

房地产

统计局 2019 年 1-2 月房地产  
数据点评

超配

(维持评级)

2019 年 03 月 18 日

## 大部分指标能支撑我们看多地产股的逻辑

证券分析师： 区瑞明

0755-82130678

ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120051

### 事项：

2019 年 3 月 14 日，国家统计局发布了 2019 年 1-2 月全国房地产开发投资和销售数据。

国信地产观点：1) 销售降温明显，销售面积出现负增长，销售降温掣肘新开工增速；2) 投资端仍坚挺，但终究会受到销售下行制约；3) 房企销售增速不算特别理想，分化明显，部分二线龙头胜出；4) 2019 年 1-2 月处于房地产政策空窗期，政策改善趋势未来将得以延续；5) 投资建议：根据《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》，大部分指标能支撑我们看多地产股的逻辑，重申二月策略《有信心，更要有耐心》及三月策略《积极把握春耕行情》的观点，维持行业“超配”评级，建议机构投资者加大对地产股的配置；6) 风险：市场的风险及研究框架的风险。

### 评论：

#### ■ 销售降温明显，掣肘新开工

##### 一、销售降温明显，销售面积出现负增长

2019 年 1-2 月，商品房销售面积累计同比增速-3.6%，出现负增长，较 2018 年全年回落 4.9 个百分点，降温态势显著；商品房销售额累计同比增速 2.8%，较 2018 年全年回落 9.4 个百分点，回落态势明显。

图 1：商品房销售面积累计同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：商品房销售额累计同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

##### 二、销售降温掣肘新开工

2019 年 1-2 月，新开工面积累计同比增速 6.0%，较 2018 年全年回落 11.2 个百分点，回落明显，销售降温掣肘新开工增速；施工面积累计同比增速 6.8%，较 2018 年全年提高 1.6 个百分点。

图 3: 房屋新开工面积累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 房屋施工面积同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 三、投资端仍坚挺，但终究会受到销售下行制约

2019 年 1-2 月，虽然销售端增速延续了逐渐走低趋势，但房地产投资仍然偏暖，房地产投资累计同比增速 11.6%，较 2018 年全年提高 2.1 个百分点，自 2018 年以来保持在高位。

图 5: 房地产投资累计同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

我们早在 2018 年上半年就判断房企博弈的“囚徒困境”是“投资偏暖”的主因，但我们亦认为：开发商终究不得不“以销定产”，2019 年投资终究会受到销售下行制约，从而对庞大的上下游产业链造成负面影响。

表 1: 房企博弈的“囚徒困境”

影响及结果		房企 A	
		积极拿地、动工	谨慎拿地、动工
房企 B	积极拿地、动工	投资热、地价涨，调控政策加码	房企 B 市占率提升、房企 A 市占率下降
	谨慎拿地、动工	房企 A 市占率提升、房企 B 市占率下滑	土地流拍，地方财政承压，调控政策放松

资料来源: 国信证券经济研究所整理

#### 四、房企开发资金自 2018 年 9 月起持续回落

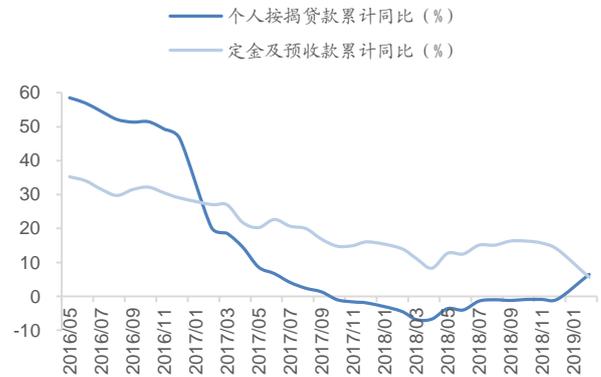
2019 年 1-2 月，房地产开发资金累计同比增速 2.1%，较 2018 年全年回落 4.3 个百分点；其中，个人按揭贷款累计同比增速 6.5%，较 2018 年全年提高 7.3 个百分点；定金及预收款累计同比增速 5.6%，较 2018 年全年回落 8.2 个百分点。

图 6：房企开发资金累计同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：个人按揭与定金及预收款累计同比增速

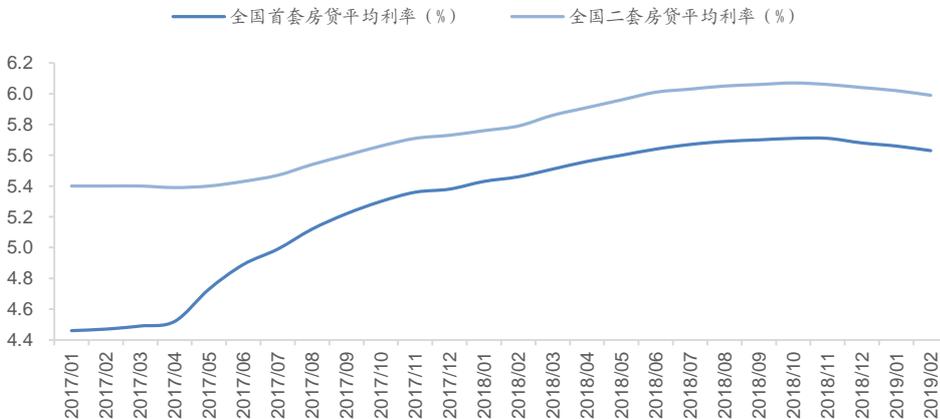


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 五、购房贷款利率自 2018 年 10 月起持续回落

2019 年 2 月，全国首套房及二套房平均贷款利率分别为 5.63%、5.99%，均较 2019 年 1 月回落 0.03 个百分点，购房贷款利率自 2018 年 10 月持续回落，银行信贷有持续松动趋势。

图 8：购房贷款利率自 2018 年 10 月持续回落



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### ■ 房企销售增速仍不算特别理想，分化明显，部分二线龙头胜出

受房地产市场持续降温、春节假期以及 2018 年销售高基数等影响，房企销售增速仍不理想，观察 2019 年 1-2 月销售额 TOP30 的优势房企累计同比增速，仅有中海、华润、阳光城、金地、首开销售增速高于去年同期。与此同时，龙头房企增速下降更为明显，碧桂园、万科、恒大分别实现累计销售额 1050 亿元、921 亿元、647 亿元，同比下降 15%、11%、42%；部分二线房企受益于布局城市楼市回暖，销售依然保持增长，阳光城、金地、华润、中海、保利、新城、中南分别实现了 50%、38%、36%、27%、26%、24%、15% 的增长，房企销售分化明显。

表 2：2019 年 1-2 月销售额 TOP30 房企统计

序号	房企	2019 年 1-2 月销售金额 (亿元)	2019 年 1-2 月同比增速	2018 年 1-2 月同比增速	增长变化 (百分点)
1	碧桂园	1050	-15%	42%	-57
2	万科地产	921	-11%	20%	-31
3	保利地产	670	26%	85%	-59

4	中国恒大	647	-42%	64%	-106
5	中海地产	428	27%	22%	5
6	融创中国	422	2%	87%	-85
7	绿地控股	315	10%	48%	-38
8	华润置地	256	36%	1%	35
9	龙湖集团	249	-15%	20%	-35
10	新城控股	237	24%	88%	-64
11	世茂房地产	216	26%	66%	-40
12	招商蛇口	201	6%	23%	-17
13	阳光城	201	50%	43%	7
14	中国金茂	183	-40%	655%	-695
15	中梁控股	178	-13%	82%	-95
16	金地集团	176	38%	-21%	59
17	正荣集团	171	-7%	120%	-127
18	华夏幸福	169	-43%	48%	-91
19	中南置地	167	15%	77%	-62
20	旭辉集团	154	-9%	19%	-28
21	金科集团	153	17%	89%	-72
22	融信集团	149	9%	81%	-72
23	富力地产	139	12%	58%	-46
24	泰禾集团	137	-27%	81%	-108
25	雅居乐	133	8%	12%	-4
26	蓝光发展	117	16%	45%	-29
27	滨江集团	113	-10%	110%	-120
28	奥园集团	112	39%	114%	-75
29	首开股份	112	8%	-10%	18
30	远洋集团	111	38%	41%	-3

资料来源：公司公告、克而瑞、国信证券经济研究所整理

## ■ 2019年1-2月处于房地产政策空窗期，政策改善趋势未来将得以延续

2019年1-2月处于房地产政策空窗期，仅以地方落户条件放宽及人才政策为主；同时，两会前夕个别城市及银行出现首付比例下调、房贷利率下调的局部放松；住建部首次提及“住宅建筑应以套内使用面积进行交易”；两会《政府工作报告》关于房地产的表述偏积极、正面，对市场一直关注的房地产税的表述，显示短期不具备迫切性，但中期仍不排除落地的可能。根据2018年四季度以来的政策趋势，我们判断2019年房地产行业将迎来近四年最宽松的政策窗口期。

### 一、多城市发布人才落户计划

2019年2月21日，国家发改委发布了《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》表示，“构建都市圈一体化发展机制，放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制；允许都市圈内城乡建设用地增减挂钩节余指标跨地区调剂；健全都市圈商品房供应体系，强化城市间房地产市场调控政策协同”；公安部副部长在全国治安管理工作座谈会上表示，加快建立新型户籍制度，积极探索试行以经常居住地登记户口制度。2019年2月以来，越来越多的城市通过宽松落户、租房住房优惠、创业激励等方式吸引人才落户。

表3：2019年2月份人才政策汇总

日期	地区	文件	具体内容
2月1日	南京	《南京市积分落户实施办法》	在南京市合法稳定就业、缴纳城镇职工社会保险，且累计缴纳城镇职工社会保险不少于24个月，可申请积分落户；房产面积每满1平米计1分，最高不超过90分，多套房产面积不累计计分。政府提供的共有产权住宅用房，按本人产权比例计分。租赁住宅用房不计分；申请人符合本办法规定，累计积分达到100分，即符合落户条件。硕士研究生以上学历（学位）可直接落户。
2月11日	海口	《海口市引进人才住房保障实施细则》	40岁以下硕士毕业生以及符合条件的人才、本科毕业生，住房租赁补贴分别为2000元/月、1500元/月，购房补贴分别为2.4万元/年、1.8万元/年；住房租赁补贴累计发放不超过36个月，购房补贴累计发放不超过3年；申请购房补贴的，所购房屋须为2018年5月13日后新购买的住房（含商品住宅、产权式酒店、酒店式公寓、共有产权住房、限售商品住房）。
2月11日	常州	《常州市户籍准入管理若干规定》	在常州市有合法稳定住所，缴纳社会保险满1年的人员，本人、配偶和未成年子女可以申请在常州市落户；在常州市租赁住房并向房产管理部门办理租赁登记备案，缴纳社会保险满5年的人员，本人、配偶和未成年子女可以申请在常州市落户。
2月12日	宁波	《关于打造“青年北仑”的意见》	用五年左右时间建成青年公寓50万平方米以上，按比市场价低20%的价格向青年出

2月13日	西安	《关于进一步放宽我市部分户籍准入条件的通知》	具有本科(含)以上学历的,不受年龄限制;具有本科(不含)以下学历的,年龄在45周岁(含)以下;全国高等院校在校学生(教育部学信网在册人员),均可迁入西安市落户。在邕首次购房补贴方面,A类可获200万元,B类可获120万元,C类可获60万元,D类和E类新引入到南宁市重点支持企业目录以及教育、卫生等重点专业技术领域的高层次人才分别最高可获40万元和20万元补贴。
2月14日	南宁	《南宁市高层次人才认定实施办法》	2018年5月13日后引进并申请入住人才租赁住房的拔尖人才、其他类高层次人才、全日制硕士研究生或具有中级专业技术职称人才、全日制本科毕业生、自主创业人才(含个体工商户)安置住房面积不低于50m <sup>2</sup> ;硕士研究生和具有中级专业技术职称的人才、本科毕业生分别享有2000元/月、1500元/月的住房租赁补贴或2.4万元/年、1.8万元/年的购房补贴。
2月16日	陵水	《陵水黎族自治县引进人才住房保障实施细则(暂行)》	2019年,成都高新区将在已开工410万平方米人才公寓的基础上,再重新开工建设200万平方米人才公寓,以吸引潜在人才来成都创新创业。
2月17日	成都	成都高新区将新开工建设200万平方米人才公寓	截至2月中旬,已落实2018-2021年人才专项租赁住房用地57宗,总面积2408亩,预计可建房源5.08万套。其中,已挂牌人才专项租赁住房用地18宗,总面积652.33亩;成交15宗,总面积539.2亩;开工6宗,建筑面积36.91万平方米,可建5510套。
2月27日	杭州	杭州57宗人才专项租赁住房用地已落实	

资料来源:各地政府网站、国信证券经济研究所整理

## 二、个别城市及银行出现首付比例下调、房贷利率下调

进入3月份,两会前夕个别城市及银行出现首付比例下调、房贷利率下调的局部放松:

①据财联社报道,2019年3月1日,工行无锡分行向各支行、分行营业部下发通知表示,居民家庭首次购买普通住房申请个人住房贷款,最低首付比例下调至30%;

②根据融360在3月4日发布的最新监测数据,当日深圳地区确实有多家银行下调首套及二套房贷利率。其中,中信和广发在深圳地区的首套和二套房贷利率由上浮10%和15%,分别下调为上浮8%和12%;3月5日,邮政储蓄银行已明确首套房贷利率降至基准利率上浮7%,二套降至基准利率上浮11%;3月7日,交行将首套房贷利率从之前的基准上浮10%下调至5%。

## 三、首次提及“住宅建筑应以套内使用面积进行交易”

2月18日,住房和城乡建设部官方网站发布《住宅项目规范(征求意见稿)》,首次提及“住宅建筑应以套内使用面积进行交易”。我们认为该征求意见稿的发布对商品住宅的交易影响有限,更多的意义在于加强监管,明确产权意识,保障所有业主的权益。

我国《物权法》第六章对业主的建筑物区分所有权有明确规定:“主对建筑物内的住宅、经营性用房等专有部分享有所有权,对专有部分以外的共有部分享有共有和共同管理的权利。”商品住宅的专有部分和共用部分在交易环节中是不可分割的,所以也不存在“取消公摊”的误读。既然商品住宅专有和共有部分不可分割,以套内使用面积交易对于商品住宅的总价并不会产生实质影响,“房价上涨”一说不攻自破。“公摊面积”的界定及测量相对于套内面积比较模糊,监管也较薄弱,业主的所有权得不到保护,经常存在开发商或个别业主私自占用公共区域等损害业主权益的行为,“住宅建筑应以套内使用面积进行交易”意在明确不同所有权部分的界限,保障业主权益。

## 四、《政府工作报告》关于房地产的表述积极、正面

《政府工作报告》涉及房地产内容虽然不多,但总体积极、正面,大方向完全符合2018年底中央经济工作会议定下的“宏观政策要强化逆周期调节”的总基调:

①细分产业引导,提到“新建居住区应配套建设社区养老服务设施”;

②制度改革,提到“推广农村土地征收、集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革试点成果”、“改革完善住房市场体系和保障体系,促进房地产市场平稳健康发展”;

③既有措施的延续和扩展,提到“继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造……,城镇老旧小区量大面广,要大力进行改造提升”,我们认为:棚改向旧改扩展,利好;

④区域发展战略,提到“将长三角区域一体化发展上升为国家战略”、“支持港澳抓住共建‘一带一路’和粤港澳大湾区建设的重大机遇”;

⑤对市场一直关注的房地产税,报告仅提到“稳步推进房地产税立法”,但没有完成的时间表,显示短期不具备迫切性,但中期仍不排除落地的可能。

## 五、政策改善趋势未来将得以延续,房地产行业将迎来自2016年以来最宽松的政策窗口期

自2018年9月下旬,房产税在未来五年开征的预期落空已标志着政策改善的信号已经出现,根据2018年4季度以

来的政策趋势，我们判断在 2019 年，过往的一些限制、打压的措施有望取消，房地产行业将迎来自 2016 年以来最宽松的政策窗口期。2018 年 4 季度以来政策改善的信号包括：

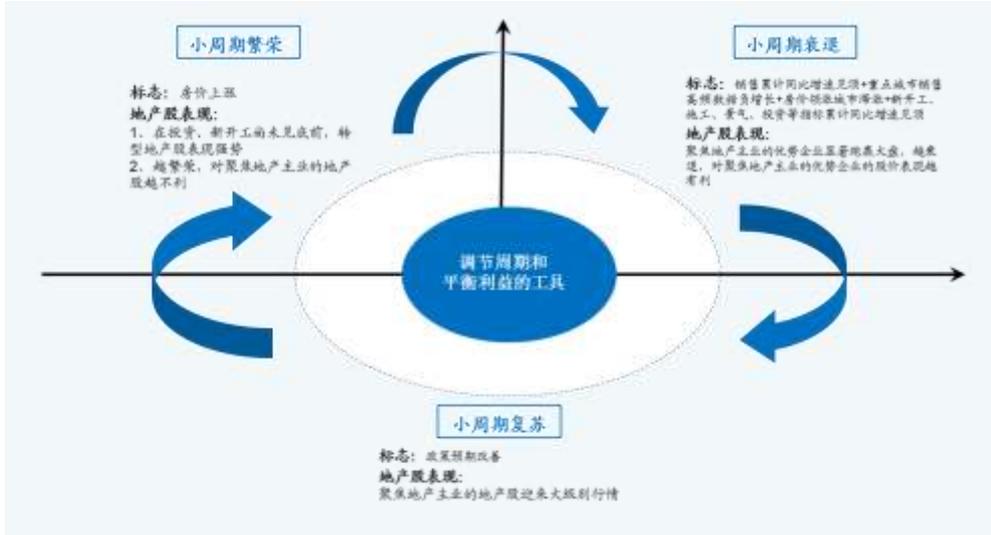
- 1、自 2018 年 4 月以来，已第 5 次降准；
- 2、2018 年国庆前后，厦门、杭州、苏州、合肥等地落户政策相继放宽；
- 3、据新华网报道，10 月以来，北京共有 6 个非限价纯商品住宅获得预售证，其中包括 4 个报价超过 10 万元/平方米的项目，限价天花板突破。广州增城区、南沙区、花都区房屋销售价格将按照真实价格备案，限价政策放松。
- 4、据《21 世纪经济报道》及《券商中国》获悉，2018 年 10 月以来北京、广州、杭州、佛山、深圳等房地产热门城市出现部分银行下调房贷利率的现象，且房贷审批有所加快；
- 5、2018 年 10 月 24 日，新华网对话清华大学房地产研究所所长刘洪玉教授，为房地产正名，强调房地产业对国家进步的贡献有目共睹且无法替代；
- 6、2018 年 10 月 26 日，中国银保监会发布《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》表示，取消保险资金开展股权投资的范围限制；
- 7、2018 年 12 月 11 日，辽宁省住房城乡建设厅正式下发《全省推动县城和主城区房地产去库存工作方案》表示进一步推动县城和新城新区房地产去库存，到 2020 年，各县城、新城新区商品住宅库存去化周期回归到合理区间；
- 8、2018 年 12 月 12 日，国家发改委发布《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》支持信用优良、经营稳健、对产业结构转型升级或区域经济发展具有引领作用的优质企业发行企业债券，其中房地产企业需同时满足资产总额达 1500 亿元和营业收入达到 300 亿元；
- 9、2018 年 12 月 13 日，央行行长易纲出席“长安讲坛”表示“我们正在数量调控为主向价格调控为主的过程中”、“影子银行是必要补充，但要规范经营”；
- 10、2018 年 12 月 18 日，菏泽出台政策取消限售、放宽资金监管要求；
- 11、2018 年 12 月 19、21 日，广州、珠海分别出台政策放宽限售、限购门槛；
- 12、2018 年 12 月 19 日，杭州出台政策“外地户籍居民家庭在杭州限购范围内购买住宅的，自购房之日期 36 个月内连续 24 次社保或个税缴纳记录，允许出现累计补缴 3 次的情况”；
- 13、2018 年 12 月 21 日中央经济工作会议提出“进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期……”、“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制”、“夯实城市政府主体责任”；
- 14、2019 年 1 月 10 日，北京孙河两宗预出让宅地取消限价。
- 15、2019 年 2 月 22 日，合肥部分银行确认房贷已结清的，在购买第二套房时，房贷利率将按照首套房贷利率执行；
- 16、据财联社报道，2019 年 3 月 1 日，工行无锡分行向各支行、分行营业部下发通知表示，居民家庭首次购买普通住房申请个人住房贷款，最低首付比例下调至 30%；
- 17、进入 2019 年 3 月份以来，个别城市及银行出现首付比例下调、房贷利率下调。
- 18、据“21 世纪经济报道”，北京公积金政策放宽，除了户口所在地和户口所在省份省会外，北京购房者公积金异地提取的范围放宽至天津、河北两地。
- 19、2019 年 3 月 9 日，高碑店政府发布《关于支持民营经济发展的实施意见》放宽限购，符合条件人员允许购买一套商品房。

#### ■ 根据《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》，1-2 月大部分行业指标能支撑我们看多地产股的逻辑

根据《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》，行业小周期繁荣阶段会出现“行业越繁荣，地产股越烦恼”的现象；行业由繁荣转向降温之后，会出现一波由“繁荣阶段跑输大部分行业”向“降温阶段相对排名改善”转化的“追赶”行情；行业小周期复苏阶段地产股会迎来一波显著的大行情。

根据统计局 2019 年 1-2 月数据显示，销售增速显著下行，销售面积已出现负增长，且销售降温已掣肘新开工增速，投资增速虽仍坚挺但终究会受到销售下行的制约，不得持续，大部分行业指标能支撑我们看多地产股的逻辑：小周期衰退量变到质变将会倒逼行业政策的友好及货币政策的宽松，这种行业政策及货币政策的改善信号我们已经看到且预计未来得以延续，对政策持续向好的预期将提升 A 股地产板块估值，从而迎来大级别行情。

图 9：区瑞明地产 A 股小周期理论框架



资料来源：国信证券经济研究所整理

### ■ 重申 2 月及 3 月策略观点，维持行业“超配”评级，建议机构投资者加大对地产股的配置

2 月以来，在多种因素作用下，市场风险偏好大幅提升，走出了“牛市”的行情。若这种风险偏好能够持续，地产股大概率后市有望拉升补涨，绝对收益无虞；若高风险偏好不能持续，价值投资将有望重回市场视野，低估值的地产股有望重新跑出相对收益。重申二月策略《有信心，更要有耐心》及三月策略《积极把握春耕行情》的观点，维持行业“超配”评级，建议机构投资者加大对地产股的配置，并维持对阳光城、中南建设、荣盛发展、新城控股、金地集团、保利地产、华润置地、蓝光发展、旭辉控股、龙光地产、中国恒大、碧桂园、世联行、招商蛇口、宝龙地产、华夏幸福、华侨城 A、合景泰富等品种的“买入”评级。

### ■ 风险

一、市场的风险：若房地产行业降温超出市场预期而政策又迟迟不转暖；

二、研究框架的风险：上述策略建议所基于的研究框架为《区瑞明地产 A 股小周期理论框架》，其核心假设在于——商品住宅开发仍是中国的支柱产业。若中短期崛起一个市场容量与商品住宅开发一样巨大、且能替代商品住宅开发对中国宏观经济拉动作用的行业，则上述研究框架失效，导致相应地策略建议亦失效。

。

**附表 1: 重点公司盈利预测及估值 (未发布 2018 年年报)**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 19-3-15	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
000961.SZ	中南建设	买入	8.95	0.16	0.55	0.96	39.5	16.3	9.3	1.7
002146.SZ	荣盛发展	买入	10.55	1.32	1.76	2.2	7.2	6.0	4.8	1.5
600383.SH	金地集团	买入	12.20	1.52	1.78	2.15	7.9	6.9	5.7	1.5
002285.SZ	世联行	买入	6.10	0.49	0.60	0.72	22.5	10.2	8.5	5.0
600048.SH	保利地产	买入	13.78	1.32	1.58	1.9	10.6	8.7	7.3	1.6
600340.SH	华夏幸福	买入	30.72	2.83	3.8	4.83	10.6	8.1	6.4	2.5
001979.SZ	招商蛇口	买入	21.35	1.55	1.91	2.36	12.7	11.2	9.0	2.3
000069.SZ	华侨城 A	买入	6.93	1.05	1.23	1.49	8.1	5.6	4.7	1.3
1638.HK	佳兆业集团	增持	2.94	0.59	0.65	0.76	3.6	4.5	3.9	0.6
2007.HK	碧桂园	买入	9.67	1.23	1.5	1.88	10.2	6.4	5.1	2.8
1813.HK	合景泰富集团	买入	6.73	1.17	1.57	1.88	5.1	4.3	3.6	0.6
3380.HK	龙光地产	买入	10.06	1.19	1.27	1.81	5.8	7.9	5.6	1.6
1109.HK	华润置地	买入	26.70	2.78	3.51	3.99	6.9	7.6	6.7	1.1
3333.HK	中国恒大	买入	22.12	1.83	3.62	4.1	12.2	6.1	5.4	2.6
1238.HK	宝龙地产	买入	3.19	0.84	1.02	1.2	3.8	3.1	2.7	0.5

数据来源: wind、公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

注: 表中金额均为人民币计价

**附表 2: 重点公司盈利预测及估值 (已发布 2018 年年报)**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 19-3-15	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601155.SH	新城控股	买入	41.91	4.65	5.80	7.25	5.1	7.2	5.8	3.1
600466.SH	蓝光发展	买入	6.91	0.75	1.11	1.68	7.2	6.2	4.1	1.3
000671.SZ	阳光城	买入	7.96	0.75	0.98	1.28	6.9	8.1	6.2	1.4
0884.HK	旭辉控股集团	买入	4.68	0.70	0.87	1.05	5.1	5.4	4.5	1.2

数据来源: wind、公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

注: 表中金额均为人民币计价, 蓝光发展及阳光城 2018 年 EPS 均未扣除永续债利息

## 相关研究报告:

- 《房地产经营开发数据库》 ——2019-03-11
- 《房地产 2019 年 3 月投资策略: 积极把握春耕行情》 ——2019-03-07
- 《房地产经营开发数据库》 ——2019-02-25
- 《房地产行业 2019 年 2 月投资策略: 有信心, 更要有耐心》 ——2019-02-15
- 《房地产 2018 年业绩预览及 2019 年业绩前瞻专题研究: 净利润增长确定性仍较高》 ——2019-02-12

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032