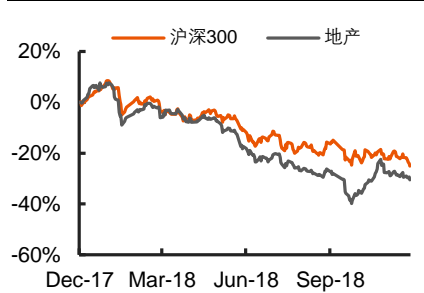


2019年地产行业十大猜想

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*地产*成交环比回升，去化率持续回落》 2018-12-23
 《行业快评*地产*以稳为先，政策弹性空间打开》 2018-12-23
 《行业动态跟踪报告*地产*单月销售降幅扩大，投资端呈现韧性》 2018-12-16
 《行业周报*地产*楼市延续下行，去化率持续回落》 2018-12-16
 《行业年度策略报告*地产*防守反击，伺机而动》 2018-12-14

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
 S1060514080002
 0755-22621493
 YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

研究助理

郑茜文 一般从业资格编号
 S1060118080013
 ZHENGXIWEN239@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **猜想一：政策托而不举，以稳为主。**预计2019年政策面有望从过紧回归平衡，以地方政策微调、货币政策松动为主，整体托而不举，大幅放松概率较小。
- **猜想二：资金面边际改善，压力点或在上半年。**松紧适度的货币政策背景下，预计2019年资金面有望边际改善。2019H1由于楼市下行带来回款收缩、叠加公司债到期高峰，不排除个别中小房企面临资金链压力。
- **猜想三：销售中枢下行，一二线好于三四线。**预计2019年销售面积同比下降6.9%，其中一二线好于三四线，下半年优于上半年。
- **猜想四：土地市场持续承压，房企回归一二线。**楼市下行及资金偏紧背景下，预计2019年房企拿地将持续收缩，布局将回归中长期基本面较好、地价适度回落的一二线。
- **猜想五：新开工同比微降，2019年前高后低。**绝对库存低位叠加三四线房企短期加快开工，预计2019年新开工同比微降2%。
- **猜想六：步入交房周期，竣工有望缓回升。**出于交房的刚性，预计2019年竣工同比增长10%。
- **猜想七：投资高位回落，低个位数增长。**在施工强度降1%、新开工降2%、土地购置费降10%的假设下，预计2019年地产投资同比增长2%。
- **猜想八：强者恒强，集中度加速提升。**楼市下行周期，龙头房企依靠融资、管控及品牌优势，持续扩大市场份额，行业集中度有望加速提升。
- **猜想九：主流房企多元化布局方兴未艾。**新房开发整体增量空间受限背景下，预计2019年将有更多房企关注多元化布局。
- **猜想十：毛利率高位震荡，下行压力渐显。**随着2017年核心城市高地价及限价项目步入结算周期，预计2019H2开始毛利率将逐步承压。
- **投资建议：**展望2019年，尽管行业基本面下行，但板块估值已处于历史低位，且从前三轮周期底部来看，行业触底过程中板块均存在反弹；全年机会在于政策与基本面的博弈，以防守反击为主。从节奏上来看，上半年楼市将继续触底，整体以防守为主，但震荡行情中有政策博弈的反弹机会，建议配置资金状况佳、业绩确定性强、一二线货值占比高的低估值龙头及高股息率个股，如万科、保利、金地、招商等；下半年随着政策环境改善、盈利下调及资金链风险释放，将迎来基本面复苏的反弹，高周转快销售弹性标的表现更佳，如阳光城、新城、中南、荣盛等。
- **风险提示：**1) 2019年上半年存在楼市超调而政策迟迟未见松动的风险；2) 楼市大幅调整带来的资产大幅减值及净利率下滑的风险；3) 若楼市降温超预期，且融资渠道依旧偏紧，不排除部分中小房企面临资金链风险。

正文目录

| | | |
|-----|-----------------------------|----|
| 一、 | 猜想一：政策托而不举，以稳为主 | 4 |
| 二、 | 猜想二：资金面边际改善，压力点或在上半年 | 5 |
| 三、 | 猜想三：销售中枢下行，一二线好于三四线 | 6 |
| 四、 | 猜想四：土地市场持续承压，房企回归一二线 | 8 |
| 五、 | 猜想五：新开工同比微降，2019年前高后低 | 9 |
| 六、 | 猜想六：步入交房周期，竣工有望缓回升 | 10 |
| 七、 | 猜想七：投资高位回落，低个位数增长 | 11 |
| 八、 | 猜想八：强者恒强，集中度加速提升 | 11 |
| 九、 | 猜想九：主流房企多元化试水方兴未艾 | 12 |
| 十、 | 猜想十：毛利率高位震荡，下行压力渐显 | 13 |
| 十一、 | 投资建议 | 13 |
| 十二、 | 风险提示 | 14 |

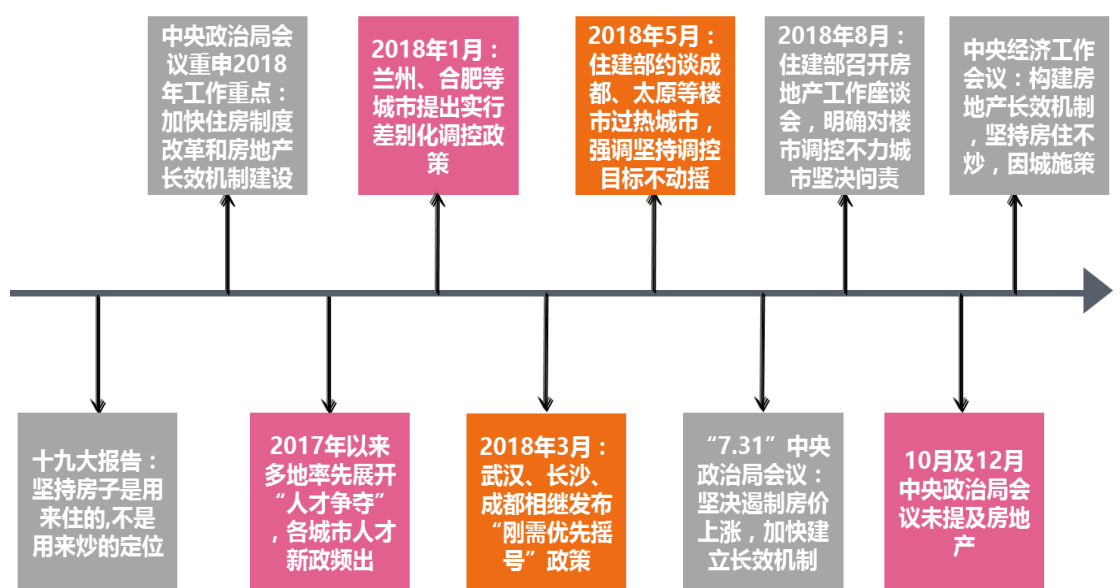
图表目录

| | | |
|-------|------------------------------------|----|
| 图表 1 | 当前政策以稳为先，弹性空间逐步打开..... | 4 |
| 图表 2 | 楼市下行周期，政策整体偏缓和..... | 5 |
| 图表 3 | 房企到位资金增速缓慢回升..... | 5 |
| 图表 4 | 11 月首套房按揭利率环比上月持平..... | 5 |
| 图表 5 | 2018H2 第二梯队房企发债成本略有改善..... | 6 |
| 图表 6 | 房地产信托及债券类合计到期规模分布..... | 6 |
| 图表 7 | 上市房企短期偿债能力优于 2008、2011、2014 年..... | 6 |
| 图表 8 | 一二线城市去化率有所回落..... | 7 |
| 图表 9 | 供应增加去化下行，核心城市单月增速转负..... | 7 |
| 图表 10 | 2018 年前 11 月三四线新开工同比增长 21%..... | 7 |
| 图表 11 | 三四线需求逐步承压..... | 7 |
| 图表 12 | 预计 2019 年销售面积同比下降 6.9%..... | 8 |
| 图表 13 | 百城溢价率大幅回落..... | 8 |
| 图表 14 | 百城土地流拍率逐步上升..... | 8 |
| 图表 15 | 核心城市土地购置面积逐步回升..... | 9 |
| 图表 16 | 2018 年代表房企拿地销售比明显放缓..... | 9 |
| 图表 17 | 2012 年三四线新开工降幅小于全国..... | 9 |
| 图表 18 | 2018 年一二线开工补货、三四线快开工高周转..... | 9 |
| 图表 19 | 销售回落带动住宅开工回落..... | 10 |
| 图表 20 | 目前住宅开工未售库存处近年较低水平..... | 10 |
| 图表 21 | 期房销售增速持续高于竣工增速..... | 10 |
| 图表 22 | 竣工周期滞后新开工三年左右..... | 10 |
| 图表 23 | 2016-2018 年期房销售明显增长..... | 11 |
| 图表 24 | 中性假设下，预计 2019 年投资增长 2%..... | 11 |
| 图表 25 | 房企销售额集中度持续提升..... | 12 |
| 图表 26 | 开发商注重规模同时关注多元化布局..... | 12 |
| 图表 27 | 部分主流房企多元化布局领域..... | 13 |
| 图表 28 | 上市房企毛利率持续回升..... | 13 |

一、 猜想一：政策托而不举，以稳为主

调控成效渐显，政策以稳为先。2016年下半年以来，各地密集出台限购、限贷、限价等楼市紧缩政策，2018年基本延续此前调控政策，“731”政治局会议更是明确“坚决遏制房价上涨”。随着调控持续加码及预期变化，下半年多地楼市明显降温，个别城市已出现以价换量、降价促销项目。在“稳地价、稳房价、稳预期”的背景下，单月销售面积连续三个月负增长，11月70个大中城市房价环比上涨1%，与10月持平，其中一线、二线、三线环比上涨0.2%、上涨1.1%、上涨1%，涨幅呈现平稳回落趋势。12月中央经济工作会议重申“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，意味着2019年在中央层面很难重现大的政策松动，但同时会议亦强调“因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任”，打开地方政策微调空间。

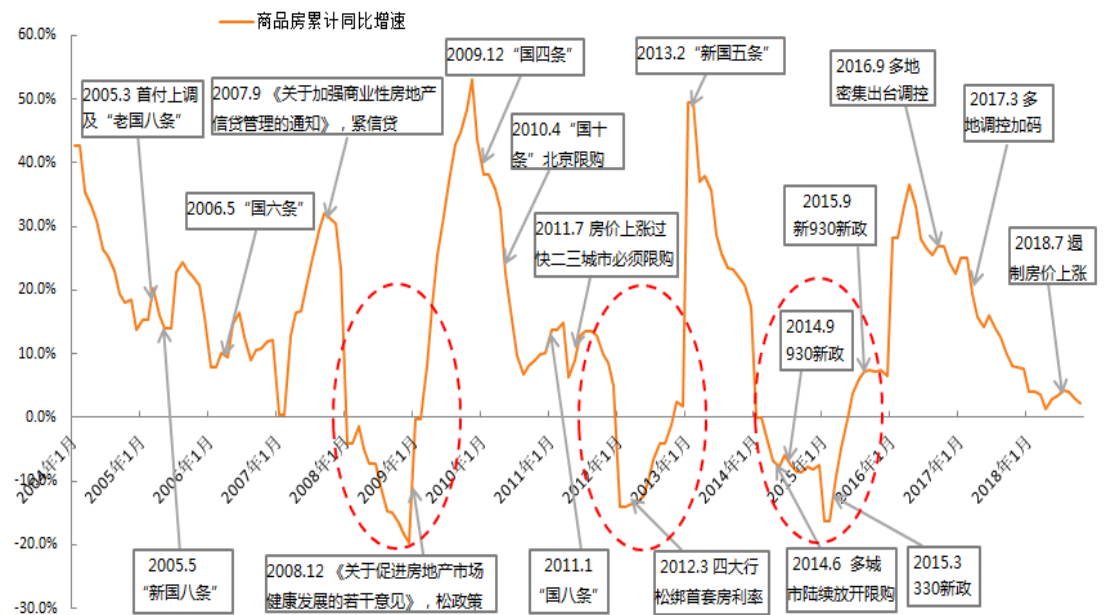
图表1 当前政策以稳为先，弹性空间逐步打开



资料来源:wind, 平安证券研究所

预计 2019 年政策托而不举，纠结中回归平衡。回顾前三轮周期，在楼市及经济下行期，政策整体中性偏缓和。经济下行压力加大、楼市降温背景下，预计 2019 年政策面有望从过紧回归平衡。但考虑“房住不炒”的总基调，结合前几轮周期底部强刺激带来的房价暴涨、居民杠杆大幅攀升等副作用，预计 2019 年政策放松路径将类似 2012 年，以地方政策微调、货币政策松动为主，整体托而不举，难有地产“再泡沫”。

图表2 楼市下行周期，政策整体偏缓和



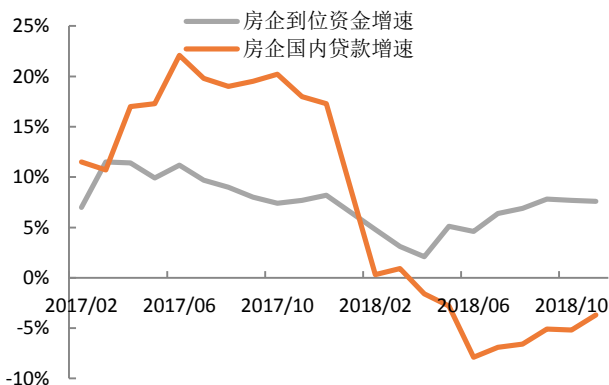
资料来源:wind, 平安证券研究所

二、猜想二：资金面边际改善，压力点或在上半年

到位资金增速回升、成本改善，按揭利率高点已现。2018年前11月房企到位资金15万亿、国内贷款2.2万亿，增速由年内低点的2.1%和-7.9%回升至7.6%和-3.7%。从发债规模及发债成本来看，房企三季度发债金额2030.9亿元，显著高于前两个季度千亿水平；其中泰禾、新城、阳光城、滨江、绿城等二线房企融资成本均较前次有所回落，中央经济工作会议明确“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”，预计2019年房企融资环境有望进一步改善。

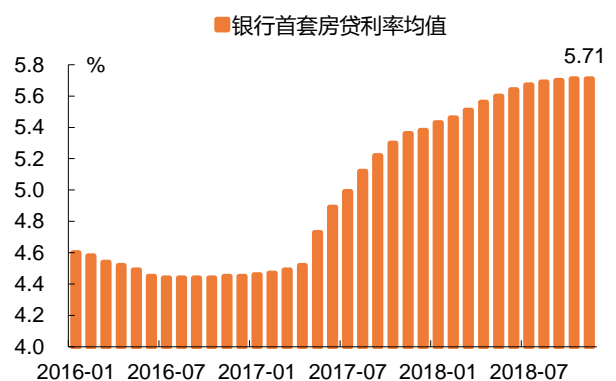
2018年11月全国首套房按揭利率平均达5.71%，与10月持平，自2017年1月以来首次滞涨；草根调研杭州、厦门等地按揭利率已回落，放款速度亦明显加快，年内四次降准背景下预计后续将回落。

图表3 房企到位资金增速缓慢回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 11月首套房按揭利率环比上月持平



资料来源:wind, 平安证券研究所

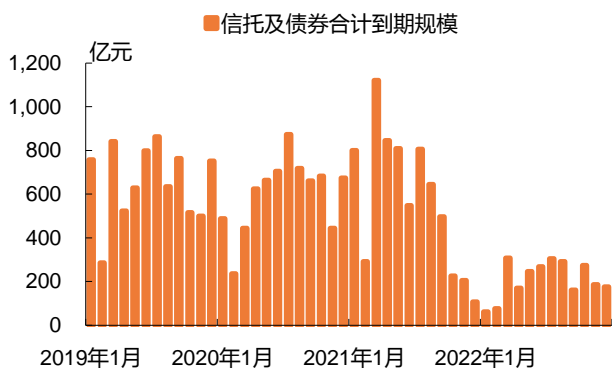
图表5 2018H2 第二梯队房企发债成本略有改善

| 房企 | 发债日期 | 利率 | 金额(亿元) | 期限(年) | 类型 |
|-----|------------|-------|--------|-------|--------|
| 泰禾 | 2018.7.30 | 8.5% | 15 | 3 | 私募债 |
| | 2018.9.13 | 7.5% | 15 | 3 | 私募债 |
| 新城 | 2018.8.16 | 7.97% | 6 | 3 | 私募债 |
| | 2018.11.5 | 7.5% | 12 | 3 | 私募债 |
| 阳光城 | 2018.6.7 | 8% | 10 | 3 | 中票 |
| | 2018.7.25 | 7.5% | 10 | 3 | 中票 |
| 滨江 | 2018.10.24 | 6.19% | 9 | 1 | 一般短融 |
| | 2018.11.7 | 5.9% | 9 | 1 | 一般短融 |
| 绿城 | 2018.10.24 | 6.2% | 14 | 3 | 一般中期票据 |
| | 2018.11.29 | 5.89% | 20 | 3 | 一般中期票据 |

资料来源: wind, 平安证券研究所

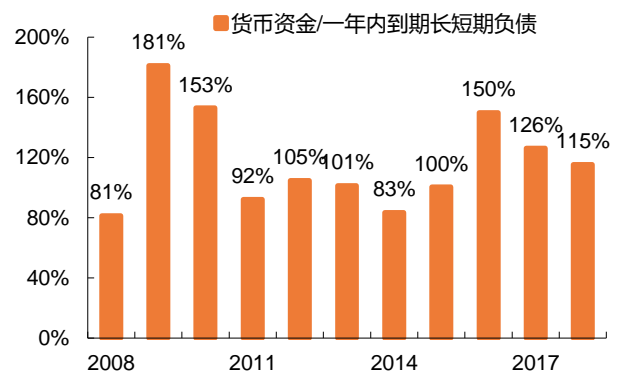
2019 年迎来偿债小高峰, 压力点或在上半年。根据测算 2019 年房企信托到期 3669 亿、债券及中票类到期 4189 亿, 合计 7858 亿; 考虑仅 A 股上市房企 2018Q3 末在手现金就达 1.08 万亿, 兑付风险有限。目前地产债券发行审批仍局限在借新还旧, 若 2019 年上半年销售超预期下滑、融资方面持续保持紧张, 不排除个别中小房企面临资金链断裂风险。

图表6 房地产信托及债券类合计到期规模分布



资料来源: wind, 用益信托网, 平安证券研究所

图表7 上市房企短期偿债能力优于 2008、2011、2014 年

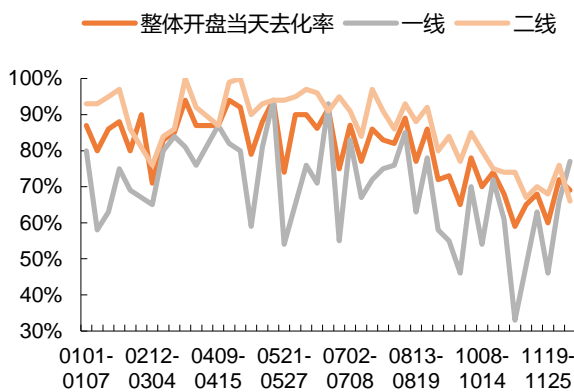


资料来源: wind, 平安证券研究所

三、 猜想三: 销售中枢下行, 一二线好于三四线

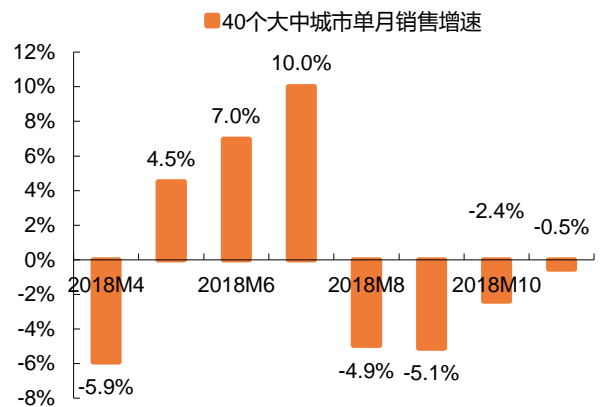
核心城市去化下行, 2019 年成交或延续低位。一二线开发商入市意愿逐步加强, 但受调控深化、部分区域楼市降温影响, 市场观望情绪持续升温, 2018 年三季度以来核心城市去化率明显下降, 单月成交持续负增长。展望 2019 年, 考虑核心城市已缩量调整两年, 预计进一步大幅下行概率较小, 但市场预期转变将对成交恢复形成掣肘, 整体而言一二线楼市仍将延续低位。

图表8 一二线城市去化率有所回落



资料来源:中指院, 平安证券研究所

图表9 供应增加去化下行, 核心城市单月增速转负

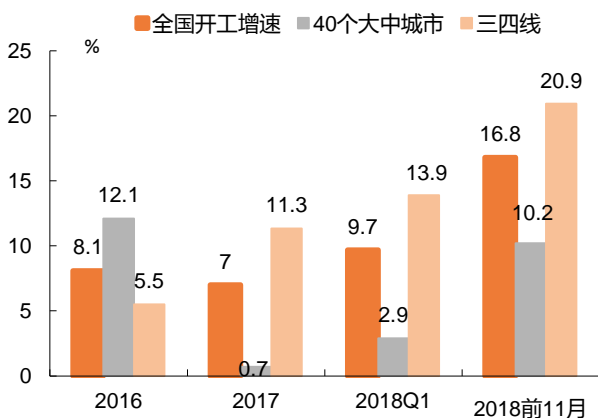


资料来源:wind, 平安证券研究所

三四线供给攀升叠加需求弱化, 2019年持续承压。一二线限价导致开发商拿地下沉, 2017年、2018年前11月三四线土地成交同比增长30%和12%, 占百城土地比重由2016年的42.9%上升至2018年11月的53.4%。2018年前11月三四线开工同比增长20.9%, 依旧维持2017年以来的两位数增长, 意味着未来三四线供应将逐步加大。

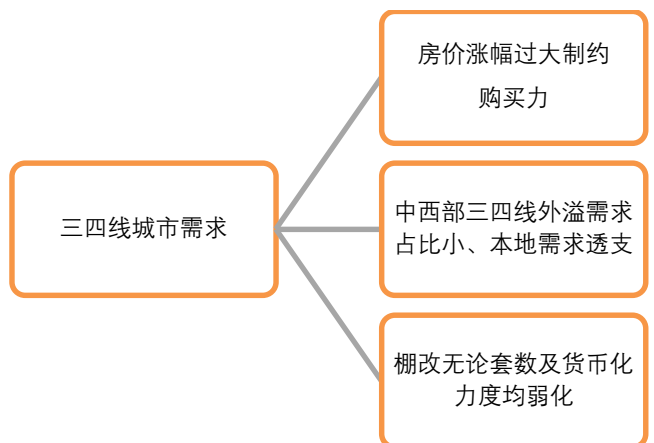
而受需求透支、利率上行、棚改货币化弱化、部分三四线城市纳入调控、三四线房价快速上涨制约购买力等因素影响, 下半年三四线需求已有所弱化, 预计2019年仍将延续萎缩。从棚改来看, 随着房价快速上涨, 多地棚改货币化比例下降、实物安置比例逐步上升。预计随着供应加大、需求端萎缩, 2019年三四线量价均将面临压力。

图表10 2018年前11月三四线新开工同比增长21%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表11 三四线需求逐步承压



资料来源:平安证券研究所

预计2019年销售同比下降6.9%。展望2019年, 观望情绪下预计一二线楼市仍将延续低位盘整, 而三四线城市将步入调整通道。整体来看, 预计2018年全国销售面积微增0.7%、2019年同比下降6.9%。尽管市场按揭利率有望回落, 但考虑需求端萎缩, 在按揭贷款余额增长12%假设下, 预计2019年新房销售额13.9万亿, 同比下降6.2%。

图表12 预计 2019 年销售面积同比下降 6.9%

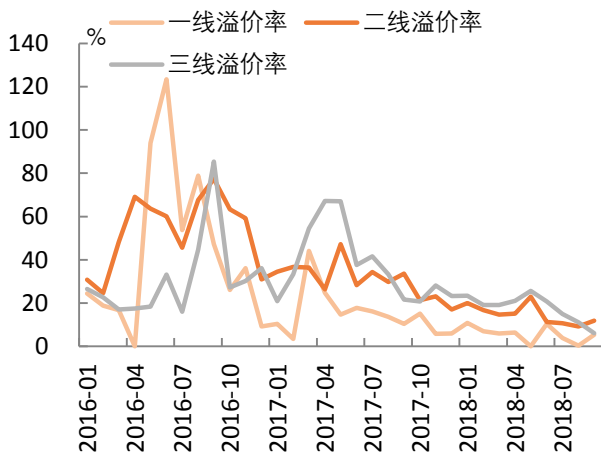
| | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E 悲观 | 2019E 中性 | 2019E 乐观 |
|---------------|-------|-------|--------|-------|-------------|-------------|-------------|
| 一线城市 (4个) | 15.3% | 9.0% | -29.2% | -8% | -8% | -2% | 5% |
| 二线城市 (36个) | 8.2% | 25.5% | 1.5% | 0% | -10% | -5% | 5% |
| 其余城市 | 4.9% | 21.9% | 13.9% | 1.5% | -15% | -8% | 0% |
| 全国 | 6.5% | 22.5% | 7.7% | 0.7% | -13.2% | -6.9% | 1.8% |

资料来源：国家统计局，平安证券研究所

四、 猜想四：土地市场持续承压，房企回归一二线

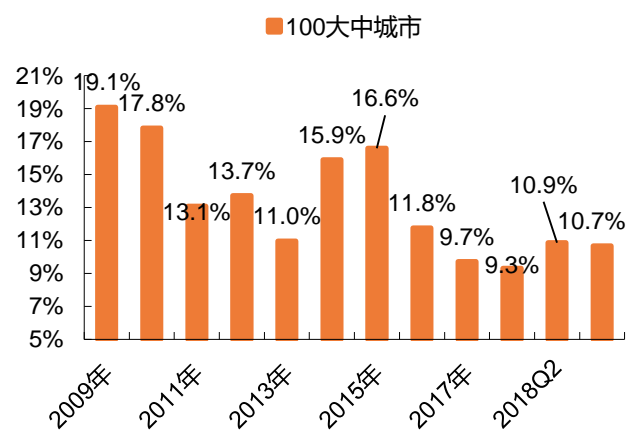
楼市降温叠加资金偏紧，主流房企拿地持续收缩。2018 年下半年以来，在楼市降温而地价未明显调整背景下，叠加资金面紧张，房企逐步放缓拿地节奏，土地溢价率大幅回落，流拍率持续上升。2018 年 11 月百城土地溢价率降至 7.4%，三季度土地流拍率达 10.7%。从各家房企来看，前 11 月 10 家主流房企拿地与销售面积比值为 147%，较 2017 年下降 37 个百分点。其中万科、保利、新城拿地销售比为 121%、121%和 195%，较 2017 年下降 7 个、81 个和 170 个百分点。

图表13 百城溢价率大幅回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

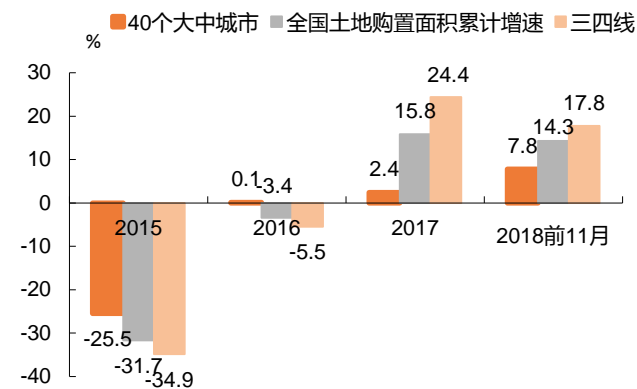
图表14 百城土地流拍率逐步上升



资料来源:wind, 平安证券研究所

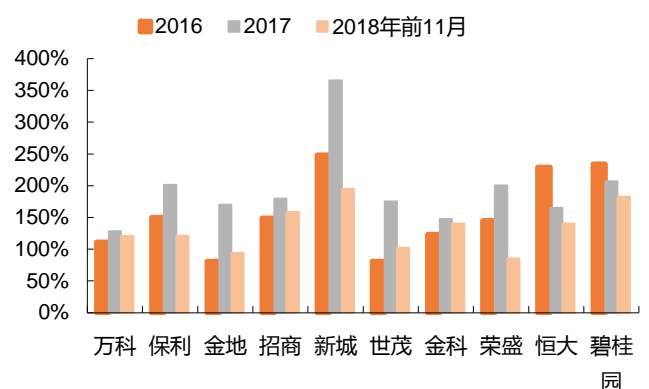
预计土地市场持续承压，布局回归一二线。考虑到 2019 年房企依旧面临市场下行、资金偏紧的大环境，预计拿地投资仍将延续收缩，土地市场持续承压。从土地成交结构来看，核心城市地价回落叠加三四线楼市降温预期，预计房企拿地逐步回归一二线，2018 前 11 月 40 城市土地购置面积同比增 7.8%，较 2017 年上升 5.4 个百分点。

图15 核心城市土地购置面积逐步回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图16 2018年代表房企拿地销售比明显放缓

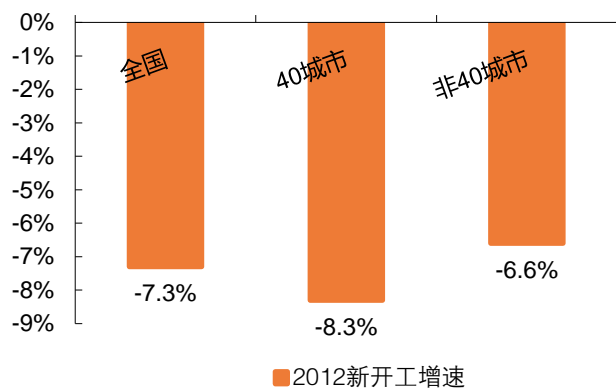


资料来源:wind, 平安证券研究所

五、猜想五：新开工同比微降，2019年前高后低

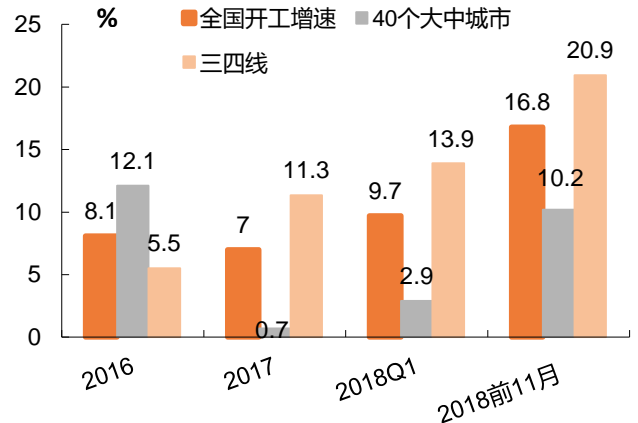
随着去化率下行及库存累积，预计新开工增速将逐步回落，但考虑到三四线楼市中期向下，当前为三四线房企最后脱逃机会，预计短期三四线新开工仍将延续积极，为全国开工提供支撑。2018年前11月三四线新开工增速达20.9%，高于全国同期增速（16.8%）；从楼市降温的2012年来看，三四线新开工降幅（-6.6%）亦小于全国（-7.3%）。

图17 2012年三四线新开工降幅小于全国



资料来源:wind, 平安证券研究所

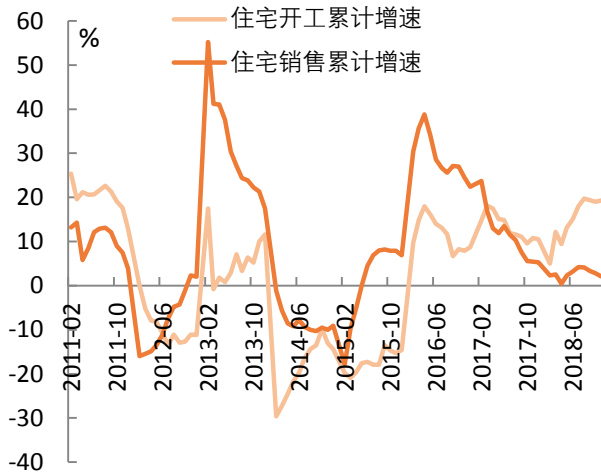
图18 2018年一二线开工补货、三四线快开工高周转



资料来源:wind, 平安证券研究所

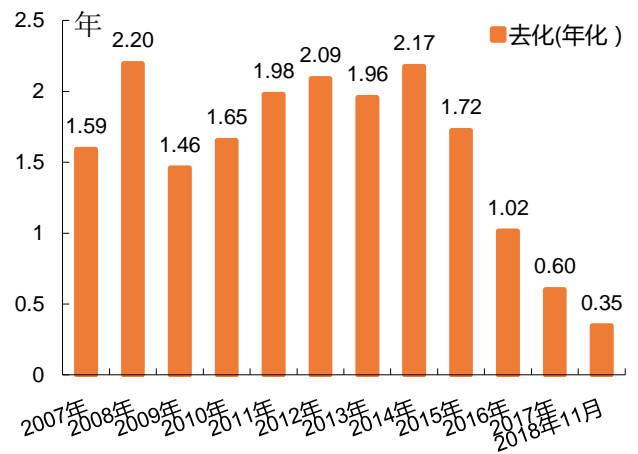
绝对库存低位，为住宅新开工提供支撑。从历史来看，住宅销售与新开工同步性明显，随着2019年住宅销售回落，住宅新开工增速将承压。我们用“历年累计住宅竣工-累计销售+(当前施工-当前竣工)”来衡量住宅库存，相比传统的“历年累计开工减去累计销售”，该指标剔除停工的死库存（历年停工在当年不复工，不计入当年施工）。按当前销售水平，全国住宅库存仅0.35年，处于近年最低水平。我们认为即使2019年销售回落，但考虑当前住宅绝对库存处于底部，住宅新开工表现将优于销售，为全国商品房开工提供一定支撑。整体来看，预计2019年商品房新开工增速前高后低，全年同比微降。

图表19 销售回落带动住宅开工回落



资料来源：统计局，wind，平安证券研究所

图表20 目前住宅开工未售库存处近年较低水平



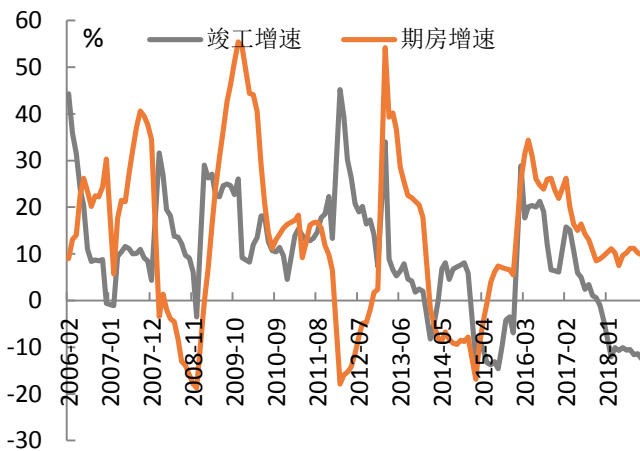
资料来源：统计局，wind，平安证券研究所

注：1999年以来累计库存数据。

六、猜想六：步入交房周期，竣工有望缓回升

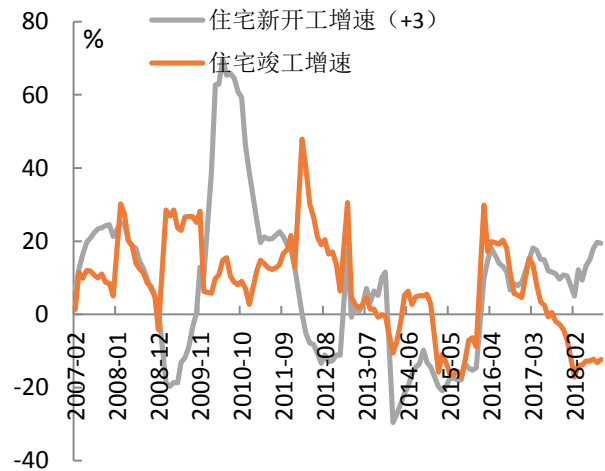
2018年在资金偏紧背景下，房企出于资金安排角度，放缓预售到竣工施工强度，导致前11月竣工同比下降12.3%。展望2019年，我们认为房企不可能无限制延缓竣工期限，考虑到2017、2018年竣工已连续两年负增长，而2014-2018M11累计销售期房55.8亿平米，远大于同期竣工（48.2亿平），且2015-2018年期房销售明显回升，无论从建设周期还是交房周期，未来竣工增速有望回升。值得注意的是，若2019年行业资金面大幅恶化，不排除部分中小房企停工及三四线楼盘烂尾风险，从而导致竣工低于预期。

图表21 期房销售增速持续高于竣工增速



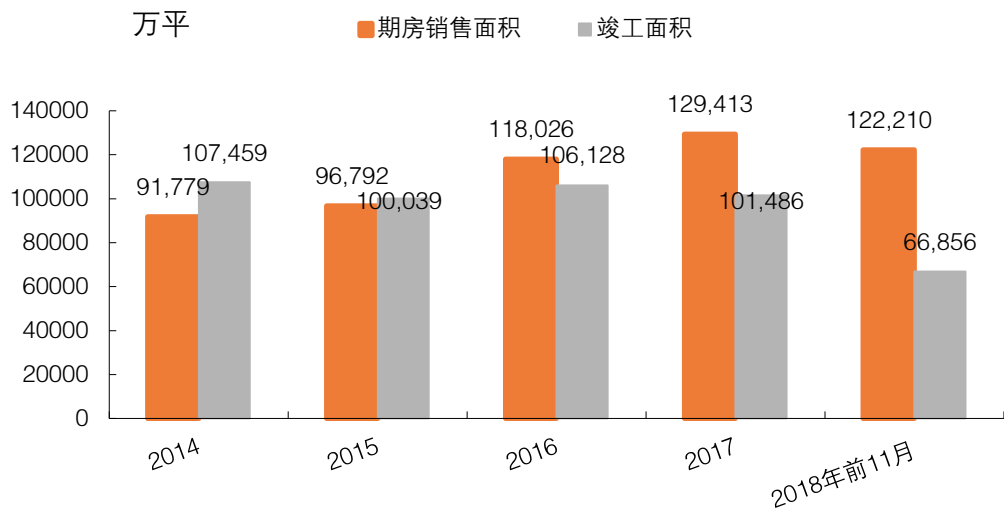
资料来源：wind，平安证券研究所

图表22 竣工周期滞后新开工三年左右



资料来源：wind，平安证券研究所

图表23 2016-2018 年期房销售明显增长



资料来源:wind, 平安证券研究所

七、猜想七：投资高位回落，低个位数增长

地产投资主要包括土地购置费用和施工支出，其中拿地主要影响土地购置费，新开工则通过影响施工面积进而影响地产投资。2018 年前 11 月全国地产投资同比增长 9.7%，其中土地购置费同比增长 60.5%，剔除土地购置费后投资同比降 3.7%。展望 2019 年，由于新开工绝对值超过竣工，施工面积仍将保持一定增速；楼市下行及资金偏紧仍将影响房企施工意愿，预计施工强度小幅下滑；土地购置费受拿地下滑及高基数影响将同比下降。在施工强度降 1%、新开工降 2%、土地购置费降 10% 的中性假设下，预计 2019 年地产投资同比增长 2%。

图表24 中性假设下，预计 2019 年投资增长 2%

| | 单位施工强度 | 竣工增速 | 新开工增速 | 土地购置费 增速 | 房地产投资 同比 |
|-----------|--------|------|--------|-------------|-------------|
| 2019 乐观预计 | 5.0% | 15% | 10.0% | 5% | 13% |
| 2019 中性预计 | -1.0% | 10% | -2% | -10% | 2% |
| 2019 悲观预计 | -5.0% | -5% | -10.0% | -20% | -5% |
| 2018E | -7.6% | -12% | 16.5% | 60% | 9.5% |

资料来源: 平安证券研究所

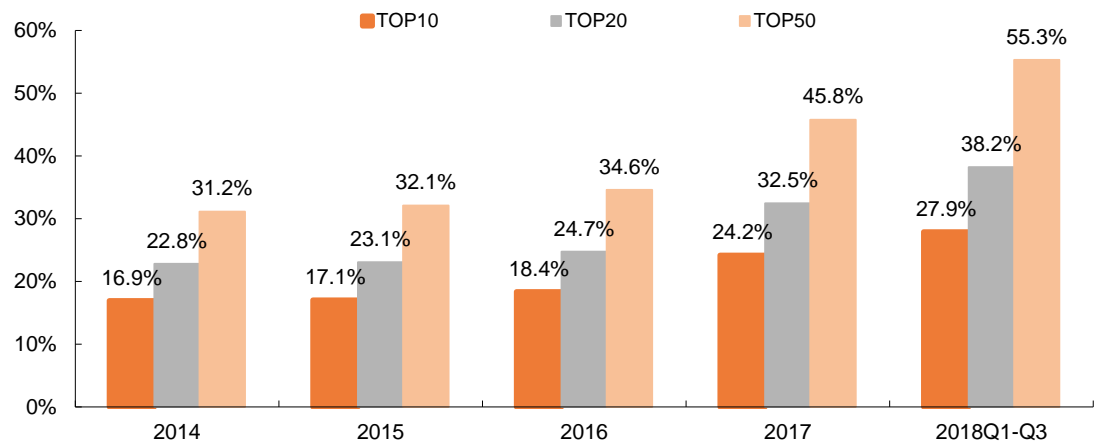
注: 2018 年单位施工强度大幅下降包括: 施工意愿下降以及统计局统计标准的变化 (部分城市 500 万-5000 万项目由形象进度法变成财务支出法, 导致建安投资被低估)

八、猜想八：强者恒强，集中度加速提升

高企的融资成本、持续的政策调控及高企的土地竞拍门槛，不断压缩中小房企生存空间；相比之下龙头房企依靠强大的运营能力和灵活的战略布局，持续扩大市场份额。2018 年前三季度 TOP10、

TOP20、TOP50 销售额市占率分别为 27.9%、38.2%、55.3%，较 2017 年全年提升 3.7 个、5.7 个、9.5 个百分点。随着楼市步入调整期，龙头房企在品牌、融资、管控、拿地方面优势将更加明显，2019 年市场集中度有望加速提升。

图表25 房企销售额集中度持续提升

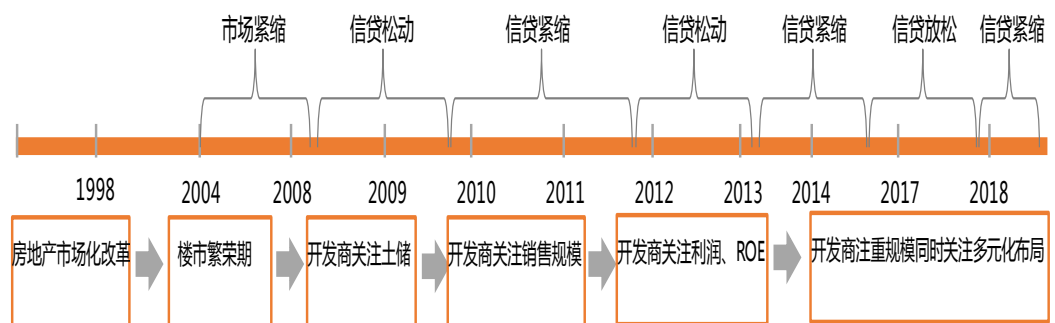


资料来源:克而瑞, 平安证券研究所

九、 猜想九：主流房企多元化试水方兴未艾

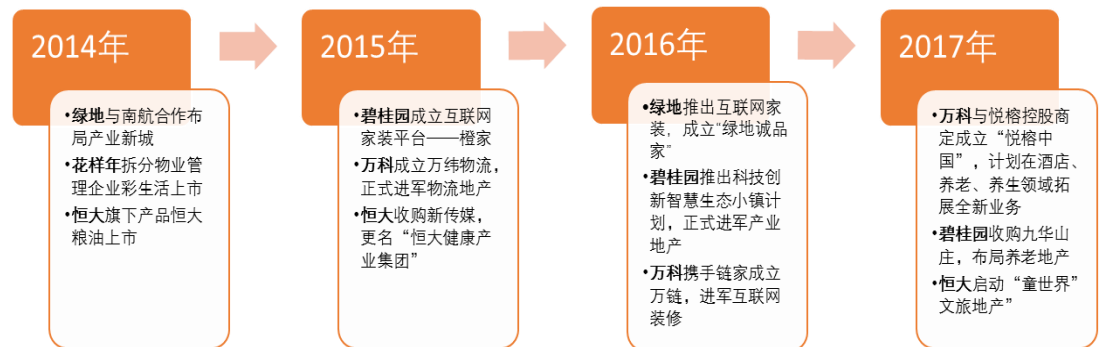
龙头房企尽管销售规模及市占率屡创新高，但也已逐步思考长远发展问题、开始多元化业务试水。2015 年万科布局物流地产、碧桂园成立互联网家装平台橙家、2017 年恒大启动文旅地产“童世界”等，无论是横向多元化拓展还是上下游产业链延伸，均体现龙头房企在规模上一定台阶后逐步探索中长期方向。在新房开发整体增量空间受限背景下，预计 2019 年将有更多房企关注多元化布局。

图表26 开发商注重规模同时关注多元化布局



资料来源: creis, 平安证券研究所

图表27 部分主流房企多元化布局领域

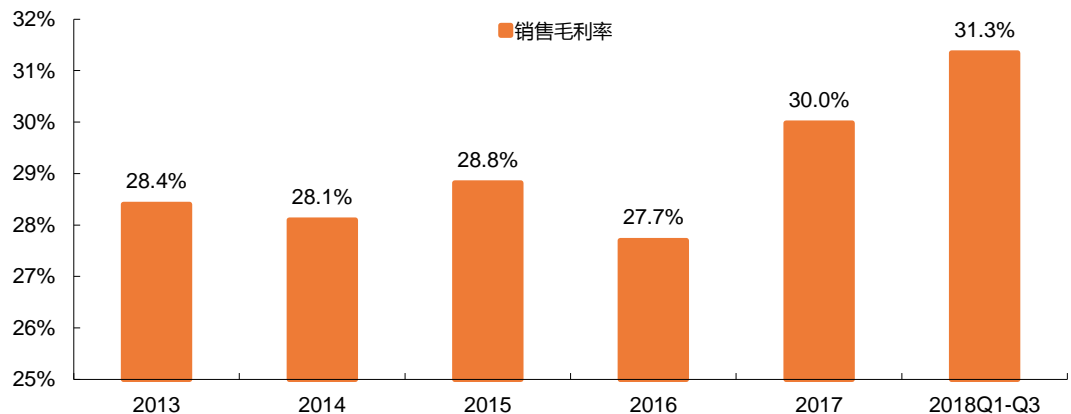


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

十、 猜想十：毛利率高位震荡，下行压力渐显

2018 年前三季度上市房企整体毛利率 31.3%，同比上升 2.6 个百分点，延续 2017 年以来回升趋势；其中万科、保利、招商蛇口、金地分别达到 34.8%、32.7%、41.2%、41.4%。考虑 2016 年以来房价大幅上涨，预计短期主流房企毛利率有望维持高位，但随着 2017 年核心城市高地价及限价项目步入结算周期，预计 2019 年下半年开始结算毛利率将逐步承压。

图表28 上市房企毛利率持续回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

注: 行业毛利率通过 1-行业总成本/行业总营收计算

十一、 投资建议

展望 2019 年，尽管行业基本面下行，但板块估值已处于历史低位，且从前三轮周期底部来看，行业触底过程中板块均存在反弹；全年机会在于政策与基本面的博弈，以防守反击为主。从节奏上来看，

上半年楼市将继续触底，整体以防守为主，但震荡行情中有政策博弈的反弹机会，建议配置资金状况佳、业绩确定性强、一二线货值占比高的低估值龙头及高股息率个股，如万科、保利、金地、招商等；下半年随着政策环境改善、盈利下调及资金链风险释放，将迎来基本面复苏的反弹，高周转快销售弹性标的表现更佳，如阳光城、新城、中南、荣盛等。

十二、 风险提示

- 1) 2019年上半年存在楼市超调而政策迟迟未见松动的风险；
- 2) 楼市大幅调整带来的资产大幅减值及净利率下滑的风险；
- 3) 若楼市降温超预期，且融资渠道依旧偏紧，不排除部分中小房企面临资金链风险。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033