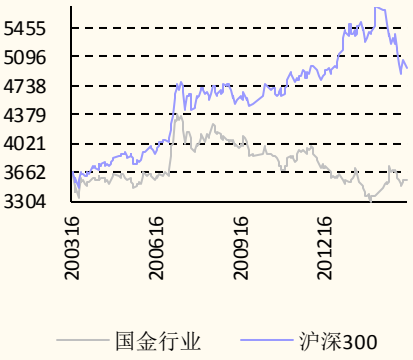
资源与环境研究中心

房地产行业研究 买入（维持评级） 行业深度研究

简单明了的基本面恢复周期

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	3570
沪深 300 指数	5036
上证指数	3420
深证成指	13520
中小板综指	12132



相关报告

1.《两会聚焦大城市住房问题-房地产行业周报》，2021.3.8

2.《2 月销售热度延续；土地集中供给政策出台-房地产行业周报》，2021.3.2

3.《就地过年推动一二线城市成交量-房地产行业周报》，2021.2.23

4.《生育率下行；顺丰申报物流 RIETS-房地产行业周报》，2021.2.16

5.《1 月销售开门红；深圳发布二手房参考价机制-房地产行业周报》，2021.2.8

赵旭翔 分析师 SAC 执业编号：S1130520030003
zhaoxuxiang@gjzq.com.cn

房地产行业策略观点更新

- **三个因素将推动 2021 年及往后销售毛利率企稳回升：1）高价地问题逐渐解决。**房企在 2016-2018 年因错误预期拿错的项目已逐渐消化。未来，考虑到大量负利润率项目已被消除，销售毛利率大概率将企稳回升。**2）拿地竞争趋于理性。**过去政府更多考虑需求端调控，忽视地价因素，因而竞争激烈。随着供给端改革持续深入，地价将得到有效控制。**3）房价进入比较明显的上行周期。**2020 年起全国房价进入比较明显的上行周期，今年仍将延续。主要由于房价涨幅与货币政策的累计效应有关，与边际变化关系较小。预计今年平均房价涨幅 6%，但上涨将偏向于小城市和热点城市非核心区。
- **当前房地产市场被切割成了两个部分。1）热点区域：**由于价格倒挂，项目销售难度降低，回款速度提升，实际上趋近于无风险，利润率越来越低，商品房的商业模型被破坏，成为“跑量”的生意。**2）非热点区域：**一二线的郊区和广大的三四线城市，还未出现“价格天花板”，因此仍然存周期性因素。**整体而言，销售利润率向上和向下弹性都变小了，但稳定性有所提升。**
- **对三条红线的理解：1）房地产调控的进一步细化。**从需求端管控到融资端管控，“因企施策”有利于控制杠杆水平。**2）有助于平抑地价。**过去总是存在“只重规模，不看利润”的乐观者，不断加杠杆推升地价，导致项目利润越来越薄。限制杠杆后，能够起到平抑地价的作用。**3）持续观察监管范围是否会扩大。**由于三条红线目前仅覆盖少数房企，部分中小房企仍趁着窗口期继续增加杠杆。后续需持续观察监管范围是否扩大。**整体上，热衷于加杠杆的房企被管控后，资债指标良好的头部房企将迎来更加公平的竞争环境。**
- **土地集中供应制度有利于约束地方政府的供地行为，有助于增加供地数量，平抑地价。1）该政策实际上是对地方政府供地行为的约束。**集中供地有助于增加供地数量，同时批量供应能够在起到平抑地价的作用。2）对于热点区域，增加供地难以缓解供需不平衡，因此利润率仍将维持较低水平。但增加热点城市的郊区供地，整体上将使得地价更为可控，生意更能持续。
- **行业销售金额仍将平稳增长，头部公司估值将会长期修复。①中国的房地产市场投资和投机性需求占比较高。**投资本质上量价相关，一旦赚钱效应消失，销量可能受到较大影响。因此只有销售价格能够保持平稳上涨，销售面积总体上才能表现为缓慢下滑，行业能够维持金额的小幅增长。**②头部公司将会迎来估值修复。**绿档和黄档的企业能够在资债指标不恶化的前提下，保持 10-15%的可持续增长。未来两年，毛利率回升叠加销售金额增长，销售利润率可能实现双位数增长，头部房企估值水平将逐渐得到修复。
- **行业供给侧改革大背景下，从两个维度寻找投资机会。1）剔预资产负债率相对低的房企。**现金短债比和净负债率相对更容易达标，但剔预资产负债率调整难度更大，该指标更高的企业受限更大。**2）销售均价更低的房企。**热点城市和核心区域销售均价高，但商业模型已经被破坏。小城市和非热点区域的市场周期仍存在，从房价弹性的角度上，更加看好销售均价低的房企。

周报观点

- **非房：复星旅游文化 3 月 15 日正式纳入港股通。**过去一年公司的日均换手率仅千分之 0.5，股票的流动性较差，机构投资者的买入和卖出难度大，很大程度影响了股价。纳入港股通，将很大程度消除股价的流动性折价。

投资建议

- 推荐万科、保利地产、招商蛇口、复星旅游文化、华润万象生活

风险提示

- 房地产调控超预期收紧；销售毛利率恢复低于预期

内容目录

近期策略观点更新 4
数据跟踪 10
新房成交 10
二手房成交 12
重点城市库存与去化周期 15
300 城土地市场 16
涉房贷款 18
行业政策 19
公司动态 20
非房业务 21
行业估值 22
风险提示 22

图表目录

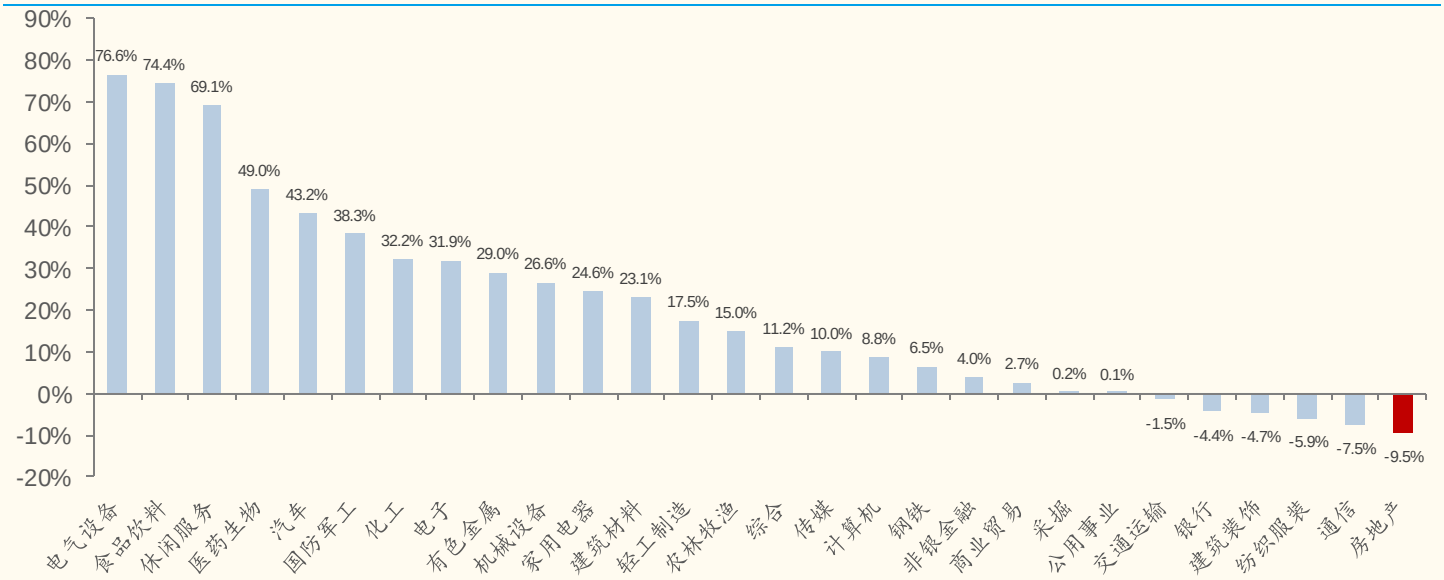
图表 1：2020 年各行业涨跌幅-房地产行业涨幅倒数第 1 名 4
图表 2：技术平移后全国房价地价比（样本统计） 4
图表 3：2020 年初至今房地产指数复盘 6
图表 4：2019 年销售额 Top50 房企资债指标情况 7
图表 5：样本房企销售均价 vs 剔预资产负债率 9
图表 6：42 城新房成交面积及同比增速 10
图表 7：各能级城市新房成交面积月初至今累计同比 10
图表 8：各能级城市新房成交面积年初至今累计同比 10
图表 9：42 城新房成交明细 11
图表 10：2021 年 2 月重点城市商品住宅成交量价环比变化 12
图表 11：17 城二手房成交面积及同比增速（周） 12
图表 12：高能级城市二手房成交面积月初至今累计同比 13
图表 13：高能级城市二手房成交面积年初至今累计同比 13
图表 14：17 城二手房成交明细（万平米） 13
图表 15：84 城二手房销售面积环比（月度） 14
图表 16：84 城二手房销售面积同比（月度） 14
图表 17：84 城二手房销售面积累计同比（年度） 15
图表 18：12 城商品房库存和去化周期 15
图表 19：12 城按城市能级的库存去化周期 15
图表 20：12 个重点城市商品房库存及去化周期 16
图表 21：11 个重点城市商品住宅库存及去化周期 16
图表 22：周度 300 城用地供应建面及同比增速 17

图表 23：年度累计 300 城住宅类用地供应建面同比增速.....17
图表 24：周度 300 城土地成交建面及同比增速.....17
图表 25：年度累计 300 城土地成交建面同比增速.....17
图表 26：周度 300 城成交土地楼面均价及同比增速.....17
图表 27：年度累计 300 城住宅类用楼面均价同比增速.....17
图表 28：周度 300 城住宅类用成交土地溢价率.....18
图表 29：月新增居民中长期贷款及同比增速.....18
图表 30：年累计新增居民中长期贷款及同比增速.....18
图表 31：月新增开发商贷款及同比增速.....19
图表 32：年累计新增开发商贷款及同比增速.....19
图表 33：首套房贷平均利率.....19
图表 34：二套房贷平均利率.....19
图表 35：政策新闻汇总.....19
图表 36：上市公司动态.....20
图表 37：非住行业资讯.....21
图表 38：非住行业公司动态.....21
图表 39：A 股地产行业 PE-TTM.....22
图表 40：香港内房股 PE-TTM.....22
图表 41：覆盖公司估值情况.....22

近期策略观点更新

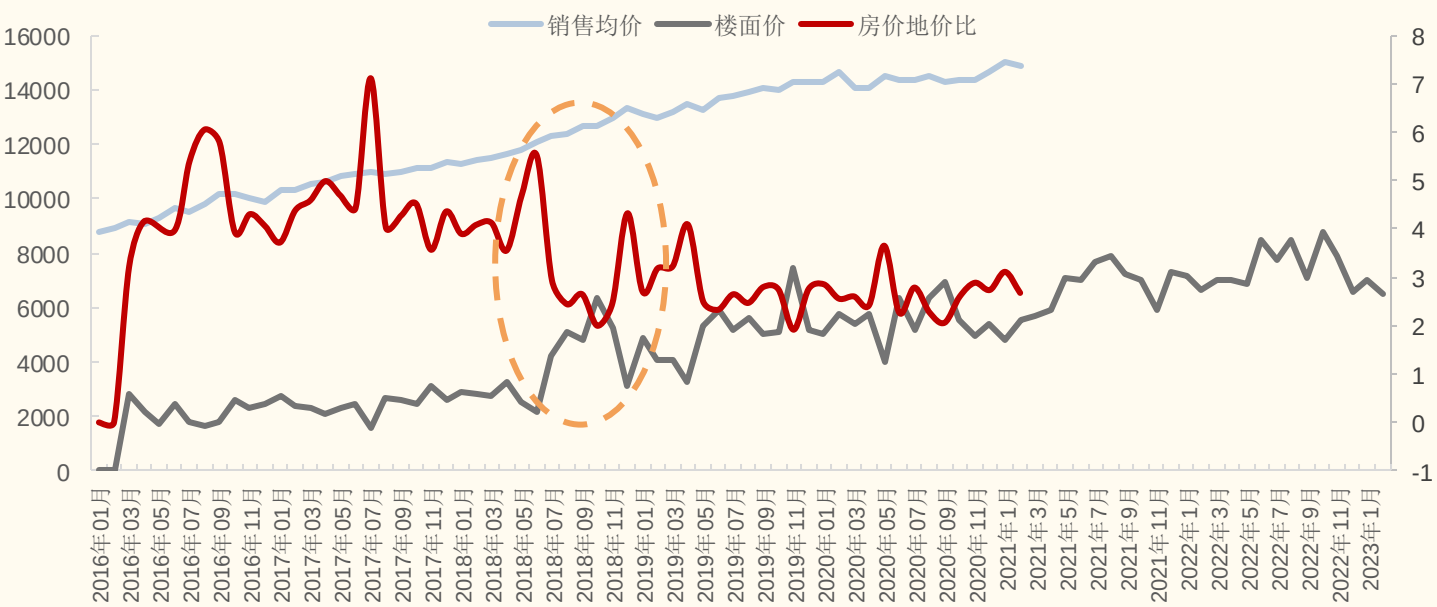
- 2020 年房地产股并未享受到牛市，**行业指数表现不佳，主要由于：1）销售毛利率继续下行。**我们以合同销售时间轴为依据，将地价数据平移两年处理，同时考虑公开市场土地出让竞自持规则等因素的影响逐渐扩大，对地价做修正处理。根据平移对应后的房价地价关系，可以发现**销售毛利率自 2018 年 5-6 月起开始出现明显下滑，且这一趋势一直延续到了 2020 年。**（考虑到开发商倾向于推迟高价地项目的开发时点，而 2016-2017 年地价整体都较高，所以我们做了两年的平移处理）。**2）结算毛利率首次出现重大向下拐点。**销售毛利率下行最终传递至结算毛利率。结算毛利率的向下拐点在 2020 年 3 月份后的年报中首次显现。市场对于行业利润率持续下行的担忧显现在股价上，行业整体表现不佳。**考虑到行业平均销售至结算周期约两年，预计 2020-2022 年结算毛利率仍将持续下行。**

图表 1：2020 年各行业涨跌幅-房地产行业涨幅倒数第 1 名



来源：wind，国金证券研究所

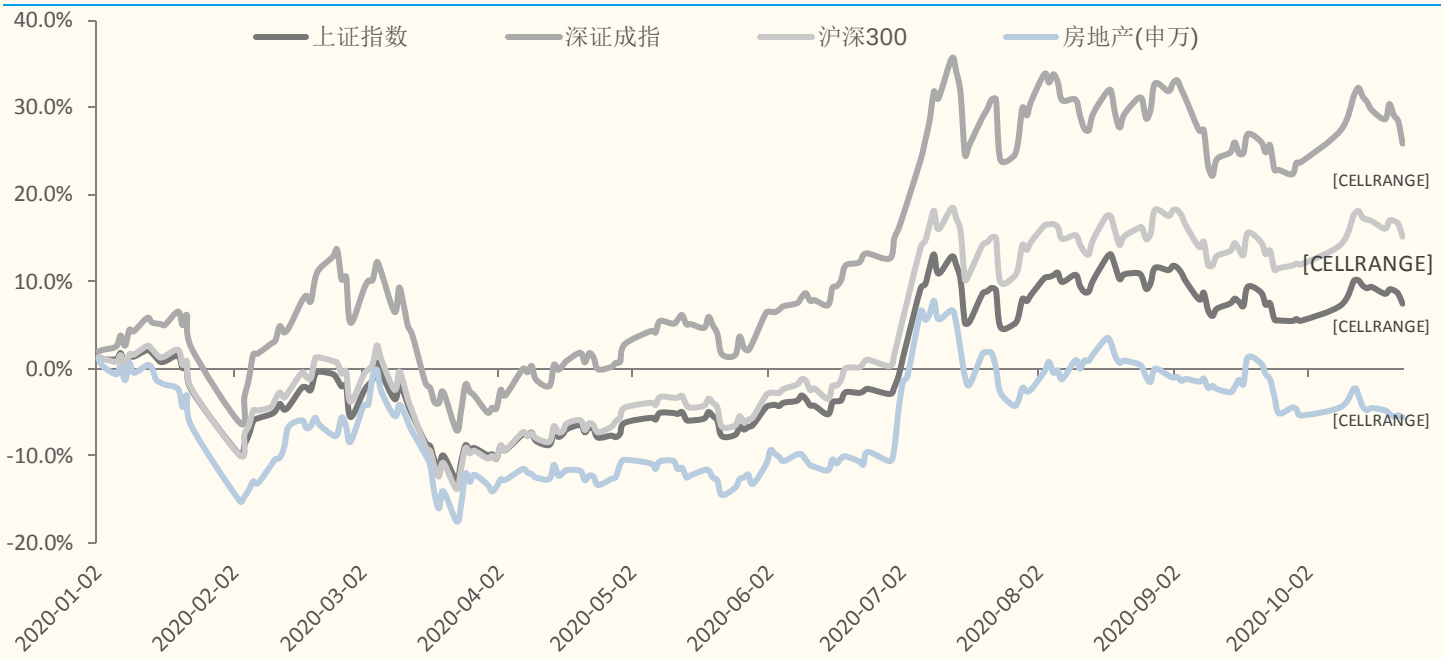
图表 2：技术平移后全国房价地价比（样本统计）



来源：中指数据库，国金证券研究所

- 2020 年初至今房地产行业经历了上半年的疫情影响、结算盈利能力下降体现以及疫情后重点城市房价上涨和多方政策调控，其指数也表现出疫情前后的下跌及反弹，年报后下跌，伴随房价上涨带来的波动和调控陆续出台的下跌，在各行业涨幅中位列倒数第 2 名，跑输大盘。
  - **新冠疫情：**1 月底-3 月初，受到新冠疫情影响，地产指数呈现出先下跌后反弹。
  - **房企年报发布：**3 月，房企集中发布 2019 年年报，年报数据体现整体盈利能力下降，地产指数再次下跌。
  - **房企一季报发布：**4 月，房企集中发布 2020 年一季报，充分表达了盈利能力下降的事实，地产指数横盘数月。
  - **市场意识到房价上涨：**实质上部分重点城市房价从 3 月起一直在抬升，但直至 7 月初，市场开始意识到房价上涨，并预期房价上涨将使得房企进入存货质量提升周期，可以缓解毛利率下行压力，地产指数开始上涨，地产迎来行业机会。
  - **房地产工作会议的讲话：**中央 7 月 24 日主持召开房地产工作座谈会，表示要坚持从全局出发，进一步提高认识、统一思想，牢牢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，坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康发展。就此，房企存货弹性重新受到压制，房价上涨的逻辑收窄。
  - **多城市出台调控：**7 月 5 日深圳发布楼市调控；24 日，住建部召集北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、沈阳、成都、宁波、长沙等 10 个热点城市房地产工作座谈会，明确指出地方政府应高度重视当前房地产市场出现的新情况新问题，时刻绷紧房地产调控这根弦，坚定不移推进落实好长效机制。截至 11 月中旬，30 余城市出台调控政策，期间指数波动收窄。
  - **三条红线发布：**8 月 20 日，住房城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，会议上，明确了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，被称为“三道红线”。“三道红线”包括房企剔除预收款后的资产负债率不得大于 70%；房企的净负债率不得大于 100%；房企的“现金短债比”小于 1 。三条红线规则出台后相当于监管介入运营，房企融资增速、规模扩张受限，

图表 3：2020 年初至今房地产指数复盘



来源：wind，国金证券研究所

- **关于三条红线政策，我们认为：1）三条红线是房地产调控的进一步细化。**过去政府主要通过需求端和价格端进行管控。现在“因企施策”，监管直接介入运营，对每个房企的融资行为进行“家长式管理”，有利于控制杠杆水平，防范金融风险。**2）有助于平抑地价。**土地市场价格总是由乐观者决定，过去市场上总是存在“只重规模，不看利润”的开发商，通过不断加杠杆，抬高地价，导致项目利润越来越薄。三条红线通过管控行业杠杆水平，能够起到平抑地价的作用。**3）持续观察监管范围是否会扩大。**但由于该红线标准目前仅明确针对 12 家试点房企，部分中小房企仍然趁着窗口期继续加大杠杆，部分市场尤其是热点城市的土地市场并未出现明显的降温。后续需要持续观察监管范围是否会扩大，以真正起到平抑地价的作用。**整体来看，热衷于加杠杆的房企被管控后，万科、保利等资债指标良好的房企将迎来更加公平的竞争环境。**

图表 4：2019 年销售额 Top50 房企资债指标情况

代码	企业简称	分子分母剔除预收款的资产负债率（%）	净负债率（%）	现金短债比	超过临界值指标个数
600048.SH	保利地产	67.5	56.9	2.1	0
0688.HK	中国海外发展	53.8	30.5	4.1	0
1109.HK	华润置地	56.4	32.5	3	0
0960.HK	龙湖集团	66.5	51.1	4.4	0
001979.SZ	招商蛇口	57.4	29.3	1.4	0
600383.SH	金地集团	67.2	57.7	1.3	0
3377.HK	远洋集团	69.9	80.6	3.4	0
002244.SZ	滨江集团	69.7	78.1	1.5	0
2007.HK	碧桂园	82.7	55.3	2.1	1
000002.SZ	万科 A	76.5	34.8	1.8	1
601155.SH	新城控股	76.6	6.4	2.6	1
0813.HK	世茂房地产	70.6	63.6	1.4	1
0884.HK	旭辉控股集团	75	69.1	2.7	1
0817.HK	中国金茂	68.1	83.1	0.9	1
6158.HK	正荣地产	76.2	97.5	1.4	1
3900.HK	绿城中国	73.5	63.2	1.5	1
3383.HK	雅居乐集团	72.7	96.6	1	1
3883.HK	中国奥园	81.9	74.9	1.6	1
601186.SH	中国铁建	75.8	14.7	1.9	1
600466.SH	蓝光发展	70.8	79.1	1.3	1
3380.HK	龙光地产	76.1	41.7	3.1	1
1813.HK	合景泰富	80.8	89.4	2.2	1
1966.HK	中骏集团控股	73.5	75.7	1.6	1
000069.SZ	华侨城 A	70.1	84.5	1.1	1
1233.HK	时代中国控股	74.4	76.7	1.4	1
2768.HK	佳源国际控股	71.7	96.1	1.2	1
1628.HK	禹洲地产	79.2	94.7	1.9	1
000671.SZ	阳光城	77.6	135	1.3	2
000961.SZ	中南建设	84	168.4	1.1	2
000656.SZ	金科股份	74.8	120.2	1.1	2
3301.HK	融信中国	73.2	115.9	1.8	2
1638.HK	佳兆业集团	75.9	162.2	1.1	2
002146.SZ	荣盛发展	73	83.2	0.9	2
3990.HK	美的置业	81.1	114.2	2.1	2
0137.HK	金辉集团	77.5	42.4	0.5	2
2868.HK	首创置业	74.6	159.3	1.1	2
1908.HK	建发国际集团	82.9	170	2	2
3333.HK	中国恒大	82.7	183.1	0.4	3
1918.HK	融创中国	84.2	214.2	0.9	3
600606.SH	绿地控股	82.8	155.6	0.8	3
2772.HK	中梁控股	80.8	120.9	0.7	3
600340.SH	华夏幸福	77.8	182.8	0.7	3
2777.HK	富力地产	79.5	218.3	0.4	3
2103.HK	新力控股集团	76	107.5	0.9	3
600376.SH	首开股份	75.4	169.8	1	3
600325.SH	华发股份	75.3	162.4	0.7	3
000732.SZ	泰禾集团	80.2	243.8	0.2	3

来源：wind，国金证券研究所

- **关于土地集中供应制度，我们认为：有利于约束地方政府的供地行为，有助于增加供地数量，平抑地价。**1）土地集中出让实际上是对地方政府供地行为的约束，有利于提高土地供应的透明度。通过集中供地，一方面有助于增加供地数量，另一方面，批量供应能够在一定程度上起到平抑地价的作用。政策总体上更有利于资金实力雄厚的大型开发商。1）对于 22 个热点城市的热点区域，增加供地难以缓解供需不平衡的问题，这些区域的利

润率仍将维持较低水平。但对热点城市的郊区增加供地，整体上将使得地价更为可控，生意更加能够持续。

- **我们认为，2021 年及往后销售毛利率将企稳回升，考虑三个影响因素：**

历史上的高价地的问题逐渐解决。2016-2018 年，房企错拿了许多“算错帐”的项目，本质在于错估了政府对于房价调控的周期和决心。经过几年时间的消化，同时得益于 2020 年热点城市房价整体涨幅较大，目前高价地项目已逐渐消化。展望未来，调整好“算账方式”后，在热点城市核心区域拿地，即便利润微薄，也不至于再出现较大亏损。考虑到大量负利润率的尾部项目已经被消除，销售毛利率大概率会企稳回升。

拿地竞争趋于理性。原先政府更多考虑房价调控，忽视地价因素，因而竞争激烈。未来，随着供给端改革政策持续深入，调控更加细致，地价可能得到有效控制，有助于稳定销售毛利率。

房价进入比较明显的上行周期。2020 年开始，房价进入比较明显的上行周期，我们认为 2021 年仍然延续。原因在于全国平均房价涨幅与货币政策的累计效应有关，而与边际变化关系较小。我们认为 2021 年全国房价仍然能够实现平稳上涨，预计全年平均房价涨幅 6%，但上涨的区域将偏向于小城市以及热点城市的非核心区域。

- **需要注意的是，销售毛利率企稳回升，并不代表会出现大幅改善：**

我们认为，当前房地产市场被切割成了两个部分。1）热点城市的热门区域趋于“福利房”化。热门区域容易遇到“价格天花板”，使得这些区域出现严重的一二手房价格倒挂现象。价格倒挂的存在，降低了项目销售难度，加快了回款速度，实际上风险极大下降甚至趋近于无风险，理应获取更低的收益率。利润率被极大压低，热门区域的商品房的商业模型被破坏，成为“跑量”的生意，房企成为“代建方”。**2）广大的非热点城市及区域仍然存在周期性波动。**广大的非热点区域，包括一二线的郊区和广大的三四线城市，普遍还未出现“价格天花板”的问题，因此仍然存在价格波动、项目不确定性等周期性因素。**对整个行业而言，销售利润率的向上和向下弹性都变小了，但稳定性有所提升。**

- **房行业销售金额仍将平稳增长，头部公司的估值将会长期修复。**

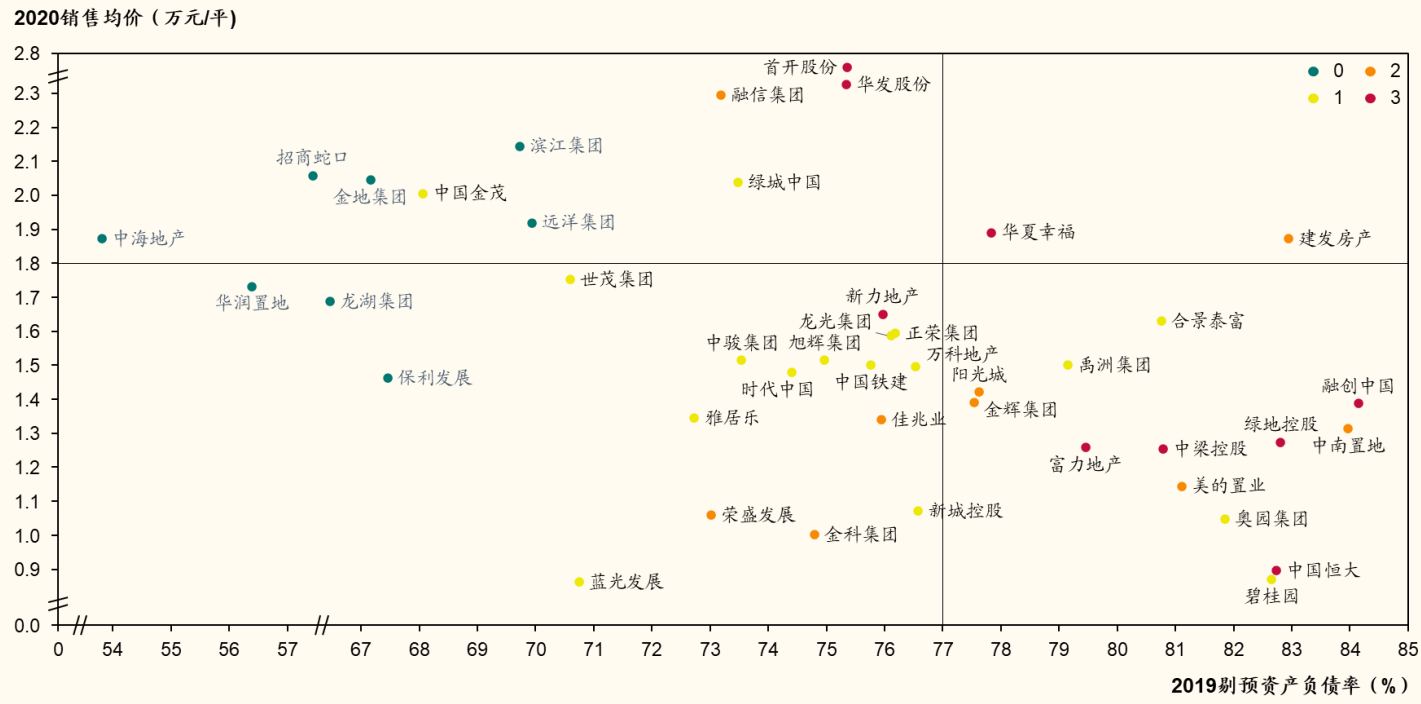
如何理解行业持续增长的逻辑：中国的房地产市场投资和投机性需求占比较高。投资本质上量价相关，一旦赚钱效应消失，投资行为将转而进入观望期，销量可能受到较大影响。尽管由于人口等因素的影响，长期来看商品房销售面积呈下行趋势。但只要销售价格能够保持平稳上涨，销售面积总体上将表现为缓慢下滑，行业能够维持金额的小幅增长。

头部公司将会迎来估值修复。行业供给侧改革，整体更有利于资债指标优质的头部企业。我们认为，绿档和黄档的企业能够在资债指标不恶化的前提下，保持 10-15%的可持续增长。**未来两年，毛利率回升叠加销售金额增长，销售利润率可能实现双位数增长。**当前行业平均 PE 估值 6 倍左右，反映的是长期零增长的预期，但如我们所述，头部房企业绩可能实现双位数增长，估值水平长期来看将逐渐得到修复。

- **行业供给侧改革大背景下，可以从两个维度寻找投资机会。1）剔预资产负债率相对低的房企。**三条红线所涉及的指标中，现金短债比和净负债率相对更容易达标，但剔预资产负债率调整难度相对更大，因此指标更高的企业将在更长的时间内受到较大的限制。**2）销售均价更低的房企。**销售均价更高的房企，项目储备往往更倾向于热点城市和核心区域。如前文所述，限价调控政策的存在一定程度上压制了热点区域的市场周期，对这些区域的商业模型形成了较大的破坏，利润率更低，弹性更小。而小城市和非热

点区域的市场周期仍然存在，考虑到未来两年房价平稳上涨的预期，我们总体上更加看好销售均价低的房企。

图表 5：样本房企销售均价vs 剔预资产负债率



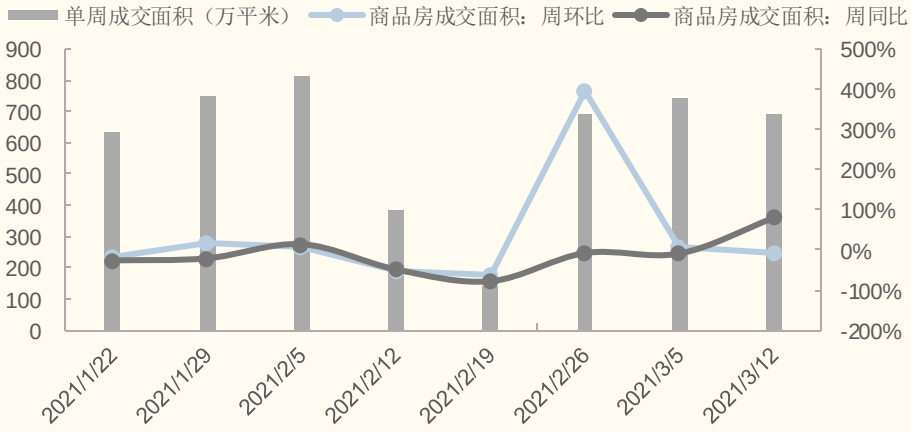
来源：克而瑞，国金证券研究所

数据跟踪

新房成交

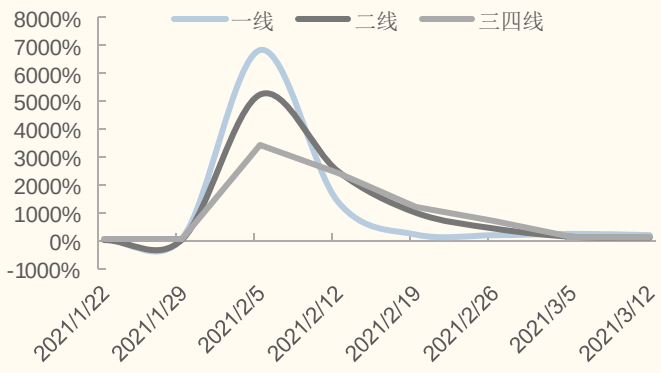
- 根据 wind，本周（3 月 6 日- 3 月 12 日），42 个城市商品房成交合计 691 万平米，环比-6.7%，同比+80%，月度累计同比+109%，年度累计同比+114%。其中：
  - **一线城市：**周度环比-4%；同比+173%；月度累计同比+188%；年度累计同比+136%；
  - **二线城市：**周度环比-6%；同比+91%；月度累计同比+102%；年度累计同比+98%；
  - **三四线城市：**周度环比-9%；同比 38.3%；月度累计同比+87%；年度累计同比+133%。

图表 6：42 城新房成交面积及同比增速



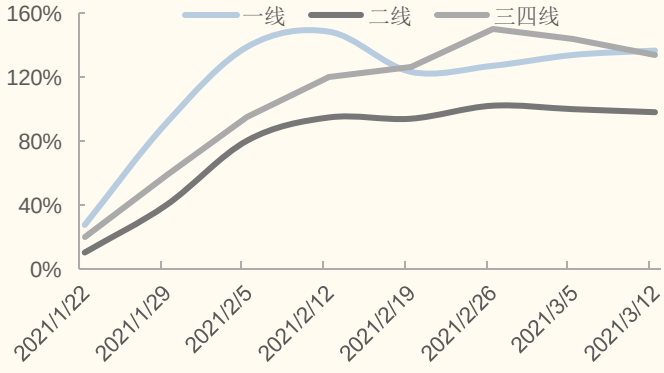
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：各能级城市新房成交面积月初至今累计同比



来源：wind，国金证券研究所

图表 8：各能级城市新房成交面积年初至今累计同比



来源：wind，国金证券研究所

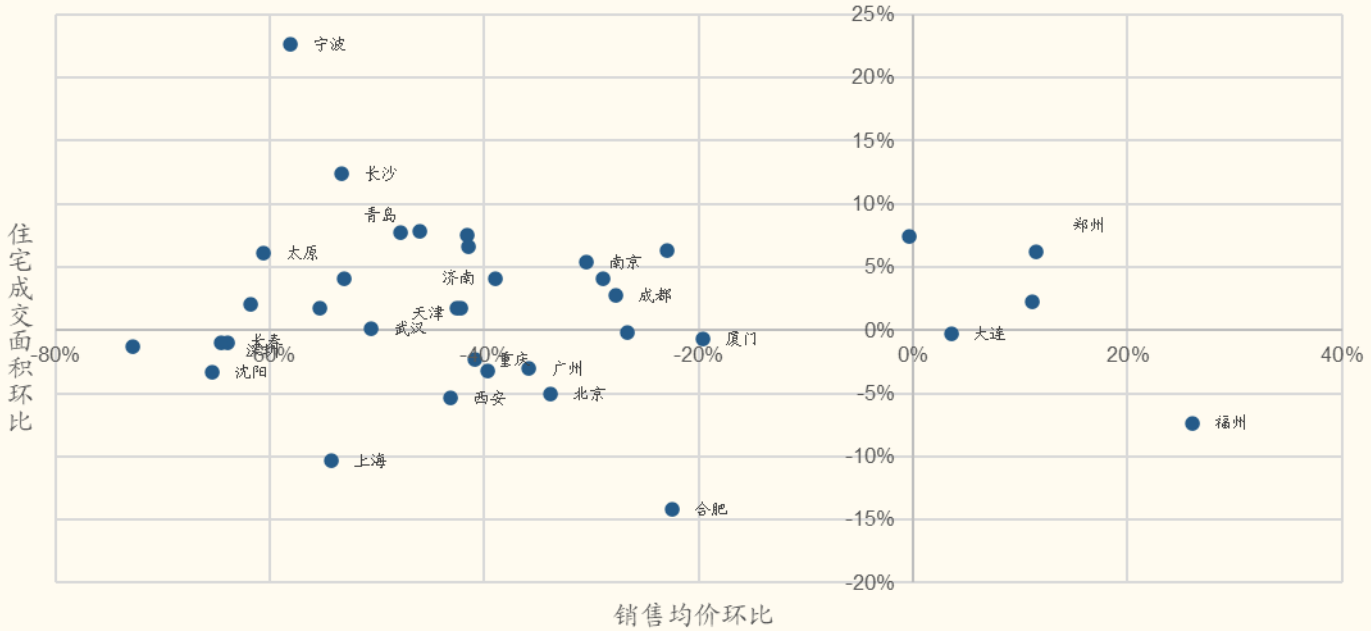
图表 9：42 城新房成交明细

城市	本周成交	上周成交	周环比	周同比	月累计值	月同比	年累计值	年同比
北京	32.9	31.3	5%	163%	61	452%	246	80%
上海	44.7	48.8	-8%	208%	79	132%	401	132%
广州	35.4	38.5	-8%	112%	62	228%	317	231%
深圳	15.6	14.9	4%	381%	28	78%	160	125%
杭州	27.7	53.7	-48%	224%	75	135%	287	149%
宁波	18.7	15.4	21%	109%	34	312%	174	177%
南京	39.1	36.2	8%	328%	72	179%	261	120%
苏州	22.3	25.3	-12%	99%	45	36%	214	58%
武汉	48.7	47.7	2%	136%	86	0%	437	186%
济南	9.3	5.3	75%	-53%	15	-50%	207	70%
青岛	33.0	39.2	-16%	151%	63	108%	277	99%
成都	65.3	64.9	1%	64%	126	41%	570	44%
福州	10.2	12.8	-21%	114%	20	113%	80	79%
厦门	17.0	15.5	10%	24%	17	206%	126	322%
佛山	31.9	32.1	-1%	50%	52	61%	302	113%
东莞	5.2	9.8	-46%	44%	12	35%	141	153%
南宁	23.6	17.4	36%	126%	37	95%	207	41%
无锡	11.7	13.2	-11%	-24%	12	-27%	119	77%
扬州	13.6	10.8	26%	149%	24	196%	75	133%
常州	9.6	8.2	17%	226%	17	16%	68	15%
泰州	2.6	4.8	-46%	56%	6	75%	30	234%
镇江	12.1	16.3	-25%	27%	24	95%	114	118%
淮安	9.7	15.2	-36%	-18%	22	99%	156	171%
连云港	22.6	26.3	-14%	46%	44	176%	233	248%
江阴	3.9	6.7	-41%	-13%	8	55%	60	94%
常熟	-	-	-	-	-	-	-	-
盐城	19.2	15.9	21%	63%	19	18%	110	145%
绍兴	3.9	7.3	-47%	75%	10	98%	41	92%
温州	19.2	25.8	-25%	-18%	35	109%	228	99%
金华	6.4	3.9	62%	69%	9	136%	67	348%
舟山	1.9	3.5	-48%	202%	4	69%	20	71%
惠州	12.5	6.6	89%	594%	17	210%	77	154%
汕头	7.4	4.6	58%	181%	12	72%	51	115%
江门	3.9	9.8	-60%	-32%	7	84%	44	223%
清远	7.3	6.8	8%	69%	14	24%	80	83%
韶关	2.4	3.3	-26%	-20%	5	20%	30	67%
泉州	4.8	1.8	167%	229%	6	17%	36	37%
莆田	8.2	5.3	55%	74%	12	102%	47	100%
芜湖	14.0	17.0	-17%	18%	27	268%	138	667%
淮南	4.9	5.7	-14%	191%	10	93%	38	128%
岳阳	2.6	4.2	-38%	-26%	5	41%	38	70%
泰安	5.6	8.4	-34%	138%	13	255%	52	186%

注：成交数据为各地房管局备案口径，可能较实际市场情况滞后

来源：wind，中指数据，国金证券研究所

图表 10：2021 年 2 月重点城市商品住宅成交量价环比变化



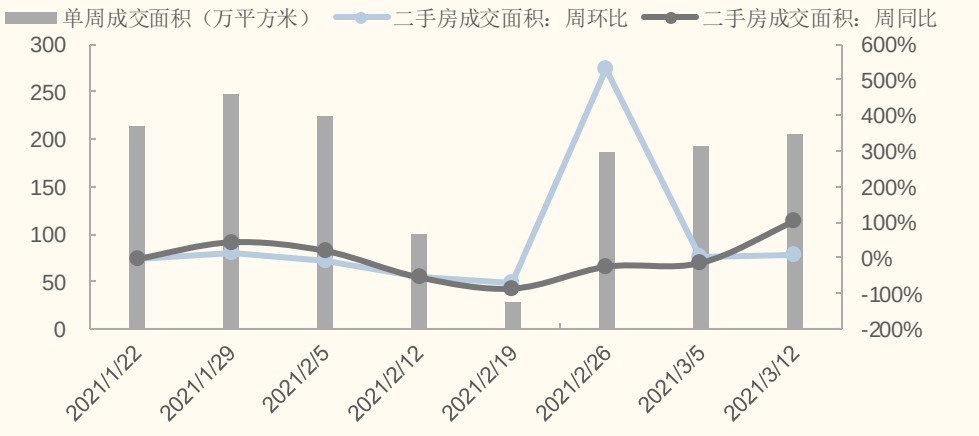
注：本图样本城市 39 个，将根据披露数据进行动态跟踪，截至 3 月 14 日，已公开数据城市 36 个

来源：中指数据，国金证券研究所

二手房成交

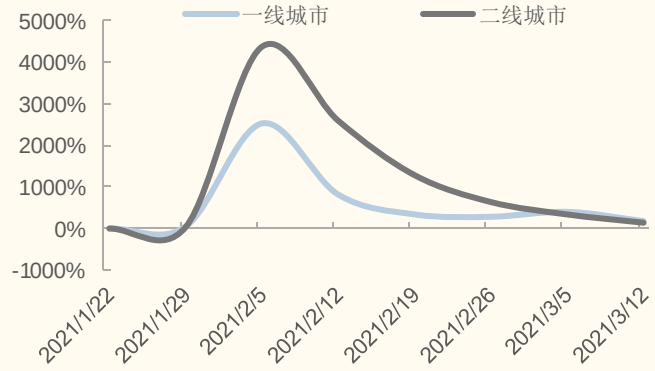
- 根据 wind 数据，本周（3 月 6 日- 3 月 12 日），17 个重点城市二手房成交合计 206 万平米，环比+7%，同比+104%，月度累计同比+159%，年初至今累计同比+103%。其中：
  - **一线城市：**周度环比+9%；同比+132%；月初至今累计同比+176%；年初至今累计同比+102%；
  - **二线城市：**周度环比+10%；同比+96%；月初至今累计同比+137%；年初至今累计同比+92%。

图表 11：17 城二手房成交面积及同比增速（周）



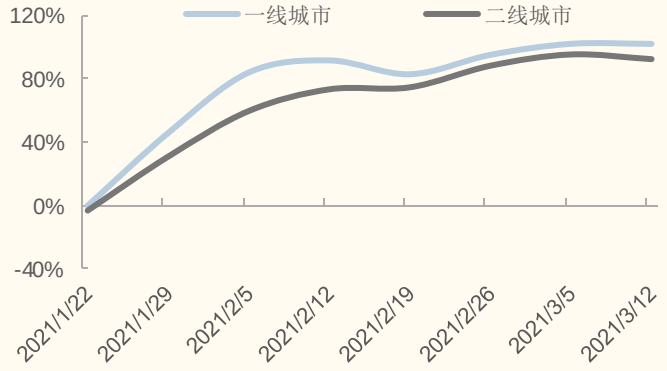
来源：wind，国金证券研究所

图表 12：高能级城市二手房成交面积月初至今累计同比



来源：wind，国金证券研究所

图表 13：高能级城市二手房成交面积年初至今累计同比



来源：wind，国金证券研究所

图表 14：17 城二手房成交明细（万平米）

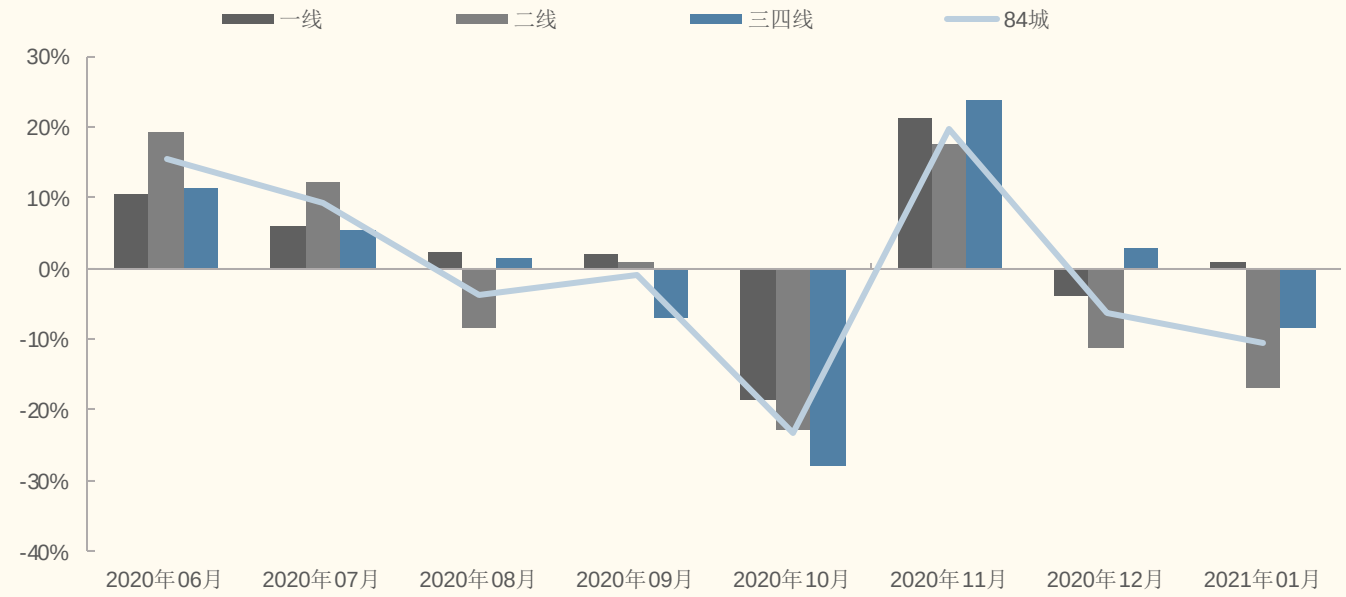
城市	本周成交	上周成交	周环比	周同比	月累计值	月同比	年累计值	年同比
北京	43.5	39.9	0%	93%	58.6	166%	276.0	166%
深圳	14.4	13.4	0%	494%	77.6	164%	354.6	164%
杭州	17.0	14.2	0%	448%	27.8	22%	126.2	22%
南京	22.3	21.4	0%	50%	28.4	178%	121.0	178%
苏州	17.5	17.8	0%	49%	42.5	140%	206.3	140%
成都	11.2	10.7	0%	97%	35.2	104%	171.9	104%
厦门	12.9	10.0	0%	184%	21.7	-2%	90.7	-2%
南宁	3.5	3.0	0%	85%	22.2	109%	106.7	109%
青岛	14.0	11.8	0%	194%	6.4	53%	31.9	53%
佛山	17.4	16.4	0%	38%	25.3	120%	112.1	120%
东莞	3.9	3.1	0%	133%	30.1	100%	163.0	100%
无锡	11.3	10.3	0%	295%	6.8	26%	40.6	26%
扬州	4.5	3.1	0%	209%	21.3	88%	82.2	88%
衢州	3.9	3.7	0%	18%	7.7	147%	27.8	147%
金华	5.2	5.8	0%	21%	7.7	953%	45.6	953%
江门	1.1	1.7	0%	-26%	11.0	300%	69.2	300%
清远	2.6	5.7	0%	41%	2.8	115%	19.6	115%

注：成交数据为各地房管局披露，为各地交易中心口径，可能较实际市场情况滞后

来源：wind，国金证券研究所

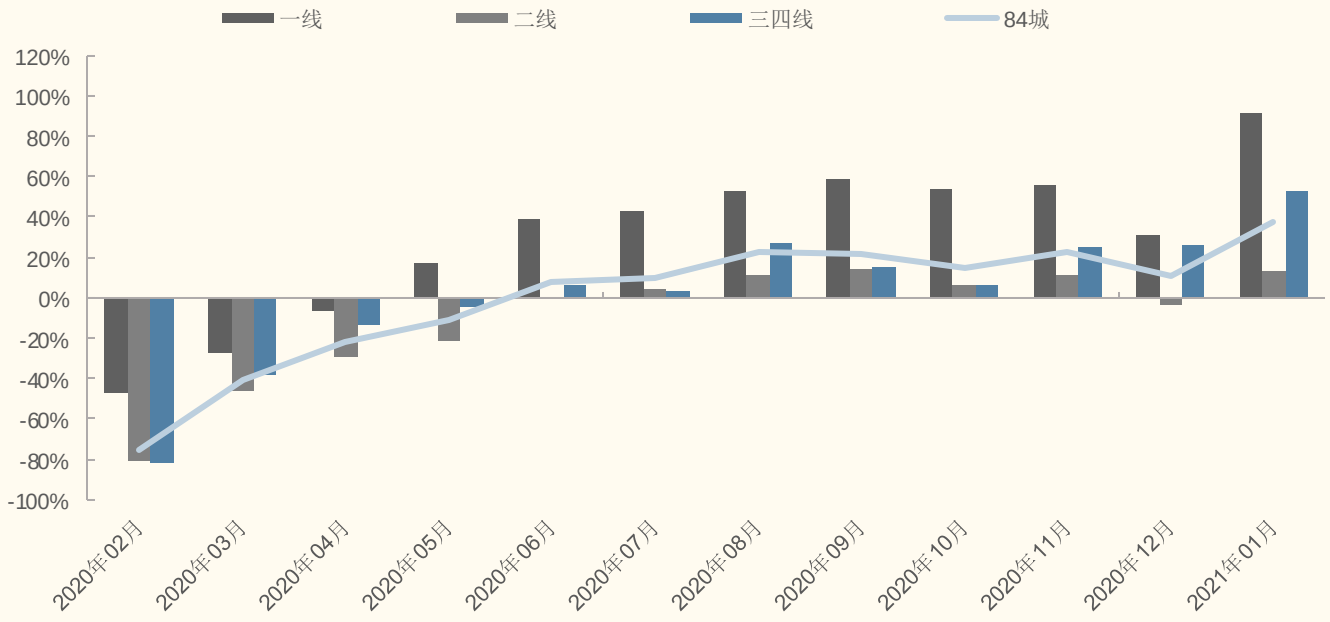
- 根据中指数据，2021 年 1 月，84 个样本城市二手房成交合计 2170 万平米，环比-10.6%，同比+37.7%，年度累计同比+37.7%。其中，
  - **一线城市：**1 月环比+0.9%，同比+91.8%；年初至今累计同比为+91.8%；
  - **二线城市：**1 月环比-17%，同比+13.4%；年初至今累计同比为+13.4%。
  - **三线城市：**1 月环比-8.3，同比+52.5%；年初至今累计同比为+52.5%。

图表 15：84 城二手房销售面积环比（月度）



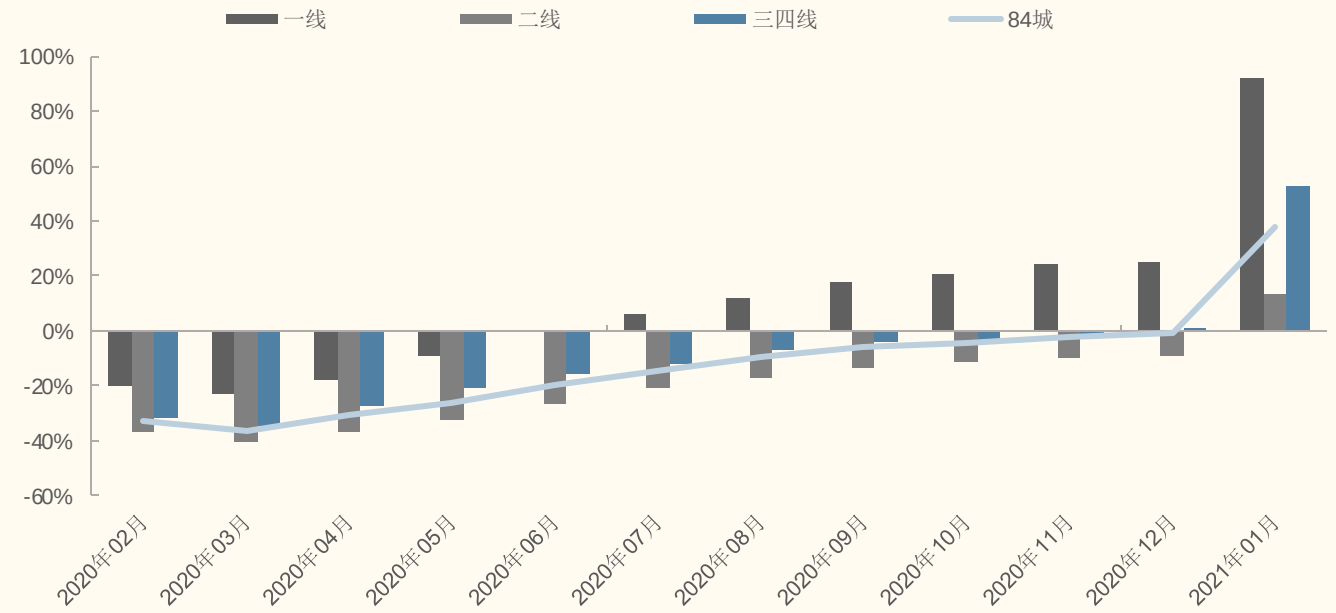
来源：中指数据库，国金证券研究所

图表 16：84 城二手房销售面积同比（月度）



来源：中指数据库，国金证券研究所

图表 17：84 城二手房销售面积累计同比（年度）

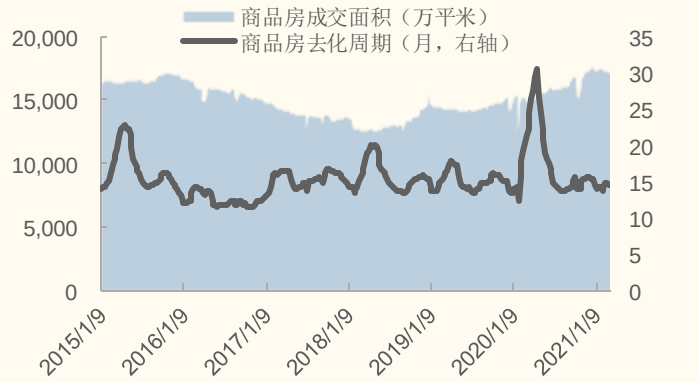


来源：中指数据库，国金证券研究所

重点城市库存与去化周期

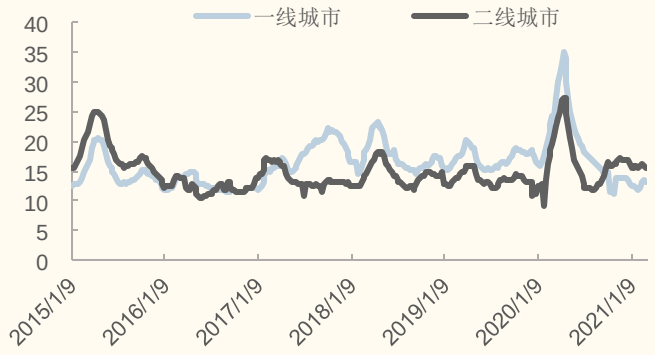
- 根据 wind 数据，本周（截至 3 月 12 日），12 城商品房库存（可售面积）为 1.69 亿平米，环比 0%，同比+14%。以 3 个月移动平均商品房成交面积计算，去化周期为 14.4 月，较上周-0.1 个月，较去年同期-7.8 个月。
- 本周，11 城商品住宅库存（可售面积）为 6189 万平米，环比-5%，同比+17%。以 3 个月移动平均住宅成交面积计算，去化周期为 7.2 月，较上周-0.5 个月，较去年同期-4.8 个月。

图表 18：12 城商品房库存和去化周期



来源：wind，国金证券研究所

图表 19：12 城按城市能级的库存去化周期



来源：wind，国金证券研究所

图表 20：12 个重点城市商品房库存及去化周期

城市	可售面积(万方)	同比去年同期	3 个月移动平均销售面积	去化周期（月）	同期增减（月）
北京	2,403	16%	132	18.2	-11.2
上海	2,734	-3%	197	13.9	-15.4
广州	1,574	67%	162	9.7	-5.1
深圳	687	8%	68	10.0	-6.1
杭州	1,155	25%	112	10.3	-2.7
南京	2,301	14%	111	20.7	-8.0
苏州	1,470	20%	102	14.4	-2.6
福州	1,448	42%	36	40.0	-5.4
南宁	850	2%	90	9.5	-0.6
泉州	690	-1%	16	42.3	-7.7
温州	1,123	8%	124	9.0	-8.8
莆田	450	-22%	21	21.2	-51.6

来源：wind，国金证券研究所

图表 21：11 个重点城市商品住宅库存及去化周期

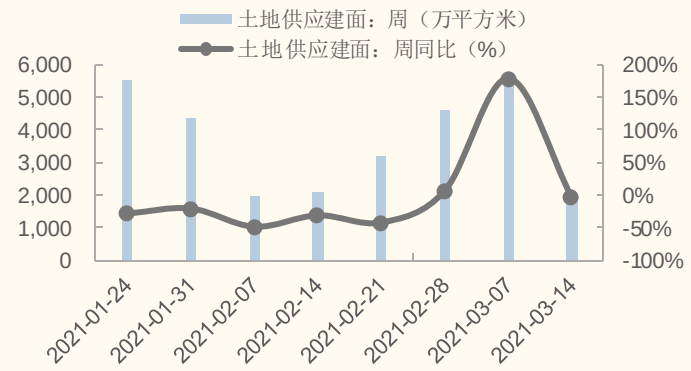
城市	可售面积(万方)	同比去年同期	3 个月移动平均销售面积	去化周期（月）	同期增减（月）
北京	1,198	10%	84	14.3	-11.5
上海	341	-54%	153	2.2	-9.4
广州	837	73%	132	6.3	-4.4
深圳	243	-7%	54	4.5	-4.9
杭州	501	73%	91	5.5	0.6
南京	688	22%	103	6.7	-2.3
苏州	809	46%	91	8.9	-0.0
福州	725	67%	28	25.7	0.0
厦门	326	3%	30	10.7	-20.1
宁波	298	9%	69	4.3	-2.4
莆田	223	-15%	19	11.7	-27.3

来源：wind，国金证券研究所

300 城土地市场

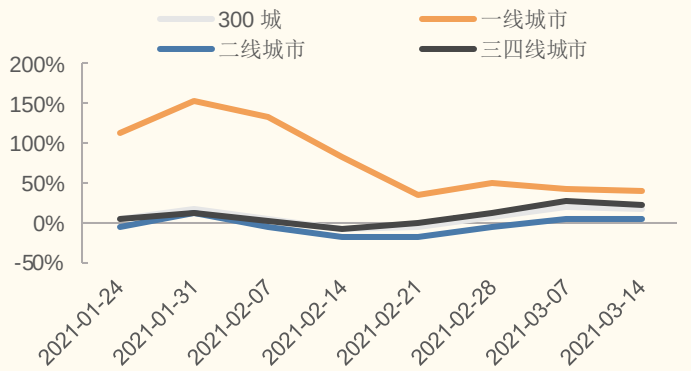
- 根据中指数据，本周（3 月 8 日-3 月 14 日），300 城土地供应建面 1,970 万平米，周同比-4%。年初至今累计供应 4.1 亿平米，同比+16%，其中一线、二线和三四线同比分别为+40%、+4%和+22%。
- 本周 300 城土地成交建面 3,664 万平米，周同比+123%。年初至今累计成交建面 4.1 亿平米，同比+29%，其中一线、二线和三四线同比分别为+63%、+26%和+29%。
- 本周 300 城土地成交楼面均价为 1,850 元/平米，周同比-8%。年初至今楼面均价为 2,528 元/平米，同比+8%，其中一线、二线和三四线同比分别为-28%、+10%和+19%。
- 本周 300 城成交土地溢价率为 19%，其中一线、二线和三四线同溢价率分别为 0%、14%和 26%。

图表 22：周度 300 城用地供应建面及同比增速



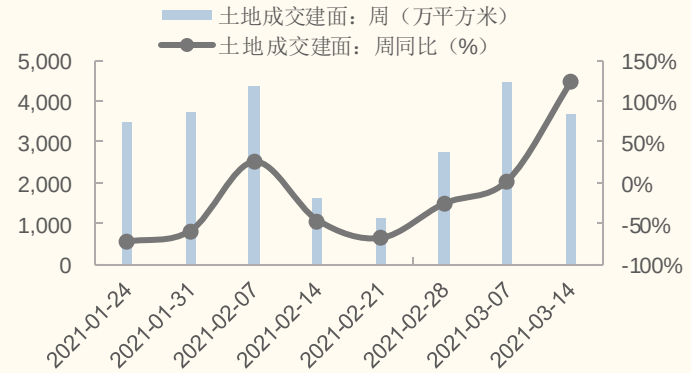
来源：中指数据库，国金证券研究所

图表 23：年度累计 300 城住宅类用地供应建面同比增速



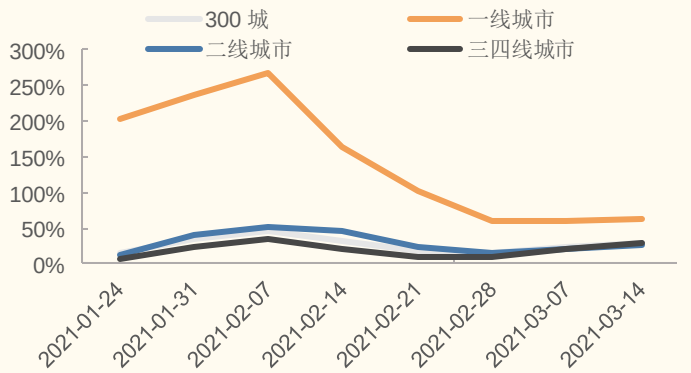
来源：中指数据库，国金证券研究所

图表 24：周度 300 城土地成交建面及同比增速



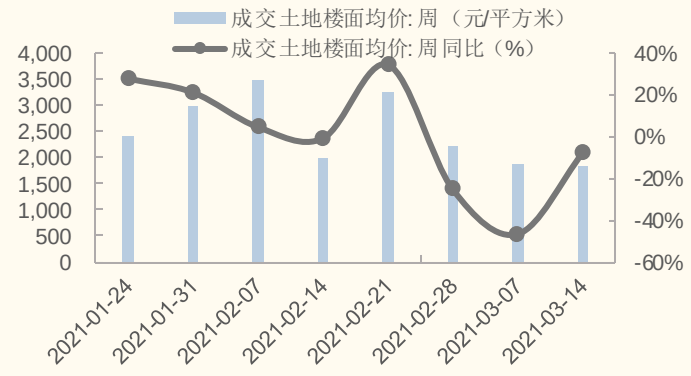
来源：中指数据库，国金证券研究所

图表 25：年度累计 300 城土地成交建面同比增速



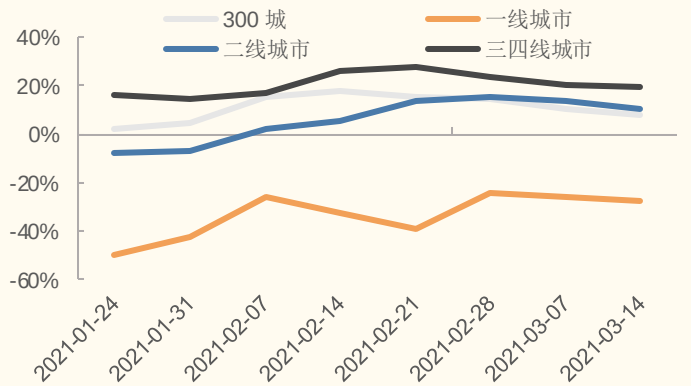
来源：中指数据库，国金证券研究所

图表 26：周度 300 城成交土地楼面均价及同比增速



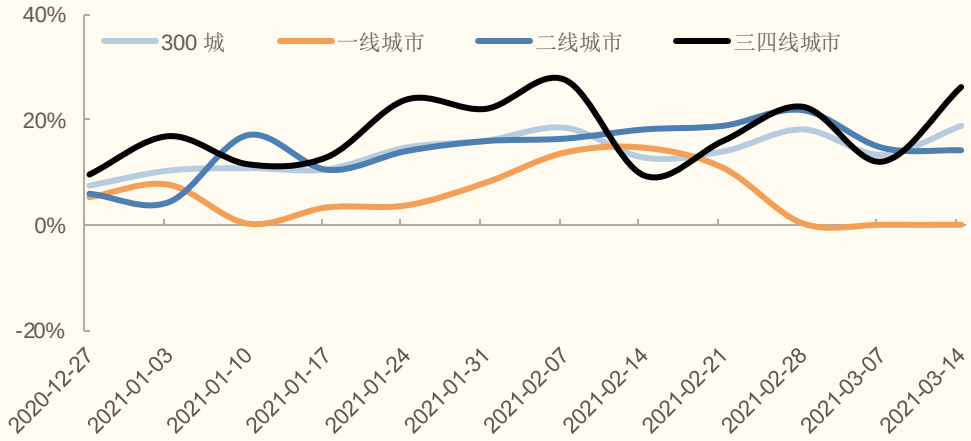
来源：中指数据库，国金证券研究所

图表 27：年度累计 300 城住宅类用楼面均价同比增速



来源：中指数据库，国金证券研究所

图表 28：周度 300 城住宅类用成交土地溢价率

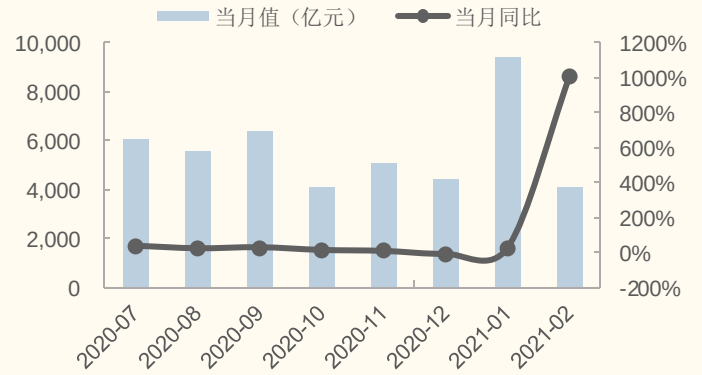


来源：wind，国金证券研究所

涉房贷款

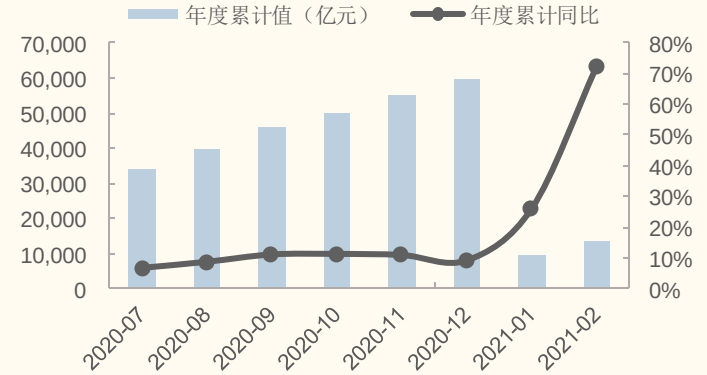
- 根据 wind 数据，2021 年 2 月新增居民中长期贷款为 4113 亿元，同比+1008.6%；年初至今累计新增居民中长期贷款为 1.36 万亿元，同比+72.5%。2020 年 12 月新增开发商贷款款为 2420 亿元，同比+9.2%；年初至今（2020 年）累计新增开发贷款为 2.67 万亿元，同比+5.7%。2021 年 2 月 5 年期 LPR 为 4.65%，环比保持平稳；首套房贷款平均利率为 5.26%，环比+4BP；二套房贷款平均利率为 5.56%，环比+3BP。

图表 29：月新增居民中长期贷款及同比增速



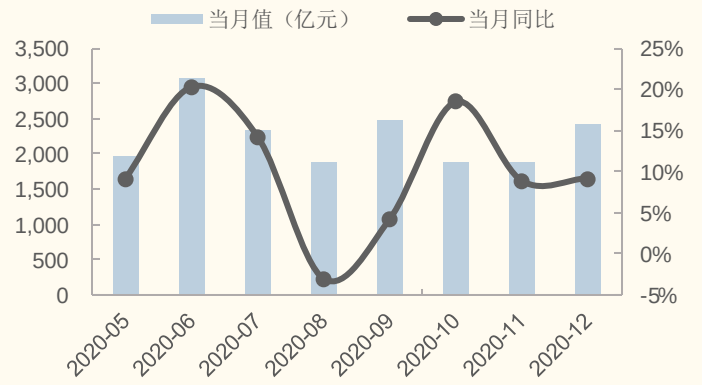
来源：wind，国金证券研究所

图表 30：年累计新增居民中长期贷款及同比增速



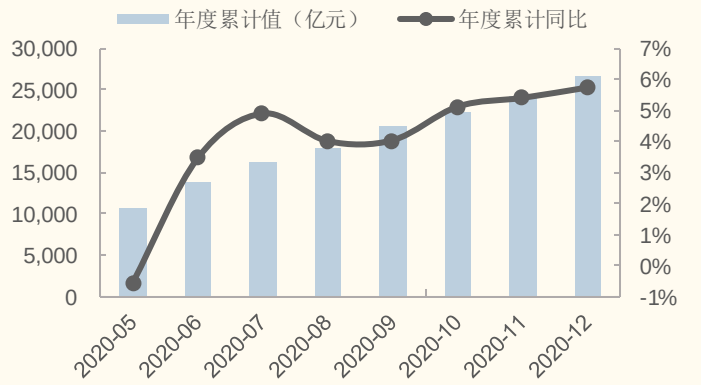
来源：wind，国金证券研究所

图表 31：月新增开发商贷款及同比增速



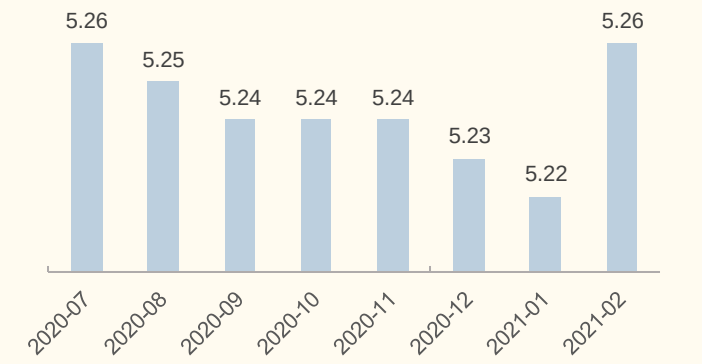
来源：wind，国金证券研究所

图表 32：年累计新增开发商贷款及同比增速



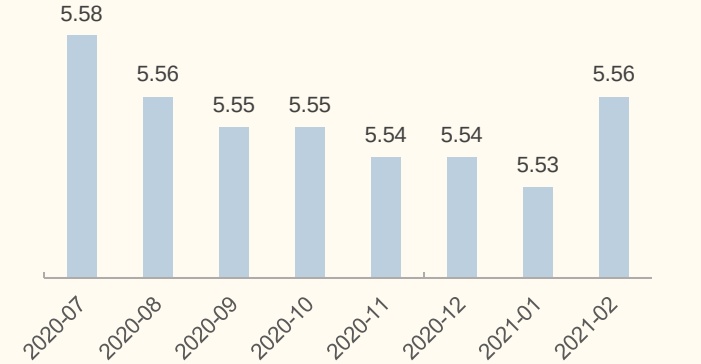
来源：wind，国金证券研究所

图表 33：首套房贷平均利率



来源：wind，国金证券研究所

图表 34：二套房贷平均利率



来源：wind，国金证券研究所

行业政策

图表 35：政策新闻汇总

时间	城市/机构	内容
2021/3/1	洛阳	洛阳市住房公积金管理中心发布《关于启动住房公积金流动性风险一级预警防控措施的通知》。截至 2021 年 2 月末，洛阳市住房公积金个贷率为 98.17%。为有效防范化解住房公积金流动性风险，从 2021 年 3 月 6 日起，启动流动性风险一级预警防控措施。
2021/3/1	南京	《2021 年全市经营性用地拟上市地块前期工作推进会议方案（代会议通知）》提到，根据最新自然资源部集中供应住宅用地的要求，切实掌握调控主动权，南京市规划和自然资源局、南京市土地储备中心牵头前期手续部门及各运动主体对接 2021 年经营性用地拟上市地块各项前期工作。
2021/3/2	福建	福建银保监局近日表示，将结合辖内实际，明确地方法人银行业金融机构房地产贷款集中度上限划档标准。同时适当延长过渡期，对于调整确有困难的超标机构，经申请，业务调整过渡期最长可为 6 年，以确保超标机构平稳过渡。
2021/3/2	上海	上海市人民政府印发《关于本市“十四五”加快推进新城规划建设工作的实施意见》的通知，加快推进 5 个新城规划建设，探索差异化购房和租赁政策。
2021/3/2	无锡	无锡市住建局印发关于规范我市二手房交易秩序的通知，通知称，对涉嫌存在捂盘惜售、价外加价、虚假广告、发布虚假房源信息、恶意哄抬房价、经营贷挪用购房、捏造和散布不实房地产消息等违法违规行为进行严肃查处。
2021/3/3	杭州	发布《关于进一步规范房地产市场秩序的通知》，从加强司法拍卖住房限购，严格防范经营贷、消费贷违规流入市场，严厉打击中介机构违法违规行为等方面进一步规范市场秩序。
2021/3/3	上海	上海市住房和城乡建设管理委员会等联合发布《关于进一步加强本市房地产市场管理的通知》指出，实施住房限售。对按照优先购房政策购买的新建商品住房，在购房合同网签备案满 5 年后方可转让；在房价地价联动的基础上，商品住宅用地出让实行限价竞价；房管部门进一步强化新建商品住房项目价格备案复核，坚决防止上市销售项目备案价格过高。

2021/3/4	上海	上海市房屋管理局发布《关于进一步加强本市房地产经纪机构和住房租赁经营机构主体管理的通知》，提出加强房地产经纪机构备案管理、加强住房租赁经营机构开业报告（信息记载）管理、加强经营主体入网认证管理、建立健全行业信用体系和加强从业主体管理信息化支撑等五方面措施。
2021/3/4	安庆	住房和城乡建设局发布消息称，该局多部门联动，加大对房地产市场事中事后监管力度，健全和完善以“双随机、一公开”为基本手段，以重点监管为补充，以信用监管为基础的新型监管模式体系，营造诚实守信的房地产市场环境。
2021/3/5	辽宁省	辽宁省市场监督管理局表示，该省市场监管系统将持续强化对利用合同格式条款侵害消费者权益违法行为的监管，促进合同公平、优化市场秩序，改善消费环境。
2021/3/6	海口	海口市住建局出台《海口市房地产中介行业信用信息管理办法》，有效期 5 年，海口将对房地产中介服务机构实施信用等级量化评分，年度信用分值不足 70 分者将被评定为 D（差）级，停止使用存量房网上交易管理系统权限资格。

来源：各地政府网站，国金证券研究所

公司动态

图表 36：上市公司动态

公司名称	公告时间	类型	内容
融资新闻			
中国奥园	2021/3/8	借款融资	公司作为借款人进行有抵押双币种定期银行贷款融资，公司借款融资 15.98 亿港元及 2,000 万美元，并就所有未偿还款项向该等贷款人支付利息。
金科股份	2021/3/9	发行票据	债券“21 金科 03”将于 2021 年 3 月 10 日正式挂牌交易，发行规模 22 亿元，债券期限为 4 年期，票面年利率为 6.3%。
金地集团	2021/3/11	发行票据	发行 2021 第二期中期票据 15 亿元人民币，产品简称为“21 金地 MTN002”，发行规模 15 亿元，发行期限 3 年，发行利率为 3.96%。
中南建设	2021/3/12	发行债券	面向专业投资者公开发行债券（第一期），债券简称“21 中南 01”；发行规模不超过 10 亿，面值为 100 元。
经营和定期报告			
金科股份	2021/3/8	经营公告	2021 年 2 月，金科地产集团股份有限公司（以下简称“本公司”）及所投资的公司实现销售金额约 153 亿元，房地产销售面积约 156 万平方米；2021 年 1-2 月，本公司及所投资的公司实现销售金额约 295 亿元，房地产销售面积约 296 万平方米。
中国金茂	2021/3/8	经营公告	2021 年 2 月，公司及其附属公司取得签约销售金额约人民币 202 亿元，销售建筑面积约 115.9 万平方米；1-2 月，集团取得签约销售金额共人民币 403 亿元，累计签约销售建筑面积约 257.3 万平方米。
龙光集团	2021/3/9	经营公告	2021 年 2 月，归属于本公司股东权益的合约销售金额约为人民币 120.9 亿元，同比增长 357.2%，归属于本公司股东权益的合约销售面积约 54 万平方米；1-2 月，归属于本公司股东权益的合约销售金额累计约人民币 281 亿元，同比增长 221.6%，归属于本公司股东权益的合约销售面积累计约 101.5 万平方米。
龙湖集团	2021/3/9	经营公告	截至 2021 年 2 月末，集团累计实现合同销售金额约人民币 352.8 亿元，合同销售面积 212.9 万平方米；其中，2 约单月实现合同销售金额人民币 157.7 亿元，合同销售面积 95.8 万平方米。
绿地控股	2021/3/10	经营公告	2021 年 2 月，公司新增房地产项目 2 个，合计计容建筑面积约 91.46 万平方米。
招商蛇口	2021/3/10	经营公告	2021 年 2 月，公司实现签约销售面积 76.43 万平方米，同比增加 589.79%；实现签约销售金额 172.17 亿元，同比增加 580.24%。2021 年 1-2 月，公司累计实现签约销售面积 173.97 万平方米，同比增加 214.76%；累计实现签约销售金额 418.36 亿元，同比增加 189.94%。
保利地产	2021/3/11	经营公告	2021 年 2 月，公司实现签约面积 207.57 万平方米，同比增加 58.08%；实现签约金额 320.04 亿元，同比增加 59.52%；1-2 月，公司实现签约面积 418.03 万平方米，同比增加 44.71%；实现签约金额 750.77 亿元，同比增加 72.00%；近期新增房地产项目 15 个。
阳光城	2021/3/11	经营公告	2021 年 1-2 月，公司实现销售金额 305.62 亿元，权益销售金额 195.78 亿元；销售面积合计 186 万平方米，权益销售面积合计 127.17 万平方米；2 月，公司获得 1 个土地项目，新增计容面积 22.15 万平方米。
融创中国	2021/3/12	业绩预告	截至 2020 年 12 月 31 日止年度，集团合同销售金额约为人民币 5,752.6 亿元；收入约为人民币 2,305.9 亿元，同增 36.2%；毛利约为人民币 484 亿元，同增 16.9%；核心净利润约人民币 302.6 亿元，同增 11.8%。
华润置地	2021/3/12	经营公告	2021 年 2 月，本集团实现总合同销售金额约人民币 175.3 亿元，总合同销售建筑面积约 110.4 万平方米，同比增长 220.7%及 222.1%；同期，权益合同销售金额及权益合同销售建筑面积分别为 108.3 亿元及 74.5 万平方米，同比增长 159.1%及 166.9%。
华润置地	2021/3/12	经营公告	2021 年 2 月，集团再太原、北京、无锡、长沙、鄱阳、青岛及福州收购了 7 幅地块，总

			楼面面积约 170.1 万平方米，应付权益土地出让金约为人民币 139.9 亿元。
非定期报告			
华夏幸福	2021/3/9	权益变动	公司控股股东华夏控股导致华夏控股累计被动减持 337,757,079 股股份，占华夏幸福目前总股本的 8.63%。
华夏幸福	2021/3/10	债务违约	公司及下属公司新增债务违约涉及本息金额 83.82 亿元，包括银行贷款、信托贷款、债券、债务融资工具等债务形式。截至目前，公司累计债务违约涉及本息合计 194.24 亿元。
中南建设	2021/3/13	股份增持	2021 年 3 月 12 日，公司接到公司控股股东中南城市建设投资有限公司（简称“中南城投”）的通知，称中南城投已通过公开方式增持公司股份 1,100,400 股，占公司 2021 年 1 月 12 日总股份的 0.029%。
重大交易			
中国金茂	2021/3/11	股权收购	公司间接全资附属公司广州金茂与广州万科及项目公司签订合作开发协议，收购项目公司 49%股权并就位于广州的标的地块展开合作。
蓝光发展	2021/3/12	股权转让	碧桂园物业香港拟受让蓝光和骏持有的蓝光嘉宝服务全部股份（包括内资股）115,840,200 股，股份转让价款为人民币 49.6428 亿元的等值港元，每股受让价格约为人民币 42.8546 元的等值港币。

来源：公司公告，国金证券研究所

非房业务

图表 37：非住行业资讯

时间	行业	部门/机构/相关主体	内容
2021/3/8	购物中心	昆明/金地商置	近日，云南昆明市自然资源和规划局公示了 2 月份过规项目，金地中心二期过规，将建 2 栋住宅楼（21 层、40 层）、1 栋办公楼（32 层）、4 层商业裙楼，总建面 25 万平方米。
2021/3/10	免税/物流	深圳前海	3 月 9 日，深圳市前海管理局与深圳市国有免税商品集团在前海签署战略合作协议。双方将在免税贸易新业态、免保融合新商业以及免税品供应链建设等领域展开战略合作，前海将出台支持商贸物流等企业发展的专项政策，推动前海综合保税区高质量发展。
2021/3/10	城市商业	北京	今年北京市将推动地铁站周边用地一体化综合开发，建设 71 个城市活力微中心，打造轨道上的都市生活。
2021/3/10	写字楼	昆明/招商蛇口	3 月 8 日，昆明市自然资源和规划局发布了招平商务中心（KCGD2018-12 号地块）项目的过规公示，地块取得建筑工程规划许可证，此前该地块由招商蛇口竞得。招平商务中心计划 3 月开工，2024 年 3 月竣工，拟建 2 栋超高层办公楼和 3 栋高层住宅及商业裙楼，限高 220 米。

来源：wind，观点，国金证券研究所

图表 38：非住行业公司动态

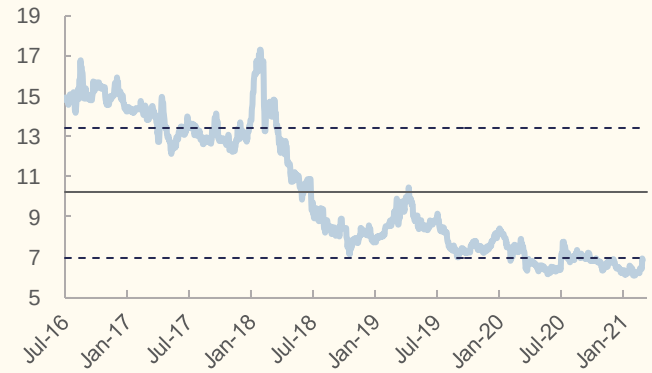
公司名称	公告时间	类型	内容
卓越商企服务	2021/3/8	盈利预告	预计 2020 年度公司实现股东应占未经审核综合纯利同比增长超过 30%，主要由于投资于银条的公允价值收益 35.8 百万元人民币。
九龙仓集团	2021/3/8	业绩公告	2020 年全年公司实现基础净盈利 30.92 亿港元，同比增长 14%，相当于 1.01 港元/股；若计入投资物业重估亏损及其他项目，股东应占集团盈利为 38.64 亿港元，同比增长 14%，相当于 1.27 港元/股。
时代邻里	2021/3/10	业绩公告	2020 年全年公司实现营收 1758.4 百万元人民币，同比增长 62.6%，本公司拥有人应占核心净利润 232.6 百万元人民币，同比增长 93.7%，本公司拥有人应占核心净利率为 13.2%，同比增加 2.1 个百分点。
蓝光嘉宝服务	2021/3/10	业绩公告	2020 年全年公司实现营收 2733.9 百万元人民币，同比增长 30.2%，本公司拥有人应占利润 533.2 百万元人民币，同比增长 24.1%。
蓝光嘉宝服务	2021/3/10	高管变动	邹昊先生辞任公司联席总裁、首席财务官及联席公司秘书，联席公司秘书徐心儿获委任为除姚敏先生以外的授权代表。
新大正	2021/3/11	高管减持	罗渝陵女士的减持计划期限（2020 年 12 月 10 日-2021 年 3 月 9 日）届满，以集中竞价方式共减持 18.17 万股，减持均价为 55.11 元/股，罗渝陵女士持有公司股本比例由 4.1922%减少至 4.0231%。
融创服务	2021/3/11	业绩公告	2020 年全年公司实现营收 46.23 亿元人民币，同比增长 63.5%，毛利润 12.75 亿人民币，同比增长 77%，毛利率为 27.6%，同比增加 2.1 个百分点，本公司拥有人应占利润

			6.01 亿人民币，同比增长 122.6%。
太古地产	2021/3/11	业绩公告	2020 年全年公司实现基本溢利 126.79 亿港元，同比下降 47.46%，主要由于出售香港投资物业权益的溢利减少。
银城生活服务	2021/3/11	关联交易	银城物业（银城生活服务全资子公司）与银城康养（银城地产全资子公司）签订合作协议，成立银城怡家，主要从事在中国为长者提供养老及综合配套服务，银城怡家将成为银城生活服务的非并表合资企业。
新城悦服务	2021/3/12	业绩公告	2020 年全年公司实现营收 2866.4 百万元人民币，同比增长 41.6%，本公司拥有人应占净利润 452.4 百万元人民币，同比增长 60.4%，净利润率为 17.1%，同比增加 2.2 个百分点。

来源：公司公告，国金证券研究所

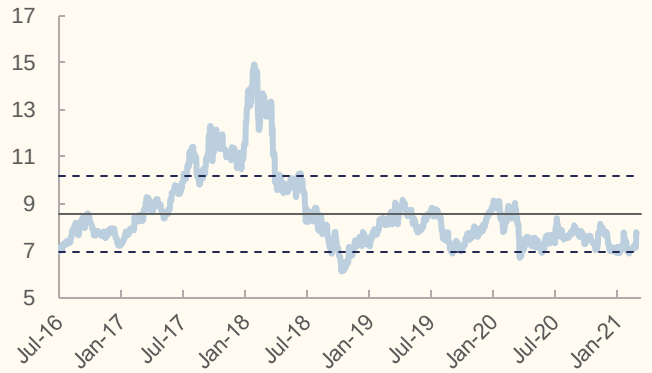
行业估值

图表 39：A 股地产行业 PE-TTM



来源：wind，国金证券研究所

图表 40：香港内房股 PE-TTM



来源：wind，国金证券研究所

图表 41：覆盖公司估值情况

公司	代码	最近报告	评级	股价	市值	EPS（元）		PE		归母净利润（亿元）		归母净利润增速	
				2021/3/12	2021/3/12	2019A	2020E	2019A	2020E	2019A	2020E	2019A	2020E
地产股													
万科 A	000002.SZ	2021/02/05	买入	31.49	3,658	3.44	3.60	9.16	8.75	389	418	15.1%	7.5%
保利地产	600048.SH	2020/09/23	买入	15.18	1,817	2.34	2.42	6.48	6.27	280	289	47.9%	3.4%
招商蛇口	001979.SZ	2020/12/01	买入	12.64	1,001	2.03	1.91	6.24	6.62	160	151	5.2%	-5.7%
建发国际	1908.HK	2020/10/05	买入	15.32	180	1.99	1.65	7.70	7.73	17	19	20.9%	12.9%
龙光集团	3380.HK	2020/12/30	买入	11.66	644	2.02	2.01	2.39	4.83	111	132	36.7%	18.8%
非住行业													
复兴旅游文化	1992.HK	2020/10/24	买入	11.38	141	0.49	-2.04	19.35	N/A	6.1	-25.2	97.4%	-514.5%
华润万象生活	1209.HK	2020/12/18	增持	40.80	931	0.17	0.29	204.82	116.04	3.6	6.5	-13.7%	76.7%
中天精装	002989.SZ	2021/01/22	买入	42.30	64	1.61	1.80	26.27	23.51	1.8	2.0	84.1%	9.7%

注：股价及市值单位为元/港元，数据采用国金预测数据。

来源：wind，国金证券研究所

风险提示

- 房地产行业政策调控超预期
- 销售毛利率恢复低于预期

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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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