

2019年02月12日

从城市布局看房企成长性，看好一二线城市核心标的

——2019年房地产行业投资策略之二

看好

相关研究

"盈利能力稳中向好，一二线城市房地产景气度有回升趋势-2018年房地产行业年报前瞻" 2019年2月10日
"东部销售好转，开工年内首次同步上行，行业融资压力上升较快-房地产行业1-12月数据点评" 2019年1月21日

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

龚正欢 A0230117070004
gongzh@swsresearch.com
曹一凡 A0230518110002
caoyf@swsresearch.com
彭子恒 A0230117060001
pengzh@swsresearch.com

联系人

龚正欢
(8621)23297818×7457
gongzh@swsresearch.com

本期投资提示：

- 在《因城施策调整，政策改善可期——2019年房地产行业投资策略》报告中，我们详细解释了为什么判断2019年一二线城市调控政策将出现适度放松，销售面积同比增速由负转正，而三四线城市销售增速持续下滑，销售面积累计同比增速为负值。本篇报告旨在从城市布局的角度筛选出高成长性标的。
- 从2019年全年的投资策略出发，我们强烈看好一二线城市的销售回暖与政策改善，因此在不考虑公司经营能力与推盘效率的情况下，布局一二线城市占比越高的房企对应的销售弹性将越大，体现为证券标的将获得明显的超额收益。
- 30强房企门槛为销售金额1000亿，在这其中有15家房企在一二线城市土储面积占比超过70%。占比90%以上的公司是分别为：中国金茂、首开股份、中海外，80%~90%的为阳光城、金地集团，70%~80%的为远洋集团、金科股份、龙湖集团、招商蛇口、华润置地、融创中国、万科和旭辉集团。考虑到一二线城市销售均价较高，简单的判断上述公司可售货值超过八成位于一二线城市。
- 一二线城市占比较高的房企中，城市布局集中度较高的有金科股份、首开股份、远洋集团和阳光城，前十大城市土地储备占比超过70%；城市布局较分散的为万科、华润置地、融创中国，前十城占比低于50%；其余公司占在50%~70%区间，分别为龙湖地产、金地集团、招商蛇口、中海外、旭辉控股和中国金茂。从投资角度来看，集中度较高的房企需要更多关注其布局城市的房地产市场，风险与收益的波动性较高，而布局较为分散的房企整体波动性较小，类似于一二线城市的指数股。
- 在A股房地产投资标的中，从一二线城市布局较多角度出发，我们建议关注：万科、金地集团、招商蛇口、阳光城、金科股份和首开股份；从公司自身高周转和强推盘销售能力角度，建议关注新城控股、荣盛发展、华夏幸福、保利地产。
- 我们将40个一二线城市按当前销售热度与未来销售潜力分类。其中当前销售热度用“2018年9-11月商品房销售面积同比增速”表示，未来销售潜力用“2018年9-11月销售面积同比增速较2018年1-11月销售面积同比增速的增加值”来衡量。基于上述数据，我们通过打分将其基本面数字化、可比化，最终得到，北京、上海、长沙、乌鲁木齐、济南、合肥、昆明、长春、郑州、无锡为综合基本面较好的城市。
- 北京市场需求端较为坚韧，二手房价格回暖，政策端新房预售证发放放松，一手房成交量，土地市场的缩量与财政紧张有助于政策端持续改善。我们认为2019年北京楼市有望新房成交量保持高增，价格止跌企稳。因此看好布局北京市场的房企实现高销售额，存在结构性增长的机会，建议关注：首开股份，金融街，北京城建，首创置业。
- 上海市场2018年二手房成交量先于新房成交量回升，在限购限贷等政策不变的情况下，需求端依然呈现回暖迹象，城市的购买力较强。政策端新房预售证发放放松，同时限价幅度略有放松，一手房量价均有改善。地方财政上，土地成交价款/财政收入处于上海历史低位，不过财政压力相对北京较小。综上，我们看好上海基于自身城市需求实现2019年的市场正增长，布局上海市场的房企值得关注。与北京不同的是，销售榜中未出现土储集中在上海本地的房企，万科常年保持销售前三，为全国化布局的龙头房企。



申万宏源研究微信服务号

目录

1 . 千亿房企 (31 强) 布局版图 : 看好一二线城市	5
1.1 2018 年约 31 家房企销售规模超过 1000 亿	6
1.2 15 家千亿房企一二线城市土储面积占比超过 70%	7
2 . 筛选基本面上行的城市 : 北京、上海、长沙、乌鲁木齐、济南、合肥、昆明、长春、郑州、无锡等	10
2.1 寻找具有高销售增速与增长潜力的一二线城市	10
2.2 从城市圈看发展潜力	14
3 . 重点城市基本面深挖	16
3.1 北京成交量回暖 , 供给端放量去化率下行	16
3.2 上海成交量上升 , 价格下行压力较小	19
4 . 附表	22

图表目录

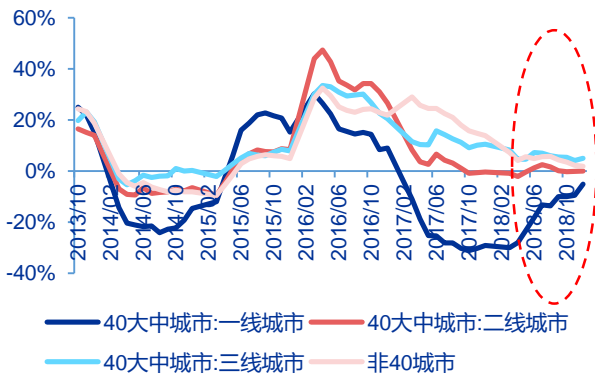
图 1：一线城市商品房销售面积累计同比增速底部回暖，三四线（非 40 城）增速持续下降.....	5
图 2：2018 年 9 月起，三四线城市销售面积单月同比增速由正转负	5
图 3：商品房销售价格走势与销售面积基本一致，三四线城市价格增速未明显回落，在 10%左右	5
图 4：三四线城市新开工增速仍位于高位，未来供给放量对于价格有下行影响..	5
图 5：2018 年销售金额 30 强房企门槛为千亿.....	6
图 6：千亿房企周转率差异较大，“可售/销售面积”比值在（1.3,8.9），体现了公司的战略差异	7
图 7：千亿房企布局一二线城市土储占比在（7%，98%），其中 15 家房企一二线土储面积占比超过 70%	7
图 8：40 个一二线城市按销售热度划分为四个象限类别（左上角为第三象限延展图）	10
图 9：北京、上海、南京、苏州、厦门、长沙、济南、合肥 2017 年销售增速处于底部，2018 年下半年有所回升	11
图 10：昆明、银川、三亚、乌鲁木齐、长春 2017 年销售增速相对较高、2018 年 9-11 月销售面积同比增速依然保持高位	11
图 11：天津、成都、大连和广州销售增速为负，但处于上行趋势（较一年前），具有增长潜力	11
图 12：深圳、武汉、西安、呼和浩特、贵阳 9-11 月销售面积增速在(-10%，0%)	12
图 13：重庆、沈阳、青岛、兰州、福州 9-11 月销售面积增速在(-20%，-10%)12	
图 14：太原、哈尔滨、北海、杭州 9-11 月销售面积增速在(-25%，-20%)..	12
图 15：石家庄、海口、西宁 9-11 月销售面积增速在(-70%，-25%)	12
图 16：无锡、郑州、南昌、温州、南宁销售增速为正，尽管处于下行趋势（较全年），但依然处于高位，预计可持续性相对较强	13
图 17：2018 年 1-11 月中西部的销售面积累计同比增速仍为正，东部区域 2017 年下半年进入销售增速为负的阶段，2018 年降幅收窄	15
图 18：2018 年 10、11 月中、西部分别出现单月负增长的情况，预计 2019 年中西部负增长的概率较高.....	15
图 19：中西部、东北、海西经济区销售面积增速较相对较高，但下滑趋势较为明显	15

图 20 : 环渤海、长三角、珠三角销售面积增速较低, 楼市回暖的空间相对较大	15
图 21 : 2018 年 1-11 月北京商品房销售面积增速-19%, 9-11 月同比增速为 30%	16
图 22 : 2018 年 12 月北京商品住宅去化周期为 16.9 个月, 处于相对高位	16
图 23 : 2017 年 1 月-2018 年 6 月北京月均推盘 90 万方, 2018 年 7 月-12 月月均推盘量上升至 213 万方	16
图 24 : 北京二手房市场交易 2018 年年中开始回暖	17
图 25 : 2018 年 5 月商品房新开工面积增速大幅回升	17
图 26 : 2018 年北京地方财政赤字 1682 亿元, 成交土地价款 1683 亿元, 成交土地价款/财政赤字比值为 1.0 倍, 财政压力较大	17
图 27 : 2018 年北京土地成交大幅下滑, 1-12 月成交价款同比增速降至-39.8%	18
图 28 : 2018 年 1-11 月上海商品房销售面积增速 4%, 9-11 月同比增速为 26%	19
图 29 : 2018 年 12 月上海商品房去化周期为 15.6 个月, 绝对值处于全国较低区间, 相对自身的高位	19
图 30 : 2017 年 1 月-2018 年 6 月上海月均推盘 129 万方, 2018 年 7 月-12 月月均推盘量上升至 252 万方	19
图 31 : 上海 2018 年年中起二手房成交量开始活跃, 但成交价格持续负增长	20
图 32 : 上海 2018 年 5 月商品房新开工面积增速大幅回升	20
图 33 : 2018 年上海地方财政赤字 1243 亿元, 成交土地价款 1909 亿元, 成交土地价款/财政赤字比值为 1.5 倍, 处于历史低位	20
图 34 : 2017 年上海土地成交较高负增长为-10.2%, 2018 年由负转正至 29.7%	21
表 1 : 千亿房企前十大城市集中度在(22%, 89%), 华夏幸福、金科股份、首开股份在 75%以上	8
表 2 : 2018 年拿地情况看, 30 强房企对于城市布局的调整普遍较大	9
表 3 : 40 城销售热度与潜力综合排名表: 北京、上海、长沙、乌鲁木齐、济南、合肥、昆明、长春、郑州、无锡为综合基本面较好的城市	13
表 4 : 北京 2016-2018 年销售排行榜, 首开股份、万科位居前三	18
表 5 : 上海 2016-2018 年销售排行榜, 万科位居前三	21
附表 1 : 重点公司估值表	22

1. 千亿房企（31强）布局版图：看好一二线城市

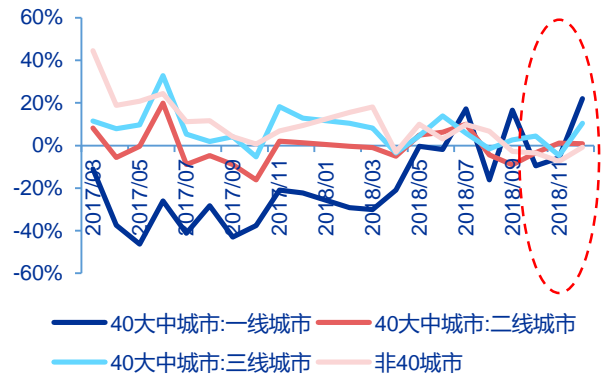
行业整体规模收缩的背景下，我们需要找到结构性的增长点——在细分区域成长性较高的投资标的。在《因城施策调整，政策改善可期——2019年房地产行业投资策略》报告中，我们预测，2019年全国商品房销售面积增速（-9.4%，-4.5%），其中一二线城市调控政策将出现适度放松，销售面积同比增速由负转正，三四线城市销售增速持续下滑，销售面积累计同比增速为负值。因此2019年我们认为布局一二线城市的房企较大概率实现高销售增速，进而体现在较好的业绩增速与股价走势中。行业趋势与政策放松的相关研究判断可详见2019年投资策略报告，本篇报告旨在落实到具体投资标的，进一步筛选布局城市房地产市场在2019年处于上行通道、且公司基本面较好的房企。

图 1：一线城市商品房销售面积累计同比增速底部回暖，三四线（非40城）增速持续下降



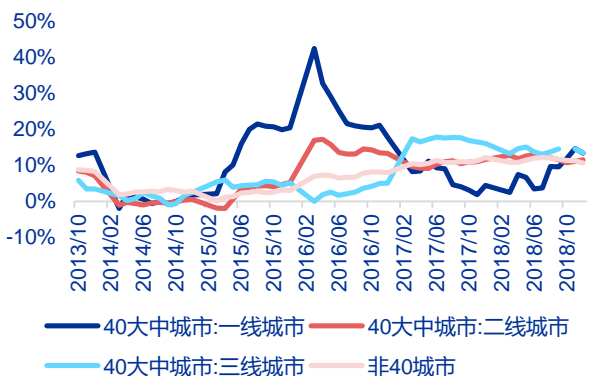
资料来源：wind，Creis，申万宏源研究

图 2：2018年9月起，三四线城市销售面积单月同比增速由正转负



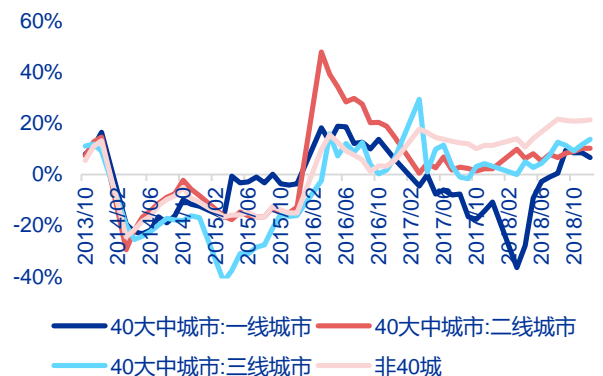
资料来源：wind，Creis，申万宏源研究

图 3：商品房销售价格走势与销售面积基本一致，三四线城市价格增速未明显回落，在 10%左右



资料来源：wind，Creis，申万宏源研究

图 4：三四线城市新开工增速仍位于高位，未来供给放量对于价格有下行影响

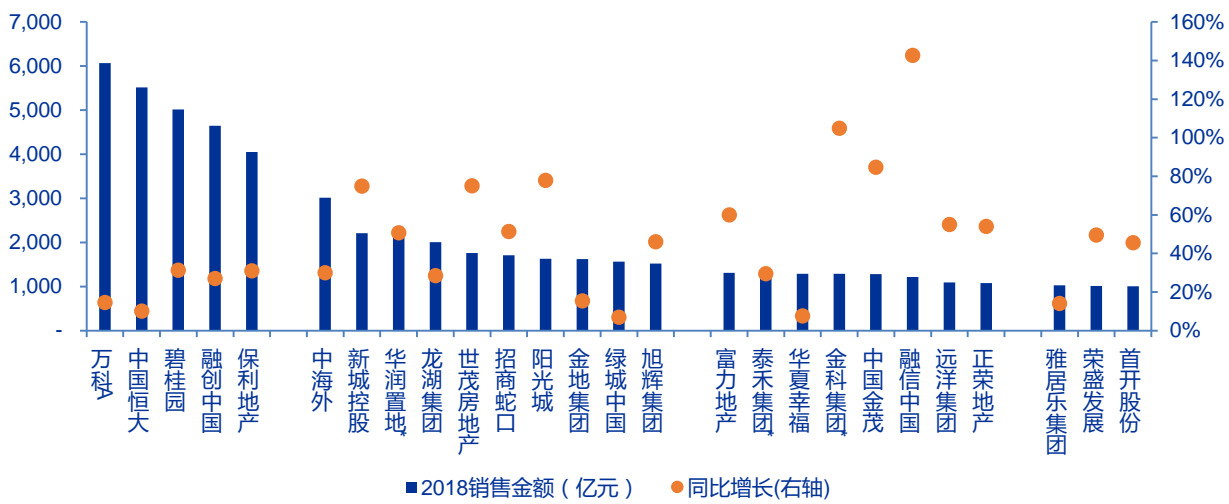


资料来源：wind，Creis，申万宏源研究

1.1 2018 年约 31 家房企销售规模超过 1000 亿

2018 年约有 31 家房企销售规模超过 1000 亿，30 强房企销售均价显著高于全国商品住宅平均价格，top11-30 的房企销售增速与单价更高。其中 top10 房企销售门槛为 2000 亿，销售增速 26%，销售均价 1.28 万元/平米；top11-20 房企销售门槛约 1300 亿，销售增速 39%，销售均价 1.52 万元/平米；top21-30 房企销售门槛约 1000 亿，销售增速 65%，销售均价 1.50 万元/平米。

图 5：2018 年销售金额 30 强房企门槛为千亿



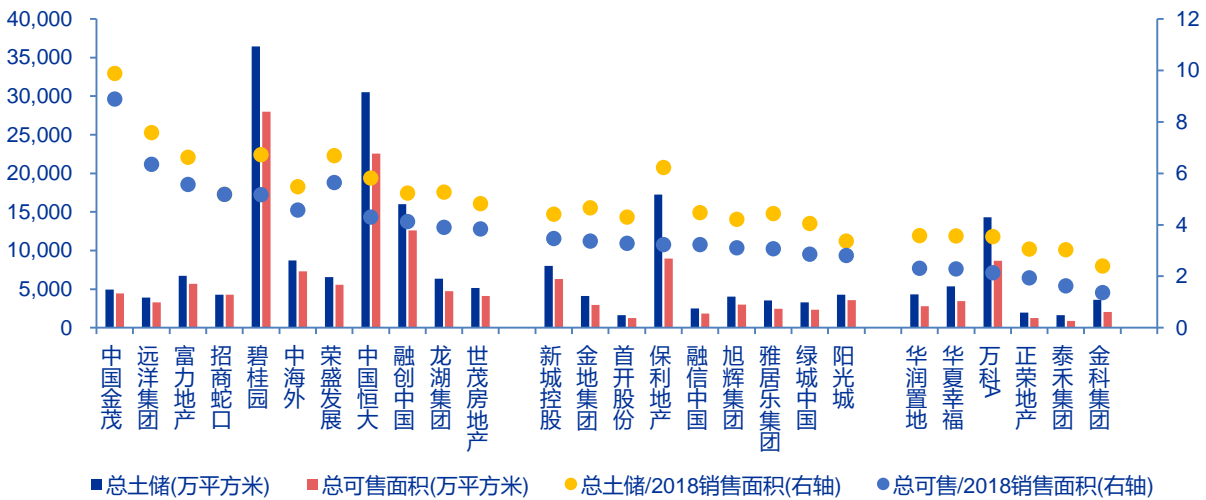
资料来源：公司公告，*为克尔瑞数据，申万宏源研究（图中未包含中梁地产、祥生地产，碧桂园为权益销售额，其他均为流量销售额）

快周转公司平滑市场波动风险的能力较强。一方面他们在拿地时做的盈利模型准确度相对较高（极端情况下，拿地 3 个月就开售的地块可近似认为短期市场波动为零），另一方面可打运动战，快速的在不同城市间做拿地和销售比重的调整，以适应市场变化（例如新城控股在长三角三四线城市起家，但其 2018 年加大了一二线城市的货值储备）。这种模式对于企业管理运营能力的要求较高，内部流程完整且顺畅，在风险管控端尤其需要重视。例如：金科股份、泰禾集团、万科。

慢周转房企往往是资源富裕型房企，普遍的特点是资金成本较低、毛利率较高。他们擅长于在重点布局的城市深耕，以时间换取盈利空间，尤其以一二线城市布局居多，所在市场的格局相对稳定，产品线上多以中高端产品见长，溢价能力较强。当布局城市面临政策放松、量价齐升的时候，他们土地储备充足且获取成本较低，往往能够轻易的获取超额利润与超预期增速。例如，中国金茂、远洋集团、富力地产、招商蛇口。

在投资模式上，快周转房企强调“人”的因素，提高推盘和刺激销售积极性，而慢周转房企强调“势”，当所布局城市销售行情好转时，往往量价齐升，讲究的是趁势而为。我们用房企的 2018 年半年报中的可售面积/2018 年销售面积近似视作公司周转能力的体现，这不一定准确。例如碧桂园该比值尽管在 5.2，但是其“拿地-开工-销售”的时间链条极短。因此可售/销售面积可作为量化指标的参考仍需结合企业实际情况做判断。

图 6：千亿房企周转率差异较大，“可售/销售面积”比值在 (1.3,8.9)，体现了公司的战略差异



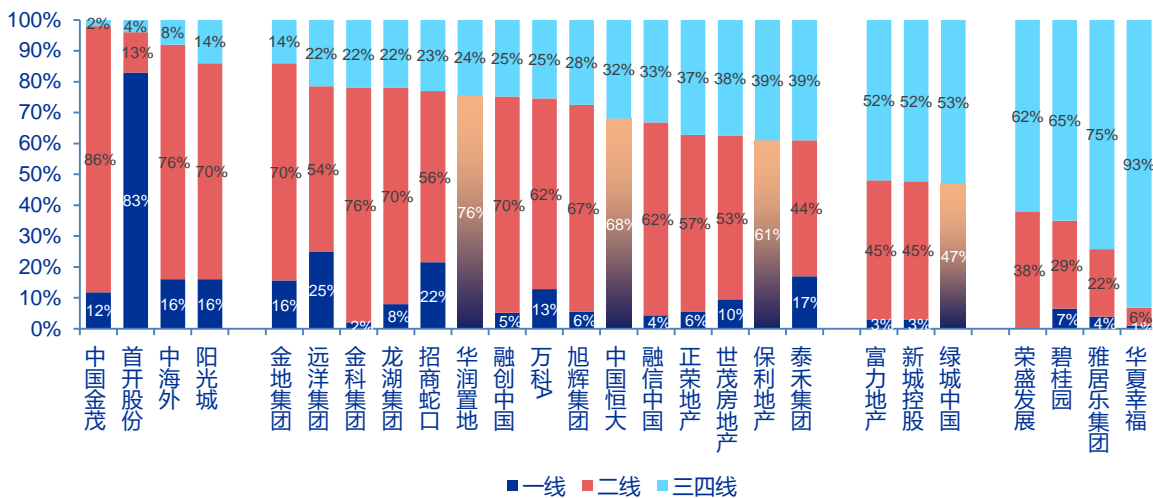
资料来源：公司公告，申万宏源研究（总土储为未结算面积，总可售面积为未销售面积，2018 年半年中若无披露则使用 2017 年年报数字）

1.2 15 家千亿房企一二线城市土储面积占比超过 70%

按一二线城市土地储备面积占比从高到低排序，我们看到占比 90% 以上的公司是分别为：中国金茂、首开股份、中海外，80%~90% 的为阳光城、金地集团，70%~80% 的为远洋集团、金科股份、龙湖集团、招商蛇口、华润置地、融创中国、万科和旭辉集团。考虑到一二线城市销售均价较高，简单的判断上述公司可售货值超过八成位于一二线城市。

从 2019 年全年的投资策略出发，我们强烈看好一二线城市的销售回暖与政策改善，因此在不考虑公司经营能力与推盘效率的情况下，布局一二线城市占比越高的房企对应的销售弹性将越大，体现为证券标的将获得明显的超额收益。

图 7：千亿房企布局一二线城市土储占比在 (7%，98%)，其中 15 家房企一二线土储面积占比超过 70%



资料来源：公司公告，申万宏源研究（变色部分表示一二线城市土地储备占比合计值）

一二线城市占比较高的房企中，城市布局集中度较高的有金科股份、首开股份、远洋集团和阳光城，前十大城市土地储备占比超过 70%；城市布局较分散的为万科、华润置地、融创中国，前十城占比低于 50%；其余公司占在 50%~70%区间，分别为龙湖地产、金地集团、招商蛇口、中海外、旭辉控股和中国金茂。

从投资角度来看，集中度较高的房企需要更多关注其布局城市的房地产市场，风险与收益的波动性较高，而布局较为分散的房企整体波动性较小，类似于一二线城市的指数股。

在 A 股房地产投资标的中，从一二线城市布局较多角度出发，我们建议关注：万科、金地集团、招商蛇口、阳光城、金科股份和首开股份；从公司自身高周转和强推盘销售能力角度，建议关注新城控股、荣盛发展、华夏幸福、保利地产。

表 1：千亿房企前十大城市集中度在(22%，89%)，华夏幸福、金科股份、首开股份在 75%以上

	前十大城市土储集中度	土储面积前十大城市									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
华夏幸福	89%	廊坊	张家口	保定	嘉兴	滁州	沈阳	焦作	沧州	秦皇岛	六安
金科集团*	78%	重庆	长沙	遵义	成都	济南	内江	无锡	浏阳	苏州	北京
碧桂园	77%	广东	江苏	安徽	湖南	河南	浙江	湖北	上冻	广西	贵州
首开股份	76%	北京	葫芦岛	福州	贵阳	海门	绵阳	成都	天津	苏州	厦门
正荣地产	76%	福州	莆田	长沙	苏州	平潭	合肥	南京	郑州	上海	南昌
泰禾集团	74%	漳州	福州	南京	广州	北京	郑州	杭州	济南	太原	上海
远洋集团	74%	北京	天津	大连	中山	武汉	廊坊	上海	重庆	深圳	成都
融信中国	72%	福州	杭州	郑州	南京	漳州	绍兴	阜阳	上海	苏州	西安
阳光城	71%	西安	福州	长沙	广州	杭州	北京	成都	郑州	苏州	厦门
世茂房地产*	71%	泉州	广州	惠州	武汉	济南	天津	南京	沈阳	福州	大连
龙湖集团	67%	重庆	烟台	济南	成都	杭州	北京	青岛	武汉	沈阳	贵阳
荣盛发展	65%	沈阳	南京	蚌埠	廊坊	临沂	沧州	重庆	徐州	湛江	青岛
富力地产	63%	重庆	天津	湘潭	太原	海南	惠州	大同	梅州	包头	哈尔滨
雅居乐集团	63%	中山	陵水	腾冲	惠州	汉中	广州	长沙	常州	西安	沈阳
金地集团	63%	重庆	沈阳	西安	广州	武汉	天津	昆明	南京	杭州	上海
招商蛇口	62%	深圳	重庆	武汉	苏州	南京	昆明	广州	成都	烟台	佛山
中海外	60%	济南	成都	广州	重庆	北京	天津	沈阳	苏州(含无锡)	长春	青岛
旭辉集团	58%	重庆	武汉	合肥	杭州	沈阳	长沙	嘉兴	上海	佛山	南京
中国金茂	56%	长沙	南京	北京	上海	重庆	广州	青岛	宁波	苏州	温州
绿城中国	52%	杭州	东营	宁波	陵水	长沙	台州	沈阳	柳州	临安	湖州
融创中国	50%	重庆	青岛	天津	济南	成都	西安	昆明	武汉	无锡	杭州
华润置地	43%	惠州	重庆	成都	武汉	沈阳	南京	太原	福州	济南	唐山
保利地产	41%	佛山	广州	成都	武汉	青岛	南昌	重庆	长沙	江门	北京
新城控股	41%	南通	咸宁	郑州	徐州	西安	武汉	抚顺	萍乡	天津	西宁
万科 A	28%	杭州	北京	广州	成都	郑州	合肥	无锡	长沙	南昌	济南
中国恒大	22%	成都	贵阳	北京	长沙	武汉	广州	徐州	无锡	南京	济南

资料来源：公司公告，带*号为根据中指数据库整理，申万宏源研究

2018 年拿地情况看，30 强房企对于城市布局的调整普遍较大，新拿地规模前十城市中不属于存量土储十大城市在 5 个以上（标粗城市）。其中保利地产、金地集团、华夏幸福、中国金茂、首开股份相对更深耕于布局城市，新进入拿地十大城市数为 5-6 个。

从拿地的溢价率来看，碧桂园、雅居乐和荣盛发展溢价率高于 30%，体现出城市扩张节奏较快，在成长性较高的同时需关注盈利能力的变化。

表 2：2018 年拿地情况看，30 强房企对于城市布局的调整普遍较大

	2018 年拿地前十大城市										中指 2018 年拿地数据		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	拿地金额(亿元)	楼面价(元/平米)	平均溢价率(%)
万科 A	上海	武汉	杭州	天津	昆明	宁波	东莞	重庆	成都	大连	1,970	5,044	9.3
中国恒大	南京	呼和浩特	太原	成都	柳州	佛山	岳阳	重庆	常州	黔西南	394	1,670	17.1
碧桂园	佛山	广州	湖州	上海	昆明	台州	合肥	六安	凉山	惠州	1,300	2,378	30.9
融创中国	济南	杭州	宁波	上海	郑州	金华	天津	太原	青岛	贵阳	508	3,015	4.3
保利地产	广州	佛山	昆明	青岛	成都	武汉	江门	荆州	常德	惠州	1,366	6,043	13.8
中海外	北京	南京	杭州	昆明	长春	济南	广州	上海	青岛	乌鲁木齐	1,001	8,057	18.6
新城控股	常州	温州	合肥	盐城	北京	湖州	南京	徐州	重庆	淮安	770	3,099	18.1
华润置地	济南	广州	杭州	北京	成都	长春	温州	哈尔滨	东莞	南昌	1,096	5,341	8.8
龙湖集团	杭州	重庆	南京	苏州	成都	青岛	无锡	合肥	大连	宁波	958	6,622	22.9
世茂房地产	福州	杭州	苏州	漳州	深圳	温州	北京	嘉兴	泰州	济南	389	6,368	10.7
招商蛇口	杭州	南京	宁波	天津	上海	重庆	大连	南通	北京	徐州	541	7,261	17.9
阳光城	重庆	杭州	泉州	广州	菏泽	株洲	南宁	青岛	沈阳	昆明	713	3,697	25.0
金地集团	北京	武汉	南京	杭州	厦门	上海	温州	呼和浩特	金华	苏州	622	9,420	14.3
旭辉集团	杭州	合肥	佛山	重庆	温州	苏州	徐州	无锡	常州	武汉	1,051	6,538	20.3
泰禾集团	南昌	中山	郑州	漳州	廊坊	长沙					58	2,726	1.5
金科集团	重庆	苏州	杭州	合肥	佛山	广州	常州	沈阳	贵阳	晋中	436	4,308	19.3
富力地产	苏州	乌鲁木齐	太原	赣州	唐山	郑州	眉山	滨州	九江	渭南	216	2,274	11.2
华夏幸福	南京	郑州	嘉兴	廊坊	湖州	武汉	焦作	滁州	六安	成都	95	2,375	11.9
中国金茂	北京	宁波	上海	佛山	武汉	杭州	南京	常州	温州	无锡	445	10,462	8.2
融信中国	杭州	嘉兴	成都	郑州	阜阳						295	2,241	41.3
远洋集团	北京	南京	重庆	温州	合肥	嘉兴	绍兴	苏州	杭州	烟台	150	11,157	18.3
正荣地产	福州	漳州	苏州	徐州	重庆	吉安	赣州	南昌			100	7,099	15.7
雅居乐集团	天津	北海	漳州	汉中	佛山	成都	潮州	西双版纳	济南	郑州	399	3,522	39.2
荣盛发展	石家庄	合肥	蚌埠	嘉兴	张家口	徐州	廊坊	邢台	漯河	株洲	177	2,216	37.5
绿城中国	杭州	天津	温州	福州	南通	合肥	舟山	重庆	苏州	上海	533	9,495	12.8
首开股份	北京	成都	武汉	苏州	沈阳	天津					254	16,987	14.0

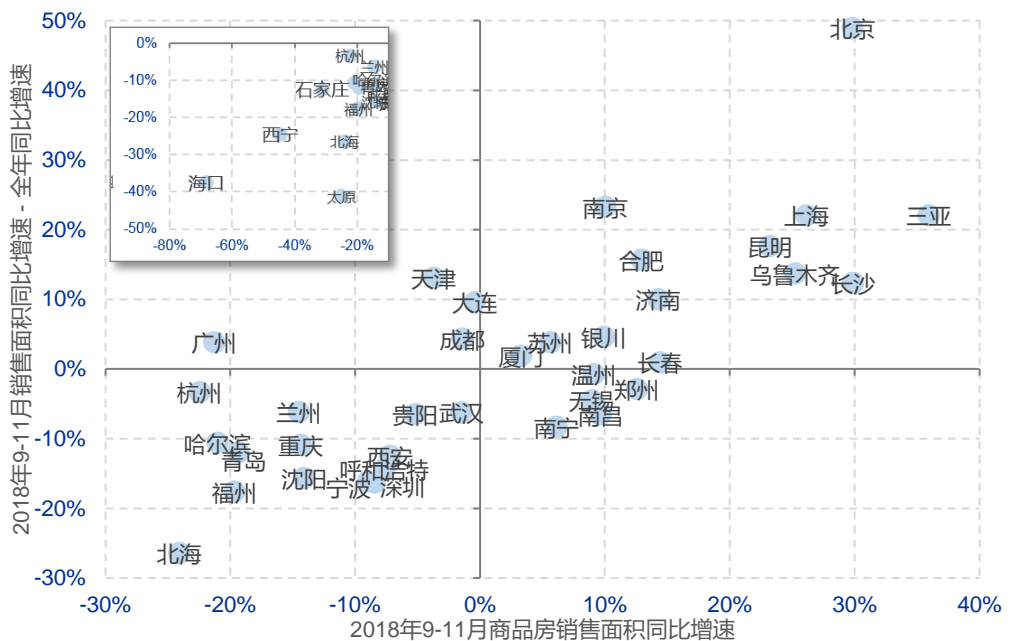
资料来源：公司公告，拿地数据来自中指数据库（较实际金额偏小），申万宏源研究

2. 筛选基本上行的城市：北京、上海、长沙、乌鲁木齐、济南、合肥、昆明、长春、郑州、无锡等

2.1 寻找具有高销售增速与增长潜力的一二线城市

我们将 40 个一二线城市按当前销售热度与未来销售潜力分类。其中当前销售热度用“2018 年 9-11 月商品房销售面积同比增速”表示，未来销售潜力用“2018 年 9-11 月销售面积同比增速较 2018 年 1-11 月销售面积同比增速的增加值”来衡量。

图 8：40 个一二线城市按销售热度划分为四个象限类别（左上角为第三象限延展图）

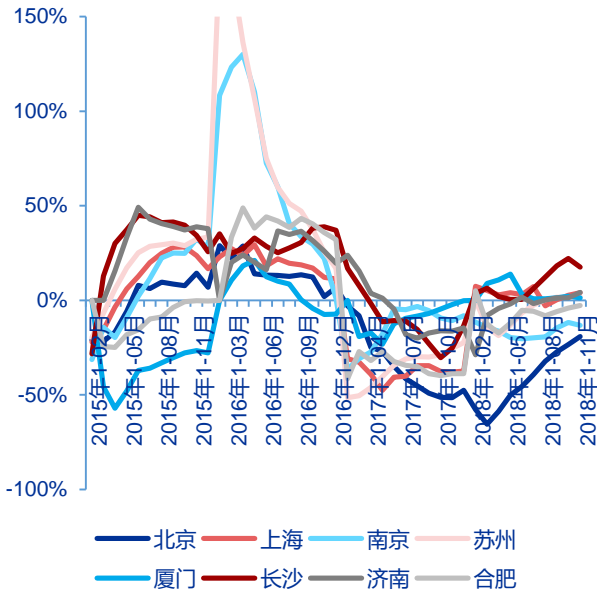


资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

第一象限表示当前销售增速为正且处于上行态势（较全年），共有 13 个城市。他们分别为：北京、上海、长沙、济南、合肥、乌鲁木齐、长春、昆明、南京、苏州、厦门、三亚和银川。

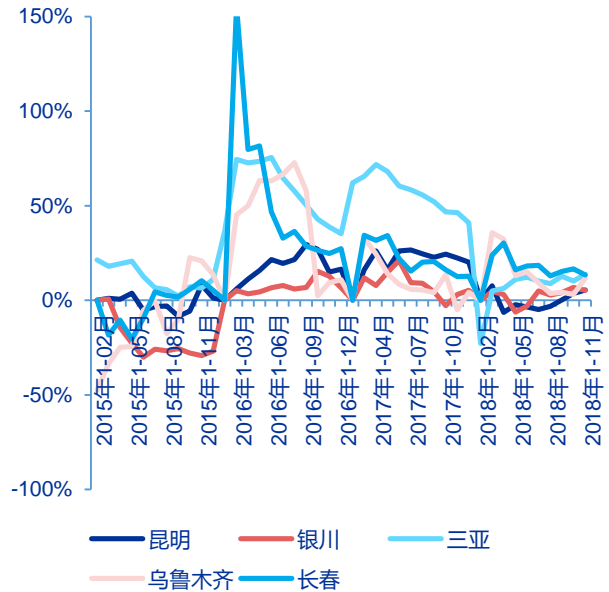
其中，北京、上海、南京、苏州、厦门、长沙、济南、合肥 2017 年销售增速处于底部，2018 年下半年有所回升；昆明、银川、三亚、乌鲁木齐、长春 2017 年销售增速相对较高，2018 年 9-11 月销售面积同比增速依然保持高位。

图 9：北京、上海、南京、苏州、厦门、长沙、济南、合肥 2017 年销售增速处于底部，2018 年下半年有所回升



资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

图 10：昆明、银川、三亚、乌鲁木齐、长春 2017 年销售增速相对较高，2018 年 9-11 月销售面积同比增速依然保持高位

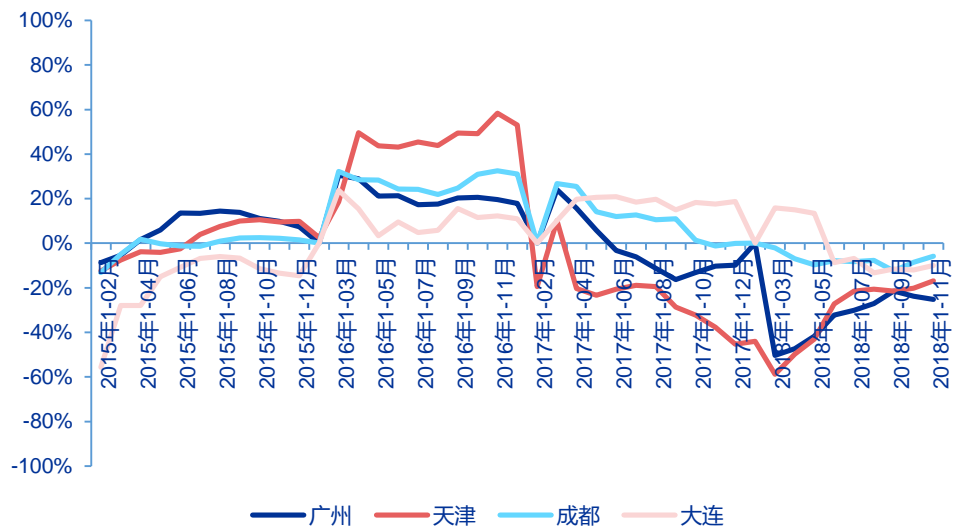


资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

第二象限表示当前销售增速为负但处于上行态势（较全年），具有增长潜力，共有 4 个城市。他们分别为：天津、成都、大连、广州。

天津、成都、大连和广州过去 3 个月销售面积同比增速分别为-4%、-1%、0%和-21%，相较 1-11 月销售增速提高了 13、4、10、4 个 pct，。

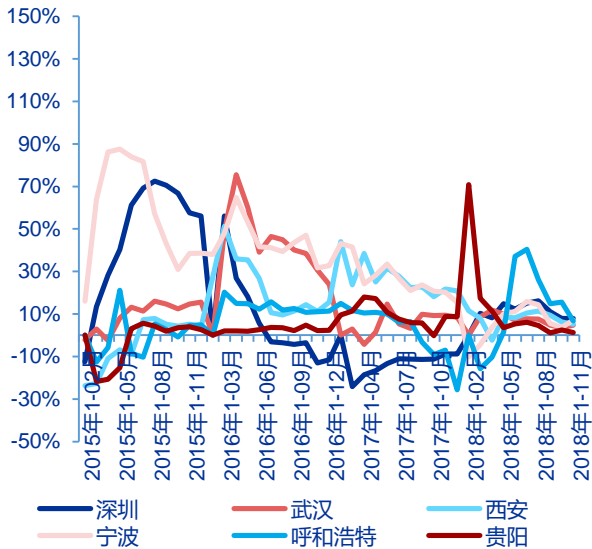
图 11：天津、成都、大连和广州销售增速为负，但处于上行趋势（较一年前），具有增长潜力



资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

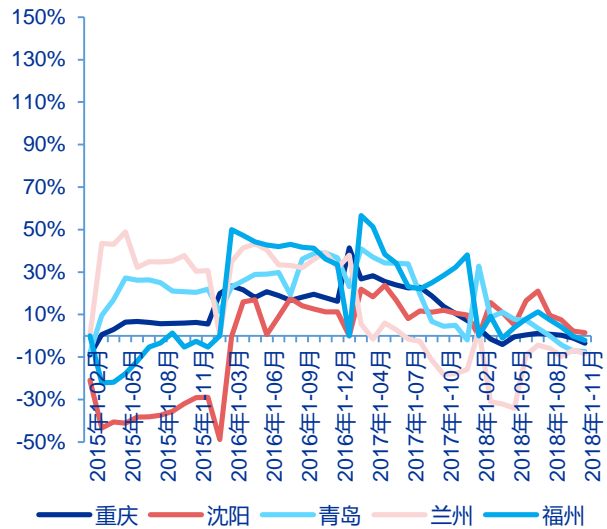
第三象限表示当前销售增速为负并且处于下行态势（较全年），建议规避，共有 18 个城市。他们分别为：武汉、贵阳、西安、呼和浩特、深圳、宁波、沈阳、重庆、兰州、青岛、福州、哈尔滨、杭州、北海、太原、石家庄、西宁、海口（按 9-11 月销售面积同比增速从高到低排序）。其中，南京、杭州、兰州销售增速负增长已达 2 年，可期待拐点的来临。

图 12：深圳、武汉、西安、呼和浩特、贵阳 9-11 月销售面积增速在(-10%，0%)



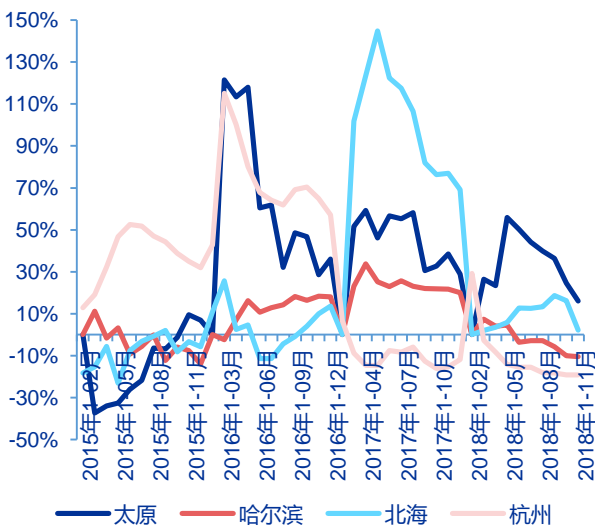
资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

图 13：重庆、沈阳、青岛、兰州、福州 9-11 月销售面积增速在(-20%，-10%)



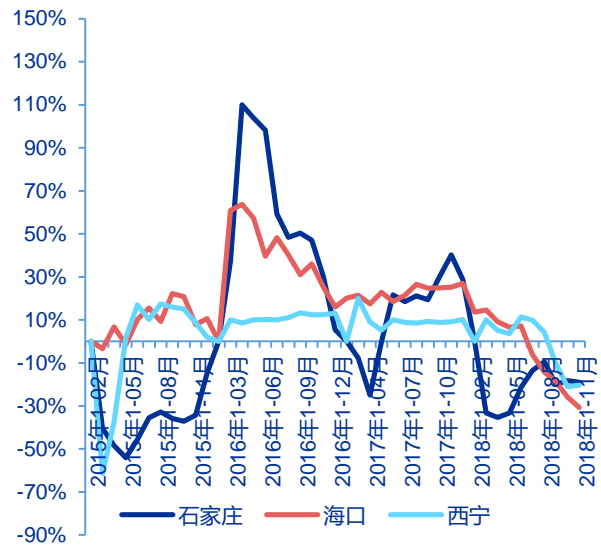
资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

图 14：太原、哈尔滨、北海、杭州 9-11 月销售面积增速在(-25%，-20%)



资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

图 15：石家庄、海口、西宁 9-11 月销售面积增速在(-70%，-25%)

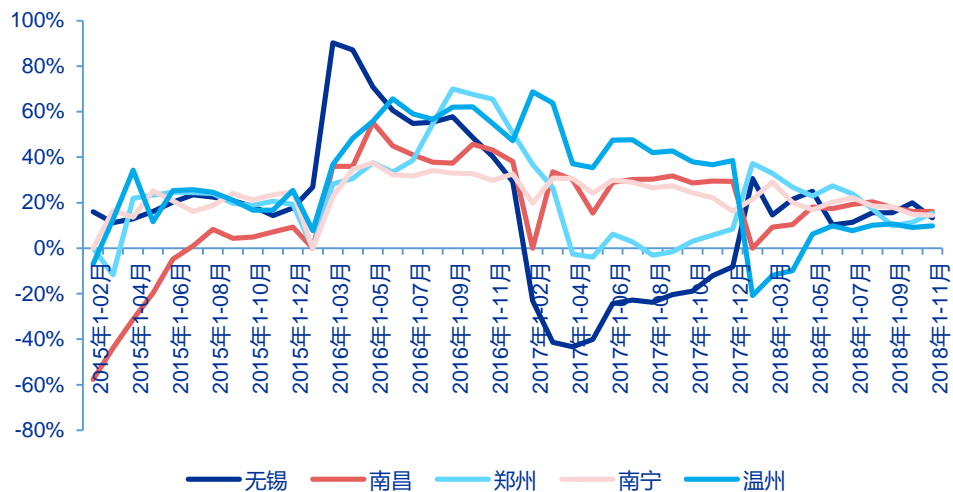


资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

第四象限表示当前销售增速为正但处于下行趋势（较全年），短期可抓住窗口期，共有 5 个城市。他们分别为：无锡、郑州、南昌、温州、南宁（按 9-11 月销售面积增速从高到低排序），2018 年 1-11 月销售面积增速均高于 10%。

其中，无锡、郑州 2018 年销售面积增速高于 2017 年 10 个、25 个 pct，尽管 9-11 月同比增幅逐步收窄但依然处于高位，预计可持续性相对较强；南昌、温州、南宁 2018 年销售面积增速均较 2017 年有所回落，1-11 月累计增速依然超过 10%，9-11 月同比增速高于 5%。

图 16：无锡、郑州、南昌、温州、南宁销售增速为正，尽管处于下行趋势（较全年），但依然处于高位，预计可持续性相对较强



资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

基于 40 个一二线城市的当前销售热度与未来销售潜力，我们通过打分将其基本面数字化、可比化。其中 2018 年 9-11 月同比增速高于 20% 为 3 分，高于 10% 为 2 分，高于 0% 为 1 分，高于 -10% 为 0 分，小于 -10% 为 -1 分；9-11 月销售增速环比增幅（与 6-8 月比较）大于 0% 为 1 分；1-11 月销售增速增幅（与 2017 年 1-11 月比较），高于 20% 为 3 分，高于 0% 为 2 分，高于 -20% 为 1 分。

最终得到，北京、上海、长沙、乌鲁木齐、济南、合肥、昆明、长春、郑州、无锡为综合基本面较好的城市。

表 3：40 城销售热度与潜力综合排名表：北京、上海、长沙、乌鲁木齐、济南、合肥、昆明、长春、郑州、无锡为综合基本面较好的城市

城市	基本面					打分					象限	
	2018 年 9-11 月同比	2017 年 9-11 月同比	2018 年 6-8 月同比	同比增速同比增加	同比增速环比增加值	2018 年 9~11 月增速-1~11 月增速	2018 年 1-11 月同比增速同比增加	同比	环比	年度增幅		合计
1 北京	30%	-66%	6%	96%	24%	49%	32%	3	1	3	7	1
2 上海	26%	-47%	-9%	73%	35%	22%	42%	3	1	3	7	1

3	长沙	30%	-41%	31%	71%	-2%	12%	43%	3	0	3	6	1
4	乌鲁木齐	25%	-19%	-7%	44%	33%	14%	17%	3	1	2	6	1
5	济南	14%	-6%	4%	20%	11%	10%	21%	2	1	3	6	1
6	合肥	13%	-48%	-1%	61%	14%	16%	36%	2	1	3	6	1
7	昆明	23%	18%	-4%	5%	27%	18%	-17%	3	1	1	5	1
8	长春	14%	-2%	10%	16%	4%	1%	1%	2	1	2	5	1
9	郑州	13%	22%	12%	-10%	0%	-3%	10%	2	1	2	5	4
10	无锡	9%	28%	6%	-19%	3%	-4%	25%	1	1	3	5	4
11	三亚	36%	16%	0%	20%	35%	22%	-33%	3	1	0	4	1
12	南京	10%	-31%	-19%	41%	29%	23%	-3%	2	1	1	4	1
13	苏州	6%	-11%	19%	17%	-14%	4%	27%	1	0	3	4	1
14	厦门	3%	24%	-12%	-21%	15%	2%	4%	1	1	2	4	1
15	银川	10%	-6%	14%	16%	-4%	5%	2%	1	0	2	3	1
16	天津	-4%	-65%	15%	62%	-19%	13%	21%	0	0	3	3	2
17	南昌	10%	28%	22%	-19%	-13%	-7%	-13%	1	0	1	2	4
18	南宁	6%	14%	21%	-8%	-15%	-8%	-8%	1	0	1	2	4
19	成都	-1%	-21%	-5%	19%	3%	4%	-5%	0	1	1	2	2
20	呼和浩特	-8%	-15%	51%	7%	-59%	-14%	14%	0	0	2	2	3
21	深圳	-8%	-4%	18%	-5%	-26%	-16%	17%	0	0	2	2	3
22	温州	9%	27%	14%	-18%	-5%	-1%	-27%	1	0	0	1	4
23	大连	0%	12%	-35%	-12%	35%	10%	-28%	0	1	0	1	2
24	武汉	-2%	26%	5%	-27%	-6%	-6%	-5%	0	0	1	1	3
25	贵阳	-5%	15%	6%	-20%	-11%	-6%	-8%	0	0	1	1	3
26	西安	-7%	20%	15%	-28%	-22%	-12%	-17%	0	0	1	1	3
27	宁波	-9%	19%	22%	-28%	-30%	-16%	-13%	0	0	1	1	3
28	兰州	-15%	-41%	27%	27%	-41%	-6%	9%	-1	0	2	1	3
29	杭州	-22%	-35%	-23%	13%	1%	-3%	-4%	-1	1	1	1	3
30	沈阳	-14%	9%	14%	-23%	-29%	-16%	-9%	-1	0	1	0	3
31	重庆	-14%	-12%	3%	-2%	-17%	-11%	-14%	-1	0	1	0	3
32	青岛	-19%	-12%	-9%	-7%	-10%	-12%	-12%	-1	0	1	0	3
33	广州	-21%	-8%	1%	-13%	-23%	4%	-15%	-1	0	1	0	2
34	福州	-20%	56%	14%	-75%	-33%	-18%	-34%	-1	0	0	-1	3
35	哈尔滨	-21%	20%	-8%	-41%	-13%	-11%	-32%	-1	0	0	-1	3
36	北海	-24%	32%	28%	-56%	-52%	-26%	-75%	-1	0	0	-1	3
37	太原	-25%	14%	22%	-39%	-47%	-41%	-22%	-1	0	0	-1	3
38	石家庄	-31%	76%	8%	-107%	-39%	-12%	-59%	-1	0	0	-1	3
39	西宁	-45%	10%	5%	-54%	-49%	-24%	-29%	-1	0	0	-1	3
40	海口	-68%	22%	-37%	-90%	-32%	-37%	-56%	-1	0	0	-1	3

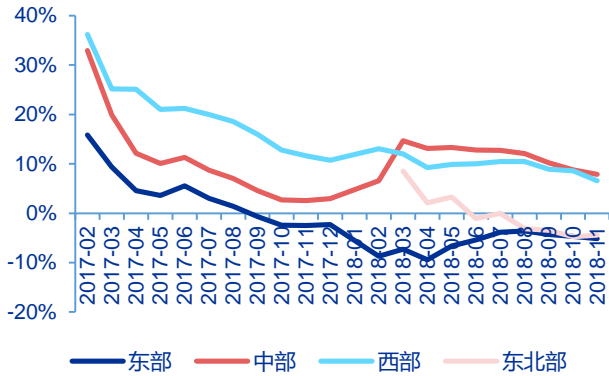
资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

2.2 从城市圈看发展潜力

按区域划分，中西部与东北部销售面积增速趋势下行，东部有望回升。2018年1-11月中西部的销售面积累计同比增速仍为正，但10、11月中、西部分别出现单月负增长的情

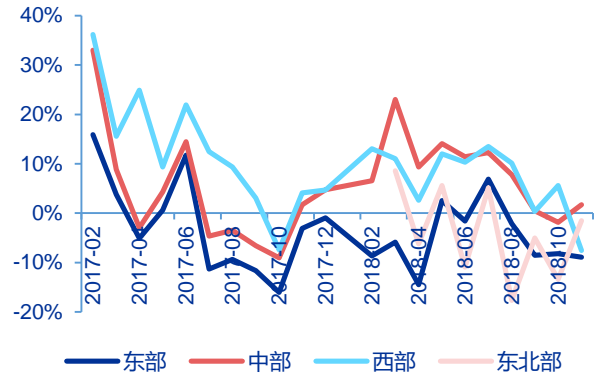
况,预计 2019 年中西部负增长的概率较高。而东部区域 2017 年下半年已进入销售增速为负的阶段,2018 年降幅收窄,2019-20 年销售增速有望超过中西部区域。

图 17 : 2018 年 1-11 月中西部的销售面积累计同比增速仍为正,东部区域 2017 年下半年进入销售增速为负的阶段,2018 年降幅收窄



资料来源: Wind, Creis, 申万宏源研究

图 18 : 2018 年 10、11 月中、西部分别出现单月负增长的情况,预计 2019 年中西部负增长的概率较高

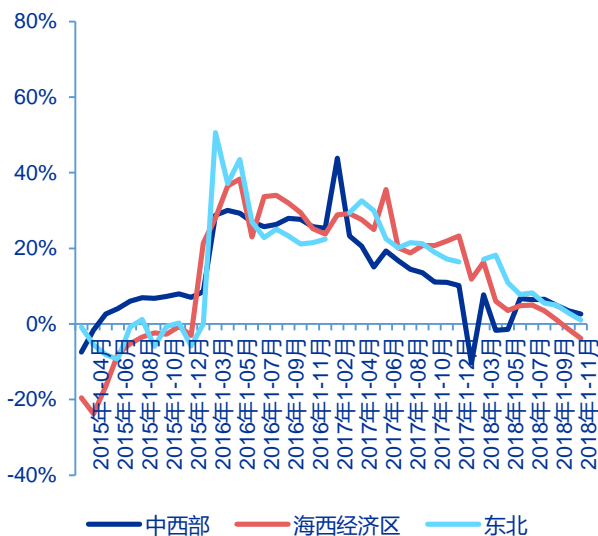


资料来源: Wind, Creis, 申万宏源研究

按城市圈分,我们选取了过去 5 年月度数据点不少于 50 个的城市(2014 年 2 月-2018 年 11 月应有 54 个数据点),总计样本城市共 76 个,根据中指划分的六大经济圈作比较:环渤海(8 个)、长三角(22 个)、珠三角(10 个)、中西部(27 个)、海西经济区(7 个)、东北(2 个)。

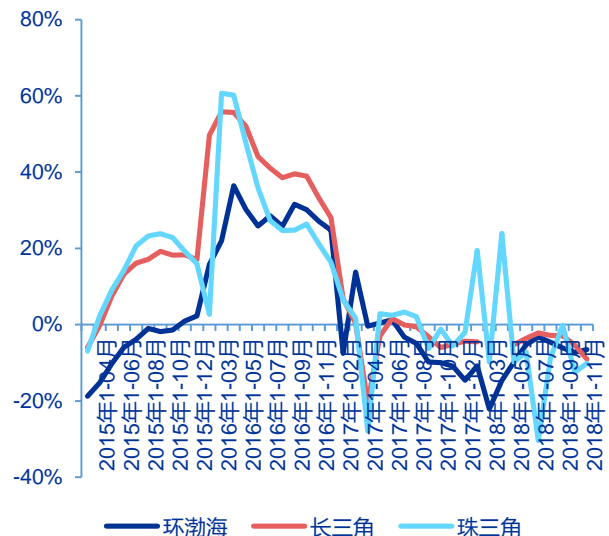
中西部、东北、海西经济区 2018 年 1-11 月月商品房销售面积增速较相对较高,分别为 2.6%/1.0%/-3.8%,但下滑趋势较为明显。环渤海、长三角、珠三角销售面积增速较低,分别为-6.5%/-9.1%/-10.2%,2017 年起销售规模已处于负增长阶段,我们认为 2019-20 年若因城施策适度调整楼市政策,则楼市回暖的空间相对较大。

图 19 : 中西部、东北、海西经济区销售面积增速较相对较高,但下滑趋势较为明显



资料来源: Wind, Creis, 申万宏源研究

图 20 : 环渤海、长三角、珠三角销售面积增速较低,楼市回暖的空间相对较大



资料来源: Wind, Creis, 申万宏源研究

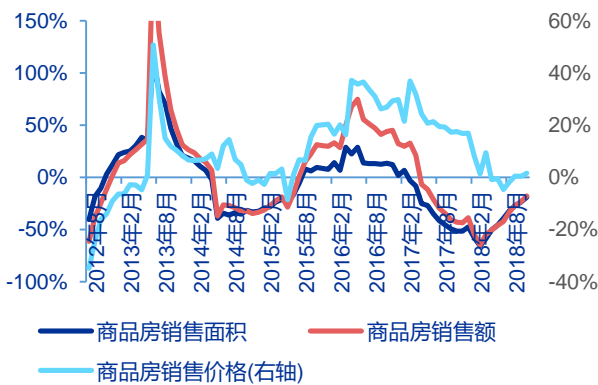
3. 重点城市基本面深挖

3.1 北京成交量回暖，供给端放量去化率下行

北京 2018 年 7 月起新房市场商品房成交放量。2018 年 1-11 月北京商品房销售面积增速-19%，9-11 月同比增速为 30%；1-11 月销售额增速-18%，9-11 月销售额同比增速为 40%。2018 年 12 月北京商品住宅去化周期为 16.9 个月，处于相对高位，主要受 2017 年以来调控力度较严影响所致。

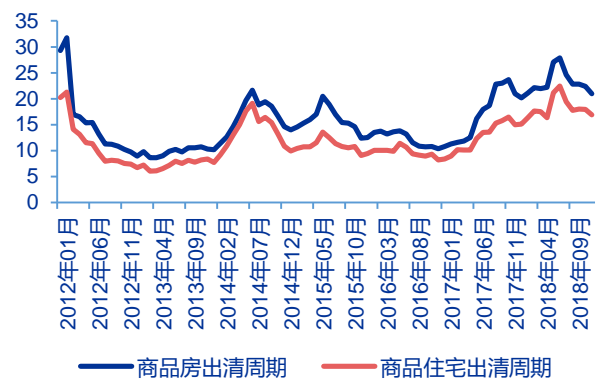
供给端预售证发放提速，是销量高增的主要原因，同时导致去化率大幅下滑，价格面临一定下行压力。2017 年 1 月-2018 年 6 月北京月均推盘 90 万方，2018 年 7 月-12 月月均推盘量上升至 213 万方。另一方面，受供给端放量影响，当月销售/批准上市面积比值从 118%降至 42%，销售价格同比增速由 2017 年双位数降至 0%附近。

图 21：2018 年 1-11 月北京商品房销售面积增速 -19%，9-11 月同比增速为 30%



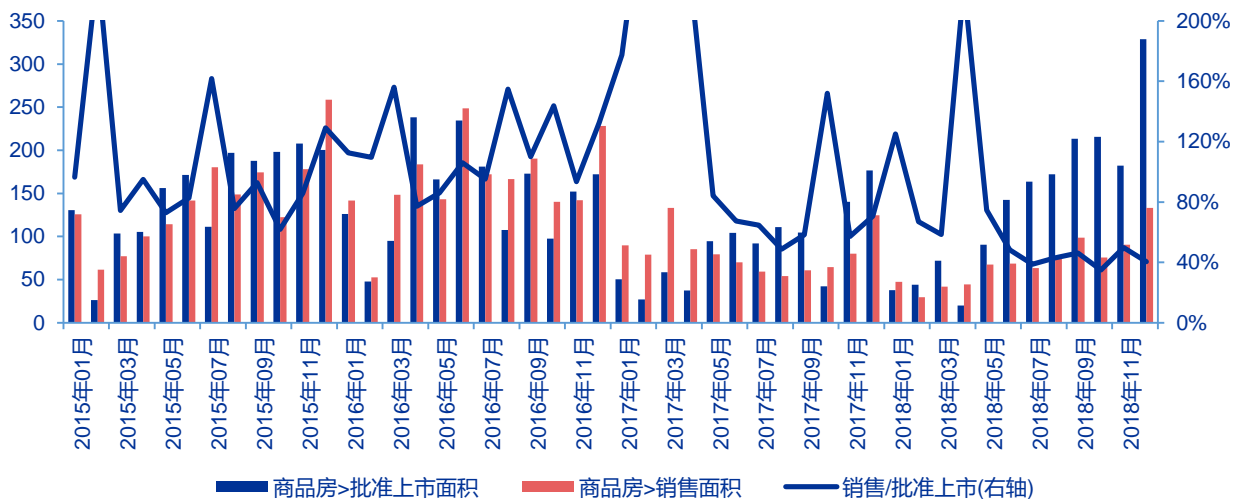
资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

图 22：2018 年 12 月北京商品住宅去化周期为 16.9 个月，处于相对高位



资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

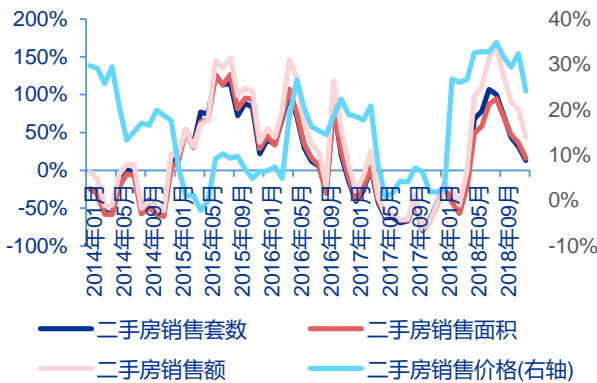
图 23：2017 年 1 月-2018 年 6 月北京月均推盘 90 万方，2018 年 7 月-12 月月均推盘量上升至 213 万方



资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

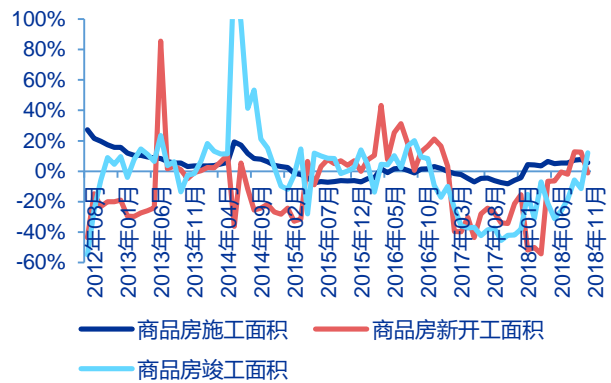
北京二手房市场交易 2018 年年中开始回暖，在严格的政策调控下需求端依然有较强支撑。2017 年 1 月-2018 年 4 月二手房销售套数平均同比增速为-45%，5-9 月二手房销售套数同比增速为 85%，四季度随着新盘供给增加二手房成交量增速逐步回落至 13%。2017 年销售价格增速 2%，2018 年 1-12 月销售价格平均增速提升至 27.7%。

图 24：北京二手房市场交易 2018 年年中开始回暖



资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

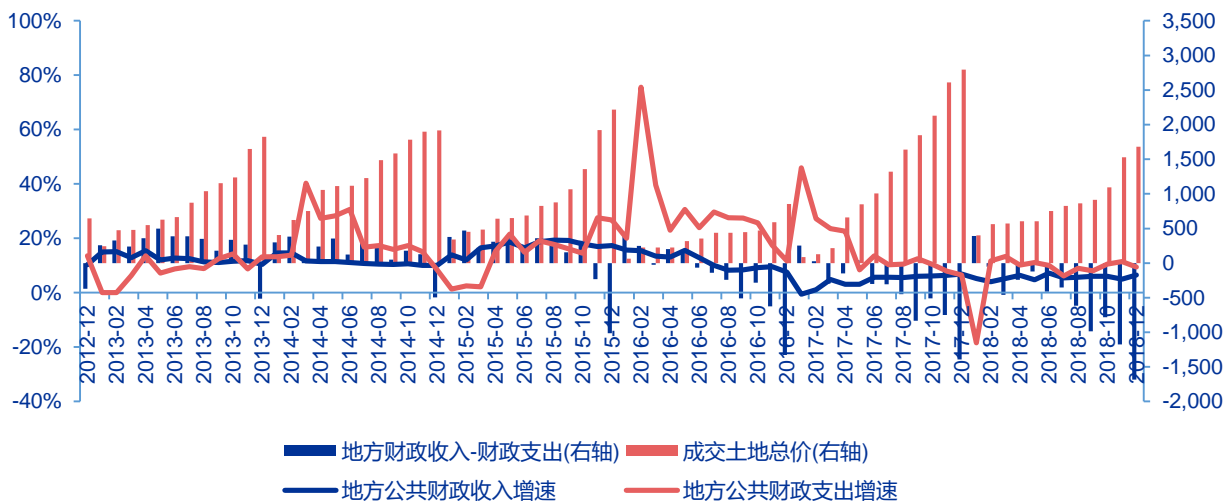
图 25：2018 年 5 月商品房新开工面积增速大幅回升



资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

2018 年北京地方财政赤字 1682 亿元，成交土地价款 1683 亿元，成交土地价款/财政赤字比值为 1.0 倍，财政压力较大。2013、14、15、17 年该比值为 2~4 倍，2016 年为 0.6 倍。

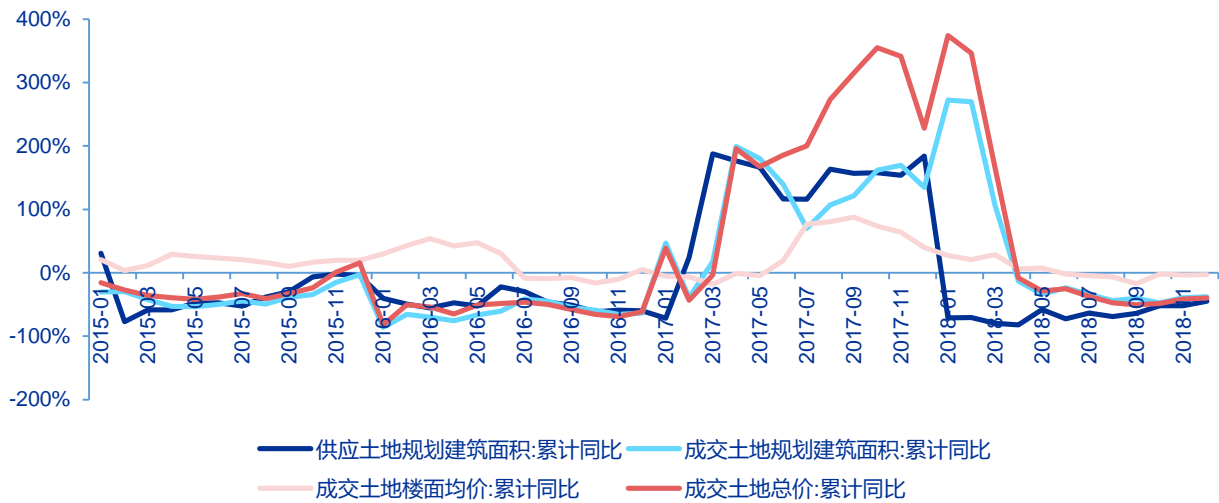
图 26：2018 年北京地方财政赤字 1682 亿元，成交土地价款 1683 亿元，成交土地价款/财政赤字比值为 1.0 倍，财政压力较大



资料来源：wind，Creis，申万宏源研究

2018 年北京土地成交大幅下滑。2017 年 1-12 月，北京土地成交价款同比增速平均为 228%，2018 年 4 月开始由正转负，2018 年 1-12 月同比增速降至-39.8%。

图 27 : 2018 年北京土地成交大幅下滑, 1-12 月成交价款同比增速降至-39.8%



资料来源：wind，Creis，申万宏源研究

从城市基本面来看，我们看到北京市场需求端较为坚韧，二手房价格回暖，政策端新房预售证发放放松，一手房成交放量，土地市场的缩量与财政紧张有助于政策端持续改善。我们认为 2019 年北京楼市有望新房成交量保持高增，价格止跌企稳。因此看好布局北京市场的房企实现高销售额，存在结构性增长的机会，建议关注：首开股份，金融街，北京城建，首创置业。

表 4 : 北京 2016-2018 年销售排行榜，首开股份、万科位居前三

2016		2017		2018 年 1-5 月				
排名	企业名称	销售金额(亿元)	排名	企业名称	销售金额(亿元)	排名	企业名称	权益销售金额(亿元)
1	首开股份	356.53	1	首开股份	258.72	1	中海外	170.08
2	万科	256.15	2	泰禾集团	238.00	2	万科	135.82
3	远洋集团	217.77	3	万科	221.90	3	首开股份	134.54
4	首创置业	191.56	4	华润置地	179.75	4	北京城建	125.96
5	北京和裕	178.08	5	首创置业	120.05	5	中国金茂	91.78
6	融创中国	176.98	6	北京城建	90.03	6	泰禾集团	85.48
7			7	招商蛇口	89.18	7	北京金隅	84.42
8	金融街	156.85	8	九龙仓集团	84.75	8	华润置地	78.77
9	中国恒大	146.53	9	融创中国	83.97	9	首创置业	78.45
10	东亚新华	137.68	10	北科建集团	74.13	10	金融街控股	64.06

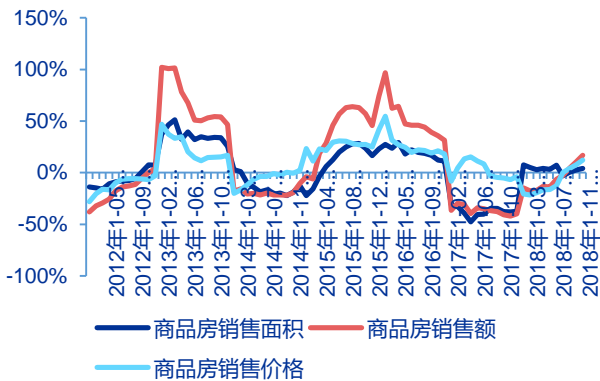
资料来源：Creis，克尔瑞，申万宏源研究

3.2 上海成交量上升，价格下行压力较小

上海 2018 年下半年新房市场商品房成交放量。2018 年 1-11 月上海商品房销售面积增速 4%，9-11 月同比增速为 26%；1-11 月销售额增速 17%，9-11 月销售额同比增速为 86%。2018 年 12 月上海商品房去化周期为 15.6 个月（包含商品住宅、商办等），绝对值处于全国较低区间，对上海自身而言处于相对高位。

类似北京，供给端预售证发放提速，是销量高增的主要原因，但去化率仍然维持较高水平，新房价格下行压力较小。2017 年 1 月-2018 年 6 月上海月均推盘 129 万方，2018 年 7 月-12 月月均推盘量上升至 252 万方。另一方面，受供给端放量影响，当月销售/批准上市面积比值从 126%降至 70%，销售价格同比增速由 2017 年-4%提升至 12%。

图 28：2018 年 1-11 月上海商品房销售面积增速 4%，9-11 月同比增速为 26%



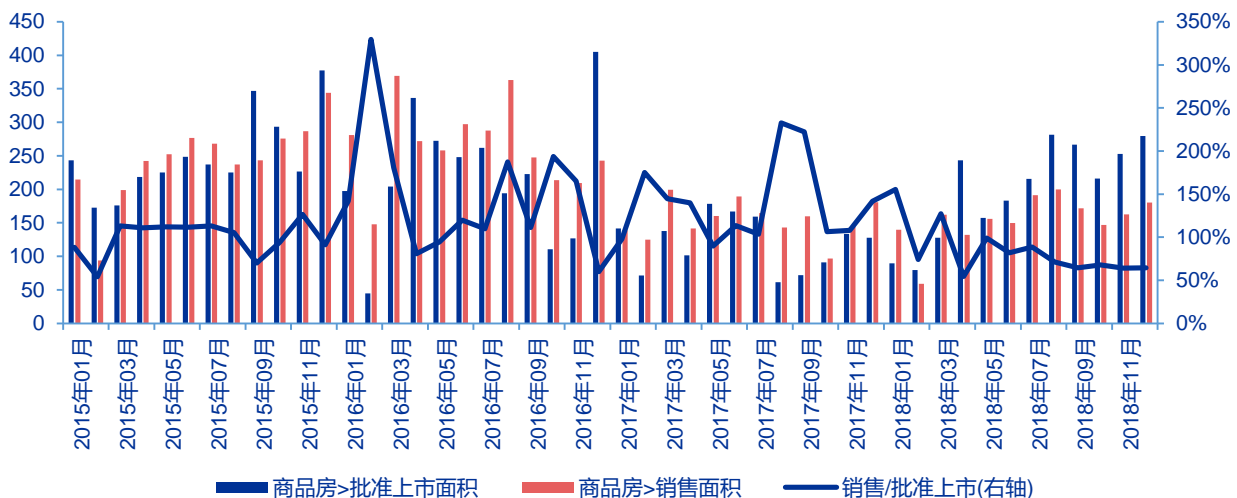
资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

图 29：2018 年 12 月上海商品房去化周期为 15.6 个月，绝对值处于全国较低区间，相对自身的高位



资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

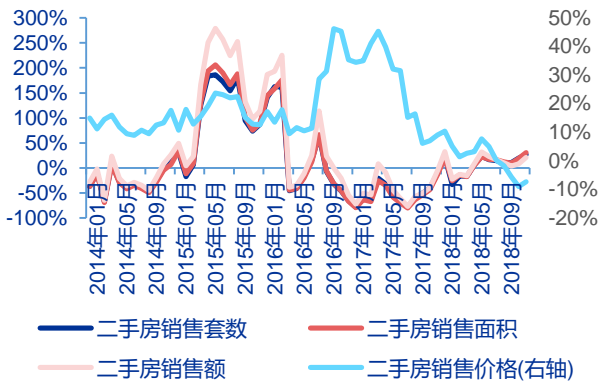
图 30：2017 年 1 月-2018 年 6 月上海月均推盘 129 万方，2018 年 7 月-12 月月均推盘量上升至 252 万方



资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

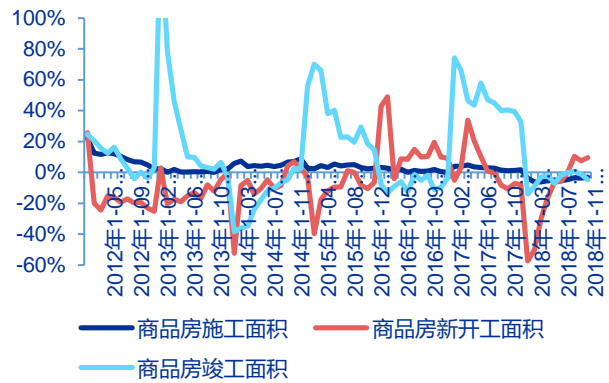
上海二手房市场交易 2018 年年中成交量开始活跃，但成交价格持续负增长。2017 年 1 月-2018 年 4 月二手房销售套数平均同比增速为-42%，5-12 月二手房销售套数同比增速为 16%，销售量呈回暖趋势。2017 年二手房销售价格增速 9%，2018 年 1-12 月销售价格平均增速下滑至-7%。

图 31：上海 2018 年年中起二手房成交量开始活跃，但成交价格持续负增长



资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

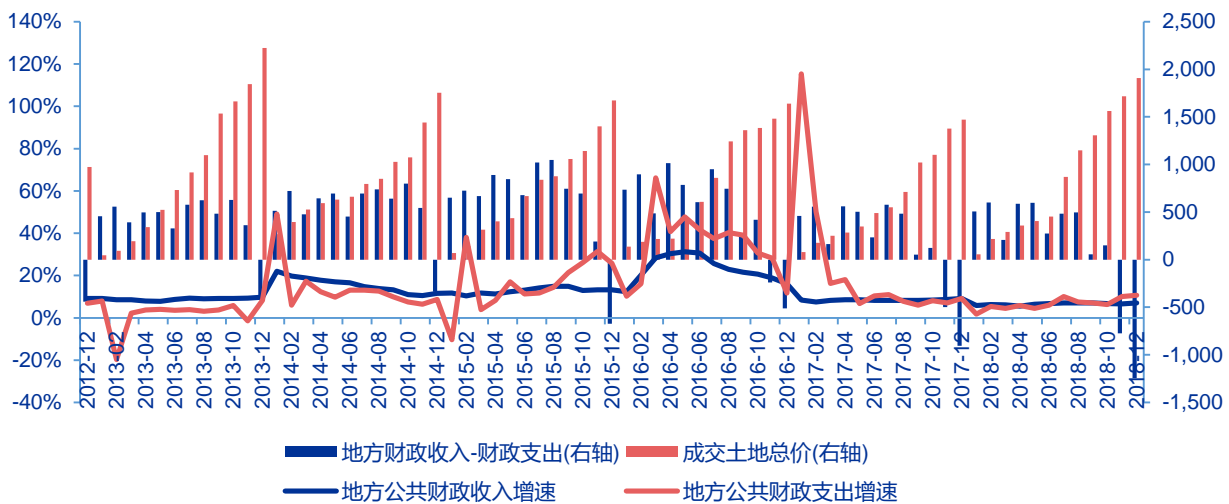
图 32：上海 2018 年 5 月商品房新开工面积增速大幅回升



资料来源：Wind，Creis，申万宏源研究

2018 年上海地方财政赤字 1243 亿元，成交土地价款 1909 亿元，成交土地价款/财政赤字比值为 1.5 倍，处于历史低位。2008、17 年该比值为 1.7、1.6 倍，2009-16 年为 2~5 倍。

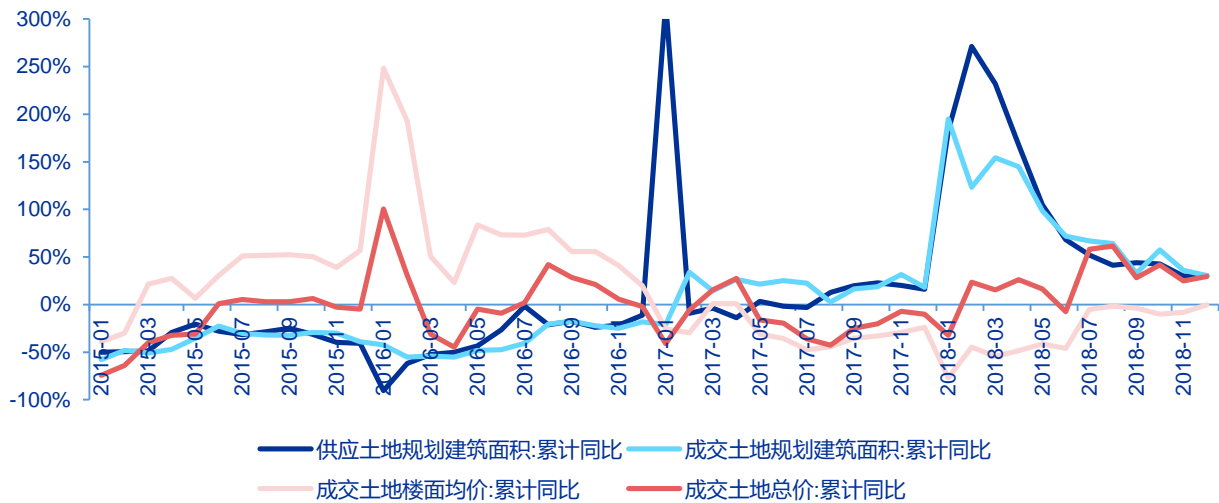
图 33：2018 年上海地方财政赤字 1243 亿元，成交土地价款 1909 亿元，成交土地价款/财政赤字比值为 1.5 倍，处于历史低位



资料来源：Creis，wind，Creis，申万宏源研究

2017 年上海土地成交较高负增长为-10.2%，2018 年由负转正至 29.7%。成交结构上，2018 年下半年土地成交面积同比增速下行，楼面价逐步缩小降幅。

图 34 : 2017 年上海土地成交较高负增长为-10.2%，2018 年由负转正至 29.7%



资料来源：wind，Creis，申万宏源研究

从城市基本面来看，我们看到上海市场 2018 年二手房成交量先于新房成交量回升，在限购限贷等政策不变的情况下，需求端依然呈现回暖迹象，城市的购买力较强。政策端新房预售证发放放松，同时限价幅度略有放松，一手房量价具有改善。地方财政上，土地成交价/财政收入处于上海历史低位，不过土地成交价增速款由负转正逐步上行、财政压力相对北京较小。综上，我们看好上海基于自身城市需求实现 2019 年的市场正增长，布局上海市场的房企值得关注。与北京不同的是，销售榜中未出现土储集中在上海本地的房企，万科常年保持销售前三，为全国化布局的龙头房企。

表 5 : 上海 2016-2018 年销售排行榜，万科位居前三

2016			2017			2018 年		
排名	企业名称	销售金额(亿元)	排名	企业名称	销售金额(亿元)	排名	企业名称	权益销售金额(亿元)
1			1			1		
2	万科	313.21	2	万科	199.18	2	融创中国	131.25
3	上海地产集团	253.06	3	金地集团	173.63	3	万科	128.25
4	旭辉集团	180.39	4	仁恒置地	119.14	4	陆家嘴	123.02
5	融创中国	170.20	5	保利地产	108.86	5	大华集团	105.28
6	长实集团	153.96	6	上海地产集团	80.86	6	金地集团	85.88
7	保利地产	147.27	7	中海地产	79.18	7	宝华集团	81.77
8	仁恒置地	133.11	8	大华集团	79.13	8	瑞安房地产	79.14
9	金地集团	132.93	9	华润置地	76.47	9	华润置地	69.27
10	瑞安房地产	131.78	10	招商蛇口	70.28	10	中华企业	68.50

资料来源：Creis，克尔瑞，申万宏源研究

4. 附表

附表 1：重点公司估值表

公司代码	公司简称	收盘价	EPS		市盈率 PE		归母净利润 (百万)		归母净利润增速		评级
		2月11日	2017A	2018E	2017A	2018E	2017A	2018E	2017A	2018E	
001979.SZ	招商蛇口	19.31	1.55	1.86	12.5	10.4	12,220	14,664	28%	20%	增持
600048.SH	保利地产	12.86	1.26	1.58	10.2	8.1	15,684	18,821	26%	20%	增持
000002.SZ	万科 A	27.67	2.54	3.02	10.9	9.1	28,052	33,382	33%	19%	增持
600383.SH	金地集团	10.97	1.6	1.93	6.9	5.7	7,561	8,695	20%	15%	增持
600823.SH	世茂股份	4.00	0.61	0.62	6.6	6.4	2,225	2,336	5%	5%	增持
000656.SZ	金科股份	5.99	0.32	0.49	18.7	12.3	1,535	2,610	10%	70%	增持
600340.SH	华夏幸福	28.33	2.83	3.80	10.0	7.5	8,781	11,415	35%	30%	增持
000671.SZ	阳光城	5.80	0.44	0.78	13.2	7.4	2,091	3,157	70%	51%	增持
002146.SZ	荣盛发展	9.18	1.16	1.76	7.9	5.2	5,766	7,669	39%	33%	增持
002285.SZ	世联行	4.95	0.48	0.24	10.3	20.5	988	494	32%	-50%	增持
002244.SZ	滨江集团	3.88	0.55	0.44	7.1	8.8	1,711	1,369	22%	-20%	增持
601155.SH	新城控股	30.67	2.67	4.43	11.5	6.9	6,029	10,008	100%	66%	增持

资料来源：wind，申万宏源研究

2018 年重点行业报告：

- 2018.11 《因城施策调整，政策改善可期——2019 年房地产行业投资策略》
- 2018.10 《多角度探讨房地产税方案与影响——房地产长周期专题报告之五》
- 2018.9 《地产板块高业绩增速，整体拿地力度逐步减弱——2018H1 房地产行业综述》
- 2018.8 《一线租赁供给端是核心矛盾、哪些城市房产税压力可能转嫁——以住宅结构为锚拆解房产税影响》
- 2018.7 《城市发展及融资角度看集中度提升——2018 年下半年房地产行业投资策略》
- 2018.5 《龙头房企业绩可持续性高增长，融资优势助力加杠杆扩张——2017 年与 2018Q1 房地产行业综述》
- 2018.3 《双轨制下的地产投资新逻辑——租赁市场建设和棚户区改造双轨并行》
- 2018.3 《资产证券化注入长效机制新活力——房地产长周期专题报告之四》
- 2018.1 《详解房地产资金来源与开发投资额预测方法论——房地产长周期专题报告之三》
- 2018.1 《租售并举重塑供给新十年格局——房地产长周期专题报告之二》
- 2018.1 《阶梯型城镇化、租售并举强化城市金字塔效应——房地产长周期专题报告之一》
- 2017.11 《房地产长效机制将促进人口集聚——2018 年房地产行业投资策略》

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。