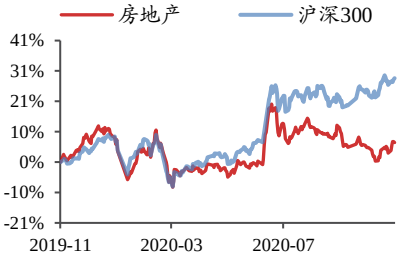
房地产

2020 年 11 月 22 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图




数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业点评报告-量价齐升推动销售靓眼，开竣工全面复苏、投资表现靓眼》-2020.11.17

《行业周报-货币政策强调精准导向，一二手成交略有回落》-2020.11.15

《行业周报-重提住房消费强化居住属性，一二手成交持续向好》-2020.11.8

# 融资监管不放松，行业销售景气度高位，LPR 利率维持不变

——行业周报

齐东（分析师）
qidong@kysec.cn
证书编号：S0790520060001

陈鹏（分析师）
chenpeng@kysec.cn
证书编号：S0790520100001

● **房住不炒基调不变，长效机制持续完善，维持行业看好评级**

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前房地产板块 PE-TTM 为 8.64 倍，但仍处于历史低位。伴随疫情影响逐渐消散，预计全年结算将回到增长轨道。我们建议四季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

● **政策：行业融资监管不放松，地方政策以稳为主**

**1）中央加强行业融资监管，老旧校区改造完成年度目标的 95%。**央行易纲发文表示，“政策要坚持稳字当头，着力稳地价、稳房价、稳预期，加强对房地产融资状况的全面监测。”老旧小区改造方面，2020 年前 10 月全国新开工改造城镇老旧小区 3.7 万个，完成年度计划任务的 94.6%。**2）地方政策覆盖面广，整体调控以稳为主。**宁波商业性个人住房按揭贷款纳入住房公积金逐月划转范围。市场规范方面，深圳住建局要求严格规范住房租赁企业信息公示。**落户政策方面，**云南提出全面放开城镇、城区户口迁移，推动农业转移人口落户城镇。住房保障方面，西安 2020 至 2022 年新增高品质租赁住房将不低于 12 万套。**人才政策方面，**苏州放宽青年人才落户限制，本科学历以上，可“先落户后就业”，大专以上学历、年龄不超 35 岁、社保满 6 个月可申请落户。**城市规划方面，**厦门“十四五”期间新增住房供应总量约 38 万套，面积 2950 万㎡，新建商品住宅价格年度涨幅不超过 5%，住房租金价格年度涨幅不高于城镇居民人均可支配收入增长幅度。**3）10 月统计局数据，量价齐升推动单月销售靓眼，开竣工全面复苏、投资表现靓眼。4）11 月居民端房贷利率探底。**2020 年 11 月，全国首套房贷款平均利率为 5.24%，与 10 月持平；二套房贷款平均利率为 5.54%，环比略降 1BP。

● **成交：单周一二手成交均有回落**

**1）新房：**根据房管局数据，2020 年第 47 周，全国 32 城成交面积 377 万平米，同比下降 12%，环比下降 21%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 19700 万平米，累计同比下降 0.4%，增速降幅仍在收敛。**2）二手房：**2020 年第 47 周，全国 9 城成交面积为 117 万平米，同比增速-5%，前值-5%；年初至今累计成交面积 5398 万平米，同比增速-4%，与前值持平。

● **资金：单周发债规模同比有所提升**

2020 年第 47 周，信用债发行 116.6 亿元，同比增加 1%，环比增加 16%，平均加权利率 4.46%，环比增加 28BPs；海外债发行 17.2 亿美元，同比增加 138%，环比增加 20%，平均加权利率 9.6%，环比增加 368BPs。

● **风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

# 目 录

1、 行业融资监管不放松，销售景气度高位 ..... 4
1.1、 量价齐升推动销售靓眼，开竣工全面复苏、投资表现靓眼 ..... 4
1.1.1、 单月销售面积增速创 2017 年 7 月以来新高，需求景气度仍处高位 ..... 4
1.1.2、 单月开竣工增速回正，竣工端修复较为明显 ..... 4
1.1.3、 施工力度回落，土地市场热度依旧，地产投资增速靓眼 ..... 5
1.1.4、 回款可观，房企到位资金表现靓眼 ..... 5
1.1.5、 70 城房价涨幅趋缓 ..... 6
1.2、 行业融资监管不放松，地方政策以稳为主 ..... 7
2、 成交：单周一二手成交均有回落 ..... 9
2.1、 32 城新房单周成交同比有所下降 ..... 9
2.1.1、 全国重点 32 城新房成交同比下降 12% ..... 9
2.1.2、 二线城市单周新房成交表现最佳 ..... 9
2.2、 9 城二手房成交累计增速降幅为-4% ..... 10
3、 土地：溢价率持续高位，流拍率低位徘徊 ..... 10
4、 资金：单周发债规模同比有所回升 ..... 11
4.1、 房企信用债、海外债发行规模累计增速分别为 26%、-23% ..... 11
4.2、 房贷利率维持低位，拐点或现 ..... 12
5、 投资建议：维持行业“看好”评级 ..... 12
6、 风险提示 ..... 13

# 图表目录

图 1： 2020 年 10 月商品房销售额单月增速达 23.9% ..... 4
图 2： 2020 年 10 月商品房销售面积单月增速达 15.3% ..... 4
图 3： 2020 年 10 月开竣工单月增速分别为 3.5%、5.9% ..... 5
图 4： 2020 年 10 月房地产开发投资额单月增速达 12.7% ..... 5
图 5： 2020 年 10 月施工面积单月增速-1.9% ..... 5
图 6： 2020 年 10 月房地产开发企业到位资金单月增长 14.5% ..... 6
图 7： 2020 年 10 月 70 城中有 45 城新房价格环比上涨 ..... 6
图 8： 2020 年 10 月 70 城中有 39 城二手价格环比上涨 ..... 6
图 9： 2020 年 10 月 70 城中新房住宅价格环比上涨 0.2% ..... 7
图 10： 2020 年 10 月 70 城中二手房住宅价格环比上涨 0.1% ..... 7
图 11： 全国 32 城新房成交面积单周同比增速-12% ..... 9
图 12： 全国 32 城新房成交面积单周环比增速-21% ..... 9
图 13： 全国 32 城新房成交各线城市复苏趋势一致 ..... 9
图 14： 全国 9 城二手房单周成交面积同比增速-5% ..... 10
图 15： 全国 9 城二手房成交累计增速持平 ..... 10
图 16： 100 城全类型土地成交溢价率保持高位 ..... 11
图 17： 100 城全类型土地流拍率低至 0.9% ..... 11
图 18： 2020 年第 47 周房地产信用债发行规模同比增加 ..... 11
图 19： 2020 年第 47 周房地产海外债发行规模同比增加 ..... 11
图 20： 年初至今信用债发行规模增速高达 26%，海外债累计增速-23% ..... 12

图 21： 11 月 LPR 利率暂未调整 ..... 12
图 22： 11 月首套房贷利率开始维持不变 ..... 12

表 1： 地方政府政策方向不一，最终目的是保持市场平稳运营（2020 年第 47 周） ..... 8
表 2： 二线城市新房成交累计同比表现最为靓眼 ..... 10
表 3： 100 城中三线城市全类型土地成交溢价率最高（2020 年第 47 周） ..... 10
表 4： 100 城中二线城市宅地成交流拍率达 0.9%（2020 年第 47 周） ..... 11

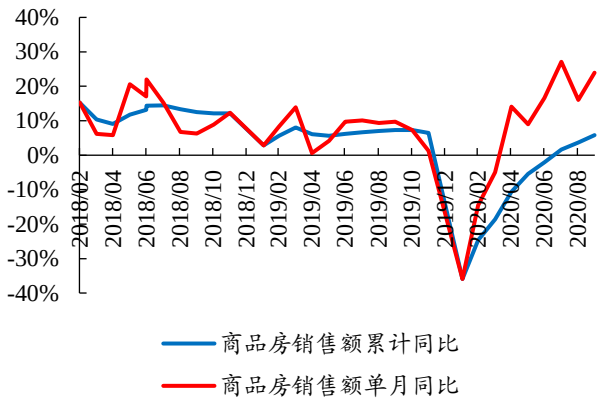
# 1、 行业融资监管不放松，销售景气度高位

## 1.1、 量价齐升推动销售靓眼，开竣工全面复苏、投资表现靓眼

### 1.1.1、 单月销售面积增速创 2017 年 7 月以来新高，需求景气度仍处高位

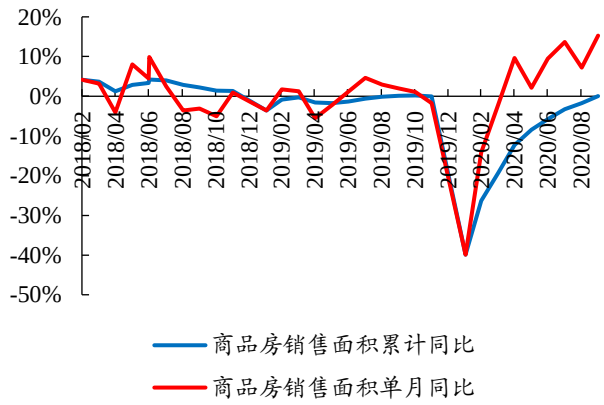
国家统计局发布 2020 年 10 月商品房投资和销售数据，2020 年 10 月，商品房销售面积单月同比增长 15.3%（9 月 7.3%），单月销售面积增速创 2017 年 7 月以来新高，需求景气度仍处高位。销售面积累计增速为 0%，较前值提升 1.8 个百分点，自 2 月以来持续好转。10 月，商品房销售额单月同比增长 23.9%（9 月 16.0%）；累计增速+5.8%，增幅较前值提升 2.1 个百分点。从区域看，东部、中部、西部、东北区域单月住宅销售面积增速分别为 20%、11%、18%、-8%，较前值分别提升 9.2、提升 8.8、提升 8.8、下降 2.2 个百分点，除东北区域，其他区域复苏明显。

**图1：2020 年 10 月商品房销售额单月增速达 23.9%**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图2：2020 年 10 月商品房销售面积单月增速达 15.3%**

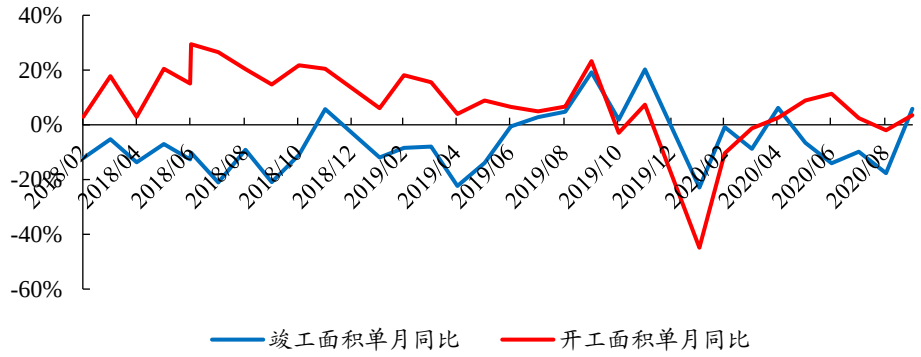



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1.2、 单月开竣工增速回正，竣工端修复较为明显

2020 年 10 月，房屋新开工面积单月同比增长 3.5%，较前值提升 5.5 个百分点；累计增速-2.6%，较前值提升 0.7 个百分点；受益于需求端景气度持续高位，房企新开工意愿有所回升，但考虑到融资新政影响，我们继续对开工维持“短多长空”判断。10 月，房屋竣工面积同比增长 5.9%，较前值提升 23.5 个百分点，在 2019 年同期高基数基础上实现正增长；累计增速-9.2%，较前值提升 2.4 个百分点。年内竣工数据表现一般，但 10 月复苏迹象明显，同时高竣工是前两年高开工的必然推演，我们继续维持全年高竣工判断。

图3：2020 年 10 月开竣工单月增速分别为 3.5%、5.9%

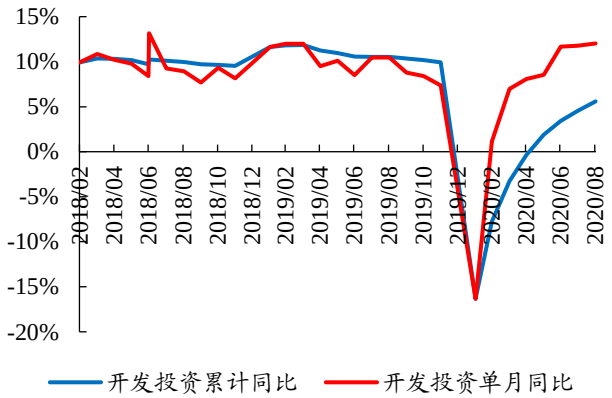



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1.3、 施工力度回落，土地市场热度依旧，地产投资增速靓眼

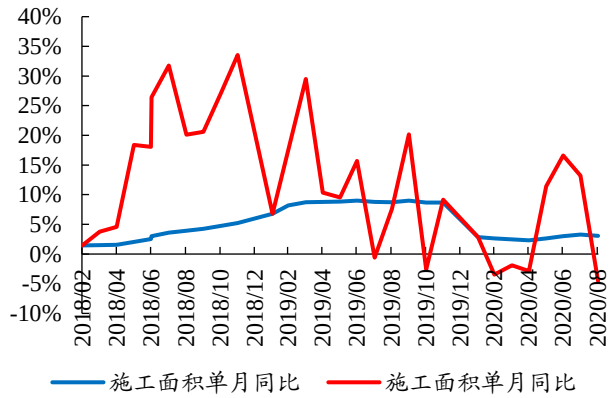
2020 年 10 月，房地产开发投资额同比增长 12.7%，较前值继续提升 0.7 个百分点；累计增速 6.3%，较前值提升 0.8 个百分点；投资增速靓眼主要依赖土地端的拉动，10 月购置土地面积、土地成交价款累计增速分别为-3.3%、14.8%，较前值分别下降 0.4 个百分点、提升 1.0 个百分点。公司施工端表现平稳，10 月施工面积单月增速-1.9%，较前值提升 2.7 个百分点；累计增速 3.0%，略有回落。

图4：2020 年 10 月房地产开发投资额单月增速达 12.7%




数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020 年 10 月施工面积单月增速-1.9%

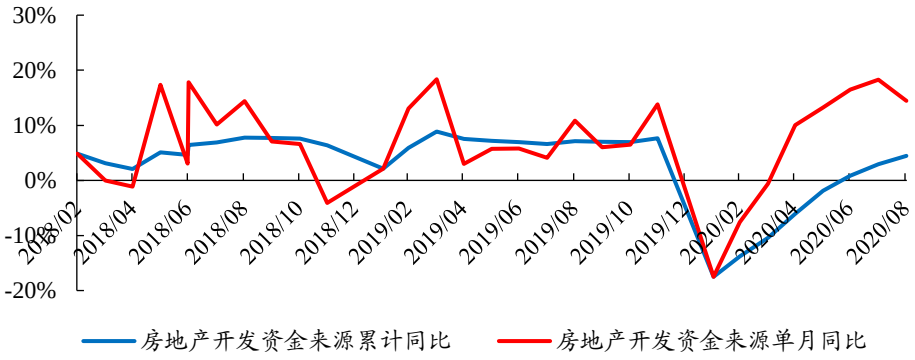



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1.4、 回款可观，房企到位资金表现靓眼

2020 年 10 月，房地产开发企业到位资金同比增长 14.5%，较前值持平；累计增速+5.5%，较前值提升 1.0 个百分点。分结构看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款当月增速分别为 18.5%、11.8%、16.2%、13.1%，较前值分别提升 14.2、下降 7.8、提升 1.5、下降 2.2 个百分点；国内贷款、定金及预收款增速改善较为明显。

图6：2020 年 10 月房地产开发企业到位资金单月增长 14.5%



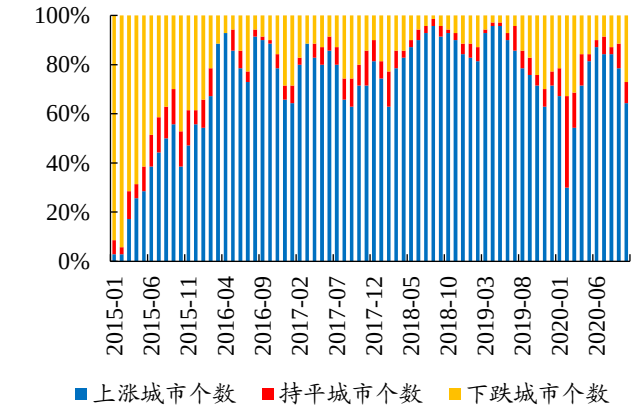

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1.5、 70 城房价涨幅趋缓

统计局发布 2020 年 10 月商品住宅销售价格变动情况统计数据。4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点；二手住宅销售价格环比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点。31 个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；二手住宅销售价格环比上涨 0.2%，涨幅与上月相同。35 个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比均上涨 0.2%，涨幅比上月分别回落 0.3 和 0.4 个百分点。

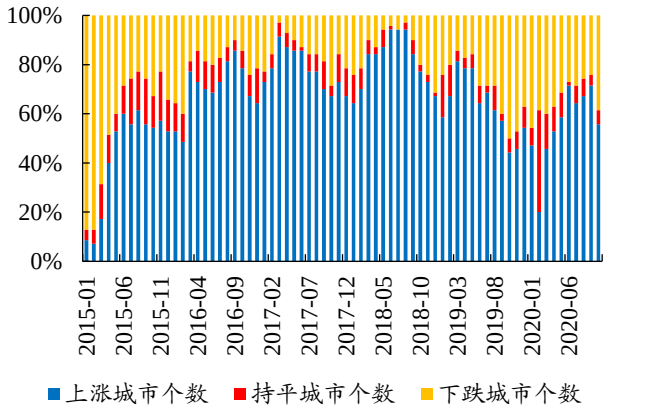
整体而言，各线城市房价环比涨幅均有所回落，价格端表现更为平稳。预计未来核心城市由于人口、产业、教育等更好的资源禀赋，房价表现将有更强韧性，当前 70 个大中城市房地产市场价格总体平稳，符合“房住不炒”基调。

图7：2020 年 10 月 70 城中有 45 城新房价格环比上涨



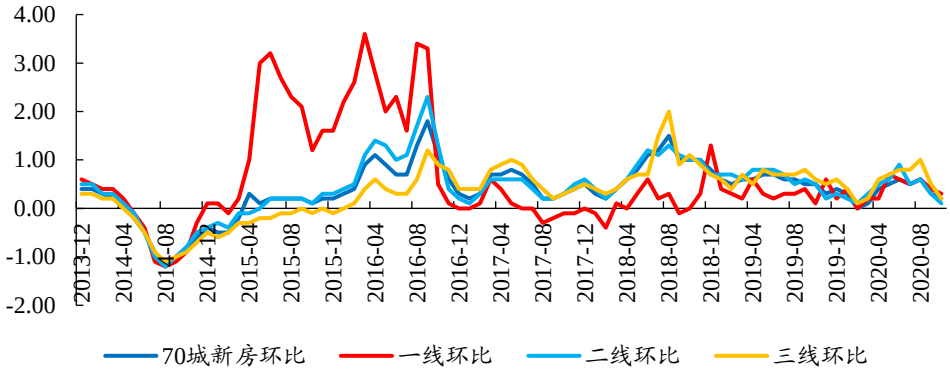

数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020 年 10 月 70 城中有 39 城二手价格环比上涨



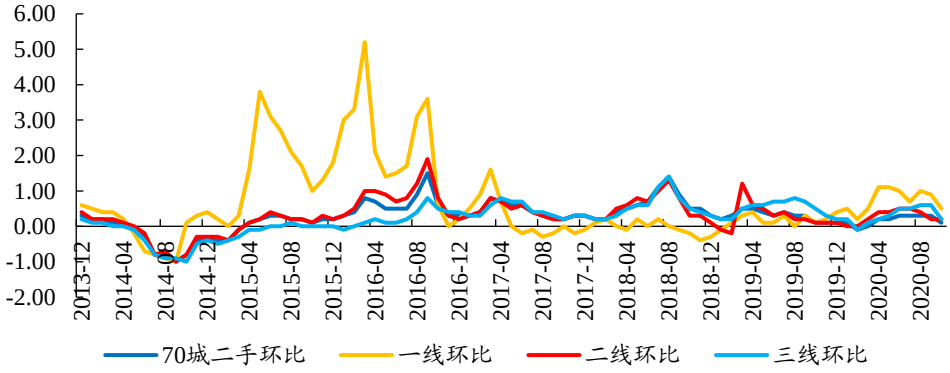

数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2020 年 10 月 70 城中新房住宅价格环比上涨 0.2%




数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2020 年 10 月 70 城中二手房住宅价格环比上涨 0.1%




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、 行业融资监管不放松，地方政策以稳为主

**中央加强行业融资监管，老旧校区改造完成年度目标的 95%。**央行易纲发文表示，“管理好房地产市场风险，建立长效机制，保持房地产业的平稳健康发展意义重大。政策要坚持稳字当头，着力稳地价、稳房价、稳预期，加强对房地产融资状况的全面监测。”**老旧小区改造方面，**2020 年前 10 月全国新开工改造城镇老旧小区 3.7 万个，完成年度计划任务的 94.6%；其中，海南、安徽、江苏、河北等 16 省份已全部开工，湖北、新疆、陕西、四川、山西等 5 省份进展较慢。

**地方政策覆盖面广，整体调控以稳为主。公积金方面，**宁波商业性个人住房按揭贷款纳入住房公积金逐月划转范围，职工只要与市住房公积金中心签订委托协议即可办理。**市场规范方面，**深圳住建局就规范住房租赁企业发布紧急通知，要求严格落实信息公示，重点监管频繁变更经营状态的住房租赁企业，不得通过“高进低出”、“长收短付”等哄抬租金，警惕资金链断链的经营和法律风险等。湖南对列入失信黑名单的房地产市场经营主体，将暂停其相关资质、备案登记的评审。**落户政策方面，**云南提出全面放开城镇、城区户口迁移，推动农业转移人口落户城镇。**住房保障方面，**西安 2020 至 2022 年新增高品质租赁住房将不低于 12 万套，到 2022 年底，培育住房租赁企业总数不低于 30 家，新建项目奖补最高不超过 1500 元/㎡，

改建项目不超过 1200 元/㎡。**人才政策方面，**苏州放宽青年人才落户限制，本科学历以上，可“先落户后就业”，大专以上学历、年龄不超 35 岁、社保满 6 个月可申请落户；扩大人才购房规模，鼓励新建项目按不少于当期预(销)售许可套数的 20%，优先满足人才家庭首次购房；符合标准人才，可享受 1 次优先购房服务且仅限购买 1 套住房等。**城市规划方面，**厦门发布住房发展五年规划，“十四五”期间新增住房供应总量约 38 万套，面积 2950 万㎡，新建商品住宅价格年度涨幅不超过 5%，住房租金价格年度涨幅不高于城镇居民人均可支配收入增长幅度。周内政策调控领域全面，地方因城施策自主权较大，但调控的最终目的均是保持当地市场平稳健康发展。

**表1：地方政府政策方向不一，最终目的是保持市场平稳运营（2020 年第 47 周）**

| 时间 | 政策 |
|---|---|
| 2020/11/16 | **统计局：**1、2020 年 10 月 70 大中城市中 60 个城市新房价格同比上涨，46 个城市二手房价格同比上涨；2、2020 年 1-10 月房地产开发投资 11.66 万亿元，同比增 6.3%，增速较前 9 月提高 0.7 个百分点；商品房销售面积 13.3 亿㎡，同比持平，1-9 月份为下降 1.8%；销售额 13.17 万亿元，同比增 5.8%，增速较前 9 月提高 2.1 个百分点；房地产开发企业到位资金 15.3 万亿元，同比增长 5.5%，增速较前 9 月提高 1.1 个百分点 |
| 2020/11/16 | **宁波：**商业性个人住房按揭贷款纳入住房公积金逐月划转范围，职工只要与市住房公积金中心签订委托协议即可办理 |
| 2020/11/17 | **云南：**全面放开城镇、城区户口迁移 加快推动农业转城镇；推动城镇建设用地增加规模与吸纳农业转移人口落户数量挂钩 |
| 2020/11/17 | **央行易纲：**管理好房地产市场风险，建立长效机制，保持房地产业的平稳健康发展意义重大。政策要坚持稳字当头，着力稳地价、稳房价、稳预期，加强对房地产融资状况的全面监测 |
| 2020/11/17 | **深圳：**住建局就规范住房租赁企业发布紧急通知，要求严格落实信息公示，重点监管频繁变更经营状态的住房租赁企业，不得通过“高进低出”、“长收短付”等哄抬租金 |
| 2020/11/17 | **西安：**提出 2020 年至 2022 年，将新增高品质租赁住房不低于 12 万套（间）和房租涨幅不超居民人均收入增幅等细则 |
| 2020/11/18 | **海口：**要求房企、存量房出卖人不得收取无购房资格意向购房人任何费用，意向购房者需申请购房资格码才具备购房（新房、二手）权利，购房资格码有效期 60 天 |
| 2020/11/18 | **广州：**经认定土地闲置满 1 年，且用地单位以出让或划拨方式取得土地使用权的，按出让土地价款的 20%计收土地闲置费，已完善建设用地手续的闲置土地，闲置期间累计满 2 年的，政府可无偿收回 |
| 2020/11/19 | **住建部：**1-10 月，全国新开工改造城镇老旧小区 3.7 万个，涉及居民 687.35 万户，全国新开工改造小区数已完成年度计划 94.6% |
| 2020/11/19 | **湖南：**对列入失信黑名单的房地产市场经营主体（开发、物业、中介等），将暂停其相关资质、备案登记的评审；限制取得开发规划选址许可、施工许可、商品房预售许可等 |
| 2020/11/19 | **厦门：**“十四五”新增住房约 38 万套，房价年涨幅不超 5%，且保持住房价格总体平稳，逐步使住房价格与经济社会发展和居民收入水平相适应 |
| 2020/11/19 | **哈尔滨：**自政策发布之日起至 2020 年 12 月 31 日，鼓励房企打折促销让利销售住宅、居住型公寓等新建商品房 |
| 2020/11/19 | **苏州：**放宽青年人才落户限制，本科学历以上，可“先落户后就业”，大专以上学历、年龄不超 35 岁、社保满 6 个月可申请落户；筹建人才优租房，租金低于同类区域市场平均租金，优惠租赁期限一般不超过 3 年；扩大人才购房规模，鼓励新建项目按不少于当期预(销)售许可套数的 20%，优先满足人才家庭首次购房 |
| 2020/11/20 | **央行：**11 月 1 年期 LPR 报 3.85%；5 年期以上品种报 4.65%，上次为 4.65%；目前 LPR 已连续 7 个月不变 |

资料来源：政府官网、Wind、保利投顾研究院、开源证券研究所

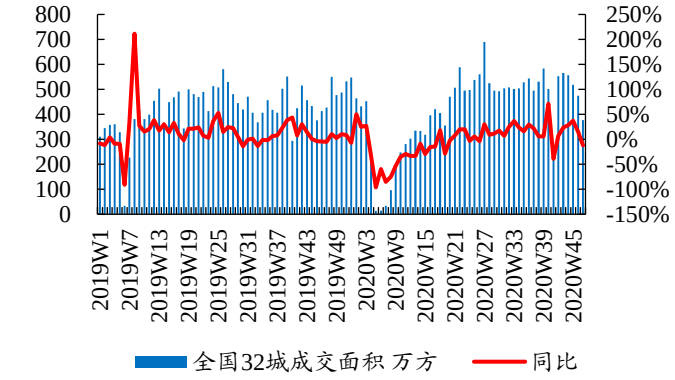
# 2、 成交：单周一二手成交均有回落

## 2.1、 32 城新房单周成交同比有所下降

### 2.1.1、 全国重点 32 城新房成交同比下降 12%

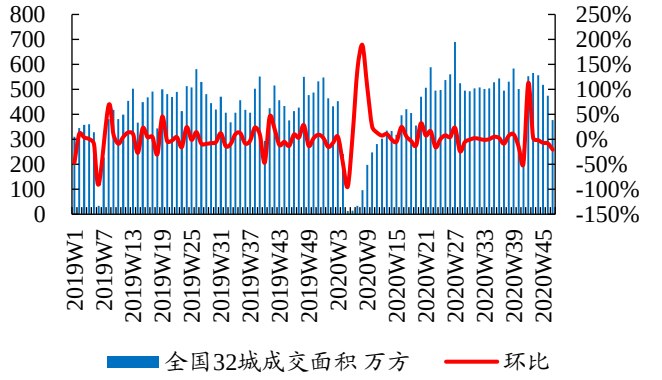
根据房管局数据，2020 年第 47 周，全国 32 城成交面积 377 万平米，同比下降 12%，环比下降 21%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 19700 万平米，累计同比下降 0.4%，增速降幅仍在收敛。

**图11：全国 32 城新房成交面积单周同比增速-12%**




数据来源：Wind、开源证券研究所（横坐标 W 代表周，下同）

**图12：全国 32 城新房成交面积单周环比增速-21%**

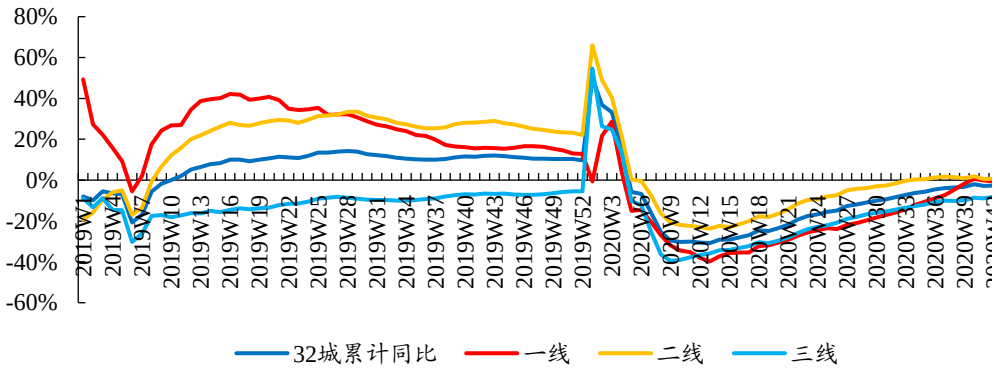



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.1.2、 二线城市单周新房成交表现最佳

根据房管局数据，2020 年第 47 周，全国 32 城成交面积同比增速-12%，年初至今累计增速-0.4%，自 2 月以来处于持续修复通道。各线城市走势基本一致，一、二、三线单周成交同比增速分别为-15%、-8%、-17%，年初至今累计增速 1%、3%、-5%，二线城市成交情况最佳，一、三线城市承压，复苏情况较为一般。

**图13：全国 32 城新房成交各线城市复苏趋势一致**




数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：二线城市新房成交累计同比表现最为靓眼

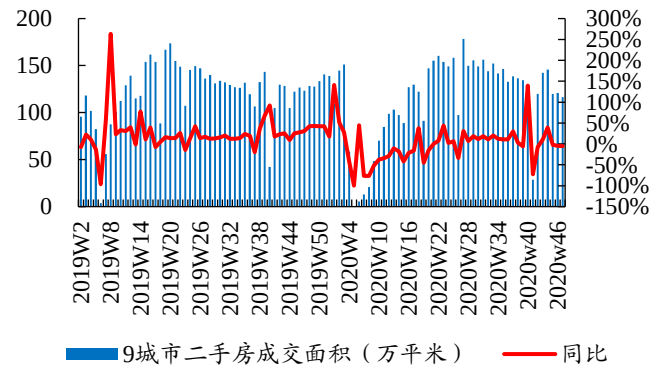
| | 成交面积（万方） | 同比 | 环比 | 累计成交面积（万方） | 累计同比 | 累计环比 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 一线城市 | 55 | -15% | -22% | 3028 | 1% | 2% |
| 二线城市 | 208 | -8% | -19% | 10174 | 3% | 2% |
| 三线城市 | 114 | -17% | -23% | 6498 | -5% | 2% |
| 合计 | 377 | -12% | -21% | 19700 | 0% | 2% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2、 9 城二手房成交累计增速降幅为-4%

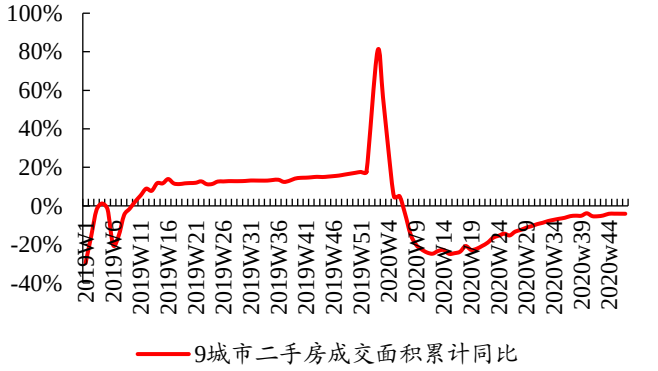
9 城二手房成交累计增速降幅收缩至-4%。2020 年第 47 周，全国 9 城成交面积为 117 万平米，同比增速-5%，前值-5%；年初至今累计成交面积 5398 万平米，同比增速-4%，与前值持平。

图14：全国 9 城二手房单周成交面积同比增速-5%




数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：全国 9 城二手房成交累计增速持平




数据来源：Wind、开源证券研究所

# 3、 土地：溢价率持续高位，流拍率低位徘徊

全国 100 城土地市场成交热度有所回升。2020 年第 47 周，全国 100 城全类型土地成交溢价率 6.9%，流拍率 0.9%；宅地成交溢价率 7.7%，流拍率 0.5%。

表3：100 城中三线城市全类型土地成交溢价率最高（2020 年第 47 周）

| | 推出地块规划建筑面积（万方） | 流拍率 | 成交地块规划建筑面积（万方） | 成交楼面均价（元/平米） | 平均溢价率 |
|---|---|---|---|---|---|
| 一线 | 406 | 0.0% | 93 | 15841 | 1.3% |
| 二线 | 2677 | 0.6% | 1225 | 1921 | 4.0% |
| 三线 | 5416 | 1.2% | 2431 | 1156 | 12.7% |
| 合计 | 8499 | 0.9% | 3749 | 1776 | 6.9% |

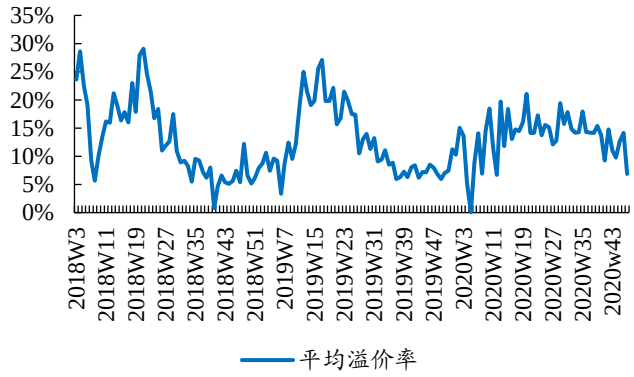
数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：100 城中二线城市宅地成交流拍率达 0.9%（2020 年第 47 周）

| | 推出地块规划建筑面积 | 流拍率 | 成交地块规划建筑面积 | 成交楼面均价 | 平均溢价率 |
|---|---|---|---|---|---|
| 一线 | 140 | 0.0% | 0 | 0 | 0.0% |
| 二线 | 1327 | 0.9% | 415 | 4478 | 2.8% |
| 三线 | 2443 | 0.3% | 788 | 2625 | 14.7% |
| 合计 | 3910 | 0.5% | 1232 | 3854 | 7.7% |

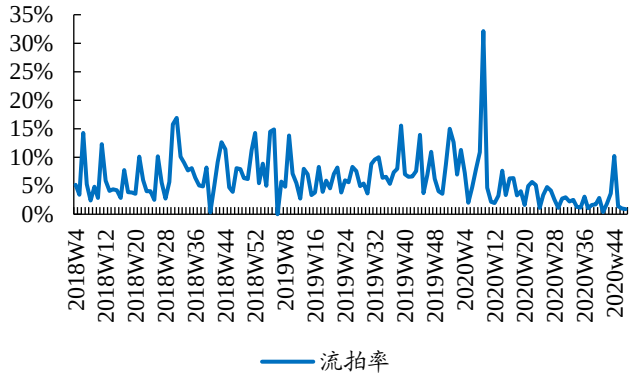
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：100 城全类型土地成交溢价率保持高位




数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：100 城全类型土地流拍率低至 0.9%



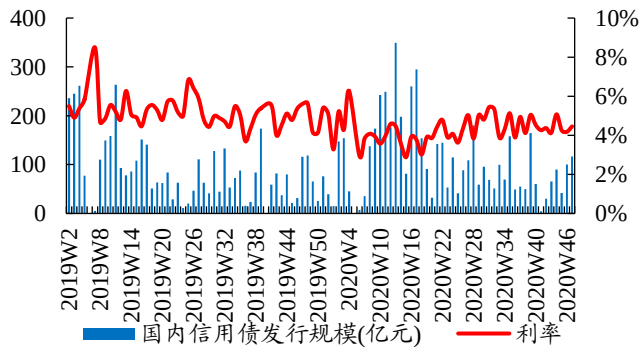

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、 资金：单周发债规模同比有所回升

### 4.1、 房企信用债、海外债发行规模累计增速分别为 26%、-23%

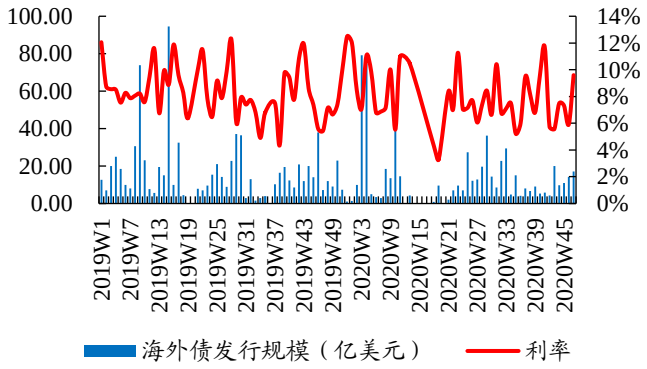
2020 年第 47 周，信用债发行 116.6 亿元，同比增加 1%，环比增加 16%，平均加权利率 4.46%，环比增加 28BPs；海外债发行 17.2 亿美元，同比增加 138%，环比增加 20%，平均加权利率 9.6%，环比增加 368BPs。

图18：2020 年第 47 周房地产信用债发行规模同比增加



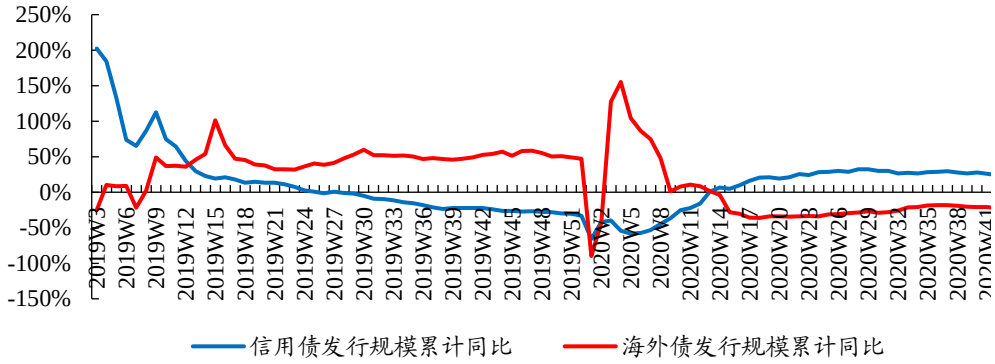

数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2020 年第 47 周房地产海外债发行规模同比增加




数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：年初至今信用债发行规模增速高达 26%，海外债累计增速-23%

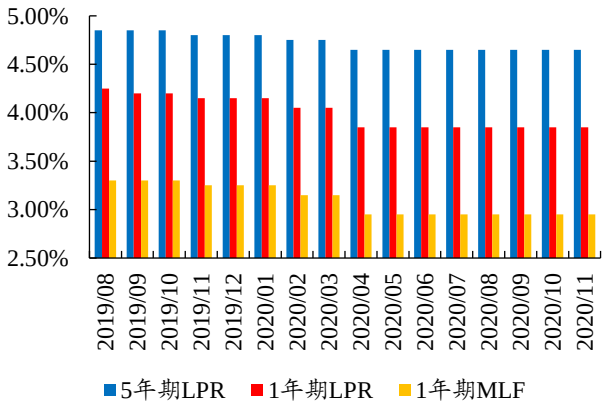



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、 房贷利率维持低位，拐点或现

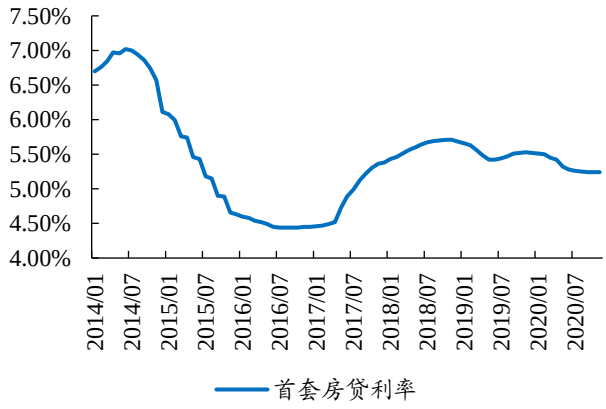
**11 月居民端房贷利率探底。**11 月 20 日，央行公布 11 月 LPR，1 年期 LPR 报价 3.85%、5 年期为 4.65%，连续 7 个月不变。融 360 表示，2020 年 11 月，全国首套房贷款平均利率为 5.24%，与 10 月持平；二套房贷款平均利率为 5.54%，环比略降 1BP。目前虽然银行整体信贷资金较为充裕，但贷款投向仍要严格遵循政策引导扶持实体经济融资的大方向，严防资金违规流入楼市。

图21：11 月 LPR 利率暂未调整




数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：11 月首套房贷利率开始维持不变




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、 投资建议：维持行业“看好”评级

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前销售、区域政策等方面均持续向好，在宽信用的大环境下，限价政策有所松动利好房企利润率修复，存货价值有望得到重估。目前房地产板块估值有所修复，板块 PE-TTM 为 8.64 倍，但仍处于历史低位。伴随疫情影响逐渐消散，预计全年结算将回到增长轨道。

**我们建议四季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。**

## 6、 风险提示

1）行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。

2）政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。

3）融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 | | |

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn