

需求向好，供给稳定，静待政策结构化宽松

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

房地产行业分析师/潘玮

2018年12月

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

CONTENTS

- 01 | 商品房“去库存”效果显著
- 02 | 行业需求向好，有效需求待释放
- 03 | 供给稳定，新一轮供给侧改革开启
- 04 | 政策调控深化，静待结构化宽松
- 05 | 投资建议及重点推荐标的



01 | 商品房去库存效果显著

China galaxy securities

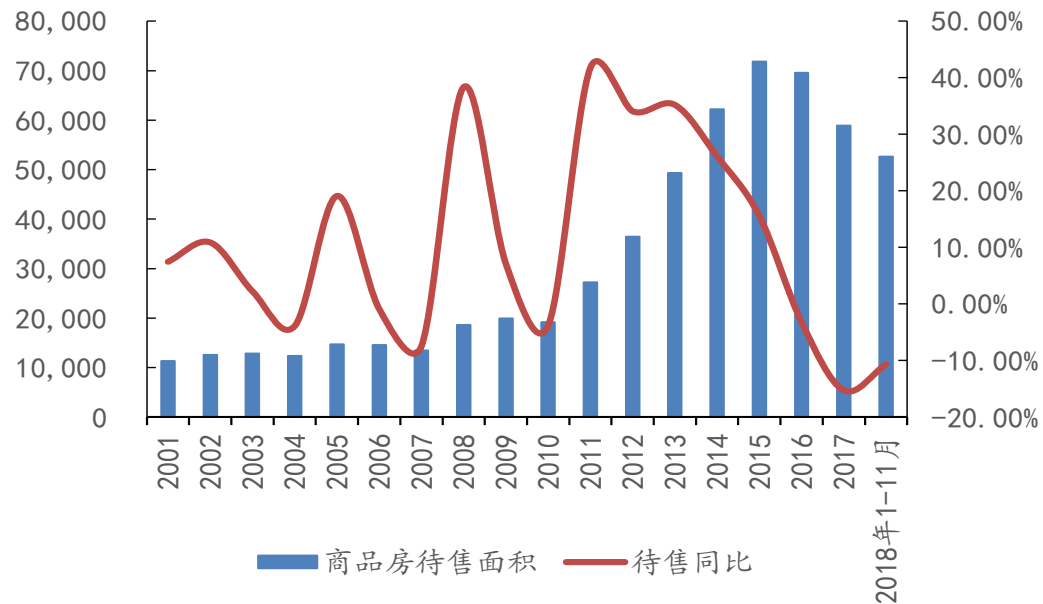
1.1 商品房去库存效果显著，住宅用地去库存能力强

商品房去库存效果显著
China galaxy securities

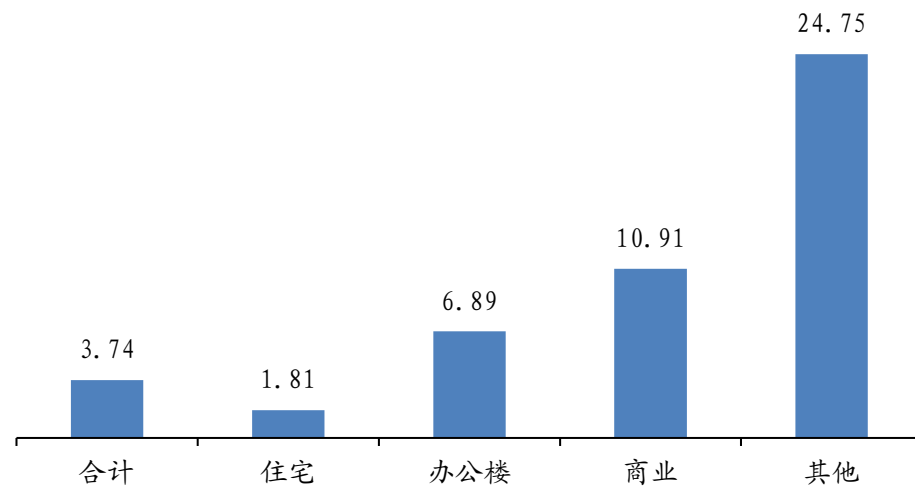
1 2 3 4 5

- 狭义库存角度，受益于高位成交的延续及新增供应的滞后，2018年以来全国商品房待售面积延续了2017年以来逐月改善态势，1-11月绝对值保持连续负增长，11月末全国商品房待售面积5.26亿平米。行业持续低库存，商品房去库存效果显著。
- 从广义库存的角度，累加1998至2018年11月历年住宅新开工面积与住宅销售面积的差额，估算出2018年10月末广义库存面积约为26亿平，较2017年末增长9822万平，以2017成交面积为基准的去化周期约为1.8年，延续2017年的下降趋势。目前库存仍处于底部区间。
- 我国商品房去库存约需3.7年；分类型看，住宅去化周期1.8年，办公楼6.8年，商业用地10.8年，其他性质用地24.4年。

商品房狭义库存（商品房待售面积）及同比



各类型房屋去库存年数统计



资料来源：中国银河证券研究院整理



02 | 行业需求向好，有效需求待释放

China galaxy securities

2.1 行业长期真实需求旺盛

行业需求向好，有效需求待释放
China galaxy securities

1

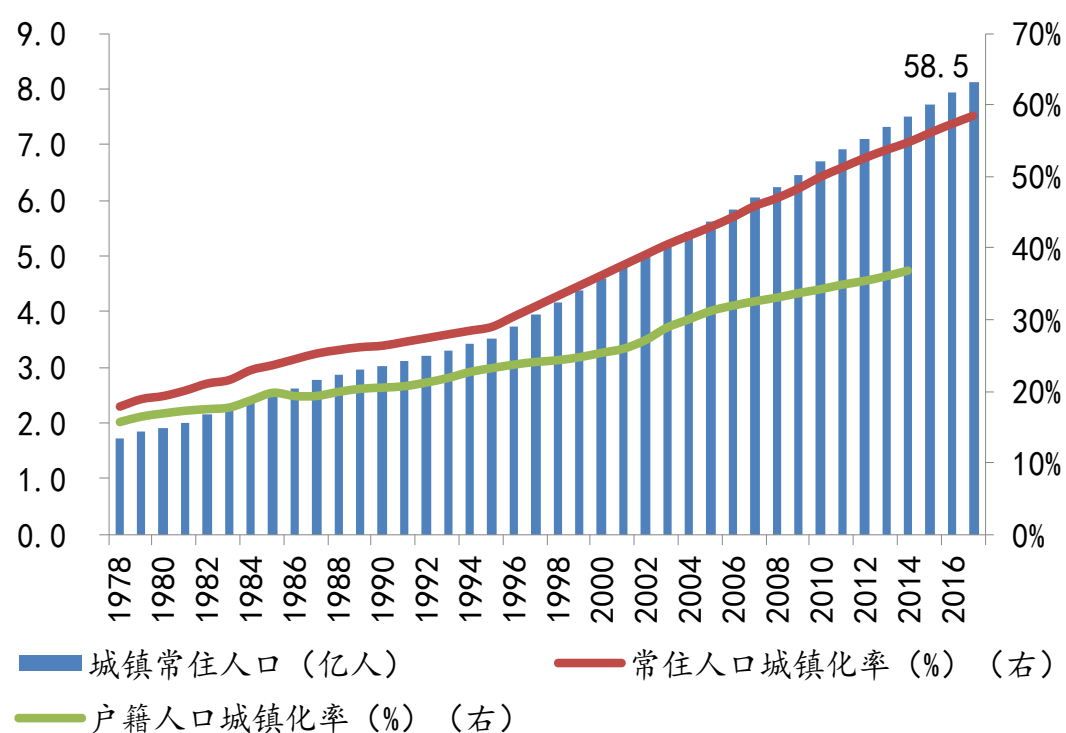
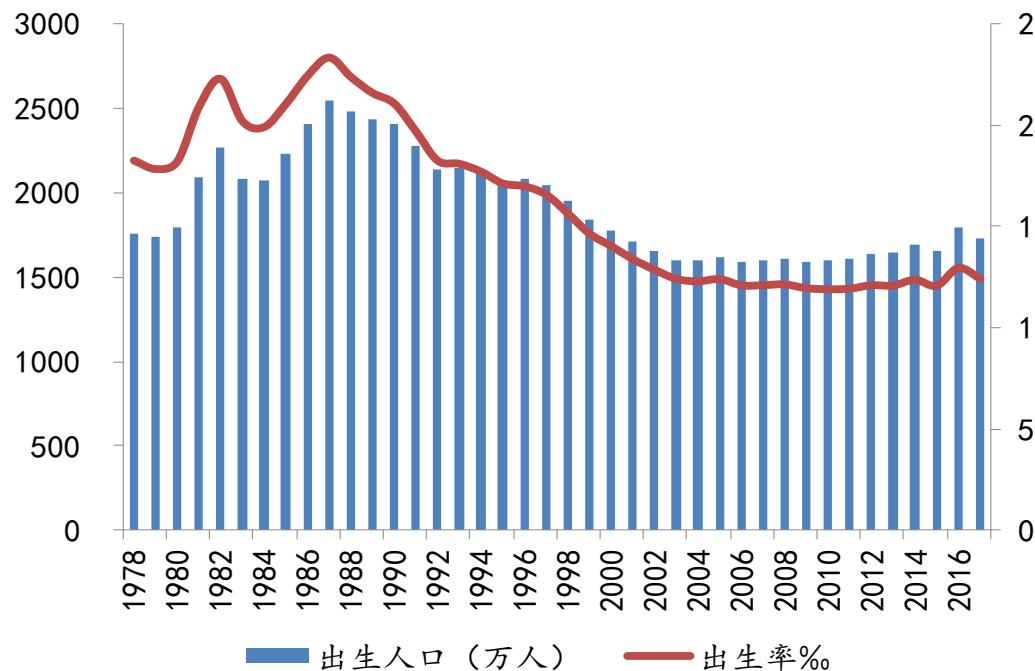
2

3

4

5

- 真实需求测算方法一：假定（1）2018-2025年每年出生人口为1600万人，且全部为城镇住房需求（2）按人均住房面积33.5平米测算（非农户籍口径和常住口径下人均住宅面积均值），我国每年新增需求约5.35亿平米。
- 真实需求测算方法二：参考曾国安《中国城市住房供给与需求的初步测算》（2010），假定常住口径下城镇化率每年提升1.35%，即每年新增城镇常住人口1400万人，按33.5平米/人计算，2018-2025年每年新增住房需求约4.7亿平米。



资料来源：中国银河证券研究院整理

2.2 行业有效需求仍有待进一步提高

行业需求向好，有效需求待释放

China galaxy securities

1

2

3

4

5

- 虽然行业长期真实需求旺盛，但是过高的房价收入比影响了有效需求的形成和释放
- 2017年，40城房价收入比为11.4，相比2016年的9.9增长了15%。一般认为，合理的房价收入比的取值范围为4-6，若计算出的房价收入比高于这一范围，则认为其房价偏高

排名	城市	房价收入比	同比增幅	排名	城市	房价收入比	同比增幅
1	深圳	31.7	-2%	21	宁波	8.8	12%
2	三亚	25.3	26%	22	成都	8.8	24%
3	厦门	24.5	30%	23	青岛	8.7	23%
4	北京	21.4	25%	24	大连	8.5	3%
5	上海	17.1	11%	25	南宁	8	5%
6	天津	15.5	30%	26	哈尔滨	7.6	16%
7	南京	14	14%	27	兰州	7.6	6%
8	广州	13.7	24%	28	南昌	7.4	-3%
9	福州	13.7	29%	29	无锡	7.4	21%
10	杭州	13	21%	30	西安	7.3	18%
11	海口	12.1	22%	31	长春	7.1	7%
12	武汉	10.8	26%	32	昆明	7.1	10%
13	石家庄	10.5	26%	33	重庆	7.1	18%
14	合肥	10.4	13%	34	贵阳	7	11%
15	郑州	10.1	20%	35	西宁	6.8	8%
16	太原	9.7	13%	36	沈阳	6.6	10%
17	济南	9.6	32%	37	长沙	6.2	25%
18	惠州	9.4	15%	38	乌鲁木齐	5.8	-2%
19	温州	9.3	-9%	39	银川	5.1	2%
20	苏州	9	5%	40	呼和浩特	4.5	2%

资料来源：中国银河证券研究院整理

2.3 商品住宅市场、经济增速、货币市场共同影响行业短期需求

行业需求向好，有效需求待释放
China galaxy securities

1

2

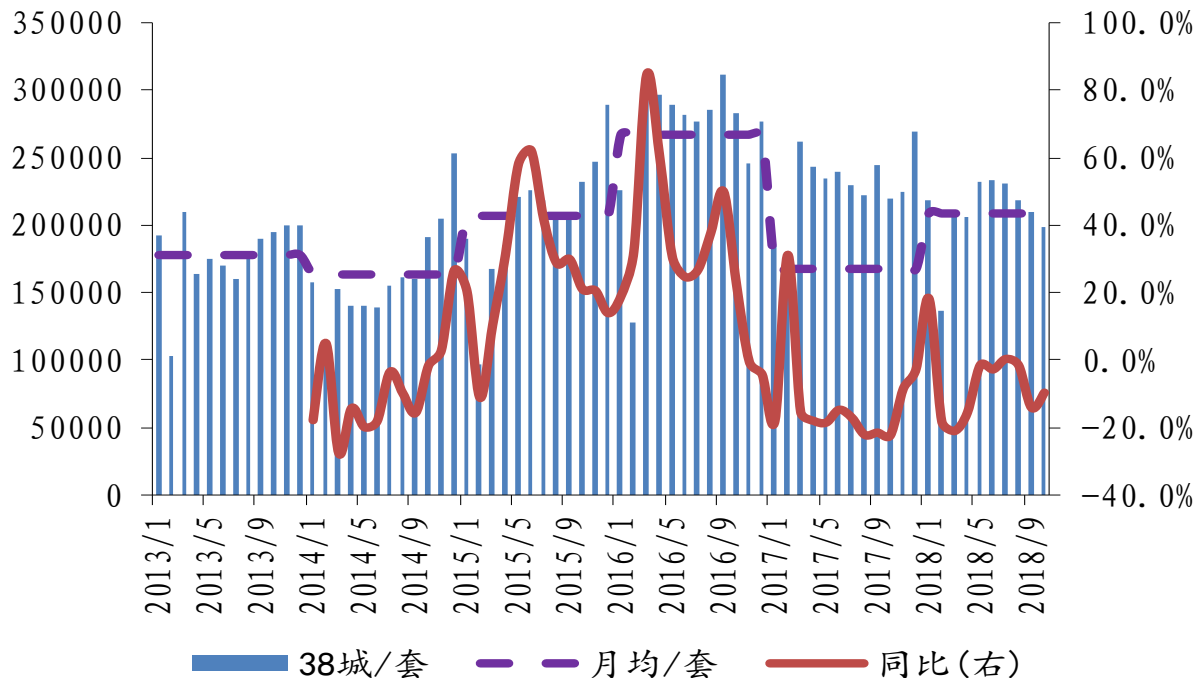
3

4

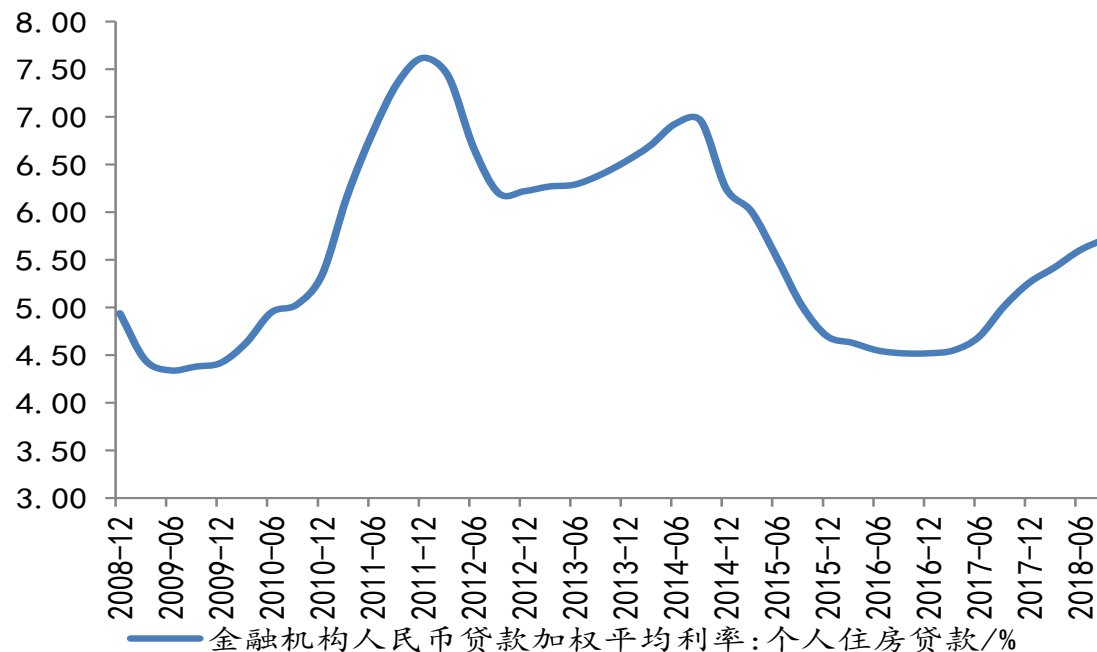
5

- 2018年10月份38城商品住宅成交套数累计同比跌幅较9月扩大0.3%，我们预计，2019年上半年，成交局面有进一步下行趋势；行业景气度正在加速回落，政策预期有望进一步缓和。
- 预计GDP增速未来4年维持低位并小幅下行，宏观经济核心指标在“稳中有变”中呈现“持续回缓”的态势。
- 从利率水平看，目前个人住房贷款平均利率从2017年中期开始反弹，当前在5.72%的水平，预计未来上行幅度将明显减弱。个人住房公积金贷款利率也已处于较低水平，下行空间不大。根据融360发布的数据，按揭利率近期下行趋势比较明确，对于后续的需求支撑是一大利好。

38城商品住宅月销售套数及同比



个人住房贷款平均利率



资料来源：中国银河证券研究院整理

1

2

3

4

5

供给稳定，新一轮供给侧改革开启
China galaxy securities

03 | 供给稳定，新一轮供给侧改革开启

China galaxy securities

3.1 2018年投资增速持续上行，但扣除土地购置费后的投资增速首现负增速

供给稳定，新一轮供给侧改革开启

China galaxy securities

1

2

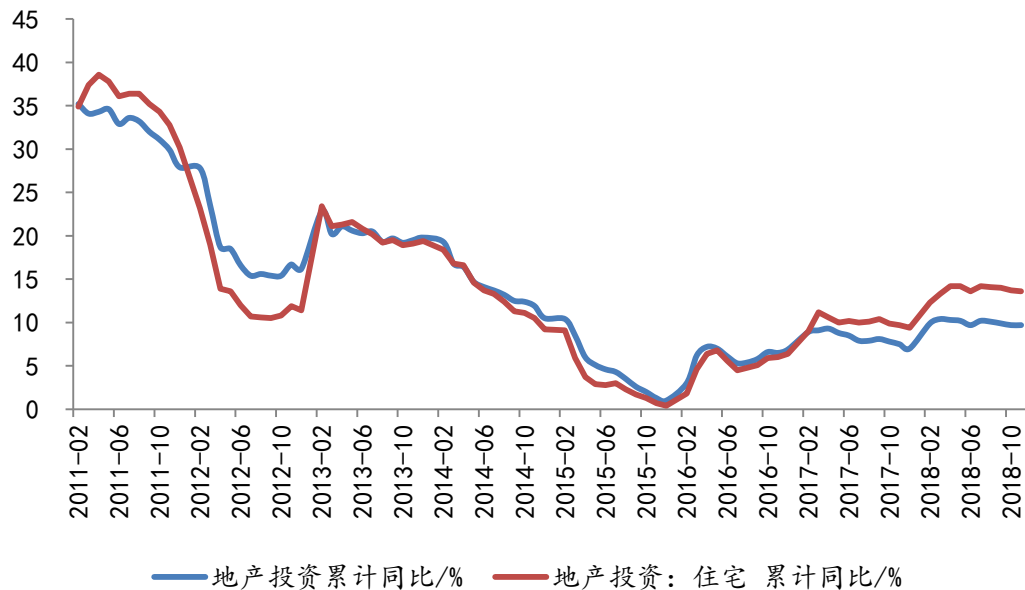
3

4

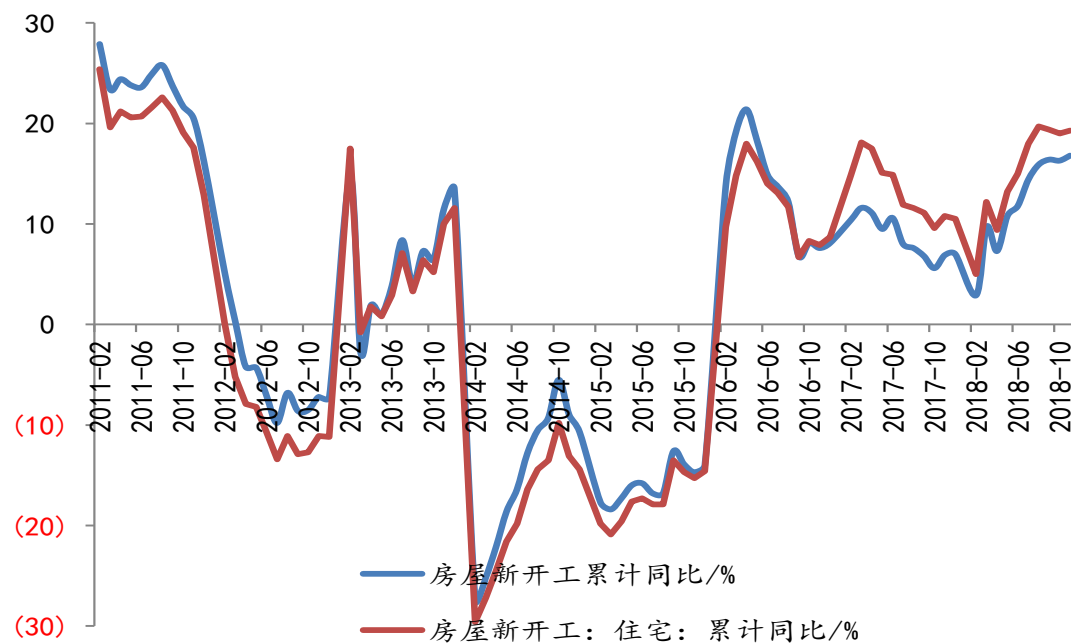
5

- 2018年1-11月全国房地产开发投资累计完成额为11万亿元，同比上涨9.7%，增速较2017年全年提升2.7个百分点。从开发投资的细分项目来看，前三季度土地购置费同比增长66%，施工投资（建筑工程、安装工程、设备工器具购置投资之和）同比下滑4.1%，开发投资的增长完全由土地购置费贡献。
- 新开工面积高增长是超预期因素。2018年1-11月全国商品房新开工面积为18.89亿平方米，同比上涨16.8%，增速较2017年全年大幅提升9.8个百分点。新开工超预期高增长源于：（1）2017年4季度及2018年1季度房企积极拿地后顺延9个月左右的开工；（2）市场主要企业普遍采用快周转策略而加速开工加速回款。

房地产投资累计同比增速（%）



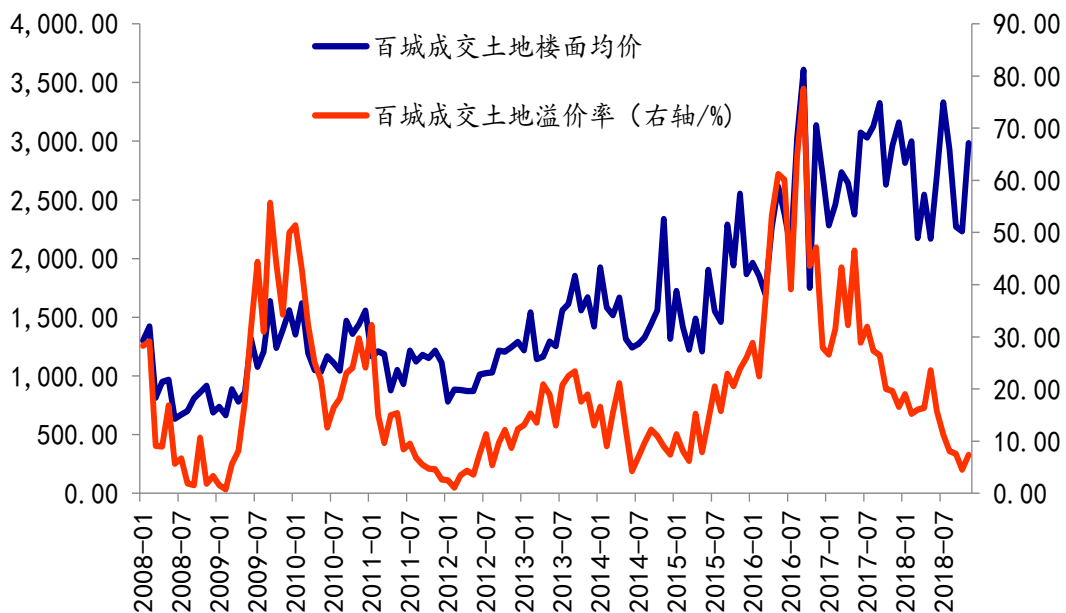
商品房新开工累计同比增速（%）



3.2 拿地热度呈理性增长，主要集中在二三线城市，土地价格及溢价率走低

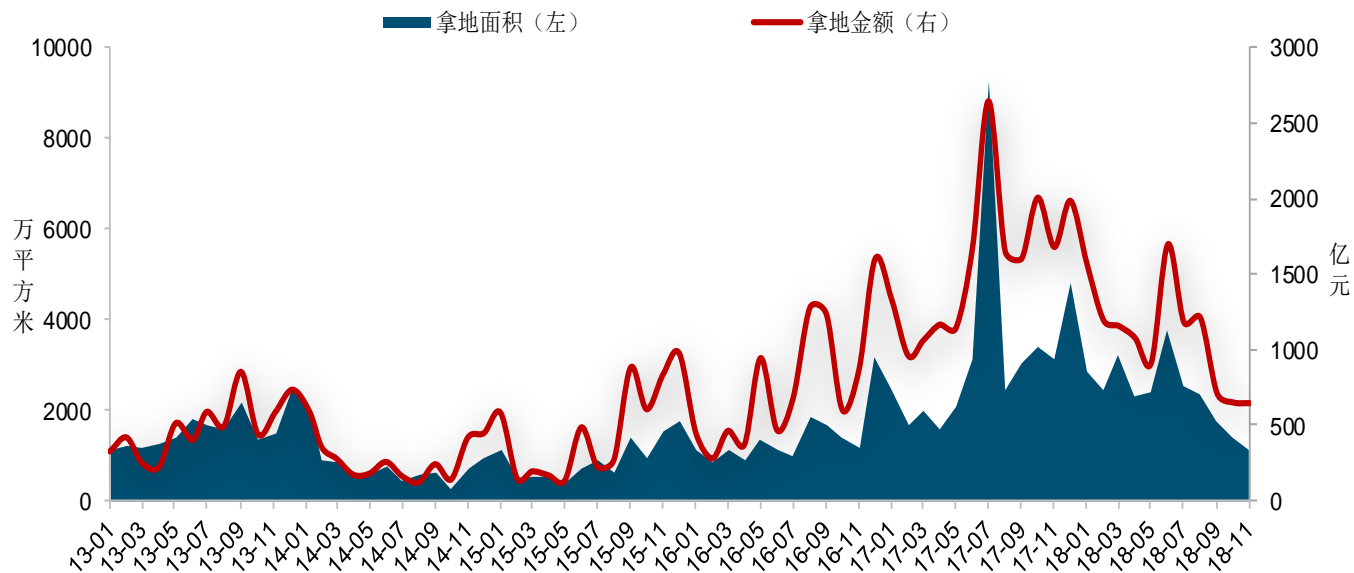
- 土地市场方面，2018年土地购置面积累计同比理性回升，截至2018年10月份，累计上涨15.3%。拿地热度主要集中在二三线城市，一二三线城市拿地积极性存在分化。
- 高溢价拿地已成为小概率事件：根据100城数据显示，2018年1-11月，100城成交土地楼面均价和土地溢价率均呈现下行趋势。其中，2018年11月份，100城土地楼面均价为4577元/平方米，同比上涨26%；11月末土地溢价率为7.39%，去年同期为19.61%，位于历史较低水平。
- 品牌房企理性投资，拿地节奏放缓，拿地态度谨慎，土地投资热度下降。

100大中城市成交土地楼面均价及土地溢价率



资料来源：中国银河证券研究院整理

2013年-2018年11月20家代表企业拿地面积和金额情况



品牌房企包括：万科、保利、中海、恒大、碧桂园、华润、世茂、绿城、融创、龙湖、金地、富力、雅居乐、远洋、新城、建业、招商、首创、合景泰富、越秀

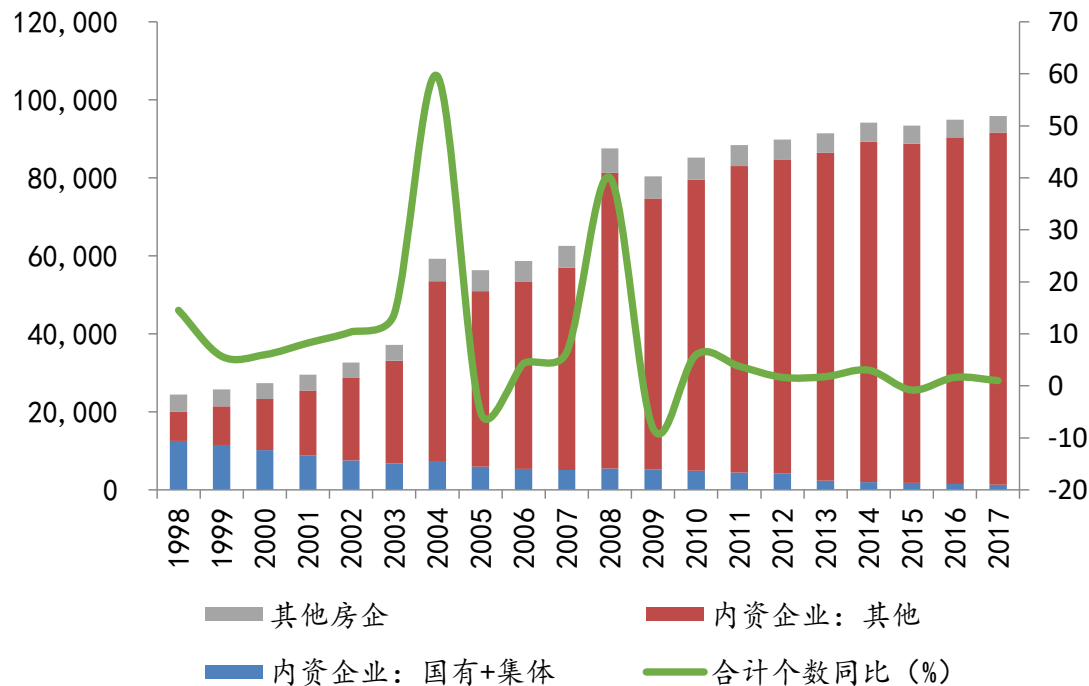
供给稳定，新一轮供给侧改革开启

China galaxy securities

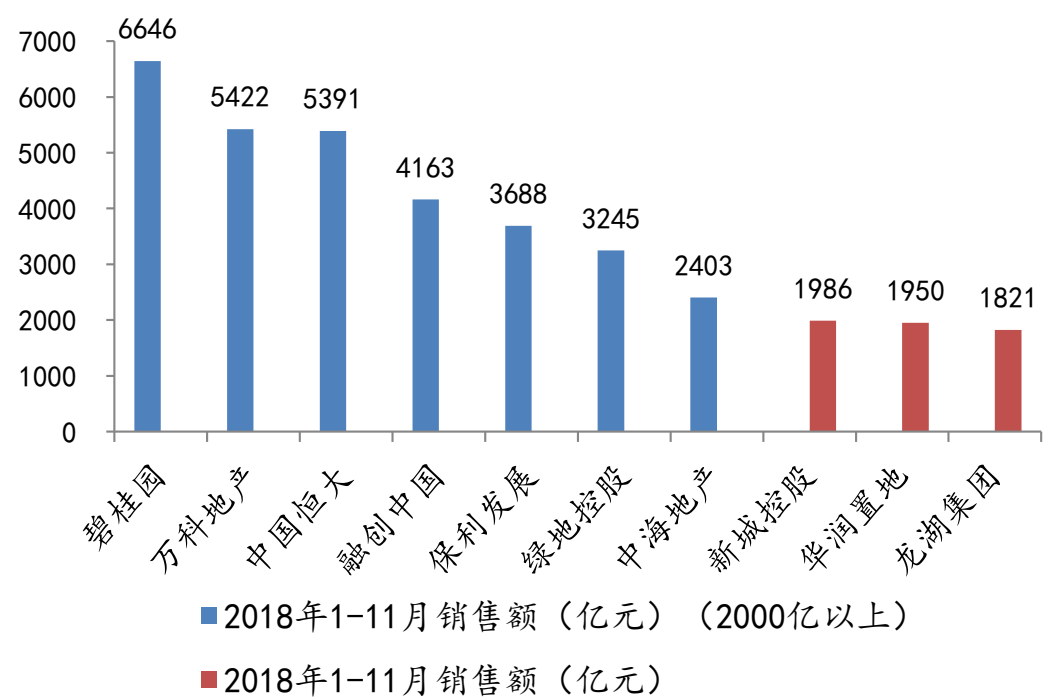
3.3 房企基本面向好，两极分化加剧，新一轮供给侧改革开启

- 房企个数稳定增加，盈利水平维持上涨。2017年房企资产规模同比增速15%，营业利润增35.2%，重回历史高位水平。我们预计，这一资产和营业利润的增长趋势将延续至2018年及2019年。
- 财务数据亮丽，基本面向好。截至2018年第三季度，行业整体营收增速提高至25.7%，毛利率水平增加至31%，创近几年新高。
- 龙头份额显著提升，行业集中趋势显现。1-10月，39家标杆房地产企业实现销售面积33045万平方米，同比增长18.4%，增速比1-9月放缓6.3个百分点；实现销售额46074亿元，增长22.6%。
- 新一轮供给侧改革开启，因地制宜，因城施策，对库存状况不同的城市采取不同的政策措施。

房企个数统计（内资+其他）



房企2018年1-11月销售排行（前十名）（亿元）



资料来源：中国银河证券研究院整理

1

2

3

政策调控深化，静待结构化宽松

China galaxy securities

4



5

04 | 政策调控深化，静待结构化宽松

China galaxy securities

4.1“房住不炒”弱化地产投资属性，回归居住属性

政策调控深化，静待结构化宽松

China galaxy securities

1

2

3

4

5

- 楼市调控不断蔓延深化，效果显著
- 政府工作报告中将房地产业放在“提高保障和改善民生水平”板块进行论述
- 政府不断强化“房住不炒”基调、房地产行业定位有望发生变化
- 政府强调稳中有变，稳经济诉求隐含房地产行业稳定，对地产的态度越发谨慎。

时间	会议	关于房地产的主要表述
2017. 10. 18	十九大报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。
2017. 12. 08	中央政治局会议	加快住房制度改革和长效机制建设。
2017. 12. 20	中央经济工作会议	加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度。要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。
2018. 03. 05	国务院政府工作报告	更好解决群众住房问题。 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制。 加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018. 4. 23	中央政治局工作会议	要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，及时跟进监督，消除隐患。要加大保障改善民生工作力度，加强基本公共服务，解决好群众关心的关键小事。
2018. 7	中央政治局工作会议	下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序， 坚决遏制房价上涨。 加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018. 10. 31	中央政治局工作会议	全文未提及房地产以及去杠杆。
2018. 12. 13	中央政治局工作会议	全文未提及房地产。表明政府的态度越发谨慎。

4.2 政策预期边际改善，因城施策，支持刚需和改善型需求



- 部分二三线城市出台人才引进政策，对地产需求端带来一定改善
- 展望2019年，我们认为，**全面放松的可能性不大，但政策有如下改善方向**：1、部分城市按揭利率下调 2、按揭贷款速度发放加快 3、企业端融资或有所放松 4、首付比和二套房资格认定有所放松，5、支持首套及改善型需求的释放

2018年以来各城市的人才引进政策，截取部分城市政策

资料来源：中国银河证券研究院整理

城市	户籍政策	住房补贴
南京	研究生以上学历或40周岁以下本科毕业生可直接落户，技术、技能型人才，凭高级工及以上职业资格证书落户	高层次人才按不同规定享有申购120m ² 以上住房、170万至300万购房补贴等安居方式
天津	全日制高校本科毕业生不超过40周岁、硕士生不超过45周岁、博士生不受年龄限制可直接落户	企业引进并成功在新区落户的本科以上学历人员，将连续3年发放租房和生活补贴，大学本科生每年1.2万元，硕士每年2.4万元，博士每年3.6万元
武汉	普通高校本科学历不超过40周岁，硕士、博士年龄不限可直接落户	提供首批大学生人才公寓3605套，今后每年建设和筹集50万m ² 以上人才公寓，5年内满足20万人租住需求；争取让大学毕业生以低于市场价20%买到安居房，以低于市场价20%租到租赁房
成都	条件入户和积分入户“双轨制”，45周岁以下全日制大学本科毕业生等，可在成都直接落户；本市工作两年以上“技能人才”推荐落户	紧缺人才可申请人才公寓，满5年可以不高于入住时市场价格购买；外地本科及以上学历应届毕业生应聘提供7天免费入住的青年人才驿站。高层次创新创业人才给予最高300万元资金资助；在蓉创业的大学生，给予最高50万元全额贴息支持。专业技术人才每人最高6000元补贴。
唐山	高校毕业生“零门槛落户”，推行“先落户后就业”，全日制大学本科及以上学历凭户口迁移证、身份证、毕业证即可办理落户手续	对企事业单位引进的急需的博士后、博士，给予15万元安家费
郑州	专科以上毕业生、职工（技工）院校毕业生，凭毕业证来郑即可申请办理落户手续	对新引进落户的全日制博士毕业生、35岁以下硕士研究生、本科毕业生，三年内按每人每月1500元、1000元和500元的标准发放生活补贴，对符合上述条件的博士、硕士和“双一流”高校本科毕业生，在郑首次购房分别给予10万元、5万元、2万元购房补贴
其他城市	……	……

4.3 近期地方结构化宽松托底政策频出——因城施策，精细调控，破除一刀切



- 房地产是否放松，关注两个方面：一是限购政策是否放松，二是大行房贷利率是否下调。
- 近期地方宽松托底政策频出，破除之前的一刀切政策。

时间	出处	内容概述
2018.12.18	菏泽市住建局	发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出取消新购住房限制转让措施，降低市区商品房预售资金监管制度，加快安置房建设进度，加大项目征收扫尾工作力度。
2018.12.19	华夏时报记者统计	深圳商业银行房贷利率情况显示：中国银行、工商银行、北京银行、花旗银行首套房贷利率上浮10%，利率为5.39%。此前，深圳四大行首套房贷利率都是上浮15%，只有个别小银行利率松动，标志着房贷利率拐点的到来，房地产放松的信号打响。
2018.12.19	广州市住房和城乡建设委员会	发布了《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，明确“330新政”里“房地产开发企业销售商服类物业，销售对象应是法人单位”规定的商服类物业，指的是文件公布之日（2017年3月30日）后土地出让成交的商服类地产项目，不包括之前出让的项目。
2018.12.19	媒体	珠海两区放松购房门槛：近日有消息称，珠海的金湾、斗门两区的购房政策出现调整，只需一年社保就可以购买一套商品住房，该政策面向所有购房者。据了解，虽然没有正式文件下发，但政府已默认。
2018.12.21	广州市住建委	改一刀切限价政策为根据周边楼盘价格浮动调整限价，部分楼盘限价可能出现提高。

资料来源：中国银河证券研究院整理

4.4 “长效机制”关键是完善住房供应体系，租购并举，房产税立法先行

1

2

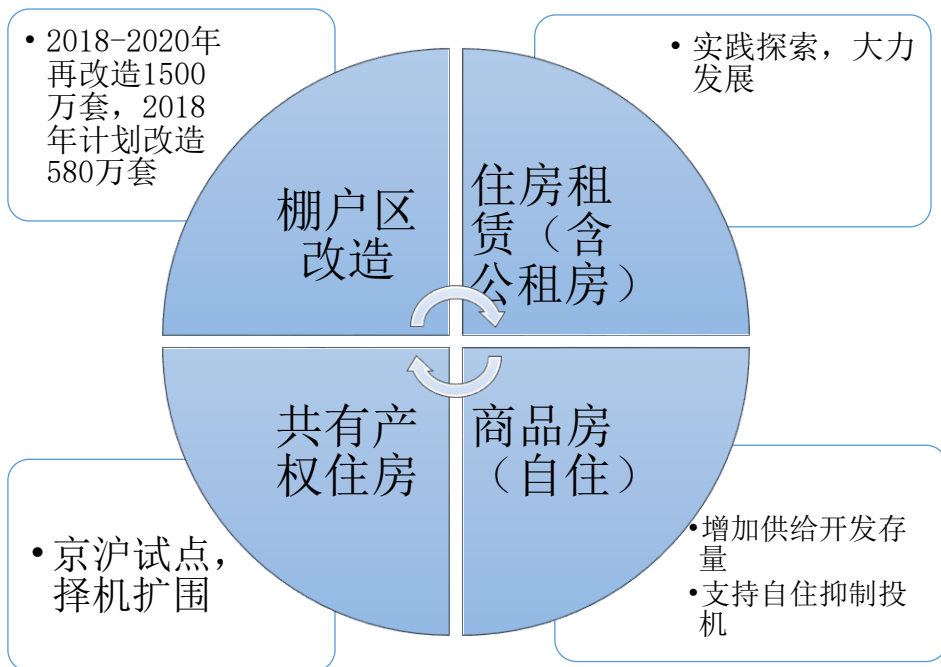
3

4

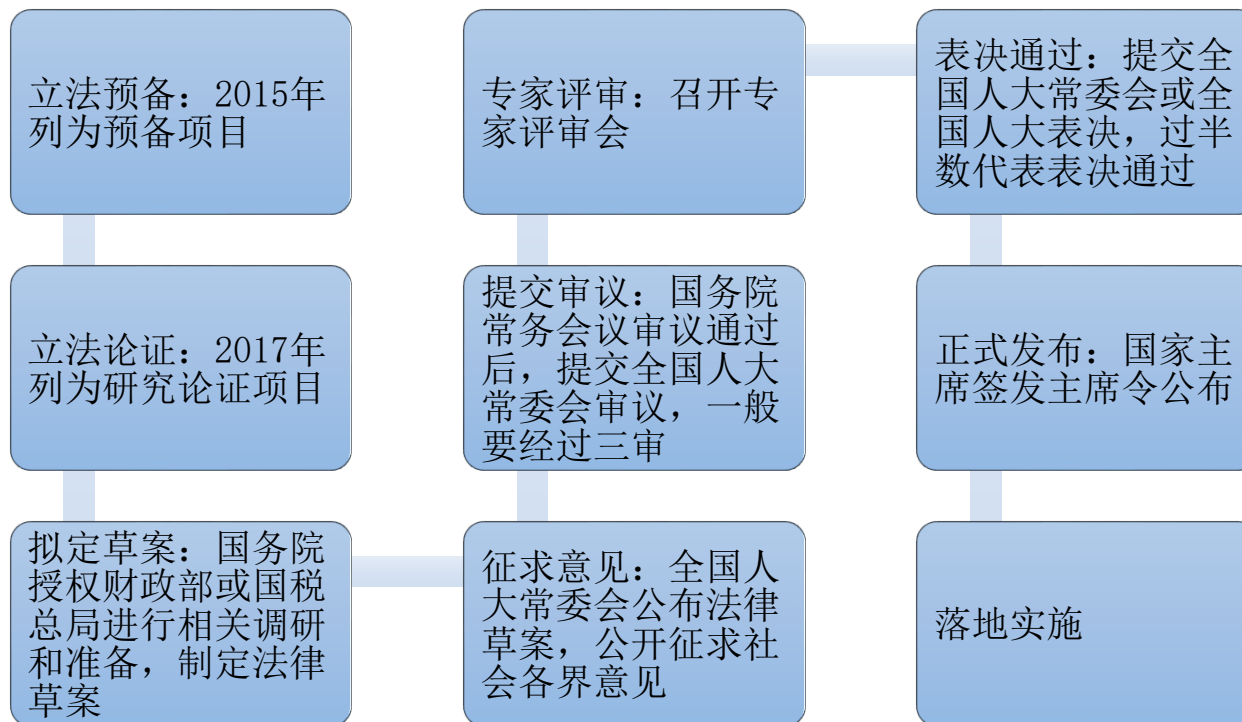
5

- 预计2019年棚改货币化安置率继续下降
- 公租房兼具保障房和租赁住房属性，是保障性住房供应的重要组成部分
- 商品房方面在楼市平稳运行的前提下可以适度支持首套刚需、改善需求
- 住房租赁的顶层设计持续出台，租赁市场日渐火爆
- 共有产权房在京沪进行试点，预计未来将在一二线城市扩围
- 房地产税立法先行，预计最快2022年征收

双轨制租购并举住房供应体系



房地产税的立法流程



1

2

3

4

5



05 | 投资建议及推荐标的

China galaxy securities

5.1 地产板块年初至今表现

1

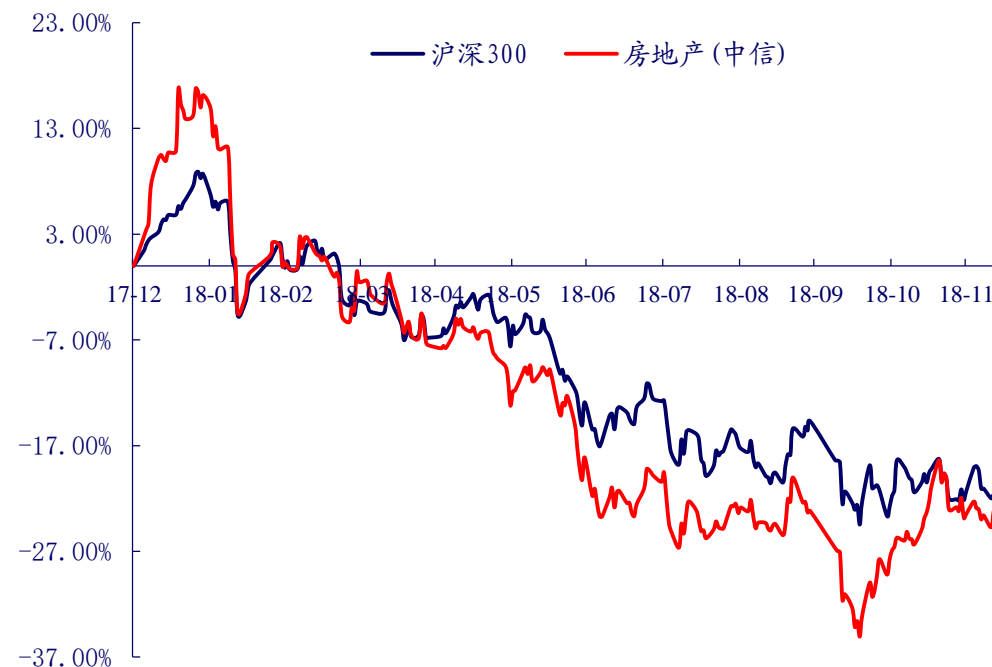
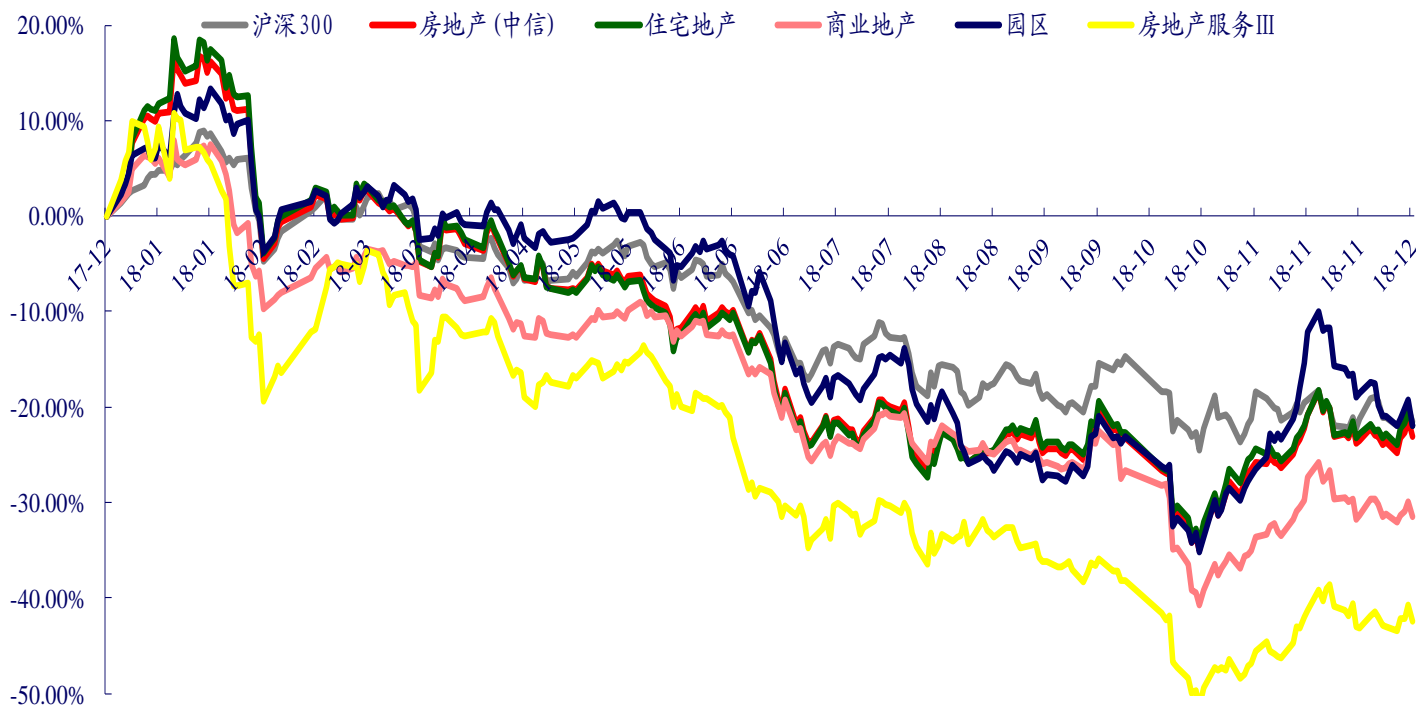
2

3

4

5

- 各子行业表现来看，年初至今，房地产中信一级行业指数跌幅为23%，住宅地产指数跌幅21.93%，商业地产指数跌幅31.42%，园区指数跌幅21.9%，房地产服务指数跌幅42.3%，各子行业中，园区子板块表现继续好于其他。
- 同期沪深300跌幅21.46%，房地产行业指数跑输沪深300



资料来源：中国银河证券研究院整理

5.2 地产板块估值（国内及国际估值比较）

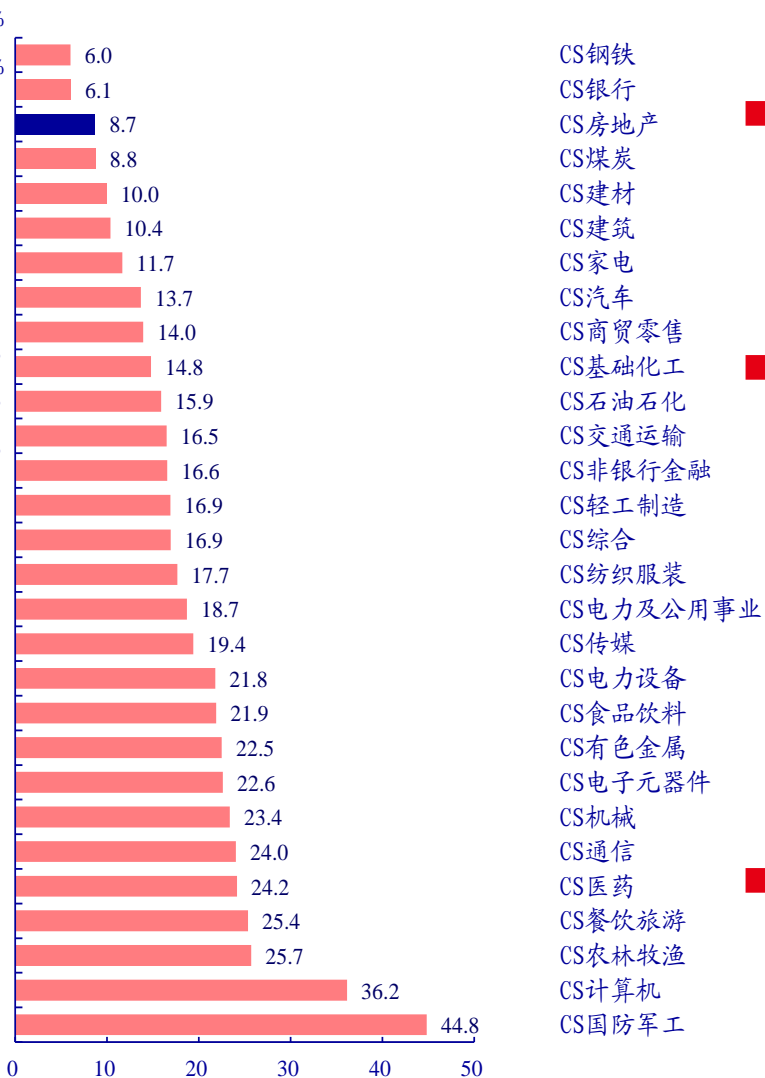
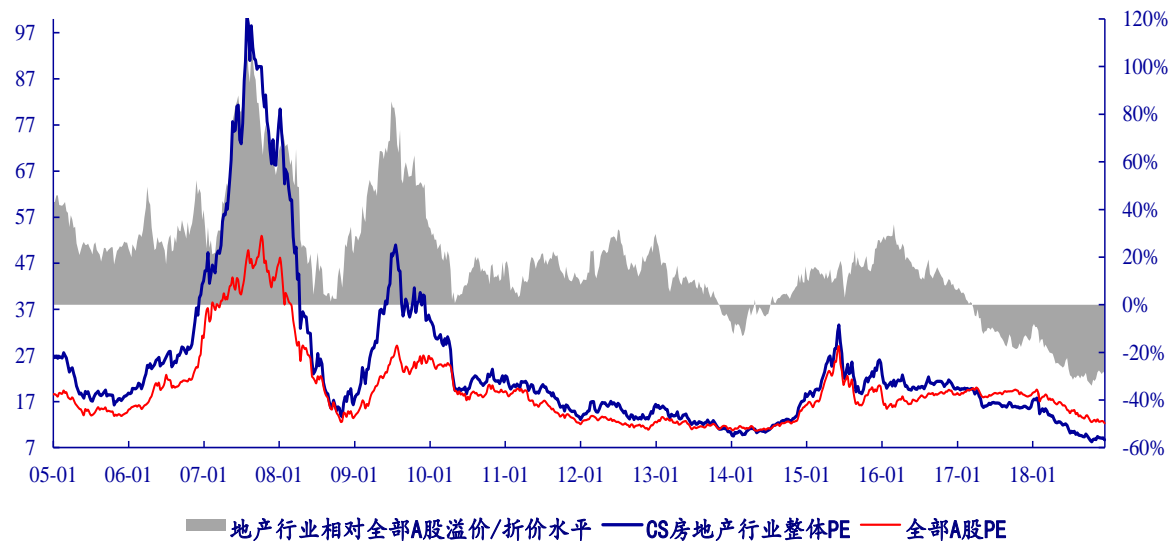
1

2

3

4

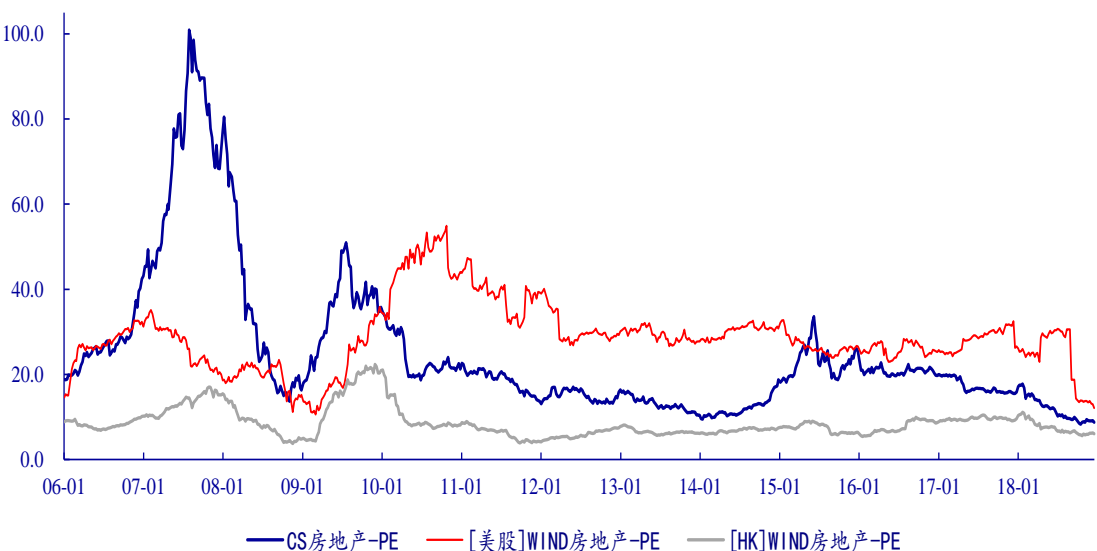
5



过去13年房地产行业TTM市盈率平均值为24.5X，当前房地产板块市盈率为8.7X，较历史均值折价在64.3%。

A股、美股、港股地产板块PE的历史均值（2006至2018年）分别为24.7X、28.8X、8.6X，当前美股、A股和港股PE较其历史均值折价分别为58%、64%、29.3%，我们认为A股从PE相对估值角度处于历史低位，具有较大的估值修复空间。

全行业估值比较来看，房地产行业列倒数第三位，估值偏低。



资料来源：中国银河证券研究院整理

5.3 地产板块个股表现

1

2

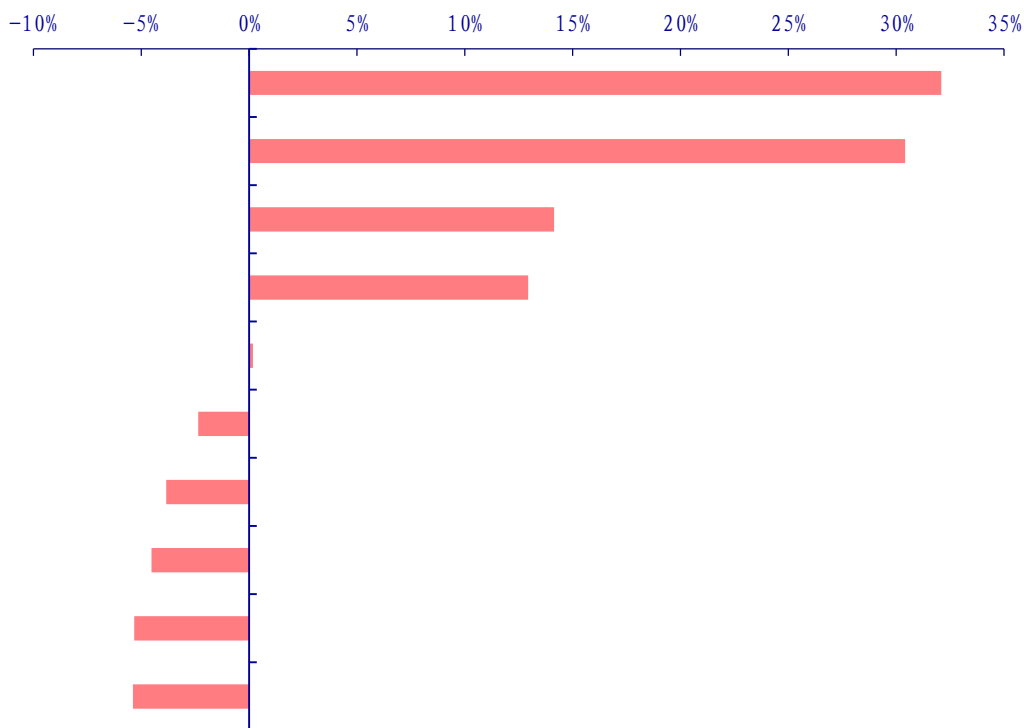
3

4

5

- 个股方面，年初至12月14日，板块涨幅前十的股票包括金科股份、南都物业、嘉凯城、合肥城建、中南建设等，表现较好的股票大多有正面催化剂，包括区域经济概念、参股独角兽企业、国企改革、转型等

年初至12月14日板块涨幅前十的个股



证券代码	证券简称	年初至12.14日涨跌	涨跌原因分析
000656.SZ	金科股份	32.09%	销售高增、结转提速，盈利能力持续改善
603506.SH	南都物业	30.42%	资本市场物业第一股
000918.SZ	嘉凯城	14.14%	积极发展第二主业，进入院线行业
002208.SZ	合肥城建	12.93%	独角兽“蚂蚁金服”相关概念股
000961.SZ	中南建设	0.18%	管理层换新，布局下沉三四线城市
001979.SZ	招商蛇口	-2.35%	跻身千亿阵营，拿地积极进取
002146.SZ	荣盛发展	-3.84%	销售高增长，业绩有保障，融资多样化
600675.SH	中华企业	-4.52%	国企背景优势，重组革新再度起航
000014.SZ	沙河股份	-5.32%	粤港澳自贸区概念股
600048.SH	保利地产	-5.38%	产品定位精准，土地储备充沛

资料来源：中国银河证券研究院整理

5.4 行业投资建议

1

2

3

4

5

- **行业需求向好，供给稳定**：行业需求端，城镇化率仍存在上升空间，真实潜在需求旺盛，但由于房价高企，总体有效需求仍然不足；行业供给端，房地产投资维持高位，新开工增幅收窄，拿地热度理性增长，房企业绩向好且分化加剧，“去库存”政策及供给侧改革进入新阶段。
- **2019年行业基本面大概率下行但勿需过度悲观**：预计整体房价涨幅1%；全年销售面积增速预计为-4%到-6%之间；销售金额同比增速-2%到-4%；投资层面，我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响，预计房地产投资增速将缓慢下滑，全年增速预计为5%-7%。
- **龙头房企优势凸显，一二线市场有望在2019中期企稳回暖**：行业景气度下行和高价地项目入市导致2019年销售项目的盈利水平承压。龙头房企销售速度仍有望保持15%以上的正增长。集中度提升逻辑不变，龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势，获取更多高性价比的土地储备。一二线城市市场有望在2019年中期企稳回暖，对冲三四线市场下跌风险。中小房企将加速退出市场。
- **重点公司推荐**：业绩确定性强，资源优势明显，市占率有较大提升空间的万科A(000002)、保利地产(600048)、新城控股(601155)。

5.5 行业重点公司估值表

1

2

3

4

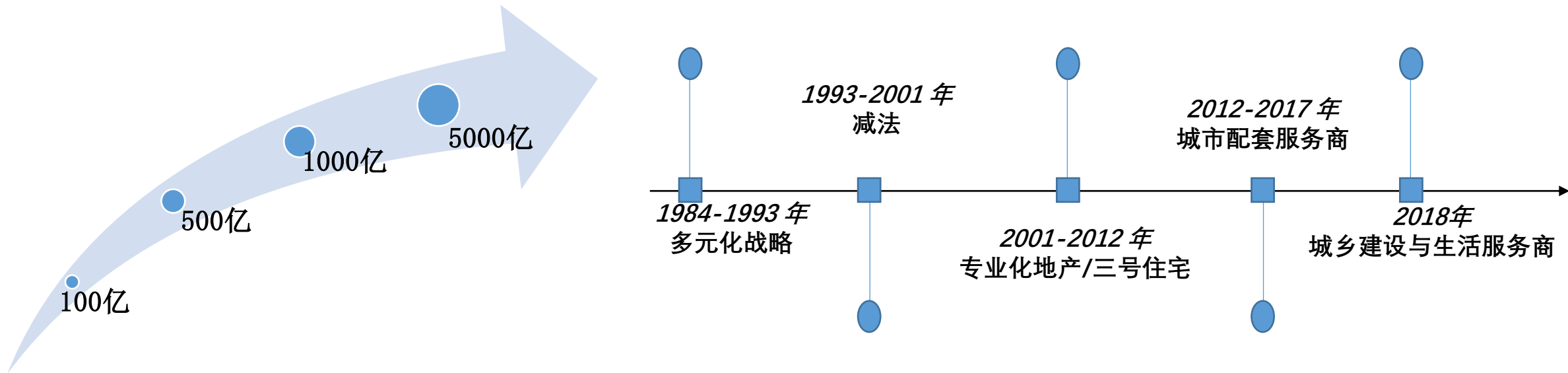
5

股票代码	股票名称	股价 (元)	17EPS (元/股)	18EPS (元/股)	19EPS (元/股)	PE(18)	PE(19)	PB(最新)
000002.SZ	万科A	26.5	2.5	3.2	4.0	8.2	6.6	2.1
600048.SH	保利地产	13.0	1.3	1.7	2.1	7.7	6.2	1.4
600383.SH	金地集团	9.9	1.5	1.8	2.2	5.4	4.6	1.0
001979.SZ	招商蛇口	18.6	1.6	2.0	2.5	9.2	7.5	2.4
002146.SZ	荣盛发展	8.7	1.3	1.8	2.2	5.0	3.9	1.3
601155.SH	新城控股	26.7	2.7	4.1	5.5	6.5	4.9	2.7
000671.SZ	阳光城	5.7	0.5	0.8	1.1	7.3	5.2	1.4
600340.SH	华夏幸福	27.8	2.8	4.0	5.1	7.0	5.4	2.6
000961.SZ	中南建设	6.4	0.2	0.6	1.0	11.0	6.2	1.5
002285.SZ	世联行	5.0	0.5	0.5	0.6	9.4	7.6	1.9

资料来源：中国银河证券研究院整理

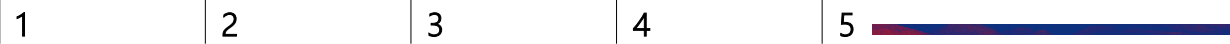
5.6 推荐标的——万科A (000002)

- 万科“城乡建设与生活服务商”所搭建的生态体系已初具规模，在巩固住宅开发和物业服务固有优势的基础上，业务已延伸至商业开发和运营、物流仓储服务、租赁住宅、产业城镇、冰雪度假、养老、教育等领域
- 万科在2005年基本完成了长三角、珠三角、环渤海三大城市群布局，并实行以中西部区域为辅的“3+X”城市群布局。2017年新进入13城，深耕一二线城市一直是公司的总体发展战略
- 拿地方面，连续三年扩张，未结算面积分布均匀，珠三角、长三角、环渤海和中西部各占比26%、23%、25%和26%；一二线城市面积占比79%

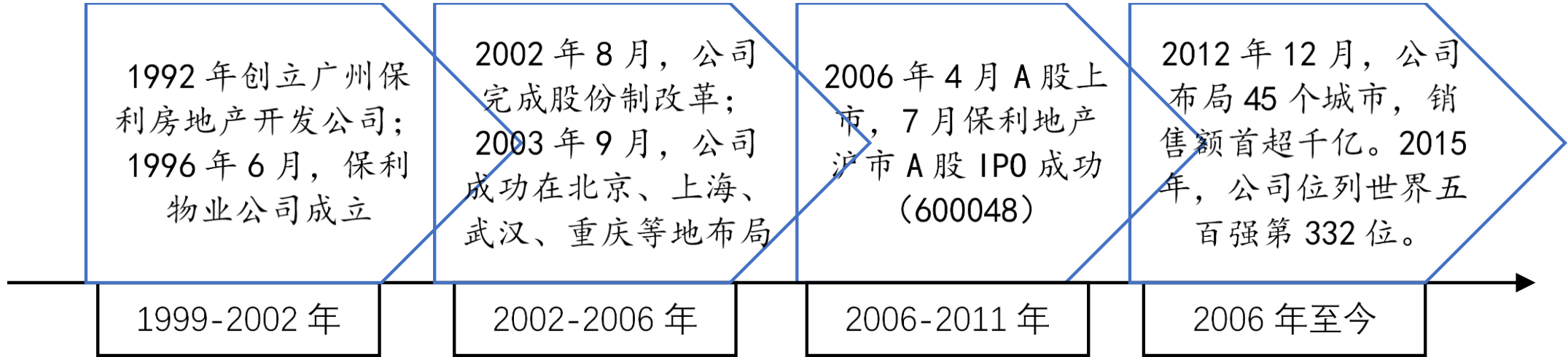


资料来源：中国银河证券研究院整理

5.7 推荐标的——保利地产 (600048)



- 区域布局方面，公司坚持一二线城市深耕战略
- 公司管理模式方面，1) 2016年形成“总部-大区-平台”的三级管理模式；2) 改革激励机制，第二期股权激励推出；3) 利用类REITs，实现自持物业的融资功能（2017年10月23日，国内首单央企租赁住房类REITs、首单储架发行类REITs——中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划获得上海证券交易所审议通过）



资料来源：中国银河证券研究院整理

5.8 推荐标的——新城控股 (601155)

1

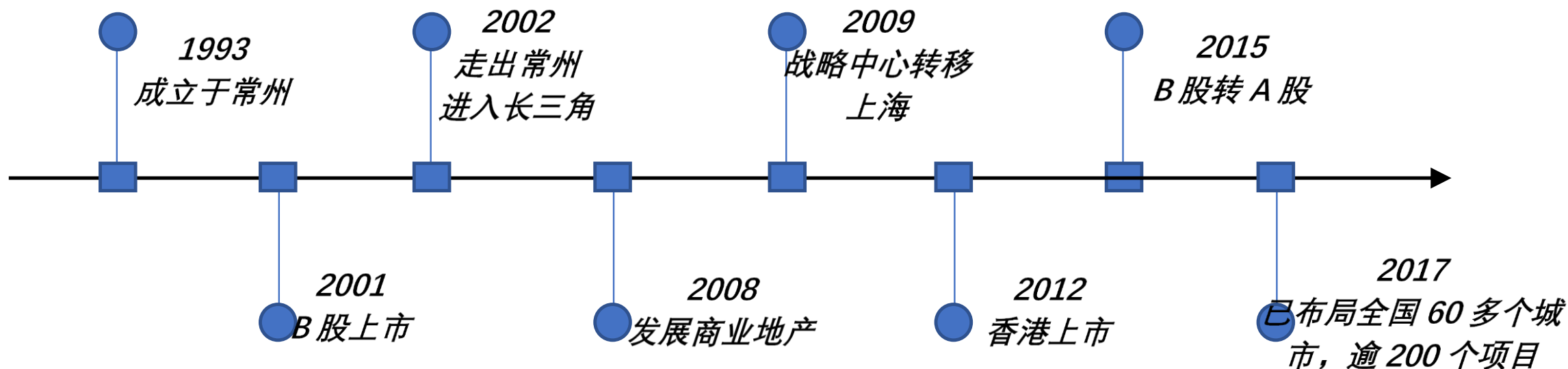
2

3

4

5

- 采用**无周期**拿地策略，保持充足可售资源，成本控制优异；积极扩张拿地面积，下沉二三线及三四线城市，推动拿地成本下行；收并购拿地占比提升，有效控制拿地成本；多年战略布局和管理提升支撑周转率提升，实现快周转
- 以**售养租**，商业+住宅双驱动，吾悦品牌是新城控股旗下旗舰型的城市综合体项目品牌，住宅领域，公司已经形成三大产品线：“幸福乐居”、“幸福圆梦”和“幸福尊享”



资料来源：中国银河证券研究院整理

潘 玮

银河证券研究院 房地产行业分析师
执业证书编号：S0130511070002

清华大学管理学硕士、金融学学士。

2008年进入银河证券研究部，从事房地产行业研究。

2012年获得金融界“慧眼识券商”地产行业平均涨幅第一名；

2012年获得中金在线“海峡金融高峰论坛财经排行榜”最佳行业分析师称号；

2013年获得新财富最佳分析师房地产行业第五名；

2014年获得新财富最佳分析师房地产行业入围奖。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

