

行业研究

增信债权工具有效落地，商业不动产 REITs 研究加速

——光大证券房地产行业流动性及公募 REITs 跟踪报告（2022 年 11 月）

要点

需求侧：政策春风提振信心，居民中长贷虽弱于往年同期但边际改善信号明显

2022 年 11 月，居民部门新增存款 22,500 亿元，同比增加 15,192 亿元，环比增加 27,603 亿元。11 月新增信贷 12,100 亿元，同比减少 600 亿元（-4.7%），环比增加 5,948 亿元（+96.7%）；居民短贷新增 525 亿元，同比少增 992 亿元（-65.4%），环比增加 1037 亿元；居民中长贷新增 2,103 亿元，同比少增 3,718 亿元（-63.9%），环比增加 1,771 亿元（+533.4%）；2022 年 1-11 月累计新增居民中长贷 2.56 万亿元，同比增速为 -55.2%，新增居民中长贷占新增人民币贷款比重约 12.9%（2021 年全年水平为 30.5%）。

截至 11 月 21 日，全国首/二套房按揭利率下限分别为 4.10%/4.90%。103 个重点城市主流首/二套房贷利率分别为 4.09%/4.91%，分别环比下行 3BP/持平；主流银行平均放款周期 26 天。

供给侧：“第二支箭”增信债权工具有效落地，控制行业出清主体范围

11 月房企境内外单月合计发债 366 亿元，环比 -14.1%，同比 -24.9%，单月净融资 -469 亿元。其中 11 月境内债单月发行 291 亿元，单月净融资 -101 亿元；11 月境外发债规模提升，单月发行 76 亿元，单月净融资额约 -369 亿元。具体来看，主流央企仍保持相对畅通融资渠道；而在央行支持下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，截至 12 月 7 日，已有龙湖集团、美的置业、新城控股等多家房企申请储架式注册发行。

民企存量债务展期及重组方面，华夏幸福和融创中国涉及已到期债券（或部分）本金以及（或）应计利息商议展期和债务重组的情况。

截至 12 月 12 日，我国上市公募 REITs 产品已增至 23 只。从上市日到至今的二级市场收益情况来看，除平安广州广河 REIT、中金安徽交控 REIT 及华夏中国交建高速 REIT 外，其他产品全部实现正收益，其中 14 只股价较上市首日涨幅超 20%，平均录得涨幅 20.4%，二级市场价格虽有所回调，但较发行价涨幅依旧可观。12 月 8 日，证监会副主席李超在首届长三角 REITs 论坛暨中国 REITs 论坛上提出“研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域”。

投资建议：2022 年，地产行业政策面友好，多方释放积极信号，明确提出房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转，房地产平稳健康发展事关金融市场稳定和宏观经济发展全局。供给侧来看，多部委相继表态，通过信贷、债券、股权多种方式综合协同，“三箭连珠”，执行层面的可操作性大幅提升，有力提振了房地产行业信心；需求侧来看，5 年期 LPR 连续下调，地方政府“因城施策”引导合理住房需求，包括优化“认房认贷”标准，下调首付比例及按揭利率等。政策利好频发，供给侧信用风险出清，促需求实质性升温。疫情管控优化，房地产供需回暖可期，资本市场关注度提升明显，投资建议关注三条主线：1) 持续看好核心城市土储充裕、信用优势显著、品牌优秀的龙头房企未来市占率与 ROE 率先提升，推荐保利发展、招商蛇口、中国金茂、中国海外发展等；2) 持续看好先发布局多元赛道、注重运营升维、第二增长曲线经营性现金流稳定增长的房企，推荐万科 A/万科企业、龙湖集团、新城控股等；3) 关注存量资产资源丰富、质地优异、管理高效的房企未来运用 REITs 提高资产回报率，推荐华润置地、上海临港等。

风险分析：房地产行业宽松政策推进不及预期风险，房地产市场需求不及预期风险，房地产企业项目竣工不及预期风险，房地产企业多元化业务经营不佳风险等。

房地产（地产开发） 增持（维持）

作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebsecn.com

联系人：周卓君

021-52523855

zhouzj@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

20221208 REITs 试点范围进一步扩大，打开商业不动产公募 REITs 空间——对公募 REITs 政策的点评

20221208 全方位梳理“三箭连珠”受益房企——房地产供给侧融资专题报告（1）

20221203 疫情反复销售磨底，暖风频吹静候花开——房地产行业百强销售月报（2022 年 11 月）

20221128 房地产股权融资优化调整，多箭齐发支持房地产市场平稳健康发展——关于证监会“第三支箭”政策的点评

20221126 多城加推“两集中”供地批次，促进土地市场健康有序运行——百城土地成交月度跟踪报告（2022 年 10 月）

1、需求侧：政策春风提振信心，居民中长贷虽弱于往年同期但边际改善信号明显

- 1) 2022 年 11 月，居民部门新增存款 22,500 亿元，同比增加 15,192 亿元，环比增加 27,603 亿元。
- 2) 2022 年 11 月，新增信贷 12,100 亿元，同比减少 600 亿元（-4.7%），环比增加 5,948 亿元（+96.7%）。
- 3) 2022 年 11 月，居民短贷新增 525 亿元，同比少增 992 亿元（-65.4%），环比增加 1037 亿元；居民中长贷新增 2,103 亿元，同比少增 3,718 亿元（-63.9%），环比增加 1,771 亿元；2022 年 1-11 月累计新增居民中长贷 2.56 万亿元，同比增速为-55.2%，新增居民中长贷占新增人民币贷款比重约 12.9%（2021 年全年水平为 30.5%）。
- 4) 12 月 8 日，证监会副主席李超在首届长三角 REITs 论坛暨中国 REITs 论坛上提出“研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域”。
- 5) 11 月 28 日，证监会决定在房地产企业股权融资方面调整优化 5 项措施。此次政策本质上为“第三支箭”，即支持房企股权融资，通过进一步放宽融资通道，为房企购买存量项目、偿还债务、项目交付等方面有力补充资金。
- 6) 11 月 23 日，央行及银保监会官方发布“金融十六条”。
- 7) 11 月 21 日，证监会主席易会满发表主题演讲时提到，当前要密切关注房地产行业面临的困难挑战，支持实施改善优质房企资产负债表计划，继续支持房企合理债券融资需求，支持涉房企业开展并购重组及配套融资，支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资。
- 8) 11 月 8 日，在央行的支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。
- 9) 10 月 18 日，中共二十大报告中，在“增进民生福祉，提高人民生活品质”的大框架下阐述了房地产发展方向，具体提出：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
- 10) 9 月 30 日，财政部、税务总局公告，明确支持居民换购住房有关个人所得税政策。
- 11) 9 月 29 日，央行、银保监会通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策。
- 12) 9 月 23 日，银保监会相关负责人表示，在防范化解金融风险方面，当前房地产金融化泡沫化势头已得到实质性扭转。近期，银保监会积极推动支持“保交楼、稳民生”，国开行已向沈阳市支付“保交楼”首笔专项借款。
- 13) 9 月 15 日国有大行不同程度下调定期存款利率，本次下调是自 2015 年 10 月 24 日以来首次，意义重大，利于积极引导社会资金流向投资、消费领域，促进经济发展。
- 14) 8 月 24 日，国务院常务会议提出“允许地方一城一策灵活运用信贷等政策，合理支持刚性和改善型住房需求”，进一步降低购房者还款压力。
- 15) 7 月 28 日，中共中央政治局召开会议，首提“保交楼”，将“压实地方政府责任、保交楼、稳民生”重要性拉到国家政治高度，对稳定市场信心，

稳定预期提供有利政策保证。

- 16) 7月7日,住建部、国家发改委发布《关于印发“十四五”全国城市基础设施建设规划的通知》,对“十四五”期间统筹推进城市基础建设作出全面系统安排。
- 17) 6月7日,国务院发布《关于“十四五”新型城镇化实施方案的批复》,提出加快构建新发展格局,以推动城镇化高质量发展为主题,以转变城市发展方式为主线,以体制机制改革创新为根本动力,以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的,统筹发展和安全,深入推进以人为核心的新型城镇化战略。
- 18) 5月25日,国务院办公厅发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》,其中包括保障性租赁住房和老旧小区改造。
- 19) 5月15日,人民银行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》,主要包括下调首套按揭下限,省级自主确定加点下限。
- 20) 4月29日,中共中央政治局召开会议,分析研究当前经济形势和经济工作,习近平总书记主持会议。会议提出,要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,支持各地从当地实际出发完善房地产政策,支持刚性和改善性住房需求,优化商品房预售资金监管,促进房地产市场平稳健康发展。后续随着疫情好转,各地“因城施策”完善政策,房地产行业供需恢复可期。
- 21) 4月24日,住建部党组召开理论学习中心组学习(扩大)会议,提出要高度重视房地产领域风险,防范化解城乡建设领域风险,坚决守住不发生系统性风险的底线。
- 22) 4月18日,央行、外汇局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》,提出要求要因城施策实施好差别化住房信贷政策,合理确定辖区内商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求,更好满足购房者合理住房需求,促进当地房地产市场平稳健康发展。
- 23) 3月16日,国务院金融稳定发展委员会召开专题会议。会议表示,对于房地产市场要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案,提出向新发展模式转型的配套措施。同日央行、银保监会、证监会、外汇局、财政部也都分别作出表态,重点围绕着防范化解房地产市场风险,积极推动房地产行业转变发展方式,促进房地产业良性循环和健康发展等方面。

1.1、居民新增存款情况及主要数据图表

1.1.1、居民新增存款情况

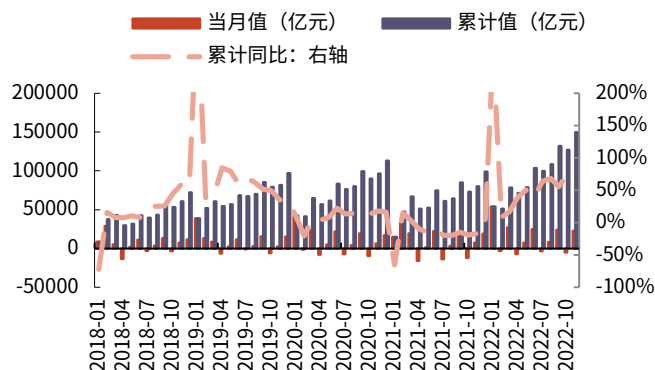
2022年11月,居民部门新增存款22,500亿元,同比增加15,192亿元,环比增加27,603亿元。

2022年1-11月,居民部门累计新增存款14.9万亿元,同比增加69,389亿元(+86.6%)。

1.1.2、主要数据图表

2022年11月,居民部门新增存款22,500亿元,同比增加15,192亿元,环比增加27,603亿元。2022年1-11月,居民部门累计新增存款14.9万亿元,同比增加69,389亿元(+86.6%)。

图 1：居民部门新增人民币存款单月值/累计值



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据统计截至 2022-11；

注：由于 Wind 月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能；部分月份同比变化幅度大，未在图片显示

图 2：居民部门新增人民币存款当月变动/累计变动



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据统计截至 2022-11；

注：由于 Wind 月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

1.2、居民新增贷款情况及主要数据图表

1.2.1、居民新增贷款情况

2022 年 11 月人民币贷款增加 12,100 亿元，同比减少 600 亿元（-4.7%），环比增加 5,948 亿元（+96.7%）。其中企业部门新增 8,837 亿元；居民部门新增 2,627 亿元，同比减少 4,710 亿元（-64.2%），环比增加 2,807 亿元。

2022 年 1-11 月新增人民币贷款 19.9 万亿元，同比增加 5.8%（2021 年全年 +1.6%）。其中企业部门累计新增 15.8 万亿元，同比增加 39.3%（2021 年全年 -1.2%），占比约 79.5%（2021 年全年占比 60.3%）；居民部门累计新增 3.7 万亿元，同比减少 51.6%（2021 年全年 +0.6%），占比 18.4%（2021 年全年占比 39.7%）。

拆分居民部门来看，11 月居民短贷新增 525 亿元，同比少增 992 亿元（-65.4%），环比增加 1,037 亿元；居民中长贷新增 2,103 亿元，同比少增 3,718 亿元（-63.9%），环比增加 1,771 亿元（+533.4%）。

2022 年 1-11 月累计新增居民中长贷 2.56 万亿元，同比增速为 -55.2%，新增居民中长贷占新增人民币贷款比重约 12.9%（2021 年全年水平为 30.5%）。

1.2.2、主要数据图表

2022 年 11 月人民币贷款增加 12,100 亿元，同比减少 600 亿元（-4.7%），环比增加 5,948 亿元（+96.7%）。其中：

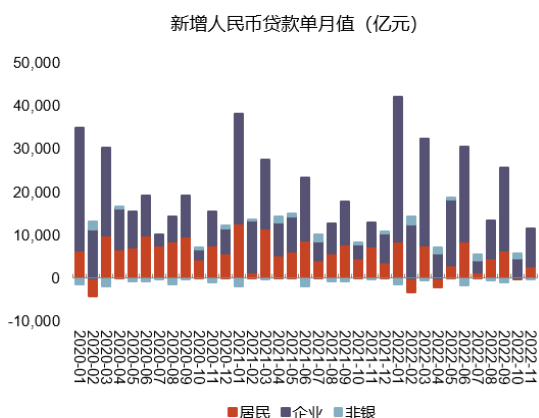
企业部门新增 8,837 亿元；居民部门新增 2,627 亿元，同比减少 4,710 亿元（-64.2%），环比增加 2,807 亿元。

2022 年 1-11 月新增人民币贷款 19.9 万亿元，同比增加 5.8%，其中：

企业部门累计新增 15.8 万亿元，同比增加 39.3%（2021 年全年 -1.2%），占比

约 79.5% (2021 年全年占比 60.3%)；居民部门累计新增 3.7 万亿元，同比减少 51.6% (2021 年全年+0.6%)，占比 18.4% (2021 年全年占比 39.7%)。

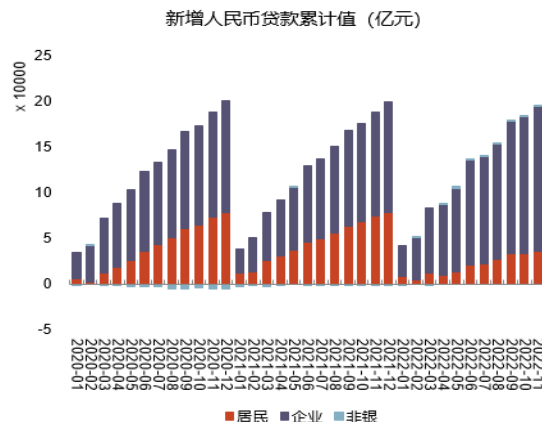
图 3：居民/企业部门新增人民币贷款单月值



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：由于 Wind 月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

图 4：居民/企业部门新增人民币贷款累计值

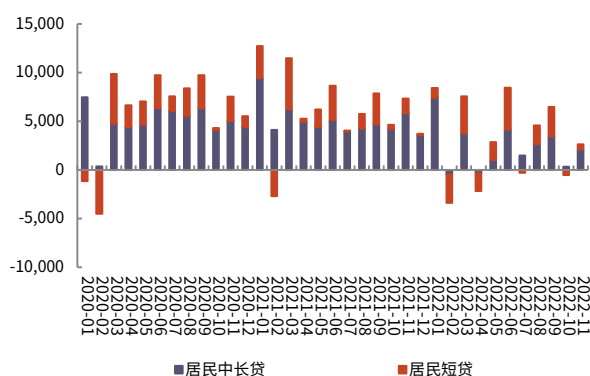


资料来源：Wind，光大证券研究所

注：由于 Wind 月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

具体拆分居民部门信贷数据，11 月居民短贷新增 525 亿元，同比少增 992 亿元 (-65.4%)，环比增加 1,037 亿元；居民中长贷新增 2,103 亿元，同比少增 3,718 亿元 (-63.9%)，环比增加 1,771 亿元。

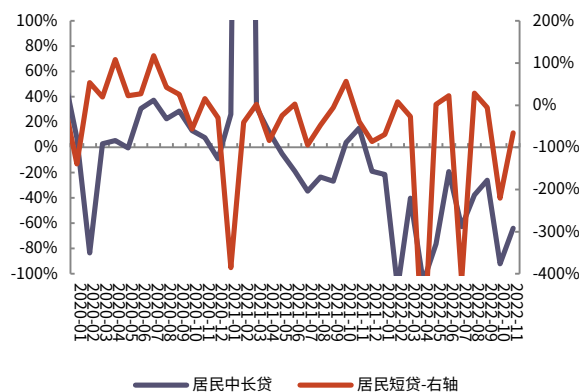
图 5：居民部门新增短贷/中长贷当月值 (亿元)



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：由于 Wind 月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

图 6：居民部门新增短贷/中长贷当月同比

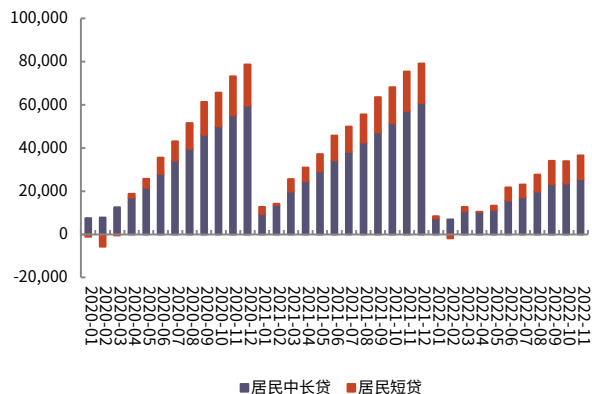


资料来源：Wind，光大证券研究所。部分月份同比变化幅度大，未在图片显示

注：由于 Wind 月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

2022 年 1-11 月累计新增居民中长贷 2.56 万亿元，同比增速为 -55.2%，新增居民中长贷占新增人民币贷款比重约 12.9% (2021 年全年水平为 30.5%)。

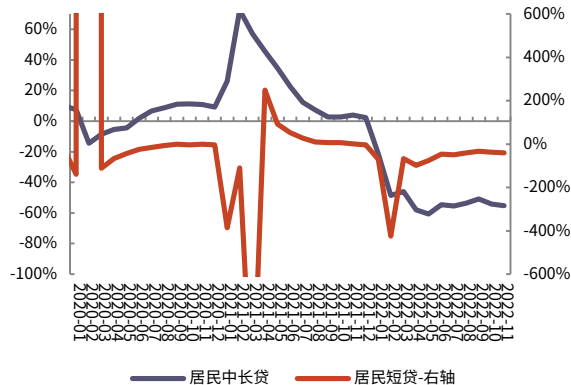
图 7：居民部门新增短贷/中长贷累计值（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：由于 Wind 月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

图 8：居民部门新增短贷/中长贷累计同比

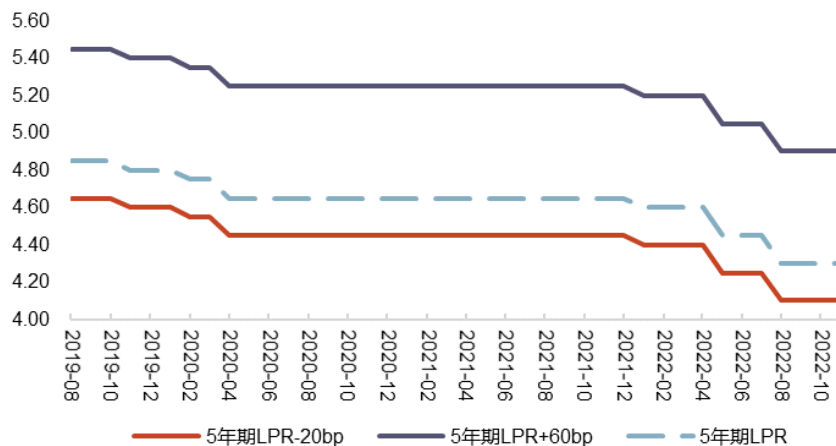


资料来源：Wind，光大证券研究所。部分月份同比变化幅度大，未在图片显示

注：由于 Wind 月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

截至 2022 年 11 月 21 日，5 年期 LPR 报价为 4.3%，全国首套房按揭利率下限 5 年期 LPR-20bp 即 4.10%，全国二套房按揭利率下限为 5 年期 LPR+60bp 即 4.90%。

图 9：贷款市场报价利率(LPR):5 年 (%)

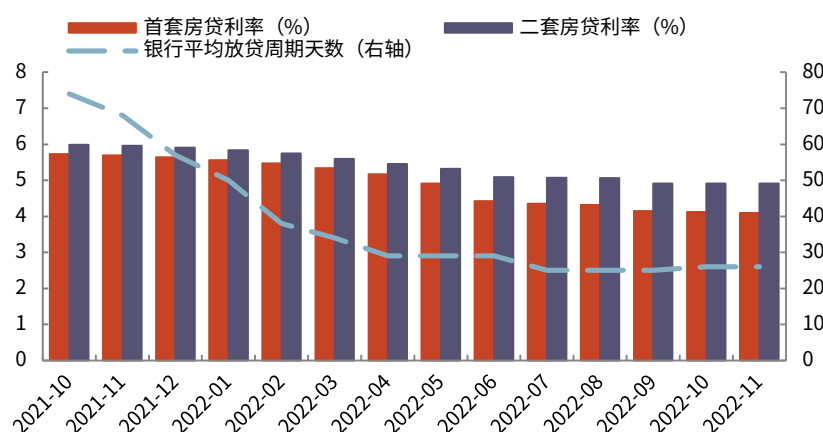


资料来源：Wind，光大证券研究所。数据统计截至 2022-11。

根据贝壳研究院统计数据显示，2022 年 11 月贝壳研究院监测的 103 个重点城市主流首套房贷利率为 4.09%，二套利率为 4.91%；首套利率环比下行 3BP，二套利率环比持平。

11 月 103 城主流银行平均放款周期 26 天，整体放款速度较快，与上月基本持平。其中一线城市平均放款周期为 32 天，二线城市平均放款周期均为 24 天，三线城市平均放款时间为 27 天。

图 10：103 个重点城市主流首套房贷利率及平均放款周期天数



资料来源：贝壳研究院，光大证券研究所。数据统计截至 2022-11。

2、供给侧：“第二支箭”增信债权工具有效落地，控制行业出清主体范围

➢ 2022 年 11 月房企境内外单月合计发债 366 亿元，较 10 月回落，环比-14.1%（10 月-29.4%），同比-24.9%（10 月+48.2%），单月净融资-469 亿元（10 月-519 亿元）。其中 11 月境内发债规模降幅扩大，单月发行 291 亿元（10 月 398 亿元），环比下降 26.9%（10 月为-13.8%），同比下降 32.1%（10 月+113.0%），单月净融资-101 亿元；11 月境外发债规模提升，单月发行 76 亿元，环比增加 164.2%，同比提升 27.3%（10 月-71.7%），单月净融资额约-369 亿元（10 月为-395 亿元）。

➢ 2022 年 11 月房地产集合信托成立金额约 65 亿元，同比下降 53.7%，占单月集合信托成立规模的比重为 5.5%（10 月+5.4%），较 10 月稍有回升。

➢ 境内债券方面，11 月发行类型以公司债、中期票据及 ABS 新增发行为主；发行主体仍以国央企为主。虽然房地产销售市场活跃度较低，但是随着中央及地方相关支持政策的出台，市场信心逐渐恢复，行业整体债务风险有所缓解，国企逆势上行，民营房企融资环境也得到一定程度改善，传递破冰信号。在央行支持下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，11 月 29 日龙湖集团公开发行 20 亿元 3 年期中期票据（利率创中债增担保民营房企债券利率的新低），标志着供给端支持政策框架下增信债权工具的有效落地，随后 12 月美的置业及金辉集团陆续在完成中票注册后运用“第二支箭”发债融资。当前各部门出台相

关政策引导金融机构支持房地产业合理融资需求，校正过度避险行为，推动个人住房贷款利率下行，更好满足刚性和改善性住房需求。预期在疫情影响逐渐淡化下，商品房市场将更好满足合理购房需求，市场主体信心将迎来进一步修复，后续供给侧地产债发行规模将会逐渐回暖。

➢ 海外债方面，11月房企海外债到期偿债金额为444亿元，房企境外债务压力仍较大，境外单月净融资为-369亿元。

➢ 从Markit iBoxx债券指数来看，中资美元地产债指数在3月中旬迎来一波反弹，在4-10月呈现震荡下行态势后于11月迎来回升。按2022年1月1日定基100.00指数计算，12月12日投资级指数为80.46，高收益债指数为60.73。

2.1、房企融资情况及主要数据图表

2.1.1、房企融资情况

整体来看，2022年11月单月房企发债约366亿元，较10月回落，环比下降14.1%，同比下降24.9%；11月单月房企净融资-469亿元，对比10月为-519亿元。

其中11月房企境内债单月发债291亿元，环比下降26.9%（10月为-13.8%），单月境内债净融资额为-101亿元（10月为-123亿元）。从结构来看，11月房企发债融资以一般公司债和一般中期票据为主，分别发行85.6亿元、112.9亿元，占当月境内债发行比重分别达29.4%、38.8%；私募债、一般短期融、中期票据、证监会ABS发行有所增加；超短融、定向工具、一般公司债发行量下降；一般企业债、可转债等均无发行。

11月海外债一级市场发行量较10月增加，房企海外债单月发行76亿元，环比增加164.2%，同比提升27.3%。房企在11月偿债压力仍较大（境外债11月到期金额为444亿元），房企单月净融资额为-369亿元（10月为-395亿元）。

2022年1-11月房企境内外合计发债6,123亿元，同比下降-27.6%，累计净融资约-2850亿元。

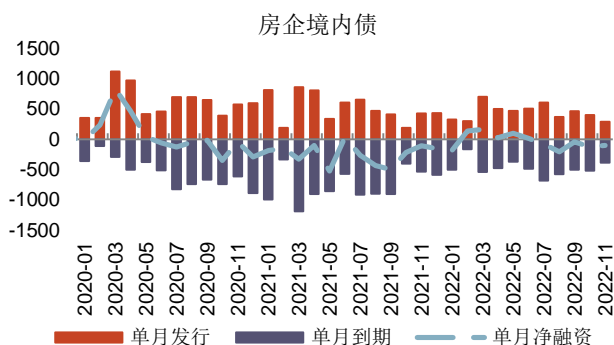
2022年11月房地产集合信托成立金额约65亿元，同比下降53.7%，占单月集合信托成立规模的比重为5.5%，较10月略有上升。2022年1-11月房地产集合信托募集资金906亿元，同比下降80.6%，占整体集合信托募集资金比重约7.5%（2021年为28.3%）。

2.1.2、主要数据图表

2022年11月，房企境内发债金额291亿元，同比下降32.1%，环比下降26.9%；计入到期金额后，11月房企境内单月债券净融资-101亿元，对比10月净融资-123亿元。

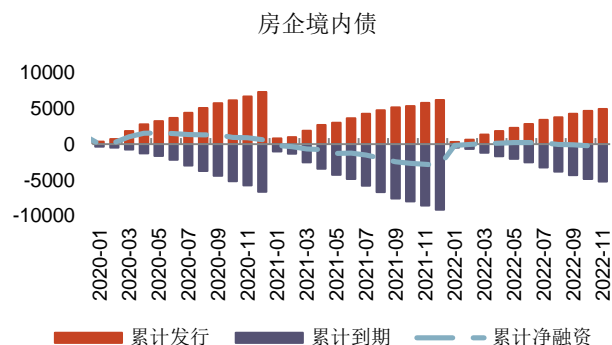
2022年1-11月，房企境内累计发债金额4,921亿元，同比下降14.5%；计入到期金额后，1-11月房企境内债券累计净融资-311亿元，对比上年同期累计净融资-2479亿元。

图 11：房企境内债券单月发行/到期/净融资（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元；数据统计截至 2022-11
注：由于 Wind 月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

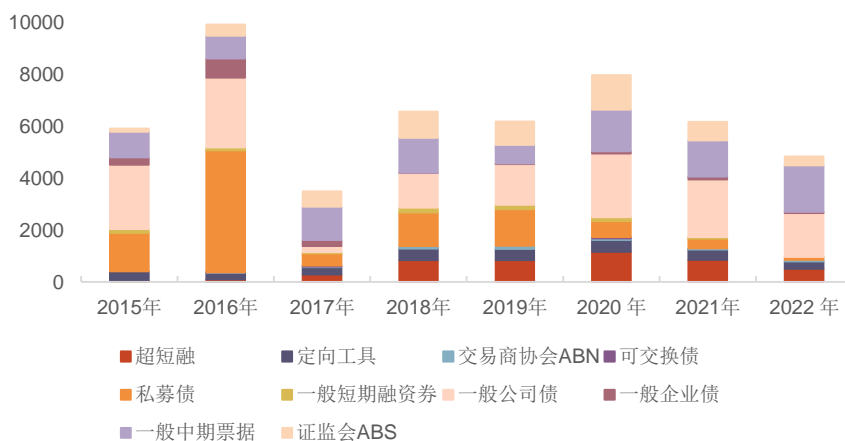
图 12：房企境内债券累计发行/到期/净融资（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元；数据统计截至 2022-11
注：由于 Wind 月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

2022 年 1-11 月，从房企境内发债类型来看，中期票据、公司债、超短融、证监会 ABS 规模居前，金额分别为 1,797 亿元、1,692 亿元、513 亿元、349 亿元；占比分别为 36.5%、34.4%、10.4%、7.1%。

图 13：房企境内债按类型拆分（2015-2022）

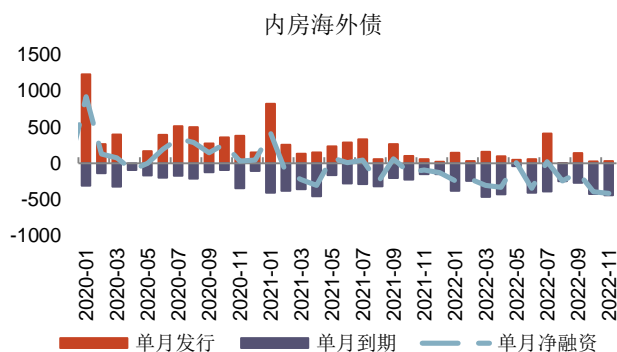


资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元
注：数据统计截至 2022-11；由于 Wind 月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

2022 年 11 月海外债一级市场发行量较 10 月有所增加，房企海外债单月发行 76 亿元，环比增加 164.2%，同比提升 27.3%；计入到期金额后，11 月内房海外债券净融资-369 亿元，对比 10 月净融资约-395 亿元。

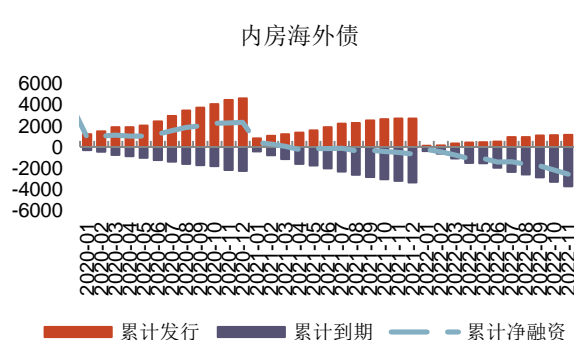
2022 年 1-11 月，内房海外债累计发行 1202 亿元，同比下降-55.6%；计入到期金额后，1-11 月内房海外债累计净融资-2539 亿元，对比上年同期累计净融资-521 亿元。

图 14：内房海外债券单月发行/到期/净融资



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元；数据统计截至 2022-11
注：由于 Wind 月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

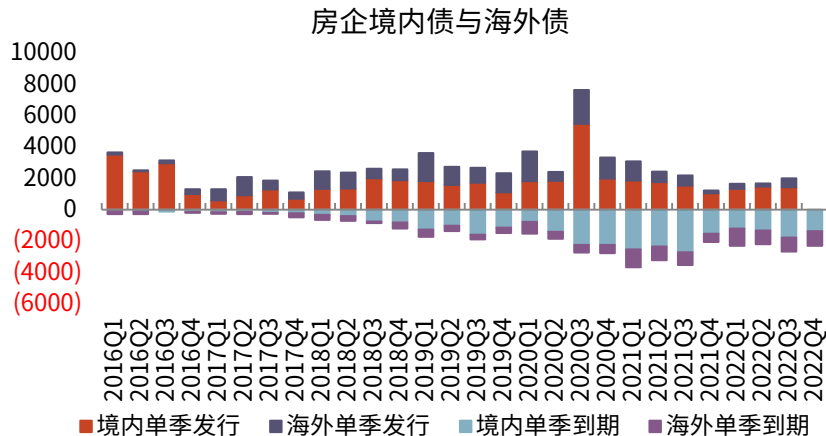
图 15：内房海外债券累计发行/到期/净融资



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元；数据统计截至 2022-11
注：由于 Wind 月度更新延迟因素，后续数据或存在变化的可能

截至 2022 年 11 月，不计入回售影响，2022 年房企债券合计到期规模约 9,514 亿元（2021 年为 12,509 亿元），其中 Q1、Q2、Q3、Q4 分别到期 2,305 亿元、2,210 亿元、2,677 亿元、2,322 亿元。

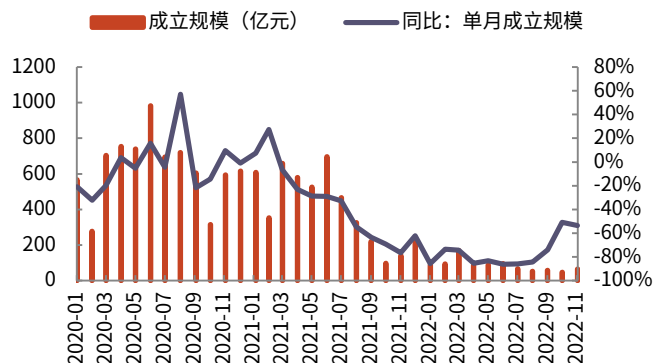
图 16：房企单季境内发债、海外发债、境内到期、海外到期金额



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元；数据统计截至 2022-11

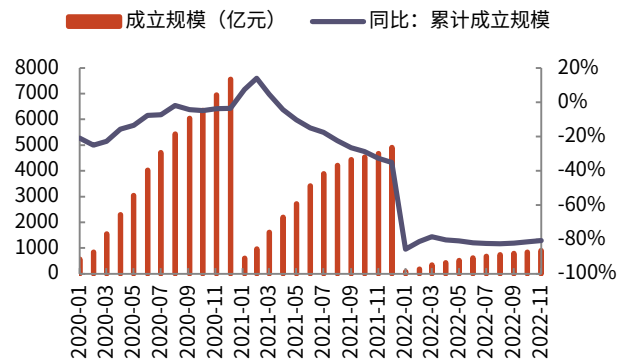
用益信托网数据显示，2022 年 11 月房地产集合信托单月募集 65 亿元，同比下降 53.7%，环比提升 36.5%，占当月集合信托发行规模比重 5.5%（10 月占比 5.4%）。2022 年 1-11 月，房地产集合信托累计成立 906 亿元，同比下降 80.6%，占全年集合信托整体成立规模的比重 7.5%。

图 17：房地产集合信托单月成立规模及同比增速



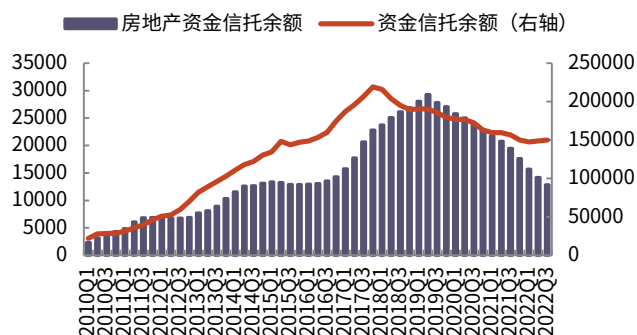
资料来源：用益信托网，光大证券研究所；单位：亿元；数据统计截至 2022-11
注：由于用益信托月度更新调整，前期数据或存在变化的可能

图 18：房地产集合信托累计成立规模及同比增速



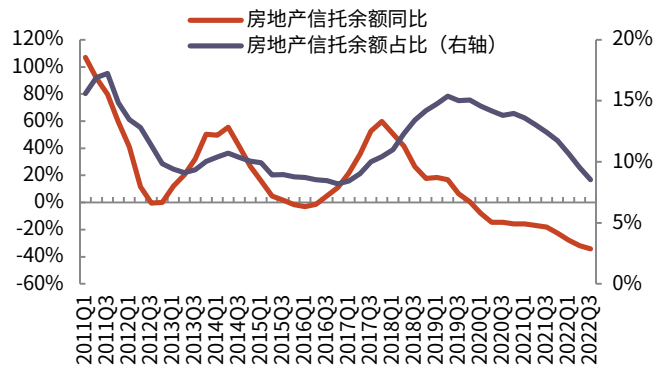
资料来源：用益信托网，光大证券研究所；单位：亿元；数据统计截至 2022-11
注：由于用益信托月度更新调整，前期数据或存在变化的可能

图 19：资金信托余额及房地产信托余额（截至 2022Q3）



资料来源：信托业协会，光大证券研究所；单位：亿元

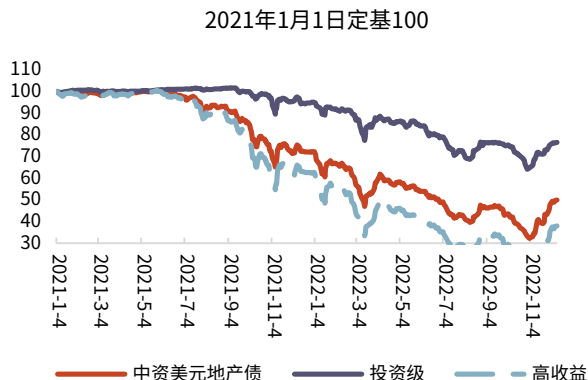
图 20：房地产信托余额同比及占比（截至 2022Q3）



资料来源：信托业协会，光大证券研究所

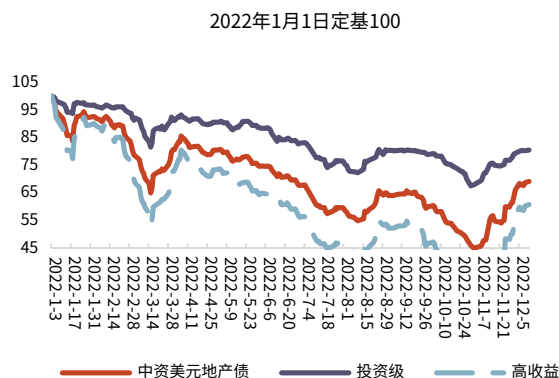
从 Markit iBoxx 债券指数来看，中资美元地产债指数在 3 月中旬迎来一波反弹，在 4-10 月呈现震荡下行态势后于 11 月迎来回升。按 2022 年 1 月 1 日定基 100.00 指数计算，12 月 12 日投资级指数为 80.46，高收益债指数为 60.73。

图 21: Markit iBoxx 债券指数 (2021 年 1 月 1 日定基 100)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2022/12/12
注: 部分月份变化幅度较大, 未在图片显示

图 22: Markit iBoxx 债券指数 (2022 年 1 月 1 日定基 100)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2022/12/12
注: 部分月份变化幅度较大, 未在图片显示

2.2、主流房企融资情况和存量债券跟踪

2.2.1、境内债发行情况

从一级市场来看, 境内债券方面, 11 月发债主体仍以国央企为主。

其中, 华润置地发债规模最高, 发行金额达 114.0 亿元:

11 月 09 日, 华润置地发行 5 支 6 年期证监会主管 ABS, 发行面额共计 34.0 亿元, 利率为 3.28%-3.58%。

11 月 14 日, 华润置地发行 5 年期 30 亿一般公司债, 利率为 2.84%;

11 月 23 日, 华润置地发行 5 年期 30 亿一般公司债和 3 年期 20 亿一般公司债, 利率分别为 2.90%和 2.40%。

首创集团发债期限最长, 达 11.2 年:

11 月 15 日, 首创集团发行 11.2 年期 7.5 亿元 ABS, 利率 4.1%。

其他主流国央企亦保持相对畅通融资渠道:

11 月 14 日, 招商蛇口发行 3 年期 13.6 亿元一般公司债, 利率为 2.75%。

11 月 29 日, 保利发展发行 5 年期 5 亿元一般中期票据及 3 年期 20 亿元一般中期票据, 利率分别为 2.80%及 2.30%。

此外, 11 月 8 日在央行支持下, 交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具 (第二支箭), 控制行业出清主体范围。截至 12 月 7 日, 已有龙湖集团、美的置业、新城控股等多家房企申请储架式注册发行 (额度可结合具体融资需求在有效期内分次发行)。11 月 29 日, 龙湖集团公开发行 20 亿元 3 年期中期票据, 标志着供给端支持政策框架下增信债权工具的有效落地, 随后美的置业及金辉集团陆续在 12 月完成中票注册后运用 “第二支箭” 发债融资:

11月29日，龙湖集团发行3年期20亿元中期票据，利率为3.0%，创中债增担保民营房企债券利率的新低。

表 1：主流房企境内债发行情况

发行人	发行日期	债券类型	发行规模	期限	利率	上年同期发行利率	近期同期发行利率
			亿元人民币	年			
华润置地	11月09日	证监会主管 ABS	34.0	6	3.28-3.58%	-	-
招商蛇口	11月14日	公司债	13.6	3	2.75%	3.23%	2.75%
华润置地	11月14日	中期票据	30	5	2.84%	-	3.20%
首创集团	11月15日	证监会主管 ABS	7.5	11.2	4.10%	-	-
华润置地	11月23日	公司债	30	5	2.90%	-	3.20%
华润置地	11月23日	公司债	20	3	2.40%	3.05%	2.80%
保利发展	11月29日	中期票据	5	5	2.80%	3.55%	2.80%
保利发展	11月29日	中期票据	20	3	2.30%	3.25%	2.75%
龙湖集团	11月29日	中期票据	20	3	3.00%	-	3.30%

资料来源：Wind，光大证券研究所；统计时间截至 2022-11

注：上年同期发行利率为发行人去年同月（或上下 3 个月内）同期限债券发行利率；近期同期发行利率为发行人上月同期（或上下 3 个月内）限债券发行利率，仅供参考。

2.2.2、境外债发行情况

海外债市场方面，11月海外债一级市场发行量较10月有所增加，共有三家房企共融资76亿元。其中，

11月07日，海伦堡中国发行3.15亿美元2年期境外债，利率为8%(起息日为2022年11月07日)。

11月10日，海伦堡中国发行2.85亿美元0.9年期境外债，利率为10.33%(起息日为2022年11月11日)。

表 2：主流房企境外债发行情况

发行人	发行日期	债券类型	发行规模	期限	利率	上年同期发行利率	上月同期发行利率
				年			
海伦堡中国	11月07日	优先票据	3.15 亿美元	2	8%	-	-
海伦堡中国	11月10日	优先票据	2.85 亿美元	0.9	10.33%	-	-

资料来源：Wind，光大证券研究所；统计时间截至 2022-11

2.2.3、优质民企存量债务情况跟踪

11月9日，龙湖集团发布公告称公司选择提前赎回于2023年到期的3.90%优先票据；12月9日，龙湖集团发布公告称完成赎回于2023年到期的3.90%优先票据，至此，2023年内龙湖已无到期美金债。

表 3：优质民企存量债务情况跟踪

日期	公司	公告摘要
2022年12月09日	龙湖集团	龙湖集团发布公告《完成赎回于二零二三年到期的3.90%优先票据》，公司已经全部赎回于2023年到期的3亿美元优先票据，票面利率为3.9%，赎回价为票据本金100%另加截至（但不包括）赎回日期的累计及未支付的利息。

资料来源：Wind，光大证券研究所；统计时间截至 2022-12-12

2.2.4、部分民企的存量债务展期及重组情况跟踪

12月09日，融创中国发布有关债务重组及业务发展的更新资料公告，确定初步重组计划。

12月10日，华夏幸福发布关于债务逾期、债务重组进展等事项的公告，推进境外美元债重组。

表 4：部分民企的存量债务展期及重组情况跟踪

日期	公司	公告摘要
2022 年 12 月 09 日	融创中国	截至 2022 年 12 月 09 日，融创中国已向债权人小组提交初步重组框架，内容包括：降杠杆计划，拟将现有债务中的 30 亿美元至 40 亿美元及若干股东借款转换为普通股及股权挂钩工具；将剩余现有债务兑换为新的以美元计价公开票据（“新票据”），期限为自重组生效之日起的 2-8 年。为了集团提供适当的时间以恢复运营及流动性，预计新票据在重组后前两年的部分利息可以只计提不支付，之后相关利息再以现金支付；若干资产的处置所得款项净额将作为偿还新票据的额外资金来源；向支持重组方案的债权人提供同意费。
2022 年 12 月 10 日	华夏幸福	截至 2022 年 11 月 30 日，《债务重组计划》中 2,192 亿元金融债务已签约实现债务重组的金额累计为 1,265.57 亿元，相应减免债务利息、豁免罚息金额共计 114.19 亿元。另外，公司根据债务重组相关工作的推进情况，对已签署《债务重组协议》中适用“兑、抵、接”清偿方式的相关债权人已启动两批现金兑付安排，合计将兑付金额为 19.16 亿元。公司下属公司发行的境外美元债券方面，截至目前，持有境外美元债券本金总额 84.14% 的持有人（存续总额为 49.6 亿美元）已签署境外《重组支持协议》，其中持有原始债券本金 13.15 亿美元持有人选择将其债权中的部分份额通过以股抵债受偿。

资料来源：Wind，光大证券研究所；统计时间截至 2022-12-12

3、房地产行业公募 REITs 情况跟踪

我国公募 REITs 市场建设力度加大，年初以来相关支持政策相继推出，REITs 市场利好不断。

值得注意的是，2022 年 5 月 25 日，国办发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，为国家层面首次以书面方式对 REITs 的重要性进行确认。3 月 18 日，证监会发文提出正在研究制定基础设施 REITs 扩募规则；5 月 31 日，在证监会指导下，沪深两市证券交易所制定发布《新购入基础设施项目（试行）》，支持上市 REITs 通过扩募等方式收购资产；9 月末公募 REITs 首批扩募申请正式启动；12 月初，首批申请扩募的 5 单 REITs 同步收到交易所第一轮反馈意见。

12 月 8 日，证监会副主席李超在首届长三角 REITs 论坛暨中国 REITs 论坛上提出“研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域”。截至 12 月 12 日，我国上市公募 REITs 产品已增至 23 只，募集资金约 770 亿元，总市值超 850 亿元。其中，11 月 1 日华润有巢 REIT 正式获批，华润置地成为首家涉水租赁住房 REITs 市场的房企。随着我国房地产市场发展进入新阶段，构建“存量资产和新增投资的良性循环”成为大势所趋，多渠道盘活存量资产对合理扩大有效投资以及降低行业债务风险等具有重要意义；我们认为华润有巢 REIT 底层项目具备市场化活力及政府信用背书双重优势，已为后续公募 REITs 在房地产企业存量商业资产上撬动投资价值做出示范作用。

对商业地产：预计我国购物中心在填补县域商业空白及城镇存量改造上仍有较大增量空间，商业地产公募 REITs 的推出有利于不动产存量运营升维。商业资产估值与运营效率直接挂钩，而 REITs 将进一步提升市场对商业资产优质性的检验，从而推进我国不动产存量市场的健康发展。同时，REITs 经营数据的定期披露制度将有效增强我国实体零售市场透明度，进一步提升购物中心经营管理机制。

对租赁市场：目前我国住房市场主要以“二元化”的供应结构为主，而保障房以国企或具有政府职能的平台公司供应为主，考虑到当前市场需求及消费升级倾向，我们认为房企参与未来租赁住房市场的占比将大大提升。长租公寓当前处于政策红利时期，租赁市场监管力度加强及降税导向为房企系长租公寓带来新发展空间，公募 REITs 的放开势必利于企业缓解融资难点、进一步提升租赁物业供给量。

对房地产企业：REIT 发行丰富公司以股权为基础的融资方式，使公司融资方式及平台多元化，并减少对传统债务融资方式的依赖。如该渠道使用持续提升，将有效助力公司盘活基础设施资产，提高资产周转率，进一步增强公司的滚动投资能力，提升长期经营表现。

表 5：近期公募 REITs 重要政策

时间	部门	政策/事件/会议名称	主要内容
2022-10-27	重庆市发改委	《关于重庆市推进基础设施不动产投资信托基金（REITs）产业发展的若干措施（征求意见稿）》	支持市属国有企业通过引进优质运营团队、与优质基础设施运营机构合作设立专业运营公司等方式提高运营能力。鼓励市属国有企业与央企、民企深化合作，推动国有企业转型，提升资产质量和经营水平，加快培育一批基础设施 REITs 专业运营管理龙头企业。
2022-11-14	国家发改委等五部门	《关于加强县级地区生活垃圾焚烧处理设施建设的指导意见（发改环资〔2022〕1746 号）》	明确提出支持符合条件的生活垃圾焚烧处理项目发行基础设施 REITs。
2022-11-23	央行、银保监会	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的通知》	优化住房租赁信贷服务；拓宽住房租赁市场多元化融资渠道，稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。
2022-11-28	证监会	“第三支箭”	进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用。会同有关方面加大工作力度，推动保障性租赁住房 REITs 常态化发行，努力打造 REITs 市场的“保租房板块”。鼓励优质房地产企业依托符合条件的仓储物流、产业园区等资产发行基础设施 REITs，或作为已上市基础设施 REITs 的扩募资产。
2022-12-05	广东省发改委	《广东省关于加快开展基础设施领域 REITs 试点工作实施意见的通知》	加快开展基础设施 REITs 试点，加快构建广东省基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）持续发展工作机制。支持地方国有企业、其他类型所有制企业开展基础设施资产常态化梳理盘点，推动符合条件的资产采用 REITs、PPP 和其它方式进行盘活。积极培育 REITs 专业人才，支持省内高等院校开展 REITs 学科教育，大力培育 REITs 专业后备人才。
2022-12-08	证监会副主席李超	首届长三角 REITs 论坛暨中国 REITs 论坛	证监会将就 REITs 市场重点做好几项工作，包括保持常态化发行，充分发挥规模效应、示范效应（其中首次提出“研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域”）；完善市场体系，推进多层次市场体系建设；强化事中事后监管，促进市场平稳运行；完善法规制度，夯实市场长远发展基础及发挥各方合力，推动市场持续健康发展。

资料来源：各政府部门及会议相关文件，光大证券研究所整理
注：统计时间截至 2022-12-12

截至 2022 年 12 月 12 日，我国上市公募 REITs 产品已增至 23 只。从 11 月数据来看，产权类 REITs（保障房、产业园、仓储物流表现突出）整体收益表现仍优于特许经营权类 REITs（环保类韧性较大，高速公路类受疫情影响最重）。从上市日到至今的二级市场收益情况来看，受相关产品稀缺性、扩募启动利好、投资风险偏好下行等因素影响，除平安广州广河 REIT、中金安徽交控 REIT 及华夏中国交建高速 REIT 外，其他产品全部实现正收益，其中 14 只股价（截至 2022-12-12）较上市首日涨幅超 20%，平均录得涨幅 20.4%，二级市场价格虽有所回调，但较发行价涨幅依旧可观。

表 6：基础设施公募 REITs 二级市场表现

代码	名称	底层资产	类型	发行份额	流通份额	发行价	收盘价	涨跌幅	日均交易量	日均换手率	日均涨跌幅	日均振幅
				万份	万份	元	元	%	万份	%	%	%
508006.SH	富国首创水务 REIT	污水处理	特许经营权类	50000	48349	3.70	4.72	27.49	373.6	2.58	0.09	0.09
180801.SZ	中航首钢绿能 REIT	垃圾处理	特许经营权类	10000	9985	13.38	15.87	18.59	59.1	1.41	0.05	0.05

180301.SZ	红土盐田港 REIT	仓储物流	产权类	80000	79925	2.30	3.24	40.96	410.4	1.15	0.10	0.10
508056.SH	中金普洛斯 REIT	仓储物流	产权类	150000	149290	3.89	5.16	32.52	618.2	1.25	0.09	0.09
508099.SH	建信中关村 REIT	产业园区	产权类	90000	87727	3.20	4.33	35.34	530.4	1.98	0.03	0.03
508000.SH	华安张江光大 REIT	产业园区	产权类	50000	44300	2.99	4.17	39.30	348.9	1.39	0.09	0.09
508027.SH	东吴苏园产业 REIT	产业园区	产权类	90000	89570	3.88	4.81	23.94	373.0	0.96	0.07	0.07
180101.SZ	博时蛇口产业园 REIT	产业园区	产权类	90000	86575	2.31	3.05	32.12	580.0	1.74	0.05	0.05
508001.SH	浙商沪杭甬 REIT	高速公路	特许经营权类	50000	49855	8.72	9.03	3.60	113.8	0.81	0.03	0.03
180201.SZ	平安广州广河 REIT	高速公路	特许经营权类	70000	69831	13.02	11.85	-8.99	190.4	1.10	0.00	0.00
180202.SZ	华夏越秀高速 REIT	高速公路	特许经营权类	30000	19814	7.10	8.34	17.46	184.4	2.11	0.00	0.00
508018.SH	华夏中国交建 REIT	高速公路	特许经营权类	100000	92322	9.40	8.72	-7.23	478.1	1.93	-0.05	-0.05
508008.SH	国金中国铁建 REIT	高速公路	特许经营权类	50000	14435	9.59	9.78	2.03	249.8	2.02	0.02	0.02
180401.SZ	鹏华深圳能源 REIT	能源基础设施	特许经营权类	60000	59650	5.90	8.25	39.93	353.6	1.98	0.16	0.16
180501.SZ	红土深圳安居 REIT	保障房	产权类	50000	41350	2.48	3.07	23.71	295.8	1.49	-0.07	-0.07
508058.SH	中金厦门安居 REIT	保障房	产权类	50000	49736	2.60	3.16	21.42	347.4	1.90	-0.10	-0.10
508068.SH	华夏北京保障房 REIT	保障房	产权类	50000	49188	2.51	3.14	24.98	301.7	1.51	-0.05	-0.05
180102.SZ	华夏合肥高新 REIT	产业园区	产权类	70000	69901	2.19	2.64	20.59	827.0	3.40	-0.16	-0.16
508021.SH	国泰君安临港创新产业园 REIT	产业园区	产权类	20000	19415	4.12	5.52	34.08	431.9	4.85	0.08	0.08
508088.SH	国泰君安东久新经济 REIT	产业园区	产权类	50000	48796	3.04	4.03	32.75	657.6	3.79	0.11	0.11
508066.SH	华泰江苏交控 REIT	高速公路	特许经营权类	40000	39713	7.64	7.68	0.58	392.9	3.95	0.03	0.03
508009.SH	中金安徽交控 REIT	高速公路	特许经营权类	100000	99938	10.88	10.60	-2.56	304.0	1.53	0.15	0.15
508077.SH	华夏基金华润有巢 REIT	保障房	产权类	50000	49847	2.42	2.82	16.84	6,589.9	31.51	0.00	0.00
均值				63043	59544	5.53	6.26	20.41	652.69	3.32	0.03	0.03
合计				1450000	1369512							

资料来源：Wind、各 REITs 基金公告，光大证券研究所

注：统计时间截至 2022-12-12。涨跌幅数据为较上市首日的涨跌幅表现。

截至 2022 年 12 月 12 日，根据上交所及深交所项目动态披露，仍有 2 只公募 REITs 项目处于申报审批过程中，其中嘉实京东仓储物流封闭式基础设施证券投资基金于 12 月 07 日受理；中金山高集团高速公路封闭式基础设施证券投资基金于 11 月 14 日受理。此外，华夏和达高科产业园封闭式基础设施证券投资基金于 11 月 25 日状态更新为“已通过”，即将正式上市发行。

表 7：申报审批中公募 REITs 项目

基金管理人	基金名称	底层资产类别	类型	预期募集规模 (亿元)	受理决定日	状态更新日期	说明
华夏基金管理有限公司	华夏和达高科产业园封闭式基础设施证券投资基金	产业园区	产权类	12.76	2022-09-14	2022-11-25	已通过
中金基金管理有限公司	中金山高集团高速公路封闭式基础设施证券投资基金	高速公路	特许经营权类	31.36	2022-11-14	2022-11-14	已受理
嘉实基金管理有限公司	嘉实京东仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	仓储物流	产权类	16.38	2022-12-07	2022-12-07	已受理

资料来源：Wind、各 REITs 基金公告，光大证券研究所；注：统计时间截至 2022-12-12

4、投资建议

2022 年，地产行业政策面友好，多方释放积极信号，明确提出房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转，房地产平稳健康发展事关金融市场稳定和宏观经济发展全局。供给侧来看，多部委相继表态，通过信贷、债券、股权多种方式综合协同，“三箭连珠”，执行层面的可操作性大幅提升，有力提振了房地产行业信心；需求侧来看，5 年期 LPR 连续下调，地方政府“因城施策”引导合理住房需求，包括优化“认房认贷”标准，下调首付比例及按揭利率等。政策利好频发，供给侧信用风险出清，促需求实质性升温。疫情管控优化，房地产供需回暖可期，资本市场关注度提升明显，投资建议关注三条主线：

- 1) 持续看好核心城市土储充裕、信用优势显著、品牌优秀的龙头房企未来市占率与 ROE 率先提升，推荐保利发展、招商蛇口、中国金茂、中国海外发展等；
- 2) 持续看好先发布局多元赛道、注重运营升维、第二增长曲线经营性现金流稳定增长的房企，推荐万科 A/万科企业、龙湖集团、新城控股等；
- 3) 关注存量资产资源丰富、质地优异、管理高效的房企未来运用 REITs 提高资产回报率，推荐华润置地、上海临港等。

5、风险分析

房地产行业宽松政策推进不及预期风险：后续房地产宽松政策推行速度及落地效果或不及预期，或导致居民及企业信心修复缓慢、房地产销售市场回暖滞缓，进而影响企业销售回款，拉长房地产开发运营周期，加大企业资金压力。

房地产市场需求不及预期风险：一旦就业情况恶化或导致部分居民薪资缩水及家庭可支配收入下降，或影响居民购房需求及居民部门结构性信用扩张以及按揭贷款偿还。

房地产企业项目竣工不及预期风险：当前新冠疫情反复，不排除未来疫情拖缓公司施工进度，从而影响竣工规模并导致企业业绩兑现不及预期的风险。

房地产企业多元化业务经营不佳风险：当前新冠疫情反复，叠加房企多元业态可能受宏观经济环境变化或行业竞争环境恶化等因素影响，出现多元业务经营效果不及预期、投资回报收益率表现不佳等风险。

房地产企业信用风险：近期房企迎来债务到期高峰，叠加“三道红线”降杠杆要求，部分房企信用风险暴露有所抬升，现金流管理能力较弱及负债结构较差的房企债务违约风险增加。

附录：重点上市公司列表

表 8：行业重点上市公司的盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元/港元)	EPS (元)				2021-2024 三年 CAGR	PE				投资评级	
			2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E	本次	变动
000002.SZ	万科 A	19.48	1.94	2.02	2.31	2.69	11.5%	10.0	9.6	8.4	7.2	买入	维持
600048.SH	保利发展	15.96	2.29	2.37	2.49	2.71	5.8%	7.0	6.7	6.4	5.9	买入	维持
600383.SH	金地集团	11.15	2.08	2.20	2.33	2.38	4.6%	5.4	5.1	4.8	4.7	买入	维持
001979.SZ	招商蛇口	14.62	1.16	1.01	1.25	1.29	3.6%	12.6	14.5	11.7	11.3	买入	维持
601155.SH	新城控股	22.18	5.59	4.64	5.46	5.70	0.7%	4.0	4.8	4.1	3.9	买入	维持
600848.SH	上海临港	12.63	0.61	0.65	0.88	1.17	24.2%	20.7	19.4	14.4	10.8	买入	维持
2202.HK	万科企业	16.90	1.94	2.02	2.31	2.69	11.5%	7.8	7.5	6.6	5.6	买入	维持
0688.HK	中国海外发展*	20.75	3.32	3.34	3.40	3.80	4.6%	5.6	5.6	5.5	4.9	买入	维持
1109.HK	华润置地*	34.40	3.73	3.82	4.17	4.84	9.1%	8.3	8.1	7.4	6.4	买入	维持
0960.HK	龙湖集团*	25.70	3.57	4.04	5.01	5.68	16.7%	6.5	5.7	4.6	4.1	买入	维持
0817.HK	中国金茂*	1.89	0.45	0.53	0.57	0.65	13.0%	3.8	3.2	3.0	2.6	买入	维持
0123.HK	越秀地产*	9.52	1.34	1.32	1.41	1.50	3.8%	6.4	6.5	6.1	5.7	买入	维持
0081.HK	中国海外宏洋集团*	3.66	1.42	1.43	1.66	1.98	11.7%	2.3	2.3	2.0	1.7	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-13；汇率按 1HKD=0.8973CNY 换算；

注：A 股地产上市公司的股价和 EPS 均以人民币计价；H 股地产上市公司的股价以港币计价，*为 EPS（核心）并以人民币计价。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE