

2019 年上半年房地产四维数据总结及下半年展望

——光大地产行业动态跟踪报告

行业动态

◆需求端流动性收紧叠加价格预期管理，销售仍处于下行通道

3、4月小阳春高点后，需求端流动性收紧叠加价格预期管理，全国商品房销售增速持续回落。商品房销售面积6月同比反弹3.3pc，部分来自于基数因素，1-6月累计同比继续下滑0.2pc。6月30城成交面积增长放缓至9.5%（环比-4.7pc），预计一二线将回归至温和复苏轨道；随着房价预期调整向低线城市扩散，以及棚改力度减弱的影响持续显现，三四线城市后续或存较明显的降速压力。我们维持“销售总量下行与结构切换”的判断，预计全年销售面积同比-7%，销售金额持平。

◆土地购置年中上翘，预计后续将回归理性

6月全国土地购置面积单月同比、土地成交价款单月同比分别较5月+17.5pc、+28.4pc。6月百城土地成交溢价率环比提升0.4pc，其中二线、三线溢价率环比继续下降1.9pc、2.1pc。行业融资监管加强以及销售趋弱下，预计土地成交将再度降温，价格逐步回归理性。

◆新开工、投资高位继续放缓，资金趋紧或拖累竣工表现

2019年1-6月，房屋新开工同比+10.1%，环比-0.4pc；施工同比+8.8%，环比高位持平；房地产投资同比+10.9%，环比-0.3pc。

如我们所预期，在待开发土地增速回落、开工库存低位回升、销售回款逐步趋缓、2018年基数前低后高的作用下，新开工增速高位放缓，施工增速保持平稳。存量变现逻辑下，房地产投资韧性较强，内部结构由土地购置向建安投资转换，我们维持全年同比+6%的判断。

2019年1-6月，房屋竣工面积同比降幅扩大至-12.7%，拐点仍未出现。房地产金融审慎管理下，中小房企融资环境承压，或拖累竣工节奏。

◆银行信贷投放支撑上半年资金面，下半年压力将逐步显现

对比2019年1-6月到位资金增速（+7.2%）和2018年全年到位资金增速（+6.4%），整体表现稳健，但结构分化明显。其中自筹资金、定金及预收款累计同比下降5.0pc、4.8pc，而国内贷款、个人按揭贷款累计同比+13.3pc、+11.9pc，上半年行业到位资金主要由银行信贷投放作支撑。展望全年，房地产贷款投放审慎管理，多种融资渠道边际收紧，销售回款持续回落，预计行业资金面压力将持续抬升。

◆投资建议

在“房住不炒”和居民杠杆的核心约束下，预计行业仍处于下行通道，判断投资韧性强于销售。行业融资收紧下，金融资源集中度提升将有效转化为土地资源集中度提升，中期销售集中度提升确定性进一步增强。建议关注财务稳健、融资优势明显，具备独特拿地渠道，可低成本获取资源的头部房企，如万科A+H，保利地产、招商蛇口、金地集团、华润置地、中国金茂。

◆风险分析

房地产持续调控，导致行业整体销售增速下行超预期；前期需求透支或棚改依赖度较高的三四线城市楼市存在回调压力；行业还款高峰来临，部分中小型房企信用风险抬升。

增持（维持）

分析师

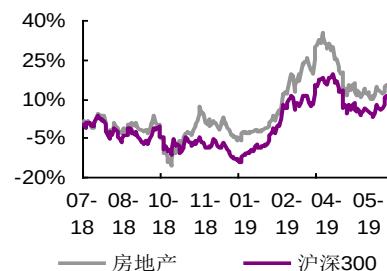
何维南（执业证书编号：S0930518060006）
021-52523801
hemiannan@ebcn.com

王梦恺（执业证书编号：S0930518110003）
021-52523855
wangmk@ebcn.com

联系人

黄帅斌
021-52523828
huangshuaibin@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

行业流动性管控趋严，关注融资优势标的——2019年6月居民部门信贷数据点评
.....2019-07-14
各城房贷按揭利率6月分化加剧——房地产行业信贷政策跟踪
.....2019-06-25
高基数拖累数据表现，融资差异致竣工趋缓——2019年1-5月国家统计局房地产数据点评
.....2019-06-16

1、投资策略报告观点简要回顾

我们在 2018 年 12 月 15 日发布的年度投资策略报告和 2019 年 6 月 6 日发布的下半年投资策略报告中提出：

预计 2019 年，政策面将在“房住不炒”前提下，窄通道内结构性微调以实现总量和价格相对平稳；新型城镇化重回都市圈核心城市，短期内二线要素集聚边际弹性更明显。

需求侧按揭投放高位趋缓，不同区域信贷政策将发生结构性变化。调控已久的一二线楼市迎来底部复苏，棚改减弱影响逐步显现，部分三四线城市存回调压力。预计 2019 年全国商品住宅销售额同比持平，销售面积-7%。

供给侧高位平缓回落，待开发土地增速下行、开工库存低位回升、销售回款趋缓下，全年新开工增速下滑至 8%，施工面积增速将保持在 8% 的高位，施工类投资向好对冲土地购置费降速压力，房地产投资回落至 6%。

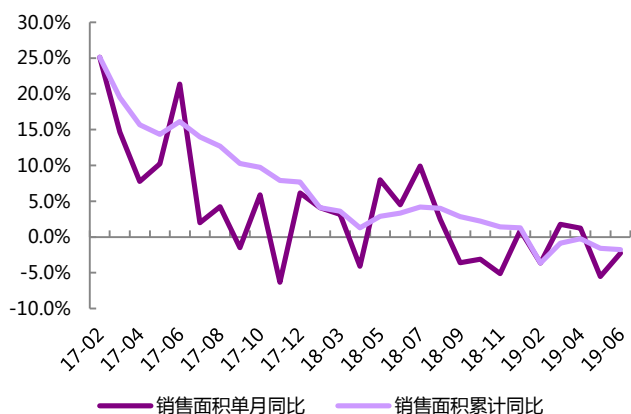
2、销售仍处于下行通道

2019 年 6 月，全国商品房销售面积同比-2.2%，降幅较 5 月水平收窄 3.3pc；销售金额同比+4.2%，增速较 5 月水平提升 3.6pc。其中商品住宅销售面积同比-1.8%，降幅较 5 月收窄 2.2pc；销售金额同比+7.0%，增速较 5 月提升 3.1pc。

2019 年 1-6 月，全国商品房销售面积同比-1.8%，降幅较 1-5 月扩大 0.2pc；销售金额同比+5.6%，增速较 1-5 月下降 0.5pc。其中商品住宅销售面积同比-1.0%，降幅较 1-5 月扩大 0.3pc；销售金额同比+8.4%，增速较 1-5 月下降 0.5pc。

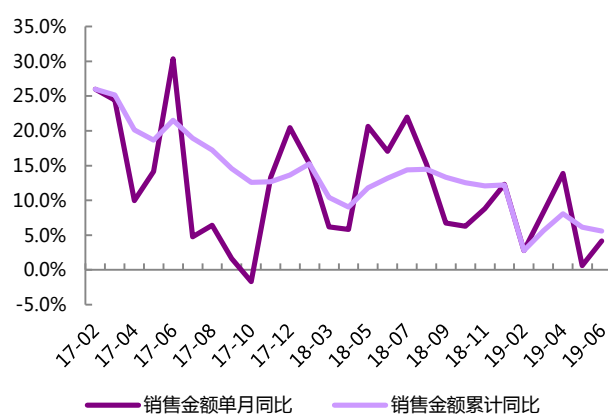
拆分驱动因素，2019 年 6 月商品房销售均价基本平稳，销售金额增速回升主要来自于销售面积降幅收窄；而从 1-6 月累计来看，销售金额增长则主要来自于均价提升驱动。

图 1：全国商品房销售面积单月同比和累计同比



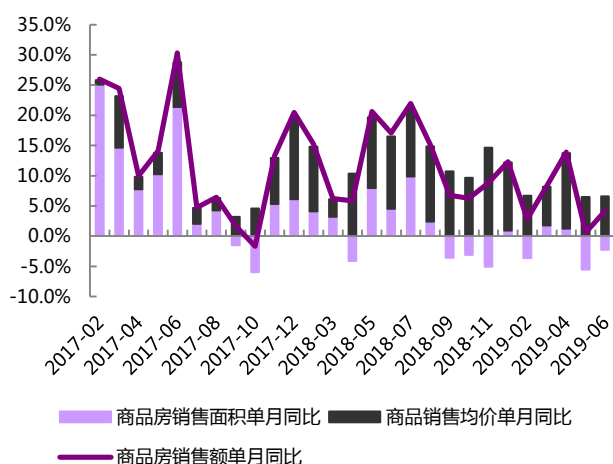
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 2：全国商品房销售金额单月同比和累计同比



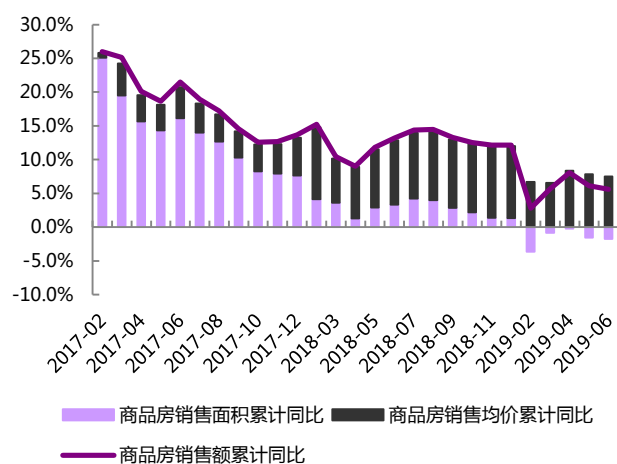
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 3：全国商品房销售面积、均价、金额单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 4：全国商品房销售面积、均价、金额累计同比

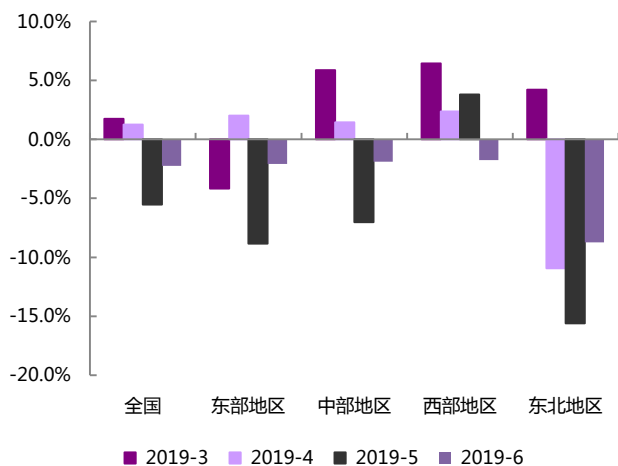


资料来源：WIND，光大证券研究所

拆分区域来看，6月东部、中部、西部、东北地区商品房销售面积同比增速分别为-2.1%、-1.9%、-1.8%、-8.7%，环比分别+6.7pc、+5.1pc、-5.6pc、+6.9pc，东部、中部、东北地区增速在5月明显回落后，有所反弹。

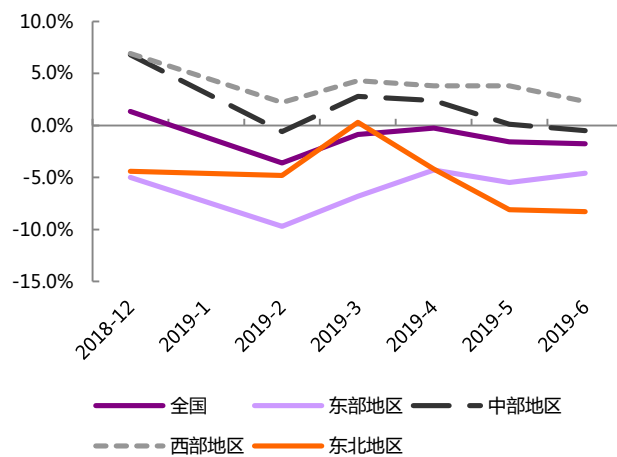
2019年1-6月，东部、中部、西部、东北地区商品房销售面积同比增速分别为-4.6%、-0.5%、+2.3%、-8.3%，西部、中部地区销售韧性较强，东部地区降幅较2018年全年水平小幅收窄，东北地区销售下滑相对明显。

图 5：全国及各区域商品房销售面积单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

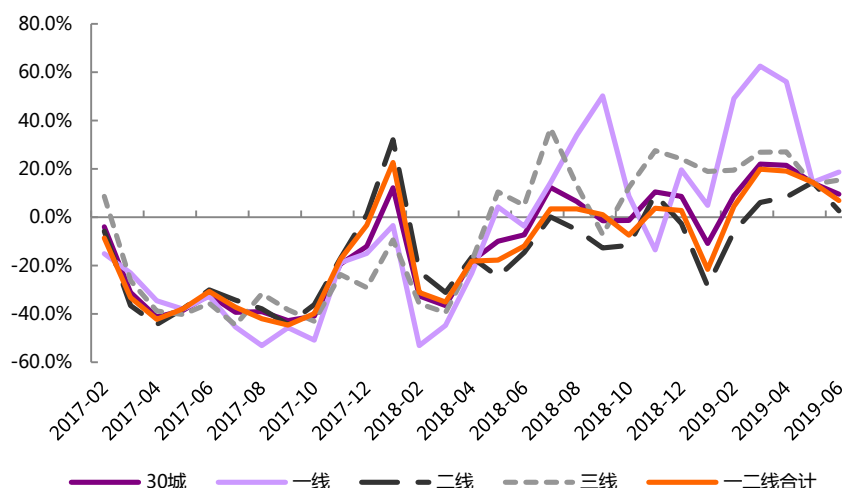
图 6：全国及各区域商品房销售面积累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

从30大中城市来看，2019年6月成交面积同比+9.5%，增速较5月环比-4.7pc。其中一线、二线、一二线合计成交面积分别同比+18.6%、+2.6%、+6.8%，增速较4月环比分别+4.2pc、-11.8pc、-7.6pc。

图 7：30 个大中城市商品房成交面积单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

5 月房贷利率出现分化，6 月全国按揭利率止降回升，部分城市银行房贷额度紧张，3-4 月小阳春高点后全国商品房销售累计同比持续回落。6 月商品房销售增速单月反弹部分来自于基数因素，2018 年 5-7 月全国商品房销售面积单月增速分别为 8.0%、4.5%、9.9%。

从 2019 年上半年整体表现来看，1-6 月全国商品房销售面积同比-1.8%，好于 2014 年 1-6 月水平（-6.0%）；尤其是在因城施策和行业结构切换的作用下，1-6 月全国商品房销售金额同比+5.6%，明显好于 2014 年 1-6 月水平（-6.7%）。

展望全年，需求端流动性收紧叠加价格预期管理，预计一二线将回归温和复苏的轨道，30 个大中城市 6 月销售表现已展现了相关的迹象（见图 7）。随着房价预期调整向低线城市扩散，以及棚改力度减弱的影响持续显现，三四线城市后续或存较明显的降速压力。

我们维持 2019 年下半年策略报告“总量下行与结构分化并存”的观点，行业销售总量仍处于下行通道，预计全年商品住宅销售面积同比-7%，销售金额持平。

3、土地购置年中上翘，预计后续将回归理性

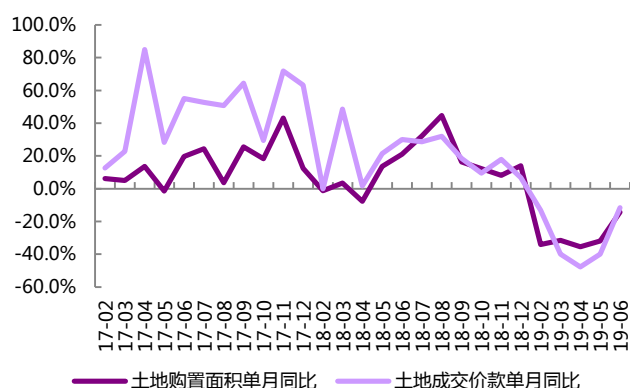
2019 年 6 月全国土地购置面积同比-14.3%，增速较 5 月+17.5pc；全国土地成交价款同比-11.5%，增速较 5 月+28.4pc。

2019 年 1-6 月全国土地购置面积同比-27.5%，增速较 1-5 月+5.7pc；全国土地成交价款同比-27.6%，增速较 1-5 月+8.0pc。

对比过往，2019 年 1-6 月全国土地购置面积 8035 万，为 2002 年以来同期最低水平；得益于年中上翘，2019 年 1-6 月土地购置面积累计同比（-27.5%）较 2018 年同期（+7.2%）明显回落，但好于 2015 年 1-6 月水平（-33.8%）。

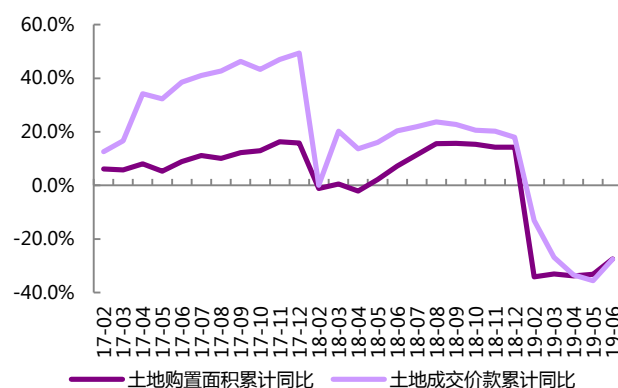
2019 年 1-6 月全国土地成交价款 3811 亿元，规模小于 2017 年、2018 年同期水平（分别为 4376 亿元、5265 亿元），但好于 2015、2016 年同期水平（分别为 2866 亿元、3159 亿元）。从增速来看，2019 年 1-6 月全国土地成交价款累计同比-27.6%，较 2018 年同期水平（+20.3%）大幅回落，与 2015 年同期水平（-28.9%）接近。

图 8：土地购置面积和土地成交价款单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 9：土地购置面积和土地成交价款累计同比



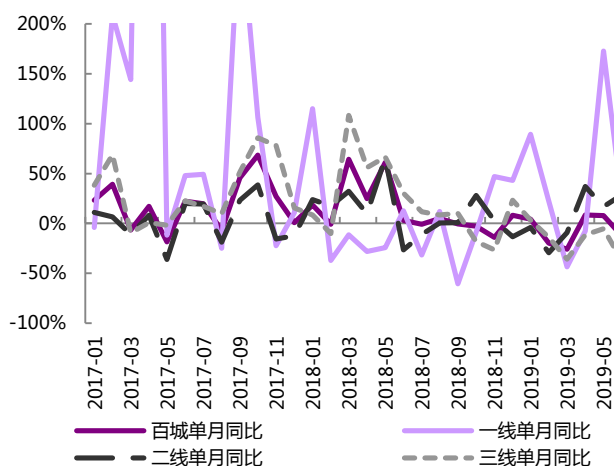
资料来源：WIND，光大证券研究所

百城层面，2019 年 6 月成交规划建筑面积同比-12.1%，增速较 5 月-19.8pc；成交总价同比+33.4%，增速较 5 月-39.7pc。拆分结构来看，5 月一线、二线、三线成交规划建面分别同比+26.6%、+28.5%、-36.9%；成交总价分别同比+129.2%、+79.7%、-26.3%。

2019 年 6 月百城、一线、二线、三线土地成交平均溢价率分别为 19.3%、23.4%、17.1%、20.6%，环比分别+0.4pc、+20.2pc、-1.9pc、-2.1pc。目前来看，二三线溢价率已基本得到控制。

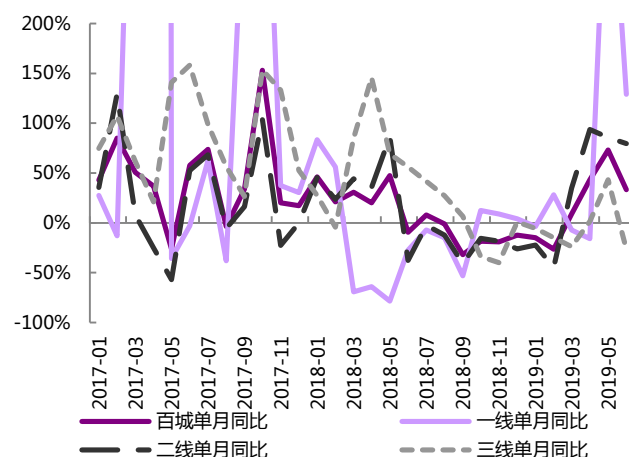
展望全年，行业融资监管加强以及销售趋弱下，预计房企拿地策略将回归理性，总量层面的土地购置或再度降温。值得注意的是，行业融资收紧将会导致房企信用能力进一步分化，随着价格逐步回归理性，预计头部房企的融资优势将进一步向资源获取优势转化。

图 10：百城土地成交规划建筑面积单月同比



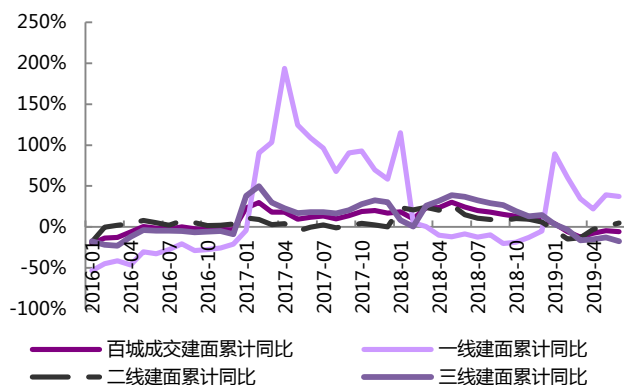
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 11：百城土地成交总价单月同比



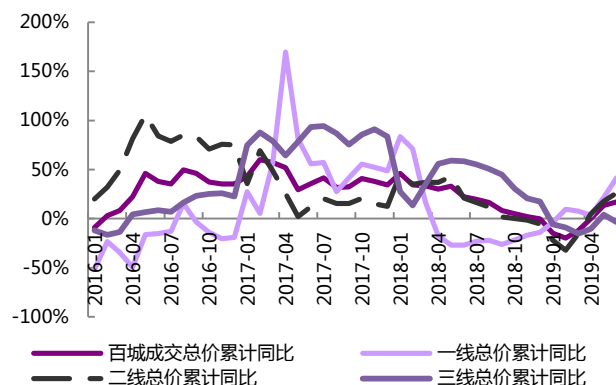
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 12：百城土地成交规划建筑面面积累计同比



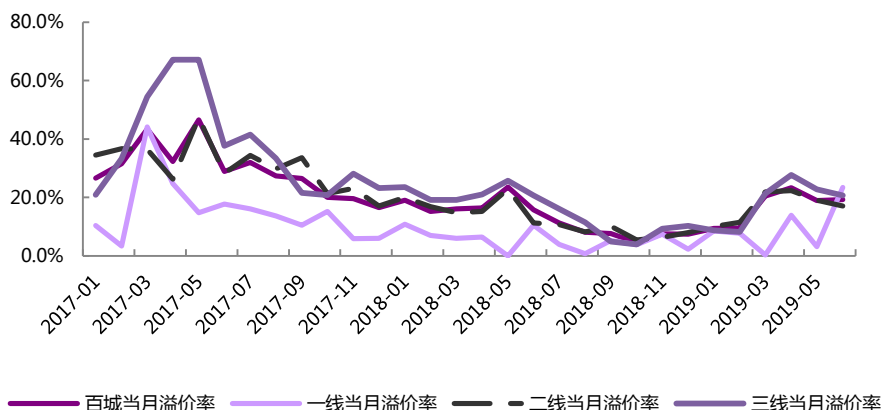
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 13：百城土地成交总价累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 14：百城土地成交当月平均溢价率



资料来源：WIND，光大证券研究所

4、新开工、投资高位继续放缓

我们在 2019 年度策略报告和 2019 年下半年投资策略报告中明确提出，2019 年房地产新开工将维持较高水平，推动施工增速提升，竣工全年向好是速度而非方向问题，施工类投资回升对冲土地购置费降速压力，托底房地产投资平缓回落；具体内容详请参阅 2018 年 12 月 25 日发布的《2019：千钧将一羽——光大地产年度策略报告》以及 2019 年 6 月 6 日发布的《窄通道内紧平衡继续，关注三大阿尔法机遇》。

➤ 新开工增速高位放缓，净停工同比续降，施工增速维持高位

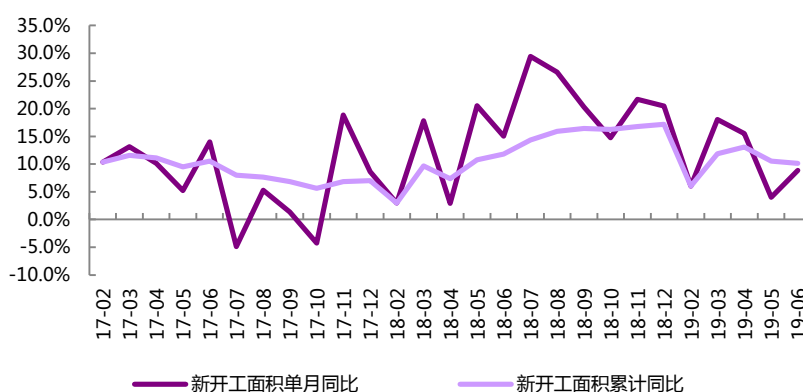
2019 年 6 月，全国房屋新开工面积同比+8.9%，增速较 5 月+4.9pc；2019 年 1-6 月，全国房屋新开工面积同比+10.1%，增速较 1-5 月-0.4pc。

自 2018 年 12 月发布年度策略至今，我们多次在报告中强调 2019 年房地产新开工由于存量变现，增速将维持较高水平，无需悲观，主要逻辑包括：1) 2017-2018 年房企温和补仓，全国待开发土地面积高增；2) 显性库存处于低位，短期可售资源不足；3) 融资持续改善，资金面压力逐步缓解；4) 政策和价格整体预期相对平稳，存量变现仍为房企的优先策略。

2019 年 1-6 月新开工累计同比+10.1%，对比 2016-2018 年同期水平分别为 14.9%、10.6%、11.8%，仍处于较高区间，持续印证我们对于 2019 年开工不悲观的判断。

展望全年，由于 2018 年 6 月基数相对较低，2019 年 6 月新开工单月增速有所反复，但累计增速仍延续高位放缓的趋势。综合待开发土地增速回落、开工库存低位回升、销售/回款逐步趋缓、2018 年基数前低后高等因素，我们维持新开工全年同比逐步回落至+8%的判断。

图 15：全国房屋新开工面积单月同比和累计同比

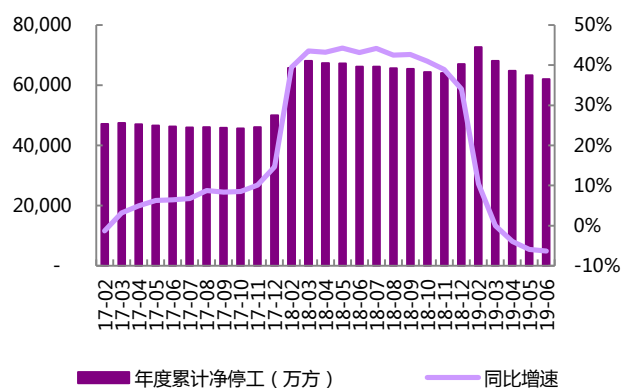


资料来源：WIND，光大证券研究所

2019 年 1-6 月，全国房屋净停工面积 6.2 亿方，同比-6%，环比-2%。在交通基建提速、房企并购高位放缓、以及存量变现经营导向的支撑下，预计行业将逐步渡过停工高峰。

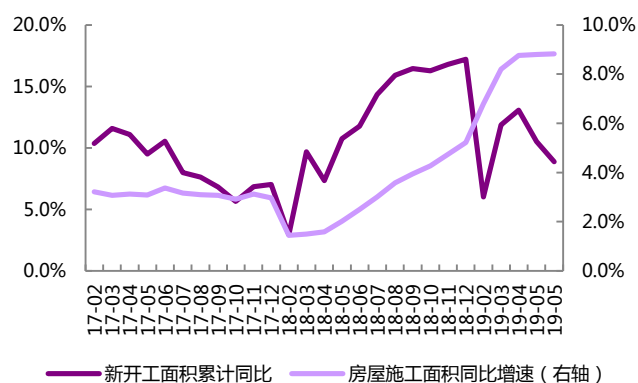
2019年1-6月,全国房屋施工面积77.2亿方,同比增速继续保持在+8.8%的较高水平。考虑到后续新开工边际趋缓,当前施工增速或已见顶,维持2019年同比+8%的判断。新开工、净停工、施工相关测算过程请参阅2019年下半年投资策略报告《窄通道内紧平衡继续,关注三大阿尔法机遇》。

图 16: 房屋年度累计净停工面积及同比增速



资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 17: 全国房屋新开工和施工面积同比增速



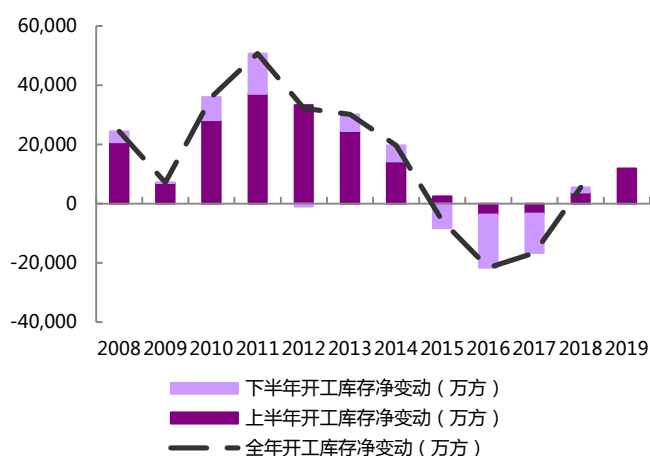
资料来源: WIND, 光大证券研究所

➤ 开工表现持续好于销售, 中期库存重新抬头

存量变现逻辑下, 行业开工表现持续好于销售, 截止2019年6月, 全国商品住宅开工库存较2018年末增长11817万方, 明显高于2018年同期水平(+3759万方), 已接近2014年同期水平(+14187万方)。

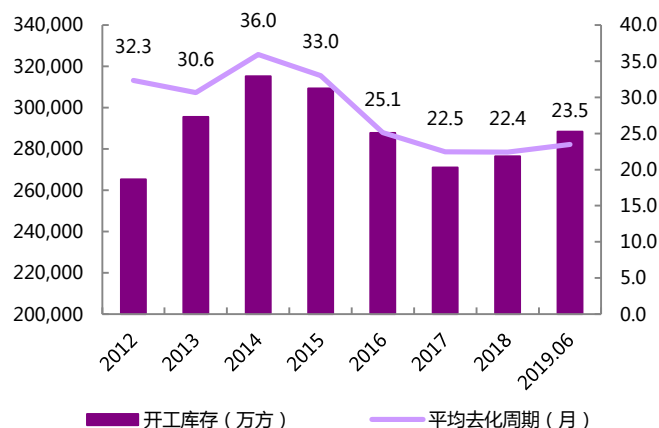
截止2019年6月, 全国商品住宅开工库存约28.8亿方, 已回升至2016年末水平; 按照12个月滑动平均销售面积计算, 去化周期约23.5个月, 与2017年中水平接近。

图 18: 全国商品住宅开工库存净变动 (万方)



资料来源: WIND, 光大证券研究所测算

图 19: 全国商品住宅开工库存及平均去化周期



资料来源: WIND, 光大证券研究所测算

➤ 中小房企融资困境或拖累施工节奏，年末集中竣工特征较为明显

2019年6月，全国房屋竣工面积5719万方，同比-14.0%，降幅较5月收窄8.4pc；2019年1-6月，全国房屋竣工面积32426方，同比-12.7%，降幅较1-5月扩大0.3pc。对比过往，2019年1-6月竣工规模与2015年1-6月水平相当，明显小于2016-2018年同期水平。

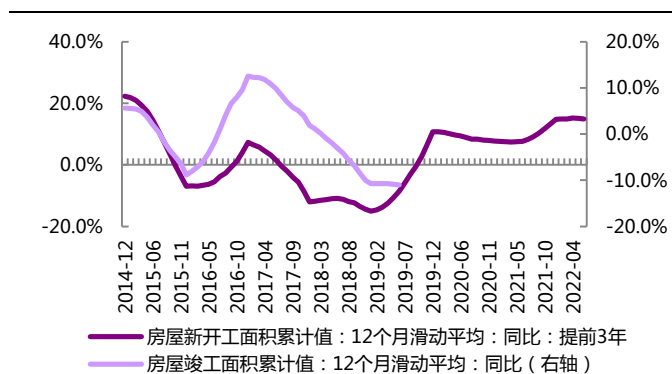
我们认为，2016-2017年行业景气度回升，土地成交趋热，全国房屋新开工面积见底回升，分别同比+8.1%、7.0%，其正常竣工节点对应2019-2020年，由此可判断2019年竣工向好是大概率事件。

1-6月的统计局竣工数据未出现明显拐点，我们认为可能受到三方面因素扰动：1) 上半年土地市场结构性回暖，购地支出挤占部分施工资金。2) 信用能力较弱的中小型房企面临资金困境。3) 本轮精装修比例提升以及限价政策的实施，拉长了施工周期。

展望下半年，我们维持竣工向好的判断，但预计改善速度会受到资金面的制约，尤其是当前行业融资收紧，中小型开发商资金压力将持续显现。

此外，房地产行业竣工具有较明显的季节性特征。2012-2018年间，11-12月竣工面积占全年竣工面积比例基本在40%左右，12月单月竣工面积全年占比接近30%。行业竣工数据改善或需重点观察年末表现，如2018年1-11月房屋同比面积同比-12.3%，12月单月同比+5.8%。

图 20：2015 年后，房屋竣工相对新开工滞后约 3 年



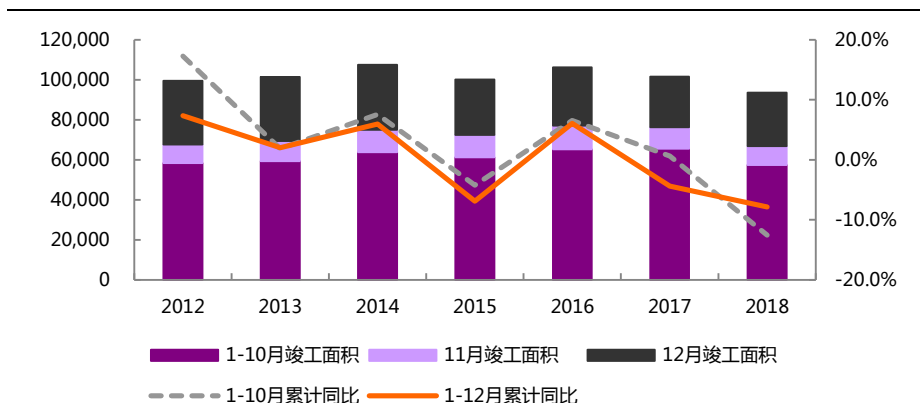
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 21：SW 房地产超额利差（单位：BP）



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 22：房屋竣工具有较明显的季节性特征



资料来源：WIND，光大证券研究所

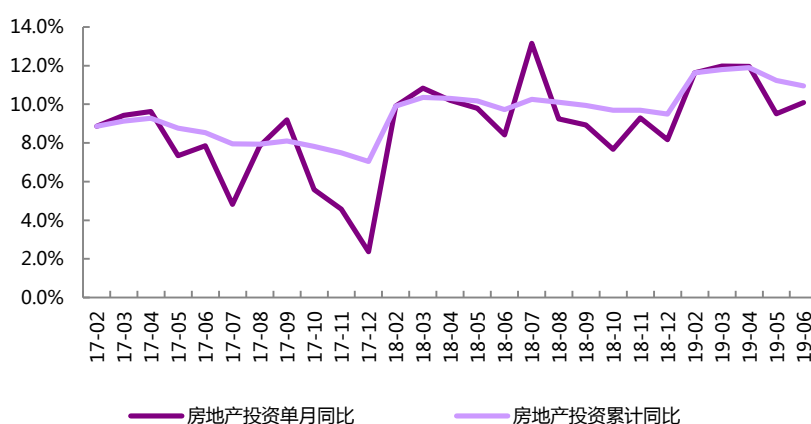
➤ 房地产投资增速继续放缓

2019 年 6 月，全国房地产开发投资同比+10.1%，增速较 5 月+0.6pc；2019 年 1-6 月，全国房地产开发投资同比+10.9%，增速较 1-5 月-0.3pc。

考虑到 1-6 月施工增速高位稳定，房地产投资增速回落主要来自于土地购置费进一步降速。

展望全年，预计新开工高位趋缓，施工单价未出现明显增长的情况下（受大宗影响），施工类投资进一步提升空间有限，或稳定在当前高位，与土地购置费相互作用下，房地产投资将平稳回落。我们维持 2019 年下半年策略判断，预计 2019 房地产投资增速+6%。

图 23：房地产投资单月同比和累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

表 1：房地产开发投资数据预测汇总

	房地产开发投资完成额 (万亿元)	房地产开发投资完成额 增速 (%)	施工类投资 增速 (%)	土地购置费 增速 (%)	新开工面积 增速 (%)	施工面积 增速 (%)	竣工面积 增速 (%)	净停工面积 (亿方)
2016	10.26	6.9%	7.4%	6.2%	8.1%	3.2%	6.1%	4.4
2017	10.98	7.0%	3.0%	23.4%	7.0%	3.0%	-4.4%	5.0
2018	12.03	9.5%	-3.3%	57.0%	17.2%	5.2%	-7.8%	6.7
2019E	12.75	6.0%	5.8%	7.5%	8.0%	8.0%	-5.0%	6.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：2019 年度策略《千钧将一羽》中预测数据区间为：新开工为 6-8%，房地产投资为 4-6%，竣工为-5%

5、资金面压力将逐步显现

2019年6月，房企到位资金同比+5.7%，增速较5月+2.8pc。其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别同比+22.8%、+6.4%、+1.1%、+12.4%，增速较5月分别+7.3pc、+6.2pc、+0.9pc、+6.7pc。

2019年1-6月，房企到位资金同比+7.2%，增速较1-5月-0.4pc。其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别同比+8.4%、+4.7%、+9.0%、+11.1%，增速较1-5月分别+2.9pc、+0.5pc、-2.3pc、+0.3pc。

1-6月房企到位资金来源中国内贷款、自筹资金、个人按揭贷款的累计同比均环比提升，而定金及预收款累计同比环比回落，拖累到位资金整体增速放缓，显示销售下滑对于资金面的影响已开始显现。

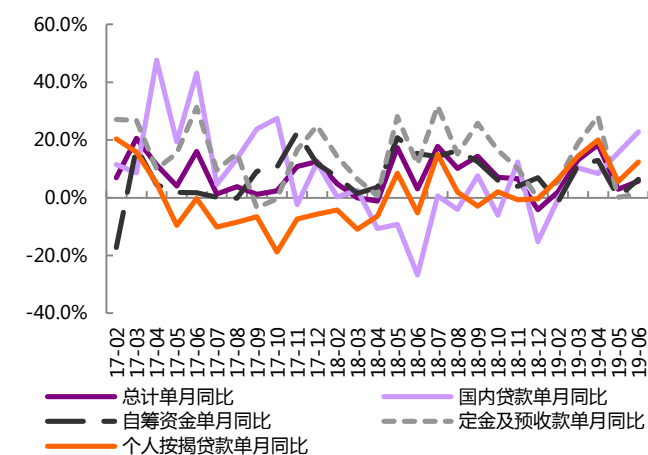
对比2019年1-6月累计同比和2018年全年水平，到位资金增速整体稳健，结构分化明显。其中1-6月自筹资金、定金及预收款累计同比分别较2018年全年增速-5.0pc、-4.8pc；而国内贷款、个人按揭贷款累计同比分别较2018年全年增速+13.3pc、+11.9pc。

可以看到，2019年上半年行业到位资金主要由银行信贷投放作支撑。6月13日，郭树清主席在陆家嘴论坛上强调，一些房企过度融资，挤占其他产业信贷资源。7月10日中国证券报报道，监管部门已向部分房地产贷款较多、增长较快的银行进行了“窗口指导”，要求控制房地产贷款额度。我们预计2019年下半年银行房地产贷款投放力度将有所调整。

此外，7月6日银保监会约谈部分信托公司，要求控制房地产信托业务增速，进行余额管控（不得超过2019年6月30日水平），严格执行现行监管要求；7月12日发改委发文对房企发行外债加强管理，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，加强信批以及说明用途。房企信托、海外债融资管控同步趋严。

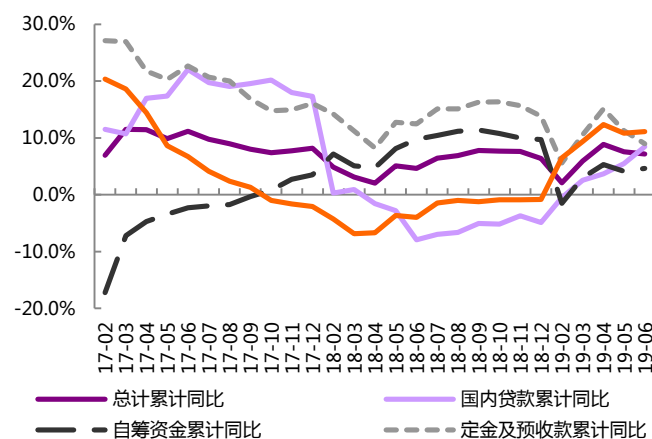
展望全年，房地产贷款投放审慎管理、多种融资渠道边际收紧、销售回款持续回落，预计行业资金面压力将持续抬升。

图 24：房地产开发资金来源单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 25：房地产开发资金来源累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

6、投资建议

在“房住不炒”和居民杠杆的核心约束下，预计行业仍处于下行通道，判断投资韧性强于销售。行业融资收紧下，金融资源集中度提升将有效转化为土地资源集中度提升，中期销售集中度提升确定性进一步增强。建议关注财务稳健、融资优势明显，具备独特拿地渠道，可低成本获取资源的头部房企，如万科 A+H，保利地产、招商蛇口、金地集团、华润置地、中国金茂。

7、风险分析

房地产持续调控，导致行业整体销售增速下行超预期；前期需求透支或棚改依赖度较高的三四线城市楼市存在回调压力；行业还款高峰来临，部分中小型房企信用风险抬升。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼