

房地产行业

信贷及产业政策环境转好，投资空间提升

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-03-05

核心观点:

● 信贷环境改善传导至房地产行业

18年以来在缩表外去杠杆过程中，金融机构对于购房者及开发商的贷款支持力度弱，且成本不断攀升。19年1月份开始，受国内社融大规模投放及人民币升值的影响，房企融资环境显著改善，海外债同口径可比成本平均下降100bp，国内同类融资平均成本下降80个bp。居民贷款利率水平也出现回落，1月35个重点城市首套房贷款利率环比上月下降2bp，进入2月份之后越来越多的城市银行传出首套房贷款利率下降的消息。

● “一城一策”，行业政策环境有望逐步改善

行业整体调控思路延续了18年的“一城一策，因城施策”方针，同时各部委关于都市圈建设及人口落户等相关政策的落实，保障了行业中长期的结构稳定。城市层面，18年12月份以来部分城市的限购、限价政策出现一定的宽松迹象，包括信贷政策在内的“四限”政策都在政府的可控范围内，产业政策配合对于重点城市的市场企稳起着至关重要的作用。随着各地价格压力的缓解及需求提升，未来政策环境有望持续改善。

● 企业销售回落压力初步释放，土地质量改善

19年前两个月行业及企业销售数据表现加速下滑，其中百强房企累计销售金额与面积均同比下降15%；重点40城市销售面积同比下降4.64%。从年初的数据来看，市场下行的动能得到一定的释放，特别是开发企业，在以存货为主的货值结构下，市场景气度的下滑对于企业经营的影响得到了较充分的体现。此外，从18年下半年开始企业拿地质量稳步提升，随着政策面的改善，行业量价企稳后房企的盈利能力具备向上的弹性。

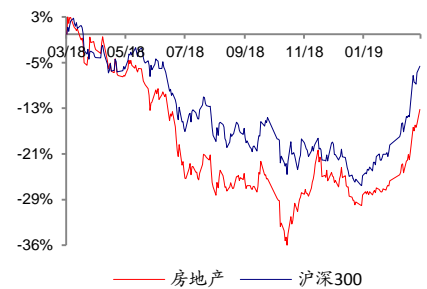
● 加大板块配置比例，估值业绩双驱动

我们认为当前位置地产板块具备较高的配置价值，19年行业估值及盈利水平有望实现双重提升。估值方面，基本面对于估值的压制有所缓解，在信贷及行业政策在19年将同步改善的情况下，上行空间较大。业绩方面，A股主流房地产开发企业18年到20年平均归母净利润的预计增幅为47%。个股选择方面，板块整体都将具备上升空间，关注销售规模高增长企业的alpha机会。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、阳光城、荣盛发展、蓝光发展，H股龙头推荐：融创中国、万科企业、碧桂园，二线龙头关注：中国金茂、旭辉控股、合景泰富等，子领域推荐：光大嘉宝和中国国贸。

● 风险提示

行业政策及未来信贷环境变化趋势存在不确定性；行业库存抬升快于预期；三四线房地产市场需求透支以及棚改需求退出导致成交量持续下滑。

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



无



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:景气下行推动政策预期改善，板块具备较高的配置价值	2019-03-03
房地产行业:年初成交表现弱化，各地棚改目标有所回落	2019-02-28
房地产行业:推盘缩量导致销售增速承压，行业按揭贷利率持续下行	2019-02-24

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/1	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
000002.SZ	万科A	买入	人民币	28.54	-	3.00	3.57	9.9	8.3	14.3	11.5	21%	23%
001979.SZ	招商蛇口	买入	人民币	21.22	-	1.99	2.07	11.0	10.6	9.2	7.4	20%	22%
600340.SH	华夏幸福	买入	人民币	31.04	-	3.89	4.92	8.1	6.4	8.4	6.6	25%	29%
601155.SH	新城控股	买入	人民币	33.69	-	3.79	4.99	9.1	6.9	14.3	10.5	35%	40%
000069.SZ	华侨城A	买入	人民币	6.99	-	1.20	1.33	6.0	5.4	6.9	5.9	16%	17%
002146.SZ	荣盛发展	买入	人民币	9.77	-	1.88	2.36	5.5	4.4	7.3	5.8	24%	27%
000961.SZ	中南建设	买入	人民币	7.87	-	0.76	1.28	10.9	6.5	12.0	7.3	14%	21%
000671.SZ	阳光城	买入	人民币	6.98	-	0.77	1.18	9.5	6.2	18.8	13.8	14%	17%
600466.SH	蓝光发展	买入	人民币	6.26	-	0.78	1.13	8.2	5.6	12.4	8.6	14%	19%
002244.SZ	滨江集团	买入	人民币	4.6	-	0.62	0.79	7.7	6.1	8.3	5.6	9%	15%
01918.HK	融创中国	买入	港币	32.85	40.9	3.94	5.72	9.0	6.2	14.9	9.8	25%	32%
00884.HK	旭辉控股集团	买入	港币	5.45	6.16	0.94	1.16	5.8	4.8	9.4	7.0	24%	26%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: (1) 以上公司为广发证券地产组近两年覆盖标的;

(2) A股标的合理价值货币单位为人民币, 港股标的(融创中国、旭辉控股集团)合理价值货币单位为港币;

(3) A股标的EPS货币单位均为人民币, 港股标的EPS货币单位均为人民币。

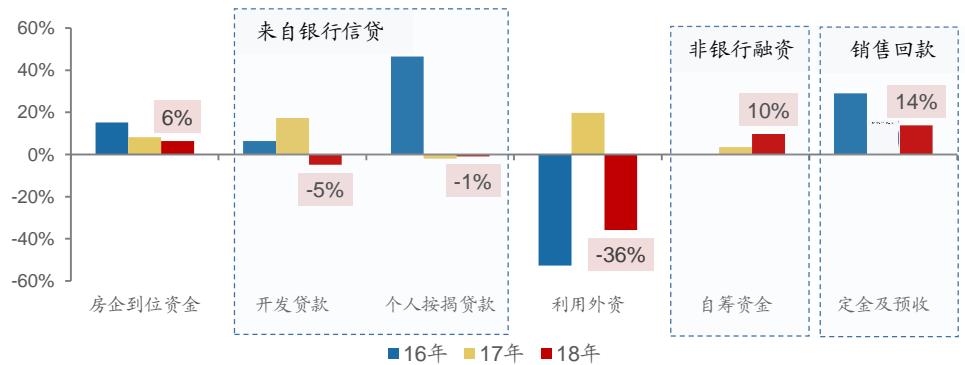
目录索引

信贷环境改善传导至房地产行业.....	4
“一城一策”，行业政策环境有望逐步改善.....	8
企业销售回落压力初步释放，经营状况改善.....	10
加大板块配置比例，估值业绩双驱动.....	11
风险提示.....	14

信贷环境改善传导至房地产行业

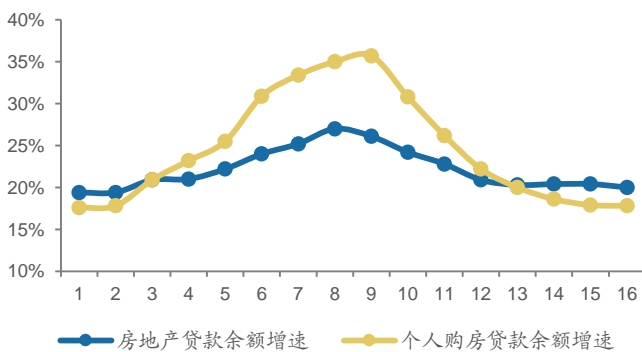
房地产开发是资金密集型行业，同时银行的信贷政策还会影响购房者的需求兑现成本及难度。18年全年在金融去杠杆和压缩表外融资渠道的政策指引下，尽管数次降准，但地产行业供需双方的信贷环境并未得到改善。房企到位资金中主要来自银行系统的两个资金来源国内贷款和按揭贷款18年均均为负增长，央行口径的个人购房贷款余额增速为15年以来的低位，而贷款成本则不断提升，重点城市平均首付贷款基准利率上浮比例为15%，二套房为20%。

图1：房企到位资金分渠道及来源增速水平



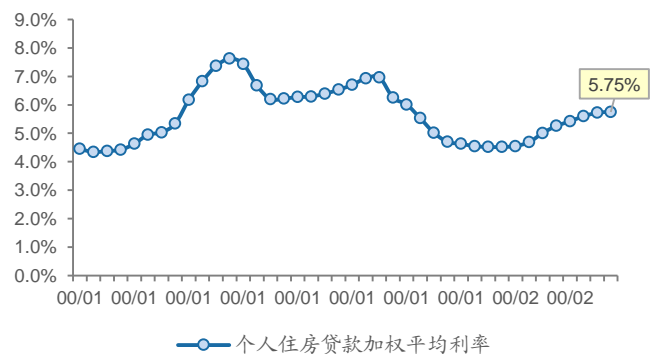
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图2：房地产及个人购房贷款余额增速



数据来源：央行，广发证券发展研究中心

图3：个人住房贷款平均加权利率



上市公司。以1月份以来部分内房股及A股上市公司海外融资，平均融资成本与18年下半年同类型融资方式相比平均下降100个bp，部分企业下降甚至超过300个bp。利率的下滑也与大量的超额认购相关，禹州地产、华夏幸福、远洋集团等都因为较高的超额认购倍数导致最终发行价格低于初始价格区间。

表1：地产企业境内公司债及美元债超额配售情况

发行主体	发行时间	发行情况
阳光城	2月27日	基础发行规模5亿元，可超额配售规模不超过10亿元，认购金额23.8亿元， 超过基础发行规模4.8倍 ，最终簿记结果15亿
禹州地产	1月23日、2月4日、6日	禹州地产于今年首两月成功发行3笔美元债，发行总额为15亿美元，期限分别为3年、4年和5年，利率分别为8.625%、8.5%、8.5%，首次订单簿峰值超过37亿美元，最终订单实现了逾 7倍超额认购 ，第二次债券发行，订单峰值达34亿美元，最终实现逾 7倍超额认购 ，最终定价较初始价格指引收窄37.5个基点；第三笔债券，最终订单实现了近 4倍超额认购
正荣地产	2月12日	有效订单逾20亿美元， 超额认购约9倍 ，最终定价较初始价格成功收窄高达50个基点，降至9.8%
华夏幸福	2月22日	2年期、5.3亿美元、票息8.625%、高级无抵押债券，初始价9.25%区域，发行价8.625%。虽然发行价较初始价缩窄了62.5bps，新债的最终订单量依然超过51亿美元， 9.6倍认购
龙光地产	2月20日	发行3亿美元2022年到期优先票据，票面年利率7.50%， 获得逾10倍超额认购 。
远洋集团	1月25日	成功发行总额为5亿美元3.25年期境外高级美元债券，票面利率为5.25%，终定价较初始价格指引收窄了42.5个基点， 获得近9倍的超额认购 。
中国恒大	1月23日	成功发行30亿美元高级无抵押债券，年利率最低6.25%，簿记当天总订单超过40亿美元

数据来源：公司新闻整理，广发证券发展研究中心

表2：内房股美元债相同主体间的利率变化对照

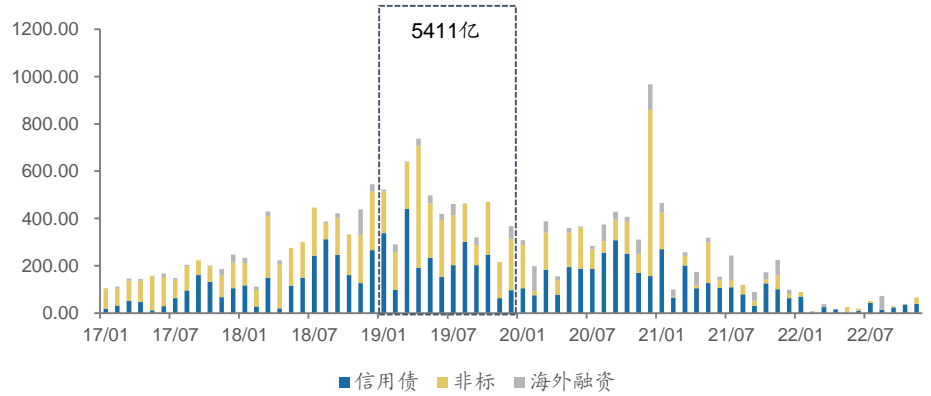
发债主体	19年以来		18年下半年		利率变动
	规模(亿美元)	利率	日期	利率	
禹州地产	15.0	8.54%	5月11日	7.90%	0.64%
融创中国	14.0	8.09%	7月27日	8.63%	-0.54%
正荣地产	4.3	9.24%	10月2日	12.50%	-3.26%
时代中国控股	5.0	7.63%	11月27日	10.95%	-3.33%
世茂房地产	10.0	6.13%	10月15日	6.38%	-0.25%
龙光地产	3.0	7.50%	12月12日	8.75%	-1.25%
佳兆业集团	5.0	11.5%	12月14日	12.00%	-0.50%
旭辉控股集团	3.0	7.63%	9月20日	7.75%	-0.13%
华夏幸福	5.3	8.63%	7月31日	9.00%	-0.38%
合景泰富	3.5	7.88%	11月26日	9.85%	-1.98%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

其二，开发企业境内融资环境也得到显著改善。19年社融规模增速超预期，整体信贷较18年下半年明显宽松，金融机构对于资产的配置需求提升，行业整体信用利差不断缩窄，AA+与AA利差分别相对18年下半年高点回落17%和13%。对于负债率较高的成长型地产开发企业而言，融资环境出现了大幅改善，地产公司境内同

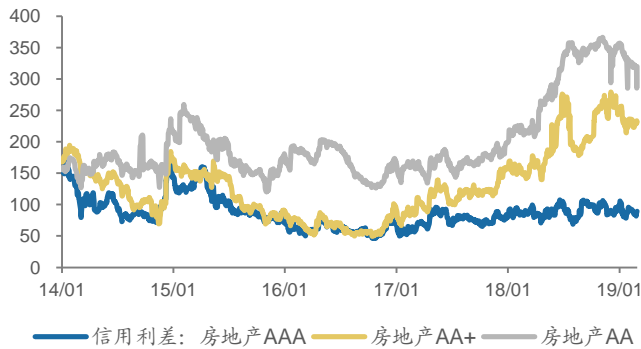
类型融资成本平均较18年下半年下降80个bp，新城控股超短融成本下降甚至高达190bp，且同样出现了超额配售的情况。19年是房企债权直接融资到期和回售的高峰，而在现在的信贷环境趋势下，未来行业整体的稳定性以及盈利能力预计都将不断改善。

图4: A股上市房企信用债、非标及海外融资到期情况 (亿)



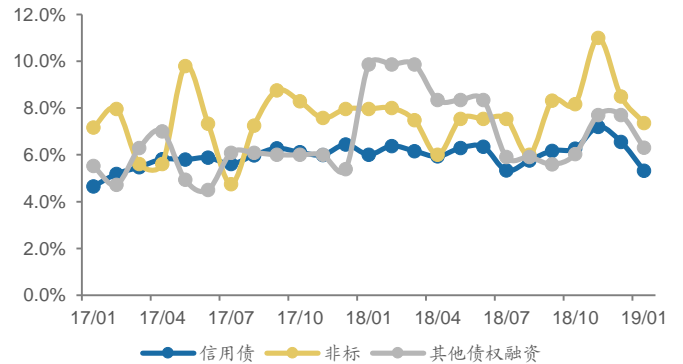
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图5: 房地产行业不同评级企业信用利差 (bp)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图6: 境内房企信用债、非标及其他债权融资成本



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表3: A股地产企业境内融资成本对比

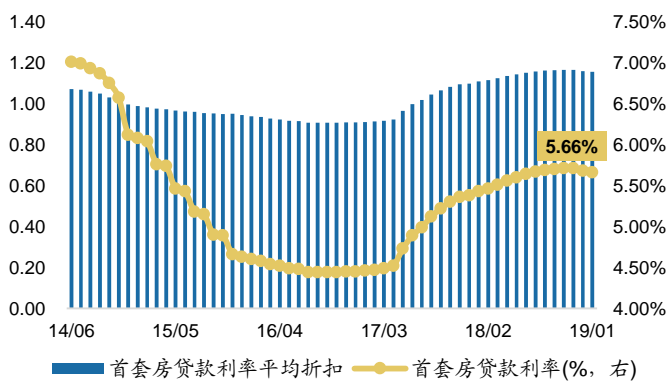
发债主体	类型	19年以来		18年下半年		利率变动
		规模 (亿)	利率	日期	利率	
万科 A	公募公司债	20.00	3.65%	10月29日	4.18%	-0.5%
			3.65%	8月9日	4.05%	-0.4%
招商蛇口	超短融	15.00	2.98%	7月31日	3.55%	-0.6%
			2.98%	7月27日	3.74%	-0.8%
华发股份	私募债	15.29	4.90%	12月10日	5.50%	-0.6%
新城控股	中期票据	10.00	6.0%	9月17日	7.4%	-1.4%
	超短融	6.00	4.3%	9月4日	6.2%	-1.9%
阳光城	公募公司债	15.00	7.5%	10月22日	7.5%	0.0%

金科股份	短期融资	7.00	5.9%	8月3日	6.9%	-1.0%
	中期票据	10.00	7.0%	4月3日	7.9%	-0.9%
华夏幸福	超短融	25.00	5.5%	8月22日	6.0%	-0.5%
金地集团	超短融	30.00	3.2%	11月28日	4.1%	-0.9%
	超短融	30.00	3.2%	8月8日	3.8%	-0.6%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

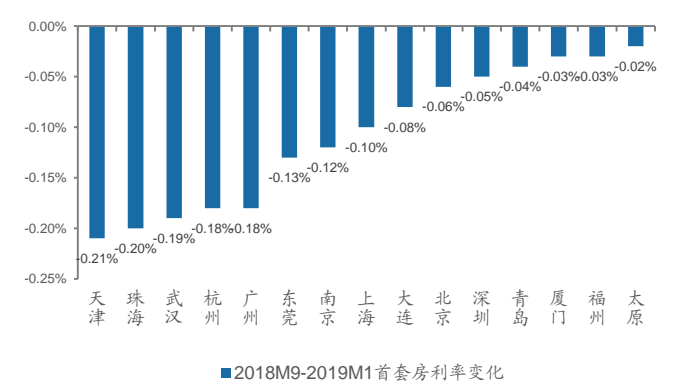
第三，需求端暨居民贷款利率成本出现下降。19年1月新增居民中长期贷款增速为17.9%，18年全年增速为-6%，在信贷供应增加而行业整体需求回落的协同作用下，预计在未来1-2个季度居民按揭贷款成本将不断下降。根据我们跟踪的城市35个重点城市533家银行首套房贷款利率为5.66%，环比上月下降2bp，首套房贷款利率自18年12月以来连续第二个月出现下滑。按揭贷款利率的回落最终将转化为购房总成本的降低，有利于刚性及改善性需求的兑现和入市。

图7：35重点城市首套房贷款平均利率和平均折扣



数据来源：融 360，广发证券发展研究中心

图8：2018M9-2019M1期间重点城市首套房下滑幅度



数据来源：融 360，广发证券发展研究中心

表4：近期各地信贷利率变化情况一览

日期	地区	利率变动
2019/1/6	广州	农商行将首套房贷款利率从上浮 20%降至上浮 5%，工行首套房利率由上浮 10-15%降至上浮 10%
2019/2/12	郑州	首套房利率上浮 25%（原 30%）
2019/2/13	南京	首套房利率上浮 12%~15%（原 20%）
2019/2/17	扬州	首套房贷款利率上浮 10%（原 12%~15%），二套房利率上浮 15%（原 20%）
2019/2/20	南宁	首套/二套房利率上浮比例下调 5%~10%
2019/2/24	哈尔滨	首套房利率下调至上浮 10-15%（原为 20%）
2019/2/25	杭州	首套房贷款利率下调至按基准利率上浮 7-8%（原上浮 10%）
2019/2/26	江西湖州	套房贷款利率由基准上浮 20%-25 下调至上浮 15%
2019/2/28	南昌	多家银行首套房贷款利率由基准利率上浮 20%下调为 15%

数据来源：融 360，广发证券发展研究中心

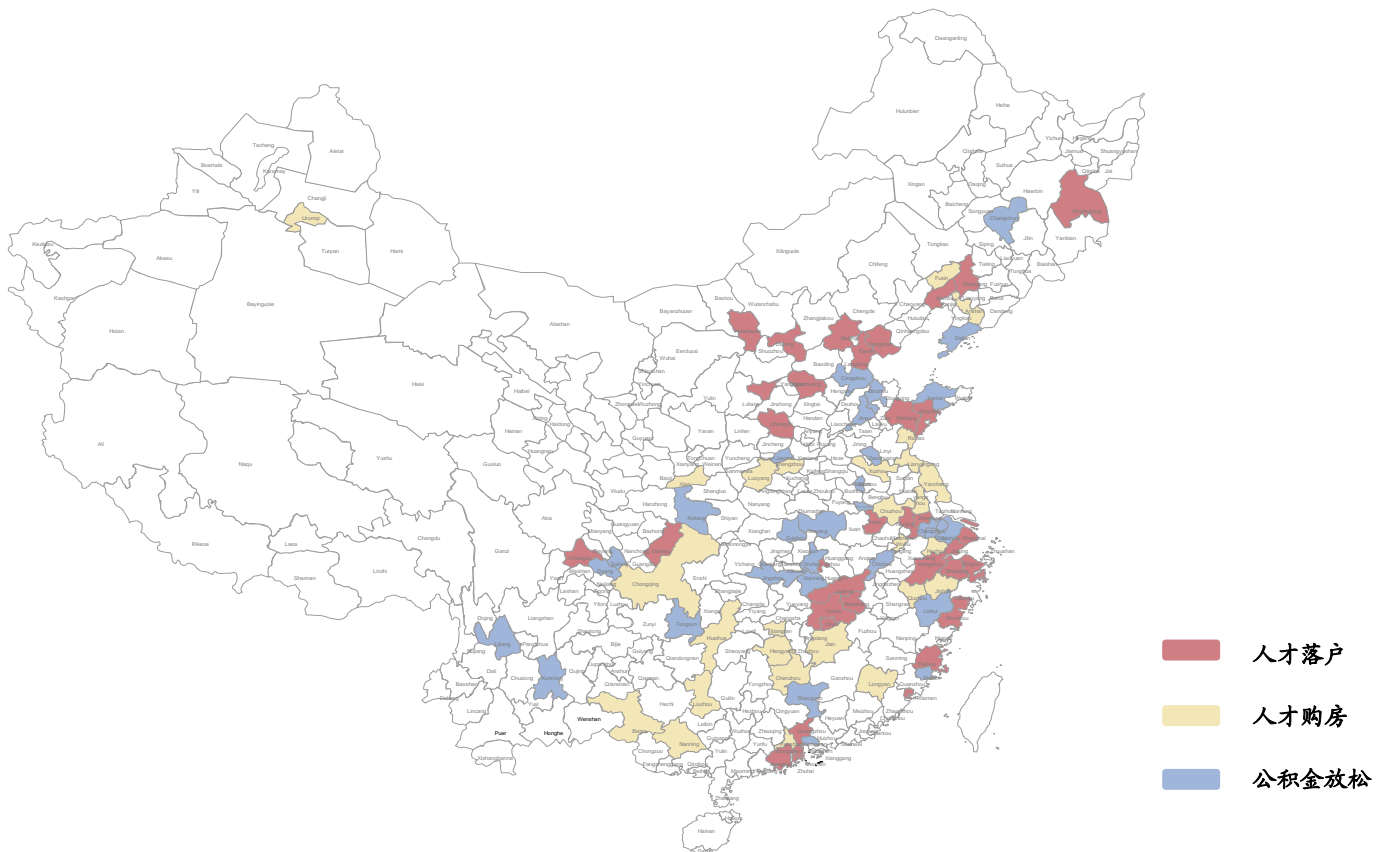
“一城一策”，行业政策环境有望逐步改善

18年以来的“因城施策，一城一策”的行业调控策略在稳定市场及行业方面取得了一定的效果，而根据各类城市不同的发展现状和未来规划制定不同行政策略，也是在房地产行业进入成熟期之后，更加科学的政策手段。

年初以来关于房地产行业的相关政策我们看到了几个积极信号：

其一，全国层面——发展建立现代化都市圈，配合积极的人才落户政策保障。2月21日发改委发布了《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》，提出建立健全商品房供应体系，加快消除城乡区域间户籍壁垒，统筹推进本地人口和外来人口市民化；1月30日，人社部也提出《关于充分发挥市场作用促进人才顺畅有序流动的意见》，全面放宽除极少数超大城市外的人才落户条件，建立健全超大城市、特大城市积分落户制度。《粤港澳大湾区发展规划纲要》也在2月落地。未来我国以都市圈、特大城市、大城市为中心的发展战略进一步夯实，城镇化发展方向以及人口引导和落户政策也将积极配合，为中大型城市的住房需求提供保障。

图9：2018年以来人才落户、购房及公积金政策放松一览



数据来源：各地方政府信息整理，广发证券发展研究中心

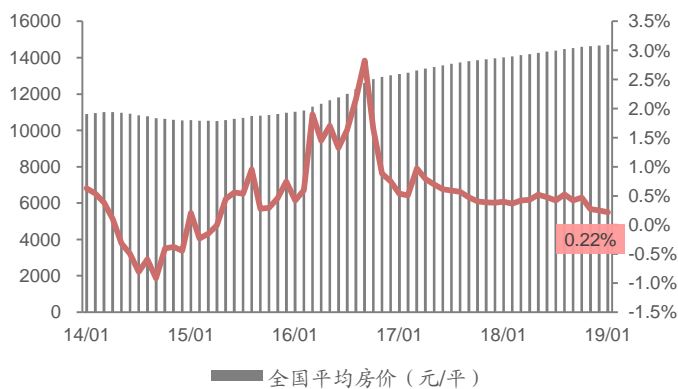
从18年开始，落户政策的调整就在不断深化，从二线城市到三四线城市，对于

人口流动和落户的限制都在不断调整。从购房限制的角度来分析的话，落户政策的放开将会降低限购政策对于存在户籍迁移意愿的购房者的限制，在满足刚需的同时，还可以避免投资性需求对于市场价格的扰动。

其二，信贷政策决策有望下移到地方政府层面。“四限”政策中，限购、限售与限价政策是地方政府调节市场需求和供给的主要手段，而限贷政策或者说购房相关信贷政策的调整 and 变化则同时受到中央信贷、货币以及区域调控政策基调的影响。购房信贷政策包含首付比例，首套房认定以及贷款利率三个方面，其中贷款利率受到信贷供需情况影响，相对比较市场化，受整体信贷环境影响，而首付比例与首套房贷款资格认定则属于政府需求调控范畴。

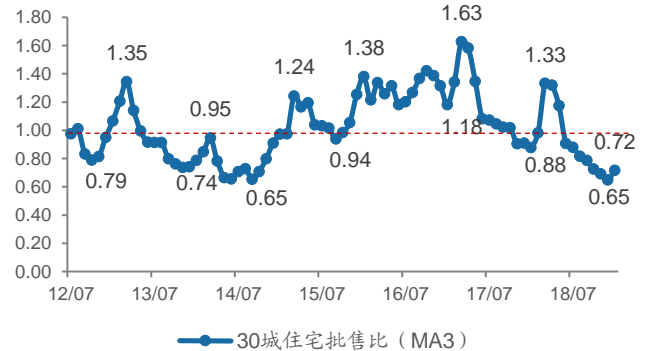
在14年之前需求限制政策更多的受中央整体政策基调影响，统一调节购房下限与贷款认定标准。在“一城一策”的引导下，从16年开始的政策收紧阶段，不同城市之间出现了分化，房价上涨较快的区域政策较为严格，而房价压力较小的城市信贷环境也相对宽松。经过2-3年的调控，全国房价水平基本稳定，上涨势头得抑制，部分重点城市由于政策限制过于严格，市场热度不断下滑，从而影响土地市场及行业投资端的表现。

图10: 百城价格指数变化及环比



数据来源: 中国指数研究院, 广发证券发展研究中心

图11: 30城商品住宅批售比



数据来源: 各地房管局网站, 广发证券发展研究中心

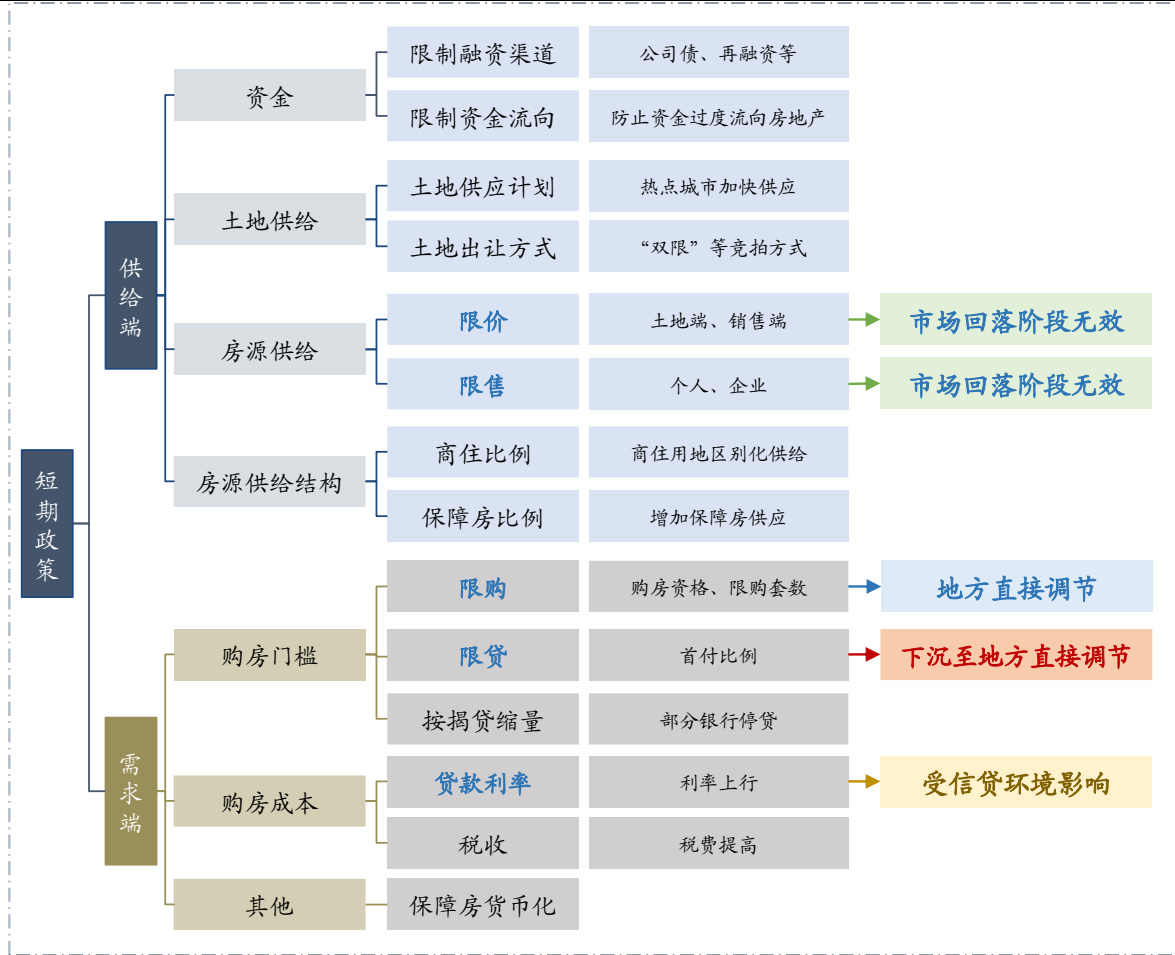
目前购房信贷政策有望进入改善阶段，在“一城一策”的大环境下，信贷政策的决策中枢大概率将会下移至地方政府层面。2月20日合肥与厦门都有关于首套房贷款利率认定条件的变化，贷款政策从认房又认贷，调整为若首次贷款还完，再次申请按揭贷款时，可以按照首套房贷款利率执行，说明地方政府目前具备调控首套房贷款利率认定的能力。2月21日佛山市非限购区域的首套房首付比例也有边际的放松，佛山市分成限购区域和非限购区域，之前的首套首付比例以3成为主，若满足非限购区域普通住宅首次贷款，首付为2成，政策调整后非限购区域的首付2成首付的要求有所下降。

虽然这三个城市信贷政策的调整力度和范围都不大，但是涵盖了首套房贷款资格认定以及首付比例调整两个方面，后续地方政府的可选政策空间与手段更多，有利于重点城市房地产市场的逐步企稳。

年初以来我们看到部分一线城市市场成交出现复苏迹象，刚需逐步入场，“两

会”后随着全年行业基调的确定以及未来限购限贷城市政策环境的逐步改善，重点城市行业基本面的前景逐步转好。

图12: 地方政府供给及需求可选调节政策一览



数据来源: 地方政府网站, 广发证券发展研究中心

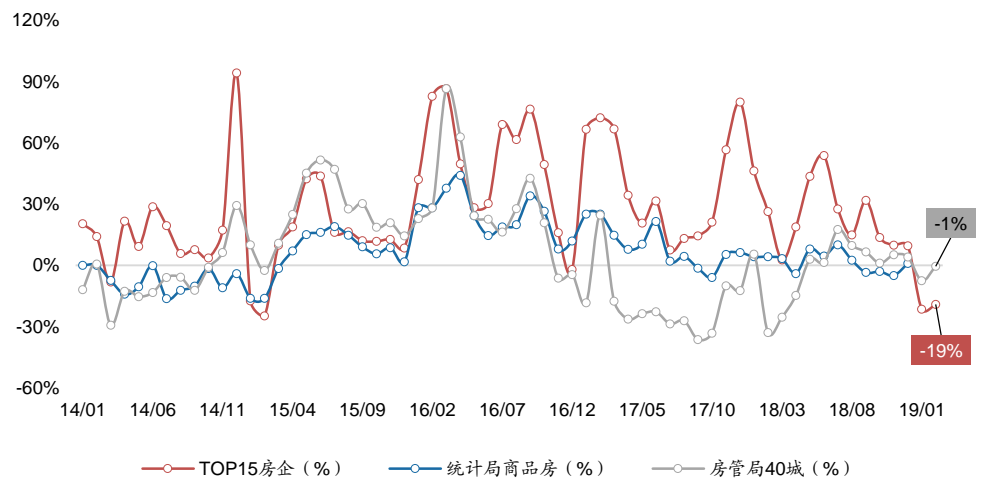
企业销售回落压力初步释放, 经营状况改善

行业内企业的经营状况于销售下滑压力, 是除了政策预期之外压制板块及个股估值的另一个重要因素。18年下半年以来百强及主流开发商销售规模增速虽然受到去化率下降的影响与行业同步回落, 但在较大推盘力度的支撑下, 规模增速始终维持在10%以上, 基本面下行压力始终没有充分释放。19年1、2月以来, 房企基本面上滑速度较快, 由于淡季推盘因素及春节因素的影响, 经营表现充分体现了市场景气度下滑以及同期高位基数的影响, 百强房企销售规模增速为-15%, top10龙头规模增速为-17%, 销售面积下滑为22%。3月份之后房企推货规模将会回归正常水平, 而行业仍然有压力, 基本面持续下行是大概率事件, 但边际预期将持续改善。

在销售数据下降的同时, 地产企业资产质量事实上是在提升的。18年3季度以来典型房企新增土地资源的静态毛利率出现了显著回升, 从15年以来的25%-30%

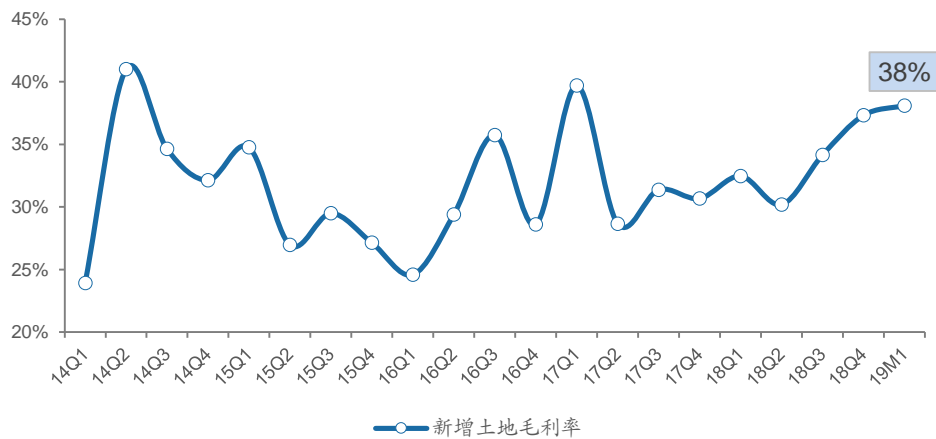
的区间，逐步回升至35%左右的水平。主要原因在于部分地方政府土地出让受挫，溢价率水平下降，且由于年底财政压力配建要求降低所致。特别是在一些一二线核心城市，如北京、上海、合肥等地，都出现了性价比较高的资源。结合融资成本的回落，房企实际的资产结构已经处于改善阶段。未来随着货币以及行政调控政策的逐步改善，企业的经营环境与利润水平将会企稳回升。

图13: top15房企、重点城市及统计局销售面积增速对比



数据来源: CRIC, 广发证券发展研究中心

图14: 典型房企新增土地资源当期毛利率水平



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

加大板块配置比例，估值业绩双驱动

从投资方面来看，现阶段地产行业从估值及业绩两方面都存在价值提升的条件。其中板块估值的提升，主要受益于信贷政策以及行业政策的同步改善。社会融资环境及金融机构贷款规模的增长，一方面会提升整体市场的资产价格水平，另一

方面也会有利于房地产行业的需求转好以及企业的盈利能力复苏；行业政策的变化更多的将改善行业基本面环境，加快筑底与后续转好的节奏。

从08年以来，显著的政策转向叠加信贷宽松的情况只出现了两次，第一次是在08年3季度到09年3季度，龙头房企估值上涨131%；另外一次在14年的4季度到16年的1季度，龙头房企估值上涨86%，其他时间阶段信贷环境的变化或者政策的变化都没有形成一致的协同效应。

图15: 地产板块龙头公司PE (TTM) 估值与信贷环境 (社融增速%) 及行业政策环境的关系



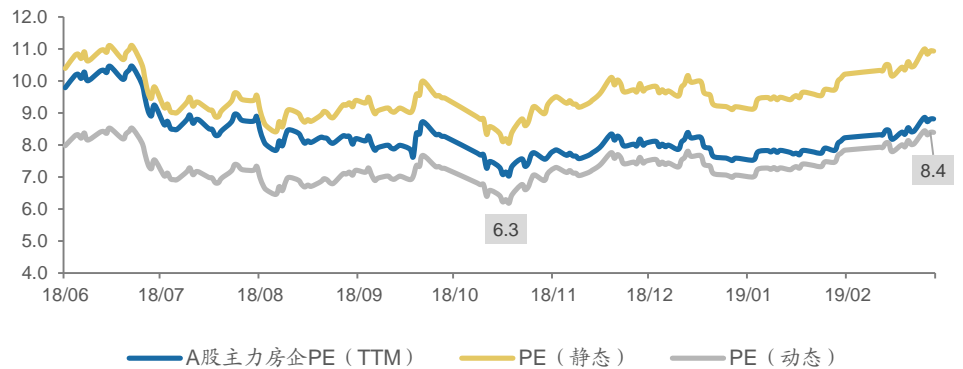
数据来源: wind, 央行, 地方政府政策信息汇总, 广发证券发展研究中心

*行业政策力度我们采用行业相关政策出台数量作为政策力度的主要依据

19年初以来金融去杠杆之后的金融改革步伐临近，信贷环境的改善也逐步传导至房地产行业。地方政府在加快“都市圈建设”及“一城一策”的调控纲领下，也可以根据当前市场的量价走势进行适当的政策调节，从现在开始的一年内很可能再次

出现产业政策与信贷政策的协同效应，由此带来估值水平的进一步提升。

图16: A股主流地产股18年6月以来的估值变化



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

除了内部的条件之外，还有一个外部条件也会有助于行业估值水平的提升，就是全球资本对于人民币类资产的配置意愿在19年将会有所提升，而且与过去几轮周期所不同的是，外资配置国内资产的途径更加通畅。

除了估值提升的因素外，18-20年房地产企业也处于业绩高速增长阶段，兑现15-18年4年行业上行过程的企业价值提升。就我们跟踪的A股主流房地产开发企业而言，18年到20年平均归母净利润的预计增幅为47%，其中增长规模幅度最大的为中南建设，根据各家企业的预收账款规模及货值水平目标完成的概率较大。

根据我们在18年12月发布的周期回顾报告《潮起潮落，风依旧》的研究结果显示，无论是在11年还是在14年周期，在行业估值提升阶段，获得相对收益最高的企业都满足两个条件，其一为在去年内拥有较高的规模增速，其二为起始阶段估值水平较低。

表5: 主流地产开发企业当前估值及预计销售情况

公司	销售金额 (亿元)		18年销售增速	19年销售预计增速	18年业绩估值 PE	19年业绩对应估值 PE
	2018	2019E				
万科 A	6070	6555	15%	8%	9.9	8.3
新城控股	2211	2800	75%	27%	9.1	6.9
招商蛇口	1711	2000	71%	17%	11.0	10.6
阳光城	1628	2000	78%	23%	9.5	6.2
中南建设	1466	2000	52%	36%	10.9	6.5
金地集团	1623	2000	15%	23%	7.1	5.7
首开股份	1007	1350	46%	21%	7.7	6.6
蓝光发展	1042	1250	51%	20%	8.2	5.6
泰禾集团	1303	1200	27%	-8%	7.4	7.5
荣盛发展	1005	1200	32%	19%	5.5	4.4

数据来源: 公司公告, wind, PE 估值参考广发地产覆盖企业盈利预测, 广发证券发展研究中心

我们认为当前位置地产板块具备较高的配置价值，19年行业估值及盈利水平有望实现双重提升。估值方面，基本面对于估值的压制有所缓解，在信贷及行业政策在19年将同步改善的情况下，上行空间较大。业绩方面，A股主流房地产开发企业18年到20年平均归母净利润的预计增幅为47%。个股选择方面，板块整体都将具备上升空间，关注销售规模高增长企业的alpha机会。

风险提示

行业政策及未来信贷环境变化趋势存在不确定性；行业库存抬升快于预期；三四线房地产市场需求透支以及棚改需求退出导致成交量持续下滑。

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。

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	北京市西城区月坛北街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1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
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。