

制度之殇积重难返，开发商顺势而为几度浮沉

——香港地产行业系列报告一

核心观点

- **批租制为本，预售制为纲。**土地所有权和土地使用权相分离的两权分离是香港房地产制度的核心基础，所有权归国有，香港政府负责管理、使用、开发、出租或批给个人、法人或团体使用或开发。吴多泰首创“分层出售”，霍英东首创“预售制”，本质是使开发商大幅提升了经营杠杆和资金周转的速度，成为香港地产业腾飞的重要基础。
- **香港拥有比较完备的公营房屋体系，解决三成人口居住问题，但人均面积小轮候时间长。**截止至 2017 年，公营租赁住房单位共计 80.8 万个，资助出售房屋单位共计 40.0 万个，合计 120.8 万个，占香港非临时性房屋比例的 44%。公营房屋体系由香港房屋委员会主导，截止至 2017 年，香港房委会共有 75.6 万个公屋，租住在公屋中的人数达到 206.6 万人，占香港总人口的 29%。但公屋人均居住面积中位数仅 13.2 平米，且申请轮候时间长至 5.3 年。
- **香港住房结构化问题严重，房屋自有率低，人均居住面积小。**香港套户比达到 1.09，基本住房需求能够满足，但房屋自有率偏低仅为 49.2%。香港住房最严重的问题在于人均居住面积严重偏低（仅 16 平米），且短期无法有效改善。目前香港仍有 121.3 万户家庭租房居住（其中 7.4 万户约 20 万人租住在劏房），占比 46.9%。租住私人住宅要面对高昂的租金，租住公屋则需要等待超过 5 年的轮候时间是香港租户面临的两难问题。
- **香港房企经营模式经历了从置业收租到周转开发最后到开发与持有出租并重的过程。**香港早期地价便宜租金回报率高，地产公司的主要经营模式是置业收租。二战后地价走高租金回报率下降，同时随着“分层出售”、“分期付款”的经营模式创新，地产公司得以使用杠杆资金撬动更多资源，周转开发成为主流模式。尤其 70 年代后期大型住宅社区兴起，标准化复制的开发加快周转速度，同时降低建造成本，周转型房地产企业盈利能力及 ROE 水平大幅提升；再配合 70 年代的证券化浪潮，地产公司借助资本市场迅速做大资产规模。1998 年后金融信贷资金大幅收紧，土地储备亦吃紧让地产公司开始调整开发模式，纷纷加大自持物业的布局，使运营模式变得相对更加永续，降低经营风险。

投资建议与投资标的

- 香港房地产业沉浮一百七十余年波澜壮阔，以批租制为本，预售制为纲；借时局之力，乘发展之风；见证行业巨头的腾飞，也记录市井百姓的挣扎。中国大陆地区房地产行业借鉴了香港的诸多顶层设计，香港地产业对大陆的参考意义巨大。短期来看，中国大陆的房地产业目前还处于快速发展后期和证券化的前期，现阶段快周转开发仍是房企的最优策略，但行业整体利润率不可避免将会下降，因此成本的管控、差异化土地获取能力和融资能力将决定房企能否在这一阶段突围，推荐保利地产(600048, 买入)、万科 A(000002, 买入)、融创中国(01918, 买入)。从中长期维度看，随着行业证券化程度的提升，未来持有型物业运营的重要性将逐步提升，当前已有持有型资产及运营团队的房企能获得一定的先发优势，推荐大悦城(000031, 买入)，建议关注中国国贸(600007, 未评级)。

风险提示

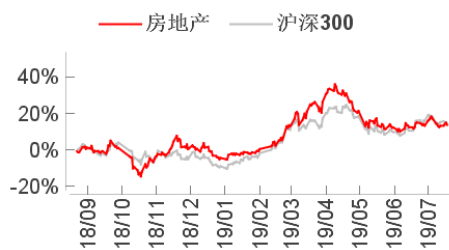
- 房地产政策出现重大变化。
- 宏观环境出现重大变化。



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 房地产行业
报告发布日期 2019 年 08 月 21 日

行业表现



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 竺劲
021-63325888*6084
zhujing1@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514060003

证券分析师 房诚琦
021-63325888*6202
fangchengqi@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860518070003

联系人 马晓东
maxiaodong@orientsec.com.cn

联系人 孙天一
021-63325888-4037
suntianyi1@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 批租制与预售制构成香港房地产核心制度.....	5
1.1 批租制：两权分离	5
1.2 预售制：分层出售，分期付款	7
2 一百七十年五大阶段，几经沉浮不改向上趋势.....	8
2.1 萌芽探索期（1841~1945年）	9
2.2 快速发展期（1946~1967年）	10
2.3 证券化、集团化时期（1968~1984年）	12
2.4 过渡时期（1984~1997年）	14
2.5 特别行政区时期（1997年~至今）	18
3 公屋托底范围广，税收调节功能弱	23
3.1 公屋政策：托底范围广，居住条件差.....	23
3.2 房地产税制：重交易，轻持有	27
4 住房结构性问题严重，开发商重归运营类业务.....	31
4.1 城市发展之路：中心-市郊-回归中心.....	31
4.2 居住状况发展之路：结构恶化积重难返	32
4.3 房企进化之路：置业出租-周转开发-两者兼顾.....	35
投资建议.....	37
风险提示.....	37

图表目录

图 1: 香港土地各阶段批租年限情况	6
图 2: 九龙公众四方街新楼“分层售卖价格表”	7
图 2: 1841 年~1950 年香港人口情况	9
图 3: 1954 年~1958 年香港地产业发展情况	11
图 4: 1946 年~1968 年香港土地出让收入情况	12
图 5: 1967 年~1984 年香港恒生指数走势	12
图 6: 1984 年~1997 年香港售价、租金指数走势	14
图 7: 1990 年香港私人住宅面积分布情况	15
图 8: 1991~1997 年香港土地供应情况（单位：公顷）	16
图 9: 1991~1994 年香港 TOP5/11 开发商新房销售市占率	17
图 10: 1984~1997 年利率水平直接影响房价走势	17
图 11: 1990~2018 年香港人口变化情况	19
图 12: 1997~2018 年香港 GDP 同比增速情况	19
图 13: 1997~2018 年香港土地出让情况	20
图 14: 2008 年以来香港始终维持较低利率水平	21
图 15: 1997 年~2018 年香港租金及售价指数情况	21
图 16: 1986 年~2018 年香港各区域私人住宅平均价格（单位：港元/平米）	22
图 17: 1998 年~2017 年香港存量房屋结构情况（单位：万套）	23
图 18: 公营房屋的供应由香港房屋委员会主导（单位：万套）	24
图 19: 面积为 30~39.9 平米公屋占比接近 50%	25
图 20: 2017 年香港公屋人均居住面积中位数为 13.2 平米	25
图 21: 目前公屋平均轮候时间为 5.3 年	25
图 22: 截止至 2018 年，公屋申请数达到 27 万宗	25
图 23: 90 年代起公营租赁住房供给增长缓慢（单位：万套）	26
图 24: 利得税和地价收入是香港财政收入体系中最重要税种（单位：百万港元）	28
图 25: 香港 1971 年以来土地出让收入占财政收入比的均值为 16%	29
图 26: 香港持有环节的税收在财政收入中占比较低	29
图 27: 2017 年差饷、土地年租、物业税占比为 6:3:1	29
图 28: 铜锣湾某处私人物业交易价格约 1000 万港元，年租金约 35 万元	30
图 29: 1988 年西区楼宇年龄情况	32
图 30: 1988 年湾仔楼宇年龄情况	32
图 31: 香港套户比达到 1.09	33
图 32: 香港房屋自有率达 49.2%	33

图 33: 香港套均面积的中位数明显偏低，物业户型小型化程度严重	33
图 34: 香港仍有近半数人口租房居住	34
图 35: 1986 年至今香港各区域平均每月租金（港元/平米）	34
图 36: 长江实业、新鸿基地产历年 ROE 情况，1997 年后回落	36
表 1: 香港土地主要批租形式	5
表 2: 香港房地产的发展可大致分为 5 个阶段	8
表 3: 长江实业（0001-HK）上市初期股本融资情况	13
表 4: 1990 年香港私人住宅面积分布情况	15
表 5: 1987~1996 年香港住宅实际供应情况	18
表 6: 2009 年至今香港房地产调控政策情况	22
表 7: 香港公营房屋与私人房屋租金情况（单位：港元/平米）	24
表 8: 香港公屋对申请人月收入及总资产净值的限额（单位：港元）	26
表 9: 香港房地产业税收汇总	27
表 10: 香港物业持有环节成本较低	30
表 11: 香港四大地产集团纷纷涉足公用事业、电信等领域	36

1 批租制与预售制构成香港房地产核心制度

回望香港房地产一百七十年历史，是一段充满奋斗的历史，是一段令人癫狂的历史，也是一段饱含血泪的历史。房地产见证了香港从渔村小港到国际航运港口中心、金融中心的蜕变，房地产见证了香港工业化及城市化推动的经济腾飞，房地产也见证了无数香港人生活的酸甜苦辣。

“以史为镜可以知兴替”，香港房地产一百七十多年的发展历史，为我们提供了大量的样本和经验。无论是宏观行业、中观企业还是微观个人，几乎都能从中窥探到影子，择其善者而从之，其不善者而改之才是我们追求的最终目标。

香港房地产业的周期波动，首先是由它的制度基础决定的。批租制为本，预售制为纲，可以很好地概括香港房地产业的核心。

1.1 批租制：两权分离

土地所有权和土地使用权相分离的两权分离是香港房地产制度的核心基础。香港政府在仿照英国土地制度的基础上，结合一定历史环境条件下香港自身的具体状况，逐步形成了一套有效而独特的土地管理制度，简而言之即是土地所有权和使用权分离的批租制。

两权分离，所有权归国有。1997年香港回归之前，其土地所有权归属于英国王室，故香港土地出让一直沿用“官地（Crown Land）”的说法，港英政府根据授权代表王室对全港（新界除外，新界为被强制租赁99年）土地拥有所有权。1997年香港回归祖国后，全港土地也即刻归属于中华人民共和国所有，依据《中华人民共和国香港特别行政区基本法》，香港特别行政区境内的土地和自然资源属于国家所有，由香港特别行政区政府负责管理、使用、开发、出租或批给个人、法人或团体使用或开发，其收入全归香港特别行政区政府支配。

香港政府的土地批租形式中以公开拍卖为主，投标和协议转让为辅。香港批租的土地中绝大多数采用公开拍卖的形式，价高者得。后来涉及到社会公益、公共事业、教育、宗教及其他特殊用途的土地，则采取公开投标或私人协议的方式。而用作特别低价房屋计划、居屋，以及用作公共事业、学校、教堂、庙宇、诊所、福利及慈善用途的土地，通常以私人协议方式批租。在这些情况下，所收取的地价，即为向非牟利性质机构收取的象征式地价。

1999年之后香港政府推出“勾地”制度，2004年起全面采用“勾地”机制卖地，2013年“勾地”制度被取消。“勾地”是指土地在正式挂牌出让前，由对该土地感兴趣的单位向政府表明购买意向，并承诺愿意支付的土地价格，若价格符合政府意向，该地便会勾出作拍卖。“勾地”制度可以有效的避免土地流拍现象。从其运行机制看来，地产开发商可以结合当前的市场环境和风险分析做出自己的勾地决策。例如，当地产商不看好房地产后市时，其便不会提出勾地申请，土地供给减少，房价便会趋于稳定。反之亦然。因此，“勾地”制度可以达到稳定房价、调节房产供给、减少大规模土地流拍的作用。但是，“勾地”制度由于政府不公开勾地表内土地的地价，便会人为的制造了信息不对称的问题，从而增加了土地被勾出的难度，实质上变相缩紧了土地供应。

表 1: 香港土地主要批租形式

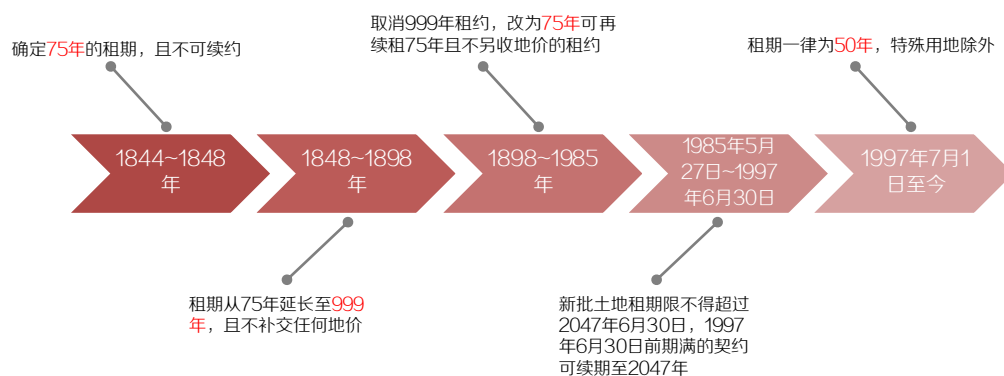
批租形式	适用范围
公开拍卖	一般用途的土地，包含住宅、商业、办公、工业用地等
投标	政府鼓励发展、投资庞大、技术水平高而又不适宜在多层大厦设厂经营的工业投资用地
协议转让	用作特别低价房屋计划、居屋，以及用作公共事业、学校、教堂、庙宇、诊所、福利及慈善用途的土地
勾地	香港地政总署推出“勾地表”，即申请售卖土地表，由对该土地感兴趣的单位向政府表明购买意向，并承诺愿意支付的土地价格，若价格符合政府意向，该地便会被勾出作拍卖

数据来源：《香港地产业百年》、东方证券研究所

香港土地批租年限，回归前以 75 年为主，回归后统一为 50 年。港英政府时期土地批租年限经历过几次变更，最早 75 年的租期是在 1844 年确定的，且不可续约。1848 年，因承租人（英商为主）抱怨租期太短，港英政府把租期从 75 年延长至 999 年，而且不补交任何地价。1898 年港英政府意识到租期过长导致政府无法与承租人一同分享土地升值的收益，因此在新批土地时取消了 999 年租期的租约，代之以 75 年可再续租 75 年且不再收地价的租约，同时政府要求承租人在 75 年租期期满后支付按新标准制定的土地租金，此后 75 年租期成为标准租期。

进入过渡时期之后，根据 1984 年《中英联合声明》的规定，1985 年 5 月 27 日起至 1997 年 6 月 30 日止，港英政府新批土地租期限不得超过 2047 年 6 月 30 日，同时规定 1997 年 6 月 30 日前期满的契约也可续期至 2047 年。1997 年香港回归后，新批租的土地除特殊用地外，租期一律都定为 50 年。

图 1: 香港土地各阶段批租年限情况



资料来源：《中英联合声明》、东方证券研究所

批租制下，土地供给由政府垄断，政府的规划能力和政策导向将对房地产市场造成极大的影响。批租制决定了政府对土地基本实行了垄断，因此对政府的整体规划能力提出了巨大的考验。但现实是香港政府在二战前都缺乏对城市的整体规划（后有详细论述），因此在出让上也是混乱无

序，未将土地供给对房地产市场的调节作用充分发挥。此外，如何在保证公屋等保障性住房的土地供给的同时兼顾贡献财政收入的私人住宅用地的出让，亦对政府的规划和调控能力提出重大的考验。从历史情况来看，香港政府尤其是港英时期的政府在批租制度的执行情况上总体是差强人意的。

1.2 预售制：分层出售，分期付款

二战结束后的 40 年代后期，由于大量房屋在战争期间被毁，同时大量移民涌入香港，供给两端同时受到冲击，香港地价、租金快速上涨。但形成鲜明对比的是楼价的涨幅缓慢，核心原因就在于当时物业买卖都是以整栋楼为单位的，有购买能力的买家以大陆移民的富商和海外华侨为主，普通大众根本无力购买只能租住房屋。在此背景下，吴多泰首创了“分层出售”的售楼制度，一经推出即大获成功，并在 50 年代得到了全面的推广。

售“楼花”——分期付款是香港房地产最大的制度创新。日后的首任香港地产建设商会会长霍英东在此基础上再次冲破传统经营方式，首创了分期付款的售“楼花”制度。首个采用分期付款方式销售的项目为九龙四方街新楼，约定买方首期支付 50% 定金，二~五楼建造完成后各支付 10%，最后交付时结清剩余 10% 余款。买方付款时物业尚未建成，好比植物处于开花阶段尚未结果，故此得名售“楼花”。

售“楼花”的本质是使开发商大幅提升了经营杠杆和资金周转的速度。分期付款影响的是购房人，释放了大量潜在需求，激发了市场热度。而分期付款则是为开发商添加了经营杠杆，使其资金周转效率提升，大幅增加了物业的供给，推动了香港现代地产业的形成和迅速发展，吴多泰和霍英东在这点上功不可没，时势造英雄！分期付款的售楼模式后经霍英东的推广被内地开发商广泛应用，对内地房地产市场的发展也起到了至关重要的作用。

图 2：九龙公众四方街新楼“分层售卖价格表”

單邊樓宇另議	(七)	(六)	(五)	(四)	(三)	(二)	(一)	號段新樓 位置 款層	(D) 分層售價價格
	海向道東廣	山向道東廣	街新莞東	街新方四	街莞東街方四	街新皮海			
	層 五	層 五	層 五	層 五	層 五	層 五	層 六	款 層	
	呎 十 百 約 五 七 八	呎 十 百 約 半 七 八 七	十 百 約 呎 一 八	十 百 約 呎 一 八			呎 十 百 約 五 七 八	積 面	
	有	有	無	無			有	樓 騎	
	元 千 六 萬 三	元 千 六 萬 三	元 千 八 萬 二	元 千 八 萬 二			元 千 六 萬 三	關 地 仔 下 樓 式	
	元 千 四 萬 二	元 千 五 萬 二	元 萬 二	元 萬 二			元 千 四 萬 二	樓 三	
	元 千 二 萬 二	元 千 三 萬 二	元 千 八 萬 一	元 千 八 萬 一			元 千 二 萬 二	樓 四	
	元 千 九 萬 一	元 萬 二	元 千 六 萬 一	元 千 六 萬 一			元 萬 二	樓 五	
	元 千 七 萬 一	元 千 八 萬 一	元 千 四 萬 一	元 千 四 萬 一			元 千 八 萬 一	樓 六	
							元 千 六 萬 一	樓 七	
	元 萬 一 十 一	元 千 五 萬 一 十	元 萬 九	元 萬 九			元 五 二 一 千 萬 十	間 全	
							樓 六 十 俱 六 樓 山 騎 呎 有 樓 至 二	註 階	

资料来源：互联网、东方证券研究所

预售制早期缺乏监管，在房地产上升周期中，大量投资客炒作“楼花”，取得“楼花”后立刻转手交易赚取差价，一定程度上助长了房地产的炒作。另一方面，开发商为了尽快回笼资金，通常都会降低第一笔款项（首付款）的占比，当时香港大量物业只需交一成首付即可获得“楼花”，在市场下行阶段会有业主拒绝支付后期款，开发商也会受此影响无法维持项目的开发和最终交付。直至 80 年代，香港政府才开始加强对预售制的监管，打击“楼花”的交易、提高首付比例等。可以说，无论是预售制度本身还是政府对其的监管制度，大陆房地产市场和香港市场并无太大的区别。

2 一百七十年五大阶段，几经沉浮不改向上趋势

回望香港房地产市场发展历史，将行业的周期属性表现的淋漓尽致。有人踏准周期扶摇直上建立无可匹敌的商业帝国，也有人误判周期黯然出局从此退出历史舞台。

我们将香港房地产发展历史大致分为五大阶段：

- 1) 1841 年~1945 年的萌芽探索期，香港快速城市化，同时享受工业化发展的红利，房地产市场经历了从无到有的第一轮发展。此轮周期中，核心的驱动要素城市化及人口的大量流入。
- 2) 1946 年~1967 年时期，战后的香港地产业在杠杆的驱动下快速发展，虽然 60 年代受其反噬经历了一波调整，但就此奠定了地产业作为香港支柱产业的基础。这一阶段中核心的驱动要素是战后人口的大量回流以及工业大规模的恢复带来的需求端持续旺盛。
- 3) 1968 年~1984 年的港英政府时期，香港进一步受益于工业化，同时开始向金融服务业转型，推动房地产市场进一步发展，现如今我们耳熟能详的香港四大地产公司亦成长壮大于这一时期。这一阶段，香港得益于其得天独厚的地缘优势，转口贸易等产业蓬勃发展，带动居民收入上升，构成了这一阶段房地产周期的核心驱动要素。
- 4) 1984 年~1997 年的过渡时期，告诉我们一个最简单的经济学原理——需求稳定时，减少供给会导致涨价，香港房地产市场也用阶段高点迎来了祖国的怀抱。进入这一阶段后，除了土地供给因素外，利率及资金环境逐渐成为房地产市场重要的驱动因素。
- 5) 1997~至今，香港的房价仍在不断创着新高，并不断成为讨论高房价阻碍经济发展时的反例。原因就在于香港房价的核心驱动因素已彻底变为利率和资金面的情况，且这种趋势并没有改变的迹象。

表 2：香港房地产的发展可大致分为 5 个阶段

阶段	时间	驱动因素
萌芽探索期	1841~1945 年	城市化及大量人口流入
快速发展期	1946~1967 年	战后人口的大量回流以及工业大规模的恢复带来的需求端持续旺盛
证券化集团化时期	1968~1983 年	地缘优势，转口贸易等产业蓬勃发展，带动居民

		收入上升
过渡时期	1984~1997 年	土地供给收缩，低利率环境
特别行政区时期	1997 年至今	低利率环境

数据来源：东方证券研究所

2.1 萌芽探索期（1841~1945 年）

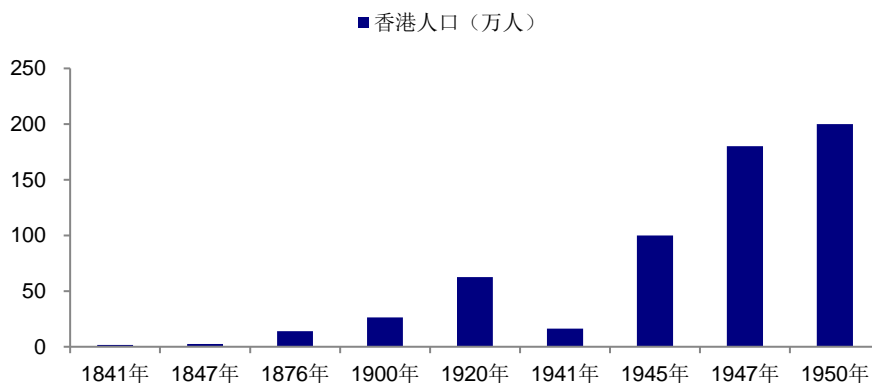
香港开埠初期，英国人即是裁判也是运动员，港英政府制定制度，英商联合英资银行从事房地产的开发，代表公司有怡和洋行、置地公司、九龙仓、香港黄浦船坞公司等，这一阶段开发的物业以港口船坞、仓库及周边配套房屋为主，区域主要集中在港岛中环为中心的维多利亚城及九龙的尖沙咀一带。直至 19 世纪初，民国成立后迁港的前朝遗老、海外华侨等华商才开始逐渐涉足房地产行业。

1841 年~二战前，香港房地产行业处于萌芽状态。虽然这近 100 年的时间香港房地产行业的发展缓慢，但地价、房价和租金却仍在持续上升，究其原因有几点：

1) 香港已建立起一套完整的土地制度。即上文所述两权分离的批租制，土地使用权的有偿自有转让有利于发挥市场对于土地资源的调节作用。同时港英政府还制定了配套的法律制度，保证房地产行业的有序发展和市场的公平性。

2) 香港经济的发展和人口的增长。香港开埠后，转口贸易等商业活动日渐频密，推动经济的快速发展。同期中国内地时局动荡，东南沿海大量富商及平民移居香港避乱或谋生，香港人口持续增长，二战前的 1939 年，香港的人口已经突破 160 万人。不断增长的人口催生了对土地和房屋的需求，导致房价和租金的持续上升。

图 2：1841 年~1950 年香港人口情况



资料来源：《中英联合声明》、东方证券研究所

3) 香港华商对地产投资的执念。受“有土斯有财”传统观念的影响，香港华商无一不把地产业视为首要的投资领域，都非常重视购置物业产生的稳定租金收入，这也直接推动了香港房价和租金的持续上升。

战前地产业的主要经营方式为置业后出租。战前的地产业甚至很难称之为一个独立的行业，它基本是依附于建筑业而发展的。因此彼时的地产公司通常的经营模式为利用自有资金或少部分贷款，购买土地兴建房屋，或是收购旧楼拆除后重建，之后出租收取租金。根据香港政府统计处数据，1938年全年土地买卖仅3750宗，其中还有2100宗为新界破产农户的土地交易，可见当时交投清淡，更遑论房屋的二手市场了。

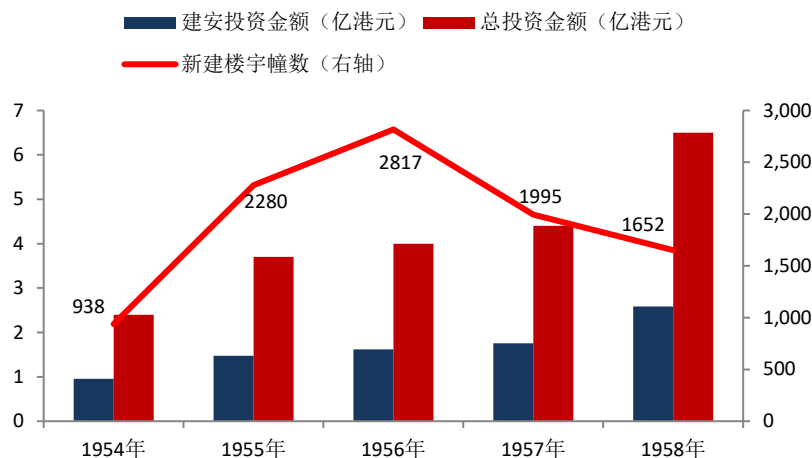
2.2 快速发展期（1946~1967年）

战后的约20年中，香港地产业经历了一个完整的大周期。受益于经济的复苏以及“分层出售、分期付款”的制度创新，50年代中期地产业发展显著提速，但成也萧何败也萧何，60年代，初尝杠杆甜头的香港地产业由于银行端信贷的收紧，首次体验到了杠杆反噬的威力。同样是在这一阶段，政府逐步放开了对地产业的诸多管制，例如1954年，港府修订《建筑物条例》，放宽了土地用途及建筑物层高的限制等，香港地产业开始了向真正的市场化的探索。

工业化进程加速及巨量资金共同驱动了此轮房地产周期。战后香港工业迅速复苏，纺织、玩具、钟表等出口加工业蓬勃发展，工业化步伐加速，居民收入水平大幅提升。工业化进程的加速也给香港带来了大量新增人口，至60年代初，香港的人口已突破300万人，对住房尤其是自购住房的需求也不断攀升。另一方面，朝鲜战争时期受禁运政策影响，大量商业资金闲置于银行账户，加上海外侨民的避险资金也大量涌入，造成当时香港社会存在大量的闲散资金，当时香港股票市场也还处于萌芽阶段，因此除了房地产业资金并无更好的去处。

“分层出售、分期付款”制度创新开启本轮地产牛市。如上文所述，吴多泰和霍英东对销售模式的改革和创新彻底激发了民众的购买力，资金在购房人、开发商、银行间的循环速度大大加快，帮助地产业迅速繁荣，50年代房地产投资、竣工情况大幅提升，根据香港差饷物业估价署数据，1956年新建楼宇数达到峰值2817幢，1958年的房地产业总投资金额达6.5亿港元。

图 3：1954 年~1958 年香港地产业发展情况



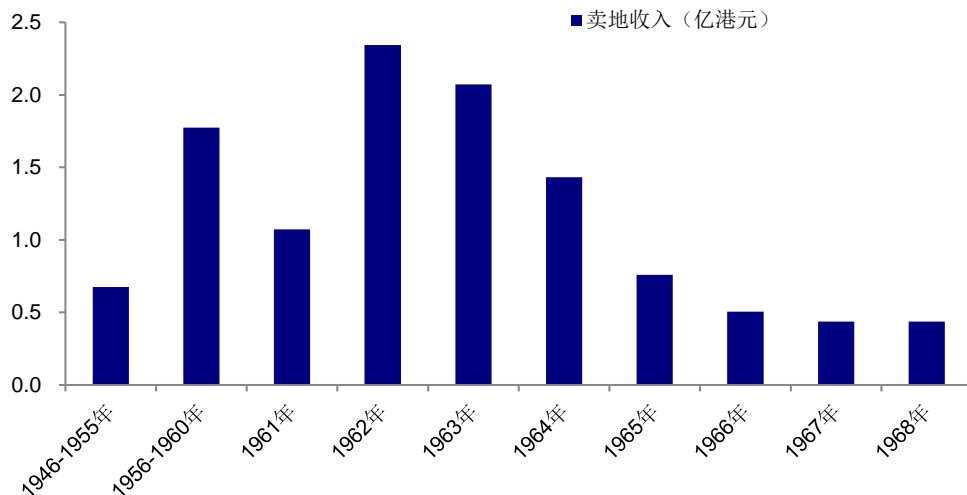
资料来源：香港差饷物业估价署、东方证券研究所

政策管制放松，取消房屋层高限制。战后由于住房缺口过于庞大，港英政府逐步放开了对地产业的政策管制，其中最重要的当属 1954 年港府修订《建筑物条例》，放宽了土地用途及建筑物层高的限制，从此新建房屋的高度不再受限于 5 层，楼宇开始向天空发展，土地利用效率得到大幅提升。1955 年，霍英东的立信置业兴建了 17 层的蟾宫大厦，成为当时的香港第一高楼。

地产业开发模式由自持出租向出售转变，银行业开始参与地产业投资。50 年代起，香港地产业全面推广预售制，房地产开发商开始摆脱全自有资金开发的模式。同时，银行也开始逐渐介入地产业，地产按揭贷款逐渐成为银行业的重要业务，插上杠杆翅膀后地产业发展明显提速。这一阶段地价、房价快速上涨，建造物业后销售获得的利润大幅提升，大部分开发商的经营模式开始由建造后自持向销售物业转变。

政策调整叠加银行危机导致香港地产历史上首次大规模危机。60 年代中后期的地产危机，直观地展示了杠杆反噬的威力。危机起于港英政府在 1962 年颁布的建筑条例，其中对容积率进行了严格的限制，致使大批需要抢在条例生效前入市，短期市场的供需关系被严重破坏，销售情况一落千丈。屋漏偏逢连夜雨，60 年代初期部分激进的银行对存贷比和流动资金的比率不加控制，遭遇了大规模的挤兑，甚至最终导致恒生银行被迫将股权售予汇丰银行。银行业风波过后开始大幅收缩房地产业的贷款，当时开发商的杠杆水平普遍较高，缺少销售回款的同时遭遇银行抽贷，大量开发商无以为继，香港出现大量烂尾楼及空置楼宇。1965 年开始，香港地价、房价、租金开始大幅暴跌，当年港英政府土地出让收入为 7586 亿港元，较上年同比下降 47%。房价、租金同样出现大幅下跌，根据《香港地产业百年》中所述，当时铜锣湾的高级住宅每层售价从 10 万元跌至 6 万元，中区商业楼的租金也普遍下降了 35~40%。

图 4：1946 年~1968 年香港土地出让收入情况

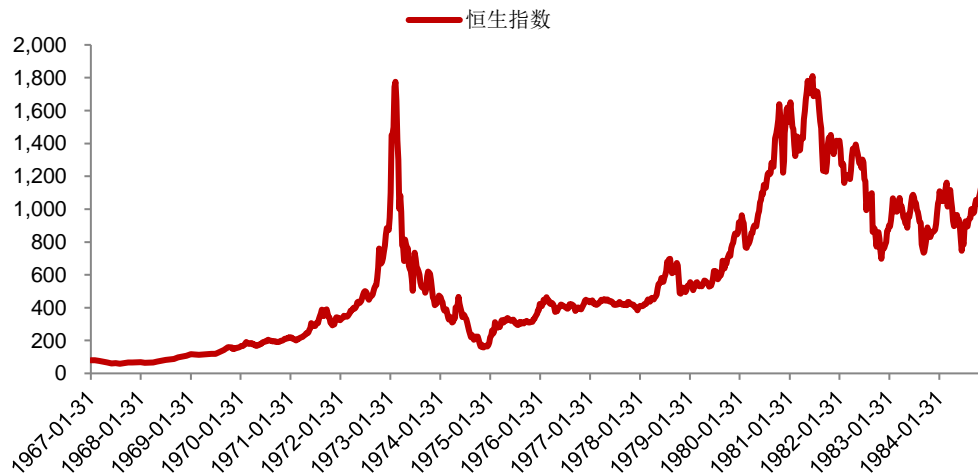


资料来源：《香港 1971》、东方证券研究所

2.3 证券化、集团化时期（1968~1984 年）

向金融服务业转型，证券市场蓬勃发展。70 年代早期，香港的纺织、电子、塑胶等低端制造加工业还是获得了不错的发展，但随着 70 年代中后期大陆的改革开放，制造业开始向大陆沿海地区转移，香港也适时开始产业升级，向金融服务业转型。1969 年，远东证券交易所成立，之后金银证券交易所和九龙证券交易所相继成立，形成了“四会并存”的局面，市民强烈的投资意愿伴随着大量海外热钱，共同开启了 70 年代香港的股市狂潮。香港 70 年代那癫狂的股市此处不做过多赘述，但不可否认从 70 年代开始，香港的地产业与证券市场从此开始难以分割。

图 5：1967 年~1984 年香港恒生指数走势



资料来源：Wind、东方证券研究所

房地产公司集中上市，借助资本的力量快速扩张。在经历了 50~60 年代快速发展阶段后，大量初具规模的地产公司进入了发展的瓶颈期，此时恰逢“四会并存”，各交易所不同程度降低上市的标准和要求，地产公司也借此良机大规模上市。1972~1973 年有至少 65 家地产公司在香港上市，其中 1972 年下半年就有 34 家地产公司上市，而这其中更是囊括了众多日后如雷贯耳的公司——新鸿基地产、恒隆地产、长江实业、新世界发展等等。

以长江实业为例，自 1972 年 11 月 1 日上市后，仅 1973 年公司就增发新股 5 次，用于收购物业资产。1975 年~1983 年间，公司又累计增发新股 8 次，合计增发新股 3.5 亿股，为 IPO 发行股份数的 8.4 倍，1981 年底公司市值已达约 79 亿元，为初上市时 1.3 亿元的 63 倍。借助证券市场的力量，长江实业实现了规模的快速扩张，实现弯道超车超越老牌英资地产商置地，成为香港最大的地产开发集团。其他如新鸿基地产、恒基地产、新世界发展也在这一阶段借助资本的力量完成了集团化扩张，香港地产业整体格局在这一阶段也基本形成和稳定。

表 3: 长江实业 (0001.HK) 上市初期股本融资情况

时间	发行原因	增发新股数 (万股)	总发行股数 (万股)
1973.2	收购资产	211.5	4411.5
1973.2	交换新鸿基地产股份 220 万股	220.0	4631.5
1973.3	5 送 1	926.3	5557.8
1973.4	收购资产	110.0	5667.8
1973.12	收购资产	1700.0	7367.8
1975.3	向李嘉诚增发换取现金	2000.0	9267.8
1976.12	配股	2000.0	11367.8
1979.4	5 送 1	2273.6	13641.4
1980.4	1 送 1	13641.4	27282.7
1980.10	交换香港九龙仓 1484 万股	500.0	27782.7
1981.1	收购资产	664.6	28447.4
1981.4	10 送 3	8534.2	36981.6
1983.5	收购资产	2458.0	39439.6

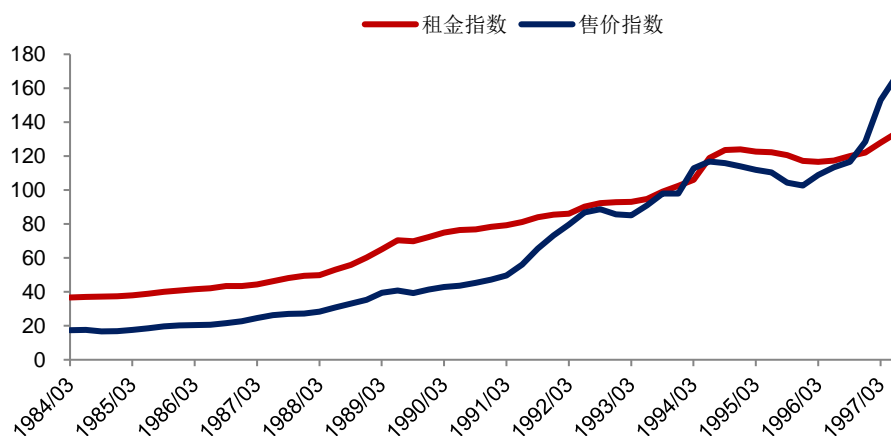
数据来源：公司年报、东方证券研究所

资本市场的介入放大地产业的周期效应。香港地产业与证券市场之间拥有深厚的羁绊，港人称之为“股地拉扯”。当经济繁荣带动地产业蓬勃发展之际，上市地产公司的股价往往也随之上涨，而地产公司也会利用股价上涨的时机增发新股以筹集更多资金用于扩张规模，地产业与地产公司的股价进入良性循环共同上涨，但反之亦然。周期效应的放大给众多地产公司弯道超车的机会，借助资本的力量踏准周期，即可获得丰厚的回报。但高回报对应的是高风险，又有多少公司在高位盲目扩张最后落得个烟消云散的结局。

2.4 过渡时期（1984~1997年）

房地产市场逐渐由供需结构主导过渡至由利率及资金环境主导，本质是房产的投资属性逐渐凌驾于居住属性之上。进入 80 年代之后香港房地产市场经历了又一波调整，消化了之前过快的上涨。没想到的是从 1984 年~1997 年的 13 年间，香港房地产市场迎来了一波又一波的上涨，最终用阶段高点迎来了回归祖国的历史性时刻，根据香港差饷物业估价署的数据，1997 年 6 月香港租金指数是 1984 年初的 3.6 倍，售价指数更是夸张到是 1984 年初的 9.5 倍，不考虑杠杆的影响 13 年来复合增速接近 20%。

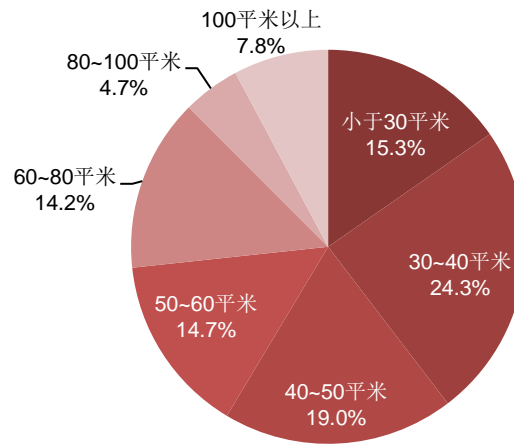
图 6：1984 年~1997 年香港售价、租金指数走势



资料来源：香港差饷物业估价署、东方证券研究所

住房结构性问题凸显，置换及投资需求成为主导。进入 90 年代后，香港经济持续繁荣，居民收入水平快速提升，至 1994 年香港人均 GDP 已达 21800 美元，超过英国、加拿大等传统发达国家，在亚洲经济体中仅次于日本和文莱。收入的增长使香港居民置业及改善的能力和欲望大幅提升，香港住房的问题也逐渐转变成置换和改善的需求无法得到满足，住房结构性的问题开始凸显。根据 1992 年的《香港明报月刊》数据，香港存量私人住宅中占比最多的是 30~40 平米和 40~50 平米，小于 60 平米的住宅占比高达 73%，假设户均人数 3 人，则香港私人住宅的实际人均居住面积不足 20 平米，另一方面，大量存量住宅建造于 5、60 年代的快速发展期，楼龄 20 甚至 30 年以上的物业占比逐年提升，居民对于置换物业的需求不断上升，导致在这一阶段置换和投资的需求成为主导，为后续房价脱离基本面的疯涨埋下隐患。

图 7：1990 年香港私人住宅面积分布情况



资料来源：《香港明报月刊》、东方证券研究所

表 4：1990 年香港私人住宅面积分布情况

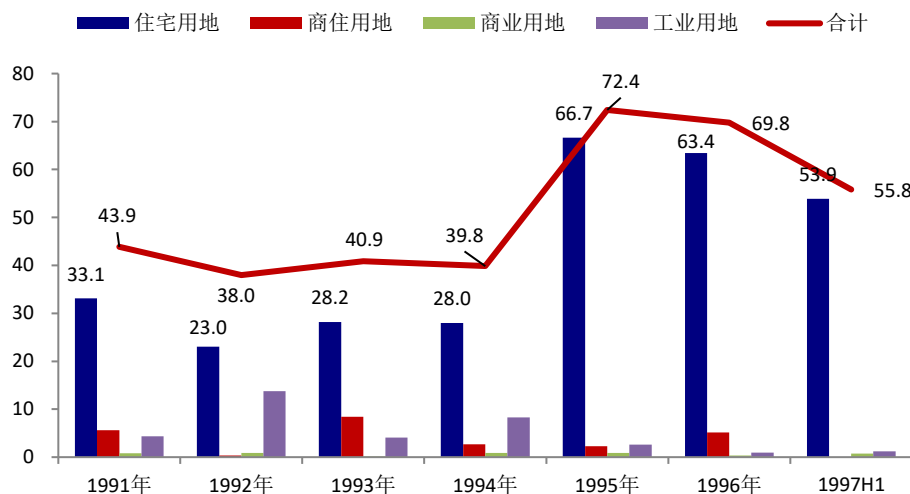
实用面积 (平方米)	存量物业数 (套)	占比
小于 20	11030	1.47%
20~29.9	104055	13.83%
30~39.9	183365	24.28%
40~49.9	142570	18.95%
50~59.9	110575	14.70%
60~69.9	71295	9.48%
70~79.9	35440	4.71%
80~89.9	19145	2.55%
90~99.9	16085	2.14%
100~119.9	19765	2.63%
120~139.9	11680	1.55%
140~159.9	7265	0.97%
160~199.9	9315	1.24%
200~239.9	5495	0.73%
240~279.9	2065	0.27%
大于 280	3025	0.40%
合计	752170	

数据来源：《香港明报月刊》、东方证券研究所

土地供给严重不足是此轮房地产泡沫的核心原因，地产开发商集中度过高以及实际负利率环境亦起到推波助澜的作用。

土地供给大幅减少，致使地王频出。根据中英签署的《联合声明》，港英政府每年的土地出让面积不得超过 50 公顷（50 万平方米），1985~1994 年这一政策基本被严格执行，历年土地出让面积均不超过这一数字，其中住宅土地的供应量更是仅有 30 公顷左右。1995 年之后港英政府才意识到土地供给严重不足的问题，中英土地委员会开始有限度放宽供应尤其是住宅用地的供应，但按照当时的开发节奏，土地出让到入市一般需要 2~3 年时间，短期供给不足的局面无法扭转。土地供应不足直接导致土地拍卖市场的火热，总价及单价地王频出，地价推动房价进一步上涨。

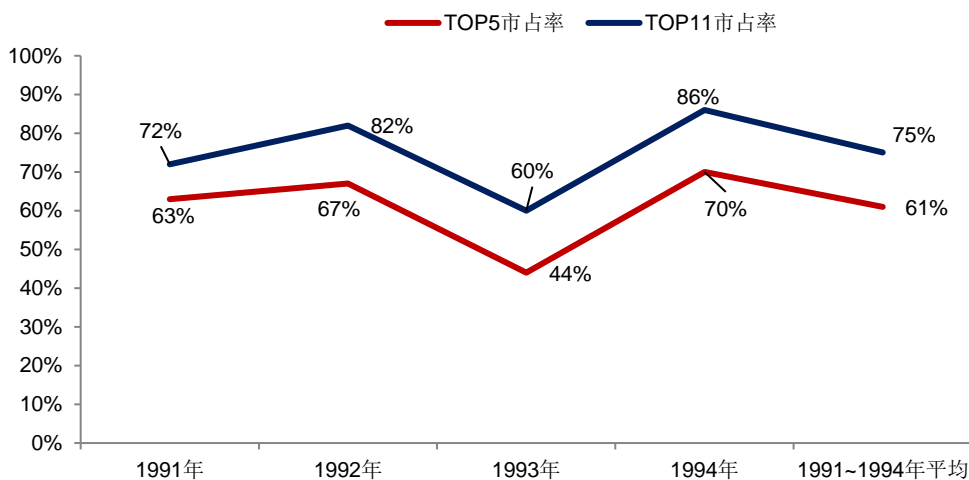
图 8：1991~1997 年香港土地供应情况（单位：公顷）



资料来源：香港政府统计处、东方证券研究所

地产开发商集中度高，加剧供求的不平衡。经历上一轮集团化时期，90 年代的香港地产业集中度已经非常高，根据香港消费者委员会数据，1991 年~1994 年间，TOP5 地产开发商销售的市占率约为 44%~70%，TOP11 市占率更是达到 60%~86%，几乎达到寡头垄断的格局。开发商出于自身利益考虑会倾向于将新房分批出售，这就进一步加剧了供求的不平衡。

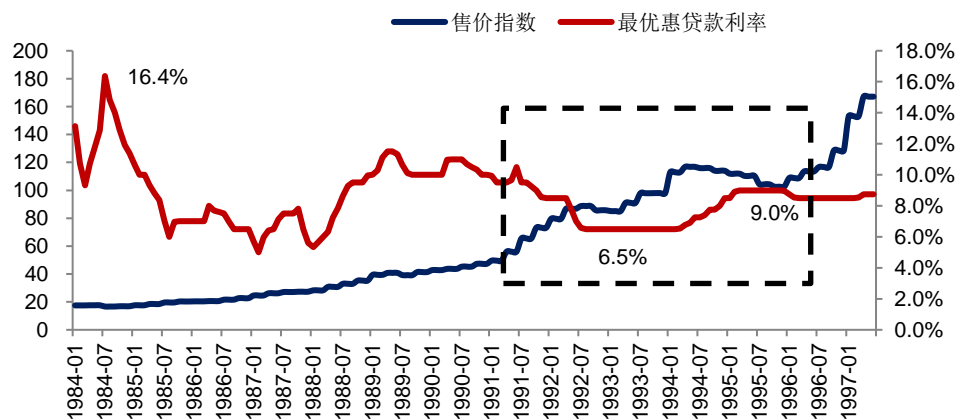
图 9：1991~1994 年香港 TOP5/11 开发商新房销售市占率



资料来源：香港消费者委员会、东方证券研究所

房产的金融属性显现，房价走势与利率水平高度相关。8、90 年代香港地产业的繁荣渐渐脱离基本面，房产的投资价值即金融属性开始占据主导地位，因此房价的走势也开始渐渐与利率水平挂钩。80 年代晚期，由于最优惠贷款利率水平相对较高，房价涨幅还不甚明显，但进入 90 年代后，由于美国连续降息，香港也被迫跟进降息，将最优惠贷款利率从 11% 下调至 6.5% 并维持了接近两年时间，但同时社会通胀水平则远超 6.5%，形成了实际的负利率状态，因此也导致大量资金流入房地产业，进一步推高了房价。同期香港私房售价指数的最大涨幅达 135%。之后随着 1994 年开启的加息周期，房价也出现了明显的回调，直至 1996 年暂停加息，房价又再次开始大幅上涨。总的来说，进入 90 年代后，利率水平开始成为左右香港房价走势的核心要素。

图 10：1984~1997 年利率水平直接影响房价走势



资料来源：Wind、香港差饷物业估价署、东方证券研究所

这一阶段的香港房地产经历了大小 3 轮上涨，房价相对收入水平已经形成一定泡沫，对香港经济造成一定隐患。首先社会投机的风气盛行，经商或制造业的短期利润远不如炒房，不利于长期经济发展。其次，高企的房价及租金确实推高了实体企业的经营成本，削弱了其竞争力。此外，高房价和高租金也进一步加剧了社会的贫富差距，不利于社会稳定。

2.5 特别行政区时期（1997 年~至今）

不成功的“八万五”计划。香港回归后，首任特首董建华在首份施政报告中即公布了“建屋安民”的三大目标：1）从 1999 年起每年新建的房屋数（含供应和私营）不少于 85000 个；2）在 10 年内使香港七成的家庭拥有自置居所；3）于 2005 年将轮候租住公屋时间从目前的 6 年缩短至 3 年。

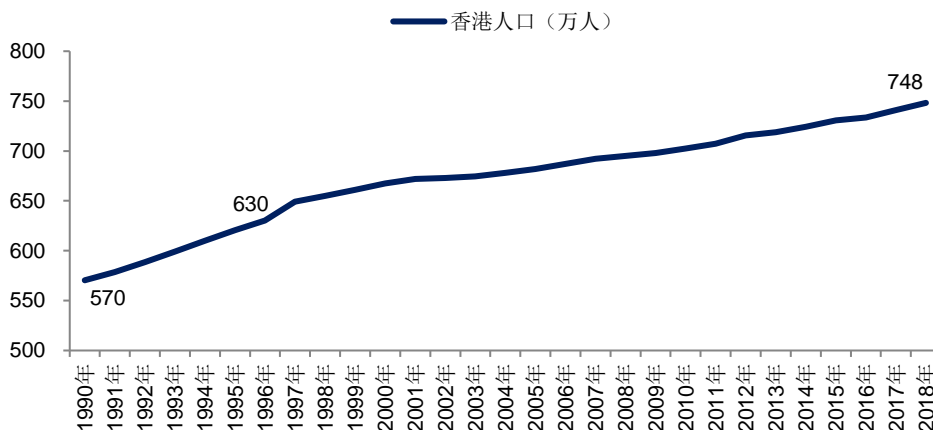
表 5：1987~1996 年香港住宅实际供应情况

年份	公屋实际供应量（套）	私屋实际供应量（套）	合计实际供应量（套）
1987 年	41857	34375	76232
1988 年	25636	34470	60106
1989 年	52690	36485	89175
1990 年	54515	29400	83915
1991 年	50385	33380	83765
1992 年	38331	26222	64553
1993 年	38812	27673	66485
1994 年	45486	34173	79659
1995 年	28598	22621	51219
1996 年	35732	19875	55607

数据来源：《香港物业检讨报告》、东方证券研究所

人口大幅增长，户均人口下降，住房需求陡增。其实在 90 年代初，每年香港实际供应房屋套数能够稳定在 7~8 万套，但受到土地出让 50 公顷限制的影响，从 1995 年起住宅供应数量开始下降。而恰恰就在这一阶段，香港人口出现大幅增长，1996 年人口已达 630 万人，较 1990 年的 570 万人增长超过 10%。此外，1996 年时香港的户均人数较 1966 年的 4.7 人大幅下降至 3.3 人，整体住房需求陡增。如果“八万五”计划及配套的公屋建设计划能够得到长期的贯彻，倒不失为解决香港住房问题的一次好机会，可惜天不遂人愿，紧接着就迎来了 1998 年的亚洲金融危机，“八万五”计划实际执行时间不足 1 年。

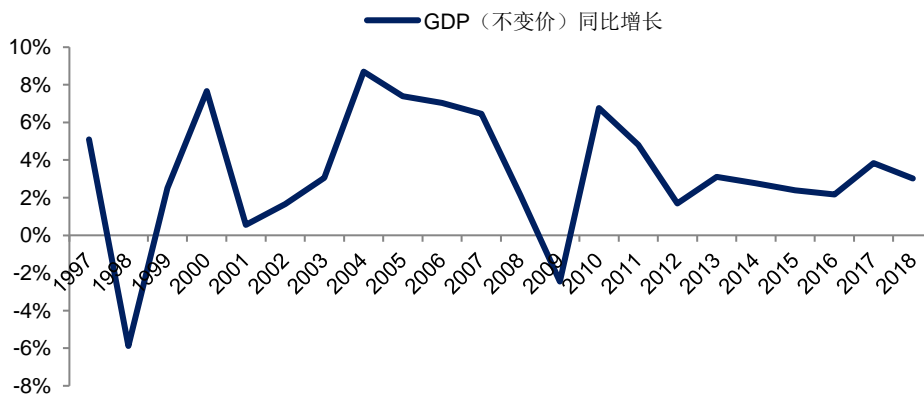
图 11: 1990~2018 年香港人口变化情况



资料来源: Wind、东方证券研究所

亚洲金融危机爆发，累及地产业大幅调整。1998 年亚洲金融危机爆发，香港联系汇率制度受到严重冲击，股市也从高位开始持续暴跌。受此影响，香港的投资、消费急速下滑，包括旅游业、酒店、百货零售、餐饮等行业均受到严重影响，致使 1998 年香港 GDP 录得-5.9%的负增长。金融风暴下地产业难以幸免，叠加上文所述的“股地拉扯”之效应更是放大了地产业调整的幅度。覆巢之下，长江实业、新鸿基地产等大地产公司纷纷开始降价促销，确保自身现金流，但争相降价销售的行为进一步加剧了房价和租金的下跌，根据香港差饷物业估价署数据，1998 年底香港租金和房价较 1997 年底分别同比下跌 27%和 38%。

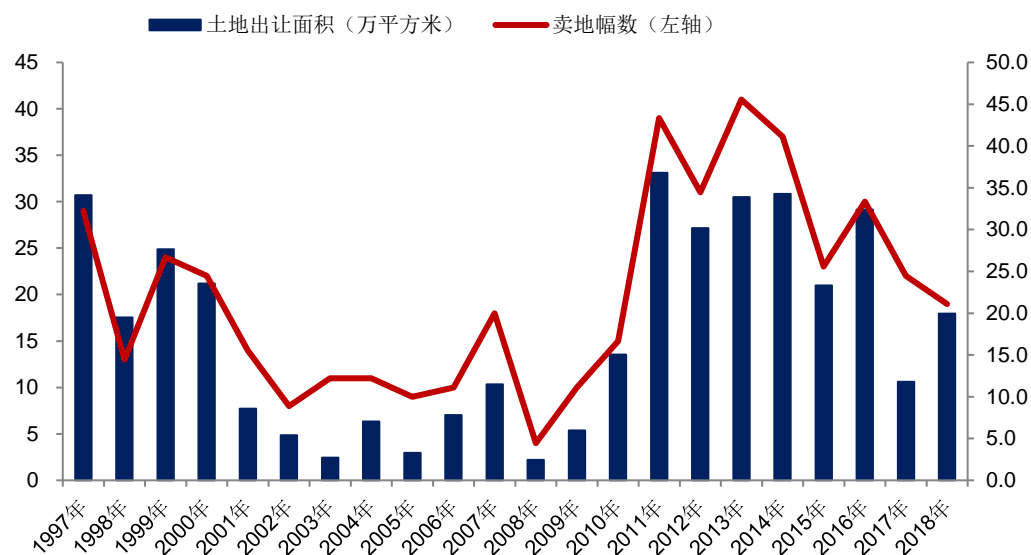
图 12: 1997~2018 年香港 GDP 同比增速情况



资料来源: Wind、东方证券研究所

房价回调持续时间长幅度深，政府再次减少土地供给，稳定市场。房价的调整并未很快结束，这轮调整一直持续到 2003 年中，2003 年 9 月房价的最低点较 1997 年 9 月的高点下跌幅度达到惊人的 65%，租金同比亦下跌 48%。地产业与香港的经济已深度绑定，1998 年广义地产业（包括地产业、楼宇业权和建筑业）占香港 GDP 的比重已达 30.6%，因此香港经济企稳离不开房地产的整体稳定。特区政府也推出一系列政策力图稳定房价，例如将 1999 年财政年度预算中的“首次置业贷款”由 36 亿元增加至 72 亿元鼓励居民购房。但最立竿见影的仍是调节土地供给，1998 年的土地出让面积同比减少 43%。进入 21 世纪后，从 2001 年起特区政府持续减少土地供给，供应量最少的 2003 年之出让面积甚至不及 1997 年的 10%。持续低位的土地供给确实帮助香港房价在 2003 年最终走出谷底，但也为 2009 年之后的新一轮房价暴涨埋下隐患。

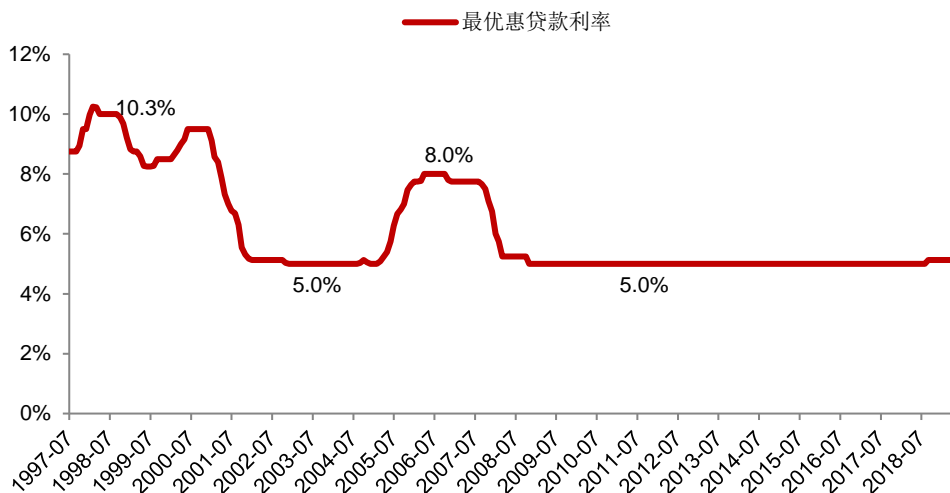
图 13：1997~2018 年香港土地出让情况



资料来源：香港地政总署、东方证券研究所

2009 年后房价的腾飞离不开低利率环境的推波助澜。诚如上文所述，进入 90 年代后利率水平成为左右香港房地产业的核心指标，回顾过去 20 年香港的利率环境，绝大多数时间都处于非常低的水平，其中 2002 年 1 月~2005 年 3 月的三年多时间以及 2008 年 11 月起至今超过 10 年时间，香港最优惠贷款利率都低于 5.1%。2001 年起的持续降息与其他政策结合帮助香港地产业走出了亚洲金融危机的阴霾，而 2008 年起的低利率环境不仅帮助香港地产业迅速从全球金融危机中涅槃重生，还助推了 2009 年起房价的腾飞。

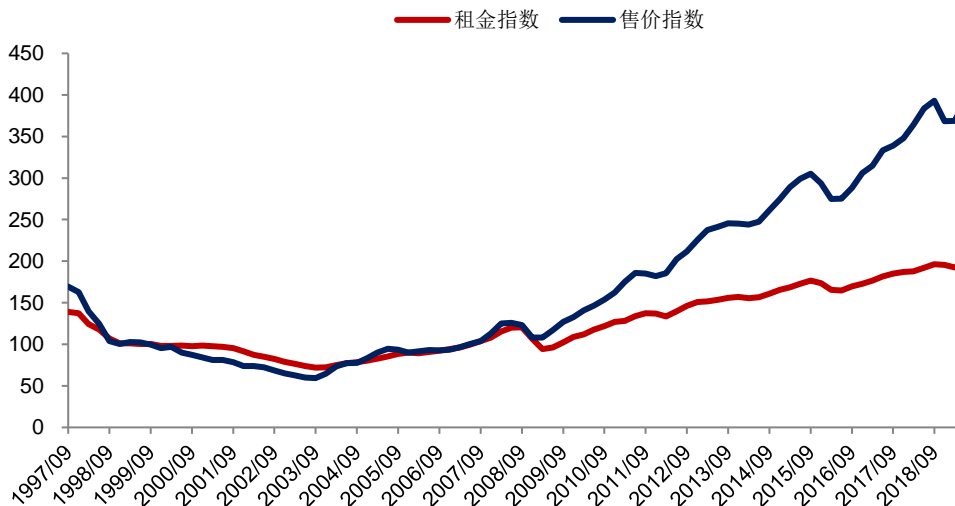
图 14：2008 年以来香港始终维持较低利率水平



资料来源：Wind、东方证券研究所

全球宽松周期开启，资金面宽松继续推高房价。2008 年全球金融危机再度来袭，香港此次提前降息，并将最优惠贷款利率维持在 5%，房价指数最大跌幅仅 14%。之后全球宽松周期开启，以美国为首的各国央行开始扩表，造成大量资金涌入香港。此时香港的房产已经彻底沦为金融资产，任何传统经济学的供需理论都已经无法解释其之后的走势。2009 年起香港房价一路向北，根据香港差饷物业估价署编制的售价指数，2019 年 6 月再次创出新高的 394.1，较 2008 年低点上涨 265%，年复合增速达到 13.8%，期间仅在 2011 年 12 月、2015 年 9 月和 2018 年 9 月有过 3 次短暂的横盘或小幅调整。而更能反映真实经济状况的租金指数同期涨幅仅 108%，年复合增速为 7.6%。

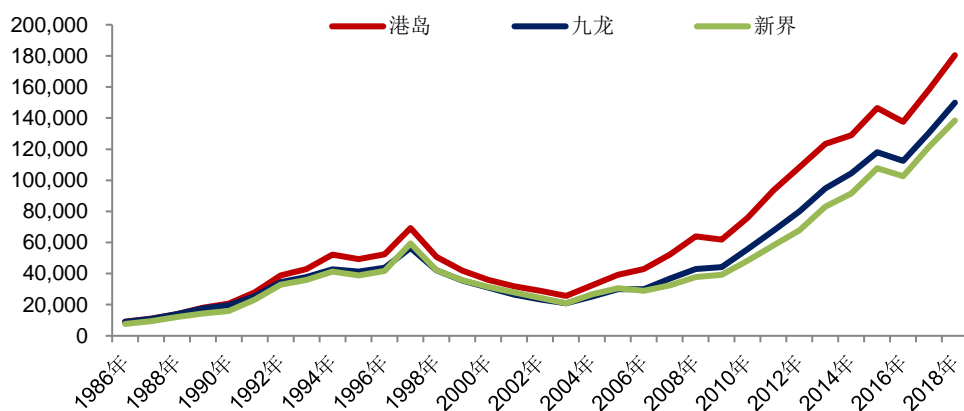
图 15：1997 年~2018 年香港租金及售价指数情况



资料来源：香港差饷物业估价署、东方证券研究所

从绝对价格来看，截止至 2018 年，港岛、九龙、新界的私人房屋均价分别从 2000 年的 3.6 万港元/平米、3.1 万港元/平米、3.1 万港元/平米上涨至 18.0 万港元/平米、15.0 万港元/平米、13.9 万港元/平米，分别增长 4.0 倍、3.8 倍、3.4 倍。而同期家庭年收入中位数从 21.6 万港元上升到 35.3 万港元，仅增长 0.6 倍，房价的上涨速度远远脱离基本面。

图 16：1986 年~2018 年香港各区域私人住宅平均价格（单位：港元/平米）



资料来源：差饷物业估价署、东方证券研究所

自 2009 年起，金管局不断出台抑制政策：从调节按揭成数、月供占家庭收入比重、贷款额度等，到多次加征印花税（2010 年加收额外印花税；2012 年加收买家印花税；2013 年加收双倍印花税；2016 年提高从价印花税；2018 年征收一手房空置税），均无法撼动房价长期上涨的趋势。

表 6：2009 年至今香港房地产调控政策情况

时间	政策情况
2010 年 11 月 20 日	加征额外印花税
2012 年 10 月 27 日	加征买家印花税
2013 年 2 月 23 日	加征双倍印花税
2016 年 11 月 5 日	提高从价印花税
2017 年 5 月 19 日	第二套住房或非港居民的按揭成数下调一成
2018 年 6 月 28 日	行政会议通过开征物业空置税：针对空置一年或以上的单位，通过现有差饷机制收取，将是应课差饷租值的 200%

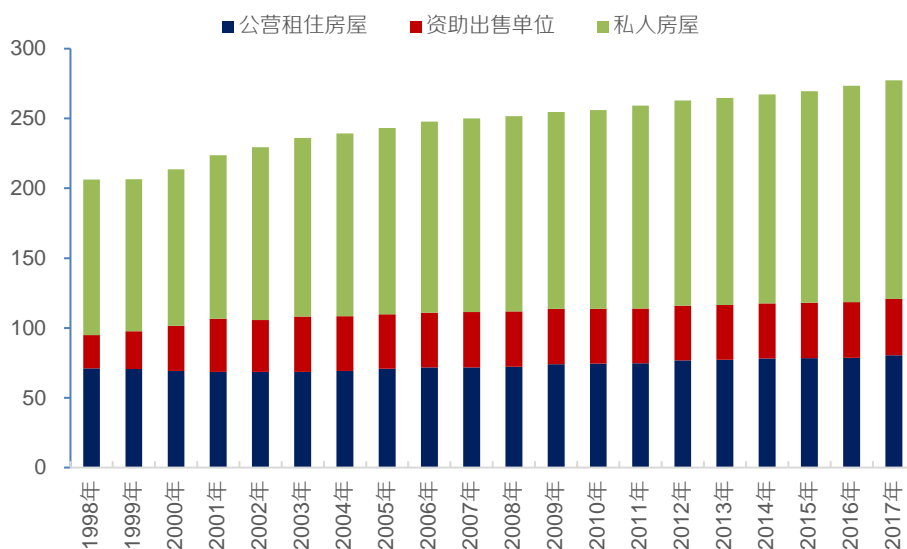
数据来源：互联网、东方证券研究所

3 公屋托底范围广，税收调节功能弱

3.1 公屋政策：托底范围广，居住条件差

香港拥有比较完备的公营房屋体系，香港房屋委员会和香港房屋协会负责建造的公营房屋包括公营租住房屋与资助出售房屋两种，大致相当于内地的廉租房和经济适用房。截止至 2017 年，公营租住房屋单位共计 80.8 万个，资助出售房屋单位共计 40.0 万个，合计 120.8 万个，占香港非临时性房屋比例的 44%。

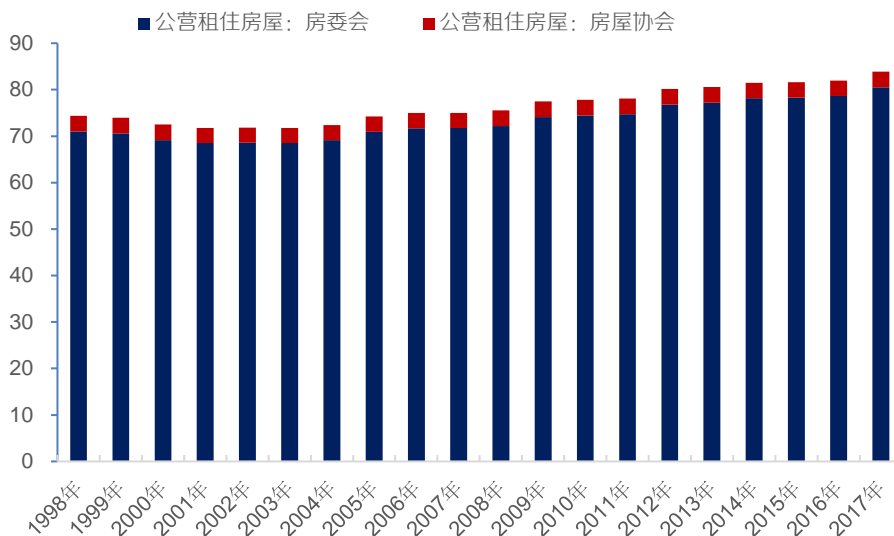
图 17：1998 年~2017 年香港存量房屋结构情况（单位：万套）



资料来源：香港政府统计处、东方证券研究所

目前公营房屋体系由香港房屋委员会主导。截止至 2017 年，香港房委会共有 75.6 万个公屋，公屋租户共计 206.6 万人，占香港总人口的 29%。香港房屋协会成立早于房委会，最早是民间机构，1951 年取得法定机构的资格，并于 1952 年开始获政府低价土地兴建公屋。香港房屋委员会是为配合“十年建屋计划”在原有的屋宇建设委员会的基础上改组成立的，1973 年 4 月正式成立后开始负责制定和推行香港的公共房屋计划。香港房屋委员会在过去的 40 多年里，先后制定和执行了“居者有其屋”计划、“夹心阶层住屋计划”、“租者置其屋计划”等。

图 18：公营房屋的供应由香港房屋委员会主导（单位：万套）



资料来源：香港政府统计处、东方证券研究所

公屋租金远低于私人房屋，困难租户还可享受租金减免。公屋租金根据收入指数每两年进行调整，该指数利用 2.4 万个公屋家庭收入数据编制而成，指数上升时公屋租金涨幅取指数涨幅与 10% 的较小者，指数下降时按照跌幅减少租金。房委会最近一次调整公屋租金价格是在 2018 年 9 月，公屋平均月租金由 1880 港元上调 10% 至 2068 港元，上调幅度介于 34 元至 469 元，租金价格仅为同期私人房屋的 1/3 到 1/6。此外，对于有经济困难的公屋租户，房委会还设有租金援助计划，两年内可减免 1/4~1/2 的租金。

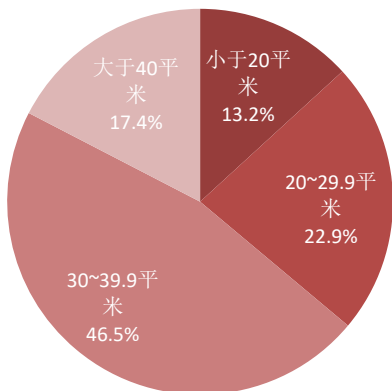
表 7：香港公营房屋与私人房屋租金情况（单位：港元/平米）

区域	2012 年		2017 年	
	公营房屋	私人房屋	公营房屋	私人房屋
港岛	46	306	61	408
九龙	49	231	68	322
新界	40	174	54	249

数据来源：香港房屋委员会、东方证券研究所

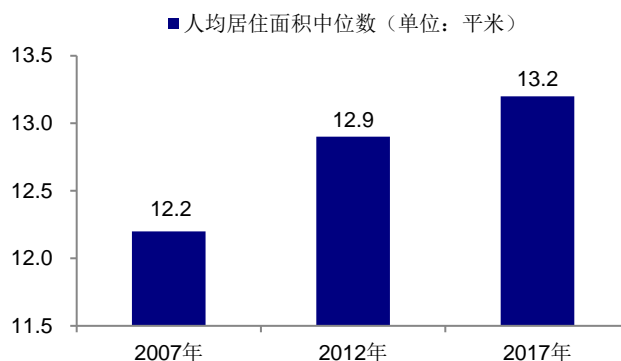
公屋仅解决基本居住需求，人均居住面积中位数仅 13.2 平米。最初的公屋仅是安置灾民和流动人口的临时安置居所，后续逐渐发展成永久性建筑，因此公屋在设计时仅考虑解决最基本的居住需求，但吊诡的是后续的公屋建设中并未调整户型大小。截止至 2017 年数据，居住在公屋的香港家庭居所楼面面积中位数仅为 33 平方米。目前存量的公屋中占比最高的户型为 30~39.9 平方米，占比接近 50%，另外居然还有 36% 的公屋面积不足 30 平。公屋人均居住面积的提升也是异常缓慢，2007-2017 年的十年间，仅从 12.2 平米提高到 13.2 平米。

图 19: 面积为 30~39.9 平米公屋占比接近 50%



资料来源: 香港房屋委员会、东方证券研究所

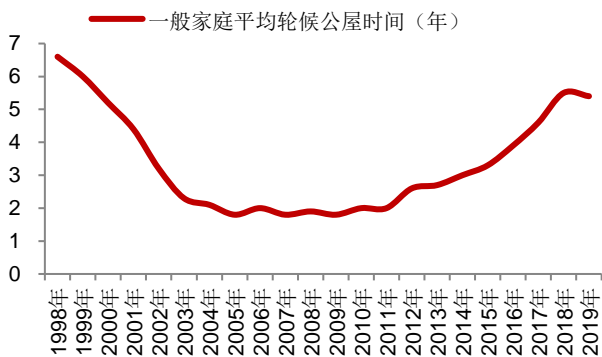
图 20: 2017 年香港公屋人均居住面积中位数为 13.2 平米



资料来源: 香港房屋委员会、东方证券研究所

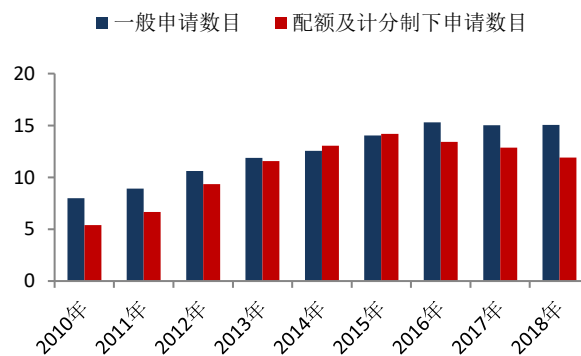
公屋申请数逐年递增，轮候时间已长达 5.3 年。香港公屋是严格按照配额和计分制进行轮候排位的，申请人一般也不能对为之分配的公屋的楼龄、所在区域、面积等因素进行选择。1998 年以后，资助出售单位分担了公屋的负担，1998~2008 年间资助出售单位累计增加了 15.8 万套，虽然同期公屋仅增加 1.2 万套，但公屋的平均轮候时间出现了明显的下降，由 6.6 年下降至了最短的 1.8 年。2008 年后资助出售单位增长陷入停滞，2008~2017 年公屋的新增供应仅为 8.3 万套，叠加 2008 年金融危机后公屋申请宗数的激增，公屋平均轮候时间开始延长，截止至最新的数据，公屋平均轮候时间已经长达 5.3 年，公屋申请数宗数在 2016 年达到峰值 28.7 万，之后略有回落，2018 年为 27.0 万宗。残酷的事实是，这些处于轮候阶段的家庭，往往只能选择毫无居住尊严可言的隔断房（即劏房）解决居住问题。

图 21: 目前公屋平均轮候时间为 5.3 年



资料来源: 香港房屋委员会、东方证券研究所

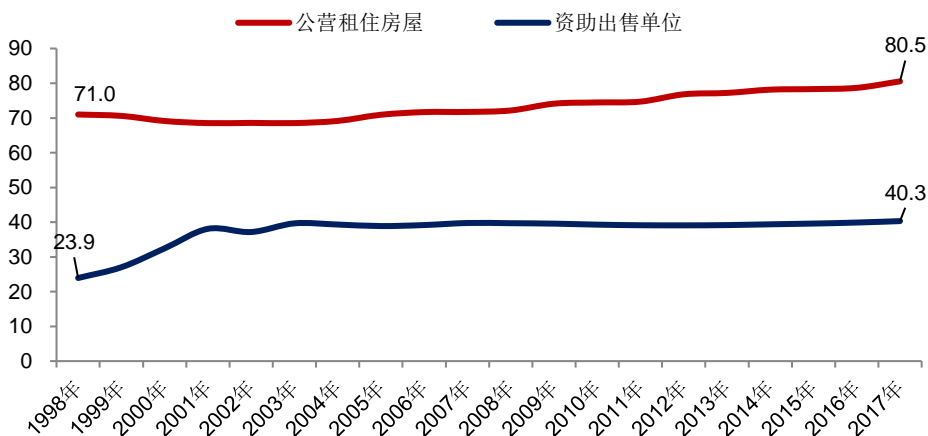
图 22: 截止至 2018 年，公屋申请数达到 27 万宗



资料来源: 香港房屋委员会、东方证券研究所

香港公屋政策经历三大阶段。1) 消除房荒阶段（1953年~1972年）。二战后香港人口激增，住房短缺问题日益严重，政府开始主导公共房屋计划，租赁给贫困阶层。**2) 住房条件改善阶段（1973年~1982年）。**由于市区人口过于拥挤，为配合市区人口扩散计划，房委会正式成立，推进“十年建屋计划”，新建了22万多套公屋，以低于市场价格出租，解决了超过100万人口的居住问题，也有效推动了香港新市镇的发展。**3) 租售并举阶段（1976年~）。**1976年，香港政府推出“居者有其屋计划”，将居屋低价出售给公屋租户和其他符合资产收入限制的中低收入家庭，售价约为私人房屋的6~7成。之后，香港政府根据统计处对未来人口趋势的推算和1986年房屋供求检讨结果，判断未来租住公屋可能供大于求，但居屋及私人住宅则会供小于求，于是在1987年4月发布《“长远房屋策略”说明书》，宣告公屋政策的重点由出租公屋向居屋和资助市民自置居所转变。“长远房屋策略”固然有积极的作用，但其将土地资源向私人部门倾斜，造成90年代开始公营房屋的实际供应量开始减少，这也间接导致了后续房价的持续走高以及公屋平均轮候时间的上升。

图 23：90 年代起公营租住房屋供给增长缓慢（单位：万套）



资料来源：香港政府统计处、东方证券研究所

香港公屋拥有严格的申请和推出机制，一定程度上导致住房阶层固化。香港公屋的申请条件非常严格，申请人（及家庭成员）必须年满18周岁且现居于香港并拥有香港入境权；配屋时申请表内一半成员需在香港居住满7年；对申请人的月收入 and 总资产净值限额进行详细的限定，以三口之家为例，申请公屋每月收入限额为2.3万港元，远低于香港政府统计处公布的家庭收入中位数水平（2.94万元/月）。此外从1996年6月起，对于收入和净资产超过上限或不进行申报的租户，须缴纳市值租金并于一年内迁出公屋。房委会对于公屋申请的审查非常严格，且根据香港房屋条例规定，向房委会虚报资料即属违法，一经定罪可判罚款及监禁。一方面严格的制度确保公屋能够提供给真正有需求的低收入家庭，但另一方面，收入和净资产的要求也限制了公屋租户的奋斗意愿，因担心失去栖身的公屋而放弃追求更高的收入的情况时有发生，因此在一定程度上公屋也导致了住房阶层的逐渐固化。

表 8：香港公屋对申请人月收入及总资产净值的限额（单位：港元）

家庭人数	每月最高入息限额	总资产净值限额
1 人	11830	257000
2 人	18690	348000
3 人	23010	454000
4 人	29240	530000
5 人	35280	589000
6 人	38810	637000
7 人	44550	680000
8 人	49820	713000
9 人	54940	788000
10 人及以上	59950	849000

数据来源：香港房委会、东方证券研究所

3.2 房地产税制：重交易，轻持有

香港税收制度中，房地产相关税种主要包括印花税、差饷税、土地租金和物业税。其中交易环节的税种主要为印花税，而印花税可以细分为从价印花税、买家印花税、额外印花税和租约印花税。持有环节的税种为差饷税、土地租金和物业税。

表 9：香港房地产业税收汇总

		税种	征税条件	税基	税率
交易阶段	印花税	从价印花税	住宅物业的买卖方	物业售价和价值的较高者	4.25%~15%
		买家印花税	非香港永久居民或公司购房		15%
		额外印花税	买家购房三年内转让		10~20%
		租约印花税	签订租约	年租	0.25%-1%
持有环节	差饷税		所有租赁、持有或占用物业者	应课差饷租值	5%
	土地租金	地租	年租制获得土地契约的业主	应课差饷租值	3%
		地税	批租制获得土地契约的业主	续期当日物业差饷租值	
	物业税		出租土地和楼宇的业主	所获的实际租金收入	15%

数据来源：政府官网、东方证券研究所

印花税为房产交易环节的主要税种。目前香港存在 4 类房地产印花税：1) 从价印花税，房产买卖或转让时的基础印花税，税基是物业售价和价值的较高者，香港永久性居民购买首套房屋税率不超过 4.25%，非香港居民购房或香港居民购买第二套房起税率为 15%。2) 买家印花税：针对非香港永久居民或公司购房时征收，税率 15%。3) 额外印花税：针对个人或公司购房未满 3 年内转售时征收，税率 10~20%。4) 租约印花税：签订租约时缴纳，税率为年租的 0.25%-1%。

差饷税是房产持有环节的主要税种，面向所有租赁、持有或占用物业者征收，税率为 5%。差饷税历史悠久诞生于在香港地产萌芽阶段，最初是用来维持警队的日常运作，顾名“差饷”。差饷

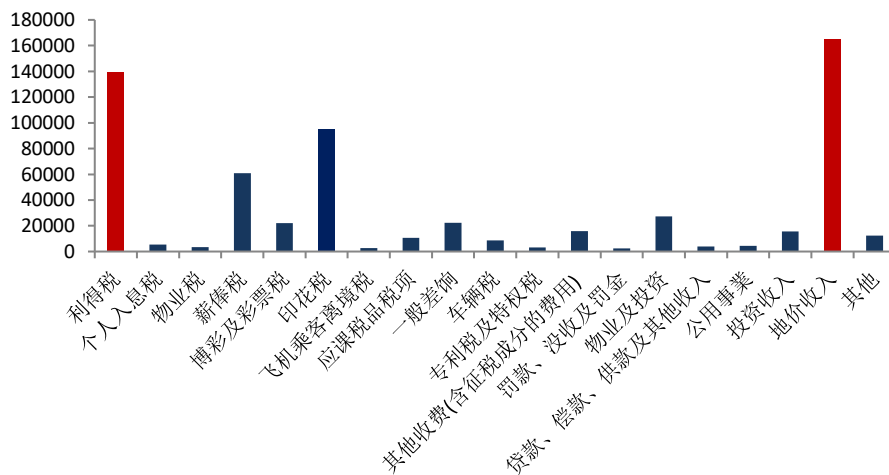
税基为应课差饷租值，税率为 5%。应课差饷租值指截止到某一指定估价日期时（一般每年重估一次），假设按年出租可得的年租，估值及征收由香港差饷物业估价署负责。

土地租金分地租与地税两种，税率为 3%。地租即“实际年租制”，征税主体为香港差饷物业估价署，纳税主体是适用于新界和新九龙（界限街以北）的物业，或是在 1985 年 5 月 27 日（《中英联合声明》生效日）或以后获批或获续期土地契约的港岛和九龙物业的土地契约业主。地租纳税税基为应课差饷租值，税率为 3%。地税即“名义年租制”，征税主体为香港地政总署，纳税主体是在 1985 年 5 月 27 日以前获批土地契约的港岛和九龙物业，或是业主为新界原有乡村原居村民或合资格的祖或堂的土地契约业主。地税纳税的税基为续期当日物业差饷租值，税率为 3%。

物业税向出租物业者征收，目前税率为 15%。物业税与差饷税的主要区别在于征收对象和税基不同。差饷税是针对所有物业征收，而物业税则是针对行政区范围内的出租土地和楼宇的业主征收的。税基上差饷税是由差饷物业估价署评估所得，而物业税则是业主所获的实际租金收入。物业税税率是每一纳税年度调整一次，目前的物业费税率为 15%。

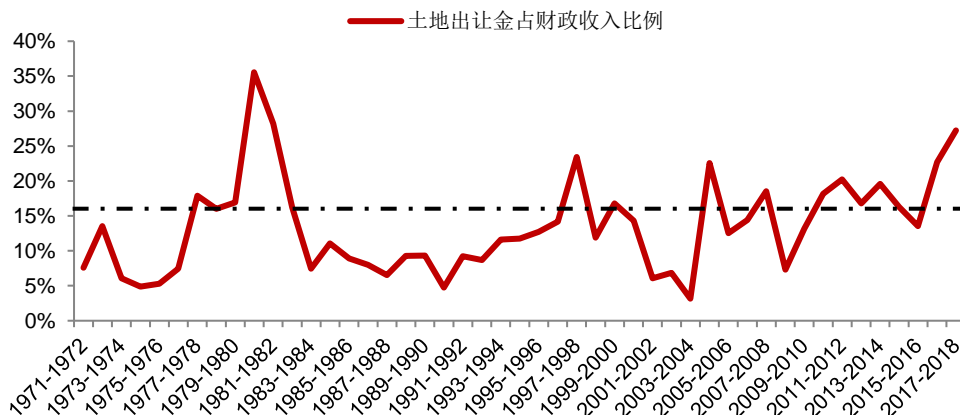
香港政府对土地出让金的依赖程度仍然较高。香港作为一个高度发达的经济体，时至今日政府财政收入对土地出让金的依赖程度仍然很高，根据 2017~2018 财年数据，土地出让金占财政收入的比例一枝独秀高达 26.6%，排名第二的利得税占比 22.4%，第三为印花税占比 15.4%。如果以较长维度来看，从 1971 年至今，土地出让金占财政收入的平均比例为 16%，也明显高于其他发达经济体的水平。

图 24：利得税和地价收入是香港财政收入体系中最重要税种（单位：百万港元）



资料来源：香港政府统计处、东方证券研究所

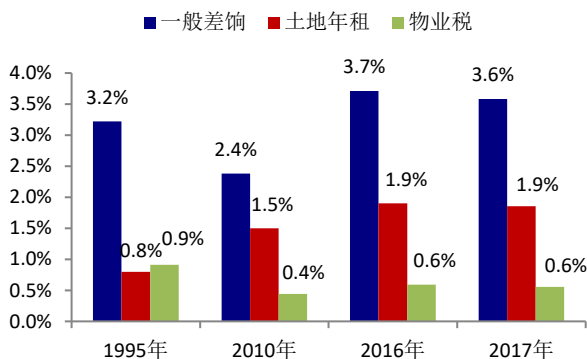
图 25: 香港 1971 年以来土地出让收入占财政收入比的均值为 16%



资料来源: 香港政府统计处、东方证券研究所

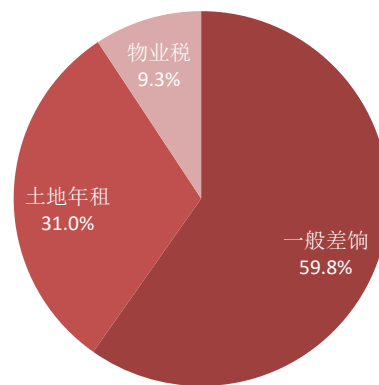
香港持有环节的税收在财政收入中的占比较低。根据香港政府统计处数据，2017~2018 财年，房产持有环节的三项税收一般差饷、土地年租和物业税在整体财政收入中的占比分别为 3.6%、1.9%和 0.6%，合计仅占 6%，从历史情况看持有环节的三项税收占比范围为 4.3%~6.2%，波动不大且整体占比很低。从结构上看，一般差饷约占持有环节税收的 60%，土地年租占比 31%，物业税占比不到 10%。

图 26: 香港持有环节的税收在财政收入中占比较低



资料来源: 香港政府统计处、东方证券研究所

图 27: 2017 年差饷、土地年租、物业税占比为 6:3:1



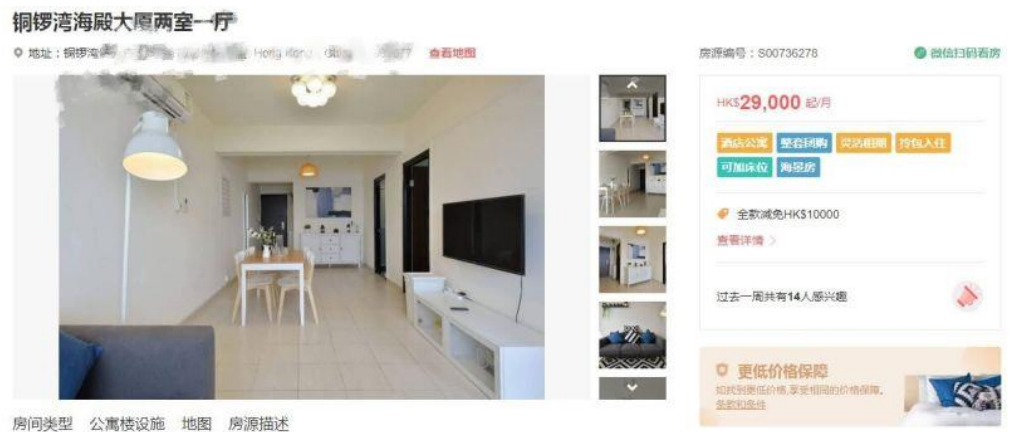
资料来源: 香港政府统计处、东方证券研究所

香港房地产税调节市场能力有限，尤其在市场上行阶段，核心原因在于持有环节税金偏低。从历史上的情况看，香港房地产税尤其是通过对于差饷税的减免确实一定程度上帮助市场走出低迷，推动行业复苏。但在之后市场进入泡沫期阶段，房地产税对于市场的调节能力几乎失灵。例如香港政府在 2012 年 10 月对非香港永久性居民、香港及外地公司购房额外征收 15%的买家印

花税，同时上调额外印花税率至 10~20%，此后 2016 年 11 月将从价印花税上调至 15%，但并没有对房价的趋势造成太大影响。

物业交易环节成本高，持有环节成本低。香港物业持有环节的主要税收为差饷税和物业税，征收的税基为应课差饷租值，即此物业按年出租可得的年租金，税率也仅为 5% 和 3%。而交易环节的印花税率则都为物业的交易价格，不同的税基造成了香港物业持有成本相较交易成本而言非常低。我们以铜锣湾一处面积为 56 平米的私人公寓为例，以 2018 年港岛 18.0 万港元的销售均价估算交易价格为 1000 万港元，年租金约为 35 万港元。在自主的情况下，持有此处物业的成本为 2.8 万港元/年，占交易税金的 6.6%；若为极端的纯投资情况，持有此处物业的成本为 8.1 万元/年，占交易税金的 1.8%。可见，物业持有成本相较交易的成本而言非常之低。

图 28：铜锣湾某处私人物业交易价格约 1000 万港元，年租金约 35 万元



资料来源：互联网、东方证券研究所

表 10：香港物业持有环节成本较低

交易价格/租金	交易环节税金		持有环节税金	
	1000 万港元		35 万港元/年	
	自住	投资	自住	投资
极端税率	4.25%	50%	5%+3%	5%+3%+15%
说明	从价印花税	从价+买家+额外印花税	差饷税+土地租金	差饷税+土地租金+物业税
对应税金	42.5 万	500 万	2.8 万	8.1 万
持有环节税金占交易税金比例	-	-	6.6%	1.6%
持有环节税金占物业价格比例	-	-	0.3%	0.8%

数据来源：东方证券研究所

4 住房结构性问题严重，开发商重归运营类业务

4.1 城市发展之路：中心-市郊-回归中心

伴随着城镇化、工业化和产业的升级，香港这座城市的发展经历了从中心到市郊最后回归中心的发展历程。香港城市化的过程、演变和发展固然遵循一般城市发展的共同规律，但同时也拥有自身的特殊道路，而这与中国大陆的发展密不可分。

香港早期并无明确的城市规划，由于航运贸易中心的定位，维多利亚港两侧的港口区域自然地成为城市发展的中心区域，这一阶段土地和房产开发被英企垄断。开埠初期，香港从中环开始向外延伸，西至上环、坚尼地城，东至湾仔、铜锣湾，形成了“四环九约”的维多利亚城。之后随着九龙半岛的开发，尖沙咀、旺角、油麻地、红磡沿岸也逐步开始发展。但总的来说早期城区的发展缺乏全面的规划，城市发展的初始形态可以说是随意形成的，港英政府对城市土地出让和建筑建造的管控也偏于微观。一直到 1939 年，港英政府正式制定及颁布了《城市设计条例》，授权政府设立一个城市设计委员会负责制定具有法律约束力的城市发展规划，虽然委员会受到战争影响直至 1951 年才正式成立，但《城市设计条例》成为了香港城市规划的主要法律依据，影响了后续香港的发展进程。

从单一中心辐射周边发展模式向多核心发展转变。上世纪 70 年代之前，由于缺乏对于土地的整体规划，以维多利亚港为中心的传统商业中心区中零售商店、工厂、仓库、住宅犬牙交错难分彼此，中产及蓝领阶层的住宅社区从中心向外辐射，而高级住宅则图钉一般无规律的插在低档小区中间，最后更混乱和无序的木屋区则散步在郊外或市区的周边。整个城市的土地使用效率低下，导致核心区域物业升值乏力，市郊的木屋区也隐现贫民窟的苗头。

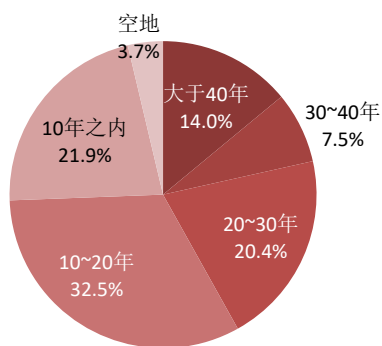
“新市镇计划”开启香港发展新阶段，核心是将工业和人口分散至市郊。香港政府于 60 年开始实施“新市镇计划”，配合之后 1973 年开始的十年建屋计划大大加快了其推进的速度。作为香港的首个新市镇，荃湾经过十多年的建设，发展成了一个以制衣、防止、塑胶、电子为支柱的工业重镇，至 80 年代初期已拥有约 70 万人口，其中 70%居住在 14 个大型的公屋社区。虽然荃湾内部土地规划仍较混乱，但整个荃湾基本做到“自给自足、均衡发展”的标准。荃湾之后香港政府陆续又主导发展了沙田、屯门、大埔、上水、元朗等一批新市镇。

“新市镇”的房产开发以公屋为主，私人住宅为辅，吸纳大量市区人口。“新市镇计划”的大力推进期恰逢“十年建屋计划”，因此新市镇的推进始终是以政府部分为主导的，域内的住宅开发也以公屋为主。总的来看，新市镇计划确实吸纳了大量人口，缓解了港九市区在住宅和公共设施上的压力，但由于新市镇吸纳的人口仍以中下层阶级家庭为主，因此并未对香港的阶级分隔传统造成太大影响。

经济结构向服务业转型及市区老化程度严重导致香港城市发展进入“回到港口”阶段。20 世纪 80 年代，随着中国大陆的改革开放，香港制造业大规模向广东沿海城市迁徙。同时香港金融市场蓬勃发展，香港的经济结构开始从工业制造业向金融服务业转型，产业人口再次向城市中心聚集。另一方面，由于早期城市规划的缺失导致城市中心建筑凌乱、公共设施短缺，更麻烦的是城市中心的楼宇楼龄普遍偏长，导致城市中心土地资源的利用效率极其低下。根据香港政府城市规划处数据，西区和湾仔地区楼龄超过 30 年楼宇的占比为 22%、23%，楼龄超过 20 年的楼宇占比

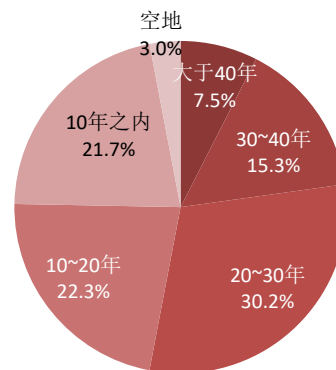
更是高达 42%、53%。此后通过“都会计划”和“市区重建计划”，香港实际发展重心再次回到城市中心区域。

图 29：1988 年西区楼宇年龄情况



资料来源：香港政府城市规划处、东方证券研究所

图 30：1988 年湾仔楼宇年龄情况



资料来源：香港政府城市规划处、东方证券研究所

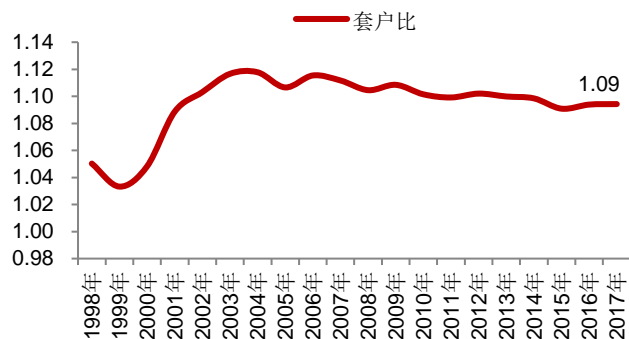
纵观香港城市发展历史，从中心聚集至多核发散，从发展城郊区域再次回到中心城区，基本符合城市化几大阶段的主要特征。但香港的桎梏在于其作为一个海岛单核城市，人口无法自由流动，产业结构又相对单一，无法与中国大陆其他区域形成城市群或都市圈的协同发展，这也正是近年来中央政府大力推进粤港澳大湾区发展战略的核心原因。

4.2 居住状况发展之路：结构恶化积重难返

每当谈起香港居民的居住状况，最先想到的词似乎总无外乎“窘迫”、“百尺豪宅”、“劏房”。那香港居民真实的居住状态到底如何？

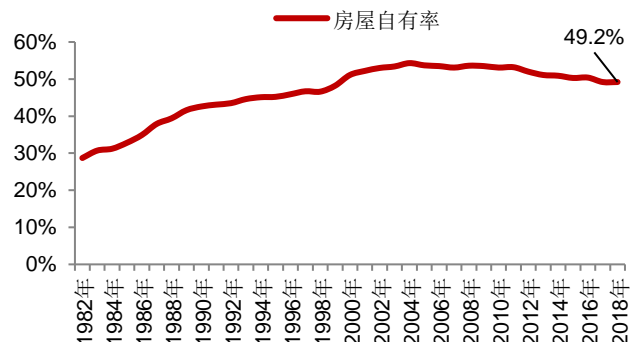
基本住房需求能够满足，但房屋自有率偏低。香港和大陆面临同样的问题，即从总量来看房屋数量是足够居住的，截止至 2017 年底，香港共有永久性住宅单位 277.4 万套，家庭住户数量为 254.5 万户，套户比达到 1.09，而且自 1997 年香港回归以来，套户比始终大于 1。但反观房屋自有率，截止至 2018 年底香港的房屋自有率为 49.2%，意味着半数的香港居民及家庭租房，这其中固然有公屋政策的影响，但 49.2% 的房屋自有率较中国大陆 63.4% 的水准仍明显偏低。

图 31: 香港套户比达到 1.09



资料来源: 香港政府统计处、东方证券研究所

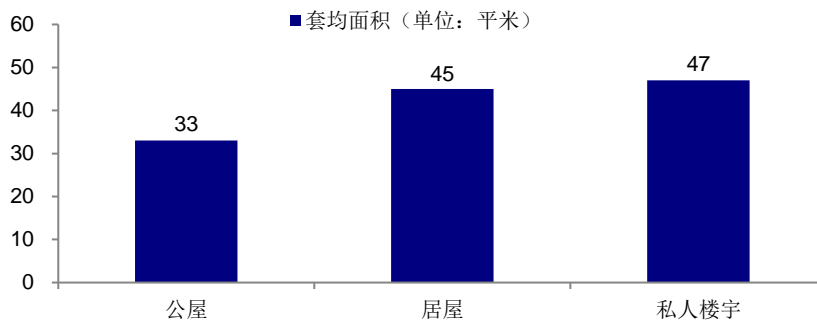
图 32: 香港房屋自有率达 49.2%



资料来源: 香港政府统计处、东方证券研究所

人均居住面积偏低，物业户型小型化程度严重。截止至 2018 年，香港人均居住面积仅 16 平米，远低于其他发达经济体的平均水平。房屋总量充足但人均面积严重偏低的原因就在于香港住宅物业的套均面积偏小，且小型化程度非常严重。套均面积中位数最大的为私人楼宇也仅 47 平米，居屋为 45 平米，公屋甚至只有 33 平米。

图 33: 香港套均面积的中位数明显偏低，物业户型小型化程度严重

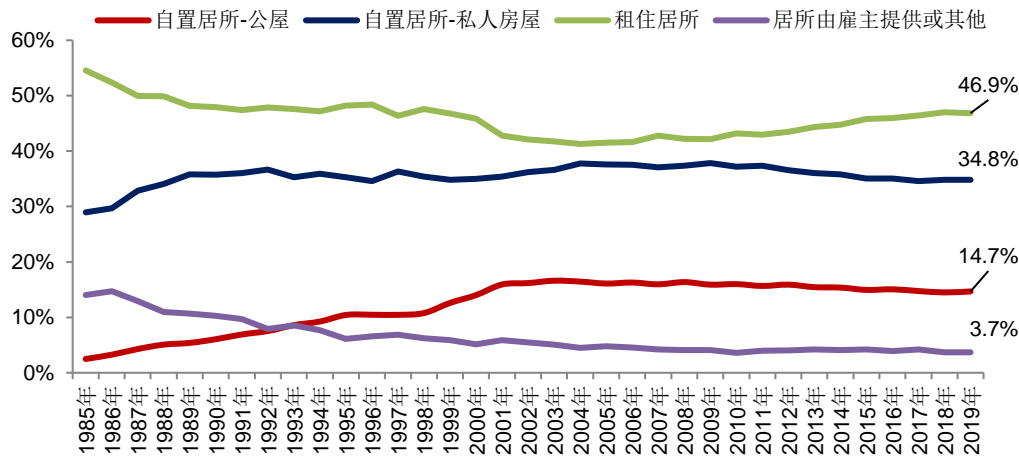


资料来源: 香港政府统计处、东方证券研究所

120 万户家庭近半数香港人口租房居住，仍有约 20 万人租住在劏房。根据香港政府统计处 2019 年最新数据，目前仍有 121.3 万户家庭租房居住（其中 7.4 万户租住在劏房），占比 46.9%。自置居所的家庭数比例大于 50%，其中占比 14.7% 的 38.0 万户家庭通过“居者有其屋”计划实现了自置房屋，这一比例从 1985 年的 2.5% 逐年提升至目前 14.7% 的水平，可见“居者有其屋”计划确实是卓有成效地解决了部分香港市民的居住问题。但另一方面，根据香港政府统计处的《主题性住户统计调查第 60 号报告书》中披露的数据，截止至 2016 年仍有 20 万人居住在劏房（隔

断房），当下时点这一人数大概率已经突破 20 万人，这些租户中很大一部分处于等候公屋的轮候期（目前平均轮候期为 5.3 年）。

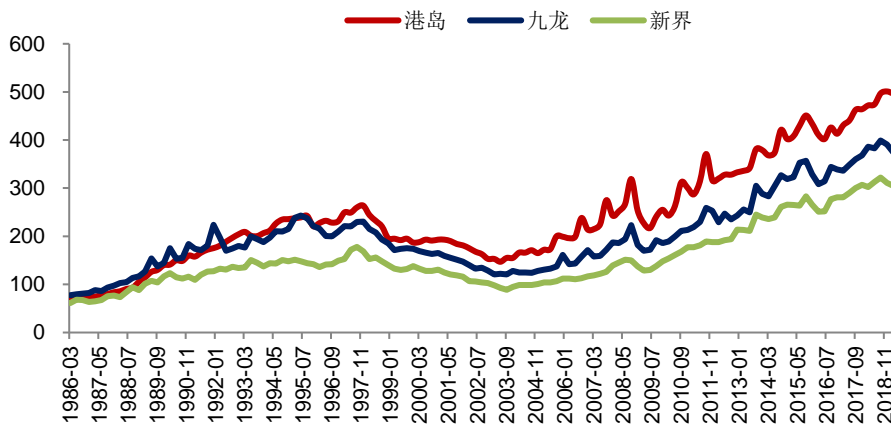
图 34：香港仍有近半数人口租房居住



资料来源：香港政府统计处、东方证券研究所

香港租房面临的两大难题：租住私人住宅要面对高昂的租金；租住公屋则需要等待超过 5 年的轮候时间。过去 30 年香港的房租价格涨幅虽然不及房价涨幅，但仍上涨超过 4 倍。根据香港差饷物业估价署最新数据，2019 年，港岛、九龙、新界平均每月每平方米租金较 1986 年分别上涨 5.8 倍、4.0 倍和 4.1 倍，租金等住房支出已成为香港居民最大的消费支出，占比超过 20%，租住私房负担很重。若选择租住房委会提供的公屋，则如上文所述目前需要轮候 5.3 年，而轮候期间的居住问题又无法得以解决，因此租房往往成为一个非常无奈的选择。

图 35：1986 年至今香港各区域平均每月租金（港元/平米）



资料来源：香港差饷物业估价署、东方证券研究所

香港最富挑战的住房问题是套均面积过小导致的人均居住面积偏低。虽然租住在劏房的居民确实几乎没有尊严可言，但租住在劏房的人口占香港总人口的比重毕竟只占 2.7%，且还有相当一部分能够在未来几年内申请到政府提供的公屋。纵观全球主要城市，除极少数例外，很难有城市能够解决所有市民的居住问题。因此对于香港而言，人均居住面积过小、物业小户型化程度严重才是影响面广且短期难以改善的问题。

从香港的历史来看，城市的发展始终跟不上人口的增长速度，房屋供应持续短缺，尤其是二战过后。当时由政府主导所建的安置住房的用途也就是临时安置，并未过多考虑居住舒适度问题，所谓“先吃饱，再吃好”。而私人住宅方面，无论是“分层出售”还是“分期付款”，其本质都是降低购房者需要一次性支付的金额，因此房地产开发商也更有动力尽量减小套户的面积，以追求销售上更好的去化和资金上更快的周转。两者共同作用造成香港当前人均居住面积偏小的问题，第四任香港特首梁振英早在 1992 年就撰文指出香港住宅的面积问题，但当时香港政府已无力影响私人房地产商的开发策略，自身提供的公屋也不可能在套均面积上大幅提升，最终 20 多年过去，这一现象几乎没有得到任何改观。

4.3 房企进化之路：置业出租-周转开发-两者兼顾

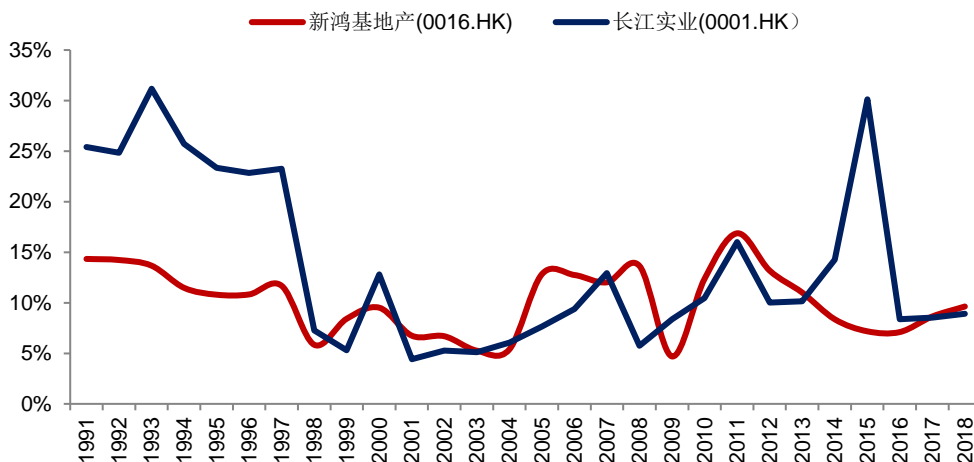
香港地产业发展初期的经营模式以置业收租为主。香港早期地价便宜，随着经济及产业发展，住宅、商业、厂房的需求持续，租金回报率高。因此当时地产公司的主要经营模式是置业收租，并由此催生了二房东这样一个特殊的群体（也戏称为“包租婆”），这种模式下，地产公司负责开发物业享有物业的业权，二房东通过承租物业获得使用权并分散出租使租客获得物业的部分使用权。不可否认的是“包租婆”模式对所有香港地产公司都有深远的意义，甚至在将来还在一定程度上影响其经营战略的转变。

二战后地价开始走高，租金回报率下降，地产公司经营模式开始向周转开发转变。另外随着“分层出售”、“分期付款”的经营模式创新，房地产公司得以使用杠杆资金撬动更多资源，地产公司开始逐渐从“地产投资商”向“地产开发商”转型。

70 年代后期大型住宅社区开始兴起，规模化与标准化开启房企 ROE 上升通道。对于开发商而言，住宅物业的开发开始逐渐实现标准化，并能够快速复制，大大加快了周转速度，同时降低了建造成本，周转型房地产企业盈利能力及 ROE 水平大幅提升。此外，配合 70 年代的大牛市，房地产公司纷纷上市在资本市场融得大量资金，资产规模快速提升。

开发商的高周转模式有两大核心要素：充足的土地储备和宽松的资金环境尤其是银行等金融机构的贷款支持。进入 90 年代后，由于中英签署的《联合声明》土地出让面积进行限制，开发商在手土地储备均出现下降。雪上加霜的 1998 年金融危机爆发，银行业受到严重的冲击，大量银行遭遇挤兑后大幅收紧信贷，而首当其冲的就是房地产业的信贷资金。开发商的现金流也受到严重影响，只能采用降价销售力争回笼资金，大量开发商亏本销售业绩大幅下滑，甚至资金链断裂项目无法开发直至破产清算。经此一役后，香港开发商开始愈发重视现金流的管理，逐渐加大永续经营能力更强的自持物业的布局。

图 36: 长江实业、新鸿基地产历年 ROE 情况, 1997 年后回落



资料来源: Bloomberg、东方证券研究所

香港开发商尤其是头部开发商回归或重视持有物业的出租模式的原因主要有三: 首先, 香港土地面积有限, 再叠加土地规划和出让受到多方意志的裹挟, 因此待开发土地更为有限, 头部房地产公司意识到快周转的经营模式难以延续。其次, 头部房地产公司在快速发展过程中, 或多或少均拥有自持的商业或办公物业资产, 已经积累了一定的运营物业的能力和 experience, 转型的难度并不太大。最后更深层次的原因在于头部房地产公司均为纯私人公司、家族企业, 创始人也希望能够将公司的运营模式变得相对更加永续, 降低经营风险, 以期子嗣能够顺利接手公司, 这也是为何香港几大地产集团纷纷涉足电信、燃气、公共交通等公用事业属性的业务的基本逻辑。

以“四大家族”中最具代表性的长江实业系为例。长江实业于 1979 年成功收购和记黄埔集团, 继承了“和黄”原有的港口业务。1983 年, 通过“和黄”开展移动电话业务; 1985 年, 通过“和黄”收购香港电灯集团; 1996 年, 整合成立和记电讯有限公司。2010 年后, “长江系”开始出售其在香港和大陆的资产, 进军海外市场, 但投资的标的仍然集中于供水、电力、天然气等公用事业, 投资版图包括英国、澳大利亚、加拿大、荷兰、德国等, 其中在英国和澳大利亚的投资金额均达到约 1400 亿港元, 德国投资金额超过 400 亿港元, 加拿大的投资金额也接近 300 亿港元。

表 11: 香港四大地产集团纷纷涉足公用事业、电信等领域

公司	涉足的非地产业务
长江实业	电讯服务; 港口; 能源; 商贸零售
新鸿基地产	手机运营商; 巴士运营
恒基兆业地产	天然气; 天星小轮
新世界发展	物流; 电信; 金融服务; 珠宝

数据来源: 《香港地产业百年》、东方证券研究所

投资建议

香港房地产业沉浮一百七十余年，以批租制为本，预售制为纲；借时局之力，乘发展之风；见证行业巨头的腾飞，也记录市井百姓的挣扎。

中国大陆地区的房地产行业借鉴了香港的诸多顶层设计，诸如批租制、预售制、公租房等。行业也不可避免地会遭遇香港曾经遭遇过的问题，无论是宏观行业还是开发商，都能从香港地产业的发展过程中找到自己的影子，找到未来的机会，同时也有机会避免再犯类似的错误。

短期来看，中国大陆的房地产业目前还处于快速发展后期和证券化的前期，现阶段快周转开发仍是房企的最优策略，但行业整体利润率不可避免将会下降，因此成本的管控、差异化土地获取能力和融资能力将决定房企能否在这一阶段突围，推荐保利地产、万科 A、融创中国。

从中长期维度看，随着行业证券化程度的提升，未来持有型物业运营的重要性将逐步提升，当前已有持有型资产及运营团队的房企能获得一定的先发优势，推荐大悦城，建议关注中国国贸。

风险提示

房地产政策出现重大变化。行业深受政策影响，相关政策出现重大变化时会左右行业的发展。

宏观环境出现重大变化。从历史情况看，当出现战争、政权交替等重大事件时，行业及其价格会受到重大影响。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有保利地产(600048)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人： 王骏飞

电话： 021-63325888*1131

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn

Email: wangjunfei@orientsec.com.cn

