

行业数据继续趋稳，关注年报业绩表现

—2018年1-12月房地产统计局数据点评

动态研究报告/房地产

2019年01月22日

报告摘要：

事件：国家统计局公布数据显示，2018年1-12月，商品房销售面积171,654万平方米，同比增长1.3%，商品房销售额149,973亿元，同比增长12.2%。全国房地产开发投资120,264亿元，同比名义增长9.5%。

● 销售：单月增速转正，全年再创历史新高

2018年1-12月份，商品房销售面积累计同比增长1.3%，较1-11月回落0.1个百分点。我们认为，中西部三四线城市销售边际变冷而东部一二线边际回暖，销售均价亦因此环比回升。我们认为未来销量形势仍有较强韧性，应重点关注东部地区特别是一线城市的销量回暖，维持2019年全年销售面积增速预期5%，销售金额增速预期-3%的判断。

● 投资：持续趋稳，韧性仍足

2018年1-12月，全国房地产开发投资完成额120,264亿元，同比增长9.5%，增速比1-11月回落0.2个百分点，继续保持高位。我们认为，考虑到：(1)土地成交价款增速继续保持平稳，未来产生的土地购置费将带动房地产开发投资持续具有韧性；(2)中央对于棚改仍维持较为积极的表态，也将对投资形成支撑；(3)房企补库存叠加统计口径改变的影响将在明年消除，建安投资增速将逐渐回暖。维持投资增速具备韧性，2019全年7%增速的判断。

● 资金：增速下滑，关注偿债高峰期风险

2018年1-12月份，房地产开发企业到位资金同比增长6.4%，增速比1-11月回落1.2个百分点，房企总体融资与销售回款情况仍然良好，后续应继续关注偿债高峰期背景下房地产行业融资监管政策的变动。

● 板块表现：估值见底

我们认为，在行业数据趋稳的背景下，预计未来政策将愈发具备连续性和稳定性，进而修复前期不确定性引发的板块估值下杀，政策平稳预期下，公司业绩将成为市场关注点。看好业绩优良的行业一线公司的表现。

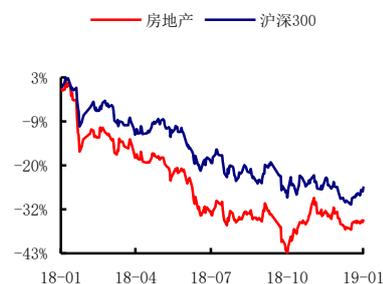
● 投资建议

2018年1-12月，房地产行业基本面仍然向好，销售面积单月增速由负转正，投资增速维持高位，资金情况仍然良好，调控政策亦逐渐企稳，维持行业“推荐”评级。在监管不断趋严、资金成本上升、去杠杆政策效应逐渐显现的大背景下，一线房企在融资能力、拿地机会、开发和营销能力上的优势日益凸显，行业集中度有望继续提升。我们认为，在行业数据趋稳的背景下，预计未来政策将愈发具备连续性和稳定性，进而修复前期不确定性引发的板块估值下杀，政策平稳预期下，公司业绩将成为市场关注点。看好业绩优良的行业一线公司的表现。建议投资者关注业绩承诺增速较高，或业绩增速预期较好的一线房企，如华夏幸福、招商蛇口、新城控股、中南建设等。

风险提示：房地产调控政策收紧；房地产年报业绩结算节奏不及预期；房地产税推进进度高于预期。

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较


资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：由于沛

执业证号：S0100118010012

电话：021-60878329

邮箱：youzipei@mszq.com

研究助理：侯希得

执业证号：S0100118080033

电话：021-60876707

邮箱：houxide@mszq.com

相关研究

- 1.【民生地产】1-12月统计局房地产数据简评：各项数据持续趋稳，继续推荐业绩有保障的龙头
- 2.积极推盘销售高增，行业集中度继续提升

目录

一、行业宏观数据汇总	3
二、销售：单月增速转正，全年再创历史新高.....	4
三、投资：持续趋稳，韧性仍足	6
四、资金：增速下滑，关注偿债高峰期风险.....	7
五、房价：结构化因素导致新房房价上涨.....	8
六、板块表现：估值低位	9
七、投资建议	9
八、风险提示	10
插图目录	11
表格目录	11

一、行业宏观数据汇总

2018年1-12月，商品房销售面积171,654万平方米，再创历史新高，同比增长1.3%，增速比1-11月回落0.1个百分点。其中，住宅销售面积增长2.2%，办公楼销售面积增长-8.3%，商业营业用房销售面积增长-6.8%。商品房销售额149,973亿元，同比增长12.2%，比1-11月份提高0.1个百分点，比上年回落1.5个百分点。其中，住宅销售额增长14.7%，办公楼销售额增长-2.6%，商业营业用房销售额增长0.7%。2018年1-12月，全国房地产开发投资完成额120,264亿元，同比名义增长9.5%，增速比1-11月份回落0.2个百分点，比上年同期提高2.5个百分点。其中，住宅投资85,192亿元，增长13.4%，比1-11月份回落0.2个百分点，比上年提高4个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为70.8%。

表1：房地产行业宏观数据汇总

指标	2018年1-11月				2018年1-12月				2018年11月			2018年12月		
	累计值	占比	累计同比	相比上月变化百分点	累计值	占比	累计同比	相比上月变化百分点	当月值	当月环比	当月同比	当月值	当月环比	当月同比
商品房销售面积(万平方米)	148,604	100.0%	1.4%	-0.8	171,654	100.0%	1.3%	-0.1	15,487	12.2%	-5.1%	23,050	48.8%	0.9%
其中:住宅	128,714	86.6%	2.1%	-0.7	147,929	86.2%	2.2%	0.1	13,282	11.1%	-3.7%	19,215	44.7%	2.5%
办公楼	3,606	2.4%	-1.1%	-0.6	4,363	2.5%	-8.3%	2.8	354	16.4%	-15.9%	757	114.1%	7.8%
商业营业用房	10,118	6.8%	-5.2%	-2.3	11,971	7.0%	-6.8%	-1.1	1,080	16.4%	-20.8%	1,853	71.6%	-14.7%
商品房销售金额(亿元)	129,508	100.0%	12.1%	-0.4	149,973	100.0%	12.2%	0.1	13,594	15.4%	8.8%	20,465	50.5%	12.3%
其中:住宅	109,947	84.9%	14.8%	-0.2	126,393	84.3%	14.7%	-0.1	11,592	16.0%	13.3%	16,446	41.9%	13.6%
办公楼	5,136	4.0%	-6.1%	0.1	6,277	4.2%	-2.6%	3.8	498	20.3%	-4.7%	1,141	129.1%	19.3%
商业营业用房	11,064	8.5%	-0.2%	-1.9	13,349	8.9%	0.7%	0.9	1,183	18.4%	-13.6%	2,285	93.1%	5.4%
房地产开发投资完成额(亿元)	110,083	100.0%	9.7%	0.0	120,264	100.0%	9.5%	-0.2	10,758	0.9%	9.3%	10,181	-5.4%	8.2%
其中:住宅	78,027	70.9%	13.4%	-0.1	85,192	70.8%	13.4%	-0.1	7,657	1.2%	12.6%	7,165	-6.4%	10.6%
办公楼	5,423	4.9%	-12.2%	0.0	5,996	5.0%	-11.1%	0.7	511	1.8%	-11.8%	573	12.2%	-4.3%
商业营业用房	13,066	11.9%	-9.1%	-0.2	14,177	11.8%	-9.1%	0.0	1,180	-4.6%	-11.6%	1,111	-5.8%	-8.8%
房屋新开工面积(万平方米)	188,895	100.0%	16.8%	0.5	209,342	100.0%	17.2%	0.4	20,140	24.5%	21.7%	20,447	1.5%	20.5%
其中:住宅	138,536	73.3%	19.3%	0.3	153,353	73.3%	19.7%	0.4	14,661	27.9%	22.5%	14,817	1.1%	23.4%
办公楼	5,488	2.9%	0.3%	1.0	6,049	2.9%	-1.5%	-1.3	581	1.0%	9.6%	561	-3.5%	-15.8%
商业营业用房	18,037	9.5%	-3.2%	1.7	20,066	9.6%	-2.0%	1.2	1,850	4.2%	13.8%	2,029	9.7%	10.1%
土地购置面积(万平方米)	25,326	100.0%	14.3%	-1.0	29,142	100.0%	14.2%	-0.1	3,363	29.5%	8.1%	3,816	13.5%	13.9%
土地成交价款(亿元)	13,746	100.0%	20.2%	-0.4	16,102	100.0%	18.0%	-2.2	2,051	14.8%	17.8%	2,356	14.8%	6.7%
房企到位资金(亿元)	150,077	100.0%	7.6%	-0.1	165,963	100.0%	6.4%	-1.2	14,441	5.0%	6.6%	15,886	10.0%	-4.1%
其中:国内贷款	21,807	14.5%	-3.1%	1.5	24,005	14.5%	-4.1%	-1.3	2,081	23.5%	12.4%	2,198	5.6%	-15.2%
利用外资	102	0.1%	-31.3%	5.2	108	0.1%	-35.2%	-2.3	22	-40.9%	-0.9%	6	-74.1%	-73.2%
自筹资金	50,619	33.7%	10.0%	-0.8	55,831	33.6%	9.7%	-0.5	5,106	3.9%	4.0%	5,212	2.1%	6.9%
定金及预收款	49,551	33.0%	15.7%	-0.6	55,418	33.4%	13.8%	-1.9	4,608	-1.6%	10.1%	5,867	27.3%	-0.2%
个人按揭贷款	21,420	14.3%	-0.9%	0.0	23,706	14.3%	-0.8%	0.1	2,012	6.7%	-0.7%	2,286	13.6%	-0.4%

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

表2：各都市圈宏观数据汇总（2018年1-12月，分城市月度数据滞后全国数据两周左右）

指标	累计同比					当月同比					当月环比				
	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝
商品房销售面积	-17.60%	-2.20%	-12.27%	6.63%	6.88%	23.45%	-11.20%	-19.49%	7.31%	-10.99%	21.47%	8.01%	6.58%	15.37%	8.27%
其中:住宅	-13.56%	-0.87%	-12.38%	7.99%	7.10%	27.06%	-11.10%	-16.85%	11.61%	-7.14%	21.29%	6.49%	5.41%	16.50%	6.60%
商品房销售金额	-13.97%	12.32%	-3.40%	18.18%	23.01%	41.18%	7.05%	-7.25%	30.08%	10.86%	22.78%	12.91%	12.85%	25.42%	14.38%
其中:住宅	-7.79%	15.39%	-1.83%	22.19%	25.40%	44.70%	5.61%	-0.46%	43.47%	21.22%	22.03%	7.97%	15.01%	30.63%	15.65%
房地产开发投资完成额	-0.98%	16.55%	19.15%	-0.17%	8.19%	17.18%	14.61%	20.00%	-5.79%	15.44%	-14.51%	6.39%	13.49%	4.82%	9.47%
房屋新开工面积	3.16%	22.10%	17.15%	6.41%	23.29%	-13.72%	34.67%	52.81%	20.46%	26.80%	-20.91%	26.12%	60.92%	43.67%	31.72%
其中:住宅	1.58%	25.77%	19.96%	8.98%	29.13%	-15.97%	30.29%	74.26%	22.84%	23.09%	0.25%	20.89%	74.60%	52.96%	28.08%

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

注：本报告京津冀包含北京、天津、河北；江浙沪包含上海、江苏、浙江；珠三角包含广东；中原包含河南、湖北；川渝包含重庆、四川。

二、销售：单月增速转正，全年再创历史新高

2018年1-12月份，商品房销售面积累计同比增长1.3%，增速比1-11月份回落0.1个百分点，比上年回落6.4个百分点，增速已连续5个月回落，但当月同比增速0.9%，扭转了之前连续3个月负增长的态势。整体来看，销售金额增速和销售面积增速双双企稳，一方面表明自7月底政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”后的各项调控措施的成效在继续显现，另一方面也显示住建部去年底工作会议上提出的“稳地价、稳房价、稳预期”的工作思路得到了较好的贯彻。从分区域销售来看，除中部地区外各区域销售面积增速均有一定程度回暖，从增速绝对值来看**销售仍然主要由中西部地区和三四线城市所拉动**。考虑到棚改货币化安置比例的下降对三四线城市销售的影响持续显现，以及2018年的高基数效应，销售增速未来或将继续下行，仍需持续关注，但10月后部分城市房贷利率、限价政策、购房门槛等有所放松，**显示政策亦较为注重市场稳定，而并非一味打压，故也不必过度悲观。**

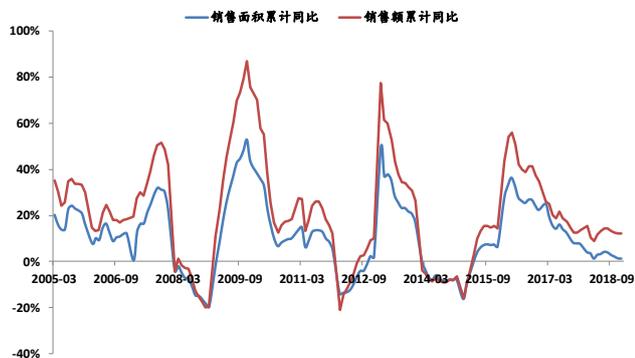
自2016年10月开始的房地产全面调控，导致2017年销售面积同比增速从高位不断下滑；2018年6月以来，调控政策再次持续收紧：先是6月底国开行传出棚改贷款收紧的信息，而后住房和城乡建设部等七部门联合开展治理房地产市场乱象专项行动，之后深圳开始执行限售，且政治局会议表态“下决心解决好房地产市场问题”、“坚决遏制房价上涨”；11月份之后，部分城市调控又出现了边际宽松。从近期各项政策表述来看，叠加行业销售同比仍保持正增速，我们认为，**热点一线城市的房地产调控政策仍然难见宽松，但也很难继续收紧，而部分房价承压的二线城市则有可能在房贷利率、购房门槛等方面进行小幅边际宽松**。然而，考虑到三年1500万套的棚改目标仍在，国务院总理李克强也在国常会上强调“棚改是重大民生工程，也是发展工程”，要求“要切实落实好棚改工作的配套支持政策，保持中央财政资金补助水平不降低，有序加大地方政府棚改专项债券发行力度。”，显示出中央对于棚改仍然持积极推进的态度。根据住建部官网数据，2018年1-11月，全国棚改已开工616万套，超额完成年度目标任务580万套的6.2%。近期流出的住建部55号文，也指出商品住房库存量大、市场房源充足的市县，可继续稳妥有序推进棚改货币化安置，并非如市场之前所认为的那样一刀切停止，因此我们认为，2019年的销售仍将具备一定韧性，而不会断崖式下滑。综合来看，**我们认为2019一季度销售增速将仍呈现平稳下滑的趋势，近期应重点关注东部地区特别是一线城市的销量回暖，维持2019年全年销售面积增速预期-5%，销售金额增速预期-3%的判断。**

根据过去几年地产成交同比情况来看，地产小周期一般为2-3年左右（见图1），且在政策调控下波动幅度逐渐减小。从销售数据当月值来看（图3），12月销售均价环比回升，推测应为东部一二线城市高价房成交占比增多所致。从30大中城市成交面积同比增速高频数据来看（图2），二线和三线城市销量有所回暖，考虑到二线城市同比增速则仍为负增速，同时二线城市土地财政依赖度也相对最高，因此未来调控的边际放松最有可能出现在二线城市。分都市圈来看（图4），京津冀继续回暖，中部增速略有下降，总体来看各区域均全面趋稳，**显示我国的因城施策的调控思路和长效机制成效显著**。从库存情况来看，我国商品房库存面积仍为负增速，一定程度刺激了开发商的补库存意愿，这与新开工增速的上升也是相符的。

总体来说，销售相关数据逐渐趋稳，我们预计这也将为未来政策的连续性和稳定性创造客

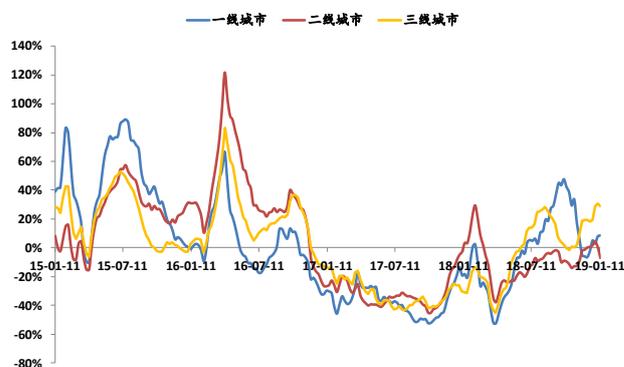
观条件，推测未来政策思路仍将“稳”字当先，继续因城施策精准微操，整体来看难有大幅变动。

图 1：房地产销售面积与销售金额累计同比



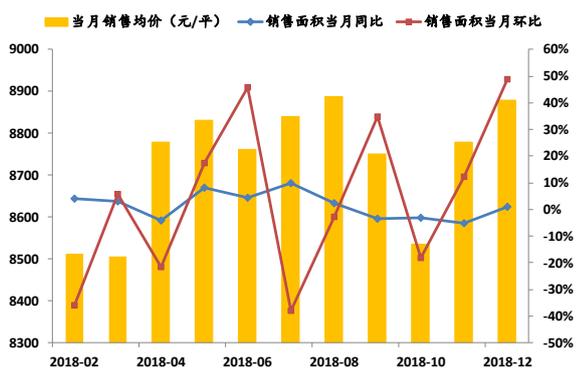
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 2：30 大中城市成交面积同比（移动 8 周平均）



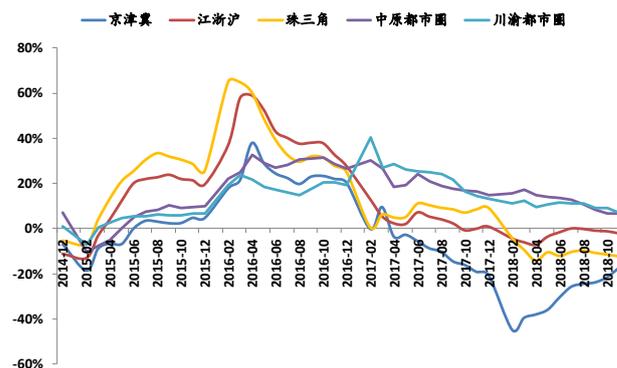
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 3：销售数据当月值



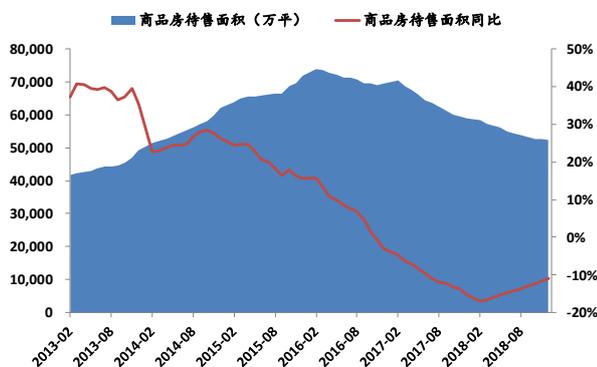
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 4：各都市圈销售面积累计同比



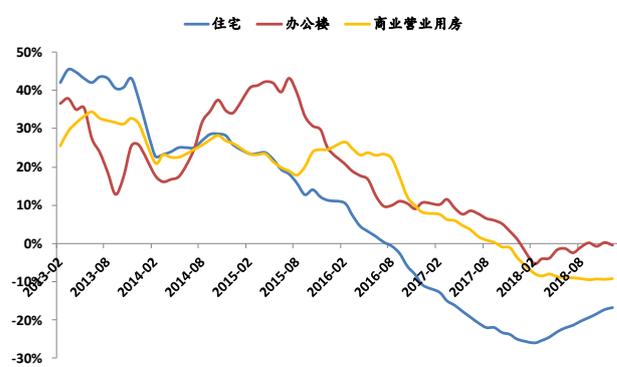
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 5：库存总面积及同比增速



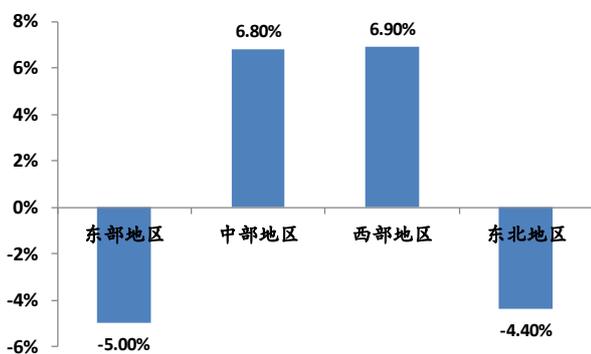
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 6：各类商品房库存面积同比增速



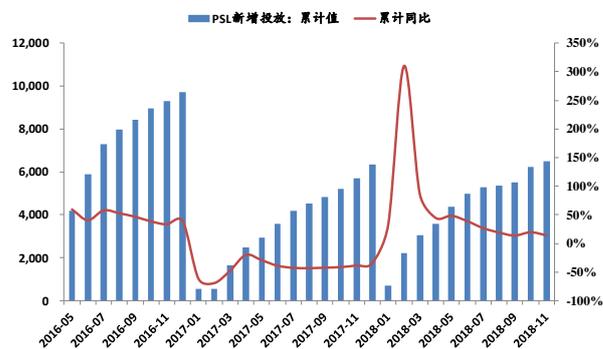
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 7：分地区销售面积增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 8：PSL 新增投放与累计同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、投资：持续趋稳，韧性仍足

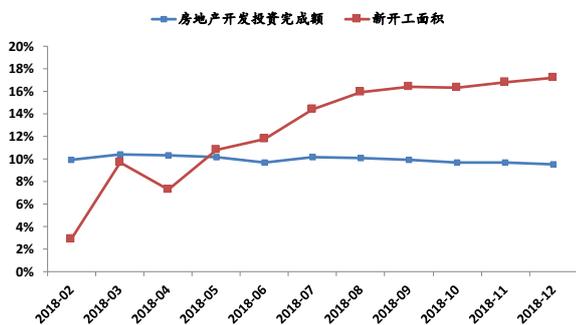
2018 年 1-12 月，全国房地产开发投资完成额 120,264 亿元，增速比 1-11 月份回落 0.2 个百分点，比上年同期提高 2.5 个百分点，继续保持高位趋稳态势。分项来看，住宅、办公楼、商业营业用房各项投资增速相比上月均变化不大，显示各领域投资数据也全面企稳。从增速绝对值来看，住宅投资仍然是房地产开发投资的主要拉动点。

在投资增速全面趋稳的同时，新开工面积与土地成交价款的增速也保持了相当的稳定性。2018 年 1-12 月，房屋新开工面积累计同比+17.2%，比 1-11 月份提高 0.4 个百分点，比上年提高 10.2 个百分点，继续保持高位，新开工面积增速高位再次提高，我们认为需要从多个方面协同理解：（1）库存面积持续负增速，销售面积仍然正增速，房企仍有着充分的补库存意愿；（2）房企偿债高峰期来临，债券融资虽有放松但门槛较高，信托融资又成本偏高，通过抢开工获取销售回款仍是最佳选择，这也与房企资金来源的分项增速是相符的；（3）预期市场会继续走差、房价再难上涨的背景下，越早预售越有助于房企优先抢占不断减少的购房需求。1-12 月土地购置面积 29,142 万平方米，同比上升 14.2%，土地成交价款 16,102 亿元，同比上升 18.0%，比 1-11 月份回落 2.2 个百分点，比上年回落 31.4 个百分点。值得注意的是，本月新开工面积、施工面积和竣工面积增速出现了全线上升。

我们认为，1-12 月投资增速得以保持高位企稳，原因主要在于：（1）土地购置费一般滞后于土地成交金额 2-3 个季度（购置费是分期付款分期计入），2017 年下半年以来由于房企开始发力在三四线与中西部地区拿地，土地成交金额的持续高增速推动土地购置费对于投资拉动的贡献提升；（2）2018 年 1-12 月 PSL 累计投放 6920 亿元，同比增长 9.0%，保持了较高增速，而今年棚改开工套数也已经超额完成，其中投入棚改的实物安置部分直接贡献投资；（3）前期库存持续下行叠加销售不弱，房企补库存意愿强烈，新开工面积增速提升带动投资增速。

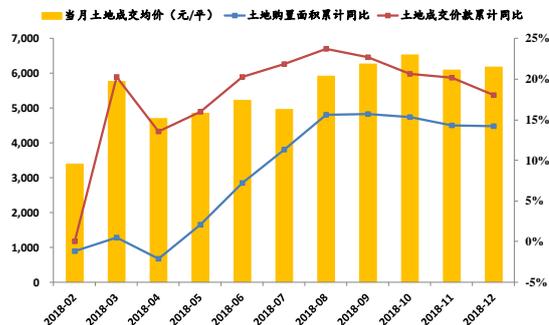
综合看来，考虑到：（1）土地成交价款增速继续保持平稳，未来产生的土地购置费将带动房地产开发投资持续具有韧性；（2）中央对于棚改仍维持较为积极的表态，也将对投资形成支撑；（3）房企补库存叠加统计口径改变的影响将在明年消除，建安投资增速将逐渐回暖。维持 2019 年投资增速具备韧性，全年 7% 增速的判断。

图 9：房地产开发投资完成额与新开工面积累计同比



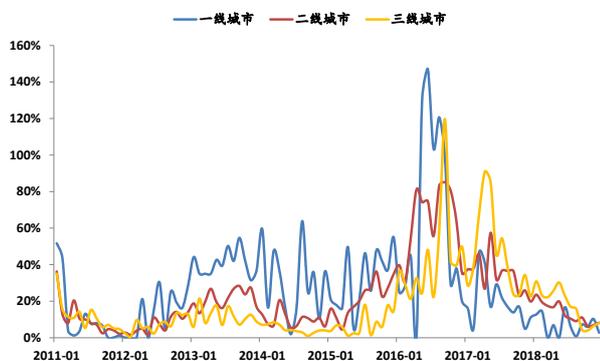
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 10：土地购置与成交情况



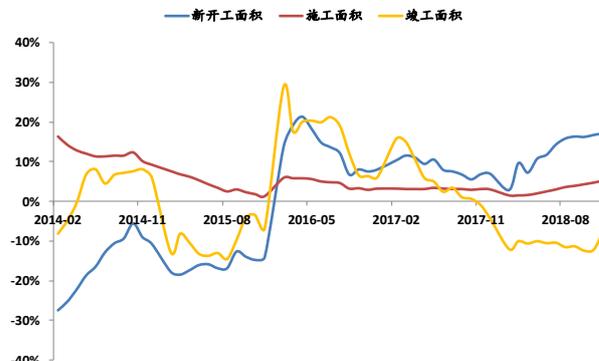
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 11：100 大中城市住宅类用地成交溢价率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：房屋新开工、施工、竣工面积累计同比

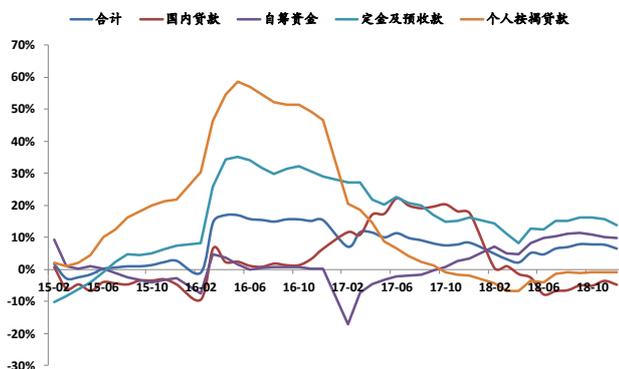


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

四、资金：增速下滑，关注偿债高峰期风险

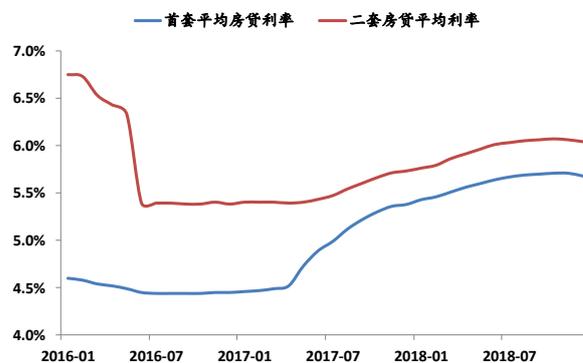
2018 年 1-12 月份，房地产开发企业到位资金同比增长 6.4%，增速比 1-11 月份回落 1.2 个百分点，比上年回落 1.8 个百分点，显示房企资金面情况小幅趋紧。但值得注意的是，定金及预收款一项仍然是资金来源主要带动点，而个人按揭贷款增速仍在上升，显示房企销售回款情况不差。总体来说，房企到位资金增速虽有小幅下滑，显示总体融资与销售回款情况仍然良好，后续应继续关注偿债高峰期背景下房地产行业融资监管政策的变动。

图 13：房地产开发到位资金累计同比



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 14：住房贷款利率走势

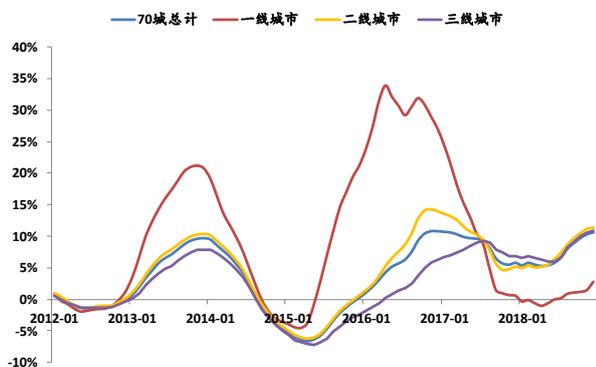


资料来源：Wind，民生证券研究院

五、房价：结构化因素导致新房房价上涨

从近期 70 城市房价指数当月同比走势来看，整体涨幅趋于平稳，一定程度上表明长效机制和“房住不炒”正在发挥作用。其中，一线城市房价增速同比小幅上扬，二三线城市房价增速则有企稳态势，根据我们微观调研的成果，应为近期一线城市核心区高价项目集中入市，带动整体成交均价走高所致。注意到全国住宅库销比仍然处于低位，但在政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”，以及 M2 增速也企稳的情况下，预计 2019 年房价将保持整体平稳的态势。

图 15：70 城房价指数当月同比



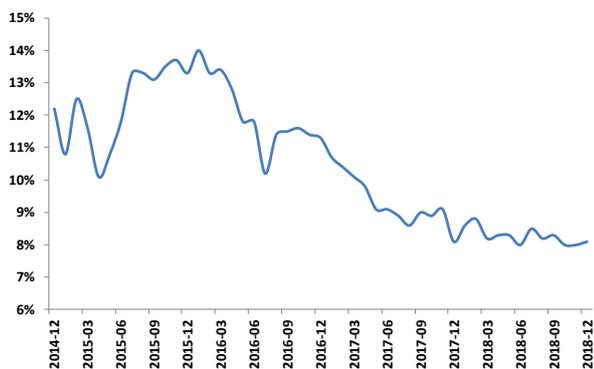
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 16：全国住宅库销比



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 17: M2 同比



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

六、板块表现：估值低位

从近期 A 股和港股地产板块表现来看，由于整体指数走势的拖累和政策的持续定力，板块整体绝对估值已接近突破历史低位，而板块相对沪深 300 的估值更是已经达到历史低位。然而，在行业销售、投资、融资仍呈现良好态势的背景下，一线房企的基本面也持续向好，板块 2018 年初以来表现相对疲软的原因主要由于政策持续打压导致的估值偏低。我们认为，在行业数据趋稳的背景下，预计未来政策将愈发具备连续性和稳定性，进而修复前期不确定性引发的板块估值下杀，政策平稳预期下，公司业绩将成为市场关注点。看好业绩优良的行业一线公司的表现。

图 18: A 股地产板块表现



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 19: H 股地产板块表现



资料来源：Wind，民生证券研究院

七、投资建议

2018 年 1-12 月，房地产行业基本面仍然向好，销售面积单月增速由负转正，投资增速维持高位，资金情况仍然良好，调控政策也逐渐企稳，**维持行业“推荐”评级**。在监管不断趋严、资金成本上升、去杠杆政策效应逐渐显现的大背景下，一线房企在融资能力、拿地机会、开发和营销能力上的优势日益凸显，行业集中度有望继续提升。我们认为，在行业数据趋稳的背景下，预计未来政策将愈发具备连续性和稳定性，进而修复前期不确定性引发的板块估值下

杀，政策平稳预期下，公司业绩将成为市场关注点。看好业绩优良的行业一线公司的表现。建议投资者持续关注业绩承诺增速较高，或业绩增速预期较好的一线房企，如华夏幸福、招商蛇口、新城控股、中南建设等。

八、风险提示

房地产调控政策收紧；房地产年报业绩结算节奏不及预期；房地产税推进进度高于预期。

插图目录

图 1: 房地产销售面积与销售金额累计同比	5
图 2: 30 大中城市成交面积同比 (移动 8 周平均)	5
图 3: 销售数据当月值	5
图 4: 各都市圈销售面积累计同比	5
图 5: 库存总面积及同比增速	5
图 6: 各类商品房库存面积同比增速	5
图 7: 分地区销售面积增速	6
图 8: PSL 新增投放与累计同比增速	6
图 9: 房地产开发投资完成额与新开工面积累计同比	7
图 10: 土地购置与成交情况	7
图 11: 100 大中城市住宅类用地成交溢价率	7
图 12: 房屋新开工、施工、竣工面积累计同比	7
图 13: 房地产开发到位资金累计同比	8
图 14: 住房贷款利率走势	8
图 15: 70 城房价指数当月同比	8
图 16: 全国住宅库销比	8
图 17: M2 同比	9
图 18: A 股地产板块表现	9
图 19: H 股地产板块表现	9

表格目录

表 1: 房地产行业宏观数据汇总	3
表 2: 各都市圈宏观数据汇总 (2018 年 1-12 月, 分城市月度数据滞后全国数据两周左右)	3

分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

由子沛，同济大学与美国西北大学联合培养土木工程博士，2017年加入民生证券。

侯希得，澳大利亚悉尼大学专业会计硕士，2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。