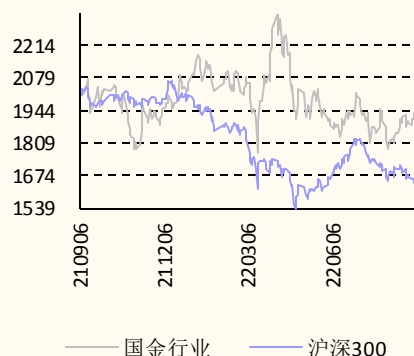


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金房地产指数	1919
沪深 300 指数	4024
上证指数	3186
深证成指	11702
中小板综指	12289



相关报告

- 1.《百强 8 月销售跌幅收窄，郑州保交楼获进展-地产周报》，2022.9.4
- 2.《K 型分化，房企业绩寻求筑底-地产行业 2022 半年报总结》，2022.9.1
- 3.《地产影响显现，物管业绩分化加剧-物业行业 2022 年中报综述》，2022.9.1
- 4.《房企利润普遍承压，上海三批次供地量增加-地产行业周报》，2022.8.28
- 5.《“一城一策”获强调，需求宽松力度或加大-地产行业点评》，2022.8.24

杜昊昊 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨 联系人

行业洗牌、拐点确立，优质房企布局好时机

行业观点

- **优质房企已有企稳复苏趋势，供货充足叠加政策利好，销售拐点基本确立。**2021 年下半年以来，房地产市场快速下行，2022 年 1-7 月全国商品房销售金额同比-28.8%，百强房企全口径销售金额同比-47.6%。而受益于 2H21、1H22 的积极错峰拿地，2H22 有加大推货的能力，改善型房企和稳健的央国企在 8 月单月销售同、环比出现提升，其中建发环比增长 57%，同比增长 71%，领跑行业。同时，未来在“一城一策”的基调下，各地的调控政策将持续宽松，更加利好改善需求的释放，因此我们认为改善型房企和稳健的央国企销售拐点已经确立，当前正是布局的好时机。
- **我们测算未来十年全国商品住宅销售面积中枢在 10 亿方左右。**在市场相对低迷的 2021 年 7 月-2022 年 6 月，全国商品住宅销售面积仍有 13.55 亿方的体量，短期预计 2022 年全年在 13 亿方左右。从长期来看，我们分别通过居民住宅需求和住宅的折旧两种方法测算未来十年的商品住宅容量：①预计 2030 年中国城镇化率到达 70%，城市人均住宅建面 43 方，平均每年商品住宅需求量 9.57 亿方；②现有的 517 亿方住宅在 60 年内折旧，按 1.2 倍的更新比例测算，未来商品住宅需求量约 10.34 亿方。全国商品住宅销售面积的中枢在 10 亿方左右，市场仍然巨大。
- **供给侧出清加速，行业格局迎来重塑。**2021 年以来困难房企陆续出现债务违约/展期，其销售受到明显负面影响，市占率持续下滑，30 家出险房企 2022 年 1-8 月销售额占百强房企的销售比例仅 18.6%（2020 年约 40%）。在保交付的背景下，困难房企难以通过销售回款的高周转来拓展拿地，供应链融资难度也因商票大规模逾期而加大。因此我们预计未来困难房企拿地能力将减弱，现有土储去化后，在房地产市场的地位逐步降低，而央国企和改善型房企市占率将相应提升。同时我们认为部分困难房企的出清可能造成短期情绪冲击，但对央国企和改善型房企中长期基本面影响较小。
- **央国企和改善型房企有能力提高自身的市场份额。**①**具有流动性优势。**当前市场环境下，土地流动性比账面利润率更重要，央国企和改善型房企存货结构中，已竣工存货比例较低，土储去化速度快；新增拿地主要位于高能级城市和核心主城区，未来去化有保障。②**利润水平有望改善。**2H21 以来土拍市场竞争温和，出让土地质素较高，央国企和改善型房企积极错峰拿地，未来有优质项目持续推出抢占市场，改善公司利润水平；同时在政策宽松背景下，核心城区改善产品能突破限价可能性更高，能获得单价和流速的溢价。③**融资畅通，现金流安全稳健。**自身债务结构合理，短期有息负债占比多在 20%以内，融资成本低于 5%；销售金额对自身待偿债务比例高（投入产出比高，如滨江集团每 1 元债务可形成 3 元以上的销售额）。凭借在销售、投资和融资端的优势，央国企和改善型房企将迎来规模和利润的双增长。

投资建议

- 房地产市场容量仍然巨大，在供给侧加速出清过程中，央国企和改善型房企积极错峰拿地，抢占市场空间，行业地位有望提升。首推 2021 年下半年以来积极拿地，且主打改善产品的房企，如绿城中国、建发国际集团、滨江集团。稳健选择财务结构健康、现金流安全的头部国企央企，如保利发展、中国海外发展。

风险提示

- 宽松政策对市场提振不佳；三四线城市恢复力度弱；多家房企债务违约

内容目录

1、行业现状：市场分化，优质房企有复苏趋势	4
1.1 市场销售持续低迷，需宽松政策持续提振信心	4
1.2 优质改善型房企 8 月销售出现企稳复苏趋势	4
1.3 政策已有宽松定调，预计未来一段时间将持续宽松	6
2、市场容量：每年商品住宅需求中枢仍约 10 亿方	7
2.1 城镇化率提升、家庭小型化和人均住宅面积增加是住宅需求的来源	7
2.2 根据需求估算未来商品住宅量	9
2.3 根据住宅的资产折旧属性估算未来商品住宅量	10
3、行业格局：央国企及改善型房企或成市场主力军	10
3.1 行业市占率洗牌重塑，出险民企地位持续下滑	10
3.2 央国企及改善型房企优势 1：能做有现金流的利润	12
3.3 央国企及改善型房企优势 2：能做有利润的现金流	15
3.4 央国企及改善型房企优势 3：资金安全稳健，可支撑持续发展	17
4、投资建议	19
投资建议	19
行业估值	19
5、风险提示	21

图表目录

图表 1：全国商品房累计及单月销售金额同比走势	4
图表 2：百强房企累计全口径销售金额及同比走势	4
图表 3：35 城新房成交面积（万方）	4
图表 4：15 城二手房成交面积（万方）	4
图表 5：2022 年 1-8 月 TOP100 房企销售情况	5
图表 6：2021 年 7 月至 2022 年 8 月权益拿地金额榜单 TOP20	5
图表 7：2022 年全国层面房地产调控定调	6
图表 8：LPR 品种历史走势图	7
图表 9：百城银行房贷利率及放款周期走势	7
图表 10：全国历年商品住宅销售面积及同比走势	8
图表 11：全球各国城镇化率阶段	8
图表 12：2000-2021 年全国城镇人口及城镇化率	8
图表 13：2000-2020 年城市人均住宅面积（m ² ）	9
图表 14：2000-2020 年平均家庭户规模（人/户）	9
图表 15：根据居民需求估算住宅需求量	9
图表 16：根据住宅折旧估算住宅需求量	10
图表 17：2015 年-2022.1-7 各梯队房企销售金额市占率走势	11
图表 18：2019 年-2022.1-7 典型央国企和改善型房企销售金额市占率走势	11

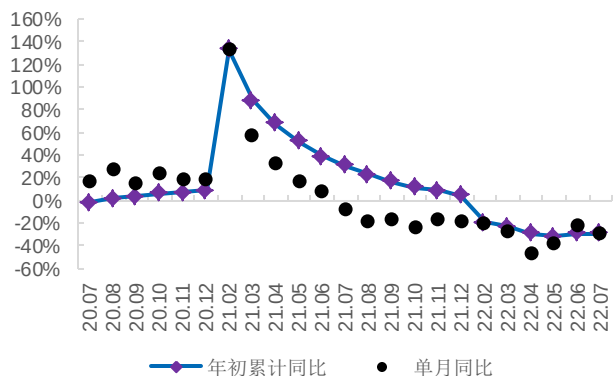
图表 19: 40 家上市民企销售额占全国的比例	11
图表 20: 出险房企累计销售金额占百强房企销售比例.....	11
图表 21: 车位价格和去化率对杭州某项目利润率的影响.....	12
图表 22: 典型房企竣工存货占总存货比例.....	13
图表 23: 典型房企资产流速比例.....	13
图表 24: 典型货币资金占总资产比.....	14
图表 25: 典型房企土储去化时间（年）.....	14
图表 26: 典型房企 2021-1H22 年新增拿地城市能级分布.....	14
图表 27: 全国 300 城月度累计供求及同比走势.....	15
图表 28: 全国 300 城宅地月度成交溢价率/流拍率.....	15
图表 29: 2021 年-2022 年 22 城集中土拍各类型房企拿地比例	16
图表 30: 22 城 2021 年各类型房企集中拿地项目入市情况	16
图表 31: 典型房企 2021 年房地价差和地货比（楼面价/销售均价）.....	17
图表 32: 典型房企 1H22 短期有息负债占比	17
图表 33: 典型房企 2021、1H22 融资成本对比.....	17
图表 34: 典型房企 2019-2021 年待偿负债覆盖倍数.....	18
图表 35: 2022 年 1-7 月房地产项目公司的商票逾期情况.....	18
图表 36: A 股地产 PE-TTM.....	19
图表 37: 港股地产 PE-TTM	20
图表 38: 港股物业股 PE-TTM.....	20
图表 39: 覆盖公司估值情况.....	20

1、行业现状：市场分化，优质房企有复苏趋势

1.1 市场销售持续低迷，需宽松政策持续提振信心

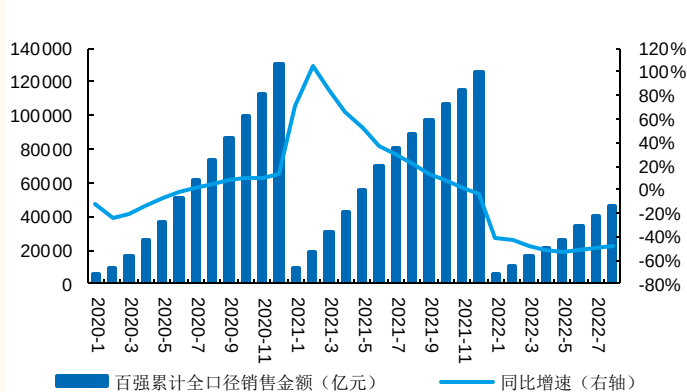
- **2021年下半年市场销售快速下滑，2022年延续低迷态势。**2021年全国商品房销售金额同比+4.8%，市场前高后低，其中上半年同比+38.9%，下半年同比-16.6%，2022年1-7月全国商品房销售金额同比-28.8%；百强房企销售整体下行，2022年1-8月百强房企全口径销售金额同比-47.6%。整体销售的低迷主要由于市场信心不足，需要全国层面以及地方层面持续的宽松政策来提振购房者信心。

图表 1：全国商品房累计及单月销售金额同比走势



来源：国家统计局，国金证券研究所

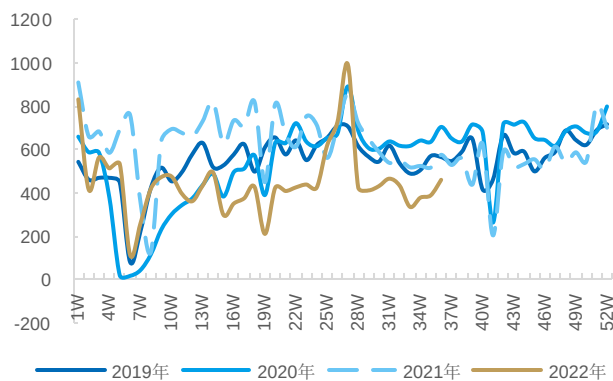
图表 2：百强房企累计全口径销售金额及同比走势



来源：克而瑞，国金证券研究所

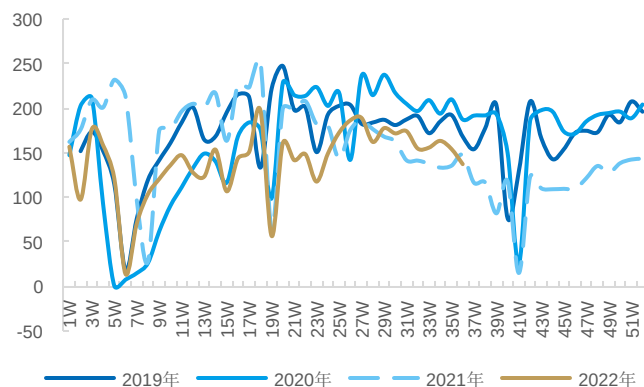
- **高频数据显示 7、8 月份销售，一二手房分化明显。**Wind35 城新房销售在经历 6 月单月复苏后（疫情累计的需求集中释放），但在房企违约频出与竣工交付事件叠加的负面影响下，7、8 月销售再转弱，分别同比-32.0%和 24.0%。而 15 城二手房近期表现好于新房，7、8 月份销售面积分别同比+1.9%和 17.5%（去年低基数），或由于竣工交付风险导致购房者对新房选择更加谨慎，二手房分流需求，据调研，郑州市新房与二手房成交比例从 2021 年以前的 80%：20%变化为近期的 50%：50%。

图表 3：35 城新房成交面积（万方）



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：15 城二手房成交面积（万方）



来源：wind，国金证券研究所

1.2 优质改善型房企 8 月销售出现企稳复苏趋势

- **8 月房企表现分化，头部房企销售出现好转。**虽然百强房销售依然处于较低水平，但 8 月单月 TOP30 房企中销售金额有已 16 家环比增长，9 家同比增长。改善型房企和稳健的央国企同、环比出现提升，其中建发环比增长 57%，同比增长 71%，领跑行业。

图表 5：2022 年 1-8 月 TOP100 房企销售情况

TOP 房企	全口径								权益口径				
	2022年1-8月排名	2022年1-7月排名	2021年1-8月排名	1-8月销售金额(亿元)	累计同比	8月销售金额(亿元)	单月环比	单月同比	1-8月销售金额(亿元)	累计同比	8月销售金额(亿元)	单月环比	单月同比
碧桂园	1	1	1	3207	-43%	352	-9%	-41%	2427	-39%	275	-9%	-38%
保利发展	2	3	4	2817	-26%	385	17%	-18%	1943	-28%	314	42%	-7%
万科地产	3	2	2	2790	-37%	317	-16%	-18%	1813	-37%	206	-16%	-18%
中海地产	4	4	6	1803	-80%	233	20%	-2%	1685	-80%	218	20%	-2%
华润置地	5	5	8	1710	-13%	220	-21%	9%	1195	-10%	156	-25%	68%
招商蛇口	6	6	7	1666	-23%	238	-1%	18%	998	-27%	141	-1%	16%
金地集团	7	8	11	1402	-32%	211	14%	11%	869	-32%	131	14%	11%
融创中国	8	7	3	1344	-68%	108	-1%	-76%	786	-69%	60	-2%	-77%
绿城中国	9	9	13	1267	-28%	217	8%	-7%	692	-26%	127	36%	-13%
龙湖集团	10	10	10	1263	-30%	223	22%	11%	829	-35%	152	29%	8%
中国金茂	11	11	15	969	-40%	165	57%	15%	669	-40%	114	57%	15%
旭辉集团	12	13	14	943	-47%	151	-6%	-25%	556	-47%	89	-6%	-25%
滨江集团	13	12	22	928	-20%	131	16%	-13%	569	6%	85	47%	43%
建发房产	14	16	21	907	-21%	175	57%	71%	660	-28%	125	50%	31%
绿地控股	15	14	9	863	-59%	100	27%	-53%	777	-59%	90	27%	-53%
新城控股	16	15	16	856	-44%	94	-16%	-45%	587	-47%	65	-19%	-49%
华发股份	17	17	32	647	-15%	66	-25%	29%	428	-12%	49	-7%	54%
越秀地产	18	18	37	635	-3%	81	13%	-39%	628	-2%	81	14%	-39%
远洋集团	19	19	29	611	-16%	91	1%	-13%	397	-16%	59	1%	-13%
中国铁建	20	24	26	576	-31%	104	42%	54%	436	-29%	75	10%	84%
首开股份	21	21	38	572	-31%	75	-19%	-25%	346	-31%	45	-19%	-25%
世茂集团	22	20	12	568	-71%	62	-1%	-74%	398	-71%	43	-1%	-74%
金科集团	23	22	18	544	-58%	52	0%	-57%	391	-58%	37	0%	-56%
美的置业	24	23	28	536	-47%	60	-19%	-25%	337	-50%	39	1%	-25%
中梁控股	25	25	20	476	-60%	42	-10%	-65%	333	-60%	30	-10%	-65%
融信集团	26	26	24	451	-59%	34	10%	-69%	261	-63%	16	-7%	-77%
卓越集团	27	27	31	438	-52%	60	29%	-55%	265	-58%	36	47%	-62%
中南置地	28	29	17	423	-70%	49	2%	-65%	271	-69%	33	-6%	-64%
仁恒置地	29	31	54	418	-3%	69	25%	207%	268	10%	64	825%	762%
中骏集团	30	28	41	411	-45%	35	-30%	-56%	328	-40%	25	-46%	-63%
各梯队情况	TOP10			19270	-42%	2503	1%	-25%	13321	-46%	1743	5%	-29%
	TOP11-30			12773	-51%	1688	9%	-41%	9064	-49%	1259	10%	-34%
	TOP31-50			6690	-54%	784	-16%	-50%	4674	-53%	566	1%	-49%
	TOP51-100			8086	-48%	1073	-2%	-14%	5810	-45%	768	-7%	-6%
	TOP100			46819	-48%	6047	0%	-33%	32868	-48%	4335	3%	-31%

来源：克而瑞，国金证券研究所

- 2021 年下半年以来拿地较积极的房企，销售出现企稳复苏的趋势更明显。中海、华润、保利、越秀等央国企和绿城、建发、滨江等改善型房企在 2H21 和 1H22 积极拿地，2H22 有加大推货的能力，销售复苏力度较大，而且限购限售限价限贷的宽松政策更加利好改善需求的释放，因此这类房企的销售拐点率先出现。我们在 6 月的专题报告《三问房地产市场销售复苏情况》中已提出此观点，目前该逻辑正被验证。

图表 6：2021 年 7 月至 2022 年 8 月权益拿地金额榜单 TOP20

排行	企业名称	土地宗数(宗)	总权益拿地金额(亿元)	总权益规划建面(万㎡)	总规划建面(万㎡)	溢价水平(%)	楼面均价(元/㎡)
1	中海地产	56	1179	661	665	6.2	17943
2	华润置地	63	988	694	852	4.95	14533
3	保利发展	102	941	961	1339	4.97	10884
4	招商蛇口	39	656	445	582	6.32	16214
5	中国铁建	83	602	1005	1167	3.03	5628

6	绿城中国	49	583	371	472	7.23	13925
7	建发房产	40	566	350	419	7.8	17522
8	滨江集团	47	549	317	498	5.3	14403
9	龙湖集团	65	535	606	772	2.92	9148
10	越秀地产	29	467	262	345	6.66	17255
11	万科	42	419	527	696	15.1	7123
12	中国中铁	49	403	707	769	3.38	6114
13	碧桂园	99	381	1027	1064	13.81	3734
14	保利置业	21	321	211	211	7.48	15240
15	武汉城建集团	13	295	204	260	2	14532
16	深圳地铁集团	9	280	175	188	2.33	16307
17	华发股份	17	263	131	177	5.57	19321
18	中国金茂	39	251	378	443	1.41	7118
19	大华集团	20	241	195	196	7.95	12417
20	厦门轨道交通	5	232	121	121	0.02	19196

来源：中指研究院，国金证券研究所

1.3 政策已有宽松定调，预计未来一段时间将持续宽松

- **中央高层会议频频释放积极信号，定调宽松调控。**429 会议中央首次提出“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”；728 会议首次提出“因城施策用足用好政策工具箱...压实地方政府责任，保交楼、稳民生”；824 国常会强调“允许地方‘一城一策’运用信贷政策等”，表明中央对房地产调控的态度更加温和，未来的房地产调控政策将更加切合实际。

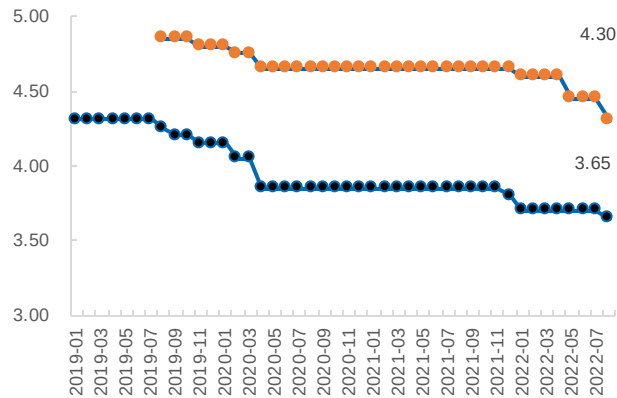
图表 7：2022 年全国层面房地产调控定调

时间	来源	政策/事件
2022.4.29	中央政治局	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线，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。
2022.5.15	中国人民银行	首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行；各城市根据“因城施策”的原则，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。
2022.5.20	中国人民银行	中国央行将一年期贷款市场报价利率（LPR）维持在 3.70% 不变；将五年期贷款市场报价利率（LPR）从 4.60% 下调至 4.45%
2022.7.28	中央政治局	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 因城施策用足用好政策工具箱 ，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任， 保交楼、稳民生
2022.8.22	中国人民银行	一年期贷款市场报价利率（LPR）从 3.70% 下调至 3.65%；将五年期贷款市场报价利率（LPR）从 4.45% 下调至 4.30%
2022.8.24	国务院常务会议	允许地方“ 一城一策 ”运用信贷等政策，合理 支持刚性和改善性住房需求

来源：政府官网，国金证券研究所

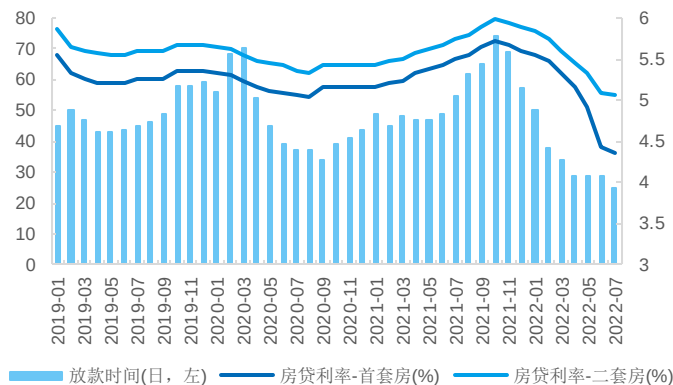
- **五年期 LPR 调整带动房贷利率下行。**2022 年 5 月、8 月五年期 LPR 两次均下调 15BP，房贷利率随之下行。7 月百城首套房贷利率为 4.35%，较 2021 年 10 月高点下降 137BP；百城二套房贷利率为 5.07%，较 2021 年 10 月高点下降 91BP，放款周期也大幅缩短至 1 个月以内。

图表 8：LPR 品种历史走势图



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 9：百城银行房贷利率及放款周期走势



来源：贝壳研究院，国金证券研究所

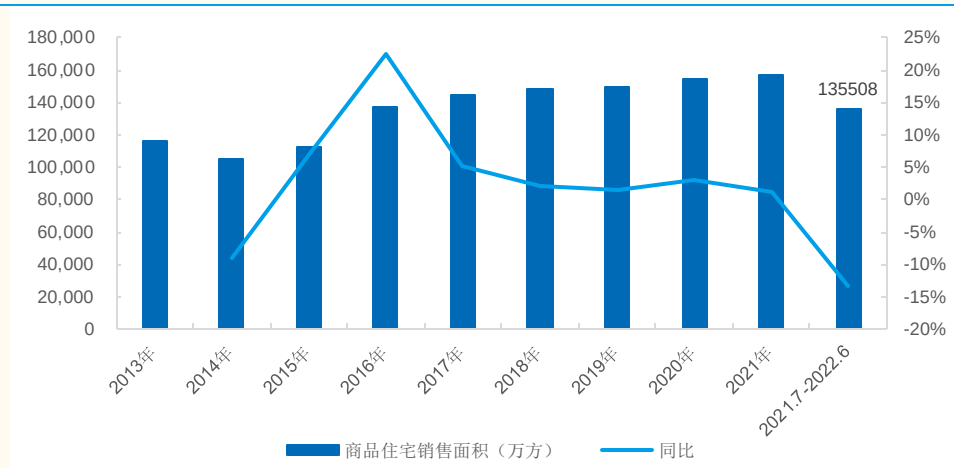
- **地方政府积极发力，未来高能级城市需求侧宽松或加大。**需求侧，自 2022 年 3 月郑州、衢州和秦皇岛率先宽松以来，全国各能级城市（除一线城市外）均有松绑限售限购、降低房贷利率、降低首付比例等措施落地促进购房需求释放。近期高能级城市调控也有松动，如南京、苏州、无锡取消认房又认贷，上海临港限购放松等，**预计高能级将持续宽松，引领市场复苏。**供给侧，地方和中央部委积极推进“保交楼”，设立纾困基金、AMC 帮扶出险房企、探讨通过中债增信方式支持民营房企融资等，**预计未来保市场主体的措施也将增加。**
- **宽松政策或更利好改善/置换需求，优质房企率先受益。**我们在外发《LPR 如期下调，改善需求或更受益》等多篇报告中指出针对刚需购房的政策已经较难有较大的宽松空间，需求侧未来更多的政策是对改善需求限制的宽松，如取消认房又认贷、下调二套房首付比例、降低限售时间等。而供给侧的未来即使有对房企主体的支持，基于安全性考虑，资金也更加偏爱经营相对稳健的未出险房企（同时对于供给侧的纾困进展较慢）。主打改善型产品、且能在当前保持一定拿地强度的房企更能受益于政策宽松。

2、市场容量：每年商品住宅需求中枢仍约 10 亿方

2.1 城镇化率提升、家庭小型化和人均住宅面积增加是住宅需求的来源

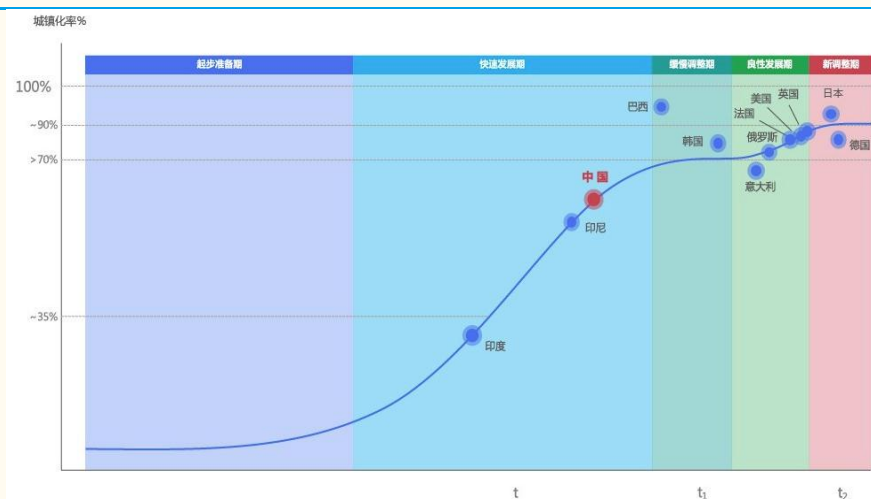
- **商品住宅需求量仍然大。**2015 年以来，全国商品住宅销售面积逐年上涨，2017-2021 年均保持个位数的增速，2021 年全年达 15.65 亿方。而从 2021 年下半年起，市场快速下行，在前期调控严格、疫情反复和房企违约频频等负面影响下，近一年来的销售持续低迷，但是从 2021 年 7 月至 2022 年 6 月，全国商品住宅销售面积仍有 13.55 亿方的体量。短期来看，2022 年下半年即使市场销售维持 2021 年下半年的较低水平，全国的商品住宅销售面积仍将有 13 亿方左右。
- **中长期来需求仍有支撑：**①城镇化率的稳步增长。2021 年中国城镇化率 64.72%，距离 70%城镇化率的增速还有 5 个百分点的空间，每年还将有 1200 万左右城镇人口的增加。②家庭小型化。家庭户均人口从 2000 年的 3.46 人降至 2020 年的 2.62 人，而当前美国家庭户均人口为 2.6 人，日本为 1.9 人，家庭小型化是长期趋势。③人均住宅面积增加。2000、2010 和 2020 年人口普查数据显示中国城市人均住宅面积分别为 21.81、29.15 和 36.52 方，而目前美国人均住宅面积达 67 方。城镇化率的提升、家庭小型化和人均住宅面积的增加是住宅需求的有力支撑。

图表 10：全国历年商品住宅销售面积及同比走势



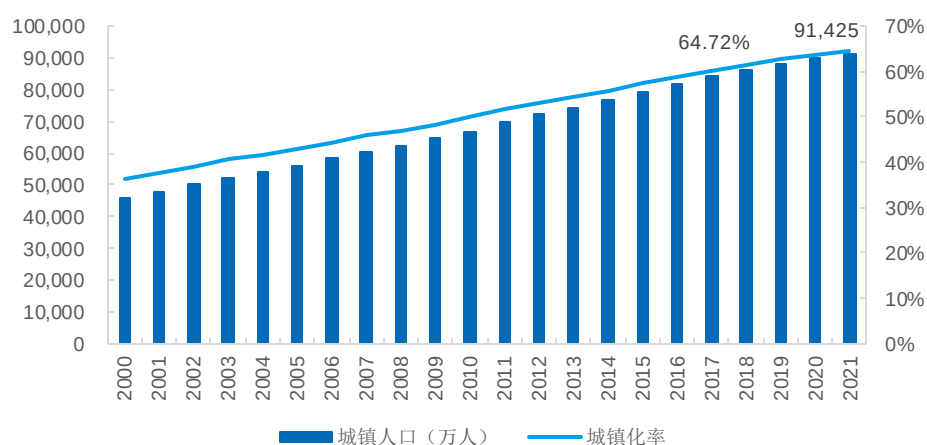
来源：国家统计局，国金证券研究所 注：2021.7-2022.6视为最近 1 年

图表 11：全球各国城镇化率阶段



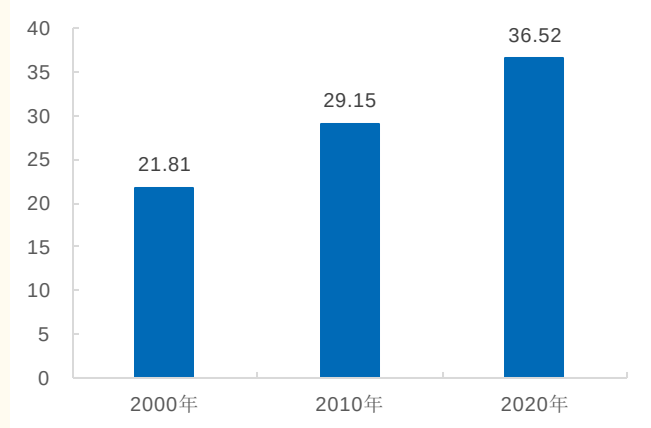
来源：中国人口与发展研究中心，国金证券研究所

图表 12：2000-2021 年全国城镇人口及城镇化率



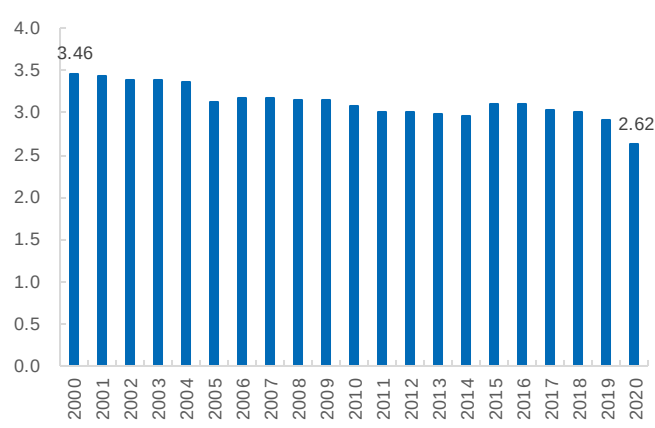
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 13: 2000-2020 年城市人均住宅面积 (m²)



来源: 人口普查数据, 国金证券研究所

图表 14: 2000-2020 年平均家庭户规模 (人/户)



来源: Wind, 国金证券研究所

2.2 根据需求估算未来商品住宅量

- 我们通过当前 (2020 年) 的住宅体量和未来某时点 (2030 年) 的住宅体量之差来估算期间年均住宅需求量的中枢。核心假设如下:

人口总量: 第七次人口普查数据显示中国 2020 年总人口 14.12 亿人, 国务院 2017 年发布的《国家人口发展规划 (2016-2030 年)》中 2030 年人口目标在 14 亿以上, 我们在乐观、中性和悲观假设下 2030 年人口均为 14.12 亿人。

城镇化率: 根据国务院 2017 年发布的《国家人口发展规划 (2016-2030 年)》, 2030 年全国常住人口城镇化率目标为 70%, 我们在乐观、中性和悲观假设下 2030 年城镇化率分别为 71%、70%和 69%, 对应的城镇人口分别为 10.03、9.88 和 9.74 亿人。

城市人均住宅面积: 2000、2010、2020 年城市人均住宅面积每 10 年的增量约 7.3 平方米, 我们在乐观、中性和悲观假设下 2030 年城市人均住宅面积分别为 46、43 和 40 平方米。

- 根据计算公式: $\text{新增住宅面积} = \text{2030 年城市人均住宅面积} \times \text{城镇人口} - \text{2020 年城市人均住宅面积} \times \text{城镇人口}$ 。乐观、中性和悲观假设下 2020-2030 年间的新增住宅面积分别为 132、96 和 60 亿方。因此, 在中性预测下, 年均住宅需求量为 9.57 亿方。

图表 15: 根据居民需求估算住宅需求量

情况	人口 (亿人)		城镇化率		城镇人口 (亿人)		城市人均住宅面积 (方)		城市住宅面积 (方)		新增住宅面积 (亿方)	年均住宅需求量中枢 (亿方)
	2020 年	2030 年	2020 年	2030 年	2020 年	2030 年	2020 年	2030 年	2020 年	2030 年		
乐观假设	14.12	14.12	63.9%	71%	9.02	10.03	36.5	46	329	461	132	13.19
中性假设	14.12	14.12	63.9%	70%	9.02	9.88	36.5	43	329	425	96	9.57
悲观假设	14.12	14.12	63.9%	69%	9.02	9.74	36.5	40	329	390	60	6.04

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

2.3 根据住宅的资产折旧属性估算未来商品住宅量

- 住宅对于家庭而言属于不动产，基于其资产属性，我们通过折旧来估算未来商品住宅的需求。据第七次人口普查数据显示，2020 年全国住房建筑面积为 517 亿方（包含城市、镇和农村），中国住宅的产权年限通常在 50-70 年，我们以 60 年对现有住宅折旧，每年的折旧量约为 8.62 亿方。更新的住宅绝大部分为商品住宅，而更新量与折旧量之间由于居民的改善需求会有一定比例增加，我们乐观、中性和悲观假设更新比例分别为 1.5（即 100 平米老住宅更新为 150 平米新住宅）、1.2 和 1.0。
- 乐观、中性和悲观估计下，每年的商品住宅需求量分别为 12.93 亿方、10.34 亿方和 8.62 亿方。

图表 16：根据住宅折旧估算住宅需求量

情况	2020 年住宅体量	折旧时间（年）	年折旧量（亿方）	更新比例	年均商品住宅需求量中枢（亿方）
乐观假设	517	60	8.62	1.5	12.93
中性假设	517	60	8.62	1.2	10.34
悲观假设	517	60	8.62	1	8.62

来源：国家统计局，国金证券研究所

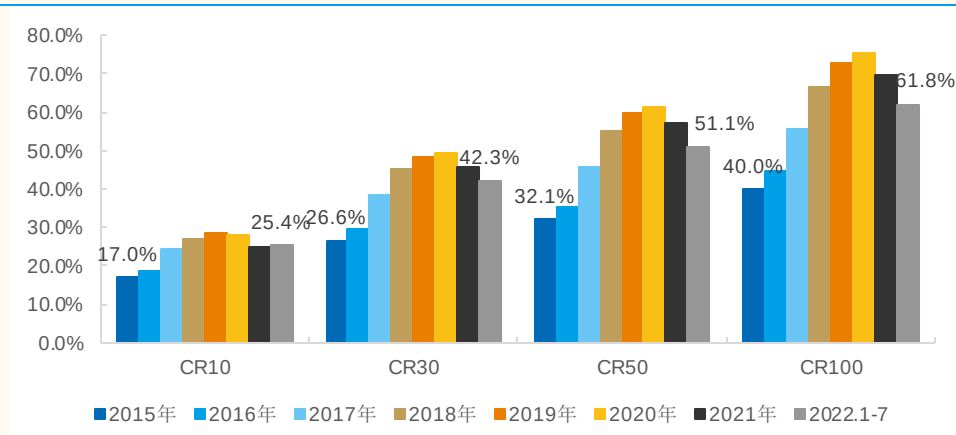
- 因此，无论通过居民的住房需求还是住宅的资产折旧属性来测算，未来十年全国商品住宅销售面积的中枢均在 10 亿方左右。

3、行业格局：央国企及改善型房企或成市场主力军

3.1 行业市占率洗牌重塑，出险民企地位持续下滑

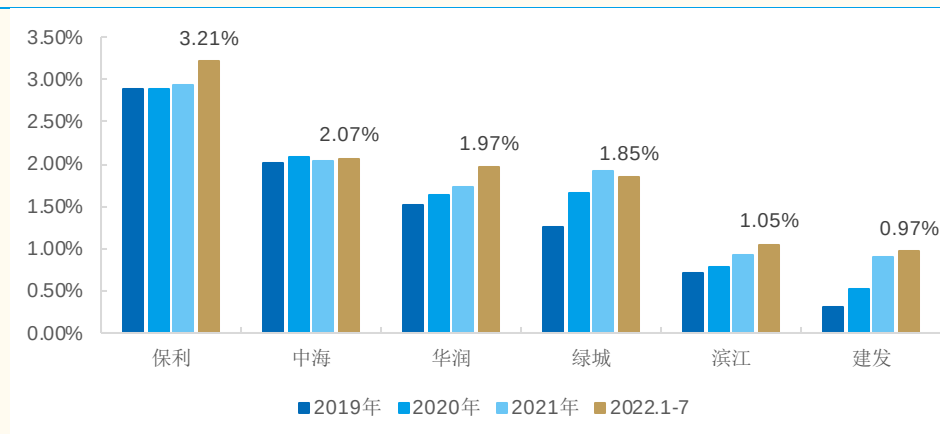
- 行业重新洗牌，头部央国企和改善型房企市占率逆势提升。自 2015 年的房地产上升周期以来，截至 2020 年，行业集中度不断提升，2020 年 CR10、30、50 和 100 市占率分别达 28.0%、49.2%、61.4%和 75.1%。而进入 2021 年以后，由于头部中国恒大、融创中国以及一系列的 TOP30 房企出险债务违约/展期，行业集中度有所下滑，进入重新洗牌阶段。改善型房企把握机遇凭借优质产品和服务提高市占率，绿城中国、滨江集团和建发房产 2022 年 1-7 月市占率分别为 1.85%、1.05%和 0.97%，较 2019 年分别增加 0.59pct、0.35pct 和 0.65pct；而头部央国企市占率也维持稳固，随着民营房企销售的进一步下滑，其市占率也将有所提升。

图表 17: 2015 年-2022.1-7 各梯队房企销售金额市占率走势



来源: 国家统计局, 克而瑞, 国金证券研究所

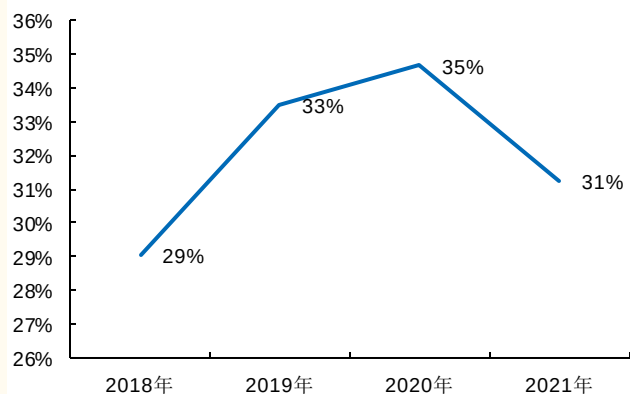
图表 18: 2019 年-2022.1-7 典型央国企和改善型房企销售金额市占率走势



来源: 国家统计局, 克而瑞, 国金证券研究所

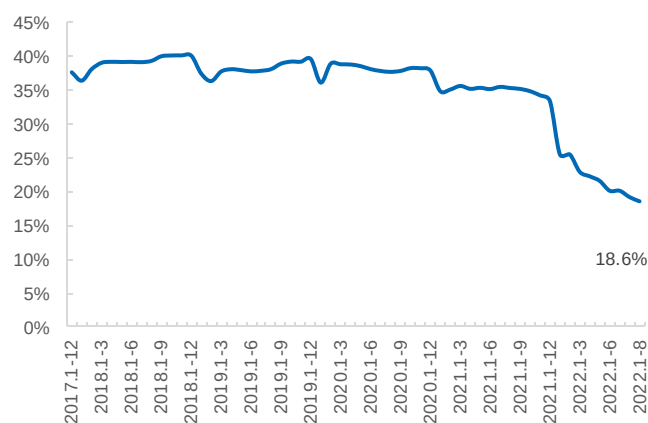
- 民营房企市场地位下滑, 出险房企逐步淡出百强榜单。多数民企出险, 销售相应下滑, 2021 年 40 家上市民营房企销售规模 5.7 万亿元, 占全国商品房销售金额的 31%, 较 2020 年下降 4pct。从百强出险房企销售看, 30 家出险房企占百强房企的销售比例自 2021 年以来逐步下降, 2022 年 1-8 月降低至 18.6%, 中国恒大、华夏幸福、蓝光发展等房企自 2021 年下半年以后基本无新增销售。预计未来民营房企的市场份额将继续缩小。

图表 19: 40 家上市民企销售额占全国的比例



来源: 国家统计局, 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 出险房企累计销售金额占百强房企销售比例



来源: 克而瑞, 国金证券研究所 注: 30 家历年百强中出现违约/展期的房企

3.2 央企及改善型房企优势 1: 能做有现金流的利润

- **土地流动性比账面利润率更重要。**在当前市场环境下，仍在拿地的房企把项目的流动性放在首位，内控标准中高于净利润率，一是由于现金流的安全稳健是房企生存的底线，二是由于拿地测算的利润率可能受去化情况影响变为纸面上的利润率（不能实现）。
- 我们以某房企 2021 年在杭州获取的建面 71.4 万方，楼面价 27316 万元/m²，精装限价 41190 元/m²的项目为例，模拟测算说明流动性和利润率的关系：情况 1-4 的假设分别为车位单价 30w/个并 100%去化、车位单价 30w/个并 60%去化、车位单价 20w/个并 60%去化、车位单价 20w/个并 100%去化。通常项目住宅的去化价格和流速可参照竞品，而车位的去化和价格不确定性高，若拿地时以车位单价 30w/个并 100%去化测算，**毛利率为 16.4%、净利率为 6.5%**，而车位去化难度大，实际去化可能为车位单价 20w/个并 60%去化，**毛利率为 13.0%、净利率为 4.6%**。

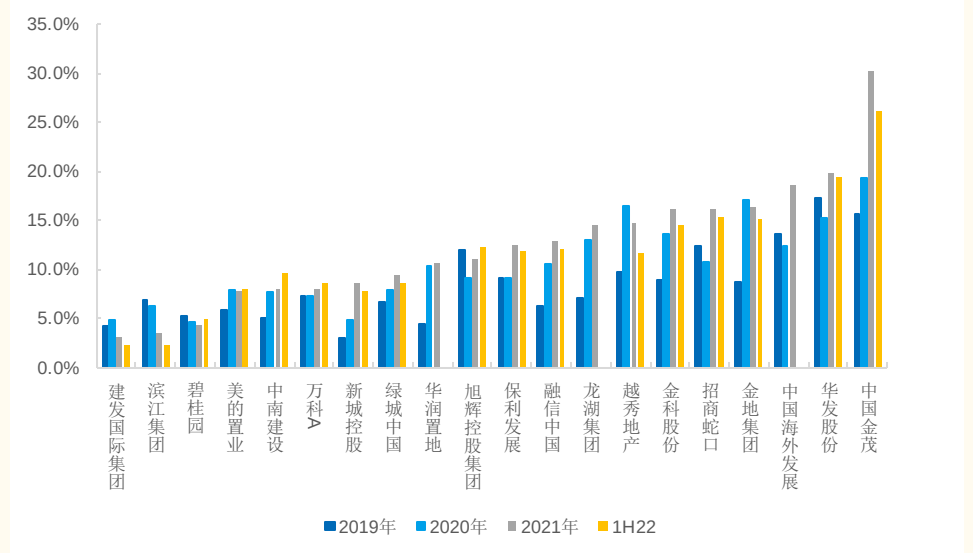
图表 21：车位价格和去化率对杭州某项目利润率的影响

情况假设		车位单价 30w/个 100%去化	车位单价 30w/个 60%去化	车位单价 20w/个 60%去化	车位单价 20w/个 100%去化
备注		毛坯限价 37190 元/平方米，装修限价 41190 元/平方米			
基本信息	规划建筑面积 (m ²)	71411			
	住宅可售面积 (m ²)	69982			
	公建配套 (m ²)	1428			
	车位 (个)	763			
投资明细	土地成本 (万元)	195062			
	楼面价 (元/m ²)	27316			
	住宅成本 (元/m ²)	6500			
	公建成本 (元/m ²)	3000			
	车位成本 (元/个)	90000			
	总建安成本 (万元)	52788			
去化情况	住宅去化量	69982			
	车位去化率 (%)	100%	60%	60%	100%
销售单价	住宅单价 (元/m ²)	41190			
	车位价格 (万元/个)	30	30	20	20
销售金额	车位销售额 (万元)	22903	13742	9161	15269
	总销售金额 (万元)	311160	301999	297418	303526
税项	土地契税 (万元)	5852			
	增值税 (万元)	5698	4873	4461	5011
	三项附加税 (万元)	684	585	535	601
	土增税(万元)	15323	12852	11616	13264
毛利	毛利率 (含土增税)	16.41%	14.19%	13.02%	14.57%
	毛利率 (除土增税)	11.49%	9.93%	9.11%	10.20%
费用	销售费用 (万元)	1556	1510	1487	1518
	管理费用 (万元)	1556	1510	1487	1518
	财务费用 (万元)	5781	5865	5908	5850
	企业所得税 (万元)	6715	5276	4555	5516
利润	净利润 (万元)	20146	15827	13666	16547
	项目净利率	6.47%	5.24%	4.59%	5.45%

来源：中指研究院，国金证券研究所

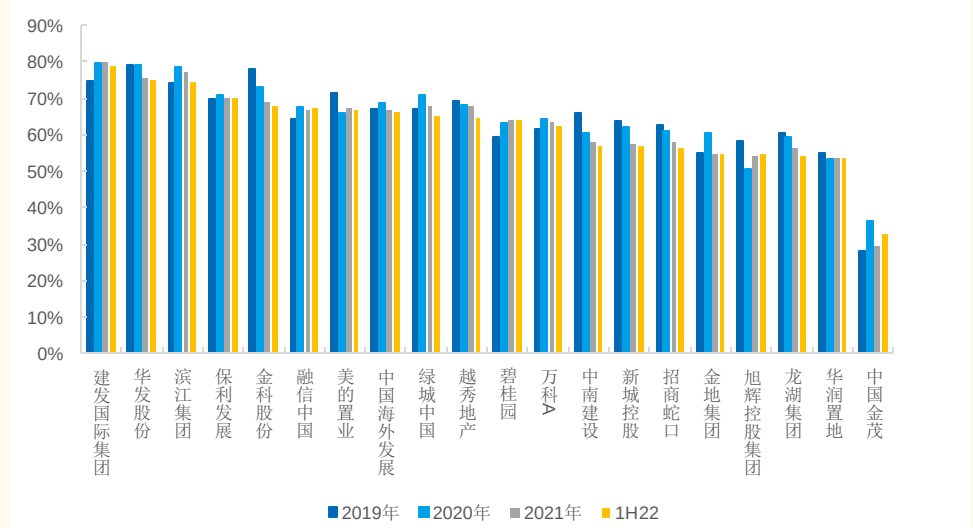
- **现有库存中已竣工存货占比较低，土储流动性相对高。**从存货结构看，已竣工但未售的存货比例越低，说明房企去化的流动性更高，改善型房企整体存货结构健康，建发、滨江和绿城竣工存货占总存货比例均小于 10%。从资产结构来看，货币资金和存货这类流动性高的资产占比越高，公司周转效率越高，如建发、滨江、保利等房企资产流速（货币资金和存货占总资产比例）在 70%以上。从土储去化看，改善型房企的货值去化周期均相对较低，其中建发和滨江低于 2 年（纯住宅开发的房企土储去化快），土储流动性高，资金占用相对较小；而部分开展商业、产业运营等业务的房企，有一定的资产沉淀，土储去化较高也相对合理。

图表 22：典型房企竣工存货占总存货比例



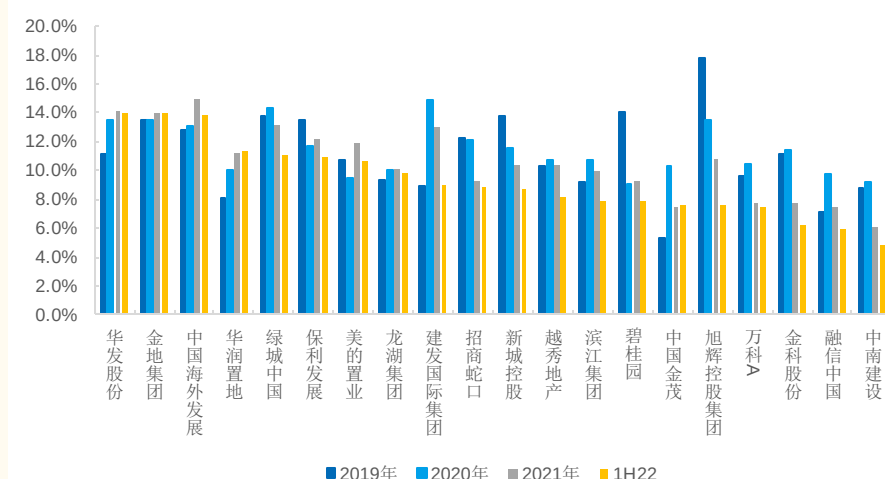
来源：公司公告，国金证券研究所 注：华润置地、龙湖集团、中国海外发展未公布 2022 年半年存货明细

图表 23：典型房企资产流速比例



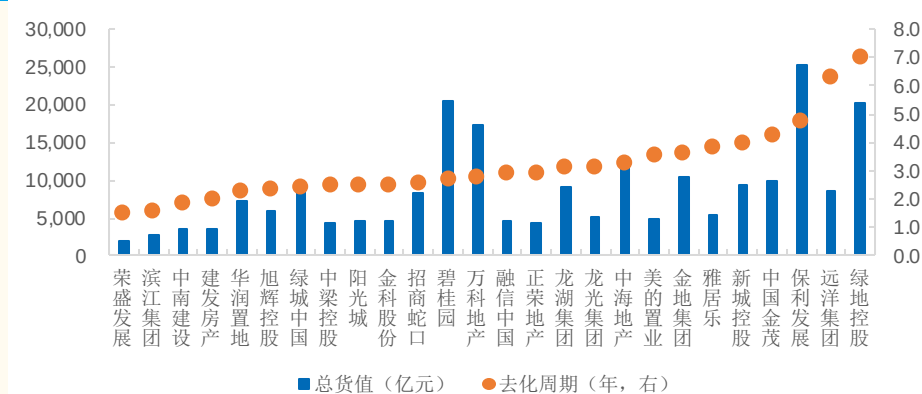
来源：公司公告，国金证券研究所 注：资产流速=（存货+货币资金）/总资产

图表 24：典型房企货币资金占总资产比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：典型房企土储去化时间（年）



来源：克而瑞，国金证券研究所

- **拿地项目能级更高，未来去化有保障。**高能级城市及中低能级城市核心区去化情况明显好于外围板块，从房企近两年来拿地的城市能级和区位可判断房企未来的销售去化情况。20家典型房企 2021-1H22 年新增土储建面平均 70%以上位于一二线城市，中海、滨江、越秀等房企该比例超过 90%；而改善型房企更是主要布局城市核心区，虽然地价较高，流动性有保障。

图表 26：典型房企 2021-1H22 年新增拿地城市能级分布

房企名单	新增土储建面（万方）				新增土储建面占比		
	新增土储建面	一线城市	二线城市	三四五线城市	一线城市	二线城市	三四五线城市
中国海外发展	1523	305	1210	8	20.0%	79.4%	0.5%
龙湖集团	2404	51	2179	174	2.1%	90.6%	7.3%
华发股份	441	42	367	33	9.4%	83.1%	7.5%
滨江集团	752	14	678	59	1.9%	90.2%	7.9%
中国金茂	1376	201	1065	110	14.6%	77.4%	8.0%
越秀地产	1264	565	597	102	44.7%	47.2%	8.1%
美的置业	527	5	469	54	0.9%	88.9%	10.2%
招商蛇口	1954	304	1450	201	15.5%	74.2%	10.3%

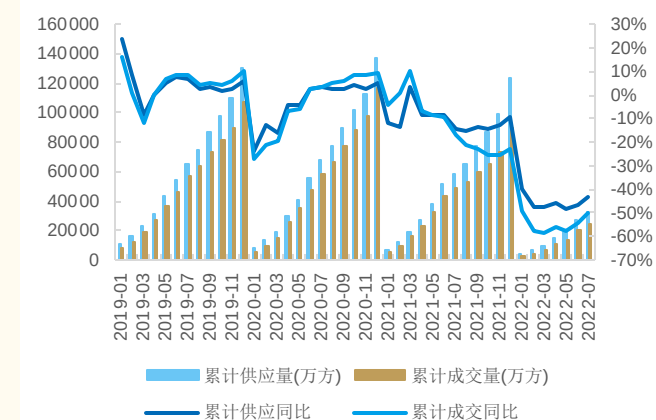
万科 A	2975	36	2589	350	1.2%	87.0%	11.8%
金地集团	1406	283	914	210	20.1%	65.0%	14.9%
绿城中国	2063	154	1547	363	7.5%	75.0%	17.6%
旭辉集团	1232	89	875	267	7.2%	71.0%	21.7%
融信集团	648	12	492	144	1.8%	75.9%	22.3%
华润置地	1449	145	922	383	10.0%	63.6%	26.4%
金科集团	976	0	689	287	0.0%	70.6%	29.4%
保利发展	4125	212	2664	1249	5.1%	64.6%	30.3%
建发国际集团	1076	73	483	520	6.7%	44.9%	48.3%
中南置地	752	10	288	454	1.3%	38.3%	60.4%
新城控股	2159	19	807	1333	0.9%	37.4%	61.7%
碧桂园	3168	62	528	2577	2.0%	16.7%	81.4%

来源：公司公告，中指研究院，国金证券研究所

3.3 央国企及改善型房企优势 2：能做有利润的现金流

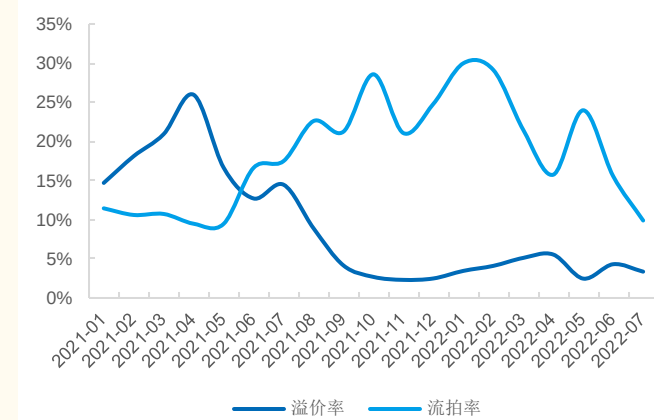
- **2021 年下半年以来土拍市场低温。**受市场下行和融资困难影响，房企现金流吃紧，大部分房企拿地意愿减弱，土拍维持低位。全国 300 城 2022 年 1-7 月土地供应面积同比下滑 43.2%，成交面积同比下滑 49.8%。流拍率持续高于溢价率。自 2021 年 7 月起，全国 300 城成交溢价率下滑、流拍率上涨，溢价率连续 12 个月低于 10%（最低为 2.32%），而流拍率持续高位，近期有所下降主要由于各地平台公司兜底。

图表 27：全国 300 城月度累计供求及同比走势



来源：中指研究院，国金证券研究所

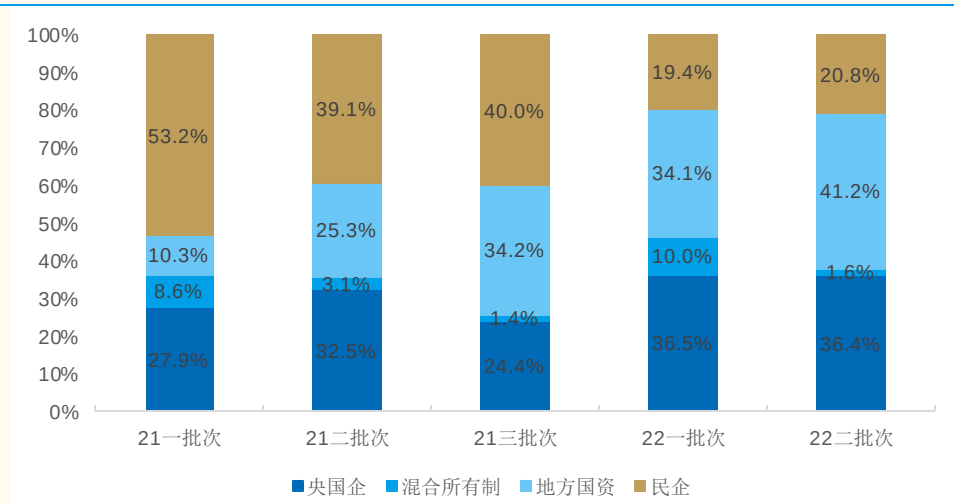
图表 28：全国 300 城宅地月度成交溢价率/流拍率



来源：中指研究院，国金证券研究所

- **央国企和改善型房企积极错峰拿地。**在土拍低温背景下，各地调整土拍规则，降低土拍门槛，让利于房企，包括但不限于降低起拍价、设置封顶溢价率、提高售价上限、出让核心区位优质地块等。从地块本身素质而言，**房企在 2H21 和 1H22 获取的地块利润率相对较高，且区位核心去化有保障**，央国企和改善性房企借机积极补货。从拿地房企来看，民营房企拿地比例自 21 年二批次起逐渐降低，而地方国资平台比例大幅增加，22 年二批次集中土拍央国企、混合所有制、地方国资和民企拿地比例分别为 36.4%、1.6%、41.2%和 20.8%。

图表 29：2021 年-2022 年 22 城集中土拍各类型房企拿地比例



来源：中指研究院，国金证券研究所

- **土地供应量减少，未来项目入市竞争小。** 2H21 和 1H22 获取的地块不仅自身有较高的质素，同时入市后遇到的竞争也小，能充分抢占市场空间。从土地总量来看，由于 2021 年下半年起全国土拍缩量，未来住宅市场供应量有所降低；从 2021 年三个批次的集中土拍来看，央国企 2021 年获取的项目入市率为 44%、混合所有制的项目入市率为 69%，地方国资获取的项目由于自身开发能力不足或开发诉求不高，入市率仅 9%，民营房企一批次的项目入市率较高，而二三批次获取的项目由于部分民企资金原因开发进度较缓慢。因此，我们预计在 2022 年下半年及 2023 年，央国企和改善型房企在积极推货销售的同时，面临的市场竞争将减小，未来市场地位或稳步提升。

图表 30：22 城 2021 年各类型房企集中拿地项目入市情况

企业类型	2021 年一批次			2021 年二批次			2021 年三批次			合计		
	成交宅地数	入市项目数	入市率	成交宅地数	入市项目数	入市率	成交宅地数	入市项目数	入市率	成交宅地数	入市项目数	入市率
央国企	230	124	54%	198	94	47%	136	29	21%	564	247	44%
混合所有制	71	51	72%	19	9	47%	8	8	100%	98	68	69%
地方国资	85	11	13%	154	13	8%	191	14	7%	430	38	9%
民企	438	209	48%	238	70	29%	223	36	16%	899	315	35%
合计	824	395	48%	609	186	31%	558	87	16%	1991	668	34%

来源：中指研究院，国金证券研究所

- **虽然地价较高，但房地价差大，限价有突破空间。** 受市场下行影响，各房企拿地标准提高，更看重流动性（关注重点城市核心区位项目），相应的土地楼面价较高，但需要注意的是，核心区位的项目虽然地价高，但其流动性高，拿地版利润率的实现更有确定性，其他外围区域即使楼面价相对较低，账面利润率高，但去化无保障。同时核心区位项目在当前限价松动的背景下，更可能获得限价突破，而且房地价差大，获得的边际受益高，如滨江集团和绿城中国房地价差均超过 15000 元/m²。另一方面由于多地预售资金主要监管建安部分，房企的建安成本相对固定，房价越高监管比例越低，如建安成本 4000 元/m²，若全部建安成本均监管，在房价 10000 元/m²的城市，监管比例 50%，在房价 40000 元/m²的城市，监管比例仅 10%，房企有更多的资金可自由调用。

图表 31：典型房企 2021 年房地价差和货地比（销售均价/楼面价）

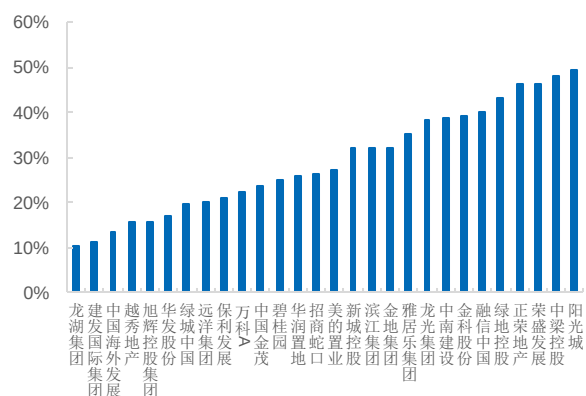
简称	销售均价（元/㎡）	楼面价（元/㎡）	房地价差	货地比
滨江集团	36786	15126	21660	2.43
绿城中国	28422	9080	19342	3.13
金地集团	21444	8001	13443	2.68
远洋集团	19400	7040	12360	2.76
龙湖集团	16975	6485	10490	2.62
融信中国	21198	11259	9939	1.88
雅居乐集团	14303	4430	9873	3.23
中南建设	13439	3837	9602	3.50
旭辉控股集团	17067	7504	9563	2.27
万科 A	16487	6942	9545	2.37
阳光城	15067	5759	9308	2.62
保利发展	16049	6821	9228	2.35
招商蛇口	22318	13791	8527	1.62
绿地控股	12471	4580	7891	2.72
中国海外发展	19509	11836	7673	1.65
华润置地	17992	10352	7640	1.74
正荣地产	16545	9083	7462	1.82
中国金茂	17842	10542	7300	1.69
荣盛发展	11174	4041	7133	2.77
中梁控股	12000	5267	6733	2.28
新城控股	9928	3555	6373	2.79
金科股份	9359	3852	5507	2.43
碧桂园	8402	3457	4945	2.43
平均值	17138	7506	9632	2.28

来源：公司公告，国金证券研究所

3.4 央国企及改善型房企优势 3：资金安全稳健，可支撑持续发展

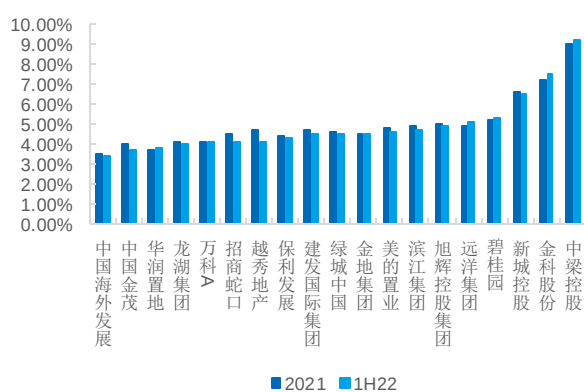
- **债务结构合理，融资成本低。**央国企和改善型房企拥有健康的债务结构，短期有息负债占比较低，如建发国际集团、中国海外发展短期有息负债占比低于 15%；良好的债务结构也助力公司有更好的融资能力，降低融资成本，2022 年上半年，行业增量融资主要来自央企和国企（发债、开发贷等都是央国企为主力），中国海外发展、中国金茂、华润置地和龙湖集团 4 家房企融资成本低于 4%；建发国际、绿城中国、滨江集团等改善型房企融资成本也相对较低，都在 5% 以下。

图表 32：典型房企 1H22 短期有息负债占比



来源：公司公告，国金证券研究所

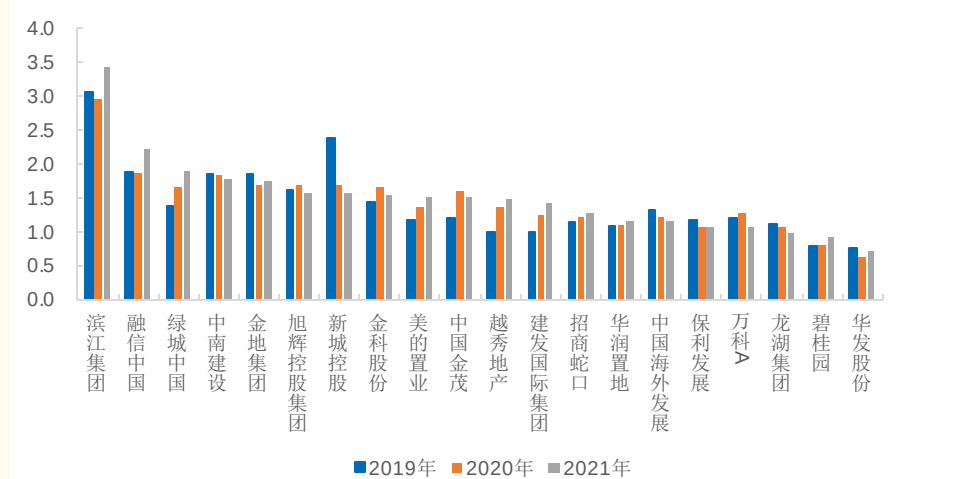
图表 33：典型房企 2021、1H22 融资成本对比



来源：公司公告，国金证券研究所

- **销售覆盖待偿债倍数高，现金流安全稳健，投入产出比高。**三道红线对有息负债有明确要求，因为部分房企为满足三道红线指标，加大供应链融资和永续债、优先股等其他权益工具的融资，而在企业视角，无论是供应链的应付账款及票据，还是永续债等都是需要偿还的，会产生现金流出压力。因此我们将有息负债、其他权益工具和应付账款及票据视为待偿债负债（现金流出项），销售额（现金流入项）对其的覆盖倍数越高，则偿债能力越高，同时投入产出比高。典型房企中，滨江集团、绿城中国待偿债负债覆盖倍数在 1.5 倍以上（每借 1 元债务，可产生 1.5 元以上销售额）。

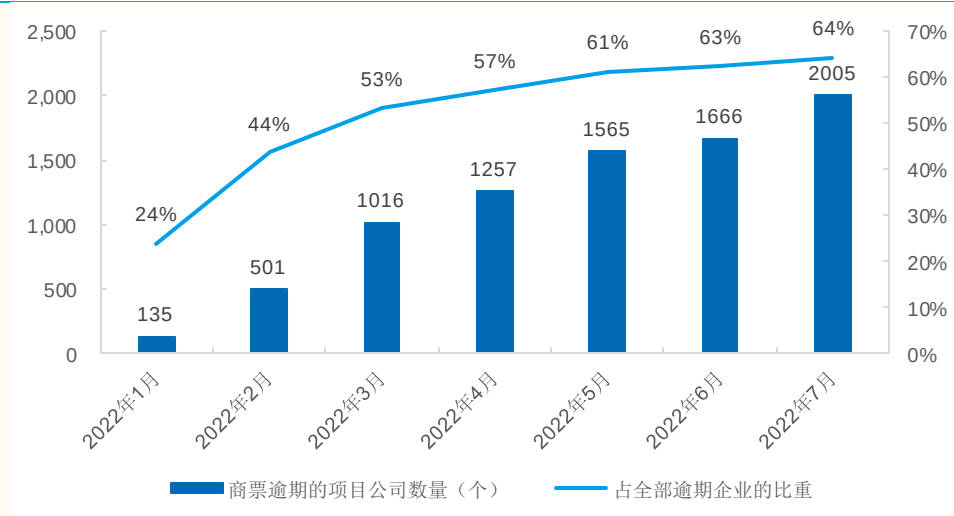
图表 34：典型房企 2019-2021 年待偿债负债覆盖倍数



来源：公司公告，国金证券研究所 注：将应付账款及票据、其他权益工具等视为待偿债负债，待偿债负债覆盖倍数=销售额/（有息负债+其他权益工具+应付账款及票据）

- **困难房企违约频出，难有资金兼顾发展。**2021 年以来，困难民营房企公开债务违约事件频出，进入 2022 年后，房企供应链的商票违约也加速，商票逾期的项目公司数量从 2022 年 1 月的 135 个增至 2022 年 7 月的 2005 个，占全部逾期企业的比重从 24%增至 64%。虽然目前监管层在试图通过中债增信方式支持民营房企融资，但我们认为十几亿到几十亿的体量难以完全帮助民企房企出困。此外在保交付的背景下，困难房企难以通过销售回款的高周转来拓展拿地，供应链的融资难度也因为商票的大规模逾期而加大。因此我们预计未来困难房企拿地能力将越来越弱，现有土储去化后，在房地产市场的地位将逐步降低，与之对应的是央国企和改善型房企的市场份额提升。

图表 35：2022 年 1-7 月房地产项目公司的商票逾期情况



来源：上海票据交易所，国金证券研究所

- **困难房企的出清对央国企和改善型房企基本面的冲击或较小。**①中国恒大和融创中国的违约影响已经让市场进入过度悲观的“不良循环”，且 2021 年-2022 年持续有百强房企出险，市场对房企出清的负面情绪或难再明显增加。②7 月以来的竣工交付风险事件使得购房人群对新房的开发商选择更为谨慎，对困难房企的项目烂尾已有一定预期。③多数困难房企与央国企和改善型房企布局区位有差异，前者布局低能级城市或高能级城市外围板块较多，而后者主要布局高能级城市核心主城区，影响客群不同。④困难房企的出清可能造成短期情绪冲击，而中国购房需求持续存在，中长期的基本面不变，情绪恢复后购房者将更加倾向购买央国企和改善型房企项目。

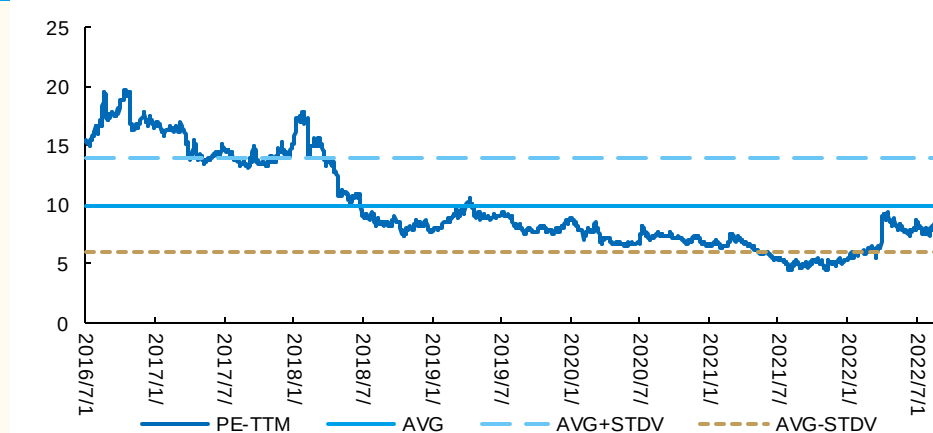
4、投资建议

投资建议

- 我们认为未来十年全国商品住宅销售面积的中枢在 10 亿方左右，仍然是一个容量巨大的市场。当前行业正处于供给侧出清，格局重塑的阶段，多数民营房企受制于销售下滑和融资困难，缺乏新增拿地能力，在现有土储去化后或将淡出房地产市场主舞台；而央国企和改善型房企在 2H21 和 1H22 积极错峰拿地，补充流动性高确定性强的土储，一方面享受土拍低竞争红利，通过高利润空间项目改善利润水平，另一方面在政策持续宽松的 2022 年下半年，推出高质量项目，获市场复苏红利，抢占市场空间。这一逻辑已经在 7、8 月单月的销售中逐步验证。
- **首推积极布局重点城市核心板块，主打高端改善型产品的改善型房企**，如绿城中国、滨江集团、建发国际（包括间接受益的建发股份），其从 2021 年下半年以来积极错峰获取优质项目，土储流动性高，2022 年下半年的销售将持续向好，同时在由高能级城市、改善需求引领的行业复苏进程中，行业地位将进一步提升。
- **稳健选择推荐财务结构健康、现金流安全的头部国企央企**，如保利发展、中国海外发展、华润置地，龙头房企销售相对稳定，同时也能保持较高的拿地强度，在民营房企出清的过程中，市占率稳步提升。

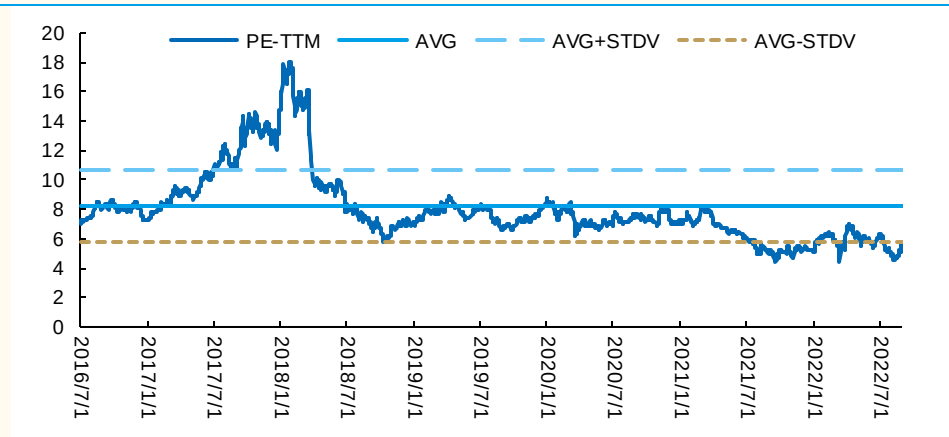
行业估值

图表 36：A 股地产 PE-TTM



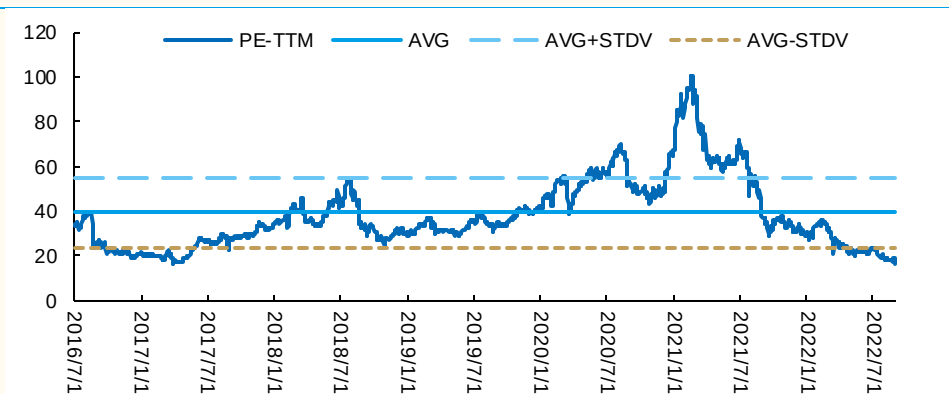
来源：wind，国金证券研究所

图表 37: 港股地产 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表 38: 港股物业股 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表 39: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
000002.SZ	万科 A	增持	1,926	8.6	8.2	7.5	225.2	235.5	257.1	-46%	5%	9%
600048.SH	保利发展	买入	2,061	7.5	6.8	6.0	273.9	301.8	345.3	-5%	10%	14%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,148	11.1	10.6	8.9	103.7	108.4	129.7	-15%	5%	20%
600153.SH	建发股份	买入	399	6.5	6.1	5.2	61.0	65.1	76.9	35%	7%	18%
002244.SZ	滨江集团	买入	313	10.3	7.8	5.9	30.3	40.1	52.9	30%	32%	32%
3900.HK	绿城中国	买入	320	7.2	5.7	3.6	44.7	56.0	88.2	18%	25%	58%
1908.HK	建发国际集团	买入	226	7.1	5.0	3.1	31.7	45.5	71.8	42%	44%	58%
2423.HK	贝壳*	买入	1,464	63.8	95.3	28.6	22.9	15.4	51.2	-60%	-33%	233%
9666.HK	金科服务	买入	48	4.5	5.9	4.8	10.6	8.2	9.9	71%	-23%	21%
9983.HK	建业新生活	买入	35	5.7	5.1	4.5	6.2	6.9	7.8	45%	11%	14%
6098.HK	碧桂园服务	买入	408	10.1	7.9	6.2	40.3	51.8	65.2	50%	28%	26%
1209.HK	华润万象生活	买入	690	40.0	30.7	24.3	17.2	22.5	28.4	111%	30%	26%
1995.HK	旭辉永升服务	买入	71	11.5	8.6	6.8	6.2	8.2	10.4	58%	33%	26%
平均值			701	14.9	15.7	8.9	67.2	74.3	91.9	26%	13%	43%
中位值			399	8.6	7.8	6.0	31.7	45.5	65.2	35%	11%	26%

来源: wind, 国金证券研究所注: 1) 数据截至 2022 年 9 月 5 日; 2) 预测数据为国金预测; 贝壳的利润数据为 Non-GAAP 净利润口径。

5、风险提示

- **宽松政策对市场提振不佳。**目前房地产调控宽松基调已定，各地均陆续出台房地产利好政策，若政策利好对市场信心的提振不及预期，市场销售将较长一段时间处于低迷态势。
- **三四线城市恢复力度弱。**目前一二线城市销售已有企稳复苏迹象，而三四线城市成交量依然在低位徘徊，而本轮市场周期中三四线城市缺少棚改等利好刺激，市场恢复力度相对较弱。
- **多家房企出现债务违约。**若在宽松政策出台期间，多家房企出现债务违约，将对市场信心产生更大的冲击，房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等，房地产业良性循环实现难度加大。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% - 15%；
中性：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402