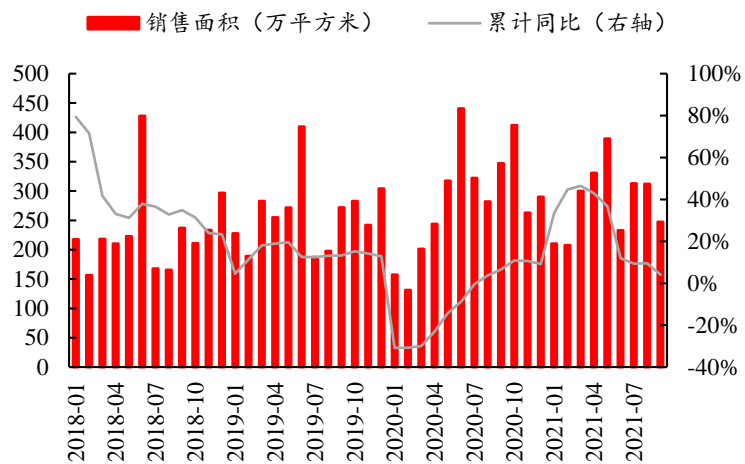
图 25 2016-2021H1 保利发展平均融资成本



数据来源：公司公告 上海证券研究所

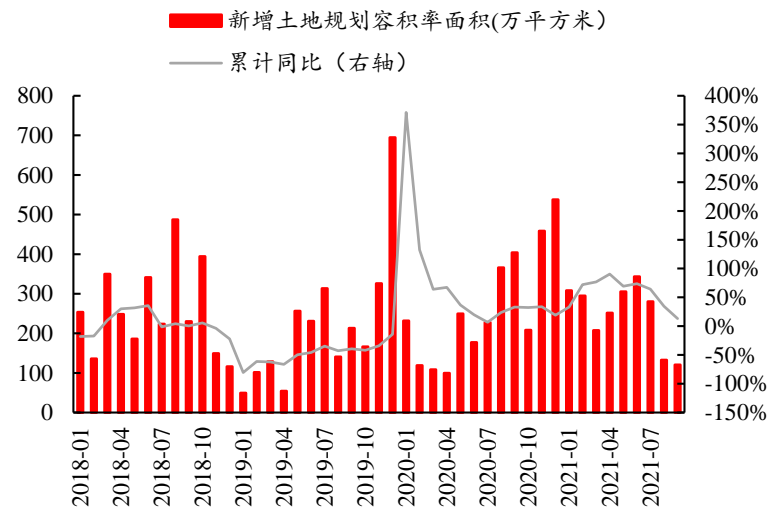
销售稳健增长，核心城市土储丰厚。2021 年前三季度，公司销售业绩稳步增长，累计实现签约金额 4102.32 亿元，同比增长 11.66%；签约面积 2543.73 万平方米，同比增长 4.08%；新拓展项目 113 个，新增容积率面积 2184 万平方米，总拓展成本 1434 亿元，其中 38 个核心城市拓展金额占比 75%。前三季度，公司新开工面积 3659 万平方米，同比减少 4.68%；竣工面积 2437 万平方米，同比增长 10.60%。截至三季度末，公司共有在建拟建项目 773 个，在建面积 14875 万平方米，待开发面积 7153 万平方米。

图 26 保利地产销售面积及增速



数据来源：Wind, 上海证券研究所

图 27 保利发展新增土地计容建面及增速

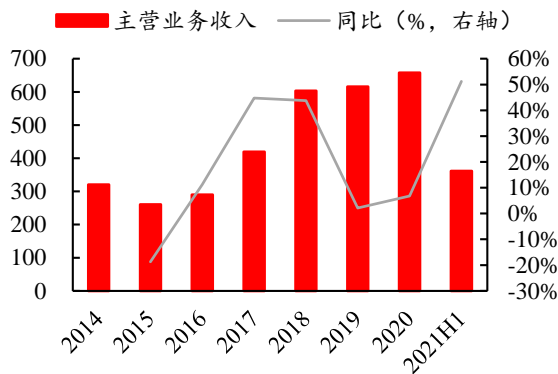


数据来源: Wind, 上海证券研究所

1.5.3 绿城中国：品牌价值凸显，营收净利润明显改善

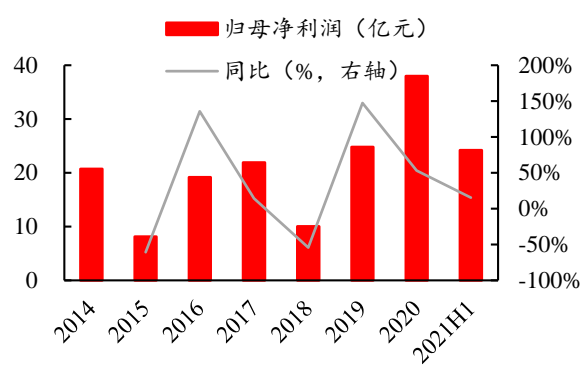
营业收入和净利润持续改善。绿城中国坚持做品质房企，打造引领行业的标杆，2020 年公司实现营业收入 657.83 亿元，同比增长 6.80%，实现归母净利润 37.96 亿元，同比增长 53.07%。2021 年上半年，公司销售持续向好，实现合同销售总额 1717 亿元，同比增长 88%，新增土储 2140 亿元，同比提升 22%。

图 28 2014-2021H1 绿城中国主营业务收入及增速



数据来源: 公司公告 上海证券研究所

图 29 2014-2021H1 绿城中国归母净利润及增速

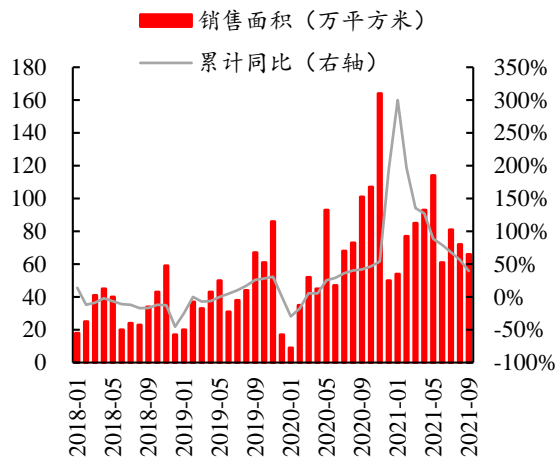


数据来源: 公司公告 上海证券研究所

深耕长三角，品牌溢价凸显。近年来，房地产行业经历深刻变革，“三道红线”、银行贷款两集中、房地产税等政策出台，控制行业负债规模，公司积极调整战略规划，以“战略 2025”为指引，强化精益运营，2021H1，公司实现营业收入 361 亿元，同比增长 51%，资金成本 4.6%，同比下降 60bps。

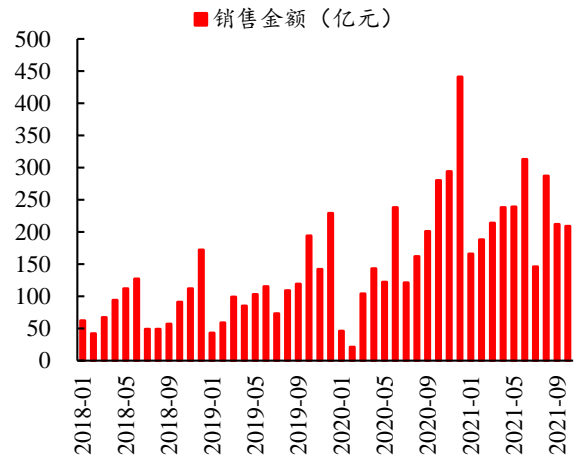
深耕长三角，从公司合同销售金额占比来看，长三角区域的销售占比达到 62%，其次为环渤海，销售占比 19%。从城市层级布局来看，合约销售的 15%来自一线城市，64%来自二线城市，21%来自三四线城市。

图 30 2018 年至今绿城中国销售面积及增速



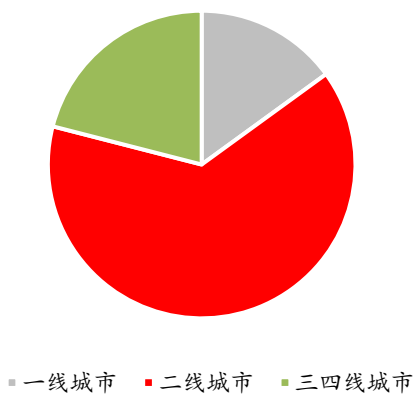
数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 31 2018 年至今绿城中国销售金额及增速



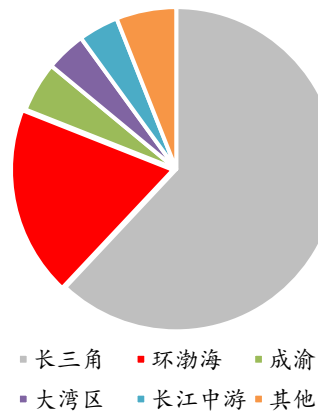
数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 32 绿城中国城市布局结构（按照合同销售金额）



数据来源：2021 中期业绩发布材料 上海证券研究所

图 33 绿城中国区域布局（按照合同销售金额）

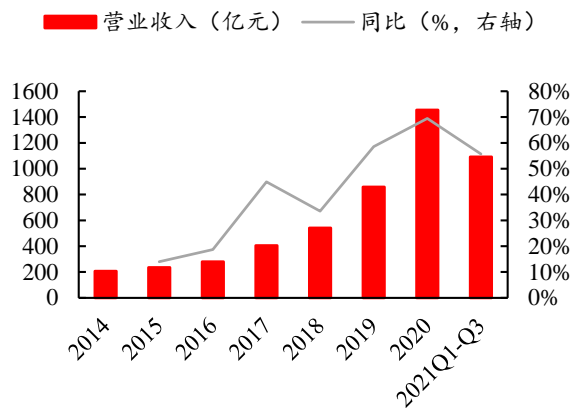


数据来源：2021 中期业绩发布材料 上海证券研究所

1.5.4 新城控股：住宅商业双轮驱动，营收快速增长

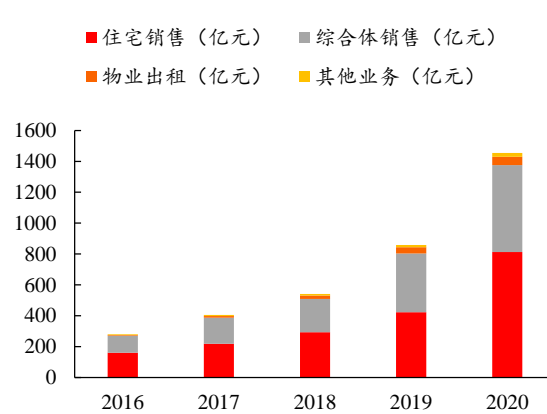
2020 年，公司实现营业收入 1454.75 亿元，同比增长 69.49%，增速较 2019 年提升 10.87 个百分点，实现净利润 152.56 亿元，同比增长 20.56%，增速较 2019 年持平。2021 年前三季度公司实现营业收入 1091.22 亿元，同比增长 55.69%，实现归母净利润 58.84%，同比增长 24.24%。

图 34 2014-2021Q3 新城控股营业收入



数据来源：公司公告 上海证券研究所

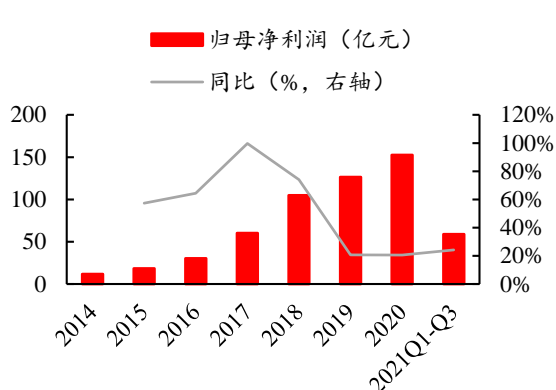
图 35 2016-2020 年新城控股营收结构



数据来源：公司公告 上海证券研究所

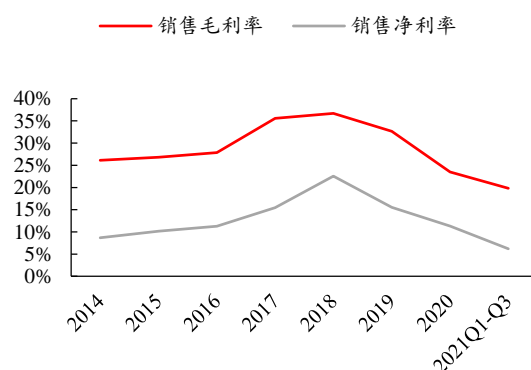
公司主营业务主要分为住宅销售、综合体销售和物业出租管理。从营收结构来看，住宅销售占比长期稳定在 50%左右，综合体销售营收占比长期稳定在 40%左右，2020 年，住宅和综合体销售总计占比达到 94.58%。

图 36 2014-2021Q3 新城控股归母净利润



数据来源：公司公告 上海证券研究所

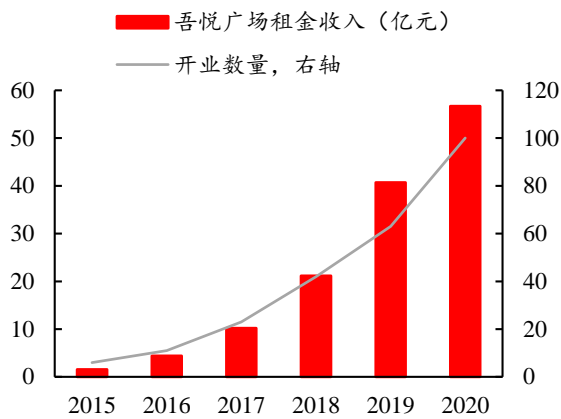
图 37 2014-2021Q3 新城控股毛利率、净利率



数据来源：公司公告 上海证券研究所

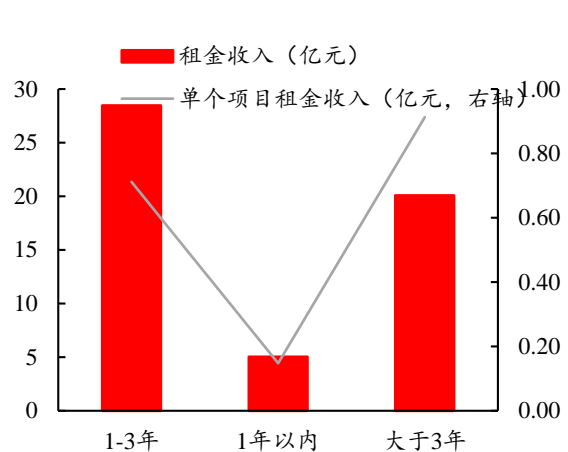
商业规模跨越式增长，运营管理经验成熟。截至 2020 年末，累计开业吾悦广场 100 座，总面积超 940 万平方米，客流总量达 6.55 亿人次，同比增长 13%；销售总额达 319 亿元，同比增长 20%；会员人数达 983 万，较 2019 年末增长 73%。得益于“住宅+商业”的双轮驱动模式，新城控股的楼面均价较低，成本优势明显。全年公司共计新增土地储备 120 幅，总建筑面积为 4139.41 万平方米，平均楼面价为 3,031.11 元/平方米，其中，商业综合体项目新增土地储备总建筑面积为 2478.92 万平方米。

图 38 2015-2020 年新城控股租金收入



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 39 商业地产租金收入

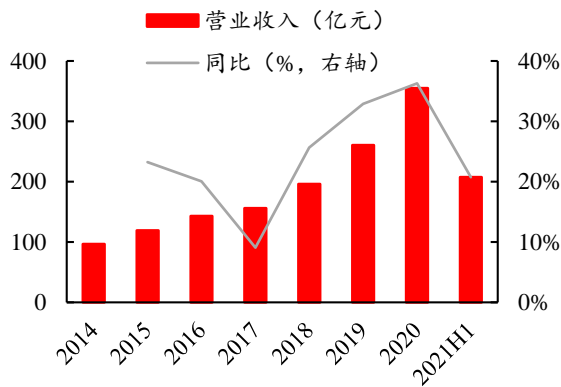


数据来源：公司公告 上海证券研究所

1.5.5 宝龙地产：聚焦商业地产，多元化业务协同发展

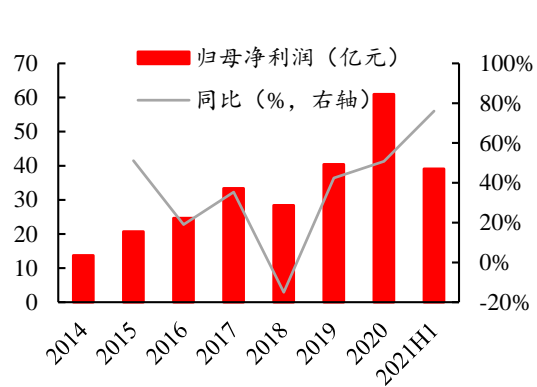
宝龙地产经过多年的探索和拓展，现形成地产、商业、酒店、文化艺术等多元产业协同发展的格局。2021H1，公司实现营业收入 207.30 亿元，同比增长 20.73%，实现归母净利润 39.08 亿，同比增长 76.06%。

图 40 2014-2021H1 宝龙地产营业收入



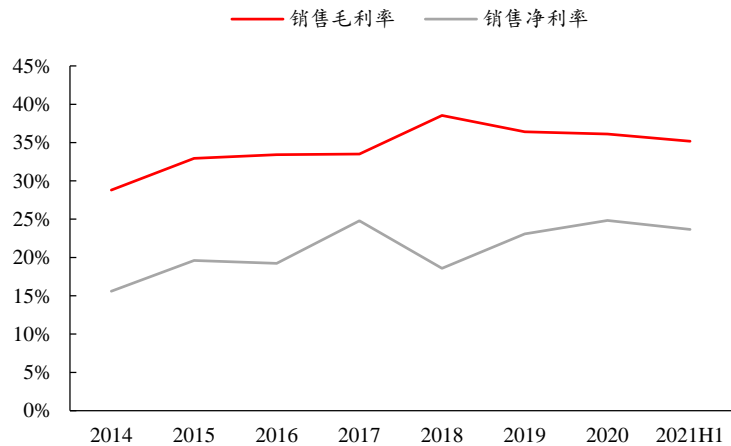
数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 41 2014-2021H1 宝龙地产归母净利润



数据来源：公司公告 上海证券研究所

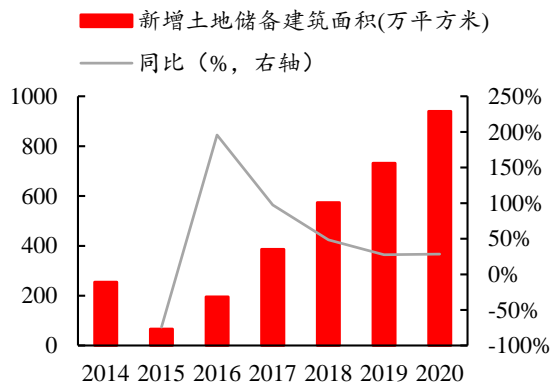
图 42 2014-2021H1 宝龙地产毛利率及净利率



数据来源：公司公告 上海证券研究所

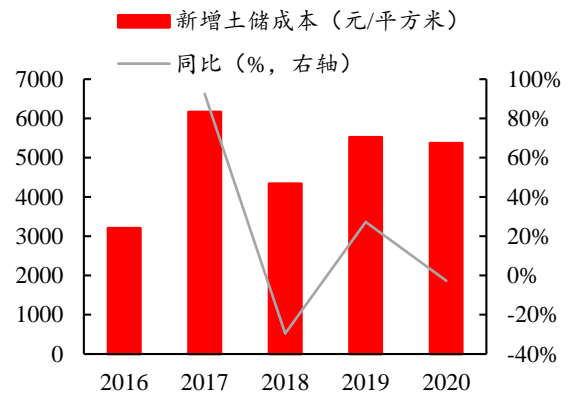
深耕长三角，城市能级下沉。拿地加速，商业勾地土地成本低。2015 年开始，公司在拿地方面发力，新增土储面积持续提升，2020 年公司新增土地储备建筑面积 940 万平方米，同比增长 28.5%。住宅+商业的拿地模式下，拿地成本较低，2020 年公司新增土储单位成本 5367 元/平方米，同比下滑 2.72%。

图 43 2014-2020 年宝龙地产新增土储建筑面积



数据来源：2020 年业绩材料 上海证券研究所

图 44 2014-2020 年宝龙地产新增土储成本



数据来源：2020 年业绩材料 上海证券研究所

深耕长三角，新增土储城市能级下沉。从 2020 年新增土储的布局来看，公司深耕长三角，长三角区域拿地占 68.7%，城市层级方面，聚焦二线城市。城市下沉一方面降低拿地成本，另一方面错开重点 22 城的集中供地政策，为公司后期发展提供稳定的基础。

图 45 2020 年宝龙地产土储布局（按区域）

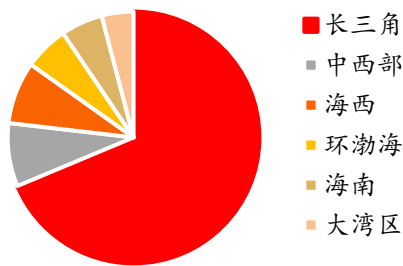
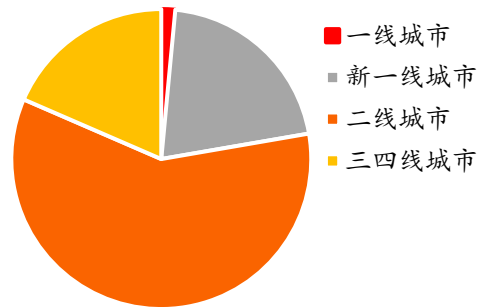


图 46 2020 年宝龙地产土储布局（按城市）



数据来源：2020 年业绩材料 上海证券研究所

数据来源：2020 年业绩材料 上海证券研究所

分拆宝龙房托基金于香港上市。不同于越秀房托和招商局商业房托，宝龙房托是香港首个专注于购物中心，以中国内地为基地的商用物业产业信托，底层资产涵盖 8 个购物中心，截至 2021 年 6 月 30 日，宝龙房托基金初步包含八个优质购物中心，组合的总楼面面积达 74.06 万平方米。

表 6 宝龙房托底层资产 8 个购物中心

项目名称	开业时间	租用率	月租金 (元/平方米/月)	楼面面积(万平方米)	可租赁总面积 (万平方米)	租户数量(户)	租赁数目(个)	评估价值(亿元)
上海奉贤宝龙广场	2015.11	100%	121.5	4.07	2.80	103	108	9.81
杭州临安宝龙广场	2019.11	100%	97.2	9.26	3.26	148	153	9.26
盐城宝龙广场	2011.9	90.7%	54.9	17.11	10.30	220	231	15.45
宿迁宝龙广场	2011.9	98%	79.6	15.07	8.26	220	234	15.73
泉州安溪宝龙广场	2010.12	100%	76.2	5.55	4.56	80	83	9
青岛胶州宝龙广场	2015.2	97.3%	42.4	7.61	5.61	127	130	7.22
洛阳宝龙广场	2011.12	92.8%	62.1	6.97	4.47	120	122	6.84
新乡宝龙广场	2012.9	100%	69.8	8.43	6.00	142	154	9.01

数据来源：公司公告 上海证券研究所

二、代建：流动性宽松下预计房企代建需求打开

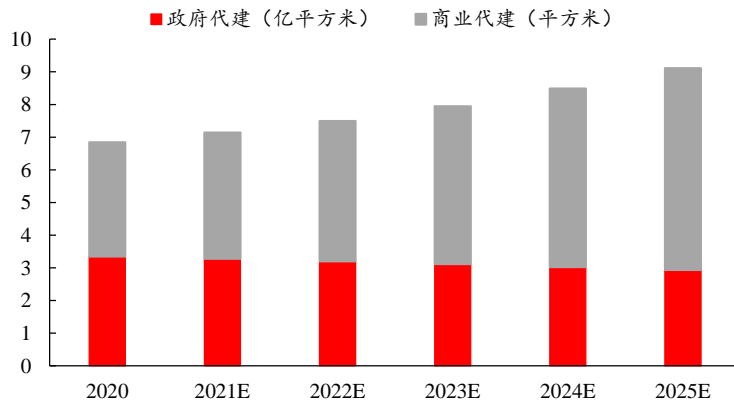
2.1 地产开发市场压力增大，代建市场需求逐步打开

小房企操盘压力大，需要品牌背书。地产行业政策调控进入常态化阶段，融资端、土地端、销售端均有相关调控政策。龙头房企凭借其在行业内深耕多年积累的土储、融资优势，知名度高，品牌溢价明显；中小开发商则由于信用评级不高等因素，在拿地、销售、融资等方面均存在一定劣势。因此，在市场压力不断增大的情况下，中小开发可以考虑选择品牌开发商代建，品牌开发商对其进行品质背书，增强市场信心。

保障性租赁住房、安居工程等公共服务和城市更新需求。保障性租赁住房、城市更新相关政策密集落地，政策利好可形成代建企业新的经济增长点。政府、国企等专业性开发需求量巨大，专业服务价值凸显。此外，地产行业供给侧结构改革持续推进，品质升级、质量保障成了开发商必备的品质之一，房地产开发更需要专业的管理和品质建设能力。

中国代建市场发展迅速，尤其是在市场竞争愈加激烈的情况下，中小开发商的代建需求愈加旺盛。目前，中国房地产代建主要分为三大类：政府代建、商业代建和资本代建。政府代建是中国房地产代建的起源，项目拥有人主要为政府机构，政府代建一般是为了满足社会需求、承担社会责任，从而多涉及保障性住房、博物馆、体育馆、学校、医院等业态。根据中指院数据，中国代建市场的潜在市场规模将由2020年的6.84亿平方米增长至2025年的9.11亿平方米。

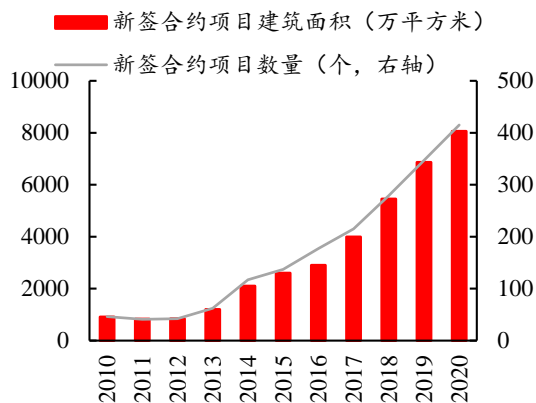
图 47 2020-2025 年中国代建市场潜在市场规模预测



数据来源：中指院 上海证券研究所

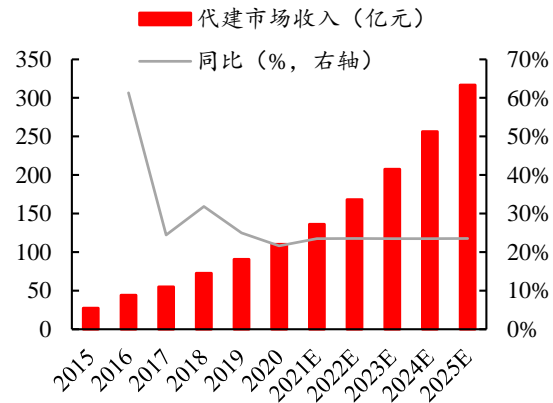
行业发展迅速，预计 2025 年代建行业收入将达 317 亿元。房地产代建业务目前正处于快速发展过程中，根据中指院数据，中国房地产代建市场新签约合同项目数量从 2010 年的 46 个提升至 2020 年的 415 个，年均复合增长率为 24.60%，新签约项目建筑面积从 2010 年的 910 万平方米提升至 2020 年的 8060 万平方米，年均复合增长率为 24.37%。从代建行业收入规模来看，2020 年，中国代建行业市场收入达到 110.2 亿元，同比增长 21.63%。代建行业的市场需求正逐步被打开，行业成长的空间巨大，预计到 2025 年，代建行业市场收入能达到 317 亿元。

图 48 2010-2020 年代建行业新签约建筑面积



数据来源：中指院 上海证券研究所

图 49 2010-2025 年代建行业收入趋势



数据来源：中指院 上海证券研究所

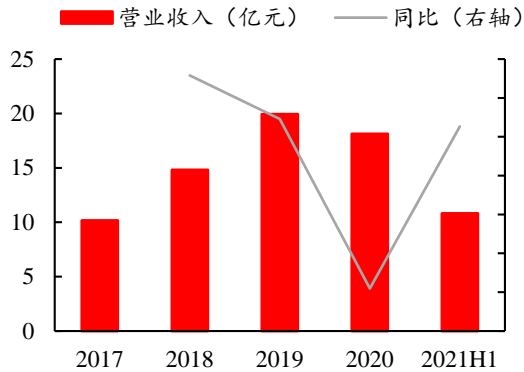
2.2 相关标的

2.2.1 绿城管理控股：营收改善，净利倍增

随着代建行业的市场需求逐步打开，公司作为代建行业龙头，

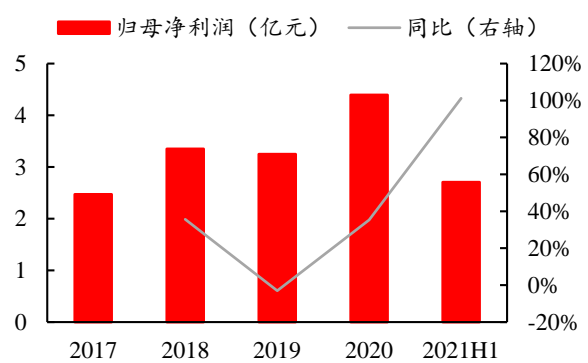
2021 上半年营收和净利润均实现快速发展。2021H1，公司实现营业收入 10.81 亿元，同比增长 32.6%，毛利率 47.5%，较上年同期提升 5.8pct；实现归母净利润 2.70 亿元，同比增长 101.16%。

图 50 2017-2021H1 绿城管理控股营业收入



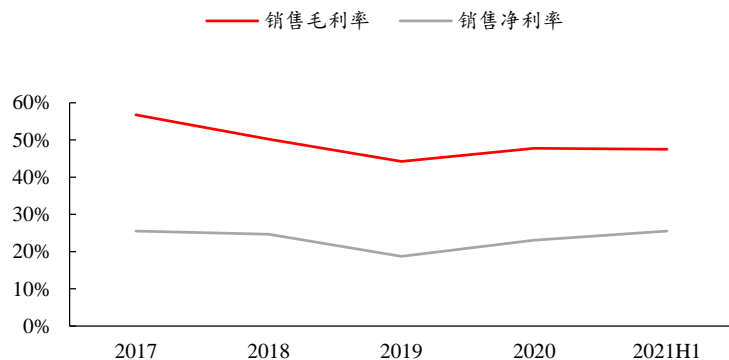
数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 51 2017-2021H1 绿城管理控股归母净利润



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 52 2017-2021H1 绿城管理控股毛利率及净利率



数据来源：公司公告 上海证券研究所

全国化布局加速扩张，重点布局核心城市群。截至 2021H1，公司在管项目数量由去年同期的 268 个增长至 334 个，合约建筑面积达 8400 万平方米，同比增长 14.6%。公司全国化扩张加速，项目已覆盖全国 28 个省、直辖市及 96 座城市，其中，长三角经济圈项目 4400 万平方米，占合约建筑总面积的 52.4%，环渤海经济圈、京津冀城市群项目面积 1520 万平方米，占比 18.1%，成渝城市群项目面积 120 万平方米，占比 1.5%。

图 53 绿城管理控股代建项目数量

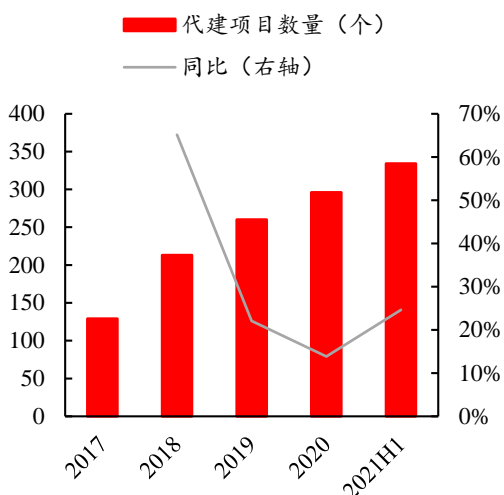


图 54 绿城管理控股全国布局城市

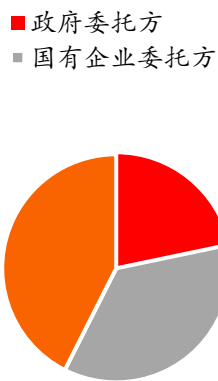


数据来源：公司公告 上海证券研究所

数据来源：公司公告 上海证券研究所

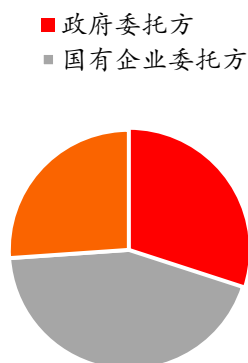
客群结构优化，政府代建项目占 43%。截至 2021H1，公司客群结构持续优化，不断拓展优质客户群体。从总建筑面积结构来看，政府委托 1830 万平方米，占比 21.7%，来自国有企业委托方的建筑面积达到 3000 万平方米，占比 35.7%，来自私营企业委托方占比最大，达到 42.5%。

图 55 2021H1 公司总建筑面积客户结构



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 56 2021H1 公司当期在建面积客户结构

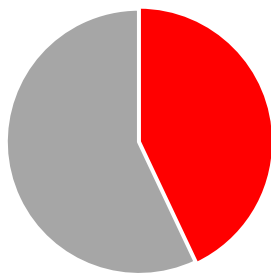


数据来源：公司公告 上海证券研究所

具体分析公司合约建筑面积，截至 2021H1，公司政府代建项目合约建筑面积 3610 万平方米，占比 43%，商业代建项目建筑面积 4790 万平方米，占比 57%。

图 57 2021H1 合约建筑面积结构

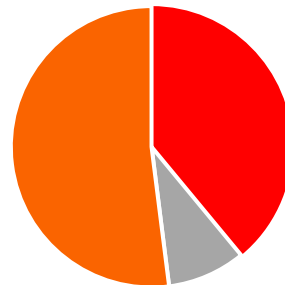
■ 政府代建 ■ 商业代建



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 58 2021H1 开发状态结构

■ 待建面积 ■ 交付面积

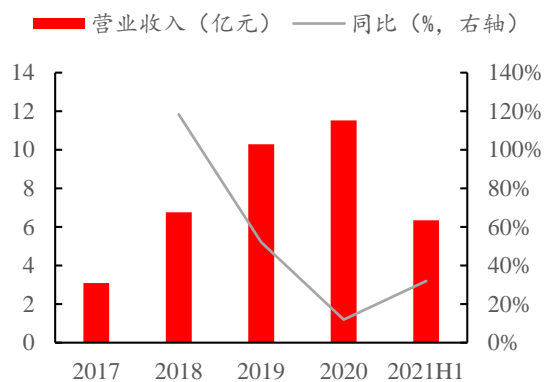


数据来源：公司公告 上海证券研究所

2.2.2 中原建业：轻资产特征显著，净利率稳定

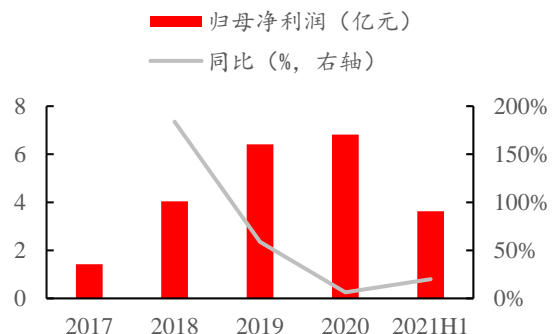
营业收入和净利润持续增长。2021 年上半年，公司实现营业收入 6.3 亿元，同比增长 32%，实现归母净利润 3.6 亿元，同比增长 20.01%。聚焦代建服务，行业销售利润率平稳，轻资产特征显著。行业渗透率低，增长空间大，形成行业领先优势。2021 年上半年销售利润率 56.94%，流动资产占比 98.59%。

图 59 2017-2021H1 中原建业主营业务收入及增速



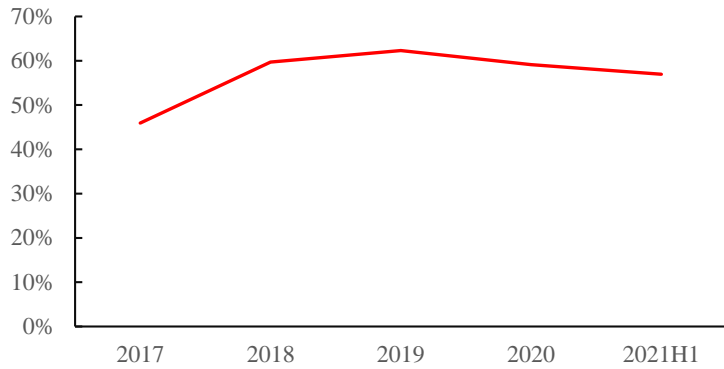
数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 60 2017-2021H1 中原建业归母净利润及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

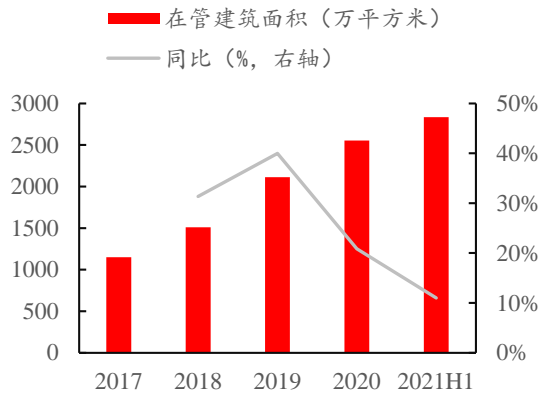
图 61 2017-2021H1 中原建业销售净利率



数据来源：公司公告 上海证券研究所

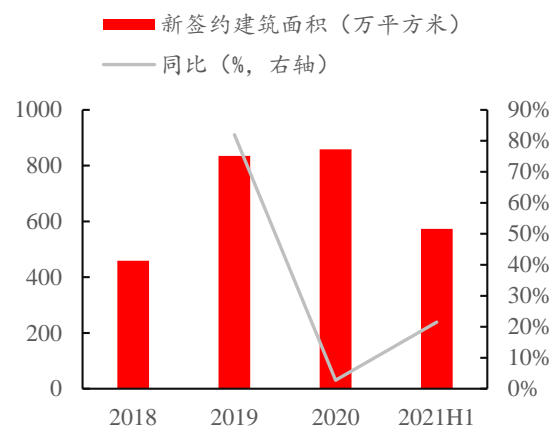
深耕中原，新增项目持续增长。做稳河南，拓宽中原市场，抓住中小型开发商痛点。2021 年第三季度实现合约销售 253.73 亿元，同比增长 15.2%；合约销售面积 412.9 万平方米，同比增长 11.4%。截至 2021 年第三季度累计拥有在管项目 260 个，总建筑面积 3089.0 万平方米；新增签约项目 72 个，同比增长 18%；新增建筑面积 812.8 万平方米，同比增长 24.8%。

图 62 2017-2021H1 中原建业在管建筑面积



数据来源：公司公告 上海证券研究所

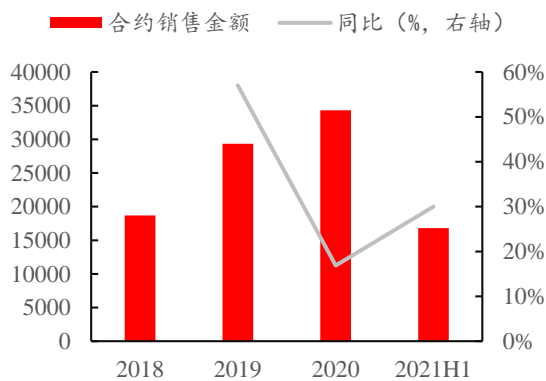
图 63 2017-2021H1 中原建业新签约建筑面积



数据来源：公司公告 上海证券研究所

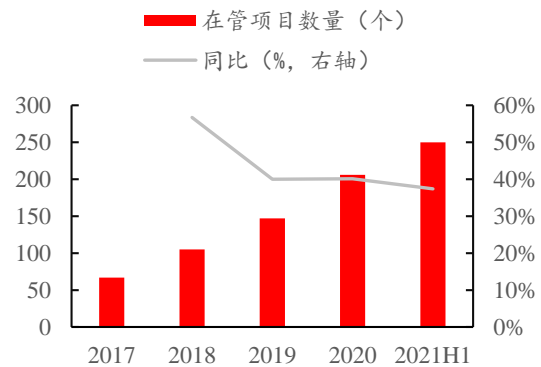
河南省外累计拥有 23 个项目，总建筑面积为 233.21 万平方米，占本集团所有在管项目总建筑面积 7.5%；新签项目 10 个，同比增长 66.7%；新增合约建筑面积 101.0 万平方米，同比增长 72.1%。

图 64 2017-2021H1 中原建业合约销售金额



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 65 2017-2021H1 中原建业在管项目数量



数据来源：公司公告 上海证券研究所

风险提示

地产政策调控超预期。自 2016 年“930”调控至今，房地产行业市场政策调控进入常态化阶段。以稳为主，因城施策的调控主基调将长期维持。

房地产销售不及预期。房地产开发企业经营杠杆的核心在于前端销售去化带来的现金回款，后续市场销售是否符合开发商预期也直接影响开发商盈利水平。

代建订单增长不及预期。土拍市场交易降温，房企拿地力度降低，尤其是中小房企市场参与积极性不高，与代建企业签约订单量或将减少，从而将影响代建行业整体市场规模扩张。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。