

房地产行业 2015 业绩综述

推荐 (首次)

在业绩分化中寻找确定性

2016 年 04 月 18 日

投资要点

- **房地产公司 2015 年业绩基本符合预期:** 房地产公司 2015 年业绩相继出来, 整体符合预期。由于 2015 年结算的项目是 2013-2014 期间获取的土地项目和销售, 因此反映出当时销售均价偏低, 而土地成本较高, 毛利率、净利率下行。2015 年由于国内放开房地产公司的发债限制, 大部分内房股都在国内发行公司债或私募债, 大大降低了融资成本。净负债率方面, 各公司表现不一。派息除个别公司以外基本保持稳定, 派息比例维持在核心净利润的 20-30%, 股息收益率在 2-9% 不等。
- **销售迎来“小阳春”, 行业全面回暖:** 2016 年 1-3 月份, 商品房销售面积 2.43 亿平米, 同比增长 33.1%, 增速比 1-2 月份提高 4.9 个百分点; 商品房销售额为 1.85 万亿元, 同比增长 54.1%, 增速比 1-2 月份提高 10.5 个百分点。3 月份单月商品房销售额为 1.85 万亿元, 销售面积为 2.4 亿平米, 达到历史同期最高。在火爆销售的带动下, 房地产开发投资得到恢复, 2016 年 1-3 月份, 全国房地产开发投资 1.77 万亿元, 同比名义增长 6.2%, 增速比 1-2 月份提高 3.2 个百分点。
- **投资建议:** 整体来说, 房地产行业的发展进入分化, 大型公司具备品牌、资金、规模等优势, 市场份额不断扩大, 但行业平均利润率下行, 预计未来行业的整合将更多, 地产公司会探索其他转型的方向。在本轮“去库存”背景下, 布局核心一、二线城市的房地产公司将受益, 选择的投资标的包括 1) 行业龙头, 市场份额将不断扩大, 中国海外 (688.HK)、华润置地 (1109.HK); 2) 土地储备位于核心一、二线城市, 如深圳控股 (604.HK)、融创中国 (1918.HK) 以及旭辉控股 (884.HK); 3) 地产公司转型标的, 如彩生活 (1778.HK)、绿地香港 (337.HK)。
- **风险提示:** 中国宏观经济增速放缓; 销售不达预期; 人民币贬值

相关报告

海外房地产研究

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

联系人: 宋健
songjian@xyzq.com.cn

目 录

1、业绩基本符合预期.....	- 4 -
1.1 基本财务数据总结.....	- 4 -
1.2 利润率下行.....	- 5 -
1.3 融资成本下行，国内发债火爆.....	- 6 -
1.4 评级机构评级.....	- 8 -
1.5 行业估值.....	- 8 -
2、商品房销售全面回暖.....	- 9 -
2.1 全国商品房销售数据.....	- 9 -
2.2 主要房地产公司年销售状况.....	- 10 -
2.3 房价出现分化.....	- 12 -
3、“去库存”政策导向清晰.....	- 13 -
3.1 “去库存”的国家战略.....	- 13 -
3.2 因城施策显示政策灵活性.....	- 14 -
3.3 城镇化的发展空间.....	- 14 -
4、建议关注标的.....	- 15 -
4.1 融创中国（1918.HK）.....	- 15 -
4.2 旭辉控股（0884.HK）.....	- 16 -
4.3 深圳控股（0604.HK）.....	- 17 -
4.4 深圳国际（0152.HK）.....	- 18 -
4.5 绿地香港（0337.HK）.....	- 19 -
4.6 彩生活（1778.HK）.....	- 20 -
5、风险提示.....	- 21 -

图 表

图 1、主要房企 2014-2015 毛利率.....	- 5 -
图 2、主要房企 2014-2015 核心净利率.....	- 5 -
图 3、行业毛利率 2011-2015 年走势.....	- 5 -
图 4、2011-2015 年 ROE 和 ROA 走势.....	- 5 -
图 5、主要房企派息率.....	- 5 -
图 6、主要房企净负债率.....	- 5 -
图 7、商品房销售金额及同比增速.....	- 9 -
图 8、商品房销售面积及同比增速.....	- 9 -
图 9、商品房销售金额和面积同比增速.....	- 9 -
图 10、2012-2016 年 1-3 月份销售情况.....	- 9 -
图 11、商品房待售面积.....	- 10 -
图 12、新开工面积同比增速.....	- 10 -
图 13、房地产开发投资.....	- 10 -
图 14、房地产行业集中度.....	- 12 -
图 15、70 大中城市新建住宅价格指数.....	- 12 -
图 16、百城住宅价格涨跌个数.....	- 12 -
图 17、涨幅前十的城市.....	- 13 -
图 18、跌幅前十的城市.....	- 13 -
图 19、房地产行业集中度.....	- 14 -
图 20、合约销售金额.....	- 15 -

图 21、合约销售面积及均价	- 15 -
图 22、合约销售金额	- 16 -
图 23、合约销售面积及均价	- 16 -
表 1、主要上市房企 2015 年业绩	- 4 -
表 2、主要上市房企平均融资成本	- 6 -
表 3、国内发行公司债	- 6 -
表 4、负债总额及结构	- 7 -
表 5、国际评级机构对香港上市房企的评级	- 8 -
表 6、主要上市房企估值	- 8 -
表 7、主要上市房企 2015 年销售状况	- 10 -
表 8、主要上市房企 2016 年 1-3 月份销售状况	- 11 -
表 9、国家出台的房地产政策	- 13 -
表 10、行业新政	- 14 -

报告正文

1、业绩基本符合预期

1.1 基本财务数据总结

房地产公司 2015 年业绩相继出来，整体符合预期。由于 2015 年结算的项目是 2013-2014 期间获取的土地项目和销售，因此反映出当时销售均价偏低，而土地成本较高，毛利率、净利率下行。2015 年由于国内放开房地产公司的发债限制，大部分内房股都在国内发行公司债或私募债，大大降低了融资成本。净负债率方面，各公司表现不一。派息除个别公司以外基本保持稳定，派息比例维持在核心净利润的 20-30%，股息收益率在 2-9% 不等。整体来说，房地产行业的发展进入分化，大型公司具备品牌、资金、规模等优势，市场份额不断扩大，但行业平均利润率下行，预计未来行业的整合将更多，更多的地产公司会探索转型的方向。

表 1、主要上市房企 2015 年业绩

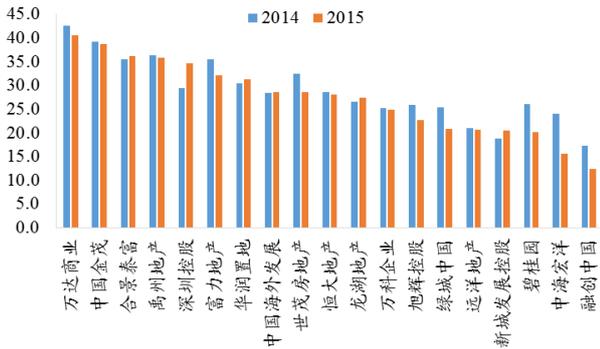
公司名称	营业收入	增速(%)	毛利	增速(%)	核心净利润	增速(%)
新城发展控股	207.3	15	38.9	25	7.2	2.3
合景泰富	104.6	-20.3	37.2	-19.1	26	0.7
旭辉控股	161.8	12.7	41.8	-1	22.1	14
中国海外发展	1385.1	6.9	393.2	7.6	290.2	31.9
万达商业	1079.1	15.1	459.1	9.7	170.2	14.8
华润置地	896.7	15.3	273.5	18.1	142.1	19.2
恒大地产	1114.1	19.5	317.9	17.7	110	0
碧桂园	845.6	33.9	220.5	3.7	97.1	5.1
龙湖地产	509.9	-7	135.1	-3.7	69.5	5.1
世茂房地产	561.1	2.9	182.3	-9.8	62.1	-21.5
远洋地产	389.2	-20.8	81.7	-22.2	30.7	-14
富力地产	347.1	27.6	123.1	15.4	67.9	23.4
中国金茂	294.8	-25	115.6	-26	28.7	-20
深圳控股	138.2	33.3	40.7	56.5	21.6	32.9
融创中国	250.6	-8.2	43.4	-34.2	33.8	-9.5
绿城中国	320.4	-18.7	81.3	-33.3	10.3	-53.8
万科企业	1379.6	33.6	346.4	31.9	167.5	20.3
中海宏洋	139.8	18.8	33.6	-22.7	7.8	-34.6
禹州地产	78.4	32.4	28.4	30.4	16.2	58
平均		8.8		2.3		3.9

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

在我们关注的地产公司中，2015 年营业收入平均同比增长 8.8%，毛利平均同比增长 2.3%，核心净利润平均同比增长 3.9%。整个行业的利润下行，2015 年毛利率较高的几家公司为万达商业、中国金茂、合景泰富、禹州地产等，仍然能维持在 30% 以上，2015 年行业平均毛利率为 27.6%，比上年同期降低 3 个百分点。核心净利润方面（扣除投资物业公允价值变动等因素），行业平均增速为 3.9%，增速

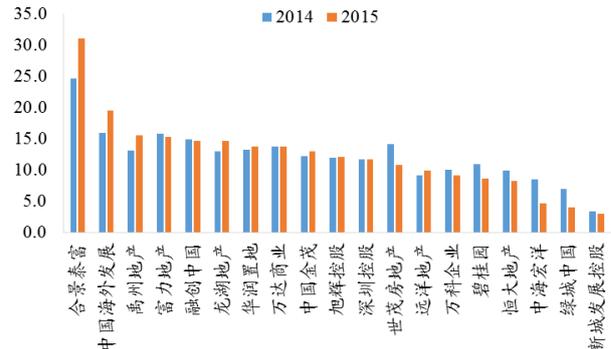
较快的企业有中国海外、深圳控股和富力地产等。

图 1、主要房企 2014-2015 毛利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 2、主要房企 2014-2015 核心净利率

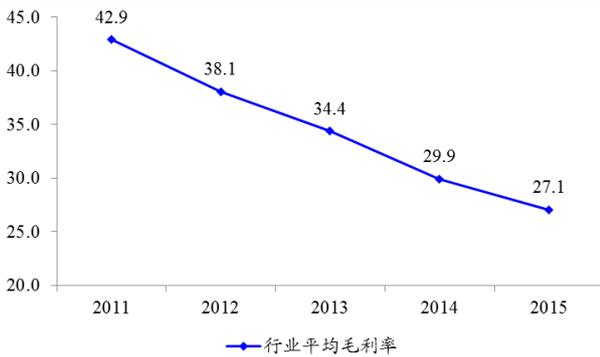


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

1.2 利润率下行

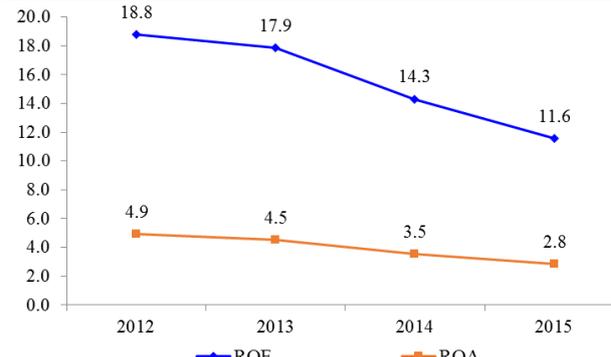
整个行业的毛利率下行，2015 年行业平均毛利率为 27.1%，比上年同期下降 2.8 个百分点。2015 年的行业 ROA 和 ROE 分别为 2.8% 和 11.6%，分别比同期下降 0.7 和 2.9 个百分点。

图 3、行业毛利率 2011-2015 年走势



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

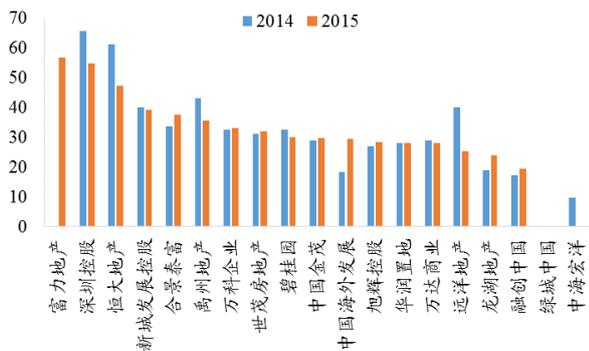
图 4、2011-2015 年 ROE 和 ROA 走势



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

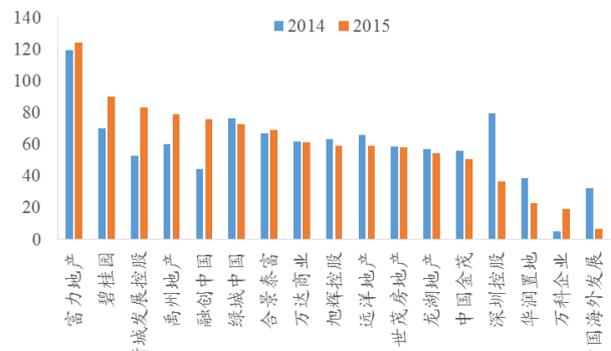
主要房企在 2015 年的平均派息率为核心净利润的 30%，比上年提升 1 个百分点。其中，富力地产恢复派息，并补派去年没有派的股息，绿城中国继续不派息，另外派息率较高的有深圳控股、恒大地产等。净负债率方面，2015 年主要房企平均净负债率为 60%，比 2014 年提升 1 个百分点。

图 5、主要房企派息率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 6、主要房企净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

1.3 融资成本下行，国内发债火爆

由于国内放开地产公司发债，大部分地产公司都回到国内发行公募债或私募债，大大降低了房企的平均融资成本，行业的平均融资成本由2014年的7.2%降至2015年的6.6%，国内发债带来的融资成本下降将在2016年进一步体现。

表 2、主要上市房企平均融资成本

公司	2014 (%)	2015 (%)	变化
恒大地产	10	9.59	-0.41
旭辉控股	9.2	7.2	-2
融创中国	9	7.6	-1.4
禹州地产	8.49	7	-1.49
碧桂园	8.2	7.16	-1.04
富力地产	8.1	7.83	-0.27
万达商业	7.9	6.7	-1.2
新城发展控股	7.6	7.2	-0.4
世茂房地产	7.4	6	-1.4
绿城中国	7.3	7.3	0
远洋地产	7.08	6.25	-0.83
合景泰富	6.9	7.4	0.5
龙湖地产	6.6	5.74	-0.86
深圳控股	5.5	4.6	-0.9
中国金茂	5.4	5.35	-0.05
华润置地	3.8	4.63	0.83
中国海外发展	3.7	4.2	0.5
平均	7.2	6.6	-0.6

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

据不完全统计，主要房企在国内累计发行公募债/私募债超过 1000 亿元，成本较海外发债降低 2-6 个百分点不等，对海外发债成本较高的公司改善明显，比如恒大地产，在海外发债利率达到 12%，而在国内仅 5-6%。

表 3、国内发行公司债

公司	发行日	规模(亿元)	期限(年)	票面利率(%)	海外发债利率(%)
恒大地产	2015-7-7	68	4	5.30	12
		82	7	6.98	
	2015-6-17	50	5	5.38	
龙湖地产	2015-7-7	20	5	4.60	6.75
		20	5	3.93	
	2015-7-28	20	7	4.20	
		20	7	4.08	
富力地产	2015-11-2	20	7	4.08	8.5
	2015-7-15	65	5	4.95	
碧桂园	2015-7-31	30	3	4.20	7.5
	2015-8-11	30	3	4.20	
	2015-12-29	10	5	4.99	

		25	5	4.50	
融创中国	2015-8-14	25	5	5.70	8.75
	2015-9-1	10	5	4.48	
		20	5	3.78	
远洋地产	2015-8-21	15	7	4.15	4.45
		15	10	5.00	
绿城中国	2015-9-17	20	5	4.40	5.8
		20	7	5.16	
旭辉控股	2015-10-15	34.95	5	4.95	
	2015-11-12	5	5	5.96	7.75
新城发展控股	2015-11-4	30	5	4.50	10.25
花样年	2015-9-18	20	5	6.95	11.5
世茂房地产	2015-9-17	60	5	3.90%	
	2015-10-15	14	7	4.15%	7%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

由于受到人民币贬值的影响，前期地产公司在海外发行的美元债产生了汇兑损益，2015 年业绩也收到这部分影响。截止 2015 年底，上市公司平均海外负债占比为 37%，地产公司积极调整债务的币种占比，提升人民币负债。

表 4、负债总额及结构

公司	总负债	人民币负债占比	海外负债占比
中国海外发展	1155	21%	79%
中国金茂	490	47%	53%
世茂房地产	698	52%	48%
华润置地	762	53%	47%
远洋地产	519	54%	46%
融创中国	418	54%	46%
合景泰富	280	56%	44%
旭辉控股	240	56%	44%
深圳控股	214	60%	40%
禹州地产	201	62%	38%
新城发展控股	190	64%	36%
碧桂园	897	65%	35%
龙湖地产	523	71%	29%
万科企业	785	78%	22%
绿城中国	450	82%	18%
富力地产	824	84%	16%
恒大地产	2969	87%	13%
万达商业	1866	94%	6%
平均		63%	37%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

1.4 评级机构评级

国际评级机构穆迪、标普以及惠誉对香港上市房地产公司的评级如下表所示，由于国际评级机构对中国经济的发展及宏观环境持悲观态度，整体房地产公司的评级并不高，国企背景的房企的评级要比民企高，其中，中国海外、华润置地以及万科这类龙头房企获得的评级级别最高，由此他们的海外发债融资成本要远远低于行业平均水平。

表 5、国际评级机构对香港上市房企的评级

公司名称	穆迪	标普	惠誉
中国海外发展	Baa1	BBB+	A-
华润置地	Baa1	BBB+	BBB+
万科企业	Baa1	BBB+	BBB+
万达商业	Baa2	BBB	BBB
中海宏洋	Baa2	BBB-	BBB
远洋地产	Baa3	BBB-	BBB-
中国金茂	Baa3	BBB-	BBB-
碧桂园	Ba1	BB	BB+
龙湖地产	Ba1	BB+	BBB-
世茂房地产	Ba2	BB+	BBB-
新城发展控股	Ba3	BB-	BB-
合景泰富	Ba3	BB-	N/A
旭辉控股	Ba3	BB-	BB-
富力地产	Ba3	B+	BB
绿城中国	Ba3	BB	N/A
建业地产	Ba3	B+	N/A
融创中国	B1	B+	BB
禹州地产	B1	B+	BB-
恒大地产	B2	B-	BB-

资料来源：Bloomberg，兴业证券研究所

1.5 行业估值

截止 2016 年 4 月 15 日，主要上市房企的平均 PE 为 7.4.平均 PB 为 0.9，股价年内平均升幅为-12%，同期恒生指数升幅为-3%，行业跑输大盘。

表 6、主要上市房企估值

公司名称	股价	PE	PB	年内升幅	沪港通
中国海外	25.05	7.5	1.4	-8%	是
华润置地	19.88	8.7	1.4	-12%	是
中海宏洋	2.62	8.8	0.7	-20%	是
远洋地产	3.77	13.1	0.7	-24%	是
中国金茂	2.27	6.9	0.8	-37%	是
碧桂园	3.13	6.3	0.9	-2%	是
龙湖地产	11.44	6.3	1.0	-1%	是
世茂房地产	11.1	6.5	0.8	-19%	是
新城控股	1.11	6.2	0.8	-17%	否

合景泰富	5.29	4.2	0.6	-8%	是
旭辉控股	1.93	4.5	0.8	12%	否
绿城中国	6.12	17.1	0.6	-21%	是
建业地产	1.52	4.1	0.5	-6%	是
融创中国	5.31	5.2	0.9	-12%	是
禹州地产	2.15	3.9	0.7	2%	否
恒大地产	5.98	8.0	1.6	-12%	是
深圳控股	3.21	8.9	0.8	-12%	是
平均		7.4	0.9	-12%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

2、商品房销售全面回暖

2.1 全国商品房销售数据

2015 年全年商品房销售额和销售面积分别为 8.7 万亿和 12.8 万亿平米，分别同比增长 14.4% 和 6.5%，而 2014 年同期为分别下降 6.3% 和 7.6%。在信贷放松和“去库存”政策刺激下，商品房销售市场已经回暖。

图 7、商品房销售金额及同比增速

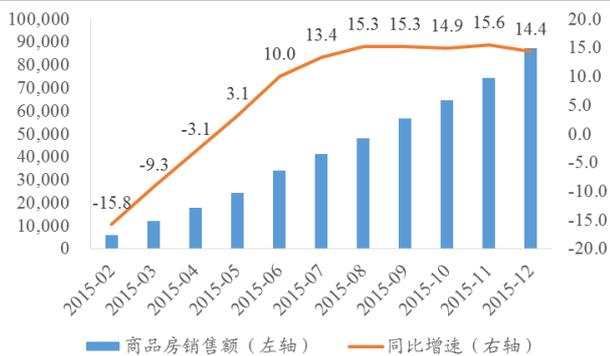
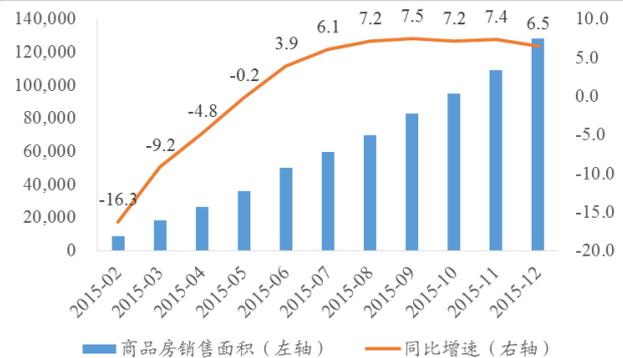


图 8、商品房销售面积及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券研究所

资料来源：Wind，兴业证券研究所

2016 年 1-3 月份，商品房销售面积 2.43 亿平米，同比增长 33.1%，增速比 1-2 月份提高 4.9 个百分点；商品房销售额为 1.85 万亿元，同比增长 54.1%，增速比 1-2 月份提高 10.5 个百分点。3 月份单月商品房销售额为 1.85 万亿元，销售面积为 2.4 亿平米，达到历史同期最高。

图 9、商品房销售金额和面积同比增速

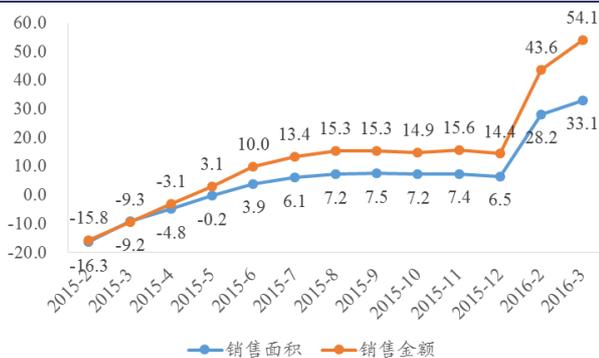
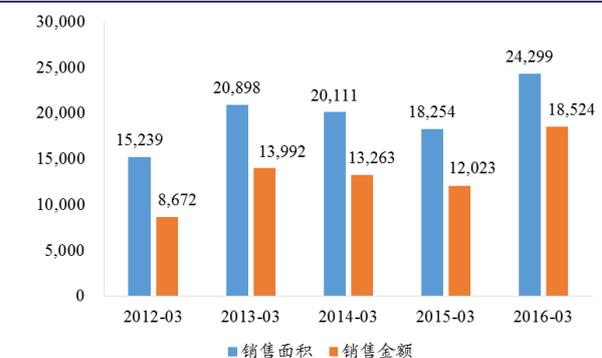


图 10、2012-2016 年 1-3 月份销售情况



资料来源：Wind，兴业证券研究所

资料来源：Wind，兴业证券研究所

在“去库存”政策的带动下，全国商品房待售面积首次出现下降，截止 2016 年 3 止，全国商品房待售面积为 7.35 亿平方米，比上月减少 415 万平方米，首次出现下降。房地产公司开始补库存，2016 年 1-3 月份，房屋新开工面积为 2.8 亿平方米，同比增长 19.2%，比上月增加 5.5 个百分点。

图 11、商品房待售面积

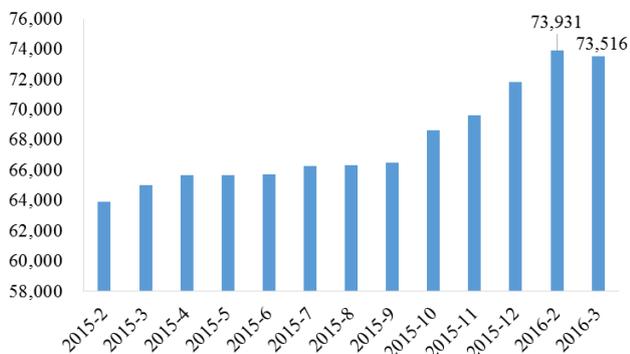
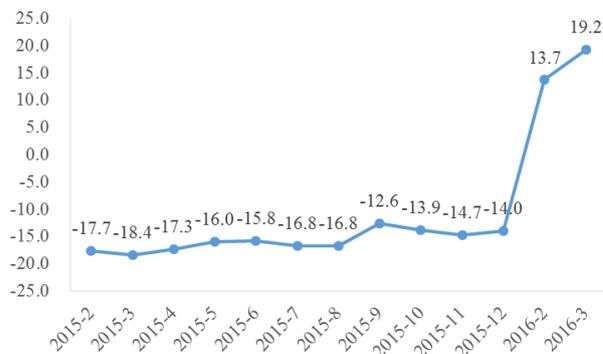


图 12、新开工面积同比增速

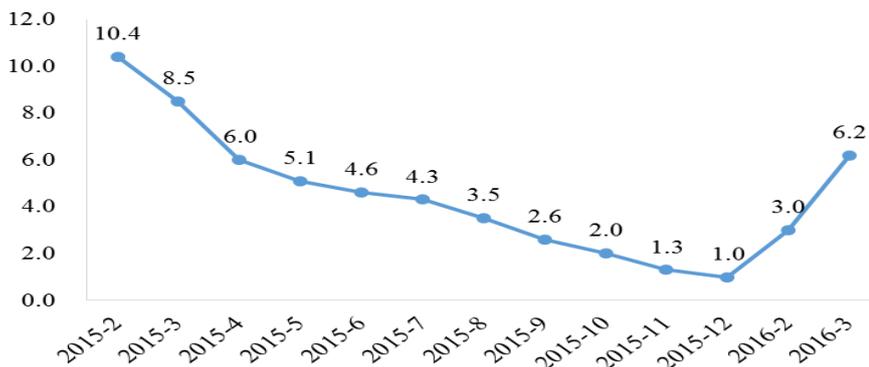


资料来源: Wind, 兴业证券研究所

资料来源: Wind, 兴业证券研究所

在火爆销售的带动下，房地产开发投资得到恢复，2016 年 1-3 月份，全国房地产开发投资 1.77 万亿元，同比名义增长 6.2% (扣除价格因素实际增长 9.1%)，增速比 1-2 月份提高 3.2 个百分点。

图 13、房地产开发投资



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

2.2 主要房地产公司年销售状况

2015 年主要房地产公司合约销售增速高于行业水平，平均增速达到 21.6%，显示市场份额进一步集中。从销售目标来看，平均完成目标率为 106%，基本完成销售目标。对于 2016 年的销售规划，上市公司都给出了 10-20% 的增长目标。

表 7、主要上市房企 2015 年销售状况

上市公司	合约销售 (亿元)	同比 (%)	销售面积 (万平方米)	均价 (元/平方米)	目标	完成度 (%)
深圳控股	160	116	95	16878	110	145
恒大地产	2013	53.1	2551	7892	2000	101
中国金茂	278	49.9	110	25273	248	112
旭辉控股	302	42.5	206	14694	250	121
新城发展控股	319	30	346	9220	280	114
中国海外发展	1806	28	1260	14333	1800	100

华润置地	852	23	680	12522	780	109
禹州地产	140	17	140	10000	135	104
龙湖地产	545	11.2	425	12824	540	101
碧桂园	1402	7	2153	6512	1350	104
融创中国	682	4	324	21049	660	103
万达商业	1641	2.5	1672	9815	1600	103
远洋地产	405	1	320	12656	420	96
富力地产	544	0	411	13236	600	91
合景泰富	202	-2	151	13375	225	90
世茂房地产	670	-5	554	12101	700	96
绿城中国	719	-9.45	390	18436	600	120
平均		21.6				106

资料来源: Wind, 兴业证券研究所

2016年3月份,房地产市场迎来小阳春,各地产公司的销售火爆,同比平均增速超过100%。2016年1-3月份,主要房地产公司合约销售平均增速86%,目标完成度平均达到24%。

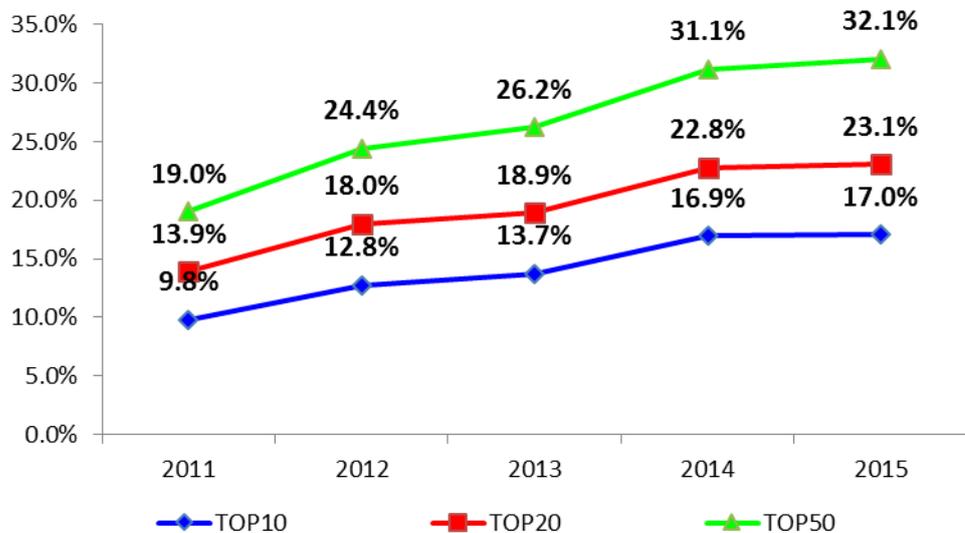
表 8、主要上市房企 2016 年 1-3 月份销售状况

公司名称	销售目标	完成度 (%)	销售额 (亿元)	同比增长 (%)	销售面积 (万平方米)	同比增长 (%)
绿城中国	600	35	208	65	97	49
越秀地产	258	34	87	123	87	140
恒大地产	2000	33	657	115	750	86
旭辉集团	365	30	111	199	62	113
新城发展	400	29	114	154	116	127
深圳控股	185	28	52	305	26	114
华润置地	960	28	265	73	198	57
雅居乐	460	27	124	64	128	65
碧桂园	1680	26	429	142	563	103
融创中国	800	25	203	86	93	113
合景泰富	220	24	53	39	40	31
富力地产	600	23	137	70	117	85
龙湖地产	620	22	135	85	94	34
中海地产	1850	21	393	20	258	14
世茂房地产	670	17	115	7	93	4
花样年控股	120	17	21	23	16	-32
远洋地产	450	15	68	19	47	4
中海宏洋	250	15	37	11	44	23
建业地产	180	9	16	40	27	26
平均		24		86		61

资料来源: Wind, 兴业证券研究所

行业集中度进一步提升,2015年TOP10、20和50房企合约销售额占市场份额分别占到17%、23.1%和32.1%,比上年分别增加0.1、0.3和1个百分点。

图 14、房地产行业集中度

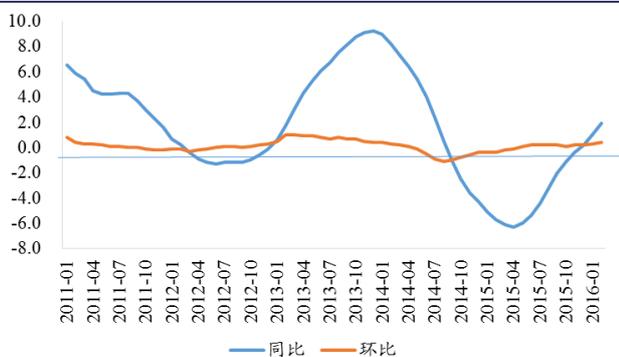


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

2.3 房价出现分化

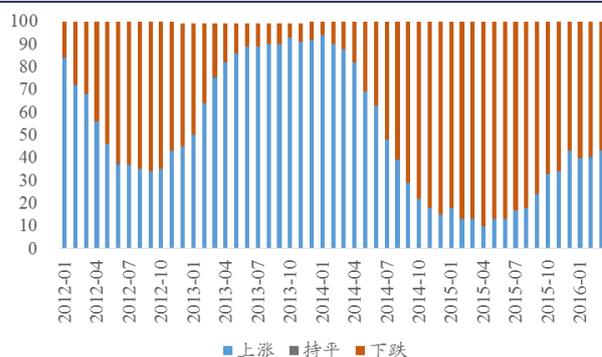
70 个大中城市新建住宅价格指数（该指标自 2011 年 1 月数据为 70 个大中城市新建住宅价格指数环比数据算术平均值。）

图 15、70 大中城市新建住宅价格指数



资料来源：Wind，兴业证券研究所

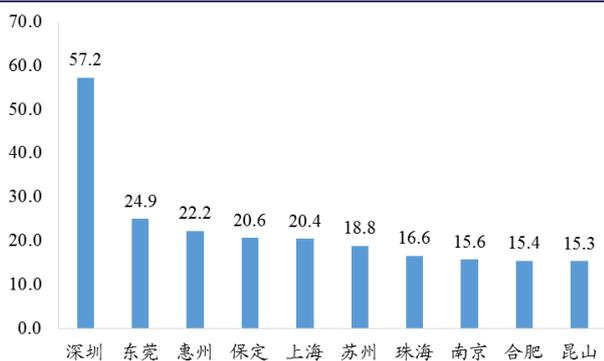
图 16、百城住宅价格涨跌个数



资料来源：Wind，兴业证券研究所

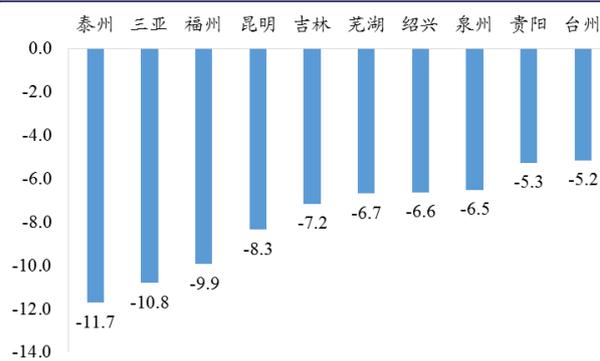
2016 年 3 月份，百城住宅价格指数中，同比上涨的城市有 43 个，同比下跌的城市有 57 个。房价涨跌出现巨大分化，涨幅前十的城市为深圳、东莞、惠州、保定、上海、苏州、珠海、南京、合肥和昆山；跌幅前十的城市分别为泰州、三亚、福州、昆明、吉林、芜湖、绍兴、泉州、贵阳和台州。

图 17、涨幅前十的城市



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

图 18、跌幅前十的城市



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

3、“去库存”政策导向清晰

3.1 “去库存”的国家战略

自 2014 年各地取消限购、限贷等政策, 2015 年, 房地产行业的政策更为宽松。在中央经济工作会议中更是把房地产“去库存”作为 2016 年的五大工作任务之一, 从国家层面确立了“去库存”为房地产行业的主旋律。从 2015 年以来, 对非一线城市, 分别从营业税、贷款比例、首付比例等方面做出了新的调整, 以此刺激房地产行业的发展。

表 9、国家出台的房地产政策

时间	政策	具体内容
2015-3-31	营业税	自 2015 年 3 月 31 日起, 个人将购买不足 2 年的住房对外销售的, 全额征收营业税; 个人将购买 2 年以上 (含 2 年) 的非普通住房对外销售的, 按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税; 个人将购买 2 年以上 (含 2 年) 的普通住房对外销售的, 免征营业税。
2015-3-31	贷款比例	对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房, 最低首付款比例调整为不低于 40%。使用住房公积金贷款购买首套普通自住房, 最低首付 20%; 拥有一套住房并已结清贷款的家庭, 再次申请住房公积金购房, 最低首付 30%。
2015-9-30	首付比例	央行和银监会联合发出通知, 在不实施“限购”措施的城市, 对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款, 最低首付款比例调整为不低于 25%。
2016-2-2	首付比例	在不实施“限购”措施的城市, 居民家庭首次购房的商业性个人住房贷款, 原则上最低首付比例为 25%, 各地可向下浮动 5 个百分点; 对于拥有 1 套住房且相应贷款为结清的居民家庭, 再次购买普通住房而申请商业性个人住房贷款的最低首付比例调整为不低于 30%。“限购”城市按原来规定执行。
2016-2-17	契税、营业税	1) 对个人购买家庭唯一住房, 面积为 90 平方米以下的, 减按 1% 的税率征收契税, 面积为 90 平方米以上的, 减按 1.5% 的税率征收契税; 2) 对个人购买家庭第二套改善性住房, 面积为 90 平方米以下的, 减按 1% 的税率征收契税, 面积为 90 平方米以上的, 减按 2% 的税率征收契税; 3) 个人将购买不足 2 年的住房对外销售的, 全额征收营业税; 个人将购买 2 年以上 (含 2 年) 的住房对外销售的, 免征营业税。

资料来源: Wind, 兴业证券研究所

3 月份的销售、房地产开发投资等数据也反应了行业受到政策刺激还是回暖，预计上半年行业增速可以持续。

3.2 因城施策显示政策灵活性

在宽松政策的带动下，个别城市的房地产市场出现过热的情况，特别是深圳、上海，房价快速上涨，还出现“首付贷”等加杠杆的情况。各城市也因此调整的行业政策，上海、深圳分别加大的限购政策的力度，

表 10、行业新政

时间	城市	新政
2016-3-25	上海	购房需连续缴社保由 2 年提高至 5 年；二套房非普通自住的首付比例由 4 成提升至 7 成。
2016-3-25	深圳	非深户购房需缴社保由 1 年提升至 3 年，户籍居民限购 2 套，二套房首付比例最低 4 成。
2016-3-25	南京	严格区分“首次购买普通住房”和“首套普通住房”，对于有购房贷款记录的借款人家庭，不得纳入“首次购买普通住房”支持对象。严格审查购房人首付款比例、首付资金来源等。
2016-3-25	武汉	职工家庭购买首套住房申请公积金贷款最高额度由 60 万元下调为 50 万元。

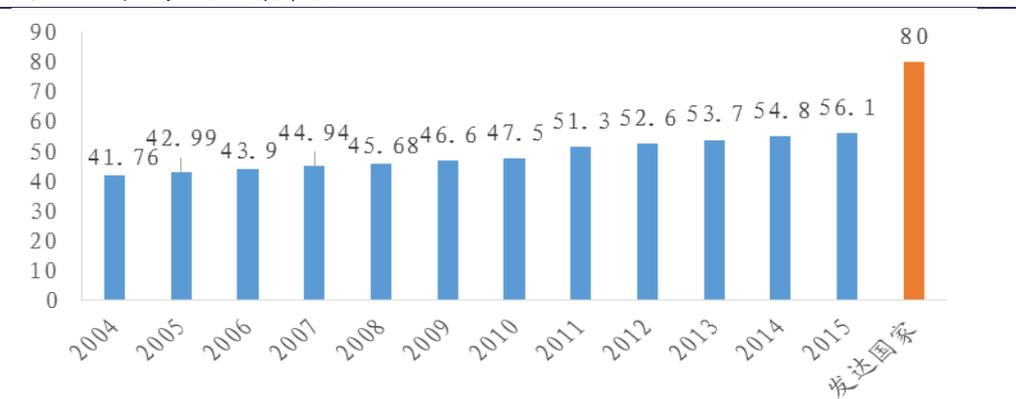
资料来源：Wind，兴业证券研究所

新政的出台，主要目的是打压热点城市的投机性需求，短期对市场的成交会造成一些影响，但长期来看，热点城市的需求旺盛，库存销售比合理，市场波动不会太大。而对于其他城市，仍然以“去库存”为主要导向。

3.3 城镇化的发展空间

中国房地产行业的发展，与中国城镇化进程是一致的，过去的十年中，中国的城镇化率由 2004 年的 41.76% 增至 2015 年的 56.1%，平均每年以 1 个百分点的速度上升。从发达国家的发展历史来看，城镇化进程最终的城市化率将达到 80%，因此，未来中国的城镇化还有的 20% 以上的空间，预计未来每年仍然能保持 1 个百分点的提升，也就是每年有 1300 万人左右成为城市居民，由此带来大量的商品房居住需求。

图 19、房地产行业集中度



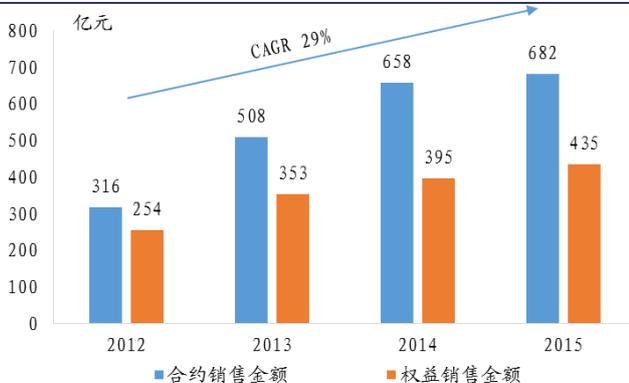
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

4、建议关注标的

4.1 融创中国 (1918.HK)

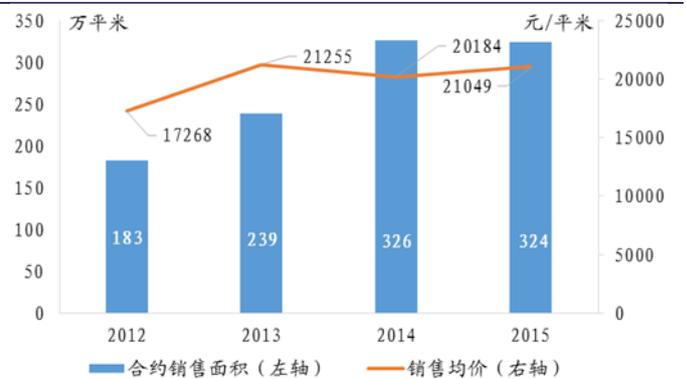
- 合约销售维持较高规模:** 2015 年公司合约销售金额 682 亿元, 同比增长 4%, 2012-2015 年复合增长率为 29%, 合约销售面积 324 万平方米, 合约销售均价为 21080 元每平方米。公司 2016 年合约销售目标 800 亿元, 可售货值中, 2015 年的库存为 461 亿元, 2016 年上半年将分别推售 411 和 497 亿元, 全年总可售货值为 1369 亿元, 去化率达到 60% 即可完成任务。

图 20、合约销售金额



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 21、合约销售面积及均价



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- 土地储备由区域聚焦向全国布局:** 经过过去一年的调整, 公司的土地储备由过去的聚焦“京津沪渝杭”已经向全国布局, 2015 年至今已经获取 46 个项目, 总土地储备为 1473 万平方米。截至目前, 公司共进入 19 个城市, 总计 116 个项目, 权益土地储备达到 2155 万平方米, 总货值可达 5000 亿元, 支持公司未来 3-4 年的发展。
- 财务状况改善:** 截至 2015 年底, 公司持有现金 250.41 亿元, 净负债比率为 75.9%, 同比提升了 31 个百分点, 但仍低于公司 90% 的设定目标值。通过在境内发行公司债, 并替换海外高息债, 公司的平均融资成本进一步降低至 7.6%, 预计 2016 年底可降至 6%。国内宽松的金融环境利于公司对财务状况的改善
- 我们的观点:** 融创中国是一家典型的高周转房地产开发商, 公司的产品定位精准, 销售执行力高, 在行业增速放缓的情况下逆势增长, 业务范围由区域聚焦向全国布局, 千亿销售规模可期。未来公司将注重规模和利润的同步提升, 从估值来看, 目前公司 4 倍 PE, 息率达到 4%, 建议关注。

4.2 旭辉控股 (0884.HK)

- **物业销售高速增长。**2015 年公司的合约销售额为 302.1 亿元,同比增长 42.5%,公司权益合约销售金额为 200.8 亿元,同比增长 22.5%。合约销售面积为 205.6 万平方米,同比增长 18.6%,销售均价达到 14692 元每平方米,同比增长 20%。公司的合约销售主要来自长三角区域,贡献占比 71.7%,环渤海和中西部分别占 20.9%和 7.4%。公司 2016 年的合约销售目标为 365 亿元,较 2015 年有 21%的增长,增速依然在行业前列。

图 22、合约销售金额



资料来源:公司资料,兴业证券研究所

图 23、合约销售面积及均价



资料来源:公司资料,兴业证券研究所

- **拿地节奏把握准。**公司在 2015 年抓住拿地时机,一共获取 25 块新土地,其中 93%的土地都位于核心一、二线城市,体现了公司独到的眼光,总计应付土地款为 131 亿元,楼面均价为 6683 元每平方米,相对公司的销售均价,仍然可以维持当前盈利水平。同时,公司进入广州,业务范围向全国布局。截至 2015 年底,公司合计土地储备达到 1250 万平方米,权益土地储备为 850 万平方米,平均土地成本为 5900 元每平方米,土地储备可供公司未来 3-4 年的发展。
- **财务状况稳定。**截至 2015 年底,公司的净负债率为 59.2%,优于行业平均水平,持有现金 149 亿元,一年内到期债务总额为 27.9 亿元,财务状况稳定。公司的平均融资成本进一步降低至 7.2%,去年同期为 8.3%。借助国内宽松的金融环境,公司发行了总计 40 亿元的公司债,债务结构得到改善。
- **我们的观点:**旭辉控股集团是一家长期在长三角区域发展的物业开发公司,目前销售额已经进入 300 亿规模,且业务范围向全国扩张。公司的合约销售增长仍然保持较快速度,一方面来自公司精准的战略定位,在核心一、二线城市做“刚需”产品,并在近年来逐渐加大“改善型”产品,另一方面,公司能很好的把握市场节奏,逆市拿地,并且通过与大型开发商合作拿地来降低财务压力。目前公司的估值较低,PE 为 4+倍,息率超过 7%,在地产“去库存”的大环境下,建议投资者关注。

4.3 深圳控股 (0604.HK)

- **合约销售大爆发：**2015 年公司合约销售额 160 亿元人民币，同比增长 116%，合约销售面积 95 万平米，同比增 49%，销售均价同比增长 45%。按城市划分，深圳贡献了合约销售的 70%，三四线城市的占比降至 17%，公司“聚焦深圳”的策略显现成效。公司制定 2016 年的合约销售目标为 185 亿元人民币，同比增长 15%。公司今年新推的深圳项目包括塘朗城商业部分、深业中城以及新收购的东岭项目。
- **注入母公司深圳项目：**公司 2015 年以 4.13 港元配售 6.7 亿新股，获得资金 27 亿港元，主要用于收购母公司深圳资产，也大大优化了公司的负债结构。2015 年底，公司以 19.14 亿元人民币的价格收购了母公司东岭项目 95% 的股权，该项目位于深圳罗湖区黄贝岭，土地总占地面积为 5.5 万平米，总计容建筑面积为 24.8 万平米，另有 11 万平米的地下面积，按收购价，折合楼面地价 1.5 万每平方米左右。该项目 2016 年将开盘销售，预计销售额可达到 25 亿元。
- **深圳土地储备提升：**截至 2015 年底，公司总的土地储备为 963 万平米，其中计容建筑面积为 723 万平米，其中仅在深圳的土地储备达到 300 万平米，按面积占比达到 30%，按价值占比达到 70%，总货值接近 3000 亿元人民币。未来几年公司的业绩将得到保障。
- **财务状况稳定：**受益于火爆市场，公司现金回流加快，在偿还部分高息债务以后，公司的净负债率降至 36.5%，平均融资成本降至 4.6%，截至 2015 年底持有现金 138 亿港元，财务状况稳定。公司的债务结构也得到优化，总有息负债降至 261.6 亿港元，其中非人民币债务占比 40%，总额为 104.6 亿港元，比同期减少了 20 亿元，公司将进一步优化债务结构，减少人民币汇率波动产生的影响。
- **我们的观点：**深圳控股自实施“聚焦深圳”这一策略以来，土地储备结构得到完善，目前深圳土地储备按面积算占比达到 30%，按价值算达到 70%；另外，公司正逐步退出三、四线城市，聚焦核心城市的战略被证明是正确的。公司未来将加大持有深圳的优质商业项目，保持稳定的租金收入。深圳“限购”政策比预期要宽松，对公司的影响不大。从估值来看，目前公司 7 倍 PE，息率为 5.2%，建议关注。

4.4 深圳国际 (0152.HK)

- **高速公路业务贡献稳定现金流:** 公司的各高速公路主要受到周边路网变化、相连或平行道路整修等因素的影响。2015 年, 公司高速公路业务营收 48.07 亿元, 同比降低 7.2%, 主要由于委托建设管理服务收入大幅减少。公司同深圳市政府达成协议, 由政府收回南光高速、盐排高速、盐坝高速以及龙大高速深圳段, 截至 2015 年底, 公司已经收到政府补偿款 97.13 亿元。
- **物流网络完善全国布局:** 2015 年深圳国际物流业务营业收入为 19.30 亿元, 同比有 62% 的增长, 占公司营业收入的比重提升至 28.7%, 主要由于公司新开展的供应链管理等物流服务提升了整体业绩, 但由于新业务仍然在初期投入阶段, 物流业务板块的税前利润为 3.16 亿元, 同比有 12% 的下滑。公司的物流港业务进展顺利, 基本完善了全国的布局, 目前已经在 12 个主要城市获取 367 万平米的土地。沈阳项目 1 期已经于 2015 年底完工, 今年将投入运营, 无锡、武汉等地的项目也将与今年开工。
- **土地价值将逐步释放:** “梅林关城市更新项目”的计容建筑面积将达到 48 万平米, 公司补交完土地款后折合的楼面地价远低于市场水平。目前公司已经拿到“红本”, 预计下半年可将土地平整完成。前海首期项目深国际前海智慧港, 占地面积 3.8 万平米, 建筑面积 16 万平米, 是一个集住宅、商业、办公为一体的综合体, 该项目已经开土动工, 但最终的利润分配方案还在与政府商议当中。公司在前海一共有 38 万平米的土地, 如果首期能够顺利开发, 这也为后续的土地开发提供了先例。
- **财务状况稳定:** 截至 2015 年底, 公司持有现金 156.4 亿元, 同比增长 105%, 目前处于净现金状态, 财务状况稳定。从负债端来看, 总计有息负债 130 亿元, 其中以港币和美元记值的债务占比为 38%, 2015 年由于人民币贬值而产生了 2.49 亿元的汇兑损益, 在可控范围内。良好的财务状况有利于公司未来在物流业务方面的拓展。
- **我们的观点:** 深圳国际是一家多年从事物流基础设施建设和运营的公司, 母公司为深圳国资委, 背景强大, 公司拥有多项优质资产。主要运营深圳周边的高速公路给公司贡献稳定现金流; 公司未来战略重点为物流港的建设和运营, 已经在全国范围内广泛布局; 公司还在前海拥有 38 万平米的土地, 升值空间巨大; 公司下属的深圳航空目前已经是中国第 5 大航空公司。从估值来看, 目前公司 10 倍 PE, 息率为 4%, 建议关注。

4.5 绿地香港 (0337.HK)

- **合约销售增速快。**由于绿地香港是绿地集团在香港借壳上市的平台，近两年在母公司资源的支持下，合约销售快速增长。2015 年合约销售金额为 174 亿元，同比增长 35%，合约销售面积为 157 万平米，而 2013 年公司的销售额仅为 35 亿元。2016 年公司合约销售目标为不低于 200 亿元，有 15% 的增长。公司维持 2020 年 500 亿元销售目标。
- **融资成本有优势。**截至 2015 年公司的平均融资成本进一步降低至 4.8%，处于行业较低水平。净负债率达到 172%，目前公司持有现金 58 亿元，由于有母公司绿地集团的背书，公司的融资渠道丰富，财务风险较低。
- **土地储备充足。**截至 2015 年底，公司持有土地储备达到 1460 万平米，按照当前的去化速度，可供公司未来 3-5 年发展。土地的区域分布合理，最大的四个区域为上海、江苏、浙江和昆明，分别占比 32%、18%、18% 和 13%。从物业类型来看，住宅占主导，占比达到 73%。
- **互联网金融平台进入高速发展期。**绿地香港打造的互联网金融平台——绿地金服于 2015 年 5 月上线，推出了手机 APP 绿地广财，截至 2015 年底，有 32 万注册用户，全年交易量达到 53 亿元。绿地金服借助绿地集团的品牌影响力、客户基础以及强大经济实力，以互联网金融平台为基础，向中产阶级提供财富管理和服务，市场空间巨大。另外，绿地广财将于绿地集团的绿地 G-Club 全球会员平台对接，该平台将能带来 30 万用户量。2016 年公司的目标是资产管理规模达到 70 亿元，平台交易量达到 200-250 亿元，实现盈利，利润不低于 2000 万元。
- **受汇率波动影响大。**在公司总计 190 亿元人民币的有息负债中，有 100 亿元是美元债，因此受到人民币汇率波动影响大，2015 年全年的汇兑损益达到 6.4 亿元。目前公司已经做了 1 亿美元的汇率掉期以减小汇率波动的影响。公司未来将对剩余美元债务做进一步安排以降低汇率波动的影响。
- **我们的观点：**绿地香港是绿地集团在海外的上市平台，正处于规模快速扩张阶段，公司规划至 2020 年达到 500 亿元合约销售规模；公司积极拓展新业务，成立了绿地金服，未来将成为集团重要的互联网金融平台。公司的美元债由于人民币贬值影响产生了较大的汇兑损益，公司已经开始做汇率掉期，相信未来这一块损失将会减少。公司目前兼具主营业务的高增长和新业务的爆发特点，建议关注。

4.6 彩生活 (1778.HK)

- **物业管理面积达到 3.2 亿平米，再创新高。**截至 2015 年底，公司管理的物业面积达到 3.2 亿平米，遍及全国及香港、新加坡等 165 个城市，管理的小区个数接近 2000 个，覆盖业主总人数超过 1000 万，按管理面积算是中国最大的物业管理公司。2015 年公司以 3.3 亿元成功收购开元国际，增加了 2900 万平米的高端社区，开元国际将成为公司进入高端物业管理的先锋。预计 2016 年全年将继续新增 1 亿平米的物业面积，其中外延式和内生式增长的比例各占一半。
- **组建优秀团队面向未来。**2015 年公司引进了多个领域的优秀人才，为未来的发展奠定基础。如前思科大中华区金融行业的首席架构师加入公司成为研究院首席科学家，负责物业发展、转型升级等研究工作；前阿里巴巴资深产品及运营总监加入公司成为社区平台高级总监，主要负责互联网平台的搭建、产品的构建与落地等；前海底捞集团运营总监加入公司负责社区项目的运营管理工作。外部血液的加入将会改善公司的治理结构，提升公司的服务质量，为新业务的开展提供帮助。
- **依托“彩之云”，打造社区 O2O 生态圈。**“彩之云”是公司开发的手机 APP，是公司打造社区 O2O 生态圈的入口。目前“彩之云”APP 的注册用户 200 万人，活跃用户 80 万人。公司通过“解构+重构”价值链的方式为社区维修而产生的方案——E 维修项目取得不错成绩，日接单量超过 6000 单，家庭维修单量超过总接单量的 90%。公司还将引入其他社区垂直服务商，共同探索社区入口和场景建设。2016 年公司的重点产品是“彩富人生”和“彩住宅”，将进一步挖掘社区 O2O 的潜力。
- **我们的观点：**彩生活是首家在香港上市的物业管理公司，也是全国管理面积最大的物业管理公司，已经有了先发和规模优势。在过去几年的发展中，公司积累了丰富的并购整合经验，目前公司在品牌、财务、人力以及管理系统上都有很大优势，这将支持公司继续在管理面积上的拓展，进一步提升市场份额。同时，公司也在加大社区 O2O 方面的投入，提供更多的增值服务，并引入优秀商家，一个综合的社区 O2O 平台正在形成。房地产行业的发展已经进入存量时代，公司的业务前景广阔，管理层执行力强，业绩增速高，建议投资者关注。

5、风险提示

中国房地产行业与宏观经济息息相关，因此行业的风险主要来自中国宏观经济增速放缓，以及行业的销售不达预期。另外，监管政策也对行业有很大的影响，目前的“去库存”政策的可持续性，以及对一线城市的限购政策对行业都会产生较大影响。香港上市房地产公司由于借了不少海外债券，面临人民币贬值而产生的汇兑损失的影响。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元晟	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”)在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

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.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。