

房地产行业2018年11月策略—— 未来一年可能类似2012年

证券分析师：区瑞明

电话：0755-82130678

E-MAIL: ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

2018年11月15日



国信证券经济研究所

Guosen Securities Economic Research Institute

目录

- 摘要 3
- 前期策略回顾 6
- 未来一年房地产形势可能类似**2012年** 7
- 策略和风险提示 27

- 一. 我们判断**2018**年下半年中国房地产基本面重归理性、逐步降温，根据原创的《区瑞明地产A股小周期理论框架》，优势地产股的投资机会将逐步显现。 **2018**年8月，我们已开始对优势地产股的行情转为乐观；
- 二. 回顾**2018**年**8-10**月份房地产行业基本面及A股市场表现，我们上述判断基本被印证。在当前位置，我们对未来一年优势地产股的走势仍然较乐观，认为有较大概率走出类似**2012**年那样的行情，具体而言：
 1. 行业基本面在周期规律和前期调控的双重作用下，即使政策面相机抉择地逐步改善，基本面仍可能先表现为惯性向下寻底，至**2019**年某个阶段（大概率在二季度之后），销售累计同比增速出现超过**-10%**以上的下滑，土地市场重挫，从**2018**年下半年起算，将出现超过一年的低迷，流拍频频；
 2. 行业基本面惯性向下的过程中，一方面政策预期势必改善，另一方面，的确亦倒逼政策真正地、实实在在地改善。政策改善将提升市场信心、防止行业基本面“崩盘”、让行业基本面能

- 较大概率地在一年内找到底部并企稳；
3. 在行业基本面寻底过程中，优势地产股因为集中度提升的原因，其**2019**年合同销售口径大概率仍能保持一定幅度（约**20%**左右）的惯性增长，合同销售毛利率虽略有下滑，但由于土地增值税是超率累进税率，所以对合同销售净利率影响轻微，而损益表口径由于反映得是**2017**年的合同销售增长及合同销售净利率，仍将显著增长。优势地产股这样的基本面，再叠加政策改善，在股价变现上，大概率会有比较好的行情；
 4. 通过对**2009**年“四万亿”引发的地产股行情、**2012**年稳增长引发的地产股行情及**2014**年超级宽松引发的地产股行情进行比较研究，我们认为未来一年行业形势可能类似于**2012-2013**年：①政策面虽然表态严厉，但行动上仍憋不住，不得不适度放松；②基本面先下后稳，很可能也类似于**2012-2013**年，在稳住之后，热点城市不会太多、房价涨幅也不会像**2009**年“四万亿”之后的那波行情（发生在**2009**年-**2010**

年上半年)以及2014年超级宽松引发的那波行情(发生在2014年3季度-2016年12月)那么大;③反映到优势地产股的股价表现,大概率会走出类似2012年那样的显著相对收益和绝对收益;

三. 维持行业“超配”评级及保利、万科A、新城控股、华夏幸福、招商蛇口、中南建设、阳光城、荣盛发展、华侨城A、中国恒大、龙光地产、旭辉控股、宝龙地产、世联行等品种的“买入”评级; 11月组合: 保利、万科A、新城、华夏幸福、招商蛇口;

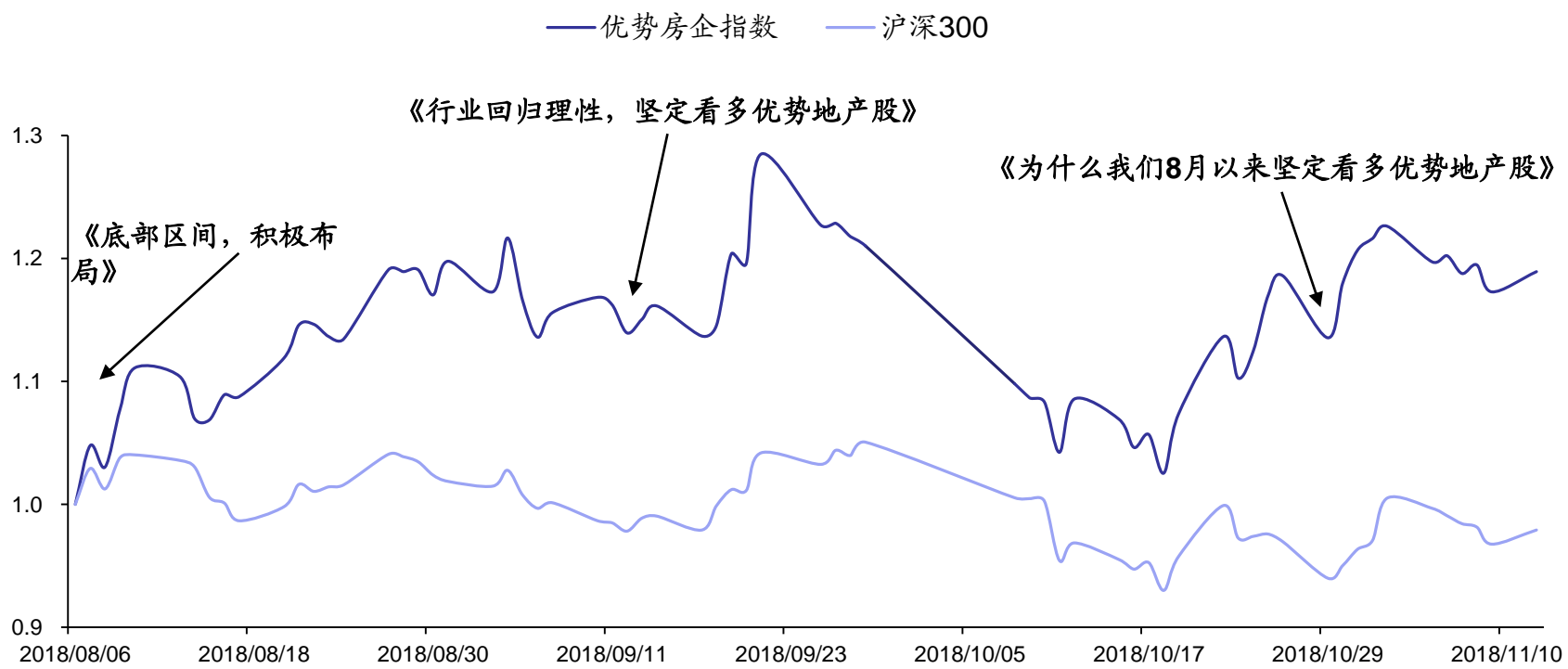
四. 风险:

1. 市场的风险: 若房地产行业硬着陆而政策又迟迟不转暖;
2. 研究框架的风险: 上述策略建议所基于的研究框架为《区瑞明地产A股小周期理论框架》, 其核心假设在于——商品住宅开发仍是中国的支柱产业。若中短期崛起一个市场容量与商品住宅开发一样巨大、且能替代商品住宅开发对中国宏观经济拉动作用的行业, 则上述研究框架失效, 相应地策略建议亦失效。

前期策略回顾

区瑞明地产A股小周期理论框架再度被印证——

图1: 2018年8月以来优势地产股显著跑赢大盘并录得显著绝对收益



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

未来一年房地产形势可能类似2012年

一. 宏观背景相似之处:

1. 2008年底“四万亿”催生了2009年至2010年上半年的房地产强劲复苏和大级别繁荣，这波房地产“泡沫”幅度之大、范围之广导致了2010年4月份中国房地产史无前例的调控政策出台。而2014年开启的“超级宽松”辅之以“棚改货币化”催生了2014年三季度至2016年四季度的房地产强劲复苏和超级繁荣（部分地区的繁荣持续至2018年上半年），这波房地产“泡沫”幅度之大、范围之广亦导致了2016年10月份中国房地产开启了新一轮史无前例的调控政策大幕；
2. 2010年下半年开启的那波调控，除了严控房地产之外，加准、加息等收流动性是标准动作，本质上是对冲2009年“四万亿”后遗症，为“四万亿”埋单。2016年四季度开启的那波调控，目的是防范和化解金融风险，去杠杆收流动性、严厉调控房地产，本质上是对冲2014年开启的“超级宽松”后遗症，为“超级宽松”埋单；
3. 2010年下半年对房地产严厉调控至2011年底政策边际改善之前，政府为了降低经济对房地产的依赖、对冲房地产调控导致房地产基本面下滑的负面影响，出台了各种扶持其他行业的政策、扶持民营经济的

未来一年房地产形势可能类似2012年

政策以及区域振兴政策。虽然这些政策对当时的稳增长、调结构起到了不同程度的效果，但是随着2011年房地产基本面逐步降温、土地流拍逐步增多，导致地方财政以及稳增长、保就业的压力越来越大，2011年底，房地产政策还是憋不住、不得不由“打压”转向了“松动”。从2011年底贯穿整个2012年全年，这种“松动”整体上显得“扭扭捏捏”，从政府表态来看，口风还是很严，虽然货币实实在在地在松，利率也往下走，部分限制性的政策，比如9070政策、比如部分二三线城市限购政策也名存实亡，但“坚持房地产调控不动摇”、“部分城市房价虽已下跌，但远远没有回归到合理水平”等表述，仍是党中央和国务院表态的主基调，在2012年7月，国务院还部署了针对对16个城市房地产调控执行不到位的督查。

4. 2016年四季度至今，以防范和化解金融风险为目的而开启的严厉的房地产调控已逾两年，已取得明显的效果，进入2018年三季度，房价已停涨甚至部分地区已开始显著下跌，土地流拍加剧，财政压力和稳增长、保就业的压力再次凸显。与2012年类似的是，政府为了降低经济对房地产的依赖、对冲房地产调控导致房地产基本面下滑对经济的负

未来一年房地产形势可能类似2012年

面影响，2018年以来也出台了各种扶持其他行业、扶持民营经济的政策以及区域振兴政策。与此同时，房地产行业的政策虽然出现了边际改善：部分城市限价政策取消了、部份城市以“引进人才”的名义放松限购了、部分按揭利率最紧的城市按揭利率反而在往常资金面最紧的四季度悄然下降了……，但从政府表态上，口风还是挺严的，很像2012年的时候，和2012年略有不同的是，今年四季度官方舆论并没有像2012年那么一致的严厉，在2018年10月24日，新华网还刊登了一篇采访清华大学房地产研究中心主任刘洪玉的专电，主要内容可以概括为“为房地产正名、房地产对国家的贡献巨大且不可替代”；

5. 2012年房地产政策改善前后，股票二级市场投资者大多数对“稳地产”保经济增长、保就业并不以为然，觉得2005-2007年全国房价普涨一大波、2009年“四万亿”又是普涨一大波，一方面，两大波房地产繁荣使得购房需求多多少少被透支了，未来人口红利又开始衰减了，另一方面，“四万亿”的后遗症还没消化完，稳增长、保就业无论如何不能又依靠房地产，长期来看还是应该依靠科技立国、制造业立国；
6. 当前的股票二级市场投资者的预期和2011-2012年很像，毕竟2014年

未来一年房地产形势可能类似2012年

二季度开启的“超级宽松”再度导致了全国房价普遍大涨，居民杠杆率在这波房价大涨中上升较快，股票二级市场投资者的主流想法理所当然是：稳增长、保就业不能再度依靠房地产，长期来看还是必须依靠科技立国、制造业立国。当然，和2012年比，今年大家还多了一份对“减税”的期待；

7. 我们认为：长期而言，无论从逻辑上看，还是就理想、情怀而言，前述的股票二级市场投资者在2012年房地产政策改善前夕以及在当前的主流观点都毫无疑问是正确的，但中短期而言，可能还是得考虑一下国情现实。权宜之计很多时候也是不得不为之的，特别是当前和2012年比，情况更为复杂：一方面很多可以促增长的行业领域在前几年都被利用得较为充分了，比如电商、汽车、光伏、风电、新能源汽车、互联网金融、影视、游戏……，哪一个不是在前几年出现过跨越式、爆发式的发展？另一方面，和2012年比，当前中美贸易争端也给未来宏观经济带了一定的不确定性；

未来一年房地产形势可能类似2012年

二. 基本面相似之处:

1. 如前述，由于经历了2009年的“四万亿”带来的楼市大繁荣，所以2011年底股票二级市场的投资者的主流观点是对之后再依靠房地产稳增长、保就业是没有多大期待的。况且2011年全年房地产的各项指标似乎也不算坏，房地产投资累计同比增长27.9%、新开工累计同比增长16.2%、销售额累计同比增长12.1%、销售面积累计同比增长4.9%。很多房企的销售增长也挺不错的，招商地产增长了75%、中国恒大增长了59.4%、中南建设增长了58.4%、华夏幸福增长了42.5%、碧桂园增长了31.3%、万科增长了12.4%、保利地产增长了10.7%。大家普遍认为：后面再靠房地产来稳增长、保就业，无论政策面还是基本面很难有多少空间，政策面很难再来一波“四万亿”，如果没有“四万亿”的力度，基本面也不会有像样的反弹。市场这样的主流观点其实也不无道理，2012年-2103年，房地产政策虽然松动了，但力度的确不如“四万亿”，在2012年-2013年那波行情中，房地产基本面的反弹力度也不算特别猛，武汉、苏州、成都、无锡、长沙房价从2012年最低点到政策松绑后的2013年最高点最大涨幅均位于20%以下；

未来一年房地产形势可能类似2012年

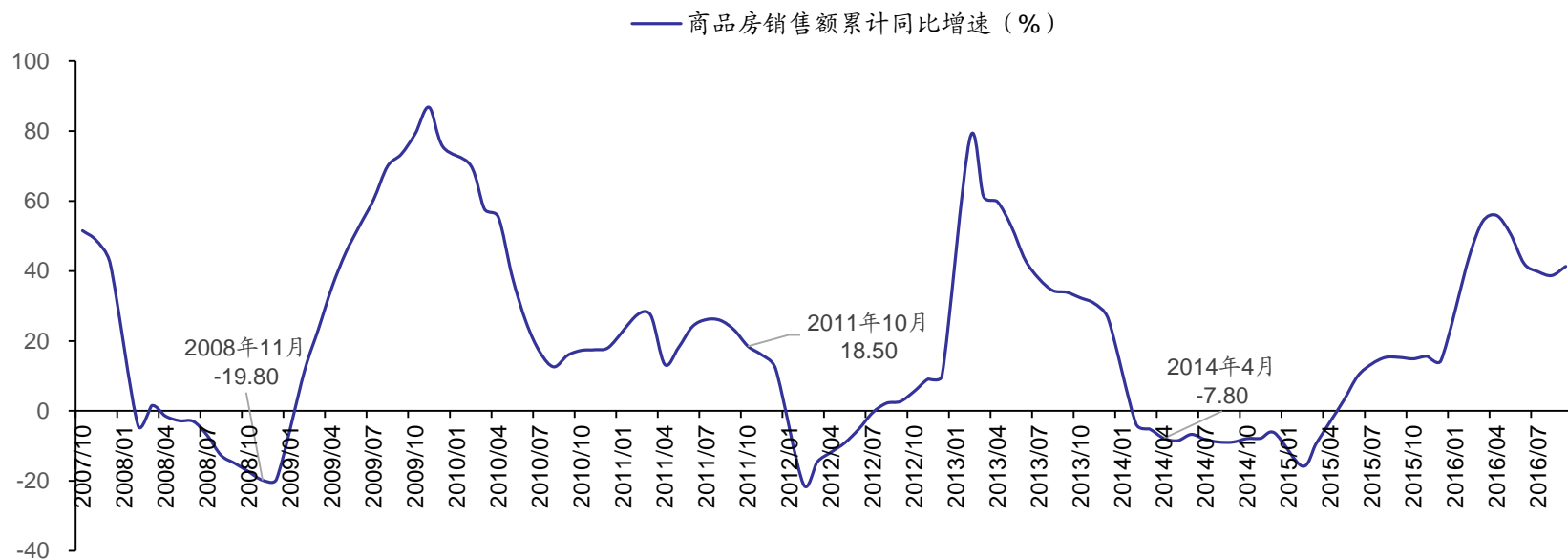
2. 当前的情形与2012年类似，首先，主流观点认为政策面很难再来一波力度像2014年二季度开启的“超级宽松”，其次，且房地产行业的各项指标从累计同比增速看，都还落在在正增长区间，特别是房地产投资和新开工也还不错，我们判断，后面为了稳增长、保就业而对房地产行业政策采取的部分松绑会类似2012年，效果也类似2012年。

未来一年房地产形势可能类似2012年

对2012年前后房地产基本面及政策面的梳理——

相较于2008年及2014年房地产行业小周期复苏期，2011年末复苏阶段开启时，全国新建商品房销售同比增速还没有呈现负增长，2011年10月全国新建商品房销售额同比增速还维持在18.5%的较高位置。

图2：新建商品房销售额同比增速

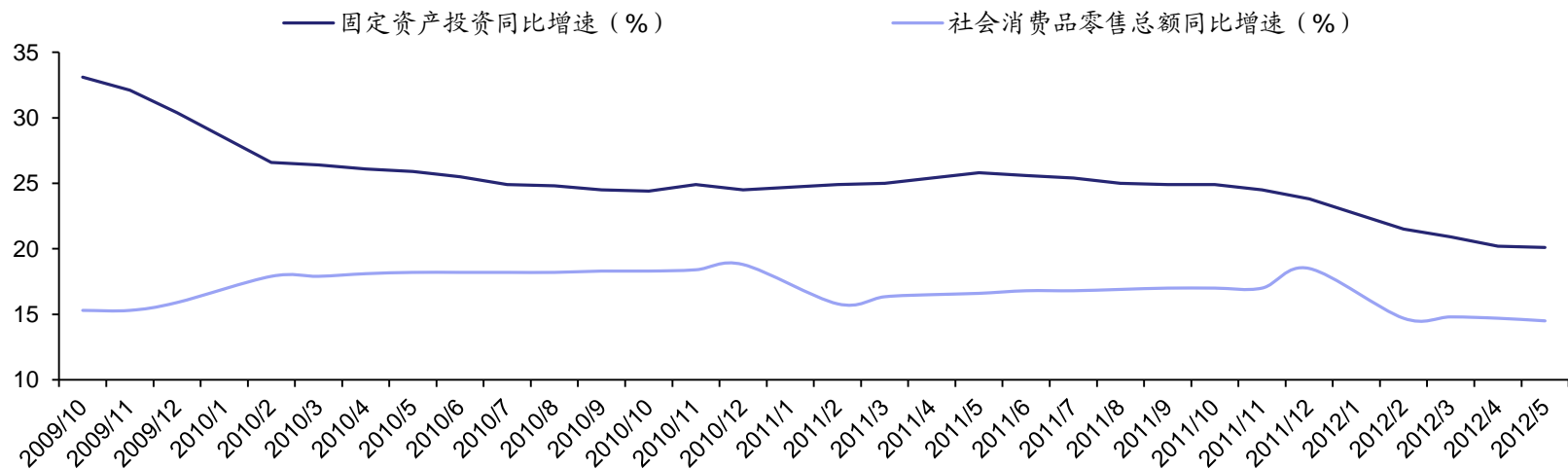


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

未来一年房地产形势可能类似2012年

为了刺激经济，2010至2012年期间中央政府相继出台了关于“非公36条”、促进中小微企业发展、促进工业转型、振兴东北、大力推动水利改革金融服务等多项扶持政策。而与此同时政府对于房地产行业“坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归”的严厉表态一直没有变化，2012年3月国务院总理答记者问时明确指出“房价还远远没有回到合理价位”，2012年9月住建部称“将问责楼市调控不力地区”。

图3：2011年经济放缓逐步显现



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

未来一年房地产形势可能类似2012年

表1: 2011-2012年部分经济刺激政策（非房地产行业）

时间	事件	主要内容
2010-5-13	《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》	进一步拓宽民间投资的领域和范围，鼓励和引导民间资本进入基础产业、市政公用事业和政策性住房建设领域、社会事业领域、金融服务领域等。
2011-12-29	财政部工业和信息化部关于印发政府采购促进中小企业发展暂行办法的通知	发挥政府采购的政策功能，促进符合国家经济和社会发展政策目标，产品、服务、信誉较好的中小企业发展。
2011-12-30	国务院关于印发《工业转型升级规划（2011—2015年）》的通知	推进中国特色新型工业化，进一步调整和优化经济结构、促进工业转型升级，不断增强我国工业核心竞争力和可持续发展能力。
2012-1-13	国务院关于印发《全国现代农业发展规划（2011—2015年）》的通知	加快发展现代农业，既是转变经济发展方式、全面建设小康社会的重要内容，也是提高农业综合生产能力、增加农民收入、建设社会主义新农村的必然要求。
2012-2-29	人民银行、发展改革委、财政部、水利部、银监会、证监会、保监会关于进一步做好水利改革发展金融服务的意见	全面加强和提升对水利改革发展的信贷支持和服务、积极拓展多元化投融资渠道支持水利改革发展。
2012-3-4	国务院关于东北振兴“十二五”规划的批复	继续实施区域发展总体战略和主体功能区规划，充分发挥东北地区的特色和优势，促进区域经济良性互动、协调发展，为实现全面建设小康社会目标打下坚实基础。
2012-3-19	财政部关于印发《国家级经济技术开发区国家级边境经济合作区基础设施项目贷款中央财政贴息资金管理暂行办法》的通知	为加强国家级经济技术开发区、国家级边境经济合作区基础设施项目贷款中央财政贴息资金管理，提高财政资金使用效益，更好地发挥财政贴息政策的扶持、引导作用。
2012-4-19	国务院关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见	进一步加大对小型微型企业的财税支持力度、努力缓解小型微型企业融资困难、进一步推动小型微型企业创新发展和结构调整、加大支持小型微型企业开拓市场的力度、切实帮助小型微型企业提高经营管理水平等
2012-7-20	财政部、发展改革委关于印发《循环经济发展专项资金管理暂行办法》的通知	支持循环经济重点工程和项目的实施、循环经济技术和产品的示范与推广、循环经济基础能力建设。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府、国信证券经济研究所整理

未来一年房地产形势可能类似2012年

表2：2011-2012年关于房地产调控的表态

时间	事件	主要内容
2011-7-12	国务院常务会议提出房地产调控新“国五条”	从严把握和执行房价控制目标，房价过高的地区要加大调控力度，促进房价合理回归；房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施。
2011年7至11月	多城市限购、限价出台	衢州、台州、广东、珠海等城市跟进出台“限购”政策；深圳、廊坊、烟台、中山等城市相继出台局部“限价”政策。
2012-1-31	国务院常务会议	继续严格执行并逐步完善抑制投机投资性需求的政策措施，促进房价合理回归。
2012-2-10	国务院总理温家宝听取社会各界人士对《政府工作报告(征求意见稿)》的意见和建议	房地产发展要充分发挥市场机制的基础性作用，为了促进公平和稳定，政府调控也不能松。
2012-3-2	住建部地产市场监管司司长表示	露头就打，绝不允许地方政府在房地产调控上唱反调。
2012-3-5	2012年《政府工作报告》	坚定不移地加强房地产市场调控，确保调控政策落到实处、见到实效。
2012-3-8	住建部长接受采访表示	“限购令”短期内不会有所微调和放松、“楼市调控不会再出新招，但也绝对不会放松。”
2012-3-14	国务院总理回答中外记者提问	房价还远远没有回到合理价位。因此，调控不能放松。
2012-4-13	国务院常务会议	巩固房地产市场调控成果，坚持房地产调控政策不动摇，决不让调控出现反复。
2012-5-17	住建部房地产市场司副司长表示	未来要进一步巩固调控，促进房价合理回归。
2012-6-5	住建部新闻发言人接受采访	继续坚定不移地抓好房地产市场调控各项政策措施的贯彻落实。
2012-7-19	国土资源部、住房城乡建设部联合下发的《关于进一步严格房地产用地管理巩固房地产市场调控成果的紧急通知》	坚持房地产市场调控不放松，密切配合做好各项工作，不断巩固调控成果，坚决防止房价反弹。
2012-9-26	住建部发声称将问责楼市调控不力地区	适时对执行调控政策不力、放松调控政策，造成房价过快上涨的地区实行问责。

资料来源：凤凰网财经、新浪财经、人民网、中国网、新华网、国信证券经济研究所整理

未来一年房地产形势可能类似2012年

虽然2011-2012年期间“坚持房地产调控政策不动摇”的表态一直没有变化，甚至2011年三季度调控还在加码，事实上，2011年下半年，部分城市已经出现局部放松：由7月份“新国五条”出台后的调控持续加码，逐渐转变为部分城市调控出现微调，如10月南京率先宣布了公积金贷款的政策、佛山11月戏剧性上演了“限购”宣布松绑又当日叫停的一幕。

2011年下半年

- 7月推出新国五条：推进限购、限价，房价过高的地区要加大调控力度，促进房价合理回归；
- 衢州、台州、广东、珠海等城市跟进出台“限购”政策；
- 深圳、廊坊、烟台、中山等城市相继出台局部“限价”政策。

政策
微调



- 10月南京恢复最高可贷款额度、佛山限购松绑（当日叫停）；
- 12月中山“限价”政策于2011年12月31日到期不延续。

未来一年房地产形势可能类似2012年

复盘2012年地产股的行情——

正是在政策出现局部微调后，开启了2012年地产股的一轮大行情。虽期间然受中央对房地产调控的多次坚定表态影响，地产股几度出现回调，但并未改变震荡向上的趋势性行情。



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

未来一年房地产形势可能类似2012年

2012年优势地产股一路上行：如阳光城、华夏幸福、荣盛发展、保利地产、招商地产、万科A股价涨幅分别达255%、249%、170%、112%、105%、89%。

图5: 2012年阳光城股价走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 2012年华夏幸福股价走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

未来一年房地产形势可能类似2012年

2012年优势地产股一路上行：如阳光城、华夏幸福、荣盛发展、保利地产、招商地产、万科A股价涨幅分别达255%、249%、170%、112%、105%、89%。

图7：2012年保利地产股价走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：2012年万科A股价走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

未来一年房地产形势可能类似2012年

当前基本面及政策面的变化——

2018年下半年，土地流拍加速将导致未来地方财政承压：

- 一. 根据2013年12月中国审计署发布的《全国政府性债务审计结果》：地方政府性债务对土地出让收入的依赖程度较高，截至2012年底，11个省级、316个市级、1396个县级政府承诺以土地出让收入偿还的债务余额34865亿元，占省市县三级政府负有偿还责任债务余额93643亿元的37.23%；
- 二. 2015年以来，伴随去库存、棚改货币化的推进，地方政府财政对于土地出让收入的依赖程度会继续攀升。若房地产市场持续走弱，土地流拍现象继续增多，对于过度依赖土地财政的地方，投资、税收和经济增长压力逐步显现。

未来一年房地产形势可能类似2012年

表3: 省、直辖市政府债务对土地出让收入依赖度较高 (截至2013年)

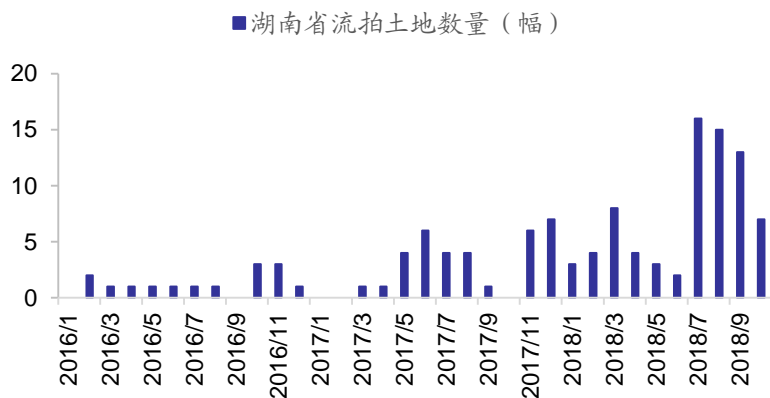
序号	省、直辖市	政府承诺以土地出让收入偿还的债务余额:占偿还责任债务比重
1	浙江	66.27%
2	天津	64.56%
3	北京	60.30%
4	福建	57.13%
5	海南	56.74%
6	重庆	50.89%
7	江西	46.72%
8	上海	44.06%
9	湖北	42.99%
10	四川	40.00%
11	辽宁	38.91%
12	广西	38.09%
13	山东	37.84%
14	江苏	37.48%
15	安徽	36.21%
16	黑龙江	36.10%
17	湖南	30.87%
18	广东	26.99%
19	陕西	26.73%
20	吉林	22.99%
21	甘肃	22.40%
22	河北	22.13%
23	山西	20.67%

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

未来一年房地产形势可能类似2012年

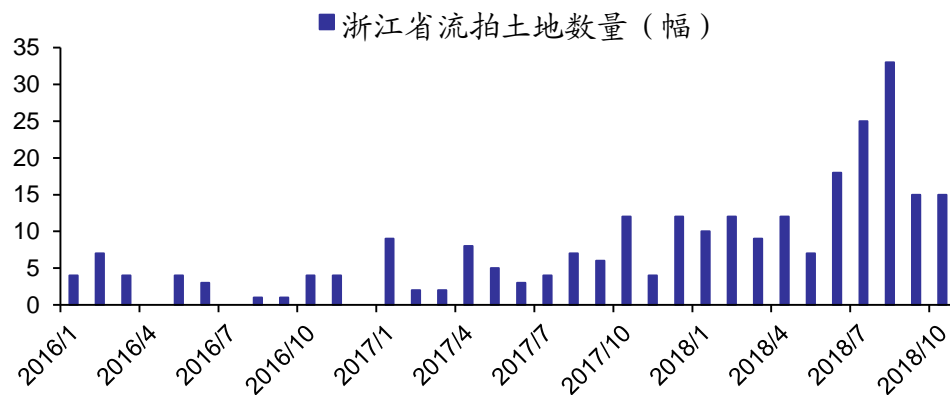
多个省份三季度土地流拍加速，地方财政压力或已显现：如根据中国指数研究院数据，江苏省、浙江省、湖南省三季度流拍土地数量分别达81、73幅、44幅，环比分别增加72%、97%、389%，同比分别增加479%、329%、389%。

图10: 湖南省土地流拍不完全统计情况



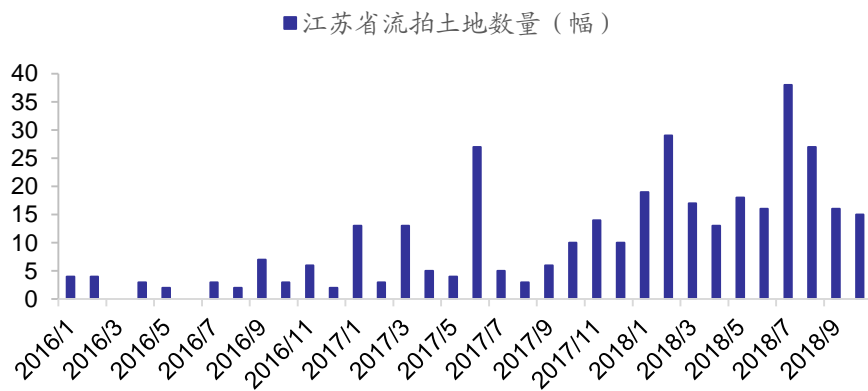
资料来源：中国指数研究院，国信证券经济研究所整理

图9: 浙江省土地流拍不完全统计情况



资料来源：中国指数研究院，国信证券经济研究所整理

图11: 江苏省土地流拍不完全统计情况



资料来源：中国指数研究院，国信证券经济研究所整理

未来一年房地产形势可能类似2012年

政策方面的局部微调也已经出现，9月下旬，房产税在未来五年开征的预期落空已标志着政策改善的信号已经出现，其他政策改善的信号还有：

- 一. 进入10月份，今年以来已第三次降准；
- 二. 国庆前后，厦门、杭州、苏州等地落户政策相继放宽；
- 三. 据新华网报道，10月以来，北京共有6个非限价纯商品住宅获得预售证，其中包括4个报价超过10万元/平方米的项目，限价天花板突破。广州增城区、南沙区、花都区房屋销售价格将按照真实价格备案，限价政策放松。
- 四. 据《21世纪经济报道》及《券商中国》获悉，10月以来北京、广州、杭州、佛山、深圳等房地产热门城市出现部分银行下调房贷利率的现象，且房贷审批有所加快；
- 五. 10月24日，新华网对话清华大学房地产研究所所长刘洪玉教授，为房地产正名，强调房地产业对国家进步的贡献有目共睹且无法替代；
- 六. 10月26日，中国银保监会发布《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》表示，取消保险资金开展股权投资的行业范围限制。

未来一年房地产形势可能类似2012年

表4: 近期部分城市落户政策放宽

日期	城市	文件	内容重点
9月29日	厦门	《重点群体来厦落户实施细则》	放宽外来务工人员落户岛内的条件为5年, 而且进一步放宽了高校毕业生落户厦门的条件。10月1日起实施, 有效期5年。
10月8日	杭州	《杭州市人民政府关于调整完善市区户口迁移政策的通知》	适度放宽投靠迁移政策, 进一步放宽人才落户政策。自2018年10月17日起施行。

资料来源: Wind、中国证券报、国信证券经济研究所整理

策略和风险提示

- 一. 我们预计，未来一年行业形势可能类似2012年，基本面下行倒逼政策一定范围、一定程度松绑，在政策松绑对冲下，行业基本面在一年内见底企稳，企稳之后不会出现2009年“四万亿”及2014年2季度开启的“超级宽松”所引发的大繁荣，地产股表现也会如2012年那样强势；
- 二. 重申2018年8月以来对优势地产股乐观的观点，维持行业“超配”评级及对保利、万科A、新城控股、华夏幸福、招商蛇口、中南建设、阳光城、荣盛发展、华侨城A、中国恒大、龙光地产、旭辉控股、宝龙地产、世联行等品种的“买入”评级；11月组合：保利地产、万科A、新城控股、华夏幸福、招商蛇口；
- 三. 风险提示：
 1. 市场的风险；
 2. 研究框架的风险。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

晨会报告中的内容与观点仅供参考，所有内容与观点以正式报告为准

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

全球视野 本土智慧
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM