

保利发展 (600048)

投资评级 买入

上次评级 买入

江宇辉 地产行业首席分析师
 执业编号: S15005220100002
 联系电话: +86 18621759430
 邮箱: jiangyuhui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

权益比上升归母净利改善，行业地位稳固市占率提升

——保利发展 (600048. SH) 2023 年中报点评

2023 年 08 月 31 日

本期内容提要:

◆**营收规模稳定增长，权益比上升归母净利改善。**公司 2023 年上半年实现总营收 1369.78 亿元，同比上升 23.71%，营收规模实现稳定增长主要由于公司结算节奏加快，上半年交付 11.3 万套，同比增长 43%，上半年公司实现净利润 150.67 亿元，同比增长 0.8%，公司净利润增速不及营收增速主要由于：1) 毛利率持续承压下降 4.26pct；2) 投资收益规模同比下降 58.47%。公司上半年实现归母净利润 122.22 亿元，同比上升 12.65%，主要由于公司上半年结算项目权益比提升，上半年公司少数股东损益占比较去年同期下降 8.6pct。

◆**销售：稳居行业第一名，市占率持续提升。**2023 年上半年公司实现销售签约面积 1383.09 万平方米，同比上升 5.8%，实现销售签约金额 2368.21 亿元，同比上升 12.7%，市场占有率提升 0.4 pct 至 3.8%。公司持续发挥城市深耕优势，公司重点布局的 38 个核心城市的销售金额占比 87%，同比提升 8pct；销售金额超百亿元城市达到 6 个，累计销售金额 1123 亿元，同比增长 21%；上半年，公司在 25 个城市销售排名第一，46 个城市排名前三。公司区域深耕效果持续凸显，上半年实现长三角销售金额 777 亿元，粤港澳大湾区销售金额 570 亿元。我们认为随着下半年政策持续落地，行业有望企稳复苏，公司有望凭借在一二线城市的深耕优势，受益于市场复苏，实现销售规模的进一步增长和市占率提升。

◆**拿地：积极拿地补充土储，新增项目利润情况良好。**上半年公司把握市场机会，积极补充土地资源，共拓展项目 41 个，总地价 709 亿元，同比增加 17%；容积率面积 385 万平方米，同比下降 7%，拓展均价 18415.58 元/平，较去年同期上升 25%，拿地强度 29.9%，较去年同期上升 1.1pct。2023 年上半年在 38 个核心城市拓展总地价和拓展面积占比分别为 99%和 95%，较去年同期提升 9pct 和 21pct。上半年公司新增项目税前成本利润率平均超过 15%，收益率良好，投资确定性强。公司 2023 年上半年在一线城市拓展金额占比 37.5%，二线城市占比 42.5%。截至 2023 年中，公司国内待开发土地储备 5885.56 万平，其中一二线城市占比近六成，土地资源丰富，土储结构较好。同时，随着行业销售逐步企稳，公司资金充裕，有望在 2023 年下半年提升土地拓展力度。

◆**融资：融资成本进一步下降，定增有望增强资本实力。**公司三道红线保持绿档，扣除预收款的资产负债率为 65.31%、净负债率为 63.06%，分别下降 3.17 和 0.50 pct，现金短债比为 1.38。综合融资成本约 3.73%，较年初下降 19bps。公司拟募资不超过 125 亿元用于广州保利领袖海等 14 个项目和补充流动资金 15 亿元，目前已获得中国证券监督管理委员会同意注册批复，定增发行成功后有望 1) 扩大业务规模，提升市场竞争力。2) 优化资产负债表。我们预计定增后公司现金短债比上升 0.12，净负债率下降 5.96pct，扣除预收款的资产负债率下降 0.8pct，在不突破“三道红线”等监管要求的前提下，为公司进一步扩表释放空间。3) 补充流动资金，缓解业务增长带来的现金需求压力。

◆**盈利预测与投资评级：**公司 2023 年上半年保持拿地节奏，在广州、上海、南京、合肥、厦门、成都等城市均新增拓展地块，未来有望受益于供给端分化实现销售持续增加，并且公司待结算资源丰富。因此我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.77/2.11/2.49 元/股，8 月 31 日股价对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 7.92/6.62/5.61 倍，维持“买入”评级。

◆**风险因素：**房地产调控政策收紧或放松不及预期。地产行业销售下行幅度超预期，定增发行不及预期。公司房地产销售不及预期。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,850	2,811	3,147	3,495	3,819
同比(%)	17.2%	-1.4%	12.0%	11.0%	9.3%
归属母公司净利润	274	183	211	253	299
同比(%)	-5.4%	-33.0%	15.2%	19.6%	18.2%
毛利率(%)	26.8%	22.0%	22.3%	23.5%	24.5%
ROE(%)	14.0%	9.3%	10.1%	11.0%	11.8%
EPS (摊薄) (元)	2.29	1.53	1.77	2.11	2.49
P/E	6.11	9.12	7.92	6.62	5.61
P/B	0.86	0.85	0.80	0.73	0.66

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 31 日收盘价

目录

1 营收规模稳定增长，权益比上升归母净利改善	3
2 销售：稳居行业第一名，市占率持续提升	4
3 拿地：积极拿地补充土储，新增项目利润情况良好	5
4 融资：融资成本进一步下降，定增有望增强资本实力	6
预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.77/2.11/2.49 元/股，维持“买入”评级	7
风险因素	7

图表目录

图表 1：公司营业收入及同比增速	3
图表 2：公司归母净利润及同比增速	3
图表 3：公司毛利率及净利率	3
图表 4：公司各项费用率	3
图表 5：公司合约销售金额及同比增速	4
图表 6：公司合约销售面积及同比增速	4
图表 7：公司市占率水平	4
图表 8：公司 38 个核心城市销售贡献率	4
图表 9：公司历年拓展金额及同比增速	5
图表 10：公司历年新增容积率面积及同比增速	5
图表 11：公司 2022 年待开发土地面积分布（%）	5
图表 12：公司历年拿地强度	5
图表 13：公司三道红线	6
图表 14：公司综合融资成本	6
图表 15：公司盈利预测	7

1 营收规模稳定增长，权益比上升归母净利改善

营收规模保持稳健，毛利率下降利润承压。公司 2023 年上半年实现总营收 1369.78 亿元，同比上升 23.71%，营收规模实现稳定增长主要由于公司结算节奏加快，上半年交付 11.3 万套，同比增长 43%，上半年公司实现净利润 150.67 亿元，同比增长 0.8%，公司净利润增速不及营收增速主要由于：**1) 毛利率持续承压下降 4.26pct:** 受到结算周期影响，公司 2023 年结算项目毛利率水平仍然承压，较去年同期下降 4.2pct 至 21.29%；**2) 投资收益规模同比下降 58.47%:** 2023 年上半年持续受到行业下行影响，公司实现 10.27 亿元投资收益，较去年同期同比下降 58.47%。公司上半年实现归母净利润 122.22 亿元，同比上升 12.65%，主要由于公司上半年结算项目权益比提升，上半年公司少数股东损益占比较去年同期下降 8.6pct。费用方面，财务费用和研发费用同比均下降，销售费用同比上升 27.33%，管理费用同比上升 3.05%，从费用率来看，上半年公司销售费用率较去年同期上升 0.15pct 至 1.28%，管理费用率优化，较去年下降 0.09pct 至 0.95%。

毛利率有望回升，待结算资源丰富业绩有望释放。截至 2023 年上半年公司国内已售未结面积 5886 万平，待结算资源丰富，公司营收规模有望保持稳定增长。随着公司此前获取的高价低利润地块逐步结算完毕，公司在 2021 年下半年以来在土地市场遇冷、地块利润水平好转的情况下保持拿地拓展定力，获取的利润水平较好的地块通过结算周期调整有望缓解利润率压力，毛利率当前已处于低位水平，后续有望企稳回升。

图表 1: 公司营业收入及同比增速



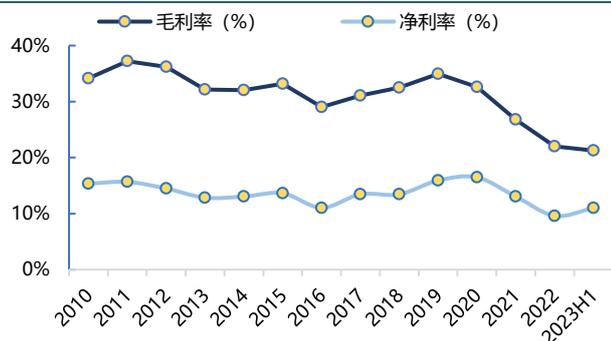
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 2: 公司归母净利润及同比增速



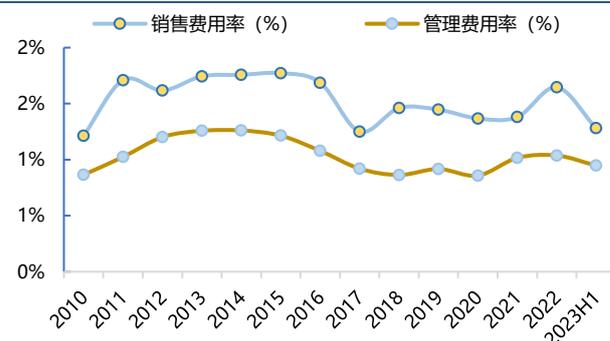
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 3: 公司毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 4: 公司各项费用率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

注: 销售费用率=销售费用/当期销售金额; 管理费用率=管理费用/当期销售金额

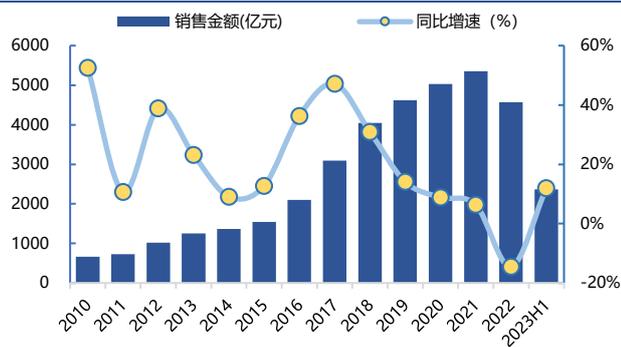
2 销售：稳居行业第一名，市占率持续提升

销售面积规模实现同比增长，市占率持续提升。2023 年上半年公司实现销售签约面积 1383.09 万平方米，同比上升 5.8%，实现销售签约金额 2368.21 亿元，同比上升 12.7%，市场占有率提升 0.4 pct 至 3.8%，根据克而瑞数据，公司上半年位列百强房企第一名，行业地位不断巩固。

区域深耕效果持续凸显，竞争优势不断强化。公司持续发挥城市深耕优势，公司重点布局的 38 个核心城市的销售金额占比 87%，同比提升 8pct；销售金额超百亿城市达到 6 个，累计销售金额 1123 亿元，同比增长 21%；上半年，公司在 25 个城市销售排名第一，较去年同期增加 3 个城市，46 个城市排名前三，与去年同期持平。公司区域深耕效果持续凸显，上半年实现长三角销售金额 777 亿元，粤港澳大湾区销售金额 570 亿元。

城市深耕更受益市场复苏，销售规模有望进一步增长。2023 年 1-7 月公司累计签约金额 2678 亿元，同比增长 10%，受到 7 月市场冷淡影响同比增幅收窄，考虑到公司在一二线城市及核心 38 城的销售占比较高，在核心城市深耕优势凸显叠加公司的交付力和品牌优势，随着下半年政策持续落地，行业有望企稳复苏，公司有望凭借在一二线城市的深耕优势，受益于市场复苏，实现销售规模的进一步增长和市占率提升。

图表 5: 公司合约销售金额及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 6: 公司合约销售面积及同比增速



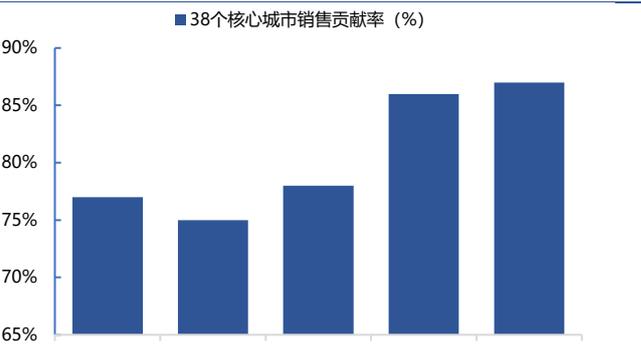
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 7: 公司市占率水平



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 8: 公司 38 个核心城市销售贡献率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3 拿地：积极拿地补充土储，新增项目利润情况良好

积极拿地补充土储，拿地力度同比微升。上半年公司把握市场机会，积极补充土地资源，共拓展项目 41 个，总地价 709 亿元，同比增加 17%；容积率面积 385 万平方米，同比下降 7%，拓展均价 18415.58 元/平，较去年同期上升 25%，拿地强度 29.9%，较去年同期上升 1.1pct。

持续优化资源结构，新增项目利润情况良好。公司面对城市分化持续、有效市场边界收缩的特点，划定有效投资边界，提升拓展质量，上半年持续坚持聚焦核心城市和商品住宅，持续优化资源结构。2023 年上半年在 38 个核心城市拓展总地价和拓展面积占比分别为 99% 和 95%，较去年同期提升 9pct 和 21pct；始终聚焦住宅产品，拓展货值中住宅业态占比 95%。上半年公司新增项目税前成本利润率平均超过 15%，收益率良好，投资确定性高。具体到城市方面，公司 2023 年上半年在广州、北京和上海三个一线城市拓展 265.46 亿元，占拿地总金额的 37.5%，在南京、成都、厦门等二线城市拓展金额 301.23 亿元，占总金额的 42.5%，一二线城市拓展占比较高；从地块位置来看，公司上半年在北京朝阳区、石景山区、广州荔湾区、南京秦淮区、厦门湖里区等热门区域均斩获地块，这些核心区域在市场气温过程中有望率先量价回升，带动公司在去化和利润水平方面进一步提升。

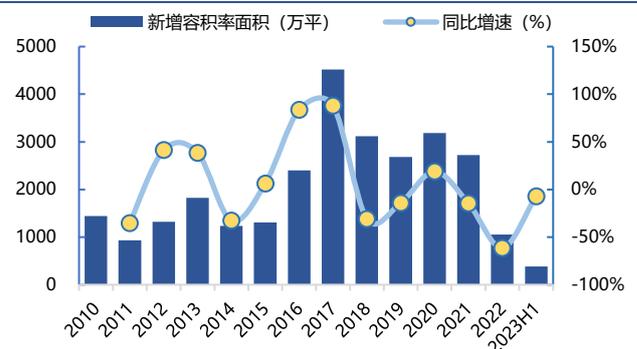
待开发土地储备充足，2023 年拿地力度有望提升，供货能力无虞。截至 2023 年中，公司国内待开发土地储备 5885.56 万平，其中一二线城市占比近六成，土地资源丰富，土储结构较好。同时，随着行业销售逐步企稳，公司资金充裕，有望在 2023 年下半年提升土地拓展力度。

图表 9：公司历年拓展金额及同比增速



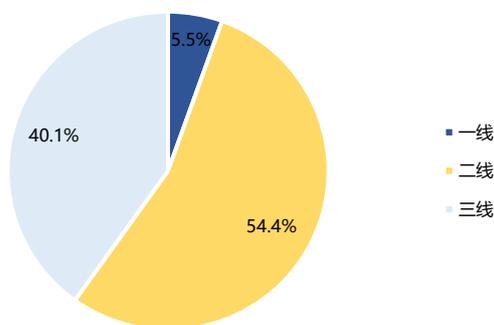
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 10：公司历年新增容积率面积及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 11：公司 2023 年上半年待开发土地面积分布 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 12：公司历年拿地强度

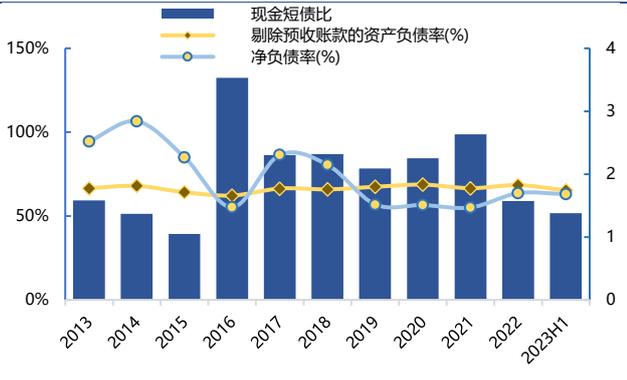


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4 融资：融资成本进一步下降，定增有望增强资本实力

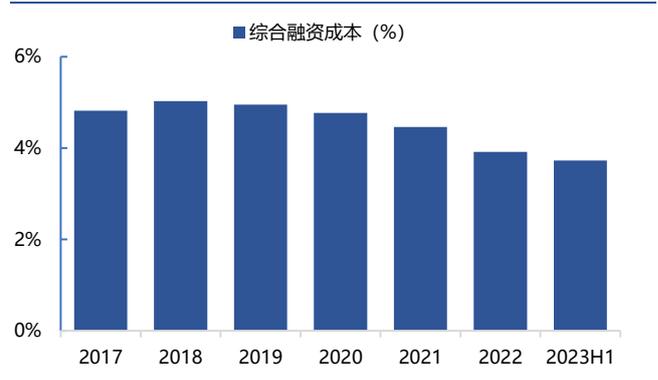
三道红线保持绿档，融资成本进一步下降。公司货币资金余额 1486 亿元，保持在总资产 10%左右的合理水平。有息负债规模 3564 亿元，较期初减少 250 亿元。公司三道红线保持绿档，扣除预收款的资产负债率为 65.31%、净负债率为 63.06%，分别下降 3.17 和 0.50 pct，现金短债比为 1.38。公司一年内到期的债务占有息负债比重为 18.6%，较年初下降 2.7pct；银行贷款与直接融资比重为 86%，综合融资成本约 3.73%，较年初下降 19bps。

图表 13：公司三道红线



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 14：公司综合融资成本



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

股权融资开闸后，公司于 2022 年 12 月末公告非公开发行 A 股股票预案，拟募资不超过 125 亿元用于广州保利领袖海等 14 个项目和补充流动资金 15 亿元，目前公司定增已经获得中国证券监督管理委员会同意注册批复。此次定增募资有望为公司带来多方面影响：**1) 扩大业务规模，提升市场竞争力。**此次募集资金用于的 14 个项目预计将为公司带来 627.67 亿元销售收入，其中 22.3%位于一线城市，60.6%位于核心二线城市，为一二线核心城市项目提供资金支持，有望为公司优质货值提供保障，提升公司的经营竞争力。**2) 优化资产负债表，加速规模扩张。**此次定增顺利发行后，有望改善公司资本结构，增厚净资产，降低资产负债率，我们预计定增后公司现金短债比上升 0.12，净负债率下降 5.96pct，扣除预收款的资产负债率下降 0.8pct，在不突破“三道红线”等监管要求的前提下，为公司进一步扩表释放空间。**3) 补充流动资金，缓解业务增长带来的现金需求压力。**随着公司业务持续增长，公司拿地拓展规模也会进一步增长，定增完成后公司融资活动现金流入有望增加，有望缓解公司拓展的资金压力，为投资提质带来资金支持。

同时，母公司中国保利集团与公司签订附条件生效的股份认购协议，保利集团拟以不低于人民币 1 亿元且不超过 10 亿元的现金认购公司本次非公开发行的股票，体现母公司对公司的支持与认可。

预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.77/2.11/2.49 元/股，维持“买入”评级

公司 2023 年保持拿地节奏，在广州、上海、南京、厦门、成都等城市均新增拓展地块，一方面高能级城市市场保持较好热度，能够维持相对更好的去化和流速，保障公司销售稳定性，另一方面公司在这些核心城市的货值充裕，未来有望受益于供给端分化实现销售持续增加。并且公司待结算资源丰富，因此我们预计公司 2023 年-2025 年房地产业务结算收入增速分别为 11.8%/10.7%/8.7%；毛利率方面，随着公司低利润率项目逐步结转完成，新获取地块利润水平修复，我们预计 2023 年-2025 年房地产业务结算毛利率水平分别为 22.3%/23.7%/24.7%。因此我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.77/2.11/2.49 元/股，8 月 31 日股价对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 7.92/6.62/5.61 倍，维持“买入”评级。

图表 15: 公司盈利预测

		2017	2018	2019	2020	2021	2022A	2023E	2024E	2025E
房地产销售										
销售金额	亿元	3092.27	4048.18	4618.48	5028.48	5349.29	4573.01	5206.37	6166.95	7304.75
	同比增速	47.2%	30.9%	14.1%	8.9%	6.4%	-14.5%	13.9%	15.5%	18.0%
销售面积	万平方米	2242.37	2766.12	3123.12	3409.20	3333.02	2747.95	3022.75	3476.16	3997.58
	同比增速	40.3%	23.4%	12.9%	9.2%	-2.2%	-17.6%	10.0%	15.0%	15.0%
结算收入	亿元	1374.63	1824.98	2237.31	2263.76	2607.67	2565.78	2867.50	3174.10	3450.42
	同比增速	-6.5%	32.8%	22.6%	1.2%	15.2%	-1.6%	11.8%	10.7%	8.7%
	毛利率	30.5%	32.7%	35.4%	33.5%	27.1%	21.8%	22.3%	23.7%	24.7%
营业收入	亿元	1463.06	1945.14	2359.34	2430.95	2849.33	2810.17	3147.49	3495.11	3818.55
	同比增速	-5.5%	33.0%	21.3%	3.0%	17.2%	-1.4%	12.0%	11.0%	9.3%
	毛利率	31.1%	32.5%	35.0%	32.6%	26.8%	22.0%	22.4%	23.7%	24.6%
归母净利润	亿元	156.26	189.04	279.59	289.48	273.88	183.47	211.28	252.66	298.54
	同比增速	25.8%	20.9%	47.9%	3.5%	-5.4%	-33.0%	15.2%	19.6%	18.2%
EPS (摊薄)	元	1.32	1.59	2.35	2.42	2.29	1.53	1.77	2.11	2.49

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

风险因素

政策风险：房地产调控政策收紧或放松不及预期。

市场风险：地产行业销售下行幅度超预期，定增发行不及预期。

业务风险：公司房地产销售不及预期。

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	13,004	13,671	15,292	16,891
货币资金	1,765	904	2,616	1,504
应收票据	0	0	0	0
应收账款	40	30	47	37
预付账款	226	251	274	296
存货	8,779	9,920	9,770	12,126
其他	2,194	2,566	2,584	2,929
非流动资产	1,701	1,686	1,785	1,897
长期股权投资	1,062	1,162	1,262	1,362
固定资产(合计)	101	101	99	98
无形资产	4	4	7	11
其他	533	419	416	426
资产总计	14,705	15,357	17,077	18,789
流动负债	8,423	8,635	10,012	11,079
短期借款	12	42	62	72
应付票据	7	106	234	133
应付账款	1,620	1,630	1,921	1,913
其他	6,784	6,857	7,795	8,961
非流动负债	3,060	3,273	3,291	3,591
长期借款	2,425	2,558	2,686	2,916
其他	635	715	605	675
负债合计	11,483	11,908	13,303	14,669
少数股东权益	1,259	1,359	1,467	1,595
归属母公司股东权益	1,963	2,090	2,307	2,524
负债和股东权益	14,705	15,357	17,077	18,789

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,811	3,147	3,495	3,819
同比(%)	-1.4%	12.0%	11.0%	9.3%
归属母公司净利润	183	211	253	299
同比(%)	-33.0%	15.2%	19.6%	18.2%
毛利率(%)	22.0%	22.3%	23.5%	24.5%
ROE%	9.3%	10.1%	11.0%	11.8%
EPS(摊薄)(元)	1.53	1.77	2.11	2.49
P/E	9.12	7.92	6.62	5.61
P/B	0.85	0.80	0.73	0.66
EV/EBITDA	5.76	5.97	1.95	4.01

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,811	3,147	3,495	3,819
营业成本	2,192	2,441	2,667	2,879
营业税金及附加	131	157	174	190
销售费用	75	88	98	107
管理费用	47	56	63	69
研发费用	12	16	17	19
财务费用	37	36	55	26
减值损失合计	-12	1	1	1
投资净收益	42	47	45	23
其他	1	2	2	2
营业利润	347	403	469	555
营业外收支	6	6	6	6
利润总额	353	409	475	561
所得税	83	98	114	135
净利润	270	311	361	426
少数股东损益	87	99	108	128
归属母公司净利润	183	211	253	299
EBITDA	368	452	542	621
EPS(基本)(元)	1.53	1.77	2.11	2.49

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	74	-371	1,854	-1,135
净利润	270	311	361	426
折旧摊销	23	59	62	62
财务费用	63	59	61	64
投资损失	-235	-42	-47	-45
营运资金变动	-218	-826	1,416	-1,665
其它	-22	74	-1	0
投资活动现金流	6	-71	-114	-151
资本支出	-1	-14	-21	-21
长期投资	-45	-100	-130	-150
其他	52	43	37	20
筹资活动现金流	-30	-419	-28	173
吸收投资	27	0	0	0
借款	1,681	163	148	240
支付利息或股息	-312	-111	-125	-139
现金流净增加额	52	-861	1,712	-1,113

研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名,2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名,2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。