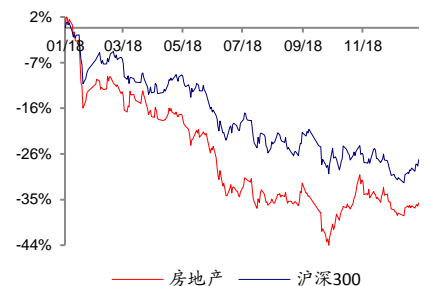


房地产行业

供给支撑西部销售超预期，投资增速逐步回落

| | |
|------|------------|
| 行业评级 | 买入 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2019-01-22 |

相对市场表现



分析师: 乐加栋
SAC 执证号: S0260513090001
021-60750620
lejiadong@gf.com.cn

分析师: 郭镇
SAC 执证号: S0260514080003
SFC CE No. BNN906
010-59136622
guoz@gf.com.cn

分析师: 李飞
SAC 执证号: S0260517080010
021-60750620
gflifei@gf.com.cn

请注意，乐加栋、李飞并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

房地产行业:关注后续供给淡季对成交的压力 2019-01-20

房地产行业 18 全年及 12 月市场分析:政策面底部改善,行业资金环境向好 2019-01-17

联系人: 邢莘 021-60750620
xingshen@gf.com.cn

核心观点:

● 销售累计增速继续下行，但年末西部地区销售超预期

根据统计局数据，18 年商品房销售面积同比增长 1.3%，增速较前 11 月收窄 0.1 个百分点，其中西部地区单月增速 9.5% 略超预期，中西部地区存在返乡置业需求，在房企加大推货量的情况下，年末成交表现较好。我们认为 19 年需求将处于持续探底的过程，其中一线及强二线销售量价将稳中有增，但最终改善幅度关键将看政策调整空间，而棚改货币化效应减弱以及购买力制约下，弱二线及三四线销售将延续回落趋势。

● 土地出让金创历史新高，12 月地价增速回落

根据统计局数据，18 年房地产开发企业土地购置面积 2.9 亿平米，同比上升 14.2%，土地成交价款 1.61 万亿元，同比增长 18%。在低库存的背景下，房企拿地补库存意愿较强，加上政府供地放量，18 年土地出让金再创历史新高。值得注意的是，近期土地市场景气度下行，成交楼面价回落，溢价率维持低位，房企的拿地成本边际改善。

● 新开工增速略超预期，预计未来投资增速逐步下行

根据统计局数据，18 年新开工同比增长 17.2%，单月同比上涨 20.5%。总体来看，房企对未来需求端景气度存在不确定性的情况下，开工节奏明显前置，加大销售回款。而投资方面，18 年全国房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.5%，增速连续 5 个月回落。我们认为随着土地市场逐步降温，叠加施工投资在 19 年后消除统计口径的基数影响，预计 19 年投资同比上涨 2% 左右。

● 房企到位资金增速小幅回落，未来资金环境向好

根据统计局数据，18 年房企到位资金 16.6 万亿元，增速比前 11 月继续收窄 1.2 个 pct，房企资金面继续承压。单月来看，开发贷、定金预收款增速转负，同比分别下降 15%、0.2%，按揭贷同比下滑 0.4%，自筹资金同比上涨 6.9%。而 19 年 1 月 4 日央行降准 1pct，我们认为流动性进一步释放，叠加信用扩张，将推动地产行业资金面继续向好。板块投资方面，行业资金环境向好、叠加地方行政政策的底部改善，将对板块的估值形成支撑，考虑到 18-19 年结算业绩确定性增长带来的防御性，我们继续推荐低估值的一二线龙头房企。推荐标的方面，一线 A 股龙头推荐：万科 A、华夏幸福、招商蛇口、新城控股，二线 A 股龙头推荐：中南建设、荣盛发展、阳光城、蓝光发展，H 股龙头关注：融创中国、中国金茂、碧桂园、合景泰富等，子领域推荐：光大嘉宝和中国国贸。

● 风险提示

不同口径下土地数据存在差异，资金面继续收紧对需求端以及房企经营的负面影响持续扩大；行业库存抬升快于预期。

目录索引

| | |
|------------------------------|----|
| 销售累计增速继续下行，但年末西部地区销售超预期..... | 4 |
| 土地出让金创历史新高，12月地价增速回落..... | 6 |
| 新开工增速超预期，预计未来投资增速逐步下行..... | 7 |
| 房企到位资金增速小幅回落，未来资金环境向好..... | 11 |

图表索引

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 商品房年度销售面积及增速..... | 4 |
| 图 2: 商品房年度销售金额及增速..... | 4 |
| 图 3: 历年商品房销售面积分区域增速..... | 5 |
| 图 4: 历年商品房销售面积分区域占比..... | 5 |
| 图 5: 商品房销售面积累计同比增速对比..... | 5 |
| 图 6: 各线城市商品房成交面积同比（统计局）..... | 5 |
| 图 7: 全国商品房单月销售金额及销售面积增速..... | 5 |
| 图 8: 住宅年度成交均价同比增速对比..... | 5 |
| 图 9: 土地购置面积（万方）及增速..... | 6 |
| 图 10: 土地成交价款（亿元）及增速..... | 6 |
| 图 11: 300 城市土地整体成交情况..... | 6 |
| 图 12: 300 城市土地整体批售比情况（万方）..... | 6 |
| 图 13: 土地成交价款与 300 城市土地出让金增速比较..... | 7 |
| 图 14: 18 年分线城市楼面价及出让面积增速..... | 7 |
| 图 15: 全国地价增速与房价增速差..... | 7 |
| 图 16: 一二线城市地价房价增速差..... | 7 |
| 图 17: 全国房屋新开工面积规模及增速（年度）..... | 8 |
| 图 18: 全国房屋新开工面积规模及增速（月度）..... | 8 |
| 图 19: 全国商品房新开工面积与施工面积关系图..... | 8 |
| 图 20: 商品房销售面积及竣工面积关系..... | 8 |
| 图 21: 全国商品房销售面积及竣工面积增速..... | 8 |
| 图 22: 住宅销售面积与新开工面积关系..... | 9 |
| 图 23: 住宅中期库存规模及去化周期（年度）..... | 9 |
| 图 24: 全国商品房累计停工面积及当期净停工面积..... | 9 |
| 图 25: 全国房地产开发投资规模及增速（年度）..... | 10 |
| 图 26: 全国房地产开发投资规模及增速（月度）..... | 10 |
| 图 27: 全国住宅开发投资规模及增速（年度）..... | 10 |
| 图 28: 全国住宅开发投资规模及增速（月度）..... | 10 |
| 图 29: 商品房投资金额分地区同比（年度）..... | 11 |
| 图 30: 商品房投资金额分地区占比..... | 11 |

| | |
|--|----|
| 图 31: 总投资增速的拆分 (施工投资增速贡献+土地投资增速贡献) | 11 |
| 图 32: 房地产开发企业到位资金 (亿元) | 12 |
| 图 33: 房地产开发企业资金来源分类占比 | 12 |
| 图 34: 房企开发贷及自筹资金累计同比增速 | 12 |
| 图 35: 房企定金预收款及按揭贷累计同比增速 | 12 |
| 图 36: 新增居民中长期贷款 (亿元) | 12 |
| 图 37: 个人住房贷款余额 (亿元) | 12 |

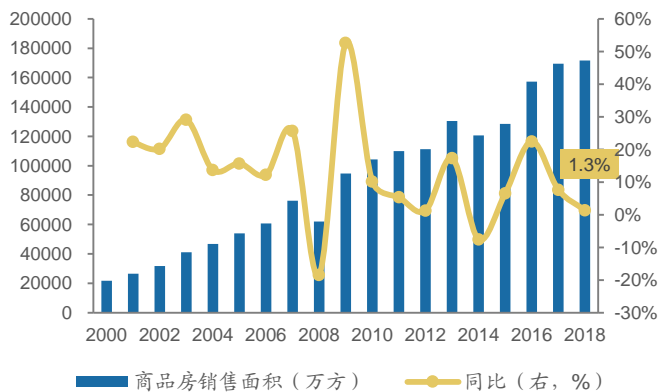
销售累计增速继续下行，但年末西部地区销售超预期

根据统计局数据，18年全年全国商品房销售面积17.17亿平米，同比增长1.3%，增速较1-11月收窄0.1个百分点，较17年全年收窄6.4个百分点，其中12月单月销售面积2.31亿平米，同比增长0.9%。住宅方面，18年全年销售面积14.79亿平米，同比增长2.2%，增速较17年全年收窄3.1个百分点，单月来看，12月住宅销售面积1.92亿平米，同比上升2.5%。

分区域来看，东中西部销售继续分化，其中东部地区、东北地区18年累计销售面积分别为6.76亿平米、0.79亿平米，较17年全年同比分别下滑5.0%、4.4%，增速由正转负；而中部、西部18年累计销售面积分别为5.07亿平米、4.54亿平米，同比分别增长6.8%、6.9%，增速较17年收窄6.0、3.8个百分点。单月来看，12月东部地区同比下滑4.1%，降幅较11月收窄4.8个百分点，西部地区单月同比大幅上涨9.5%，市场成交依旧活跃，而中部地区同比增长1.5%，增速小幅收窄，东北地区同比下滑4.7%，较11月降幅略有扩大。

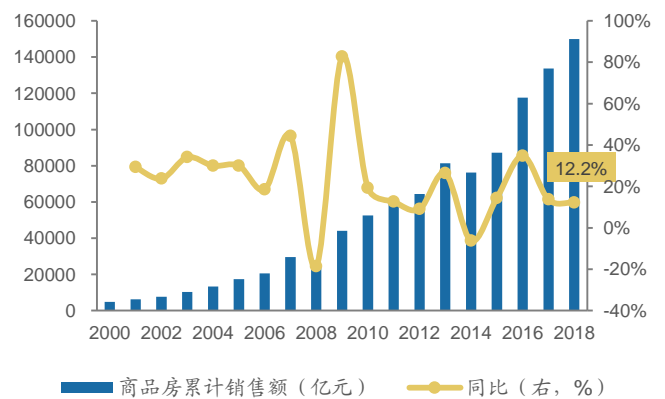
分城市看，我们用房管局的备案高频数据来刻画一、二线城市的销售情况，具体来看，18年4大一线、13个二线城市销售面积同比分别下滑2.2%、5.8%，降幅较前11月分别收窄3.3、0.8个百分点。根据房管局口径的一二线城市销售数据，同时结合全国商品房销售面积，我们反推算三四线的销售面积，根据推算结果，18年三四线销售面积同比上涨2.1%，增速较1-11月继续回落0.3个百分点。单月数据来看，一线、二线、三线城市12月商品房销售面积同比分别上升24.2%、1.6%和0.3%。

图1：商品房年度销售面积及增速



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

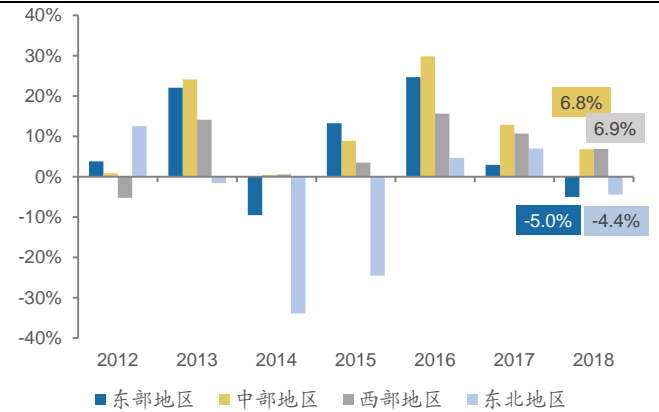
图2：商品房年度销售金额及增速



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

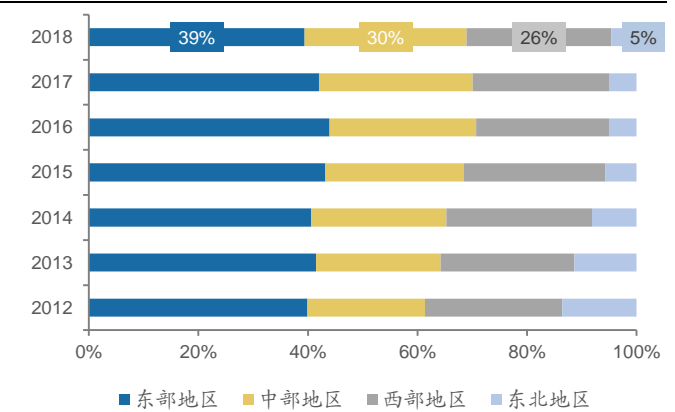
销售金额方面，18年商品房销售金额15.0万亿元，同比上升12.2%，增速较1-11月扩大0.1个百分点，12月单月增速小幅上升至12.3%。住宅方面，18年住宅销售金额12.64万亿，同比增长14.7%，增速较1-11月下降0.1个百分点，12月单月销售同比上涨13.6%。销售金额与销售面积增速差反映了销售均价的上涨，18年商品房销售均价8737元/平米，同比上涨10.7%，增速较上月扩大0.1个百分点，而住宅均价为8544元/平米，同比上涨12.2%。

图3: 历年商品房销售面积分区域增速



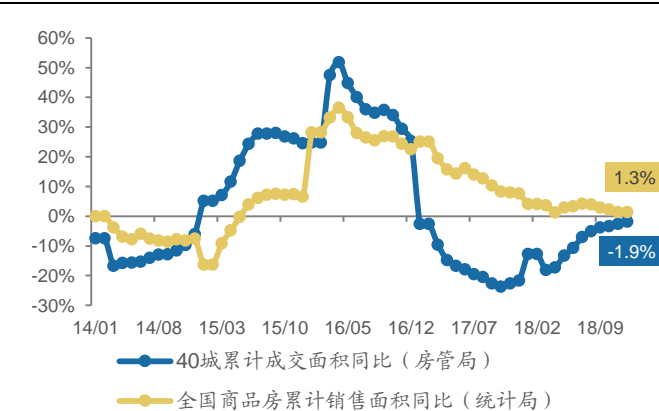
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图4: 历年商品房销售面积分区域占比



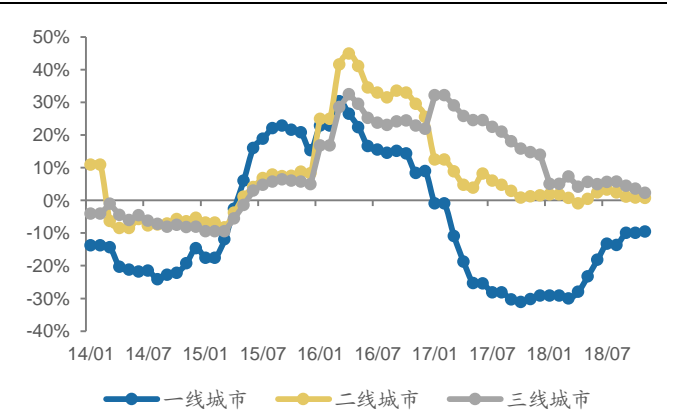
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图5: 商品房销售面积累计同比增速对比



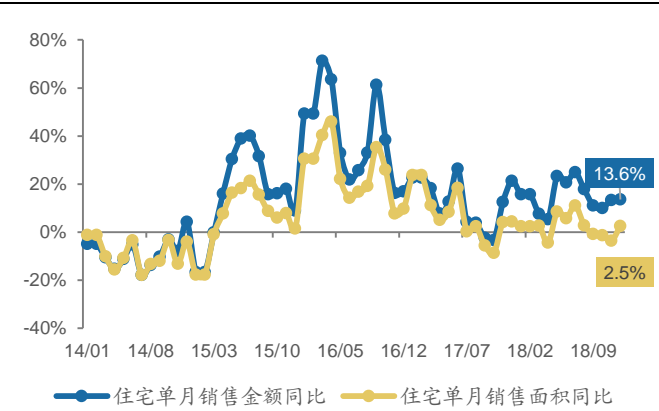
数据来源: 统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 各线城市商品房成交面积同比 (统计局)



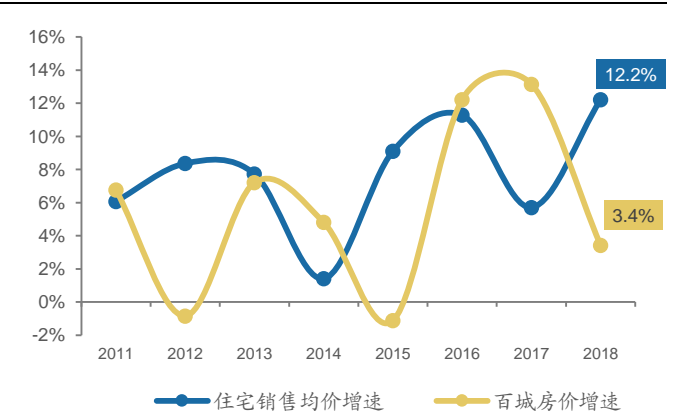
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图7: 全国商品房单月销售金额及销售面积增速



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图8: 住宅年度成交均价同比增速对比



数据来源: 统计局, 中指院, 广发证券发展研究中心

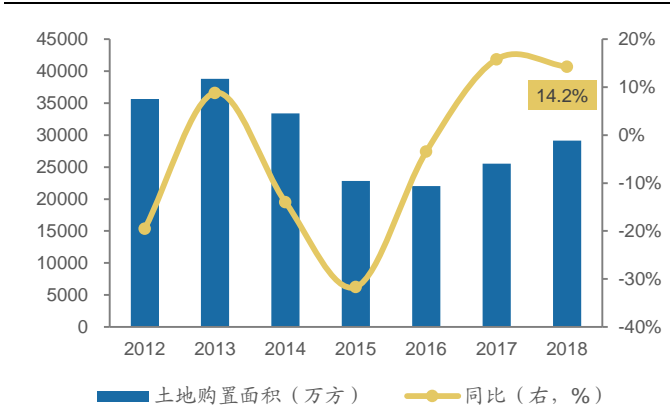
整体来看, 12月商品房和住宅销售面积单月增速略超预期, 中西部地区存在返乡置业需求, 在房企加大推货量的情况下, 年末成交表现较好。我们认为19年需求将处于持续探底的过程, 其中一线及强二线销售量价将稳中有增, 但最终改善幅度关键将看政策调整空间, 而棚改货币化效应减弱以及购买力制约下, 弱二线及三四

线销售将延续回落趋势，并且库存抬升背景下，房价也将出现回调。

土地出让金创历史新高，12月地价增速回落

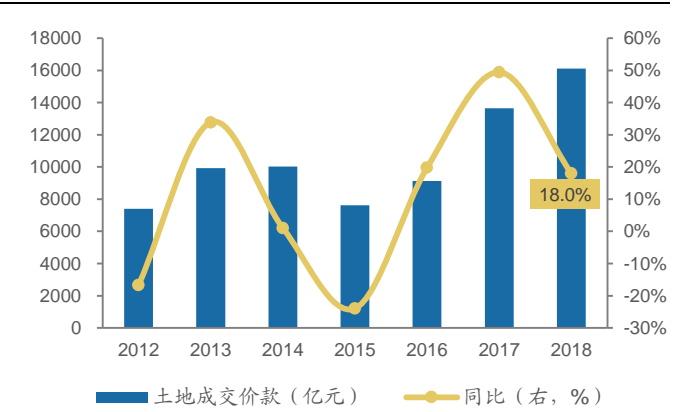
根据统计局数据，18年房地产开发企业土地购置面积2.91亿平方米，同比上涨14.2%，单月土地购置面积3816万方，同比上升13.9%。土地成交价款方面，18年成交价款1.61万亿元，同比增长18%，增速较1-11月回落2.2个百分点，单月成交价款2358亿元，同比继续上涨6.7%。土地成交价款以及购置面积增速差反映了土地价格的上涨，从土地价格（土地成交价款/土地购置面积）来看，18年全国土地价格为5525元/平米，同比上涨3.3%，增速较1-11月收窄1.9个百分点，12月单月土地价格为6172元/平米，同比下降6.3%。

图9：土地购置面积（万方）及增速



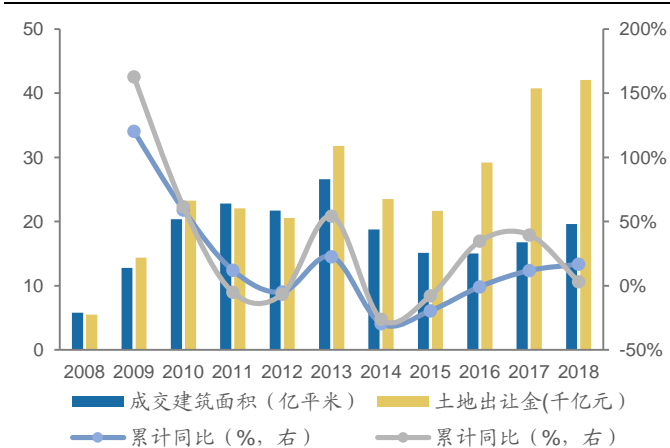
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图10：土地成交价款（亿元）及增速



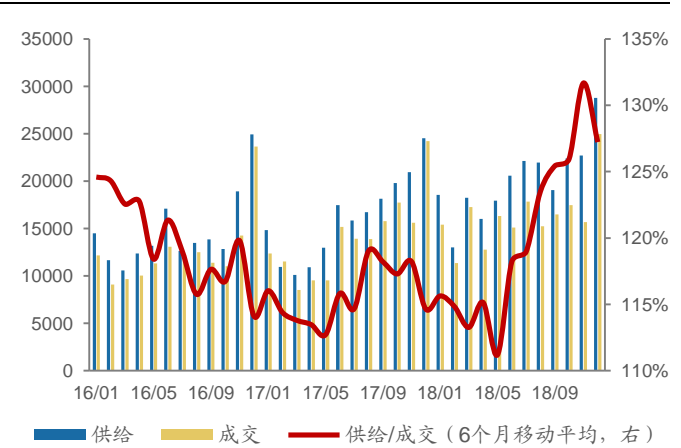
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图11：300城市土地整体成交情况



数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

图12：300城市土地整体批售比情况（万方）



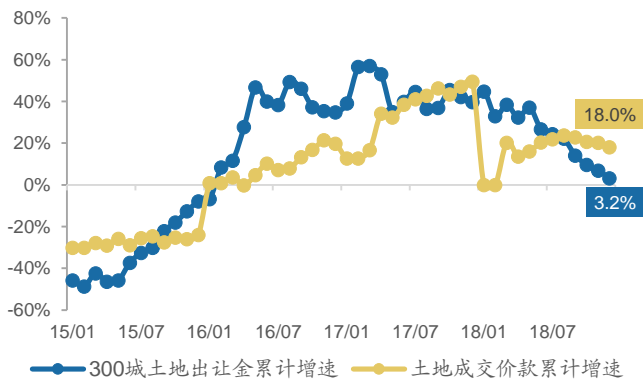
数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

中指院数据来看，300城市全类型18年土地出让建筑面积为19.59亿平方米，同比增长16.8%，增速较1-11月收窄2.3个百分点，其中一线城市累计同比下滑6.4%，二线、三四线城市分别累计同比增长14.9%、19.6%，增幅较1-11月分别收窄5.5、0.7

个百分点。出让金方面，300城市18年土地出让金为4.2万亿元，同比增长3.2%，分线城市来看，一线、二线城市同比分别下滑12.4%、1.1%，三四线增长16.8%，增幅收窄6.0个百分点。从地价和房价增速关系来看，中指院300城市18年楼面价同比下滑11.6%，而18年统计局销售均价增速10.7%，地价增速低于房价增速。

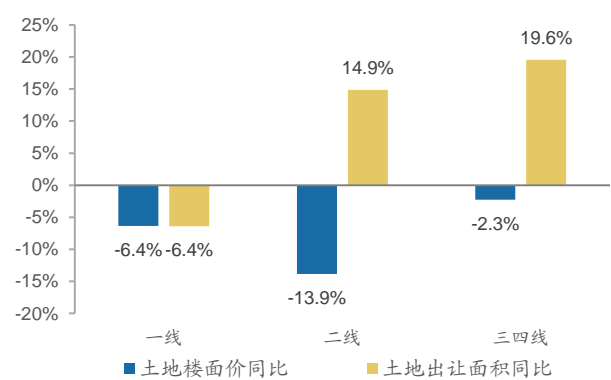
总体来看，在低库存的背景下，房企拿地补库存意愿较强，加上政府供地放量，18年出让金再创历史新高。值得注意的是，近期土地市场景气度下行，成交楼面价回落，溢价率维持低位，房企的拿地成本边际改善。随着土地市场的逐步降温，预计19年土地投资增速将进一步回落。

图13: 土地成交价款与300城市土地出让金增速比较



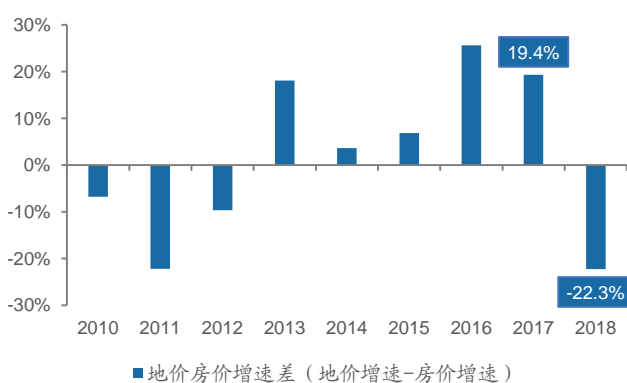
数据来源: CREIS, 广发证券发展研究中心

图14: 18年分线城市楼面价及出让面积增速



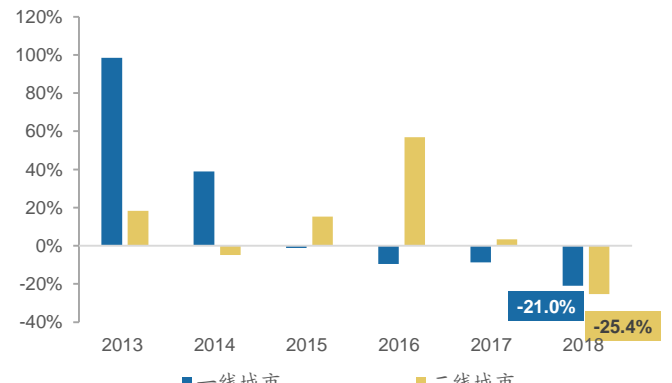
数据来源: CREIS, 广发证券发展研究中心

图15: 全国地价增速与房价增速差



数据来源: 统计局, 中指院, 广发证券发展研究中心

图16: 一二线城市地价房价增速差



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

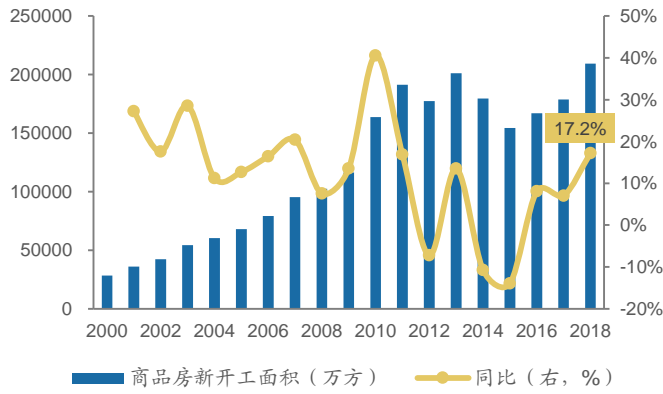
注: 增速差为地价增速减房价增速, 分线城市房价增速为18年11月同比增速

新开工增速超预期, 预计未来投资增速逐步下行

根据统计局数据, 18年全国房屋新开工面积20.93亿平方米, 同比增长17.2%, 增速较1-11月扩大0.4个百分点, 单月来看, 12月新开工面积2.04亿平方米, 同比增长20.5%, 增速略超预期。住宅方面, 18年住宅新开工面积15.34亿平方米, 同比增长

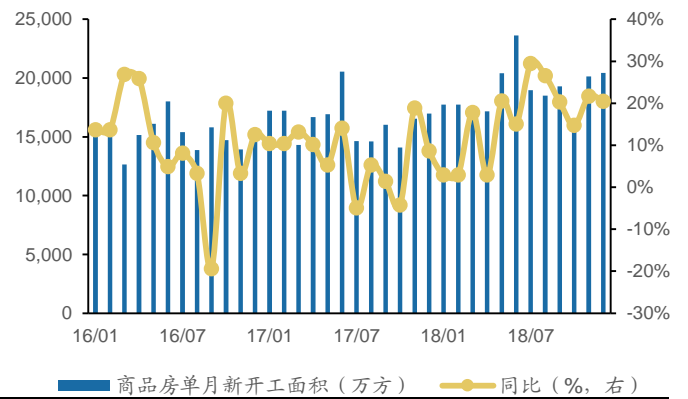
19.7%，增速较1-11月扩大0.4个百分点，单月同比上涨23.4%。此外，商办等非住宅18年全年新开工面积5.59亿平米，同比上涨10.7%，涨幅较1-11月扩大0.2个百分点。

图17: 全国房屋新开工面积规模及增速 (年度)



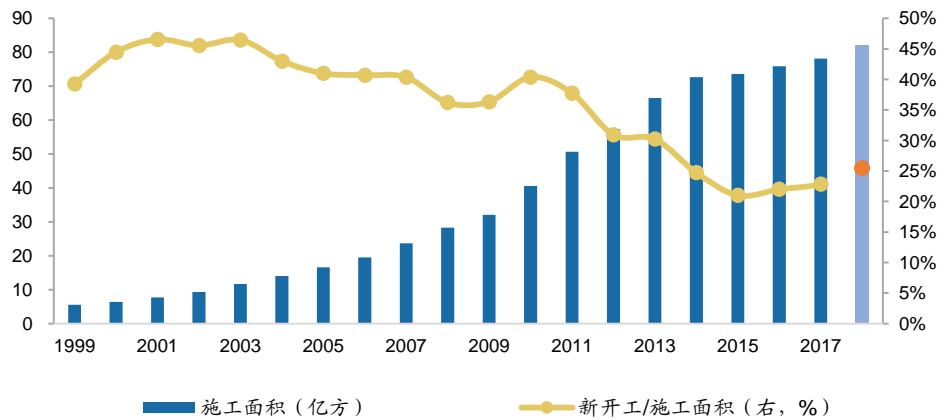
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图18: 全国房屋新开工面积规模及增速 (月度)



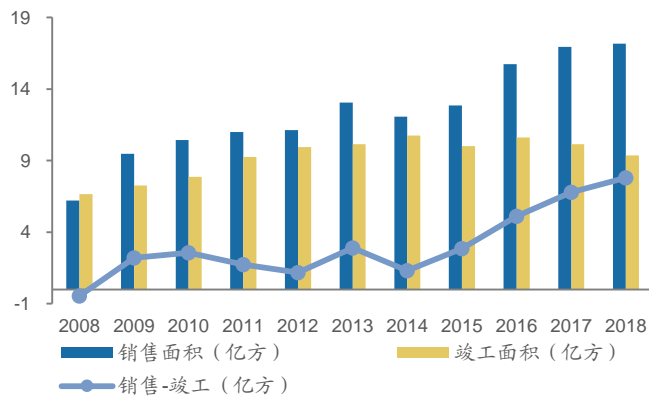
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图19: 全国商品房新开工面积与施工面积关系图



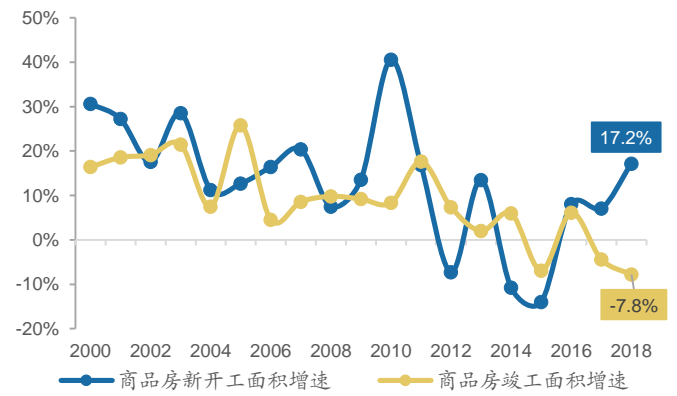
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图20: 商品房销售面积及竣工面积关系



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图21: 全国商品房销售面积及竣工面积增速



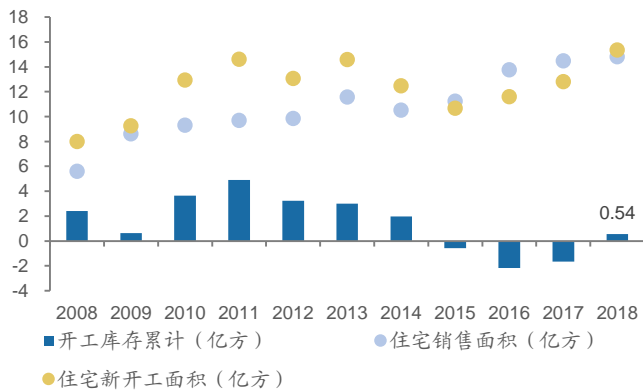
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

施工面积方面，18年累计施工面积为82.23亿平米，同比增长5.2%，其中新开工占比为25.5%。竣工方面，18年竣工面积9.36亿平米，同比下滑7.8%，房企基于资金运用效率的考虑，18年房企竣工交付节奏继续放缓，关注竣工放缓可能对房企利润表中结算收入的负面影响。

对比新开工和销售面积来看，15年以来，销售端持续活跃，带动整体行业处于消化库存阶段，但18年以来，销售端热度回落，加上房企补库存相对积极，导致新开工和销售数据逆转，年内住宅开工库存累计0.54亿平米（年内开工-年内销售）。整体来看，18年住宅中期库存（累计开工-累计销售）上行至27.64亿平，中期库存去化周期（移动平均6个月）则下行至22.42个月。

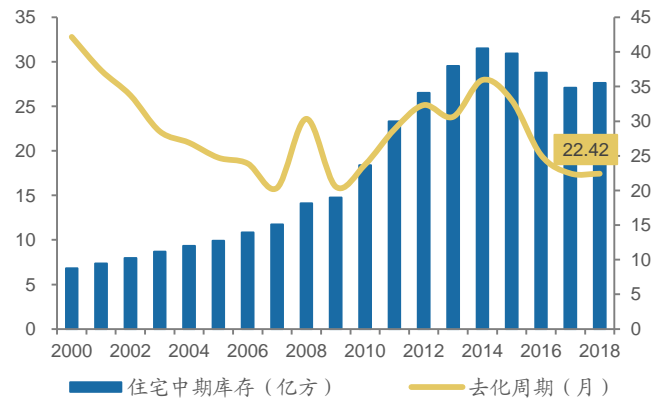
停工面积方面，截至18年末商品房累计停工面积（累计新开工-上年累计竣工-年内累计施工）为26.52亿平米，而18年当期净停工面积6.70亿平米，同比上涨34%。

图22: 住宅销售面积与新开工面积关系



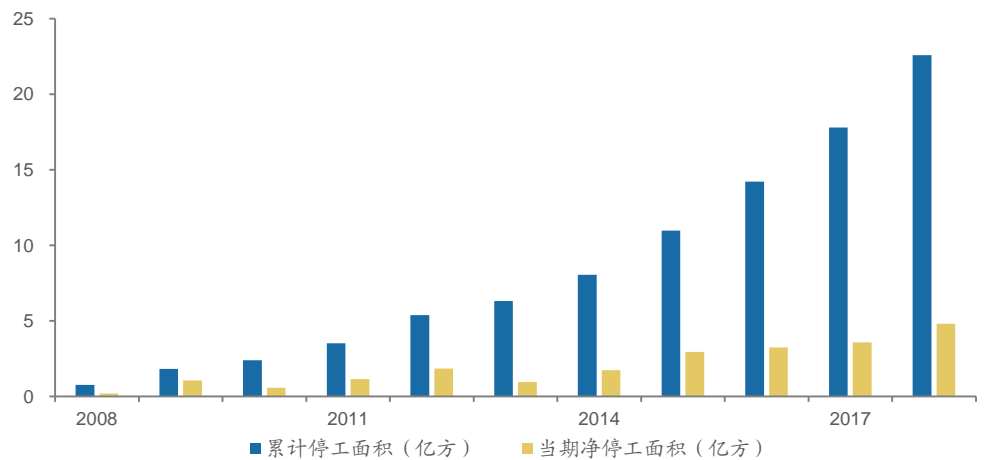
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图23: 住宅中期库存规模及去化周期 (年度)



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图24: 全国商品房累计停工面积及当期净停工面积



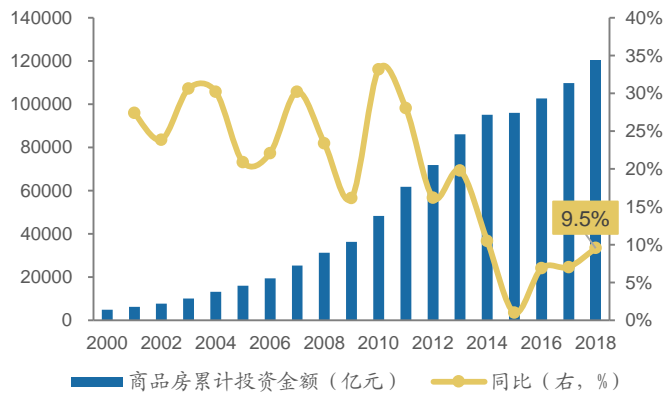
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

投资方面，18年全国房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.5%，增速较1-11

月回落0.1个百分点，较17年全年增速扩大2.5个百分点。单月来看，12月商品房投资额1.02万亿元，同比增长8.2%，增速回落1.1个百分点。住宅投资方面，18年住宅投资8.52万亿元，同比增长13.4%，增速较1-11月小幅回落0.3个百分点，12月单月同比增长10.6%，增速较11月回落2.0个百分点。将投资拆分区域来看，18年东部、中部、西部、东北地区房地产开发投资分别同比上涨10.9%、5.4%、8.9%、17.5%，单月来看，东部、中部、西部、东北地区同比分别增长6.9%、0.9%、17.2%、61.6%，其中西部地区单月投资增速超预期，增速较11月扩大10.2个百分点。

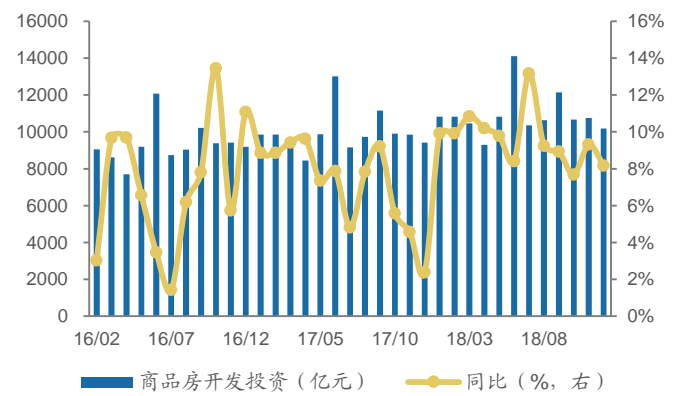
总体来看，12月新开工增速略超预期，房企对未来需求端景气度存在不确定性的情况下，开工节奏明显前置，加大销售回款。而投资方面，我们认为随着土地市场逐步降温，土地投资未来增速将进一步收窄，而施工投资在19年后消除统计口径带来的基数影响后增速将边际改善，根据我们19年年度策略报告《大浪淘沙，金不换；寒风卷地，久弥坚》的测算，预计19年投资同比上涨2%左右。

图25: 全国房地产开发投资规模及增速（年度）



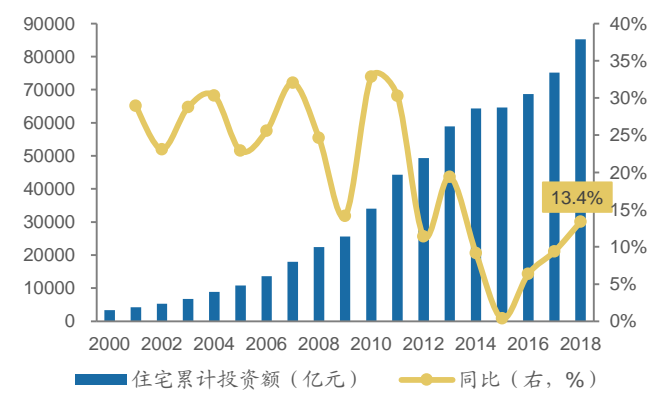
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图26: 全国房地产开发投资规模及增速（月度）



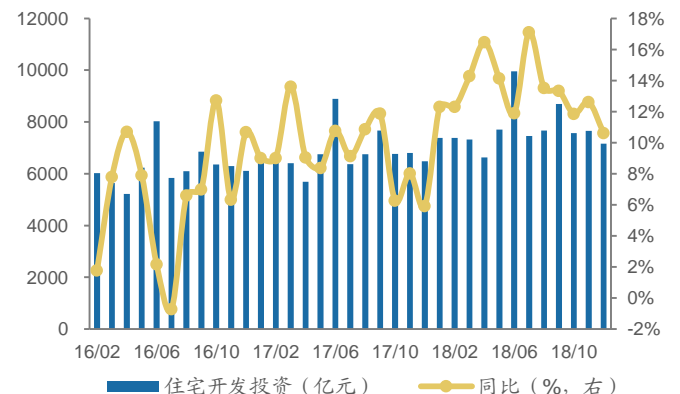
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图27: 全国住宅开发投资规模及增速（年度）



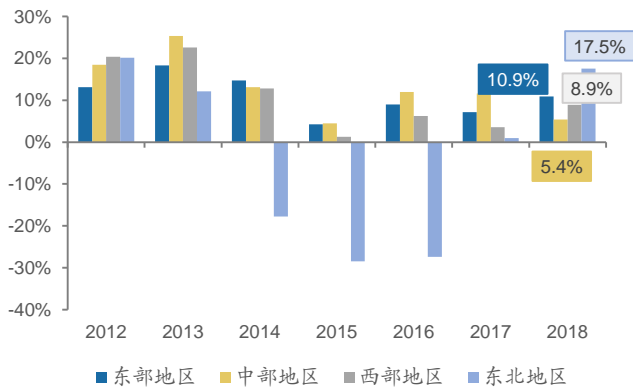
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图28: 全国住宅开发投资规模及增速（月度）



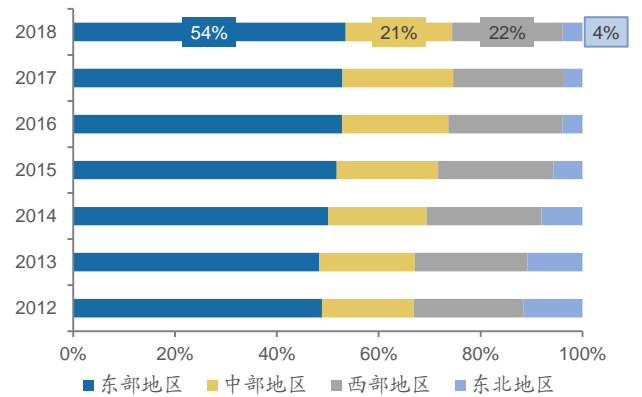
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图29: 商品房投资金额分地区同比 (年度)



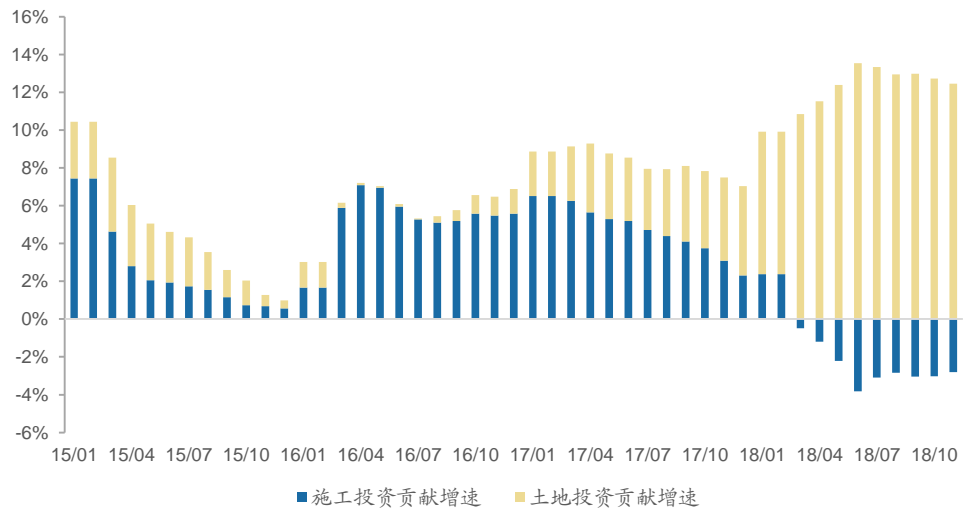
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图30: 商品房投资金额分地区占比



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图31: 总投资增速的拆分 (施工投资增速贡献+土地投资增速贡献)



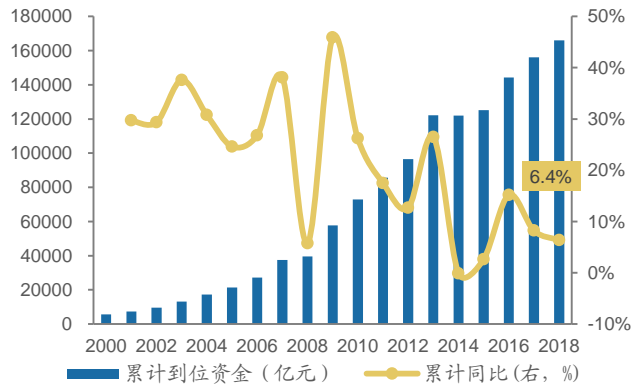
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

房企到位资金增速小幅回落, 未来资金环境向好

根据统计局数据, 18年全年房地产开发企业到位资金16.6万亿元, 同比增长6.4%, 增速比1-11月收窄1.2个百分点, 单月同比年内第二次转负, 下降4.1%, 房企资金面继续承压。具体来看, 国内贷款(开发贷)2.4万亿元, 累计同比下滑4.9%, 12月同比下滑15%; 自筹资金5.58万亿元, 累计同比上涨9.7%, 增速较1-11月继续收窄, 12月同比上涨6.9%, 增速较11月略有扩大。

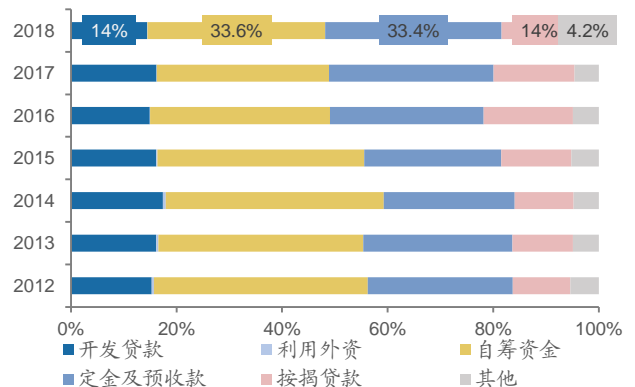
其他资金方面, 统计局数据显示, 18年其他资金8.6万亿元, 同比增长7.8%, 12月同比下滑6.7%。其他资金中, 定金及预收款全年5.54亿元, 同比增长13.8%, 增速较前11月小幅收窄1.9个百分点, 12月单月同比转负下降0.2%, 而个人按揭贷款全年为2.37万亿元, 同比下降0.8%, 单月同比下滑0.4%。

图32: 房地产开发企业到位资金(亿元)



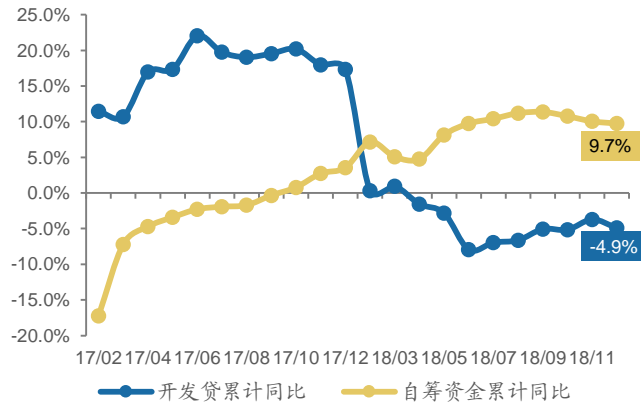
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图33: 房地产开发企业资金来源分类占比



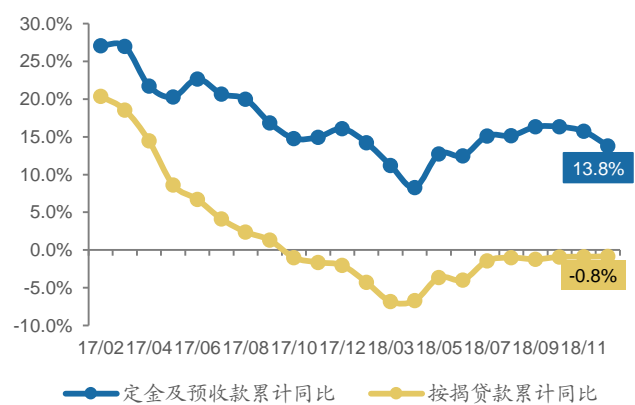
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图34: 房企开发贷及自筹资金累计同比增速



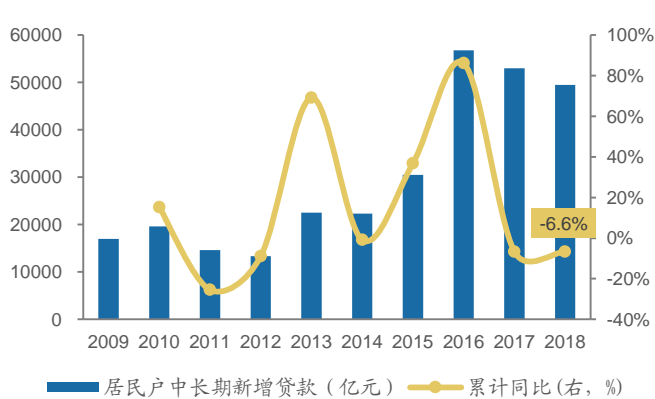
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图35: 房企定金预收款及按揭贷累计同比增速



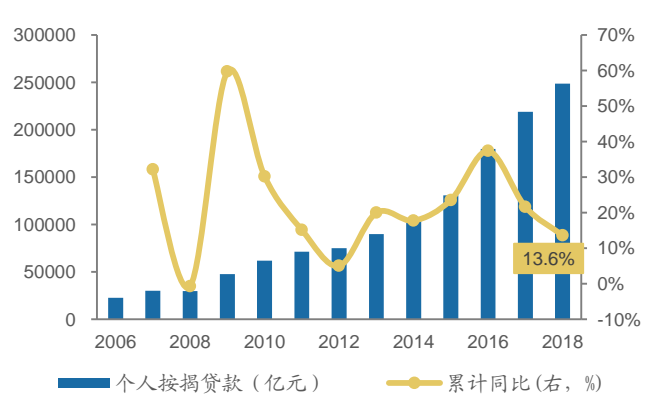
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图36: 新增居民中长期贷款(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图37: 个人住房贷款余额(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

整体来看, 12月房企资金面继续承压, 房企到位资金增速放缓。而进入19年, 1月4日央行宣布下调金融机构存款准备金率1个百分点, 我们认为流动性进一步释放, 叠加信用扩张, 将推动地产行业资金面继续向好, 无论是房企融资端还是居民按揭贷端均将边际向下, 并且随着基本面调整压力的加大, 房企融资政策也存在进一步松动的空间。板块投资方面, 行业资金环境向好、叠加地方行政政策的底部改善,

将对板块的估值形成支撑，并且考虑到18-19年结算业绩确定性增长带来的防御性，我们继续推荐低估值的一二线龙头房企。推荐标的方面，一线A股龙头推荐：万科A、华夏幸福、招商蛇口、新城控股，二线A股龙头推荐：中南建设、荣盛发展、阳光城、蓝光发展，H股龙头关注：融创中国、中国金茂、碧桂园、合景泰富等，子领域推荐：光大嘉宝和中国国贸。

风险提示

不同口径下土地数据存在差异，资金面继续收紧对需求端以及房企经营的负面影响持续扩大；政策调控力度进一步加大；行业库存抬升快于预期。

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞：资深分析师，中国科学技术大学金融工程硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 邢莘：研究助理，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 黄晓曦：研究助理，中山大学金融硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|--------------------|-------------------------|---------------------|------------------------|---------------------|
| 地址 | 广州市天河北路183号大都会广场5楼 | 深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层 | 北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼 | 香港中环干诺道中111号永安中心14楼 |
| 邮政编码 | 510075 | 518026 | 100045 | 200120 | 1401-1410室 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。