

三轮疫情冲击下的地产和物业管理回顾及展望

房地产新冠肺炎疫情专题

核心结论

新冠肺炎对经济和地产短期冲击更甚于非典和甲流，影响地产调控和宏观经济周期。此次疫情恰逢返乡和复工季，叠加传染性极强，管控力度为三次疫情之最；而新冠疫情发生之前，中国宏观经济增速已持续放缓，因此疫情对宏观经济产生更为负面影响，但自2016Q4实施“房住不炒，稳地价稳房价稳预期”的调控主调依然保持不变。

住宅销售短期下滑，一二三线楼市大相径庭。新冠疫情和VR、AR、全景等技术共同推动线上作为补充渠道得到跨越式发展，这在电商尚未发达的非典时期和技术未成熟的甲流时期都是不敢想象的；分级来看，一线城市销售受春节返乡隔离影响，土地市场热度不减凸显价值；二线销售下滑幅度低于三线，都市圈布局规划使得其区域内核心或次核心地位突显，户籍新政助力“抢人大战”愈演愈烈；三线城市棚改退坡影响显著，疫情复苏因城而异，主要因自身城市和区域都市圈吸引力而异。

商办市场承压，复苏环境不及前两次疫情。相较于非典和甲流疫情发生时，商办投资处于高速增长阶段，新冠发生前夕，国内商办市场投资已处于下行周期，疫情的出现使得继投资和销售后，商办经营在租金和空置率雪上加霜，开发商短期提供免租期缓解商户压力，而长期从去年底六部委整治长租公寓的乱象上可以看出盘活存量资产任重道远。

融资和拿地环境有所改善，但较前两次疫情仍存隐忧。境内资金压力略有缓和，境外受疫情影响短期融资受阻；土地市场相较于03年非典时政策并未给出土拍支持，09年甲流时政策加大用地供应和加快审批流程更为接近目前新冠时期政府在土地二级市场对开发商短期政策的改善；但与当时经营环境不同，此次改善不改地产投融资调控的长效机制，因此开发商兼并收购和股权合作有望迎来较快发展。

物业管理行业挑战和机遇并存，催生品牌溢价和业务创新。项目物管企业与开发商往往一脉相承，传统物管服务仍是主要营收来源；而经过此次疫情，传统物管服务费与交缴率均有望上升，增值业务偶获发展契机；物业管理企业作为新冠疫情下的“中流砥柱”，承载各小区在家隔离的居民，得到各级政策给予补贴助力，政府、物管和居民众志成城，共克难关。

投资建议：建议关注土储深耕一二线并且融资成本较低的龙头房企，储备面积较为充裕的优质住宅类物业管理公司。

风险提示：海外疫情未能有效控制，商品房销售复苏不及预期。

行业评级

低配

前次评级

评级变动

首次

近一年行业走势



相对表现	1 个月	3 个月	12 个月
房地产	2.82	-9.54	-20.76
沪深 300	5.10	-8.27	-6.82

分析师



金文曦 S0800520020001



jinwenxi@research.xbmail.com.cn

相关研究

房地产：企业债发行主体涵盖优质民企，改善融资悲观情绪—发改委企业债政策点评 2018-12-13

房地产：百强房企销售降速，门槛提升，重点房企业绩突出一克而瑞发布 1-10 月房企销售排行榜 2018-11-01

索引

内容目录

新冠肺炎对经济和地产短期冲击更甚于非典和甲流，影响地产调控和宏观经济周期	5
国内新冠疫情恰逢返乡和复工季，叠加传染性极强，管控力度为三次疫情之最	5
新冠疫情发生之前，宏观经济增速已持续放缓	6
“房住不炒，稳地价稳房价稳预期”，疫情不改前期调控主调	7
住宅销售短期下滑，一二三线楼市大相径庭	10
线上作为补充渠道在此次疫情期间跨越式发展	10
一线城市销售受春节返乡隔离影响，土地市场热度不减凸显价值	11
二线疫情销售下滑幅度低于三线，三线城市复苏因城而异	12
商办市场承压，复苏环境不及前两次疫情	16
商办市场已处于投资下行周期，新冠疫情雪上加霜	16
短期提供免租期缓解商户压力，长期盘活存量任重道远	19
融资和拿地环境有所改善，但较前两次疫情仍存隐忧	22
短期内融资环境边际改善，不改地产投融资长效机制	22
拿地政策边际改善，短期缓解融资压力	26
兼并收购和股权合作有望迎来较快发展	27
物业管理行业挑战和机遇并存，催生品牌溢价和业务创新	28
项目物管企业与开发商往往一脉相承，传统物管服务仍是主要营收来源	28
新冠疫情下的中流砥柱，政策补贴助力共克难关	30
传统物管服务物业费与交缴率均有望上升，增值业务偶获发展契机	31

图表目录

图 1：新冠发生之前 GDP 增速持续放缓	7
图 2：新冠期间行业大幅下滑	8
图 3：非典期间行业短暂下行，但全年受疫情影响不明显	8
图 4：甲流期间行业紧随政策先升后降	9
图 5：商品房销售面积 CAGR13.6%，房屋新开工面积 CAGR12.5%，房地产开发投资完成额 CAGR19.1%	10
图 6：一线城市商品住宅成交面积下滑近三成	12
图 7：一线城市住宅去化周期大幅上升	12
图 8：一线城市住宅土地成交面积下滑	12
图 9：一线城市住宅成交土地溢价率有所上升	12
图 10：二线城市商品住宅成交面积小幅下降	13
图 11：二线城市商品住宅去化周期不升反降	13

图 12: 长三角一体化各都市圈区位分布	14
图 13: 全国棚改概况	16
图 14: 三线城市商品住宅成交 19 年以来持续低迷	16
图 15: 19 年滁州销售面积大幅下滑, 而常州依然保持增长	16
图 16: 19 年常州价格保持稳健增长, 滁州出现近两个季度下滑	16
图 17: 新冠前夕办公楼开发和大宗交易市场稳步下行	17
图 18: 近年来写字楼空置率稳步上升, 但平均租金较为稳定	17
图 19: 新冠时期商业营业用房也遭遇冲击	18
图 20: 近年来商业营业用房空置率和租金均有所下滑	18
图 21: 商业营业用房库存已连续三年下滑, 办公楼库存仍在上升	19
图 22: 长租公寓业务模式	21
图 23: 核心城市租金收入比较高且增长显著	21
图 24: 出租率和运营规模有所提升	22
图 25: 套均租金稳步下滑	22
图 26: 16 年四季度调控以来, 境内融资低速增长, 境外融资占比持续上升	23
图 27: 境内融资成本稳中略降, 境外融资成本逐年上升	23
图 28: 定金及预收款已成房地产开发资金最主要来源	24
图 29: 5 年期 LPR 小幅下降	25
图 30: 全国房贷平均利率稳中有降	25
图 31: 三线城市受调控影响低于一二线, 地价已在高位	26
图 32: 二线城市 17 年全面进入调控, 土地溢价率快速下滑	26
图 33: 土地购置面积 2019 年来持续下滑	27
图 34: 旭辉集团 2018 拿地公开市场占绝大部分	28
图 35: 旭辉集团 2019 拿地合作并购显著上升	28
图 36: 百强房地产企业市场份额	29
图 37: 百强物管企业市场份额	29
图 38: 增值业务模式分类	29
图 39: 彩生活 2015-2019 年间各业务营业收入	30
图 40: 彩生活 2015-2019 年间各业务毛利率	30
表 1: 新冠疫情影响超过非典和甲流	5
表 2: 疫情发生时周期和政策对比	10
表 3: 房企销售平台及优惠政策	11
表 4: 二线城市人才引进政策	14
表 5: 2019 年户籍放开相关政策	15
表 6: 房企免租减租致使收入减少	19
表 7: 2019H1 中国长租公寓规模排行榜	20
表 8: 各市商业用房改建作为租赁住房的具体政策	21

表 9: 疫情期间房地产融资扶持政策	24
表 10: 疫情期间土拍政策调整以鼓励开发商拿地	26
表 11: 各地政策助力物业企业	30
表 12: 减免租金和延期支付税款相关政策	30

新冠肺炎对经济和地产短期冲击更甚于非典和甲流，影响地产调控和宏观经济周期

国内新冠疫情恰逢返乡和复工季，叠加传染性极强，管控力度为三次疫情之最

此次新冠肺炎于 2019 年底在武汉出现首例患者，随后在 2020 年 1 月由武汉扩散至全国，造成了全国大范围的交通管制、公共活动取消以及学校停课、企业停工停产。疫情随后又于 3 月上旬扩散至全球，波及 200 多个国家和地区，目前已经造成近 70 万人感染。3 月下旬，以武汉为主战场的全国本土疫情传播在近两个月的管控下基本得到遏制，现在国内主要面临着境外输入性病例的风险。

此次新冠肺炎和 03 年非典以及 09 年甲型流感 H1N1 具有一定的相似点，都是具有极强传染性的烈性传染病，需要通过隔离等措施来控制疑似传染源，并切断传播途径。同时由于前期对病毒特性了解较少，因此在**短期内控制疫情的难度较大**。

但新冠肺炎与前两次疫情也有着显著的不同之处，首先，随着过去中国都市圈内外经济、文化联系相对于 03 年和 09 年更加密切，高铁桥梁等基建工程更为完善，城际和轨道交通体系更完善，**人口流动更频繁和便捷**，所以疫情处于潜伏期时，在地区之间的传播速度明显快于前两次。且**新冠扩散期恰逢农历春节**，春运期间大规模的人口迁移更加剧了新冠病毒在潜伏期的传播。

新冠的传播流行范围远大于非典，感染人数是非典的数十倍，致死率远高于甲流。新冠疫情中，国内所有地区均出现了确诊病例，全球也有超 200 个国家受到波及；而非典期间，国内感染人数远低于新冠，同时世界范围内受影响的国家也较为有限。从致死率来看，非典较新冠和甲流高，这也是当时引起居民恐慌的原因之一。

新冠扩散的高峰时期国家采取了极为严格的管控措施，通过管制高速公路、停运市内公共交通、限制居民出行等手段来达到切断传播的目的，同时延缓返工进程，推迟复工复产。对比之下，非典和甲流期间的防控措施不及新冠严格，两次疫情均未采取封城、全民居家隔离、大面积停工停课等措施，**因此新冠疫情对于社会生产和居民消费短期影响显著大于前两次疫情**。

表 1：新冠疫情影响超过非典和甲流

名称	持续时间	感染人数	传染性和致死性
非典型性肺炎 SARS	2002 年 11 月——2003 年 6 月		
	02 年 11 月 首个病例出现于广州		
	03 年 2 月 开始扩散	截至 2004 年，扩散至 32 个国家和地区	致死性最强
	03 年 4 月 正式命名 SARS，防控升级	中国感染 5328 人，死亡 349 人	死亡率约 10%
	03 年 5 月 新增病例下降	全球感染 8273 人，死亡 775 人	
	03 年 6 月 WHO 宣布北京解除疫区		
甲型流感病毒 H1N1	2009 年 3 月——2010 年 8 月		
	09 年 3 月 墨西哥出现首例	截至 2010 年 3 月，扩散至 214 个国家和地区	传染性较强，致死性较弱
	09 年 4 月 于美国扩散，而后全球扩散	中国感染 12.7 万人，死亡 800 人	死亡率约 0.02%

	09 年 5 月 中国出现首例	全球确诊超 6000 万人，死亡 18156 人
	10 年 3 月 中国结束疫情高峰	
	10 年 8 月 世卫组织宣布 H1N1 大流行结束	
	2019 年 12 月——至今（未结束）	
新型冠状病毒肺炎 COVID-19	19 年 12 月 首个病例出现在武汉	截至 3 月 31 日，扩散已超 200 个国家和地区
	20 年 1 月中旬 中国国内扩散	传染性强于 SARS
	20 年 3 月上旬 扩散至全球	中国确诊 82547 人，死亡 3314 人
		死亡率约 2%
	20 年 3 月下旬 国内疫情基本控制	全球确诊 697581 人，死亡 34108 人

资料来源：西部证券研发中心

新冠疫情发生之前，宏观经济增速已持续放缓

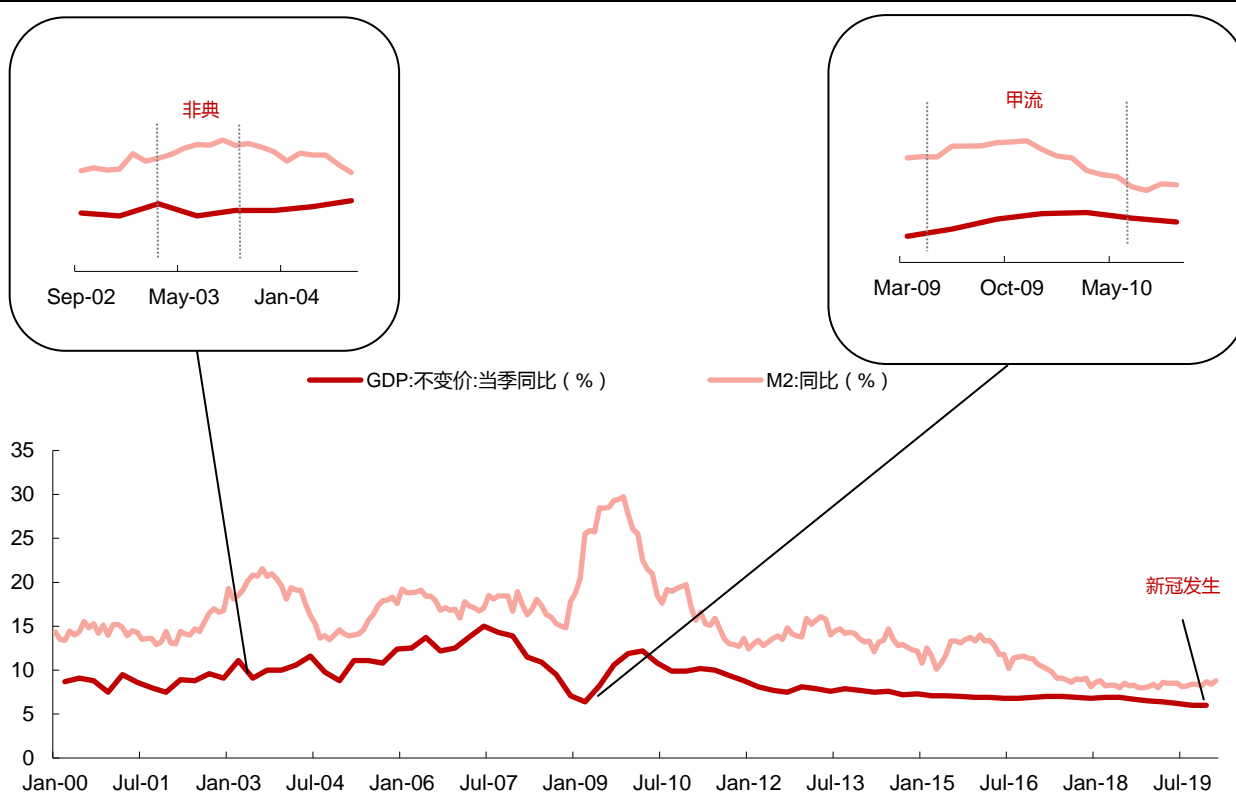
国内宏观经济在16年“十三五”开局之年已进入“L型”增长，经济增速较之前有所放缓。上文提到由于新冠疫情正值农历春节，政府在疫情时期采取了极为严格的管控措施，造成2月PMI仅为35.7%，1-2月社会消费品零售总额52130亿，同比名义下降20.5%（扣除价格因素实际下降23.7%）。而在海外，3月随着疫情在海外的持续扩散，中国出口贸易前几大进口国国家及地区如美国、欧盟等经济体均受到不同程度影响，这对自贸易战以来的国内出口贸易或将造成进一步打击。2019年政府采取积极财政政策和稳健的货币政策，一方面减税降费，扩大地方债发行，另一方面截止疫情发生前五次定向或全面降准，保持宏观杠杆率基本稳定。针对疫情对内需和外需影响，3月24个省市区公布了未来的项目投资规划，项目总投资额达48.6万亿，聚焦包含5G、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网7大类的“新基建”；针对性出台支持复工复产、支持中小微企业的专项税费减免政策，切实降低企业负担；同时2-3月央行多次定向降准、再贷款再贴现，并加大逆回购、中期借贷便利（MLF）操作、央行票据互换（CBS）等公开市场操作的投放力度，降低短期利率。

对比03年非典发生时，中国经济增长正处于上升周期中，中国于2001年加入WTO，以外贸为导向逐步发展起许多代工厂，民营经济处于高速发展期，同时经过92年确立社会主义市场经济体系，企业和居民财富完成接近10年的积累，沿海区域率先进入小康时期。因此非典从03年开始扩散以来，一方面疫情管控力度不如新冠严格，另一方面国外扩散国家、地区和感染人数均远低于甲流和新冠疫情，因此外贸环境依然保持稳健增长，净出口对国内经济影响在逐渐增大。非典时期的GDP经济增速在第二季度短暂回调2个百分点，第三季度增速即向上回升至10%，重回经济上行轨道。

对比09年甲流疫情时期，国内经济恰处于2008年全球金融危机后的积极复苏阶段。由于06-07年全球产业链的劳动密集性生产环节已大部分转移至中国，同时出口贸易连年顺差，净出口对GDP占比也达到高位，因此成为世界工厂的中国为化解外部金融危机导致出口萎缩，急需经济增长的内部新动力。政府于2008年11月推出了进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施，包括保障性安居工程、基建、城乡居民收入等，到2010年底约投资4万亿。在此积极的财政政策背景下，甲流虽然持续期较非典和新冠更长，但由于其危害性较前两者更低，同时正处于发改委资金陆续投放市场、十项措施逐渐落地阶段，经济重心逐渐从外需转移到内

需上，因此政策基本对冲甲流疫情对经济产生的负面影响。GDP 增速由 2009Q1 的 6.4% 稳步回升，加速增长一直延续至 2010Q1。

图 1：新冠发生之前 GDP 增速持续放缓

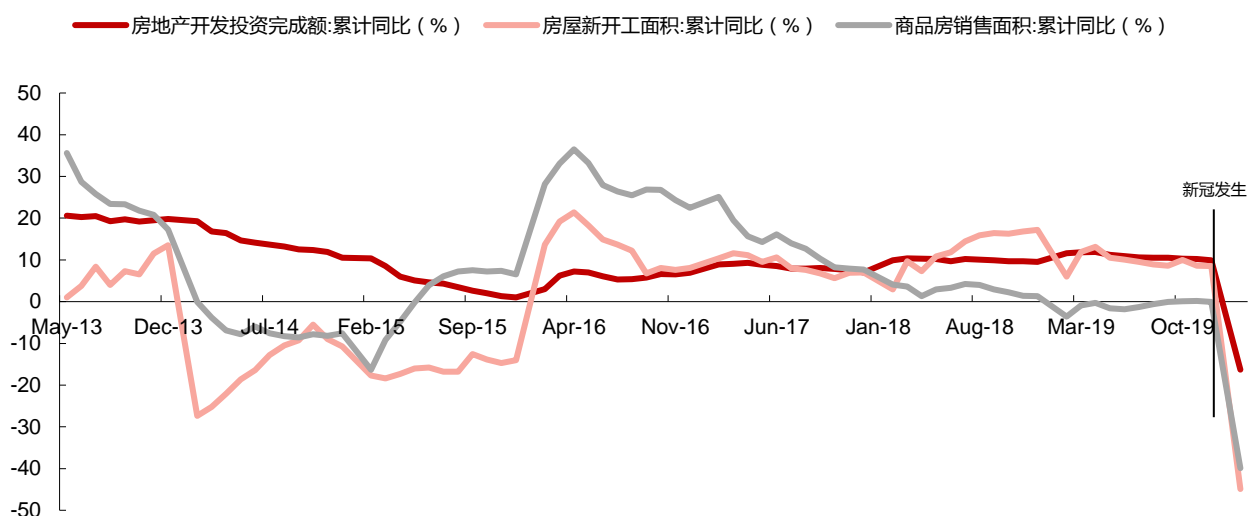


资料来源：WIND，西部证券研发中心

“房住不炒，稳地价稳房价稳预期”，疫情不改前期调控主调

房地产市场仍处于 2016 年 9 月 30 日开始的调控周期内。2016 年 9 月 30 日-10 月 6 日期间，共计 19 个城市出台或加码房地产调控政策，动用了限购、限贷、限价等手段。2017 年全国多个城市全面跟进，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”基调，推进“因城施策”调控。此轮调控对需求端产生了明显的降温作用，商品房销售面积增速从 16 年 4 月开始进入下行轨道，而投资额和新开工面积则一直保持着较为稳定的增长速度。疫情扩散以前，19 年全年的商品房销售面积已经同比负增长，市场需求端热度已明显降低。在疫情的冲击下，行业下滑更加明显，1-2 月完成投资额累计同比下降 16.3%，房屋新开工面积累计同比下降 44.9%，销售面积累计同比下降 39.9%，创下了市场新低。

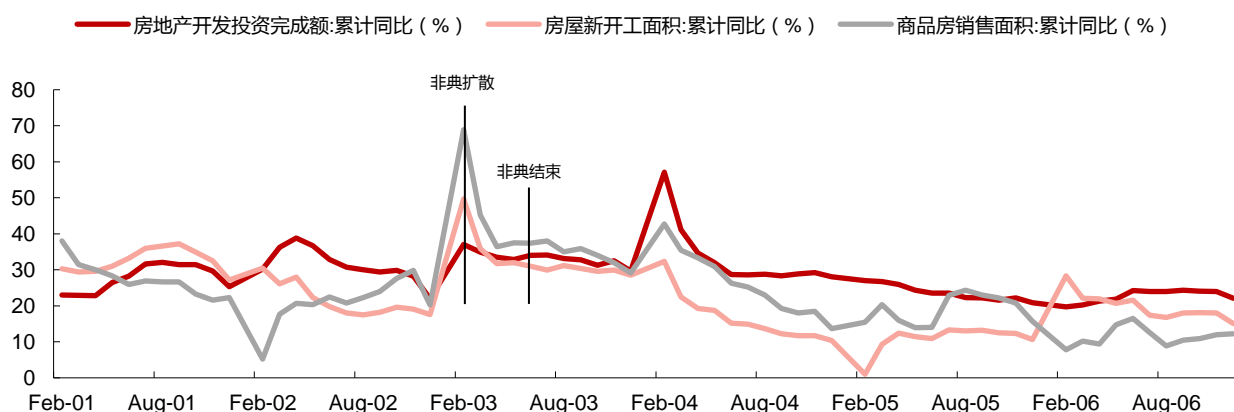
图 2：新冠期间行业大幅下滑



资料来源：WIND，西部证券研发中心

非典冲击下，房地产市场增速 3-4 月出现一定下滑，但全年受疫情影响不明显，并且市场需求依然旺盛。疫情期间，房地产开发投资完成额增速较为稳定，但由于疫情冲击需求，商品房销售面积增速从 2 月份的高位回落，房屋新开工也同样从高位回落。2003 年国内房地产市场处于市场化的初期，行业热度较高。2002 年土地招拍挂政策正式施行，土地市场正式规范化。此次改革使得土地资源能够更有效率的在开发商间分配，加速了行业的优胜劣汰；同时招拍挂交易方式打破了房地产开发商的地域限制，有利于开发商跨地扩大经营范围，行业供给端热度上升。2003 年 3 月，反映行业景气状况的“国房景气指数”达到新高 109.14 点，房地产一度被认为出现了“过热迹象”。此外，2003 年 8 月，政府在“18 号文”中首次明确房地产作为经济支柱产业的地位，房地产正式开启黄金时代。因此从全年情况来看，随着疫情得到控制，市场压力逐渐缓解，消费需求释放，房地产市场全年表现依然亮眼。

图 3：非典期间行业短暂下行，但全年受疫情影响不明显

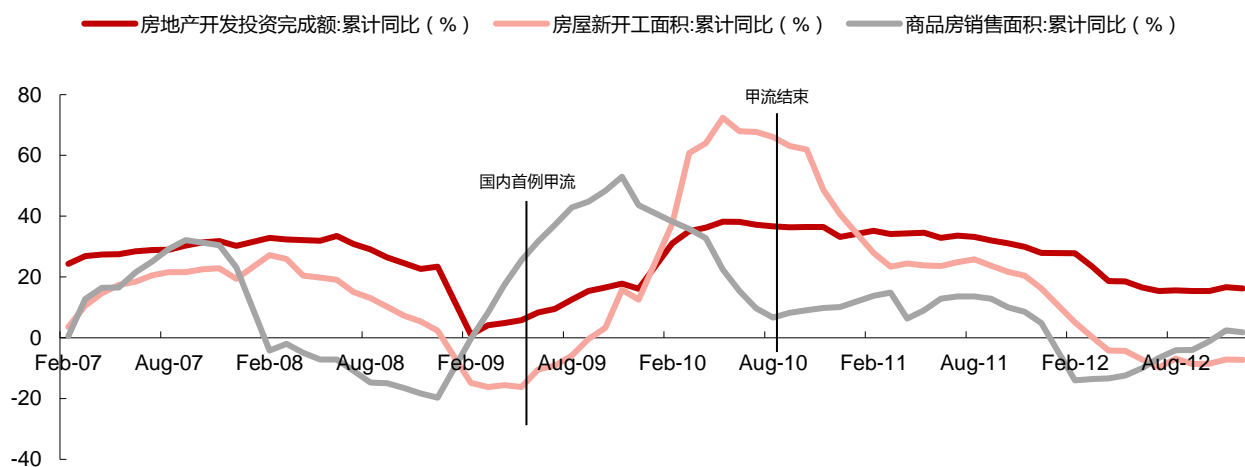


资料来源：WIND，西部证券研发中心

甲流疫情发生前夕，房地产市场处于自 2006 年开始的房地产宏观调控周期内，2008 年金融危机后调控有所放缓。2006 年为了抑制房地产投资过热，5 月国务院提出“国六条”并出台《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》，随后陆续出台各项完善细则，从预售执行、

外资引入、土地审批等多个维度开始规范市场秩序。其实早在 2005 年 3 月国务院便已经发布了“国八条”以稳定房价，经过 2006 年政策进一步细化落实，商品房销售均价增速回落至个位数。但当时调控措施主要集中在供给端开发商，2007 年由于流动性泛滥引发通胀使得资金大量涌入地产，商品房销售均价和面积增长均重回双位数，终端市场销售旺盛；9 月银监会对二套房利率和贷款首付比例进行限制（导致同年四季度小户型供应增多），同时纳入经适房、廉租房等举措构建综合住房保障体系。2007Q4 至 2008 年金融危机前，市场逐步回归理性，商品房销售同比下滑显著。**2008 年金融危机发生后，为防范国内经济“硬着陆”，政府出台了多份改善房地产市场的政策文件**，包括下调首次购房契税税率、暂免个人买卖印花税、免除个人转让出售的土地增值税、降低购买首付比和个贷利率等。2008 年底国务院办公厅《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》发布推动终端需求市场回暖，拉动新开工和投资稳步复苏。2009 年内商品房销售均价同比增长超 20%，年底为**稳定市场预期、防止房价过快上涨**，12 月 9 日，国务院常务会议将个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年；12 月 14 日，明确提出“加强市场监管，稳定市场预期，遏制部分城市房价过快上涨的势头”；10 年 4 月，要求贷款购买第二套住房的首付不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍，终于使得商品房销售增速下滑加剧。自金融危机后安居保障工程建设和投入，以及 10 年住建部提出公共租赁住房建设是下一阶段的工作重点，房屋新开工面积由负转正并且增速在甲流结束前都保持较快增长。此次甲型流感疫情尽管持续时间较长，但对 2009-2010 年房地产市场基本未产生显著影响。

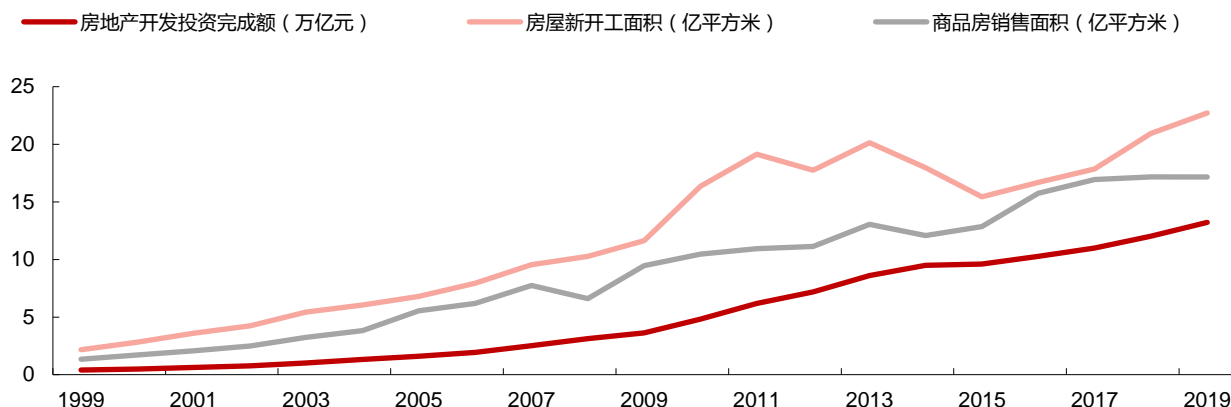
图 4：甲流期间行业紧随政策先升后降



资料来源：WIND，西部证券研发中心

三次疫情发生时，房地产市场规模差异较大。2019 年房地产行业销售规模已达 17 亿平方米，而 03 年和 09 年仅有 3 亿平方米和 9 亿平方米。2020 年房地产行业销售规模已进入瓶颈，行业集中度大幅提升客观上更利于调控政策传导，且宏观调控也更为成熟和灵活，“因城施策”调控更聚焦于城市和区域市场的因地制宜。虽然新冠短期对市场产生的冲击甚于前两次疫情，但当前国内疫情基本得到控制，扩散周期低于前两次疫情。**因此市场短期断崖式下跌不应引起过度恐慌，3 月行业已步入复苏轨道。**

图 5：商品房销售面积 CAGR13.6%，房屋新开工面积 CAGR12.5%，房地产开发投资完成额 CAGR19.1%



资料来源：WIND，西部证券研发中心

表 2：疫情发生时周期和政策对比

名称	行业发展阶段	政策导向
非典型性肺炎 SARS	房地产市场处于市场化发展初期	2003 年 8 月中旬,《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》,提出“房地产业已经成为国民经济的支柱产业”。
甲型流感病毒 H1N1	2008 年金融危机后的政策边际改善	扩大内需、促进经济增长。信贷方面,下调房贷利率;税收方面,降低交易税负;住房政策方面,将住房保障制度建设提到高位,9000 亿保障性住房建设计划落地。
新型冠状病毒肺炎 (COVID-19)	2016Q4 开始的新一轮调控周期内	2019 年底的中央经济工作会议将房地产放在了民生领域,也连续两年未单独提到房地产问题。而全国住房和城乡建设工作会议,提到 2020 的工作,强调的是“稳地价稳房价稳预期”,“长期坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,不把房地产作为短期刺激经济的手段”。

资料来源：西部证券研发中心

住宅销售短期下滑，一二三线楼市大相径庭

线上作为补充渠道在此次疫情期间跨越式发展

受疫情影响，线下售楼处关闭，房企不得不扩展线上销售渠道，同时采用打折、优惠券、无理由退房等方式，来弥补线上渠道相较于线下服务上的不足，线上流量得到快速积累。目前房企线上售楼处主要有自建线上售楼平台和与第三方房产线上平台两种方式，其中大型房企自建线上平台包括房企自有小程序、APP，能实现获客、认购、成交、返佣等多个业务环节；而中小房企更多倾向于利用第三方房产线上平台，包括乐居、房天下、安居客等。

对比非典发生时的 2003 年，当时互联网电商刚刚兴起，处于萌芽阶段，消费者线上普及率还不高。而甲流发生时的 2009 年，家电和服装等品类开始逐步普及，但住房由于其案场物理线下属性较为突出，因此也并未引起重视。而新冠疫情期间，一方面由于前些年 AR 和 VR 技术逐步实现商用化扫除技术壁垒，另一方面线上平台经过几年用户积累，挖掘联动销售市场。

尽管短期难以承载主力渠道，但此次新冠疫情下，房企通过线上渠道部分弥补线下流量损失。以线上营销曝光度较高的中国恒大为例，其在启动网上购房的三天内，房屋认购达 47500 套，总价约 580 亿，全国 600 多个销售楼盘均有认购，其中最高的一个楼盘认购 870 套；仅 2 月其网上累计认购已经达到 99141 套，优惠后房屋总价值达 1026.7 亿。“恒房通”三天新增用户 300 多万人，累计用户数超过 1000 万人，除 14 万恒大员工和 147 万老业主，还吸引了各行各业社会兼职销售、以及房产中介。

由于恒大线上营销策划的成功，其 1-2 月逆势实现销售正增长，而 TOP10 的其余房企 2 月销售额都出现不同程度下滑。随着疫情逐步得到控制，线下案场陆续恢复经营，房屋大宗商品未来交易场景仍会逐步回归线下，未来线上渠道有望与线下 O2O 联动实现用户长期服务。

表 3：房企销售平台及优惠政策

房企名称	线上售楼处平台	平台形式	优惠政策
中国恒大	恒大恒房通	小程序、APP	2 月 18 日-2 月 29 日，恒大全国在售楼盘住宅（含公寓及写字楼）可享 75 折优惠。另外，在 75 折优惠上，根据首付、按揭等不同环节，给出了额外优惠。
			3 月起，恒大楼盘全部 78 折销售，根据楼栋去化情况以及不同的付款方式，还有额外折扣。而通过“恒房通”购买，则可以在此基础上再获得 97 折优惠。
			3 月 13 日，推出“推荐返佣”活动，推荐他人购买任意恒大房，可得 3.5 万现金奖励及 1%佣金。
融创中国	融创幸福通	小程序、APP	2 月 9 日-3 月 31 日，实行“无理由退房”政策，自认购之日起可享受“30 天内无理由退房”，共覆盖全国 60 多个城市。
新城控股	小新 e 房	小程序	2 月 1 日-2 月 28 日，线上认购客户 60 天内可无条件退房。
中南置地	中南美好置业计划	小程序	2 月 14 日-5 月 20 日，抢 5000 元认购金可享：买房可得房屋总价 20000 元的额外优惠；推荐他人买房可得成交总价的 1%佣金及人民币 10000 元奖励，同时返还认购金 5000 元；若该商品房非客户推荐的第三方购买，返还认购金 5000 元，同时给予补偿金 5000 元；房源在 2020 年 5 月 20 日前未被成功销售的，退还 5000 元

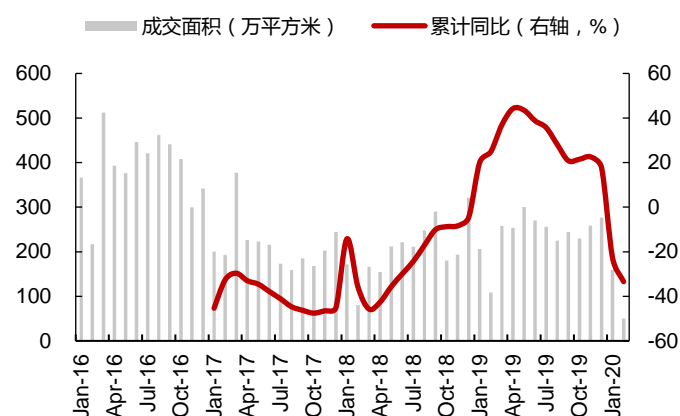
资料来源：西部证券研发中心

一线城市销售受春节返乡隔离影响，土地市场热度不减凸显价值

一线城市由于外来务工人员较多，长期处于人口净流入状态，而新冠疫情发生恰逢春节，潜伏期又在节前返乡之际，因此返乡后由于开始进入居家隔离期，导致本身依托外来刚需购房的一线城市销售市场遇冷，住宅销售大幅下降。四个一线城市 2 月商品住宅成交面积仅 50.28 万平方米，累计同比下滑 33%，下滑程度超过全国平均水平，去化周期达到 13 个月。

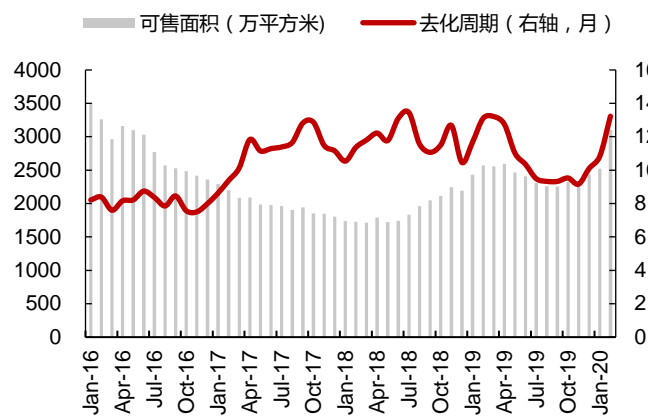
相反在土地市场，开发商仍然保持较高的拿地信心。由于 1-2 月整体供地有所下滑，土地成交面积较去年有所下滑，但可以发现成交均价依然保持稳健增长，同时土地溢价率达到 19%。由此可以看出，面对疫情后各地市场销售的不确定性，开发商显然愿意支付更高溢价来获取安全性更高的一线城市地块。3 月随着企业陆续复工，外来务工人员陆续回城，一线城市房地产有望快于二三线市场回暖。

图 6：一线城市商品住宅成交面积下滑近三成



资料来源：克而瑞，西部证券研发中心

图 7：一线城市住宅去化周期大幅上升



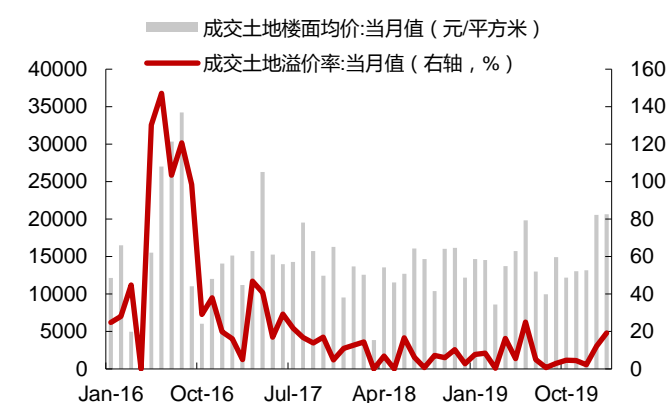
资料来源：克而瑞，西部证券研发中心

图 8：一线城市住宅土地成交面积下滑



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 9：一线城市住宅成交土地溢价率有所上升

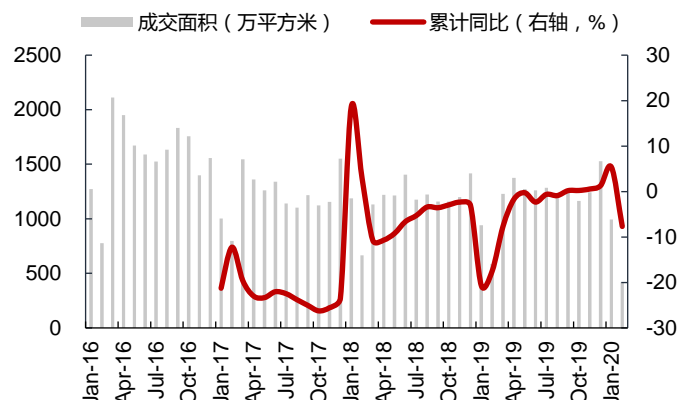


资料来源：WIND，西部证券研发中心

二线疫情销售下滑幅度低于三线，三线城市复苏因城而异

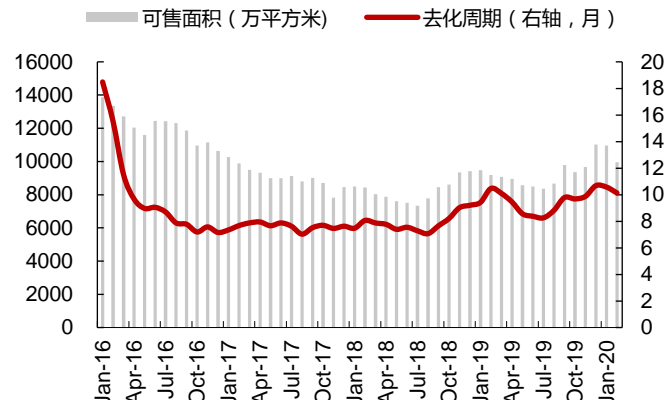
二三线城市面临新冠疫情影响，市场销售均出现一定下滑，但整体下滑幅度低于一线城市。近年来随着一线城市房价和居住成本提高，以及国家对于区域经济和谐发展引导，重点区域二线城市往往承上启下，一方面利用自身区位和基础配套优势，承接一线城市人才和产业外溢；另一方面带领周边三四线城市协同产业配套和渠道下沉，并通过人才引进政策夯实自身基础，承载都市圈的核心城市或次中心城市作用。

图 10：二线城市商品住宅成交面积小幅下降



资料来源：克而瑞，西部证券研发中心

图 11：二线城市商品住宅去化周期不升反降



资料来源：克而瑞，西部证券研发中心

以长三角为例，2018年11月，长三角一体化发展正式上升为国家战略。长三角城市群是一个核心城市（上海）+多个次中心都市圈的城市群样板，通过南京、杭州、宁波、苏锡常、合肥五大都市圈协同发展。其中，南京都市圈以长江经济带建设为契机，依托长江黄金水道溯流而上的深水航道条件，与江苏沿江与皖江地区联动发展；同时未来依托国家级江北自贸区，建设具有国际影响力的自主创新先导区、现代产业示范区、对外开放合作重要平台，实现全方位高水平对外开放。杭州都市圈依托于阿里、网易等数字经济发展优势，推动该都市圈深入实施“互联网+”行动和“大数据”战略，共同培育人工智能、虚拟现实、区块链、量子技术等产业，打造完整的高新技术产业链。

图 12：长三角一体化各都市圈区位分布



资料来源：长江三角洲区域一体化发展规划纲要，西部证券研发中心

随着都市圈之间经济文化和产业协同日益紧密，以及大部分二线城市轨道、城际等硬件设施和科教文卫等软件配套的建设逐步完善，各地政府对于人才渴求较为迫切。近年来随着一线城市购房和落户的门槛不断升高，主要二线城市纷纷利用自身人才引进政策的优惠吸引更多人才参与都市圈建设，“抢人大战”早已硝烟弥漫、烽烟四起。

表 4：二线城市人才引进政策

措施	城市	详情
落户	南京	研究生以上学历及 40 岁以下的本科学历人才，可凭毕业证书落户；技术、技能型人才，凭高级及以上职业资格证书落户。
	成都	全日制大学本科及以上学历毕业生凭毕业证落户。
	武汉	具有博士研究生、硕士研究生、普通高校专科、本科以及非普通高校本科学历或学位，年龄不满 40 周岁的人员可落户武汉（硕士生和博士生不受年龄限制）。
租房、购房补贴	青岛	博士、硕士、学士学位的，分别按照 1500 元/月、1200 元/月、500 元/月标准发放不超过 36 个月的住房补贴。
	沈阳	对新落户并在沈工作的全日制博士、硕士和本科毕业给予购房补贴，对在沈首次购买商品住房的，分别补贴 6 万元、3 万元和 1 万元。
	济南	对企业新引进入户的博士、硕士研究生，按每月 1500 元、1000 元的标准连续发放三年租房补贴。
	长春	重点院校本科毕业生一次性安家费 3 万元，对全日制硕士、博士研究生，分别给予安家费 5 万元和 8 万元；对国内外顶尖人才和国家级领军人才给予 20—50 万元购房补贴。
生活补贴	杭州	本科 1 万元、硕士 3 万元、博士 5 万元生活补贴。

人才公寓	太原	全日制博士研究生、硕士研究生、紧缺专业的本科生由市政财每月分别给予 5000 元、3000 元、1500 元的生活补助。
	成都	A、B、C、D 类标准的人才可申请租住由政府提供的人才公寓，租期为 5 年。租住由政府提供的人才公寓满 5 年后可申请按入住时的市场价格购买。
	武汉	2017 年提供首批大学生人才公寓 3600 余套，每年将建设和筹集 50 万平方米以上的人才公寓，五年内满足 20 万人的租住需求。

资料来源：西部证券研发中心

2019 年为了配合都市圈发展和城乡融合发展，按照人口对各城市级别进行划分以区别放开户籍政策，全面取消和放宽落户要求的主要集中于人口规模较小的三线和四线城市。

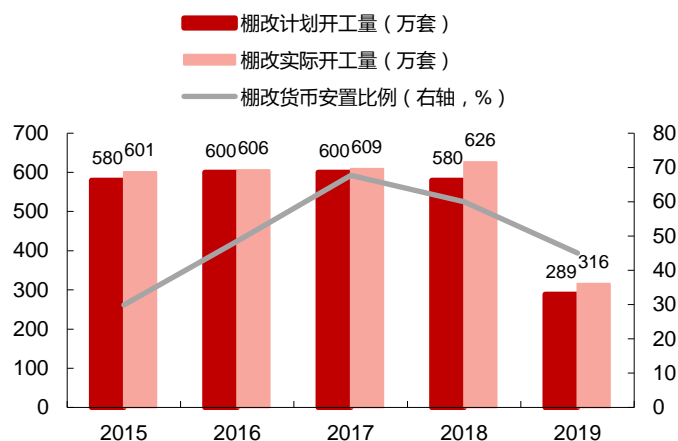
表 5：2019 年户籍放开相关政策

时间	文件	政策内容
2019.2.21	《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》	放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制。 城区常住人口 100 万~300 万的 II 型大城市：全面取消落户限制； 城区常住人口 300 万~500 万的 I 型大城市：全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制；
2019.4.8	《2019 年新型城镇化建设重点任务》	超大特大城市：调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。
2019.5.5	《关于建立健全城乡融合发展体制机制和政策体系的意见》	健全农业转移人口市民化机制。有力有序有效深化户籍制度改革，放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制。到 2022 年，城市落户限制逐步消除。

资料来源：西部证券研发中心

相较于一线和二线城市，三线城市市场在疫情之前便遇冷，2019 年成交面积较去年同期整体下滑 5%。随着棚改政策推进后，棚改货币化安置比例不断提升，叠加 2016 年开始房地产调控提高了一二线城市购房准入严格，三四线由于项目周转更快和改善性需求推动，17-18 年楼市整体经历了去库存阶段；但 2019-2020 年棚改政策已进入最后阶段，19 年计划开工和实际开工量均远低于前几年均值，同时伴随着货币化安置比例大幅下滑，棚户不得不采用实物安置，降低了市场交易的流动性。2019 年棚改专项债的发行数量从 18 年的 163 支达到 1093 支，并且发行规模增长 4.74%达到 4.36 万亿，各级政府本计划今年继续投放棚改实现预期的收官计划。然而 2020 年 1-2 月地方债合计发行规模达到 1.223 万亿，同比增长 56.35%，但从募资投向上看 73%均用于基建投资；3 月疫情初步控制后，监管部门明确要求今年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域，同时新增了应急医疗救治设施、公共卫生设施、城镇老旧小区改造等领域项，大大增加了今年三四线地产销售复苏的不确定性。

图 13：全国棚改概况



资料来源：住建部，西部证券研发中心

图 14：三线城市商品住宅成交 19 年以来持续低迷

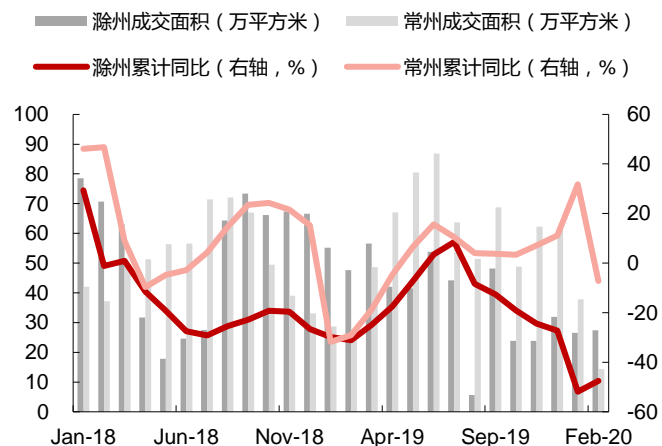


资料来源：克而瑞，西部证券研发中心

因此疫情发生后，部分三线城市曾尝试通过释放政策便利以刺激楼市需求，如驻马店市曾披露公积金购房首付比例由 30% 下调为 20%、给予购房补贴、刺激棚改等措施；宝鸡市曾披露降低首套住房首付比例，公积金贷款最高额度由 40 万提高至 50 万。虽然政策披露后很快被撤销，但是从中可以看出三线城市楼市面临着较大增长压力。

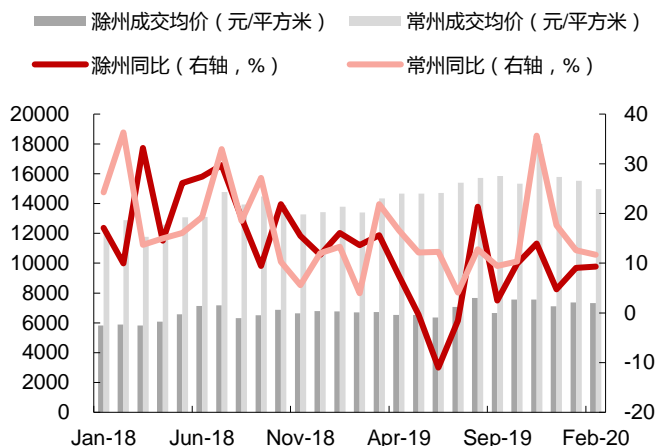
值得一提，由于中国幅员辽阔，细分各个三线城市来看仍具有较大差异，因此一方面各地政府政策实施也更强调“因城施策”，另一方面这些城市的楼市和其所处区域市场整体发展规划和周边一线或二线核心城市密不可分。

图 15：19 年滁州销售面积大幅下滑，而常州依然保持增长



资料来源：克而瑞，西部证券研发中心

图 16：19 年常州价格保持稳健增长，滁州出现近两个季度下滑



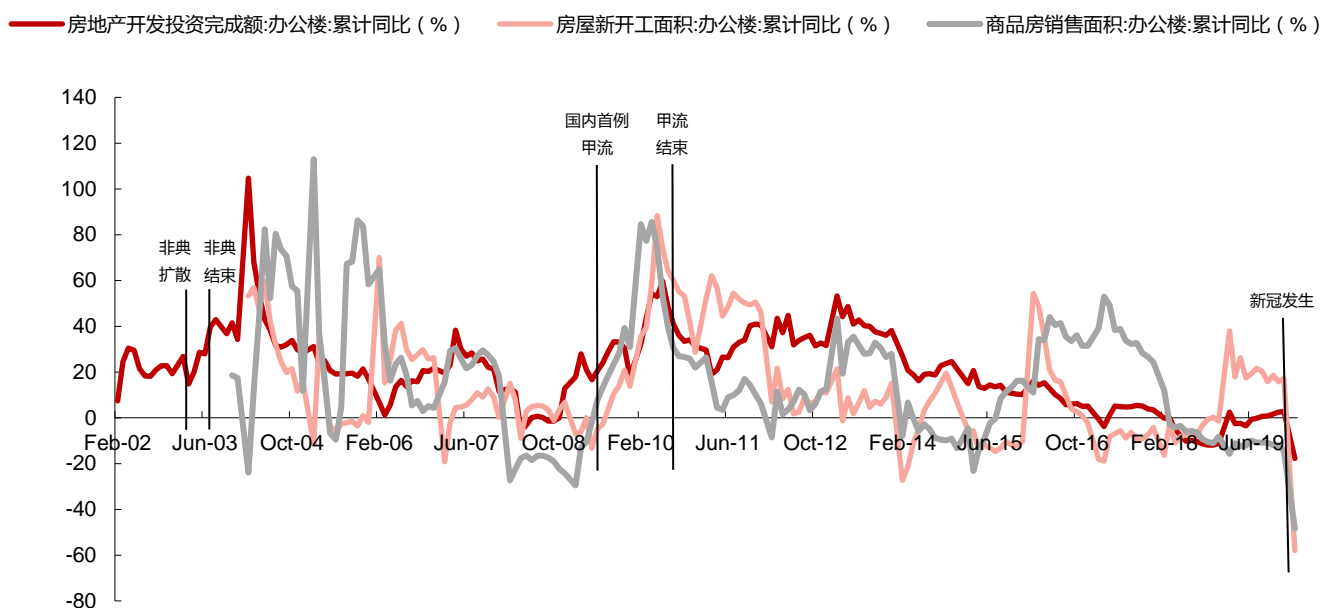
资料来源：克而瑞，西部证券研发中心

商办市场承压，复苏环境不及前两次疫情

商办市场已处于投资下行周期，新冠疫情雪上加霜

新冠肺炎疫情发生前，办公楼投资额和销售面积 19 年出现下滑，而新开工面积在 19 年维持高增长，这些增长主要集中在华北和中西部地区，以满足这些区域产业导入后优质写字楼缺失和城镇化进程中老旧写字楼的更新，但后续可能会进一步加大市场库存；叠加此次疫情的出现，对于大宗物业交易市场无疑是雪上加霜，销售下滑近五成，因此短期看依然面临复苏压力。

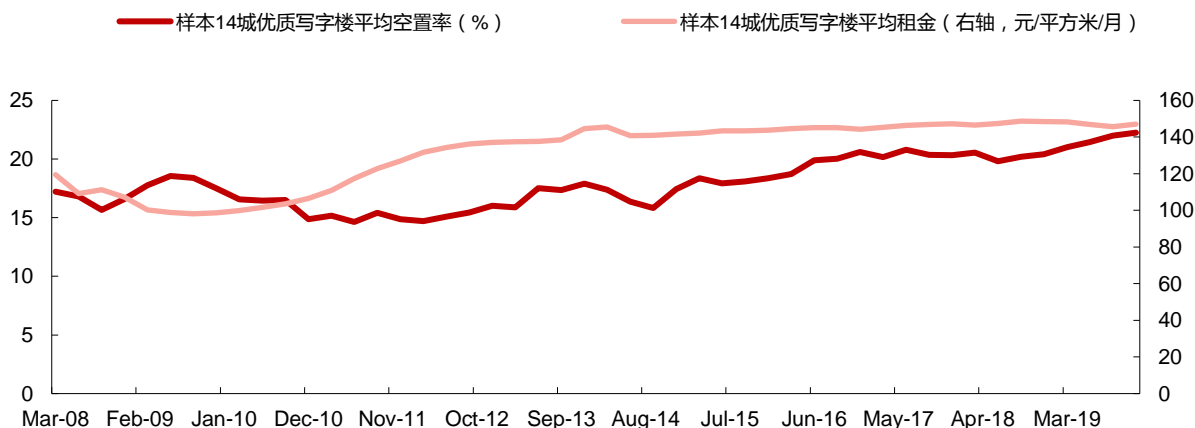
图 17: 新冠前夕办公楼开发和大宗交易市场稳步下行



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

在 2003 年非典时期, 根据戴德梁行统计, 当时为主要疫区的北京写字楼市场净吸纳量和租金受影响较大, 净吸纳量同比 02 年下降 79.8%, 租金同比下降 38.4%, 尽管年中非典疫情在北京得到控制, 但整个市场于 2004 年才开始回暖。监测 14 个重点样本城市 (北京、上海、广州、深圳、成都、天津、沈阳、大连、南京、杭州、宁波、青岛、武汉、重庆), 优质写字楼平均空置率自 2018Q3 已连续 6 个季度上升, 2019Q4 达到 22.25% 的历史新高。

图 18: 近年来写字楼空置率稳步上升, 但平均租金较为稳定

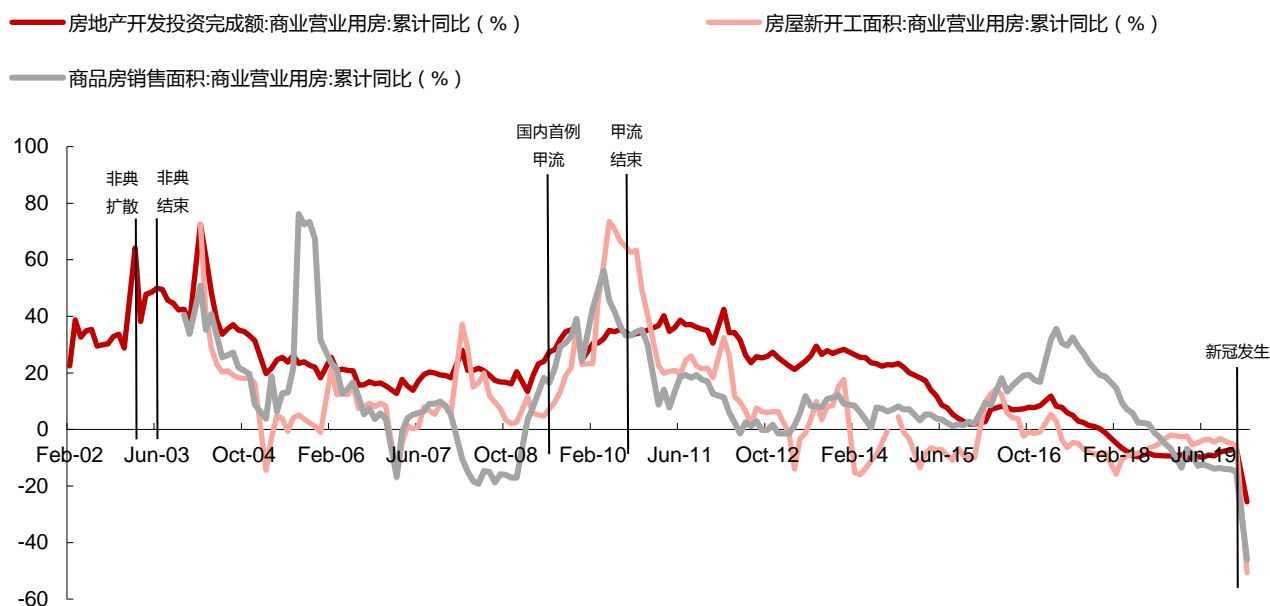


资料来源: 世邦魏理仕, 西部证券研发中心

商业营业用房涵盖种类众多, 包括商场、购物中心、酒店、文旅、医养等, 主要以商场和购物中心为主。对于大部分住宅开发起家房企, 后期运营难度远高于办公楼。新冠疫情发生几年前, 一二线核心城市土地资源日益稀缺和三四线城市住宅配套商办建设规划加快, 商住综合用地配套一定自持比例逐渐成为较好地段竞标的准入门槛。为了提高综合用地利润率, 商业广场采用销售金街商铺等产品, 而这类产品由于不受限购和户籍政策影响, 地段又属于核心商圈主体

mall 附近，有一定流量基础，能够帮助开发商实现回笼资金。但是运营难度加大、开发投资回报周期变长，使得这类产品自身问题日益凸显。

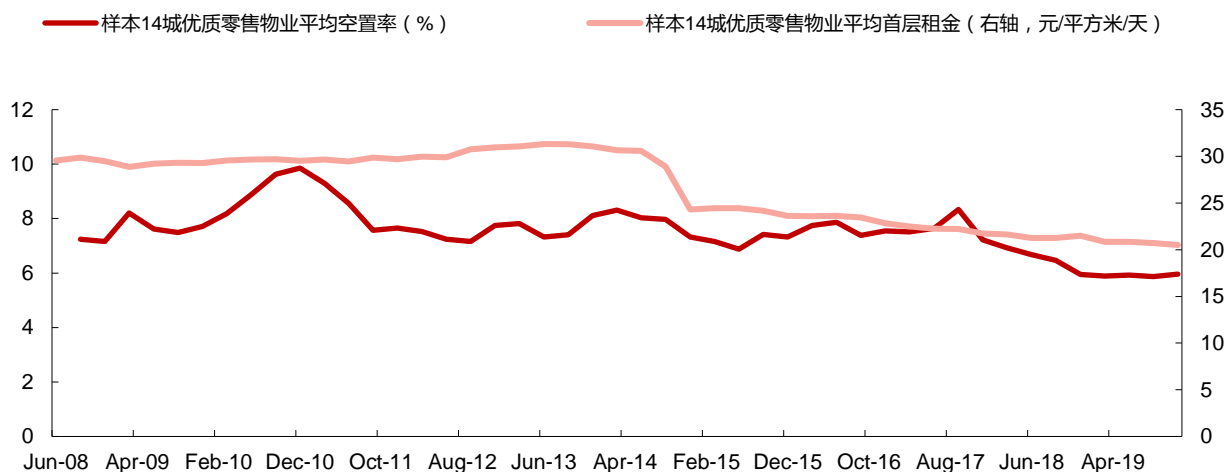
图 19：新冠时期商业营业用房也遭遇冲击



资料来源：WIND，西部证券研发中心

监测 14 个重点样本城市（北京、上海、广州、深圳、成都、天津、沈阳、大连、南京、杭州、宁波、青岛、武汉、重庆），甲流期间空置率上升，控制后开始下降。同时，早在新冠疫情发生前几年，由于后金融危机时代市场扩大内需后的商业地产投资热情高涨，优质零售物业平均出租率便进入上升通道，2019Q4 达到 94.04% 的历史高位，租金下滑至 20.51 元/平方米/天。

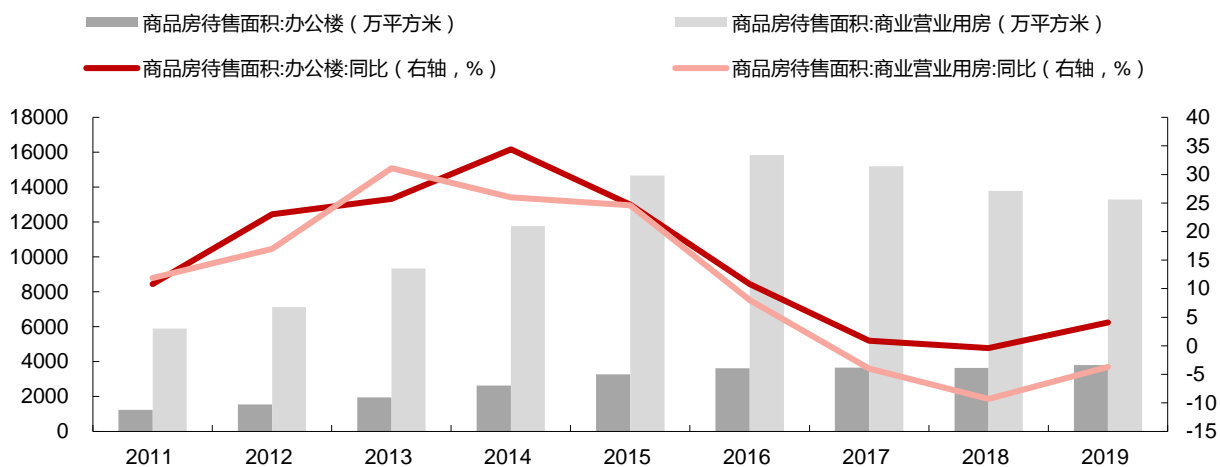
图 20：近年来商业营业用房空置率和租金均有所下滑



资料来源：世邦魏理仕，西部证券研发中心

2019 年底，办公楼待售面积（含未出租）3800 万平方米，同比上升 4.1%；商业营业用房待售面积 13282 万平方米，同比下降 3.7%。

图 21：商业营业用房库存已连续三年下滑，办公楼库存仍在上升



资料来源：WIND，西部证券研发中心

短期提供免租期缓解商户压力，长期盘活存量任重道远

此次新冠肺炎疫情对服务性行业造成的影响最为直接，餐饮、娱乐、影院等首当其冲，而作为其线下承载主体，此次商场或购物中心不可避免的关停。为缓解旗下战略合作伙伴和中小商户的资金运营压力，业主企业方纷纷推出减免租金举措，协助商户渡过难关，为在疫情有效控制后商户恢复经营奠定基础。短期不可避免对其租金收入产生影响，对全国万达广场估算，预计其减免租金额度达到 30-40 亿。

表 6：房企免租减租致使收入减少

房企	减免措施	覆盖范围	减免时间
龙湖集团	租金（含物管费、推广费）减半	旗下 10 城 39 座商场所有商户，涉及超过 4500 家合作品牌	1.25-3.31（67 天）
新城控股	租金减半	旗下 64 座吾悦广场	1.25-2.13（20 天）
万达广场	免除租金和物业费	全体品牌商户	1.25-2.29（36 天）
碧桂园	租金减半	新碧桂园商业旗下盛泽凤凰荟、启东 ONE 街	1.25-2.8（15 天）
保利地产	租金减免	旗下 22 个购物中心全体商户	1.25-1.30（6 天）
融创（上海）商置	租金减免	全体品牌商户	1.25-2.9（16 天）
万科商业	租金减半	南方区域自持商业所有商户	2.1-2.29（29 天）
华润置地	租金减免	全国各商业项目所有商户	1.25-2.9（16 天）
绿地	减免租金及物业费	绿地缤纷城合作商户、G-Super 经营困难的餐饮合作商户	1.25-2.8（15 天）
中海地产	租金减半	中海环宇荟、环宇荟、环宇坊、富华里	1.24-2.23（31 天）
世贸商业及主题娱乐	租金减免	旗下世贸广场、世贸 52+自商业项目所有商户	1.25-2.9（16 天）
中南商业	租金、物业费减免	全体品牌商户	1.25-2.8（15 天）
招商蛇口	适当减免租金	全体品牌商户	
富力集团	租金减免	旗下 7 家购物中心所有商户	1.24-2.2（10 天）

资料来源：西部证券研发中心

自 2016 年国庆调控以来,开发商愈发愿意通过将自持商办改造成公寓的方式销售给个人业主,再以提供物业管理或托管平台等方式轻资产运营,而公寓产品不限购不限贷,同时其地理位置往往靠近商办物业或地铁站等交通便利地,因此具有一定投资价值。但随着 17 年一二线城市开始加大对商办转公寓销售的监管,长租公寓逐渐得到政策和资本追捧。自 2016 年国务院办公厅发布了《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》,确认发展住房租赁企业、开发商、中介机构、个人等四类租赁经营主体,并强调商业用房改建后可作为租赁住房。17 年 4 月,住建部联合国土资源部发布《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》,提出鼓励房地产开发企业参与工业厂房改造,鼓励个人依法出租自有住房;截至当年年底,28 个省级地方政府也先后发布了关于培育和发展住房租赁市场的指导文件,主要涉及的关键政策包括允许商改住、鼓励个人出租住房、提供金融支持等方面。

表 7: 2019H1 中国长租公寓规模排行榜

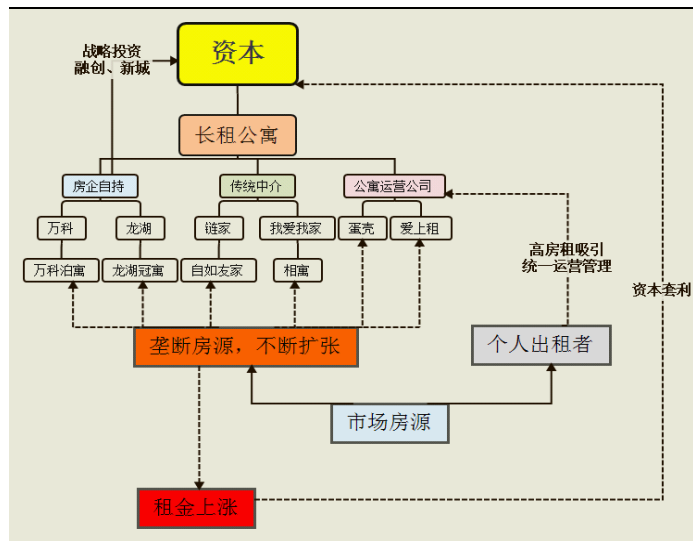
排名	房企系		集中式运营商		分散式运营商	
	品牌	管理规模(间)	品牌	管理规模(间)	品牌	管理规模(间)
1	万科泊寓	200000	魔方	100000	自如	850000
2	龙湖冠寓	92000	乐乎	54000	相寓	700000
3	旭辉领寓	61867	窝趣	38000	蛋壳	500000
4	碧桂园碧家国际社区	56185	湾流国际	30000	青客	100000
5	朗诗寓	41615	未来域	30000	美丽屋	75000

资料来源：克而瑞，西部证券研发中心

从政策主张的四类承租主体中来看,由于中介拥有较多个人房源,且其私域流量转化率显著高于公域流量,同时分散式在扩张模式上更为灵活,因此在管理规模较大。而集中式开发商较公寓运营型公司融资能力更强,现金流更为稳定,因此在长租公寓仍处于亏钱阶段的前期更具有优势。探究长租公寓自身的模式来看,其主要通过长期运营效率提升和租金稳步上涨来逐步实现盈利,而近年来受到创投圈对于互联网 C 端“烧钱”模式的认可,13-15 年成立的很多初创公司均进入“烧钱”抢房源和客源的“圈地运动”中。2019 年行业进入“资本寒冬”后,运营公司前期为了满足一轮轮融资需要,利用“租金贷”、“高进低出”、“长收短付”的快速扩张所导致的资金链弊病也相继显现。根据贝壳研究院统计,2019 年共有 53 家长期公寓企业由于经营不善,出现资金链断裂、跑路等情况,其中资金链断裂及跑路的共有 45 家,被收购的有 4 家,拖欠或拒付房租的有 4 家。

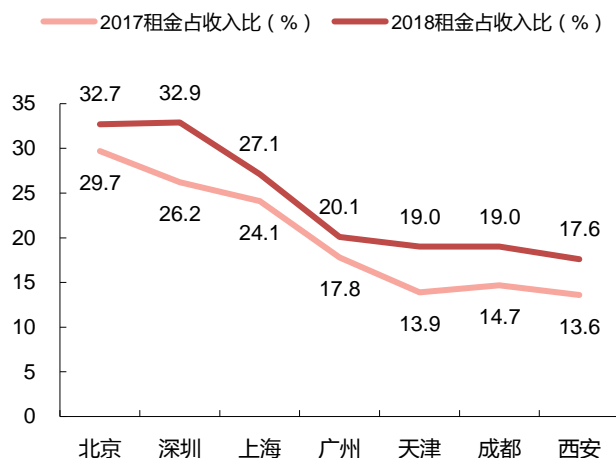
行业点评 | 房地产

图 22：长租公寓业务模式



资料来源：腾讯家居，西部证券研发中心

图 23：核心城市租金收入比较高且增长显著



资料来源：克而瑞，西部证券研发中心

因此各级政府一方面能盘活商办存量地产，推进满足城市住房租赁市场需求，另一方面积极响应 19 年底六部委《关于整顿规范住房租赁市场秩序的意见》，统一租金贷业务标准，加强对采取“高进低出”、“长收短付”等经营模式的高风险住房租赁企业监管，并建设租赁资金监管账户和住房管理服务平台。

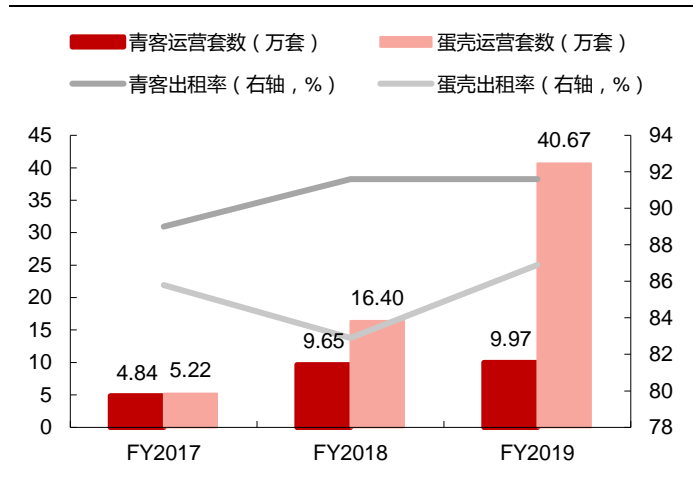
表 8：各市商业用房改建作为租赁住房的具体政策

城市	时间	政策内容
北京	2019.12	允许闲置、商业办公用房、工业厂房等非住宅依法依规改造为租赁住房。
上海	2017.9 2018.1	允许商办用房等按照规定改建用于住房租赁。 可以将多余存量的工厂、仓库、办公楼、公寓式酒店改为住宅，用作公共租赁住房。2018 年 1 月 5 日，首批存量商办用地租赁住宅获批。
深圳	2017.10	允许已建成并空置的商业建筑以宗地为单位按规定改建为租赁住房，土地使用年限和容积率不变并按规定调整土地用途，调整后用水、用电、用气价格应当按照居民标准执行，改建后的住房仅限租赁或整体转让，不得分割转让或以“以租代售”等形式变相分割转让。
广州	2019.7	允许部分广州市内已建成、已办理土地有偿使用手续或已办理初始登记的商业及商业办公混合等类型非住宅存量用房在产权性质不改变的基础上，改造成住宅功能；用户的水、电、气价格也按住宅收费标准；但只能用于出租，不能销售。
重庆	2019.12	鼓励房地产开发龙头企业开展住房租赁业务，允许将商办用房等按照规定改建用于住房租赁，引进和支持发展机构化、规模化住房租赁企业。
武汉	2019.12	允许商业和办公用房等存量用房改造为租赁住房，以进一步增加房源供给，加快发展武汉市住房租赁市场。
南京	2020.2	擅自“商改住”，将无偿收回土地使用权； 规定开发商自持比例至少 50%，其中地上建筑面积 5000 平方米以上的商办项目，允许配建并出售不超过 20% 的物业给中小企业、30% 的酒店式公寓（可分割销售），配建酒店式公寓可分割销售的最小单元建筑面积不得小于 45 平方米。

资料来源：西部证券研发中心

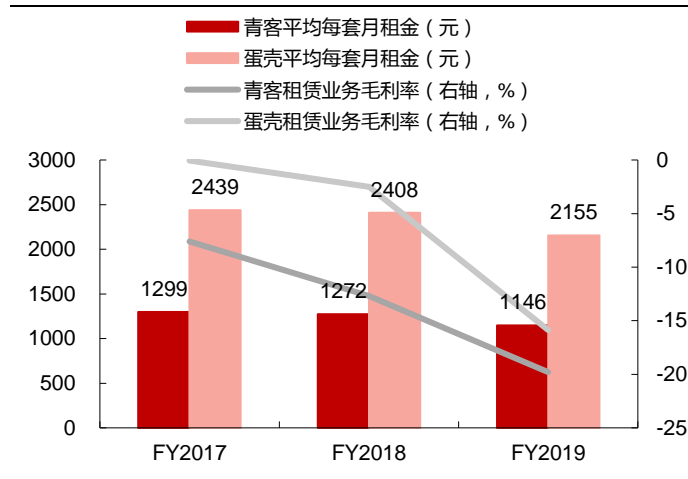
但从目前在纳斯达克上市的两家长租公寓运营公司来看，离 2022 年政府要求的住房租金贷占比不超过 30% 的红线仍有较大距离。蛋壳公寓招股说明书披露，2018 年其 75.8% 的租客通过“租金贷”形式支付租金，截至 2019Q3 该比例略微下降至 67.9%。与之类似，青客招股书披露，截至 2019H1 该公司 65.2% 的租客通过“租金贷”支付租金。

图 24：出租率和运营规模有所提升



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 25：套均租金稳步下滑



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

蛋壳公寓财务数据显示，2019 年其已出租公寓的平均每套租差率可达 27%，但是考虑其装修中的公寓、并扣除公寓折旧摊销成本后，租赁业务毛利率为负，而且这并未包含为了保障其扩张中出租率稳定增长所支付的营销和运营管理费用。

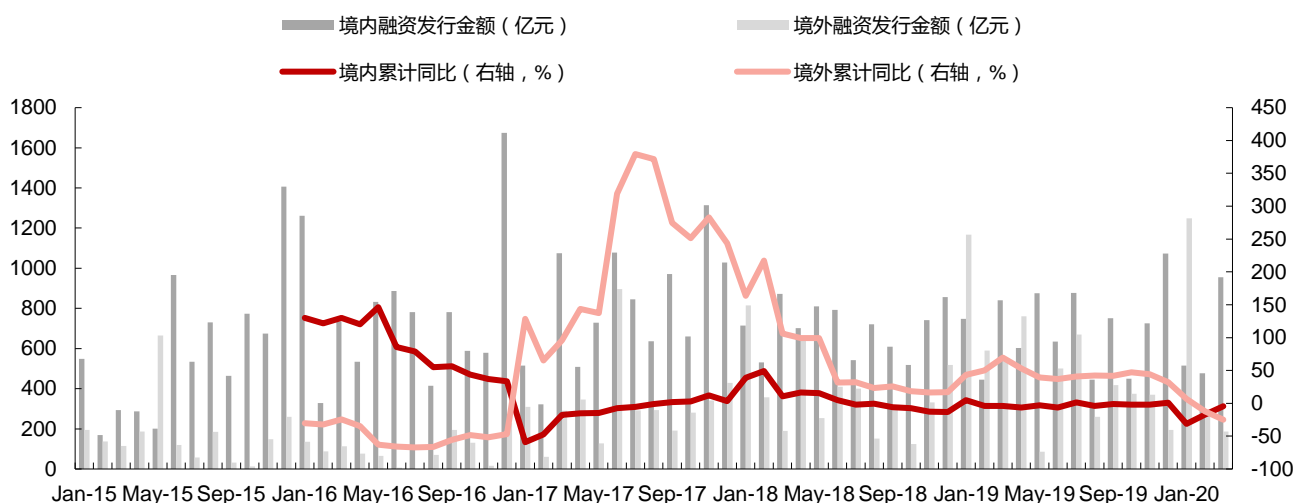
因此尽管政府积极推动并规范住房租赁市场，并给予商办用地转租赁住宅政策便利，但经营主体盈利难、承租人租金成本上升较快而不得不采用租金贷等问题仍有待进一步解决。

融资和拿地环境有所改善，但较前两次疫情仍存隐忧

短期内融资环境边际改善，不改地产投融资长效机制

新冠发生前夕，行业融资处于 2016 年四季度以来的调控周期内，境内融资环境逐步收紧。2016 年 10 月 13 日，央行召集 17 家银行就房地产调控开会，要求各商业银行理性对待楼市，加强信贷结构调整，强化住房信贷管理，控制好相关贷款风险。此后，银监会、证监会、两市交易所等先后发布监管政策，收紧开发贷、债券等传统融资渠道，很快对传统渠道融资产生了明显的降温作用，境内债券发行规模显著下滑，2017 上半年房企发债金额仅 1771.8 亿元，同比减少 74%。在此背景下，房企纷纷拓展其他融资渠道，境内非标和境外融资规模快速上升。境内非标方面，以信托为例，2017 年房地产新增信托规模 6833.3 亿元，同比增长 125%；境外融资方面，2017 年房企境外融资达 3856 亿元，同比上升 243%，全年境外融资占到融资总额的 28%，较 2016 年上升 17 个百分点。高成本的非标、境外融资规模快速上升致使房企 17、18 年总体融资成本明显上升，加大地产行业潜在违约风险。

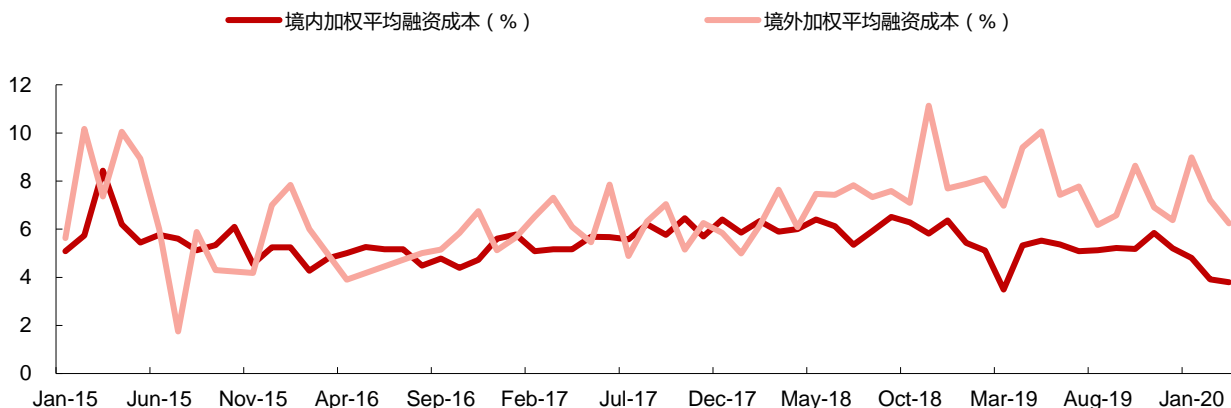
图 26：16 年四季度调控以来，境内融资低速增长，境外融资占比持续上升



资料来源：克而瑞，西部证券研发中心

由于其他融资渠道的快速兴起，传统融资渠道收紧对房企整体融资规模的影响并不明显，因此土地市场并未降温，17-18 年土地供需持续旺盛。17 年土地供需均出现大幅上涨，土地成交量价齐升，出让金创历史新高，达 4.9 万亿，同比增长 40%；18 年市场持续旺盛，出让金达 6.2 万亿；而在 19 年上半年，土地市场上高溢价地块多次出现，土拍热潮频现。为稳定土地市场，贯彻“住房不炒”的基本原则，2019 年 5 月起，监管部门陆续发文，加强房地产融资监管。5 月 17 日，银保监会发布 23 号文，禁止信托公司向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资；7 月 4 日，多家信托公司收到银监窗口指导，要求控制地产信托业务规模；7 月 12 日，发改委发文要求房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；8 月，多家银行收到窗口指导，要求收紧房地产开发贷额度，原则上开发贷控制在 2019 年 3 月底时的水平。在此背景下，2019 年下半年行业融资收紧，土地市场明显降温。2019Q3 房地产资金信托余额为 27812 亿元，环比下降 5%，出现多年来的首次环比下降；房地产开发贷款余额同比增速持续下降，2019Q4 环比出现多年来的首次下降；2019 年下半年，房企境内发债规模 3348 亿元，同比下降 15%。2019 年下半年，300 城土地月度溢价率很快降至 10% 以下的水平，流拍率则升至 10% 以上。

图 27：境内融资成本稳中略降，境外融资成本逐年上升



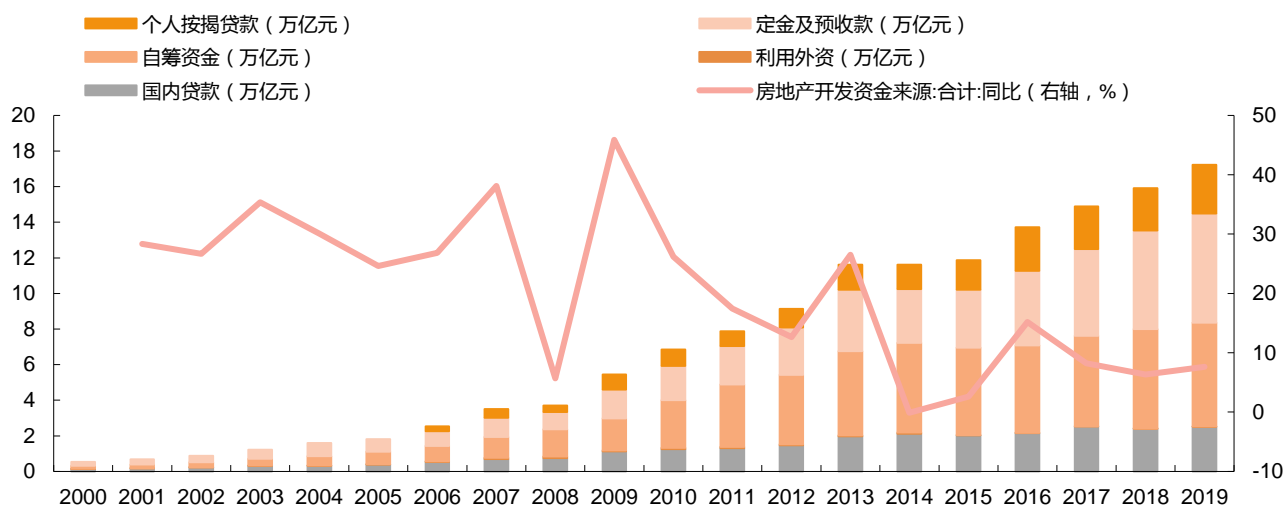
资料来源：克而瑞，西部证券研发中心

2003 年非典时期，房地产处于市场化初期，房地产开发资金规模较小，但增长速度较快。2004 年住建部修改《城市商品房预售管理办法》，要求企业出具齐全证明材料后才可申请预售许可，未取得预售许可证的，不得进行商品房预售。此举正式规范了我国的预售制度，房企通过预售加速回款的方式被予以更明晰的监管，05 年开始，定金预收款在整体开发资金来源中的占比有所下降。

2009 年甲流时期，货币政策较为宽松，减息、降存款准备金率、增加货币发行量、增加流动性等政策频出，故房地产开发资金规模在 09 年快速增长，资金来源结构上定金预收款和个人按揭贷款的占比明显提升。

2016Q4 调控以来，房地产开发资金增速逐渐回落，资金来源结构保持相对稳定，目前自筹资金占比约三成，定金及预收款占比约三成，其余为国内贷款、个人按揭贷款、利用外资。

图 28：定金及预收款已成房地产开发资金最主要来源



资料来源：WIND，西部证券研发中心

2020 年新冠发生后，房地产开发资金来源大幅下滑，主要是由于销售下滑，定金预收款来源受阻。为确保企业资金链健康、维护资金市场平稳运行，央行出台货币政策，加大逆周期调节，2 月至今，累计开展逆回购 28700 亿元，中期借贷便利（MLF）操作 2000 亿元，两次降准，共释放长期资金 9500 亿元。在此背景下，地方政府也给予房企政策便利，通过加大银行信贷支持力度、放宽预售资金监管、降低预售条件、延缴或减降税费、加大住房公积金支持力度等措施，缓解疫情期间房企现金流紧张的问题。

表 9：疫情期间房地产融资扶持政策

主要内容	具体城市细则
加大银行信贷支持力度	无锡鼓励银行信贷合理延长，到期还款困难的企业可予以展期；
	福州对受疫情影响到期还款困难的房地产开发企业，引导金融机构给予企业延期还款，疫情防控期间不计违约责任。
	无锡、青岛允许企业申请提前一个节点返还商品房预售款重点监管资金；
放宽预售资金监管	厦门房地产开发企业凭银行担保函或提供属于上市公司的控股公司（或母公司）的担保函，抵顶不高于担保函额度的预售监管资金；
	石家庄预售重点资金监管比例由 40% 下调至 30%，可批准跨一个节点申请提前拨付重点监管资金。
降低预售条件	福州预售条件调整为按投资额计算，完成 25% 以上投资即可；
	沈阳在疫情防控一级响应期间，将每期申报商品房预售许可面积不低于 2 万平方米调整为可按每栋楼申报。
延缴或减降税费	企业可依法申请暂缓缴纳增值税、企业所得税、土地增值税、房产税、城镇土地使用税等相关税费，可延期缴纳城市基

基础设施配套费、社会保险费、报建费用等费用。

加大住房公积金支持力度

住房公积金贷款受委托银行优先安排信贷资金、加快发放个人住房公积金贷款等。

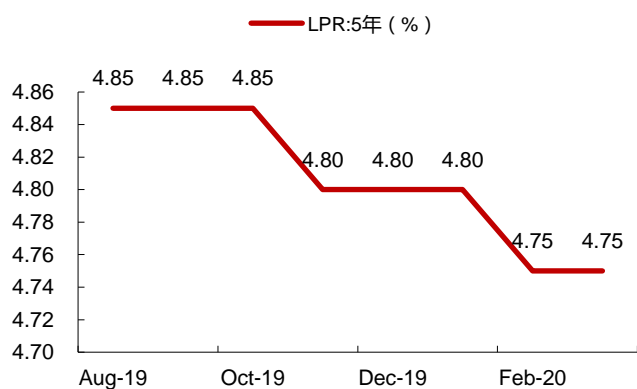
资料来源：西部证券研发中心

尽管短期内房企资金来源方面政策便利频出，但是行业融资的调控基调不会改变，“住房不炒”、防范金融风险仍将是调控目标。19年9月，国务院常务会议明确要求专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目；2月19日，人民银行公布2019年第四季度货币政策执行报告，重申“建立房地产金融长效管理机制”；2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作会议，要求保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行；3月20日，监管部门已下发要求，再次明确2020年全年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关的领域。因此虽然房企在资金来源上有边际的改善，但是融资政策没有明显松动，融资调控仍将与行业整体调控保持一致步调。

境外融资方面，在海外疫情形势恶化、原油价格大幅下跌的背景下，国际金融市场剧烈波动，投资者避险情绪升温，美元风险资产遭到抛售，大量资金从新兴市场撤离，造成美元流动性紧张，美元指数大涨。3月，中资美元债市场受到较大冲击，一级市场由于美元流动性紧缺，房企发债艰难；二级市场中流动性较高的大型房企地产美元债遭到优先抛售，整体跌幅较大，导致收益率大幅上升，直接推高了海外发债的融资成本。在美联储大幅降息、推出QE计划的背景下，预计未来美元流动性问题会逐步得到缓解。随着美元流动性释放，中资地产美元债的低估值位置凸显，长期中优质资产的属性不会改变。

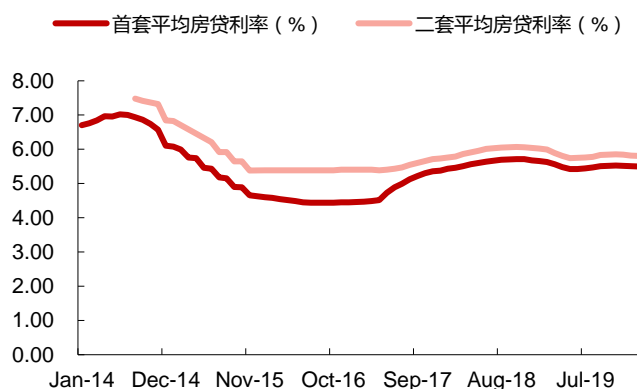
个人按揭贷款方面，19年8月，新的LPR报价施行，各银行在新发放的贷款中主要参考LPR定价，并在浮动利率贷款合同中采用LPR作为定价基准，房贷利率和5年期以上LPR直接挂钩。新的LPR实施至今，5年期利率累计下降仅10bp，对比08年11月存贷款基准利率一次性下调108bp，此次降息幅度明显较小，货币政策较为稳健，需求端信贷不会产生明显放松。3月30日，央行7天逆回购利率下调20bp至2.20%，此举有望引导后期MLF操作中标利率同步下调，从而进一步带动4月LPR利率下行。但是在“住房不炒”的政策基调下，预计未来降息将主要体现在1年期LPR上，以引导实体经济融资成本下行，对冲疫情对经济造成的影响；而5年期LPR大幅下行的概率不大，楼市需求端的信贷调控不会全面放开。

图 29：5 年期 LPR 小幅下降



资料来源：全国银行间同业拆借中心，西部证券研发中心

图 30：全国房贷平均利率稳中有降



资料来源：WIND，西部证券研发中心

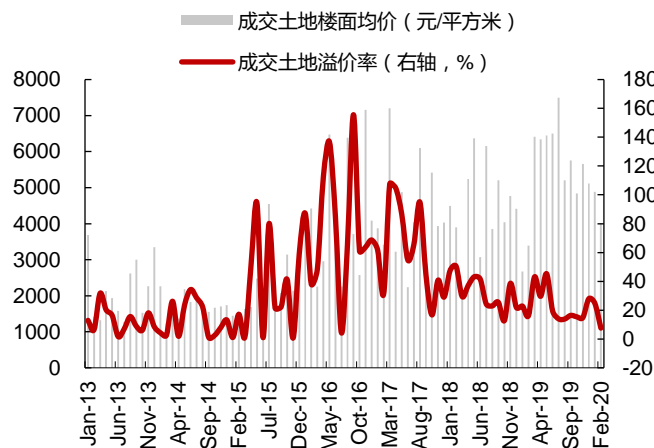
尽管3月5年期LPR维持不变，但全国房贷利率普遍下行。2020年3月，全国首套平均房贷利率5.45%，二套平均房贷利率5.77%，环比分别下降5bp和4bp，已连续4个月下行。从城市分布来看，一线城市悉数下调了房贷利率水平，首套房利率方面，上海、广州和深圳环比

下调了 5bp，北京环比下调了 4bp；二线城市中有 26 个城市的房贷利率环比出现了下调，其中 8 个城市的首套房贷款利率降幅在 10bp 以上。

拿地政策边际改善，短期缓解融资压力

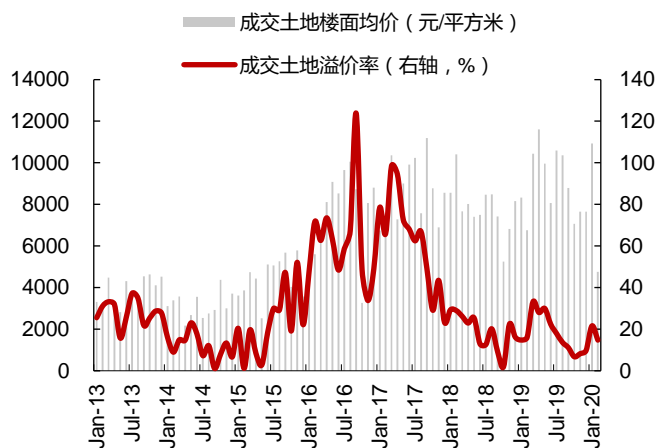
在新冠发生之前，土地市场已近一年遭遇寒冬。2015 年后土地价格被持续抬高，一方面由于自 2016Q4 一二线城市政府开始限价调控，17-18 年由于境外和非标融资市场规模发展较快，一定程度上缓和了境内调控导致的资金压力；另一方面，当时三四线城市受调控影响低于一二线，棚改货币化推高消费者对于房价的预期。到 19 年三四线城市棚改计划退坡和去库存基本完成，更多资金投入重点城市土拍，为控制土地溢价率，政府在拿地端设置众多门槛以提高拿地成本，叠加融资全面收紧，限价令影响项目利润率，土地购置面积在 19 年出现下滑。

图 31：三线城市受调控影响低于一二线，地价已在高位



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 32：二线城市 17 年全面进入调控，土地溢价率快速下滑



资料来源：WIND，西部证券研发中心

而新冠疫情期对 2-3 月土地市场在境内外均造成了影响，先是由于房企前端销售受阻影响预售款和个人按揭资金来源，而除了常规成本外，其线上渠道的投放增加了额外费用；之后国外新冠疫情的发酵导致境外美元风险资产遭到抛售，内房美元债也受到影响。但随着美联储采取多种金融工具保障流动性，后续较为优质的内房美元债一级和二级市场均有望回暖。同时，政府为维持土地市场成交量，支撑政府性基金收入，各地政府纷纷给予土地市场政策便利，内容包括延期缴纳土地出让金、调整土地价款缴付方式和期限、降低土地竞买保证金比例等，预计在疫情影响完全结束前，政策便利仍会持续一段时间，一定程度上为今年拿地营造了窗口期。

表 10：疫情期间土拍政策调整以鼓励开发商拿地

城市	时间	政策内容
南京	2.13	土地款项缴款时间可延期至一级响应结束后的第三个工作日，期间不计利息或违约金。
无锡	2.12	可延期签订合同、交付土地和缴纳出让金，最迟可于我市疫情防控一级响应措施解除后 5 个工作日内办理。
苏州	2.19	一级相应期间，第二期出让金缴纳时间可在原规定缴纳时间基础上顺延，交地时间相应顺延。
上海	2.12	未按合同缴款、交地不作为违约行为，土地价款可申请延期缴付或分期缴付，交地时间顺延。
杭州	2.11	合同约定应在 2020 年 1 月 31 日至 2020 年 2 月 20 日期间缴纳土地出让金的，该期土地出让金可顺延 21 天缴纳。
合肥	2.14	一级响应期间缴纳土地出让金的，可顺延至合肥市突发公共卫生事件一级响应结束之日后 10 个工作日内缴纳。
福州	2.14	按合同约定应在疫情防控期间缴交的出让金，延期至疫情消除后 10 日内缴交。
南昌	2.12	可申请延期缴纳土地出让金，延期时间为 2020 年 1 月 24 日（含）至疫情消除日（含）的天数再加 15 天。

自本通知发布之日起至2020年12月31日期间出让的宗地，土地出让竞买保证金比例全部调整为20%；土地出让金缴纳期限全部调整为：商品住宅或商住混合用地出让金缴纳期限为6个月，其他项目用地出让金缴纳期限为12个月，但签订土地出让合同一个月内须缴纳50%。

济南 2.14

医疗卫生用地及工业、仓储等产业用地，土地出让金可延期到疫情消除日（不含）后10个工作日内缴纳；

其他用地项目，可在合同约定期限的基础上延期1个月缴纳，并按照同期中国人民银行贷款利率支付出让金利息。

青岛 2.21

新出让的房地产开发用地（包含商服用地和商品住宅用地）可按起始价的50%确定竞买保证金，按照成交价的20%缴纳定金；其他用地可按起始价的20%确定竞买保证金，出让合同签订后一个月内缴纳至土地出让价款的50%，余款可在一年内分期缴纳。

沈阳 2.17

土地出让金缴款时间在疫情一级响应期间的，可延期至一级响应期结束后第五个工作日，期间不计违约金。

西安 2.12

新出让土地可按起始价的20%确定竞买保证金，出让合同签订后一个月内缴纳土地出让价款的50%，余款可分期缴纳，缴款期限最长不超过一年。

海口 2.18

疫情响应期间新出让土地竞买保证金，可按宗地挂牌出让起始价20%确定，出让合同签订后30日内缴纳土地出让金的50%，余款可在一年内分期缴纳。

三亚 2.15

新出让土地可按起始价的20%确定竞买保证金，出让合同签订后30日内缴纳土地出让金的60%，余款可在年内分期缴纳。

资料来源：西部证券研发中心

非典发生期间，土地购置面积和购置费增速放缓，购置平均价格有所下滑。经历了2002年招拍挂推行，土地价格大幅上涨，03年国土资源部陆续严格控制土地供应总量，适当增加普通住宅土地供应，控制商业用地和高端别墅用地供应。因此在非典结束后，土地购置平均价格较快的回归上升通道，但购置面积增速有所放缓。**2009年甲流发生期间**，正好恰逢金融危机后政府财政投放拉动内需，将建设用地指标调整为630万亩，增加50万亩的指标；加大闲置土地利用，在流转方面释放30万亩的流量；加快审批速度，通过缩短审批时间、简化审批程序、允许先行用地来保证扩内需项目及时落地。资金和政策支持使得土地市场并未受到甲流影响，购置面积和购置费同比增速持续提升。

图 33：土地购置面积 2019 年来持续下滑



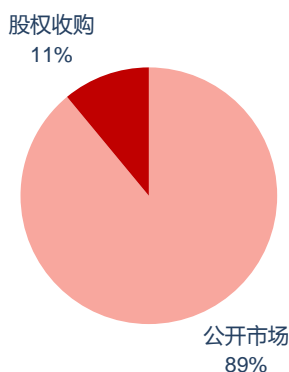
资料来源：WIND，西部证券研发中心

兼并收购和股权合作有望迎来较快发展

经过 19 年融资收紧和今年一季度疫情影响，不少中小房企在资金端承受巨大压力。如果项目前期拿地成本较高或者后期销售运营不及预期，往往因此产生蝴蝶效应，导致资金链断裂。这些开发商不得不将其部分项目出售以换取现金流稳定，相较而言，融资具有优势的龙头房企有望通过兼并收购获得额外的项目资源。以旭辉集团为例，去年其合作并购方式拿地占到拿地总金额的 21%，新获得项目并表比达 76%，拿地面积权益比从 18 年的 58% 上升至 19 年的 65%。

图 34：旭辉集团 2018 拿地公开市场占绝大部分

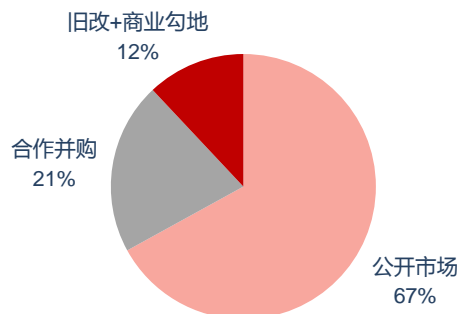
旭辉集团2018拿地渠道（按应占地价金额）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 35：旭辉集团 2019 拿地合作并购显著上升

旭辉集团2019拿地渠道（按应占地价金额）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

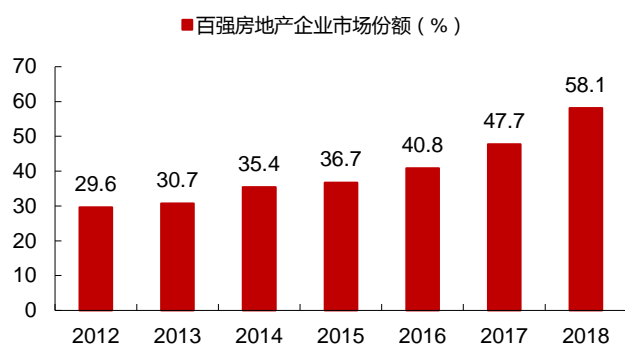
另外，去年重点城市项目利润率受到控制和融资全面收紧，越来越多的开发商选择项目的股权合作形式开发，一方面减少单个项目资金和人员的投入，将各自比较优势结合，提升项目效率；另一方面，减少拍卖相互竞价压力，更好控制土地成本，因此近年来这些公司整体权益开发比例均呈现上升趋势。尽管此次疫情之下，融资环境边际有所改善，但我们认为兼并收购和股权合作仍将得到较快发展，它们客观上将推动行业整合，优化资本和土地两大生产要素跨项目、跨区域、跨公司的全面优化，无疑对融资成本较低、融资渠道较多元化的龙头房企更为受益。

物业管理行业挑战和机遇并存，催生品牌溢价和业务创新

项目物管企业与开发商往往一脉相承，传统物管服务仍是主要营收来源

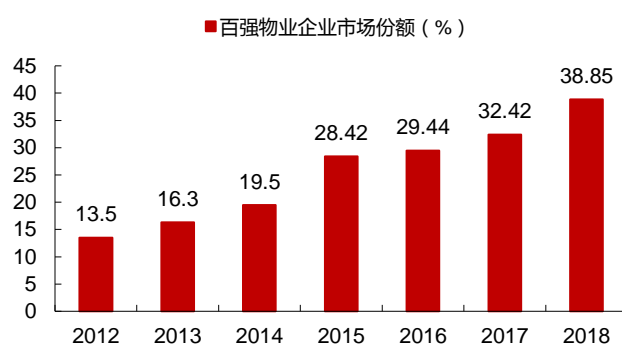
由于物业管理公司获取的项目资源主要是来源于开发商拟开发项目，因此开发商更倾向于使用同一个集团的兄弟物管公司，一方面利于开发商形成对业主居住系统的全方位服务，构筑居家生态闭环，以提升集团品牌溢价；另一方面也有利于降低兄弟物管公司获客成本，扶持其较快形成规模效益。因此受制于早期开发商集中度较低，物管企业早期也存在一定的地域性；同时，由于物业相较于地产高杠杆运营而言，其准入门槛相对较低，因此行业集中度低于房地产。但随着近年百强房企销售规模增长远高于行业平均水平，房地产市场集中度稳步提升，逐渐推动物管行业市场集中度的提升。

图 36：百强房地产企业市场份额



资料来源：中国指数研究院，西部证券研发中心

图 37：百强物管企业市场份额



资料来源：中国指数研究院，西部证券研发中心

物管企业业务主要分为传统物业管理和增值业务。传统物业管理主要是酬金制和包干制两种制度，其中，酬金制在境外居多，是给物业管理企业规定一个稳定的佣金率，一般为管理费的8%—12%，所有的管理费都存放在业委会监管的账户中，扣除当年支出后结余或者不足均由业主享有或者承担。而包干制在国内占绝大部分，是业主们每年付给物业管理企业一笔物业管理费，扣除物管企业的成本和各项费用后的盈余或亏损均由物管企业享有或承担。增值业务主要分为业主增值和非业主增值。

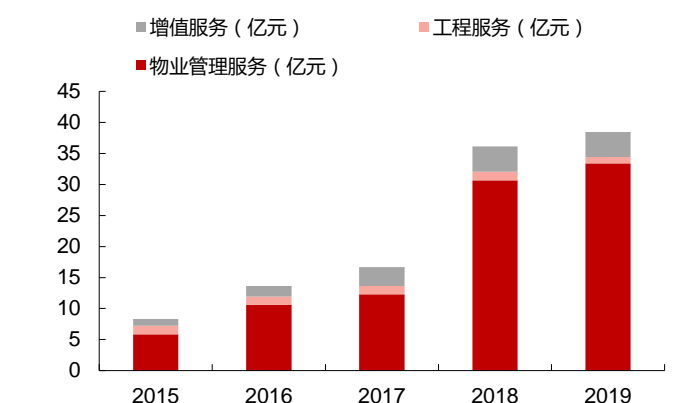
图 38：增值业务模式分类

增值业务模式分类	对应业务内容
非业主增值	预销售服务
	顾问服务
	自动化硬件设备安装
	公用设施维护
	社区自动化设备租赁
	节能服务
	车位尾盘销售
	其他非业主增值服务
业主增值	网络推广服务、租赁平台信息服务、理财、电商服务、家政服务
	二手房租售服务
	社区宣传、储存空间租赁服务
	线下促销活动
	节能管理服务
	其他业主增值服务

资料来源：西部证券研发中心

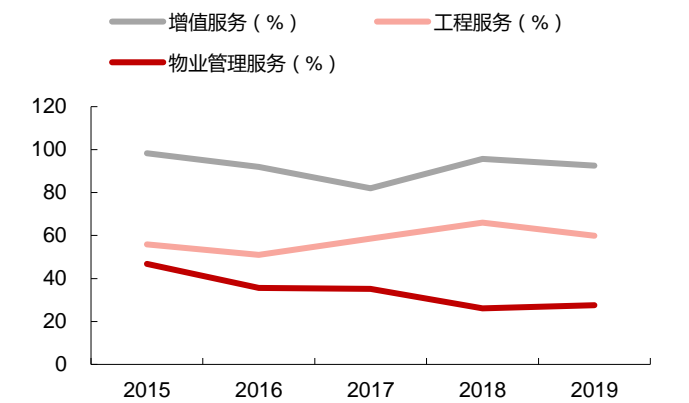
目前境内绝大部分物管公司以传统业务为主，增值业务为辅。以彩生活物管公司为例，其收入来源以传统物业管理服务为主，增值业务毛利率远高于传统业务毛利率，由此可见在高毛利的趋势下，未来增值业务发展空间巨大。

图 39：彩生活 2015–2019 年间各业务营业收入



资料来源：同花顺 iFind，西部证券研发中心

图 40：彩生活 2015–2019 年间各业务毛利率



资料来源：同花顺 iFind，西部证券研发中心

新冠疫情下的中流砥柱，政策补贴助力共克难关

这次新冠疫情相较于之前的非典和甲型流感而言，对于物业行业最大冲击在于全国各地大部分城市都响应国家号召，居家隔离，不少疫情严重的城市甚至采用封城政策；同时此疫情潜伏于回乡之际，发生于新年之家，因此大部分区域小区居民人数上较平时上升许多，物业企业的管理难度显著加大，人手配置也因为春节用工难而捉襟见肘。短期之内对物业管理企业产生较大压力。但因此得到政府的高端关注和支持，一方面协调基层组织与所处小区物业公司展开全面合作，在街道办的指导下，小区居委会和物管公司倾力合作，协助政府进行本小区居民出入登记和上门体检等基层服务工作。另一方面，各省市区政府陆续出台相应的支持性政策，这些政策主要分为两种形式：一是直接或间接为物业管理企业提供补贴，比如杭州、宁波、温州、合肥和绍兴皆对参与区内疫情防控工作的住宅小区物业服务企业按在管面积给予物业费的资金补贴。另一种是直接或间接为物业管理企业减免租金和延期支付税款，比如重庆市就发布对中小微物业服务企业免缴养老、失业及工伤保险，同时对大型物业服务企业则选择缓交社保费用。

表 11：各地政策助力物业企业

省市	政策
杭州	明确加大对物管企业扶持力度，对参与属地疫情防控工作的住宅小区物业服务企业，政府可按照在管面积每平方米 0.5 元的标准给予两个月补助。
宁波	对参与属地疫情防控工作的物业服务企业，按在管面积每月每平方米 0.5 元的标准给予 2 个月财政补助。
温州	对参与属地疫情防控工作的住宅小区和医院物业服务企业，政府可按照在管面积每平方米 0.3 元的标准给予两个月补助。
绍兴	对参与区内疫情防控工作的住宅小区物业服务企业，按照在管面积每平方米 0.2 元的标准给予两个月补助。
合肥	对市区范围内服务住宅小区的物管企业，按照实际在管面积，给予 0.2 元/平方米/月的财政补助，补助时间 2 个月。
江苏	对批发零售、住宿餐饮、物流运输、文化旅游等受疫情影响较重的服务业企业，坚持不裁员或少裁员的，可参照困难企业标准，给予 1–3 个月的失业保险稳岗返还补贴。

资料来源：西部证券研发中心

表 12：减免租金和延期支付税款相关政策

省市	政策
重庆	提出帮助落实社会保障优惠政策。要求各区县住房城乡建设主管部门要根据国家和市级相关规定，指导物管企业享受相关优惠政策：我市中小微物业服务企业，纳入免征单位缴纳的养老、失业及工伤保险的范围，时间为 5 个月（2 月至 6 月）；将大型物业服务企业纳入减半征收范围，时间为 3 个月（2 月至 4 月）。6 月底前物业服务企业可缓交住房公积金；受疫情影响生产经营出现严重困难的物业服务企业，可申请缓缴社会保险费，缓缴期限原则上不超过 6 个月，缓缴期间免收滞纳金。

行业点评 | 房地产

上海	提出减免企业房屋租金。中小企业承租本市国有企业的经营性房产（包括各类开发区和产业园区、创业基地及科技企业孵化器等）从事生产经营活动的，先免收2月、3月两个月租金。
江苏	提出落实国家储备商品有关房产税、城镇土地使用税、印花税优惠政策以及大宗商品仓储设施城镇土地使用税优惠政策。
苏州	提出对承租国有资产类经营用房的中小企业，1个月房租免收、2个月房租减半；因疫情原因，导致企业发生重大损失，正常生产经营活动受到重大影响，缴纳房产税、城镇土地使用税确有困难的，可申请房产税、城镇土地使用税困难减免。

资料来源：西部证券研发中心

传统物管服务物业费与交缴率均有望上升，增值业务偶获发展契机

长期以来，物业费的收缴和物业费提价成为物业企业经营中较大的痛点。一方面，由于物业服务同质化较高，且业主有权在物业委托管理合同到期时，主动要求更换物业企业，因此物管方与业主较难有议价能力，另一方面，物业管理费的上涨严格意义上需要物业管理公司向业主委员会提出申请召开全体业主大会，并且在会上往往需要至少2/3以上户业主或者2/3以上居住面积的业主同意，物业费才可以通过涨价申请。但由于目前大部分小区尚未成立成熟的业主委员会，因此面对日益上涨的人力和运营成本，大部分物业管理企业均采用灵活用工，同时积极拓展新开楼盘的物业管理项目，往往新开楼盘的物业管理费价格远高于老楼盘，以此维持其利润率水平。

究其原因，主要是业主满意度不高，导致物业提供的服务和价值并未受到业主的肯定，而部分物业由于怕开展额外服务降低利润，则更不愿意提供服务，陷入囚徒困境。以四川达州为例，其市内共有120家物管企业，经营管理157个住宅小区，18年欠缴物业费高达3928万，交缴率只有42%左右。面对本市物管企业经营压力，2019年10月，达州市住房和城乡建设局发出《达州市住房和城乡建设局关于限期缴纳物业服务费的通知》，明确表示11月底前仍未补交欠缴物业费的人员，将记入名单，所欠缴时间及金额将函告其工作单位，并推送市（区）纪委监委和组织部。根据《2018年全国物业管理行业发展报告》显示，由于业主满意度提升，百强物业服务企业的物业交缴率从2014年的93.02%提升至2017年的94.14%。在此次疫情中我们看到了物管企业为抗击疫情、保障业主生命安全和居家隔离需要所提供的多元化服务，业主的满意度有望因此大幅度提升，未来在缴交率和物业管理费上均有望得到提升。

19年国家积极推进在全国范围内实施老旧小区改造，未来几年随着该项政策的逐步落地，物业管理企业在老旧小区中的作用将更为重要。一方面，旧改势必会造成小区公共资源区域的新分配和规划，届时有望引进许多新的社区设施和活动场景，给予业主更好的居住体验。另一方面，老旧小区改造有望动用住宅专项维修基金，势必会加大业委会的决策权，而具体维修项目施工到竣工查验的配套管理工作或需要物业管理公司代为监管，这将进一步捆绑其和业主两者的关系。

增值业务有望成为物管公司重要利润来源。通过上文分析，增值业务整体利润率远高于物业管理服务。此次新冠疫情使得许多业主由于居家隔离接受了物业管理企业提供的增值服务，尽管随着目前疫情逐步得到控制后，诸如口罩预订、无接触送快递或外卖等服务有所下降，但诸如宠物健康管理、送菜上门等其他新型智慧居住服务体系仍将继续为业主服务。例如，山东省郯城县某小区，保利物业全面开展无人机消毒作业，后续无人机在平常也将有望在更多场景中得到使用。未来增值业务发展空间大，该业务目前占总收入比重较低，未来随着业务创新不断推进，业务种类也更多元化，发展空间较大。

西部证券—行业投资评级说明

超配:	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上
中配:	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于大盘（沪深 300 指数）-10%到 10%之间
低配:	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队：

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕哈屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	18662826262	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售助理	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售助理	19121348206	yanyue@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售助理	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhuzhu@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
袁盼峰	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
魏彤	北京	机构销售助理	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。