

乘住宅开发价值重估东风， 扬经纪业务景气上行之帆

——房地产行业 2020 年四季度投资策略

核心观点：

● 期待岁末年初板块的上涨行情

复盘地产股的历史表现，我们发现岁末年初板块的涨幅优于二、三季度的概率较高，并且在岁末年初板块跑赢沪深 300 的概率更高。我们看好地产板块四季度的表现，原因：1) 低估值、高股息筑造板块较高安全边际；2) 公募基金地产持仓处于历史较低水平；3) 长线资金入股地产公司推动板块价值重估；4) 疫情过后销售持续超预期。

● 融资监管政策增强行业集中度提升逻辑

我们认为在降杠杆的总体方针下，部分房企以融资驱动的输血式外生增长模式亟待改变，依靠经营管理水平提高驱动的造血式内生增长将是未来良性发展的必然选择，也是更稳健的赛道，同时未来中小房企想通过高杠杆快周转的方式来实现弯道超车的可能性已经不大，行业格局逐步趋向稳定，增强集中度提升的逻辑。

● 我们相对看好住宅开发和经纪服务子行业

住宅开发板块在各头部房企销售超预期带动下进入新一轮的价值重估周期；经纪服务子板块 GTV 未来 CAGR 可达 6.6%，行业渗透率不断提升，新房代理受益于未来推盘量高增和销售持续向好，二手房交易佣金率提升空间较大，经纪业务整体远期佣金规模预计可超 5000 亿元，景气处于上行区间。

● 中报业绩略超预期，楼市整体修复，疫情影响有限

梳理 2020H1 财报，我们发现，受疫情影响，板块营收虽维持正增长但增幅明显收窄，归母净利润大幅下滑；预收账款增速放缓，行业杠杆率有望下降；上半年流动性宽松的大环境下，筹资活动现金流大幅增加。统计局地产运行数据显示多项指标逐月向好，整体表现为疫情影响有限，楼市修复超预期。

● 投资建议

基本面，我们预计四季度推盘量加大，销售热度持续；资金面，在融资监管的环境下，房企的到位资金难以维持高增速；政策面保持稳定，在“因城施策”方针下个别城市的政策收紧并不代表全局。我们相对看好住宅开发和经纪服务子板块，建议投资者重点关注：1) 低估值、高股息的优质住宅开发行业龙头股：万科 A、保利地产、金地集团、招商蛇口；2) 销售提速、弹性较大的优质成长型个股：阳光城、金科股份、中南建设；3) 房产经纪服务相关标的我爱我家和国创高新。

● 风险提示

经济及行业的下行压力；销售超预期下行；政策调控具有不确定性。

房地产行业

推荐 (维持评级)

分析师

潘玮

☎：(8610) 6656 8212

✉：panwei@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130511070002

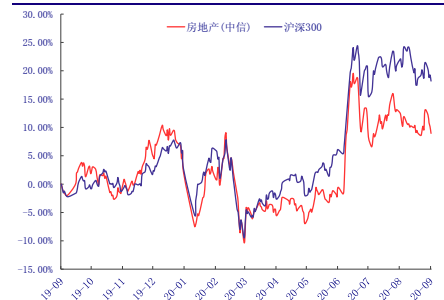
王秋薇

☎：(8610) 86359285

✉：wangqiuwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130520050006

相对沪深 300 表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银地地产潘玮团队】行业深度报告_房地产行业_住宅基本面持续改善，物业+园区 REITs 多元发展——房地产行业 2020 年中期策略

【银地地产潘玮团队】行业深度报告_房地产行业_2020 年年度策略报告：行业新形势，房企新形态-2020.1.2



目录

一、房地产行业表现概览：期待岁末年初的上涨行情.....	1
（一）物业管理及经纪服务子板块表现亮眼、地产 PE 及 PB 处于历史低位.....	1
（二）复盘历史，地产板块岁末年初易迎来上涨行情.....	3
（三）二季度以来楼市表现持续超预期，百城房价指数略有抬头.....	4
1、楼市表现持续超预期.....	4
2、二季度以来一、三线城市房价小幅抬升，二线较为稳定.....	5
（四）房企全年业绩有保障，主流房企高销售支撑未来业绩.....	6
（五）20Q2 公募基金对板块配置比例处于历史较低水平，已连续两个季度下降.....	7
二、融资监管政策增强行业集中度提升逻辑.....	8
三、房地产经纪行业：景气稳步上行，O2O 化是大势所趋.....	10
（一）物业经纪服务行业受益于未来住房市场 GTV 稳定增长.....	10
1、中国住房市场 GTV 及新房销售、二手房交易、租赁市场分类 GTV 均稳步提升.....	11
2、经纪业务在房屋交易（新房、二手、租赁）中的渗透率不断提升.....	12
3、经纪业务佣金率在各细分领域都有提升空间，二手房佣金率提升空间较大.....	12
4、经纪业务佣金规模约 2000 亿元，远期预计可达超过 5000 亿元规模.....	13
（二）房地产经纪的 O2O 化：高速渗透，O2O 成必然趋势.....	13
1、房地产经纪的 O2O 历程：O2O 模式进入高速发展期.....	13
2、房地产经纪 O2O 模式：基于当代网络、信用体系的模式.....	14
3、房地产经纪企业交易模式上可分为平台型、自营型、综合型三大类.....	14
4、建议重点关注 A 股物业经纪服务行业标的我爱我家、国创高新.....	15
四、板块财务分析：中报业绩略超预期，全年修复可期.....	17
（一）利润表：板块上半年度营收增幅收窄、归母净利润下降，整体费用水平控制良好，利润率延续下滑趋势.....	17
（二）资产负债表：预收账款小幅上涨，增速放缓，行业杠杆率水平有望下降.....	18
（三）现金流量表：销售受疫情冲击，但楼市修复超预期，流动性宽松的环境下，筹资活动现金流大幅增加.....	19
五、投资建议.....	20
六、风险提示.....	20
插图目录.....	21
表格目录.....	22

一、房地产行业表现概览：期待岁末年初的上涨行情

(一) 物业管理及经纪服务子板块表现亮眼、地产 PE 及 PB 处于历史低位

年初到 2020 年 9 月 23 日，房地产板块整体上涨 0.8%，同期沪深 300 涨幅 13.6%，房地产板块跑输市场整体表现。在中信 30 个一级行业分类中，跌幅排第 6 位。对比各子行业，物业管理服务及物业经纪服务板块涨幅亮眼，分别为 37.1% 和 31.0%，其他子板块表现相对较弱。

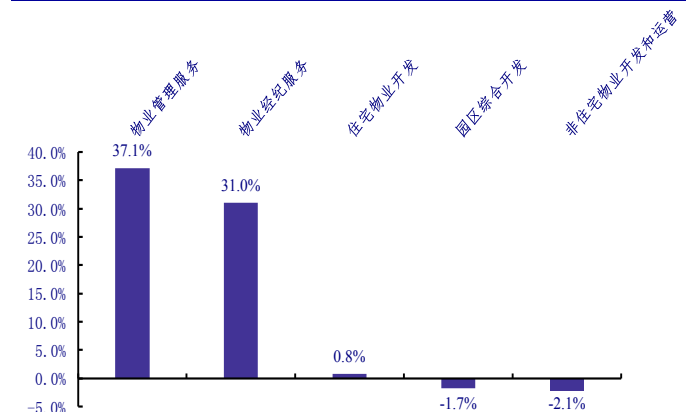
个股方面，免税概念、海南自贸区概念、物流地产、物业管理服务相关个股表现亮眼。年初至 9 月 23 日，涨幅前十的个股中，格力地产、海航基础、深物业分别上涨 140.9%、119.7%、99.9%；跌幅前十的个股中，*ST 松江、皇庭 B、大悦城分别跌 35%、30.4%、28.7%。

图 1：中信一级行业跌幅前十板块（2020.1.1-2020.9.23）



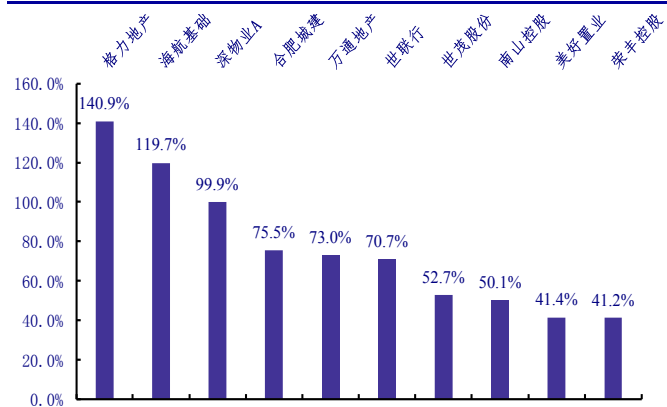
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 2：房地产板块各细分行业涨幅情况（2020.1.1-2020.9.23）



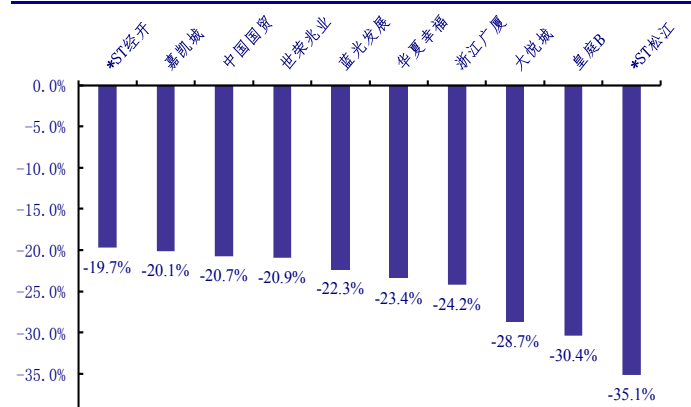
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 3：房地产板块涨幅前十个股（2020.1.1-2020.9.23）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

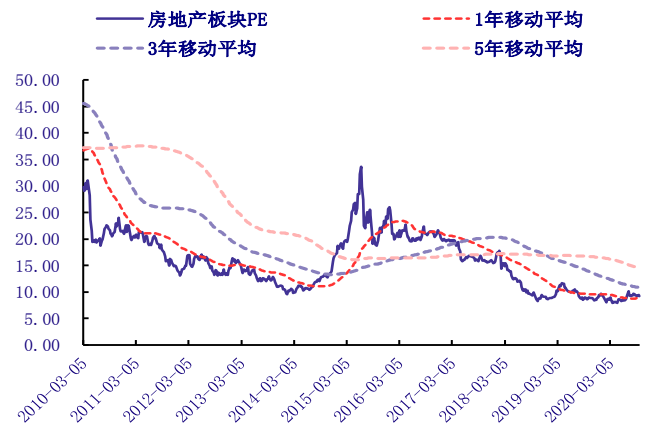
图 4：房地产板块跌幅前十个股（2020.1.1-2020.9.23）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

房地产板块估值目前处于历史底部区域，修复空间较大。截至 9 月 23 日，房地产行业 TTM 市盈率（历史整体法）为 9.24X，略高于 1 年移动均值 8.83X，但低于 3 年及 5 年移动平均值，处于历史底部区域；房地产行业 PB（整体法，最新）为 1.4X，略高于 1 年移动均值 1.36X，低于 3 年和 5 年移动平均值，年初以来震荡走低，近期有所反弹，仍处于 10 年以来的底部区域。

图 5: 房地产板块 PE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 6: 房地产板块 PB



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

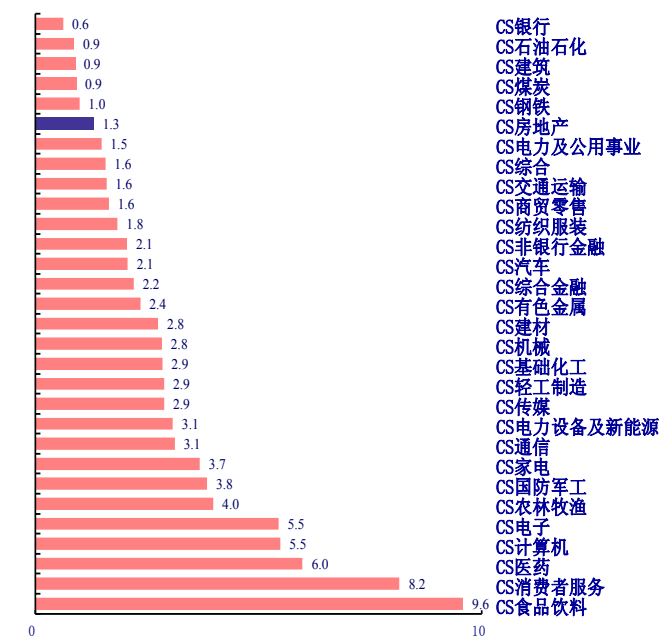
截止到 2020 年 9 月 23 日，PE 最低的是银行行业（6.2X），房地产行业 PE 为 9.2X，排名倒数第三位，在所有行业分类中房地产的市盈率是偏低的。PB 最低的是银行业，仅 0.6 倍 PB，其次是石油石化和建筑行业，房地产行业排倒数第六，市净率为 1.3X，从行业纵比的角度来看房地产的市净率也是偏低的。

图 7: 房地产板块 PE (2020.9.23)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 8: 房地产板块 PB (2020.9.23)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 复盘历史，地产板块岁末年初易迎来上涨行情

纵观过去 11 年地产板块每个季度的表现，我们发现岁末年初板块的涨幅优于二、三季度的概率较高，并且在岁末年初板块跑赢沪深 300 的概率更高。从 2009-2019 板块每个季度绝对收益和相对收益来看，也是一、四季度表现优越。主要原因是：1) 房企高业绩增速在四季度迎来估值切换；2) 部分年份二三季度板块表现不佳，低估值叠加低仓位催化岁末年初行情；3) 房企年末集中推盘，推动销售超预期高增，提升板块整体估值。

我们认为今年四季度板块上涨的催化剂有以下方面：

- 1) 房地产板块前三季度涨幅较小，低估值、高股息特征筑造较高的安全边际；
- 2) 公募基金对房地产持仓比例连续两个季度下降，仓位处于历史较低水平，四季度板块仓位有较大上升空间；
- 3) 长线资金入股地产公司推动板块价值重估，如今年泰康战略入股阳光城；
- 4) 二季度开始销售持续高热度，引导预期提振信心。

表 1: 房地产板块各季度涨跌幅情况

年份	Q1	Q2	Q3	Q4
2009	56.00%	44.91%	-13.76%	12.63%
2010	-2.39%	-31.74%	16.04%	0.42%
2011	9.28%	-3.24%	-17.45%	-9.36%
2012	12.02%	9.02%	-10.13%	23.00%
2013	-7.34%	-4.98%	8.84%	-7.84%
2014	1.30%	0.02%	24.22%	41.55%
2015	25.18%	23.28%	-30.95%	45.84%
2016	-22.16%	-3.59%	11.95%	-3.05%
2017	-1.95%	1.62%	1.51%	-0.02%
2018	-1.52%	-16.86%	-6.18%	-5.28%
2019	31.75%	-9.30%	-5.28%	11.45%
平均	9.11%	0.83%	-1.93%	9.94%

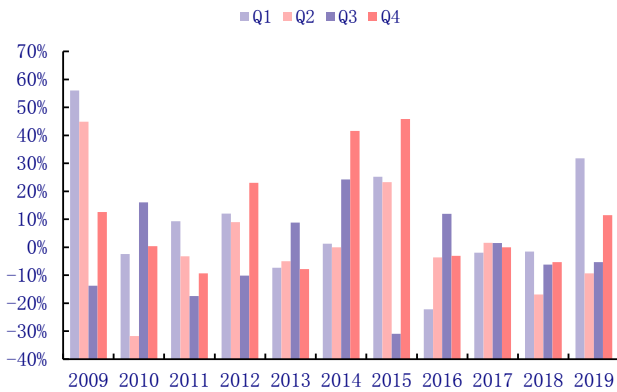
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 2: 房地产板块相对于沪深 300 涨跌幅情况

	Q1	Q2	Q3	Q4
2009	37.96%	26.27%	-5.11%	19.00%
2010	-6.43%	-23.39%	14.53%	6.56%
2011	3.04%	-5.56%	-15.20%	-9.13%
2012	4.65%	0.27%	-6.85%	10.02%
2013	-1.10%	-11.80%	9.47%	-3.28%
2014	-7.88%	0.88%	13.20%	44.17%
2015	14.64%	10.41%	-28.39%	16.49%
2016	-13.75%	-1.99%	3.15%	1.75%
2017	4.41%	6.10%	4.63%	5.07%
2018	-3.28%	-9.94%	-2.05%	-12.45%
2019	28.62%	-1.21%	-0.29%	7.39%
平均	5.53%	-0.91%	-1.17%	7.78%

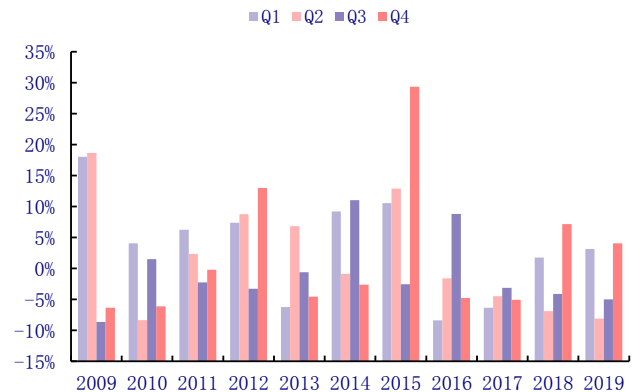
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 9: 房地产板块各季度涨跌幅情况



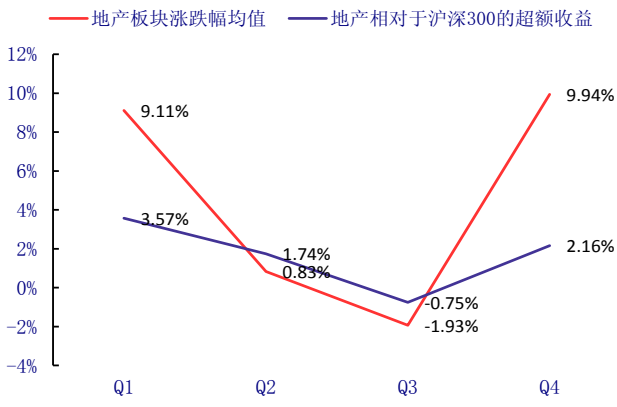
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 10: 房地产板块相对于沪深 300 的超额收益



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 11: 2009-2019 年各季度地产板块涨跌幅均值及超额收益



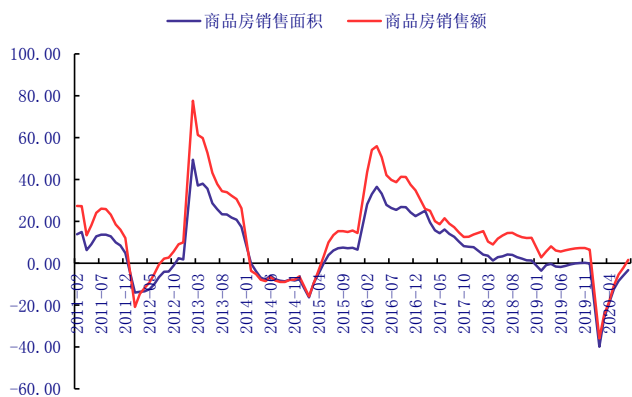
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 二季度以来楼市表现持续超预期, 百城房价指数略有抬头

1、楼市表现持续超预期

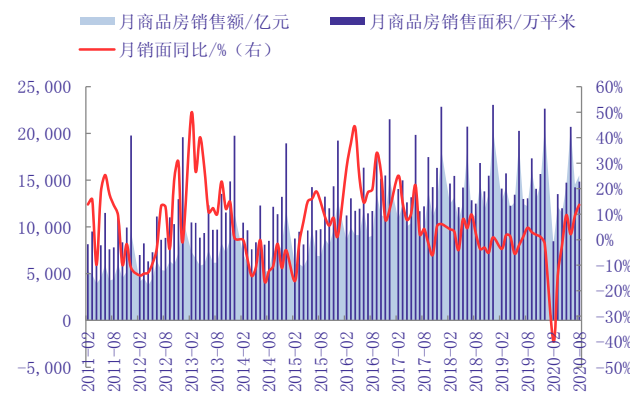
二季度以来楼市表现持续超预期, 预计四季度销售热度延续。2020 年 1-8 月, 商品房销售面积累计同比下降 3.3%, 较 1-7 月份降幅收窄 2.5 个百分点; 销售金额累计同比增长 1.6%, 年内首次转正, 1-7 月份为下降 2.1%。我们认为销售超预期的主要原因为: 1) 年初受疫情影响, 房企推盘节奏延后, 供给量持续放大; 2) 从去年 12 月份开始, 全国首套平均房贷利率已连续 9 个月下降, 从需求端对房企的去化形成支撑。近期监管机构实施房地产金融审慎管理制度, 形成了重点房企资金监测和融资管理规则, 我们认为在目前的融资监管环境下, 年内房企有较强的动力积极推盘促回款, 加速竣工结算, 来降低杠杆水平, 并且随着销售旺季的到来, 预计销售热度仍会持续。

图 12: 商品房销售面积及销售额累计表现/%



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 13: 月商品房销售面积、销售额及销面同比



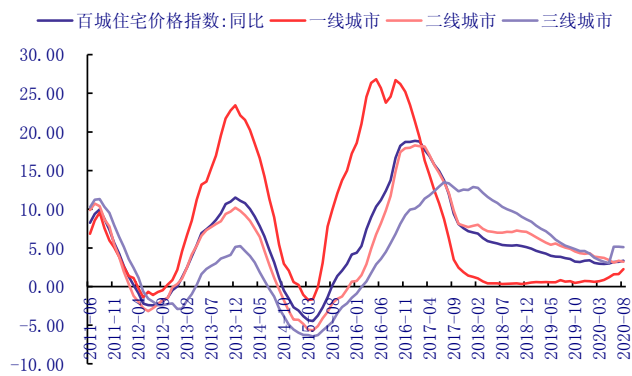
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2、二季度以来一、三线城市房价小幅抬升，二线较为稳定

房价统计方面，我们常用的有中指院口径的百城价格指数和统计局口径的 70 城价格指数，从数据来看，2018 年下半年 70 城价格指数同比涨幅持续扩大，而中指院口径百城价格数据，自 2016 年 9 月政策开始打压以来，成交同比涨幅在 2017 年 2 月触顶以来持续收窄。我们实际观测到的市场实际情况是，2018 年下半年开始，受成交量快速下行影响，促销打折项目增多，多个城市房价同比、环比皆有一定程度下行。基于百城价格指数更符合实际情况，接下来我们将基于百城成交数据分析。

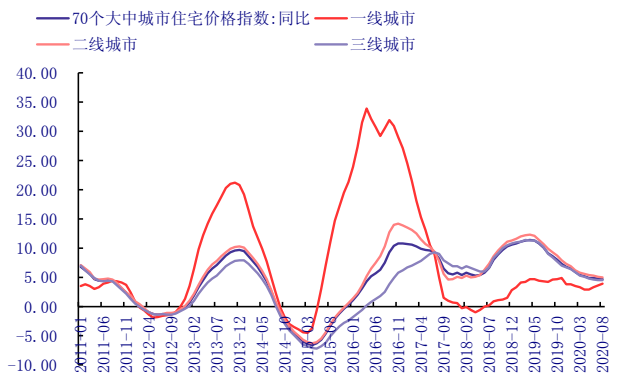
百城住宅价格指数从 2015 年 8 月至今实现了连续 61 个月同比正增长，今年二季度以来同比增速逐渐扩大，环比从 2015 年 5 月至 2020 年 1 月实现了连续 57 个月上涨，今年 2 月环比转负之后次月又恢复正增长至今。从 2016 年中央政治局会议提出“房住不炒”以来，在“三稳”政策的目标下，房价涨幅逐渐收窄，今年前三季度百城住宅价格指数同比基本在 3% 左右波动。分线来看，一线城市二季度以来受销售高增的推动同比增速逐月走高；二线住宅价格指数同比表现较为稳定；三线城市住宅价格指数同比增速抬头最为显著，从 5 月的 3.02% 跳升至 6 月的 5.15% 之后，基本稳定在 5% 左右。近期，一些房价楼市过热的城市相继出台了调控政策，在“三稳”的政策目标下，预计房价涨幅将回归平稳。

图 14: 百城住宅价格指数同比增速：一、二、三线 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 15: 70 城住宅价格指数同比增速：一、二、三线 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(四) 房企全年业绩有保障，主流房企高销售支撑未来业绩

主流房企公司 2020 年平均竣工增速目标依然保持高位，全年业绩有保障。其中，新城控股 2020 预计目标较上年实际竣工面积增速为 94.02%，金地集团 2020 预计目标较上年实际竣工面积增速为 25.19%，荣盛发展 2020 预计目标较上年实际竣工面积增速为 40.32%，中南建设 2020 预计目标较上年实际竣工面积增速为 52.11%。国内多家主流房企竣工增速目标均保持高位。

行业销售增速虽趋缓，但仍有 15-16 万亿的市场规模，并且主流房企过去两年的销售增速普遍较高，对未来业绩形成支撑。根据 wind 一致预期，头部房企未来三年仍能实现每年 20% 左右的增长，对房企未来的业绩表现无需过度担忧。

表 3: 主流房企 2020 年竣工计划 (万平方米)

	2019 计划竣工	2019 实际竣工	2020 竣工计划	2020 计划较上一年竣工计划增速	2020 计划较上一年竣工情况增速
保利地产	2750	2973	3400	23.64%	14.36%
新城控股	1881	1854	3597	91.20%	94.02%
万科 A	3077	3008	3320	7.89%	10.35%
招商蛇口	1000	1021	1100	10.00%	7.72%
金地集团	876	925	1158	32.19%	25.19%
中南建设	998	946	1439	44.19%	52.11%
荣盛发展	861	632	887	3.11%	40.32%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表 4: 头部房企未来三年 wind 一致预期归母净利润 (亿元) 及增速 (%)

证券代码	证券简称	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A 同比	2020E 同比	2021E 同比	2022E 同比
000002.SZ	万科 A	388.72	447.70	516.10	585.98	15.10	15.17	15.28	13.54
600048.SH	保利地产	279.59	325.53	385.04	450.00	47.90	16.43	18.28	16.87
001979.SZ	招商蛇口	160.33	177.18	208.38	241.57	5.20	10.51	17.60	15.93
600383.SH	金地集团	100.75	115.22	134.27	154.40	24.41	14.36	16.54	14.99
000671.SZ	阳光城	40.20	53.00	67.31	79.73	33.21	31.82	27.01	18.45
000961.SZ	中南建设	41.63	70.86	90.87	108.50	89.83	70.20	28.25	19.39
000656.SZ	金科股份	56.76	71.04	87.70	105.23	46.06	25.16	23.45	19.99
601155.SH	新城控股	126.54	157.87	192.40	227.18	20.61	24.76	21.87	18.08
平均		149.32	177.30	210.26	244.07	35.29	26.05	21.04	17.16

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

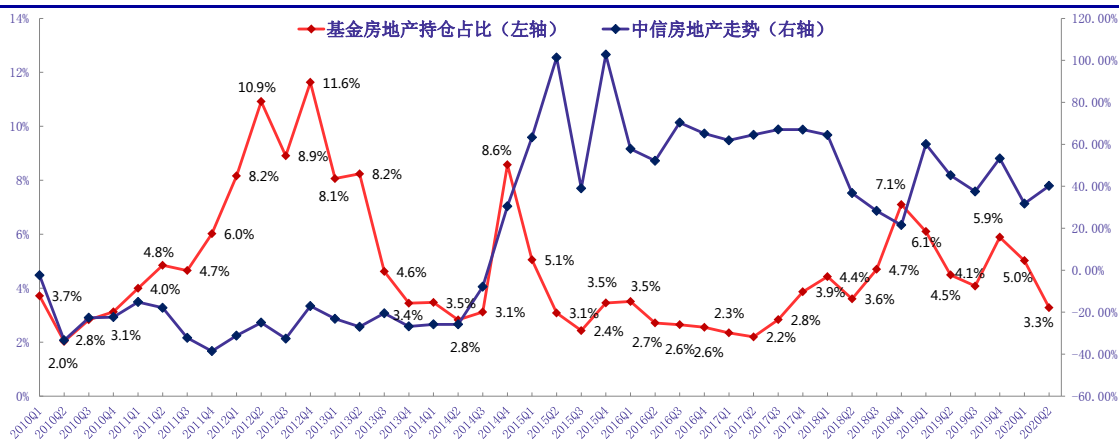
（五）20Q2 公募基金对板块配置比例处于历史较低水平，已连续两个季度下降

2020Q2 基金对房地产配置比例处于历史较低水平，已连续两个季度下降。2020 年 Q2 公募基金对房地产板块持仓总市值为 416.44 亿元，环比下降 12.74%，在中信一级行业中排名第 8，较上季度下降 3 名，所占比重为 3.28%，环比下降 1.77 个百分点。我们统计了从 2010 年 Q1 以来公募基金对房地产板块持仓占比情况，平均数为 4.7%，中位数为 3.9%，当前处于历史较低水平。从趋势性来看，基金对房地产板块的配置比例已连续两个季度下降，同时，20Q2 基金对房地产板块配置占比与指数走势呈现背离。

二季度基金对房地产板块持仓转为低配。2020 年 Q2 房地产板块标准配置比例环比降低 0.35 个百分点至 3.87%。2020 年 Q2 基金对房地产板块为低配，超配比例为-0.6%，较 2020Q1 下降 1.4 个百分点，结束连续两个季度的超配格局。

集中度降至 94.4%，结束五连升。2020Q2 基金房地产集中度¹为 94.4%，较上季度降低 3.4 个百分点。基金房地产持仓集中度与行业指数呈现负相关，2010Q1 至 2020Q2 基金房地产集中度指标与房地产指数走势指标的相关性为-0.51。自 2016Q3 开始基金持仓集中度逐步提升，2018Q4 集中度首次回落之后，19 年一季度集中度又回归到 90% 以上的水平，今年二季度集中度再次降低，结束连续五个季度提升的格局。

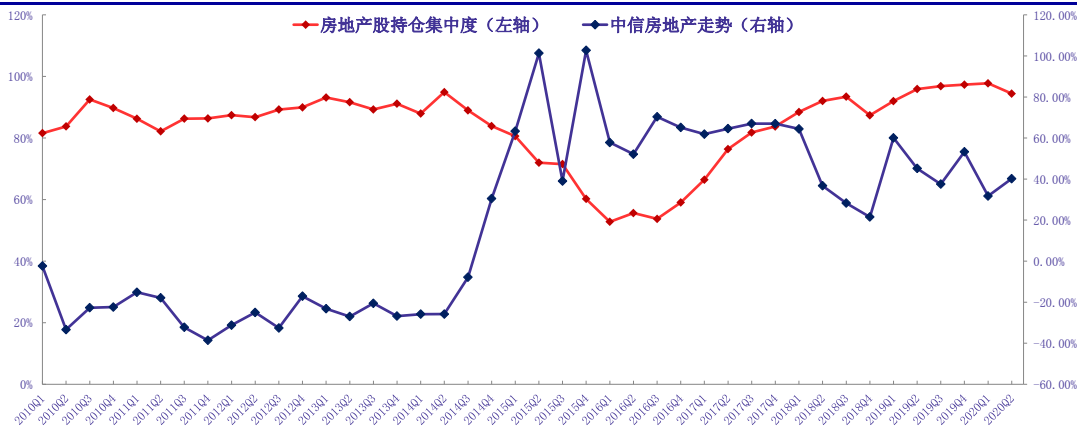
图 16：基金房地产持仓占比情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

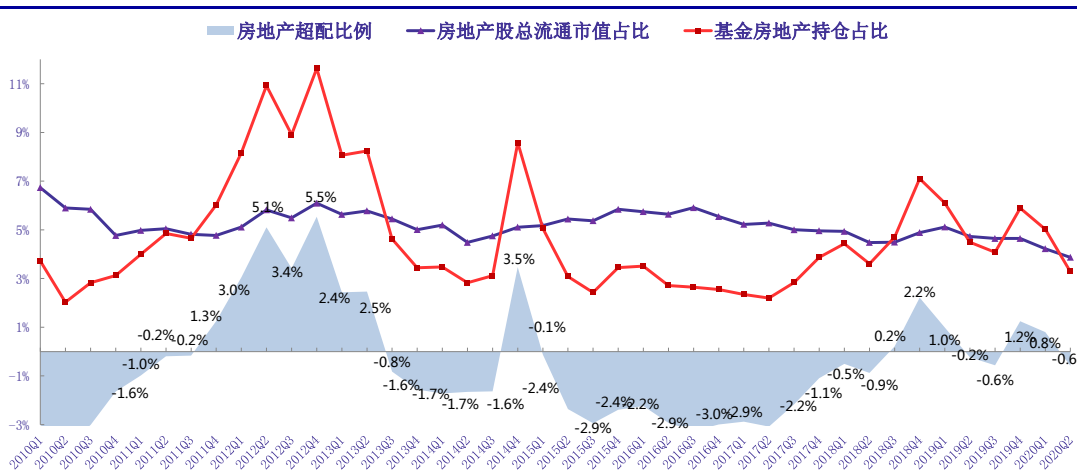
¹ 集中度：公募基金十大重仓股中前十大房地产股市值加总/公募基金十大重仓股中所有房地产股市值加总

图 17: 基金房地产持仓集中度



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 18: 基金房地产超配比例



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

二、融资监管政策增强行业集中度提升逻辑

8月20日,央行联合住建部召开了重点房企座谈会,提出要对重点房企进行融资监管和资金监测,会议提出,为进一步落实房地产长效机制,实施好房地产金融审慎管理制度,增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度,各部门广泛征求意见,形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。据新闻报道,会议规定了三条红线,分别为:1)剔除预收款后的资产负债率大于70%;2)净负债率大于100%;3)现金短债比小于1倍

表 5: 踩线后对有息负债的要求

颜色	踩线条数	对有息负债要求
红色	3	不得增加
橙色	2	年增速不得超过5%
黄色	1	年增速可放宽至10%



绿色 0 年增速可放宽至 15%

资料来源：中国银河证券研究院

我们统计了重点跟踪的 30 家住宅开发、4 家商业地产、10 家园区 2020H1 的净负债率、扣除预收账款后的资产负债率以及现金短债比的情况。在 30 家住宅开发企业中，三条红线均未踩的只有 4 家，分别为保利地产、金地集团、信达地产、中华企业，踩了一条红线的企业有 6 家，踩两条红线的企业有 5 家，踩三条红线的企业有 13 家。

我们认为在降杠杆的总体方针下，部分房企以融资驱动的输血式外生增长模式亟待改变，依靠经营管理水平提高驱动的造血式内生增长将是未来良性发展的必然选择，也是更稳健的赛道，同时未来中小房企想通过高杠杆快周转的方式来实现弯道超车的可能性已经不大，行业格局逐步趋向稳定，增强集中度提升的逻辑。

表 6: 2020H1 房企“三道红线”指标梳理

证券代码	证券简称	净负债率 (%)	扣除预收账款的资产负债率 (%)	货币资金/短期债务
住宅开发				
600606.SH	绿地控股	180.31	82.70	0.65
000002.SZ	万科 A	27.90	75.53	1.95
600048.SH	保利地产	72.07	67.40	1.84
601155.SH	新城控股	21.86	77.47	2.00
001979.SZ	招商蛇口	40.06	58.59	0.97
600340.SH	华夏幸福	191.85	77.46	0.42
000656.SZ	金科股份	124.62	74.08	0.86
000961.SZ	中南建设	147.17	82.86	0.78
002146.SZ	荣盛发展	101.03	74.96	0.76
000671.SZ	阳光城	110.99	78.17	1.28
600325.SH	华发股份	180.48	76.83	0.98
600383.SH	金地集团	66.63	69.88	1.18
600376.SH	首开股份	174.41	75.29	0.99
600466.SH	蓝光发展	105.63	71.34	0.72
000031.SZ	大悦城	104.53	73.57	1.91
002244.SZ	滨江集团	83.77	72.30	2.62
000069.SZ	华侨城 A	111.24	71.52	1.06
600657.SH	信达地产	80.33	69.56	1.17
000537.SZ	广宇发展	138.00	73.06	0.45
000736.SZ	中交地产	238.86	86.26	1.37
600675.SH	中华企业	27.84	60.54	2.33
600748.SH	上实发展	60.70	60.08	0.89
600223.SH	鲁商发展	152.59	87.70	0.45
600266.SH	城建发展	140.28	74.29	1.35
000517.SZ	荣安地产	63.96	73.48	1.17
000926.SZ	福星股份	71.49	67.82	0.54



600185.SH	格力地产	214.82	75.50	0.34
000732.SZ	泰禾集团	287.40	81.56	0.06
600708.SH	光明地产	233.76	78.20	0.48
002314.SZ	南山控股	96.58	73.73	1.13
商业地产				
000402.SZ	金融街	202.31	74.40	0.54
000608.SZ	阳光股份	38.99	40.16	0.11
600007.SH	中国国贸	14.14	36.40	0.00
600823.SH	世茂股份	17.45	62.61	1.46
园区				
600463.SH	空港股份	44.07	48.49	0.35
600515.SH	海航基础	62.46	59.99	0.39
600604.SH	市北高新	92.43	57.20	0.41
600639.SH	浦东金桥	64.75	58.31	1.26
600648.SH	外高桥	128.31	66.44	0.17
600663.SH	陆家嘴	136.35	67.49	0.30
600736.SH	苏州高新	112.48	65.80	0.55
600895.SH	张江高科	60.36	50.27	0.74
601512.SH	中新集团	-3.11	37.12	3.66
600848.SH	上海临港	66.66	55.44	1.35

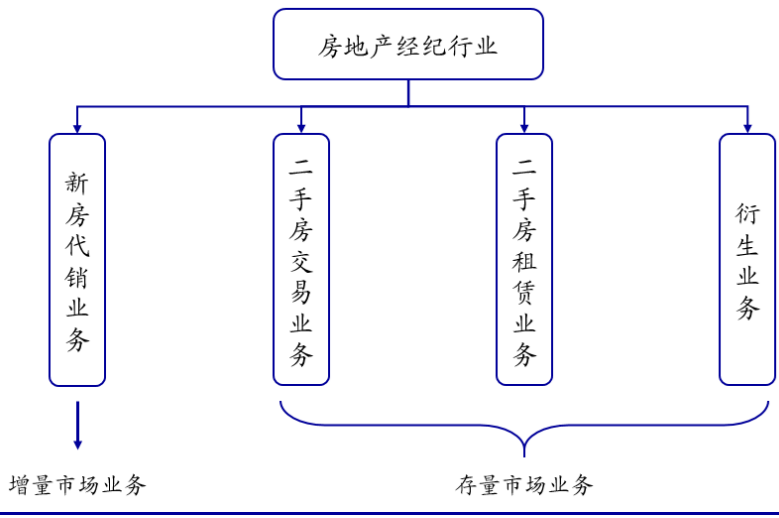
资料来源：中国银河证券研究院

三、房地产经纪行业：景气稳步上行，O2O化是大势所趋

（一）物业经纪服务行业受益于未来住房市场 GTV 稳定增长

依据现有的房地产经纪公司的业务构成，我们将房地产经纪行业划分为：新房代销、二手房交易、二手房租赁、衍生业务等四个子行业，其中新房代销业务为经纪公司利用自己的渠道优势与房地产开发企业签订协议，向其新房销售业务引流并收取交易佣金，为房地产增量市场业务；二手房交易、租赁业务则为经纪公司利用线上平台与线下门店，为二手房市场与租赁市场的供需双方提供信息撮合交易，收取交易佣金，为存量市场业务；衍生业务的种类很多，主要聚焦于存量市场，包括金融服务、房屋检查、产权保险、物业管理等服务，目前中国的房地产经纪公司的衍生业务以房地产金融服务为主，未来在种类与规模上尚有较大发展空间。

图 19: 房地产经纪行业划分



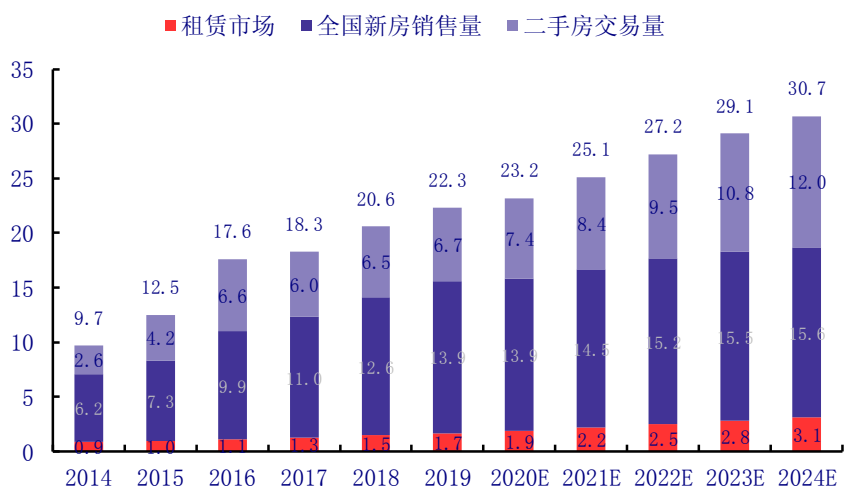
资料来源: 中国银河证券研究院

1、中国住房市场 GTV 及新房销售、二手房交易、租赁市场分类 GTV 均稳步提升

根据 CIC 的报告，中国拥有全球最大的住房市场。2019 年，全国新房销售量、二手房交易量、以及房屋租赁市场规模三者总额 GTV 为 22.3 万亿元，其中新房销售量 13.9 万亿元，二手房交易量 6.7 万亿元，租赁市场规模 1.7 万亿元，占比分别为 62%、30%及 8%。根据预测，未来 5 年预计整个住房交易市场规模将达到 30.7 万亿元，CAGR 达 6.6%，其中二手房交易量 2024 年将达到 12 万亿元，CAGR 为 12.4%；新房销售量 2024 年将达 15.6 万亿元，CAGR 为 2.3%；租赁市场规模 2024 年将达 3.1 万亿元，CAGR 达 12.8%。

根据 CIC 的报告，除了传统的住房经纪业务（新房、二手房及租赁），中国住房经纪衍生业务（其他住房相关服务）的总市场规模从 2014 年的 3.6 万亿元提升至 2019 年的 7.9 万亿元，CAGR 达 17%，预计 5 年后 2024 年该业务 GTV 将增至 15 万亿元，CAGR 为 13.7%。

图 20: 2014-2024 中国住房市场 GTV (总交易额) (万亿人民币)

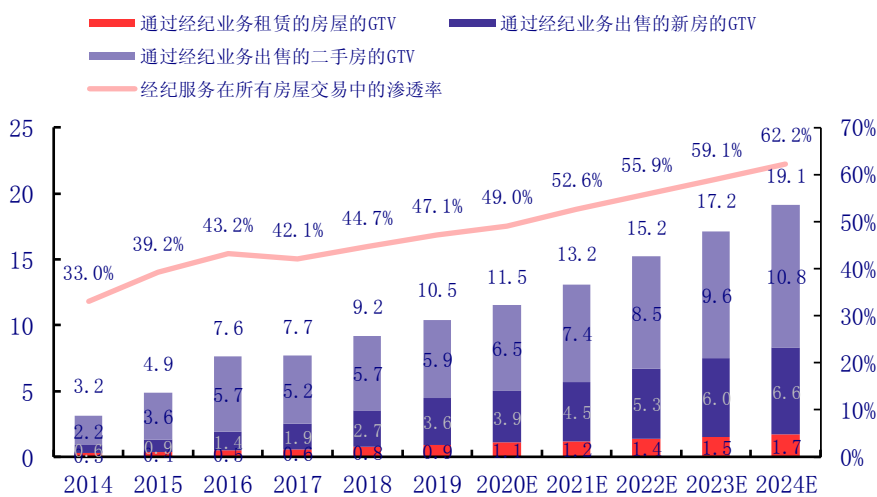


资料来源: CIC 报告, 中国银河证券研究院

2、经纪业务在房屋交易（新房、二手、租赁）中的渗透率不断提升

中国通过经纪业务出售和租赁的房屋的古TV总额从2014年的3.2万亿元增加至2019年的10.5万亿元，预计到2024年达到19.1万亿元，以GTV计，经纪服务在中国所有房屋交易（包括新房、二手房、租赁）中的渗透率从2014年的33%提升至2019年的47.1%，并将在2024年进一步增至62.2%。其中，根据统计，经纪业务在新房销售中的渗透率从2014年的10%上升至2019年的25.9%，五年后2024年有望提升至42%，这一数据2019年在美国为70%，未来新房销售的经纪业务渗透率还有很大的提升空间；经纪业务在二手房交易中的渗透率从2014年的84.6%提升至2019年的88%，稳定增长，五年后2024年有望提升至90%；经纪业务在租赁成交中的渗透率由2014年的33%提升至2019年的53%，五年后2024年有望提升至55%。总体来看，二手房交易及租赁市场领域经纪业务渗透率都处于较高水平，新房销售的经纪业务渗透率也在快速提升过程中。

图 21：2014-2024 中国通过经纪业务出售和租赁房屋的古TV（总交易额）（万亿人民币）



资料来源：CIC 报告，中国银河证券研究院

3、经纪业务佣金率在各细分领域都有提升空间，二手房佣金率提升空间较大

二手房交易佣金率整体在1%-3%不等，2019年链家二手房业务佣金率约为2.56%，在美国，2019年二手房销售的佣金率约为5%，未来随着中国二手房经纪服务质量的提高和客户体验的提高，国内二手房佣金率有望稳步提高。中国房屋租赁的佣金通常为月租金的一半或者一个月的租金。

新房的经纪业务是一个未来成长空间较大的领域。传统上，中国房地产开发商主要部署内部销售人员进行新房销售，但未来随着城市群中较发达地区的土地供应受限，预计新房项目的平均规模将减少，从而使房企维持庞大的全职销售团队的经济可行性降低，更多新房项目位于城市群中的外围城市，这为经纪服务商提供了新的机会，随着经纪服务在新房销售发挥越来越重要的作用，中国新房销售中的经纪服务平均佣金率从2017年的约2.1%提升至2018年的2.2%和2019年的2.3%，但我们认为，在中国当前的房企经营环境下，2019年房企销售费用率基本能够和使用中介的佣金率水平相当，所以短期内新房佣金率提升空间有限。2018年，链家新房佣金水平为2.66%，略高于同年链家二手房的佣金率2.49%，在业内属于

较高水平。

4、经纪业务佣金规模约 2000 亿元，远期预计可达超过 5000 亿元规模

当前经纪业务佣金率水平在 1%-3%的水平，按照 2%的平均佣金率计算，2019 年经纪业务总的市场规模在 2100 亿元（10.5 万亿元*2%），不考虑佣金率提升的前提下，经纪业务总的市场规模在 2024 年可达 3820 亿元（19.1 万亿元*2%）；假设远期佣金率平均提升至 2.7%，则经纪业务总市场规模 2024 年将达到 5157 亿元（19.1*2.7%），CAGR 达 15.1%。

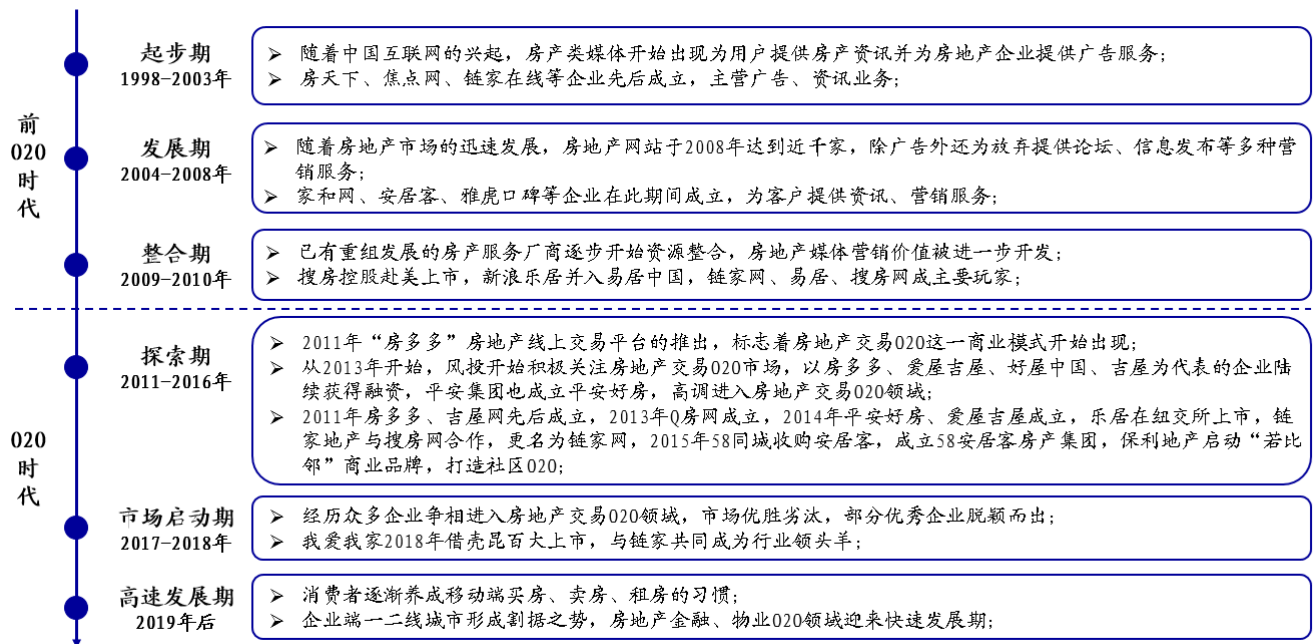
（二）房地产经纪的 O2O 化：高速渗透，O2O 成必然趋势

1、房地产经纪的 O2O 历程：O2O 模式进入高速发展期

O2O 模式即 Online To Offline 的模式，是把实体的商业机会与网络结合在一起，让网络成为实体交易的前台，这种商业模式的核心是：在网络中寻找客户，然后将他们带到实体店铺中实现消费，它是支付模式和为经营者创造客流量的一种结合。

随着互联网技术的逐渐成熟和覆盖度的逐渐提升，同时为了解决传统房地产经纪业务成本高、效率低、透明度低和信息不对称带来的不信任感强等痛点，能够增强信息公开与交易效率的房地产经纪行业 O2O 模式应运而生。房地产 O2O 的前身为由互联网的兴起带来的传统房地产服务 PC 网站的建立，线上房地产经纪企业的成立为全行业的 O2O 化奠定了基础，2011 年“房多多”房地产线上交易平台的推出，标志着房地产交易 O2O 这一商业模式的出现，至今经过了 9 年左右的发展，行业已经逐渐走出探索期与启动期，并即将迎来快速发展期。

图 22：房地产经纪的 O2O 历程

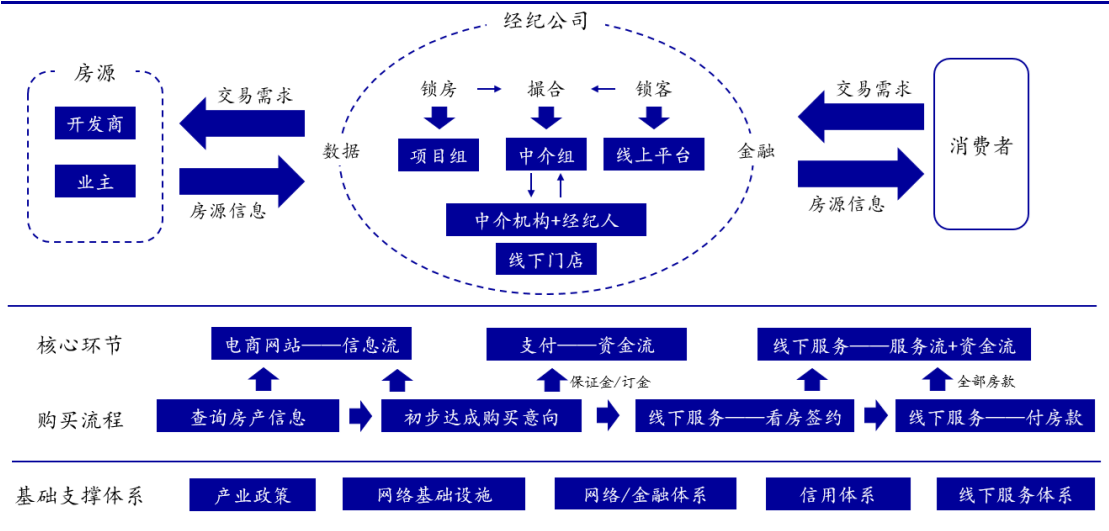


资料来源：Analysys，中国银河证券研究院

2、房地产经纪 O2O 模式：基于当代网络、信用体系的模式

房地产经纪的商业模式致力于利用当代高速发展的互联网体系与信用体系，让线上平台对潜在客户产生足够的吸引力，从而将互联网变成线下交易的平台。在 O2O 模式下，经纪公司通过项目团队调研开发商与业主的房源信息，并将其放入线上平台，消费者则可以直接通过线上平台信息锁定心仪的房源，从而使经纪公司达成“锁房”、“锁客”的目的，为线下门店导流，并利用经纪人团队为客户提供具体的服务，以期达成交易。这样的模式一方面避免了房源信息传播速度慢、范围小的困境，一方面经纪人的专业性增加了客户的信任程度，极大地提高了行业的效率，为消费者与开发商节约了成本。

图 23：房地产经纪 O2O 商业模式



资料来源：Analysys, 《中国企业家》，中国银河证券研究院

图 24：O2O 模式下客户消费流程



资料来源：高阳《房地产经纪公司 O2O 商业模式研究》，中国银河证券研究院

3、房地产经纪企业交易模式上可分为平台型、自营型、综合型三大类

从交易模式上来看，可以将房地产经纪企业分为平台型、自营型、综合型三大类，其中平台型指经纪公司通过聚合各类房源信息以吸引用户，并在线上平台引入支付和交易功能，

形成 O2O 闭环，以赚取撮合交易佣金，这一模式的代表包括安居客、房多多等企业；自营型企业则是传统的房地产中介公司互联网化后的产物，本质上相当于把店铺搭建在互联网上的房产中介，本身持有一定量的房源，依靠佣金与价差产生利润，这一模式的代表包括链家、我爱我家等头部企业；另外还有平台、自营特点兼而有之的综合型企业，贝壳找房、Q 房网、房天下则为其中的代表。

图 25：房地产经纪 O2O 主要玩家



资料来源：Analysys，中国银河证券研究院

4、建议重点关注 A 股物业经纪服务行业标的我爱我家、国创高新

我国房地产经纪行业未来成长空间广阔，未来一段时间国内房地产中介服务行业将呈现“一超多强”的竞争格局，贝壳找房美国上市是国内房地产中介服务行业发展的一个里程碑事件，并使之成为国内最大的一个超级行业巨头。我爱我家、Q 房网、中原地产、房多多和易居中国等企业也在不断借助资本市场等方面的力量强势发展，成为领军企业或区域性龙头企业。

(1) 我爱我家：20 年历史，率先登陆 A 股的房地产经纪公司

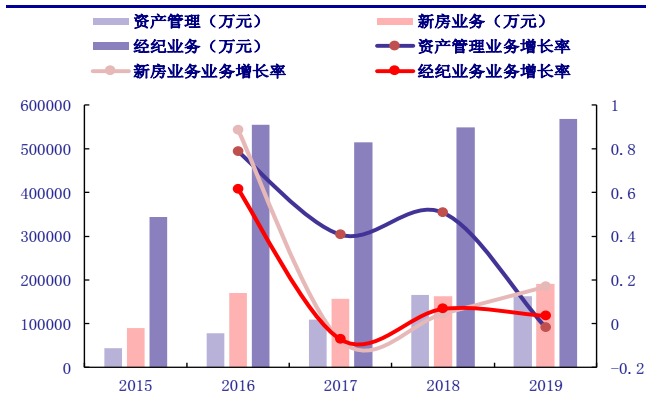
我爱我家公司业务主要包括新房业务、经纪业务、资管业务三个组成部分，其中新房业务又包含代理销售业务、分销业务、电商业务、顾问策划业务等四个分类；经纪业务则包含二手房买卖与二手房租赁两类；资管业务则以“相寓”品牌的长租公寓为主，分为分散式与整栋式的资产管理业务。在与昆百大 A 进行重大资产重组之后，目前的公司业务还包括商品销售、商业租赁及服务、房地产开发、物业服务、旅游服务等，但是其在公司主营业务收入中的占比均不超过 10%。

我爱我家集团国内业务覆盖北京、上海、杭州、南京、天津、苏州、太原、无锡、郑州、成都、武汉、长沙、南昌、青岛、常州、南宁、昆明等国内 17 个大中型城市，拥有深入社区的连锁门店 3400 余家，员工 5.5 万余人，其海外业务品牌“我爱我家海外”，主要在海外开展新房销售、二手房经纪、房屋资产管理等业务，为业主提供全球资产配置的境内外一站式服务，目前其国际业务覆盖北美、东南亚、澳新、欧洲、中东等 50 余个国家和地区，并在

美国芝加哥和阿联酋迪拜设立了海外城市子公司。

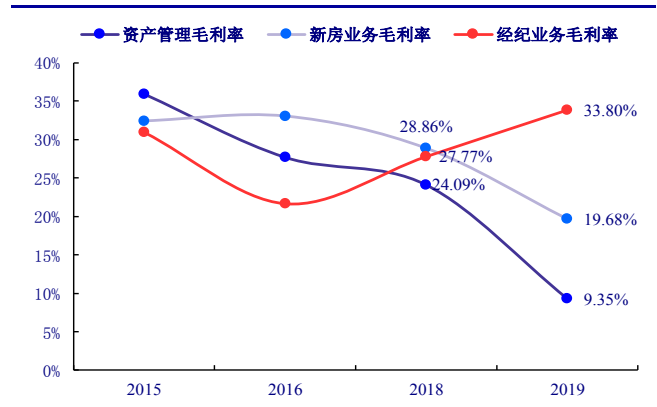
我爱我家在大数据平台的技术支持下，呈现出房地产中介服务全覆盖、业务间互相联动的协同发展模式。集团业务以经纪业务为基础展开，线下门店作为经纪业务开展的端口，同时为标的公司开展新房业务提供分销渠道、加强市场推广能力，并为资管业务房源及客源提供保障。

图 26: 我爱我家主要业务营业收入



资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

图 27: 我爱我家主要业务毛利率



资料来源: 我爱我家公告, 中国银河证券研究院

(2) 国创高新 (Q 房网、深圳云房): 立足深圳、布局全国的 O2O 巨头

Q 房网 (工商注册名为深圳市云房网络科技有限公司) 是一家以互联网+为主导, 以房地产交易为主营业务的房地产经纪公司。其以 O2O 经纪业务、新房电商业务为两大核心业务板块, 致力于打造成为全国房地产行业线上与线下 (O2O) 全渠道营销解决方案的房地产互联网平台。

公司形成了规模化的线下业务体系, 目前已经在全国 12 个城市布局了近 1500 间门店, 合作经纪人超过 26000 人, 在深圳、珠海、中山等地区市场占有率处于领先地位, 同时还在上海、青岛、南京、杭州等城市积极布局, 稳步扩张。与此同时, 公司建立了成熟的线上平台, 线上平台布局城市超过 34 个, 公司目前建立的楼盘字典数据涵盖了结构数据、图片数据、基础数据和分析数据等, 未提供精准化的运营服务奠定了坚实的基础。此外, 公司拥有盘客通、新盘通、经纪公司 ERP、掌上 Q 房等 IT 系统, 通过一体化智能线上平台给购房者、业务人员、业主提供精准服务, 促进交易效率。

从公司毛利率的角度看, 深圳云房房地产中介服务的毛利率逐渐上升, 2014 年公司的房地产中介业务毛利率仅为 9.08%, 随着公司的发展与商业模式的成熟, 2018 年毛利率逐步增长至 17.72%, 与上市公司国创高新原本的沥青产品毛利率 10.78% 相比, 房地产中介业务的毛利率占有明显优势, 目前的国创高新正逐步将主营业务从沥青产品向房地产中介服务转移。

四、板块财务分析：中报业绩略超预期，全年修复可期

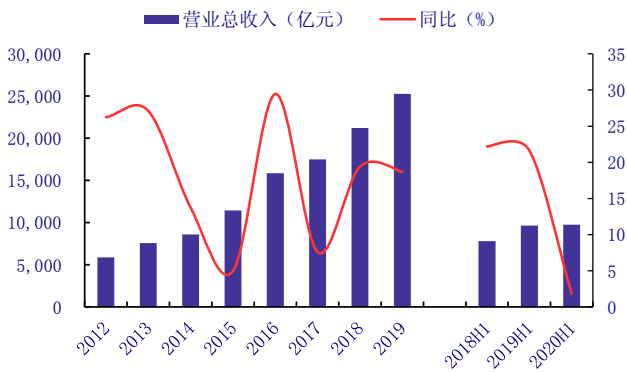
（一）利润表：板块上半年度营收增幅收窄、归母净利润下降，整体费用水平控制良好，利润率延续下滑趋势

2020年上半年度房地产行业总营业收入为9761.80亿元，增速为1.84%，同比-19.79pct；实现归母净利润808.95亿元，增速为-21.82%，同比-37.94pct。今年上半年度营收虽维持正增长但增幅明显收窄，归母净利润大幅下滑，主要系疫情影响了竣工节奏。我们认为下半年随着疫情影响消退，企业加快复工复产，并且在融资监管的大方针下，年末房企将加快竣工结算，全年业绩或有保障。

上半年房地产行业销售费用率、管理费用率、财务费用率为2.60%、4.17%及3.58%，同比-2.40pct、-0.24pct、+0.40pct。整体三费率为10.34%，同比0.10pct，近年来稳中有降，行业整体费用控制水平良好，得益于企业经营水平的提升。

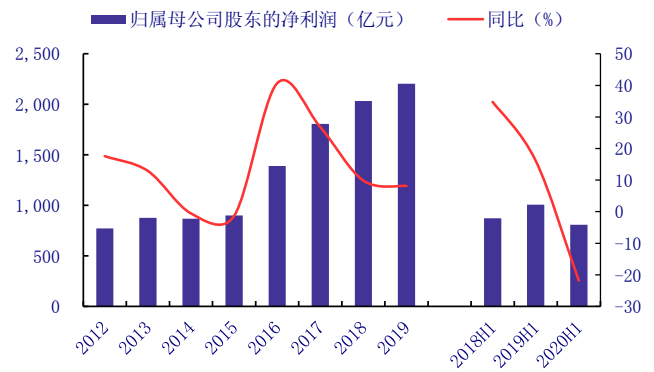
2020H1销售毛利率为28.28%，同比-3.94pct；实现销售净利率10.70%，同比-2.40pct。毛利率和净利率均下滑主要在于：（1）由于前几年土地市场景气度较高，房企整体拿地价格攀升，高土地成本项目现进入结转期间；（2）受“房住不炒”政策管控，行业利润空间被压缩，自18年来毛利率、净利率总体均呈下降趋势；（3）由于疫情影响，部分房企第一季度采取促销措施降低盈利水平。近期，中央在政治局会议、住建部房地产工作会议上密集表态，坚持“三稳”底线思维，因此我们认为行业利润率水平下行趋势仍未结束。

图 28：房地产行业 2020H1 营业总收入及同比增速

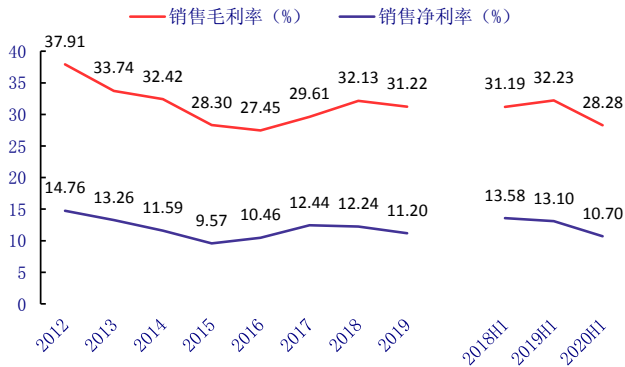


资料来源：wind，中国银河证券研究院

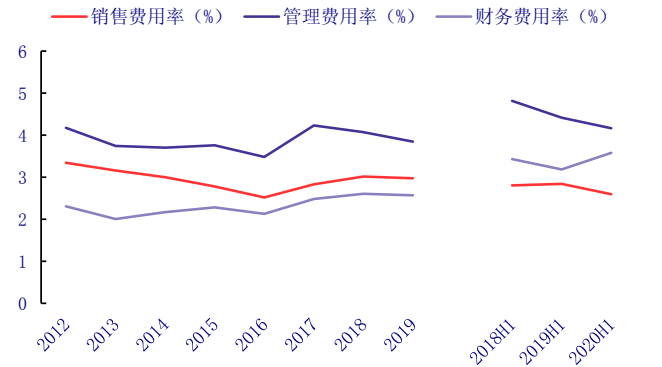
图 29：房地产行业 2020H1 归母净利润及同比增速



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 30: 房地产行业 2020H1 销售毛利率及销售净利率


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 31: 房企 2020H1 销售费用率、管理费用率及财务费用率


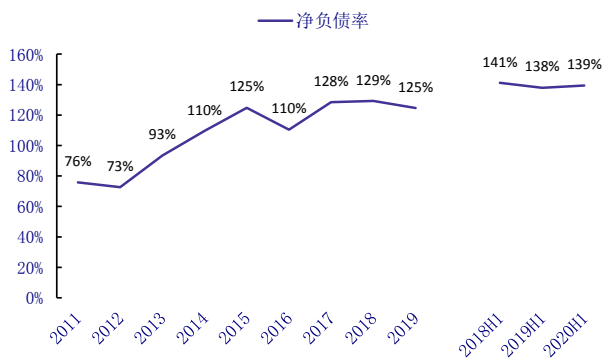
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 资产负债表: 预收账款小幅上涨, 增速放缓, 行业杠杆率水平有望下降

房地产行业 2020 年上半年度预收账款为 32920.89 亿元, 同比增长 8.63%, 增速较去年同期-15.40pct, 覆盖 2019 年全年营收的 1.3 倍。当前国内商品房销售普遍采取期房预售制度, 预收账款即为未来利润的蓄水池, 2020 上半年度虽然增速放缓, 但延续了 18 年以来的增长态势, 房企未来业绩仍有保障。此次下降主要受到疫情影响, 一季度售楼处基本处于关闭状态导致销售受阻, 从二季度开始销售热度持续不退, 我们预计四季度销售热度仍会延续, 下半年度预收账款将大幅增加。

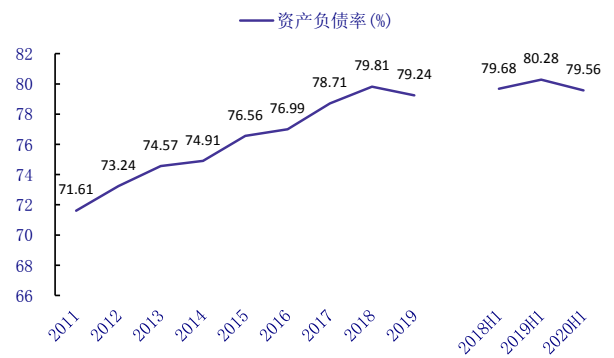
截至 2020 年上半年度, 行业净负债率为 139.43%, 同比+1.56pct; 资产负债率为 79.56%, 同比-0.72pct, 变化幅度在 1%左右, 行业杠杆率维持稳定。整体来看, 行业净负债率、资产负债率均处历史较高水平。2019 年及 2020 年上半年行业景气度较高, 加之融资环境宽松, 开发商普遍维持高杠杆模式来驱动企业的规模扩张, 行业整体负债率维持在近年较高位置。在“去杠杆”的政策指引下, 2020 下半年难现上半年宽松的融资环境, 对房企的资金监管趋严, 预计 2020 下半年行业整体杠杆率下降可能性加大。我们认为部分房企以融资驱动的输血式外生增长模式亟待改变, 依靠经营管理水平提高驱动的造血式内生增长将是未来良性发展的必然选择, 也是更稳健的赛道。

图 32: 房地产行业 2020H1 净负债率



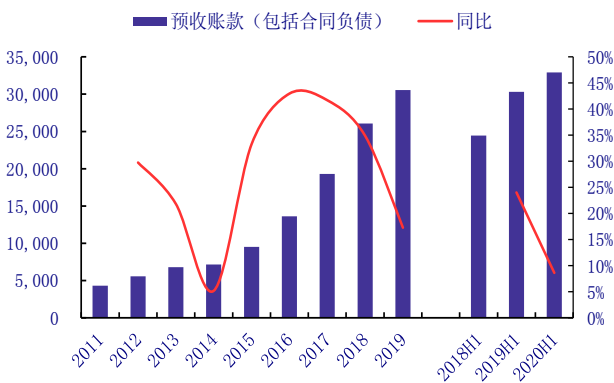
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 33: 房地产行业 2020H1 资产负债率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 34: 房地产行业 2020H1 预收账款及同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

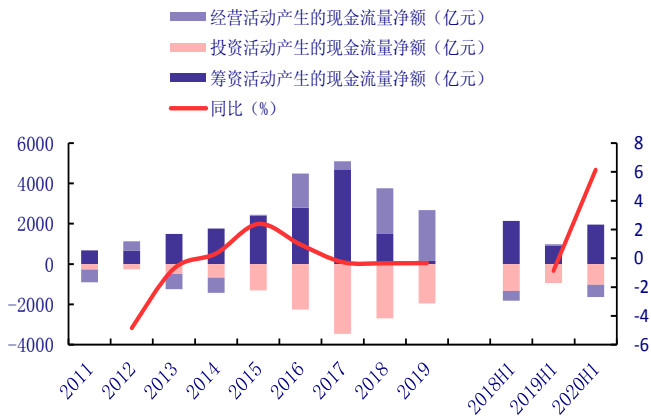
(三) 现金流量表: 销售受疫情冲击, 但楼市修复超预期, 流动性宽松的环境下, 筹资活动现金流大幅增加

2020 年上半年度房地产行业的销售商品、提供劳务收到的现金达 12429.99 亿元, 同比下降 12.08%, 增速较 2019H1 回落 25.67pct。2020H1 增速首度转负, 主要是受疫情冲击, 销售端影响较大。随着各地全面复工, 销售从第二季度开始已同比转正, 我们认为主要原因为: 1) 年初受疫情影响, 房企推盘节奏延后, 供给量持续放大; 2) 从去年 12 月份开始, 全国首套平均房贷利率已连续 9 个月下降, 从需求端对房企的去化形成支撑。近期监管机构实施房地产金融审慎管理制度, 形成了重点房企资金监测和融资管理规则, 我们认为在目前的融资监管环境下, 年内房企有较强的动力积极推盘促回款, 加速竣工结算, 来降低杠杆水平。在供需两端强势的增长逻辑下, 我们认为四季度销售热度仍会持续。

2020 年上半年度现金流净额为 321.19 亿元, 表现为现金净流入, 流入额同比增加 614.36%, 主要得益于上半年友好的融资环境, 房企融资额大幅增加。分类来看, 经营活动现金流净流出 600.52 亿元, 2019H1 为净流入 69.41 亿元, 主要由于在疫情的影响下售楼处关闭, 销售基本停滞导致回款大幅减少, 虽 5 月起销售额已同比转正, 但仍不足以支撑第一季度业绩; 投资活动净流出 1031.98 亿元, 同比增加 9.70%, 主要得益于流动性宽松下的资金充

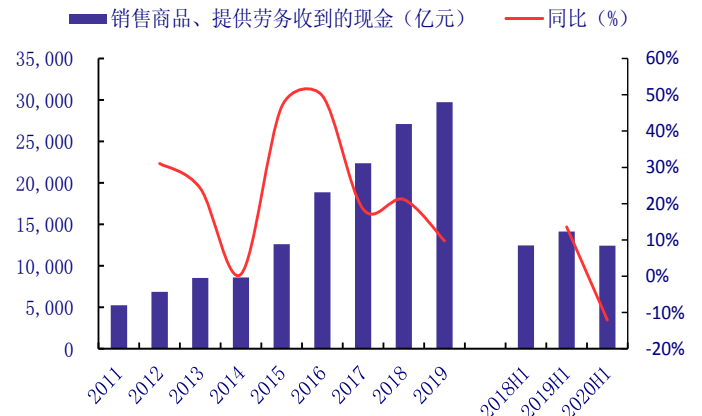
裕，房企来到拿地窗口期；筹资活动净流入 1953.69 亿元，较去年同期大幅增加 113.22%，国内逐渐宽松的融资环境显著缓解了房企面临的资金压力。随着下半年政策收紧，融资环境难现上半年的宽松。

图 35: 房企 2020H1 现金流量及同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 36: 房企 2020H1 销售商品、提供劳务收到的现金及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

五、投资建议

复盘地产股的历史表现，我们发现岁末年初板块的涨幅优于二、三季度的概率较高，并且在岁末年初板块跑赢沪深 300 的概率更高。我们看好地产板块四季度的表现，原因：1) 低估值、高股息筑造较高安全边际；2) 公募地产持仓处于历史较低水平；3) 长线资金入股地产公司推动板块价值重估；4) 疫情过后销售持续超预期。整体来看，基本面，我们预计四季度推盘量加大，销售热度持续；资金面，在融资监管的环境下，房企的到位资金难以维持高增速；政策面保持稳定，在“因城施策”方针下个别城市的政策收紧并不代表全局。

梳理各子行业的基本面及市场表现，我们相对看好住宅开发和经纪服务子行业。住宅开发板块在各头部房企销售超预期带动下进入新一轮的价值重估周期，经纪服务子板块 GTV 未来 CAGR 可达 6.6%，渗透率不断提升，新房代理受益于未来推盘量高增和销售持续向好，二手房交易佣金率提升空间较大，远期经纪服务整体佣金规模可超 5000 亿元，景气处于上行区间。

建议投资者重点关注：1) 低估值、高股息的优质住宅开发行业龙头股：万科 A、保利地产、金地集团、招商蛇口；2) 销售提速、弹性较大的优质成长型个股：阳光城、金科股份、中南建设；3) 房产经纪服务相关标的我爱我家和国创高新。

六、风险提示

经济及行业的下行压力；销售超预期下行；政策调控具有不确定性。

插图目录

图 1: 中信一级行业跌幅前十板块 (2020.1.1-2020.9.23)	1
图 2: 房地产板块各细分行业涨幅情况 (2020.1.1-2020.9.23)	1
图 3: 房地产板块涨幅前十个股 (2020.1.1-2020.9.23)	1
图 4: 房地产板块跌幅前十个股 (2020.1.1-2020.9.23)	1
图 5: 房地产板块 PE	2
图 6: 房地产板块 PB	2
图 7: 房地产板块 PE (2020.9.23)	2
图 8: 房地产板块 PB (2020.9.23)	2
图 9: 房地产板块各季度涨跌幅情况	4
图 10: 房地产板块相对于沪深 300 的超额收益	4
图 11: 2009-2019 年各季度地产板块涨跌幅均值及超额收益	4
图 12: 商品房销售面积及销售额累计表现/%	5
图 13: 月商品房销售面积、销售额及销面同比	5
图 14: 百城住宅价格指数同比增速: 一、二、三线 (%)	5
图 15: 70 城住宅价格指数同比增速: 一、二、三线 (%)	5
图 16: 基金房地产持仓占比情况	7
图 17: 基金房地产持仓集中度	8
图 18: 基金房地产超配比例	8
图 19: 房地产经纪行业划分	11
图 20: 2014-2024 中国住房市场 GTV (总交易额) (万亿人民币)	11
图 21: 2014-2024 中国通过经纪业务出售和租赁房屋的 GTV (总交易额) (万亿人民币)	12
图 22: 房地产经纪的 O2O 历程	13
图 23: 房地产经纪 O2O 商业模式	14
图 24: O2O 模式下客户消费流程	14
图 25: 房地产经纪 O2O 主要玩家	15
图 26: 我爱我家主要业务营业收入	16
图 27: 我爱我家主要业务毛利率	16
图 28: 房地产行业 2020H1 营业总收入及同比增速	17
图 29: 房地产行业 2020H1 归母净利润及同比增速	17
图 30: 房地产行业 2020H1 销售毛利率及销售净利率	18
图 31: 房企 2020H1 销售费用率、管理费用率及财务费用率	18
图 32: 房地产行业 2020H1 净负债率	19
图 33: 房地产行业 2020H1 资产负债率	19
图 34: 房地产行业 2020H1 预收账款及同比增速	19
图 35: 房企 2020H1 现金流量及同比增速	20
图 36: 房企 2020H1 销售商品、提供劳务收到的现金及增速	20



表格目录

表 1: 房地产板块各季度涨跌幅情况	3
表 2: 房地产板块相对于沪深 300 涨跌幅情况	3
表 3: 主流房企 2020 年竣工计划 (万平方米)	6
表 4: 头部房企未来三年 wind 一致预期归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	6
表 5: 踩线后对有息负债的要求	8
表 6: 2020H1 房企“三道红线”指标梳理	9

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：潘玮，清华大学管理学硕士、金融学学士。2008年7月加入银河证券研究院，从事房地产行业研究。2012年获得金融界“慧眼识券商”地产行业平均涨幅第一名；2012年获得中金在线最佳行业分析师称号；2013年团队获得新财富最佳分析师房地产行业第五名；2019年获得东方财富上半年及三季度最佳分析师榜单房地产行业第一名。2019年获得金融界慧眼量化评选最佳分析师房地产行业第二名。

分析师：王秋蘅，房地产行业分析师，英国杜伦大学金融学硕士，北京交通大学金融学学士，2018年5月加入中国银河证券研究院至今，主要从事房地产行业及上下游相关产业链的研究工作。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特别提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。



银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电:

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区: 崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区: 耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn

公司网址: www.chinastock.com.cn