

房地产行业

需求端继续探底，投资增速略超预期

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-03-15

核心观点:

● 销售增速如期回落，需求端继续探底

根据统计局数据，19年1-2月商品房销售面积同比下滑3.6%，自15年6月后首次转负。各地区景气度全面下降，东部、东北地区降幅扩大，中部同比转负，西部销售增速继续回落。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在推盘放量的情况下或将企稳，并且短期内将主要由供给推动，下半年则看需求的复苏节奏和力度。未来三四线城市或将继续寻底，棚改托底效应减弱以及需求透支是主要因素。

● 土地成交价款同比转负，土地市场逐步下行

根据统计局数据，19年1-2月房地产开发企业土地购置面积1545万平方米，同比下滑34.1%，土地成交价款690亿元，同比下滑13.1%。总体来看，随着土地市场的逐步降温，叠加1-2月为土地市场淡季，土地供应大幅减少，土地成交大幅回落，预计未来土地投资增速将进一步回落。

● 房企开工意愿强，投资增速略超预期

根据统计局数据，19年1-2月投资增速高增长11.6%。我们认为这主要由两点原因导致：第一，土地市场当期的变化反映到土地投资中存在滞后和平滑的情况，当前土地投资的高增长是过去土地成交增长的反映；第二，施工投资方面，施工面积增速维持相对高位，在进入19年消除口径变动的影响后，单位施工面积投资额口径将同比可比且在短期内不会存在大幅变动，1-2月施工面积的上涨是拉动施工投资上涨的主要因素。

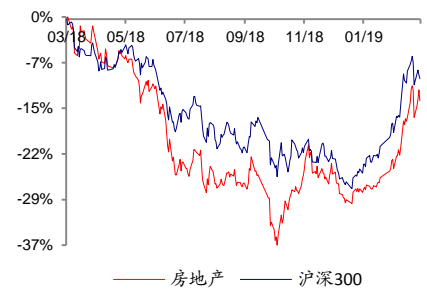
● 房企到位资金同比正增长，未来资金环境向好

根据统计局数据，19年1-2月房企到位资金同比上涨2.1%，较18年12月增速由负转正。3月11日央行有关负责人提出，“下一阶段人民银行将继续实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，促进货币信贷和社会融资规模合理增长”。目前无论是按揭贷利率还是房企融资成本都将边际向下，当前资金环境维持改善。板块投资方面，我们继续建议配置低估值的龙头房企，首先，政策底部改善较为明确，其次，龙头房企18-19年结算业绩具备弹性且确定性较强，并且考虑业绩增长后，19年动态PE处于底部区域。综合来看，我们认为当前板块具备较高的配置价值。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股龙头推荐：融创中国、万科企业，H股龙头关注：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。

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:重点城市成交边际改善，按揭利率持续下行	2019-03-14
房地产行业:重点城市供给同比增长，或推动成交同比率先企稳	2019-03-10
房地产行业:风起于长江之末，利兴于一体之时	2019-03-07

联系人: 邢莘 021-60750620

xingshen@gf.com.cn

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(%)	
				2019/3/15	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
000002.SZ	万科 A	买入	人民币	28.07	-	3.00	3.57	9.14	7.69	5.0	5.4	20.9	20.1
001979.SZ	招商蛇口	买入	人民币	21.35	-	1.99	2.07	10.65	10.22	8.3	6.7	20.1	18.0
600340.SH	华夏幸福	买入	人民币	30.72	-	3.83	4.84	7.77	6.15	6.4	6.2	29.1	26.9
601155.SH	新城控股	买入	人民币	41.91	47.87	4.65	6.47	7.39	5.31	5.94	8.90	34.4	33.1
000069.SZ	华侨城 A	买入	人民币	6.93	-	1.20	1.33	5.68	5.11	-	-	-	-
002146.SZ	荣盛发展	买入	人民币	10.55	-	1.78	2.24	5.74	4.56	5.8	5.1	22.0	21.7
000961.SZ	中南建设	买入	人民币	8.95	-	0.76	1.28	10.86	6.42	-	-	-	-
000671.SZ	阳光城	买入	人民币	7.96	-	0.77	1.08	9.58	6.85	27.6	25.0	18.2	21.2
600466.SH	蓝光发展	买入	人民币	6.91	-	0.78	1.12	8.60	5.95	11.9	9.0	19.4	21.9
002244.SZ	滨江集团	买入	人民币	4.52	-	0.62	0.79	7.13	5.59	11.9	9.0	19.4	21.9
01918.HK	融创中国	买入	港币	35.70	40.9	3.46	4.91	8.46	5.96	6.3	4.2	22.3	24.0
00884.HK	旭辉控股集团	买入	港币	5.47	6.16	0.82	0.99	5.54	4.61	4.8	3.7	19.2	17.6

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 股及港股标的 EPS 货币单位均为人民币。

目录索引

销售增速如期回落，需求端继续探底.....	5
土地成交价款同比转负，土地市场逐步下行.....	7
房企开工意愿强，投资增速略超预期.....	8
房企到位资金同比正增长，未来资金环境向好.....	13

图表索引

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

图 32: 施工投资增速 (%) 拆分	12
图 33: 房地产开发企业到位资金 (亿元)	13
图 34: 房地产开发企业资金来源分类占比	13
图 35: 房企开发贷及自筹资金累计同比增速	13
图 36: 房企定金预收款及按揭贷累计同比增速	13
图 37: 新增居民中长期贷款 (亿元)	14
图 38: 个人住房贷款余额 (亿元)	14

表 1: 施工投资与土地投资对房地产投资贡献拆分的敏感性分析	12
--------------------------------------	----

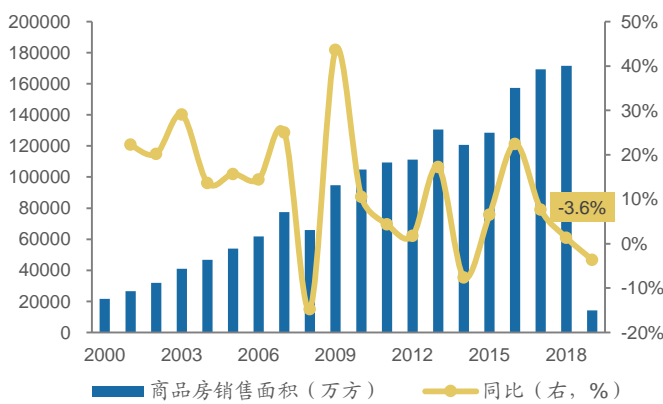
销售增速如期回落，需求端继续探底

根据统计局数据，19年1-2月全国商品房销售面积1.41亿平米，同比下滑3.6%；住宅方面，销售面积1.23亿平米，同比下滑3.2%。19年1-2月，商品房和住宅累计销售面积均为15年6月后首次转负。

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19年1-2月累计销售面积分别为5437万平米、396万平米，较18年1-2月同比分别下滑9.7%、4.8%，降幅较18年全年分别扩大4.7个百分点、0.3个百分点；中部地区19年1-2月累计销售面积为3901万平米，较18年1-2月同比下滑0.6%，自15年7月后首次转负；西部地区19年1-2月累计销售面积为4368万平米，同比增长2.2%，增速较18年全年增速收窄4.7个百分点。整体来看，各地区景气度全面下降，东部地区、东北地区降幅扩大，中部地区同比转负，西部销售增速继续回落，需求端继续探底。

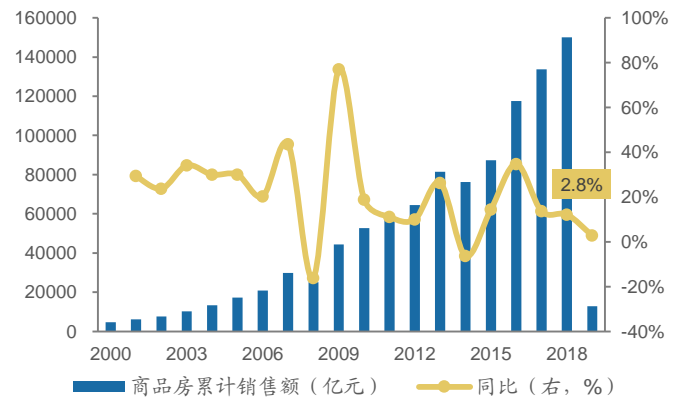
分城市看，我们用房管局的备案高频数据来刻画一、二线城市的销售情况，具体来看，19年1-2月4大一线城市销售面积同比增长18.2%，13个二线城市销售面积同比下降4.9%。根据房管局口径的一二线城市销售数据，同时结合全国商品房销售面积，我们反推算三四线的销售面积，根据推算结果，19年1-2月三四线销售面积同比下降4.2%。

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

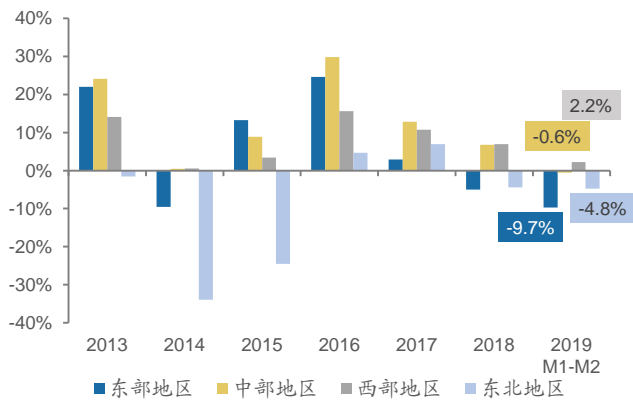
图2：商品房年度销售金额及增速



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

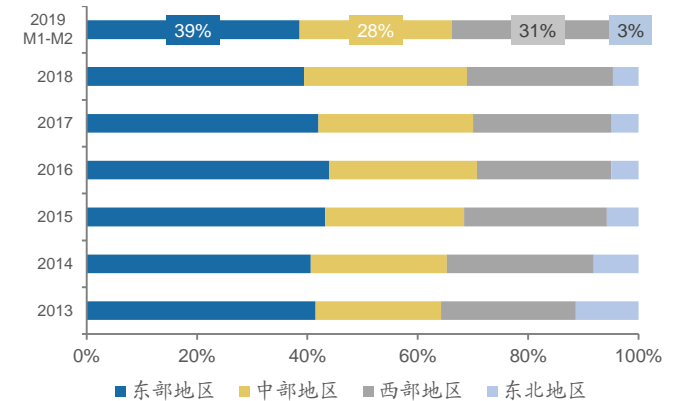
销售金额方面，19年1-2月商品房销售金额1.28万亿元，同比上升2.8%，增速较18年全年收窄9.4个百分点。住宅方面，19年1-2月住宅销售金额1.1万亿，同比增长4.5%，增速较18年全年收窄10.1个百分点。销售金额与销售面积增速差反映了销售均价的上涨，19年1-2月商品房销售均价9079元/平米，同比上涨6.7%，增速较18年全年收窄4个百分点，而住宅均价为8952元/平米，同比上涨8.0%。

图3: 历年商品房销售面积分区域增速



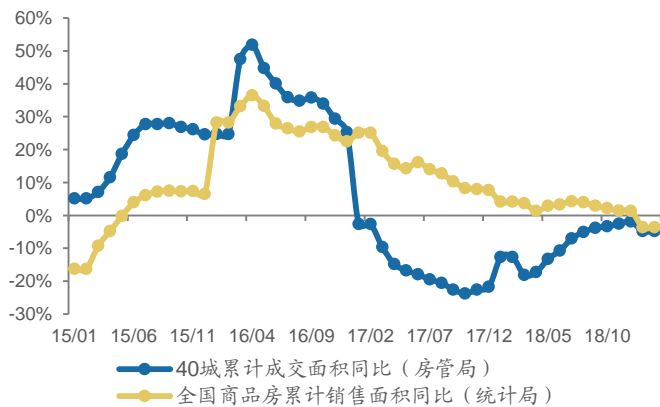
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图4: 历年商品房销售面积分区域占比



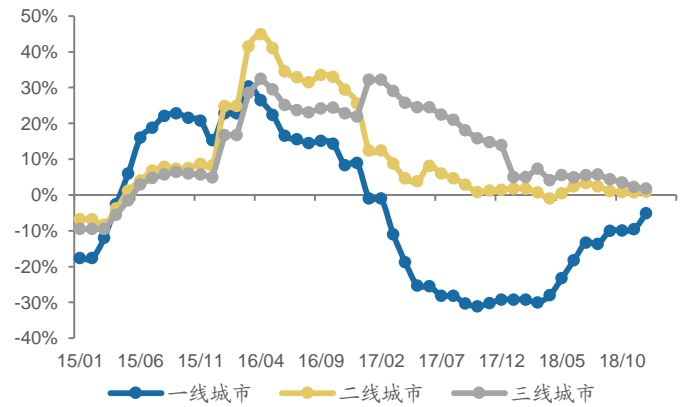
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图5: 商品房销售面积累计同比增速对比



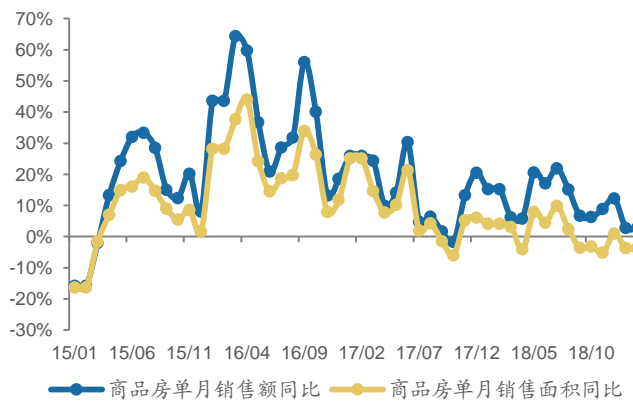
数据来源: 统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 各线城市商品房成交面积同比 (统计局)



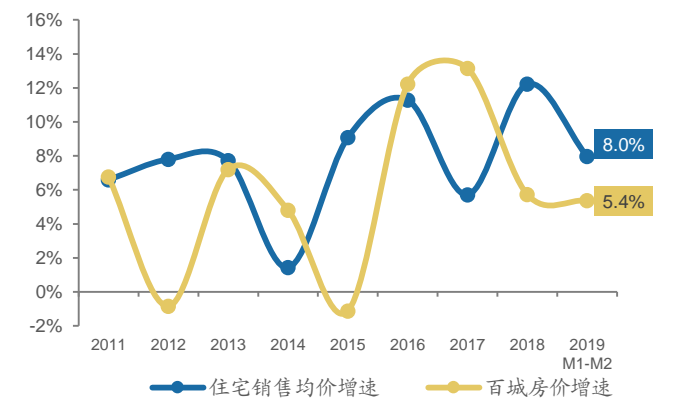
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

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



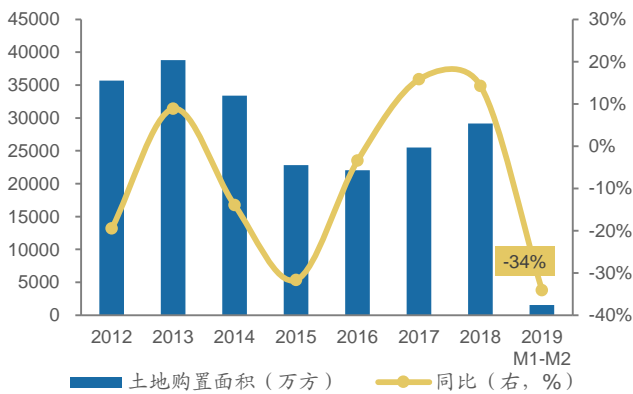
数据来源: 统计局, 中指院, 广发证券发展研究中心

整体来看, 各地区销售增速如期回落, 需求端继续探底。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在推盘放量的情况下或将企稳, 并且短期内将主要由供给推动, 下半年则看需求的复苏节奏和力度。未来三四线城市或将继续寻底, 棚改托底效应减弱以及需求透支是主要因素。

土地成交价款同比转负，土地市场逐步下行

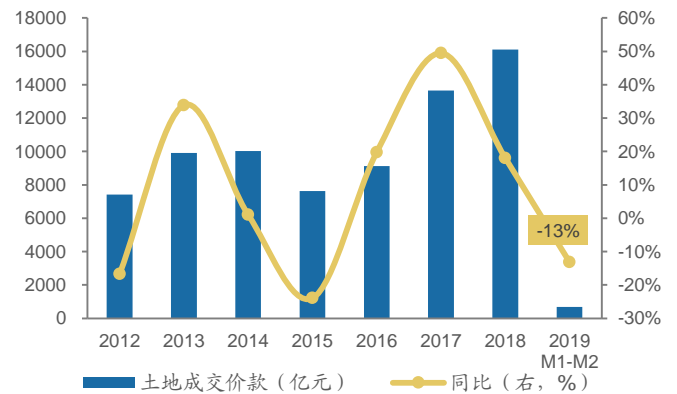
根据统计局数据，19年1-2月房地产开发企业土地购置面积1545万平方米，同比下降34.1%，累计同比于18年5月份以来首次转负；土地成交价款方面，19年1-2月成交价款690亿元，同比下降13.1%，累计同比为16年5月以来首次转负。土地成交价款以及购置面积增速差反映了土地价格的上涨，从土地价格（土地成交价款/土地购置面积）来看，19年1-2月全国土地价格为4466元/平米，同比上涨31.8%。

图9：土地购置面积（万方）及增速



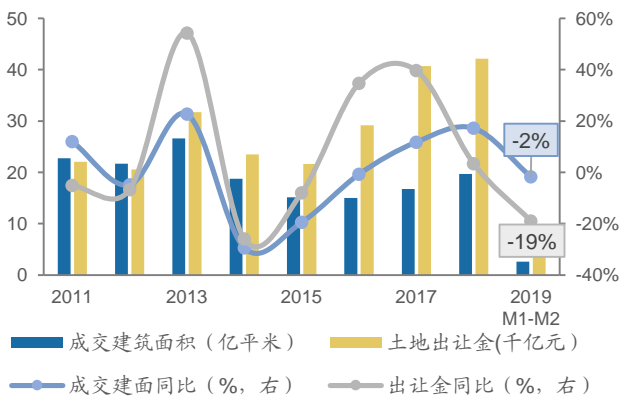
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图10：土地成交价款（亿元）及增速



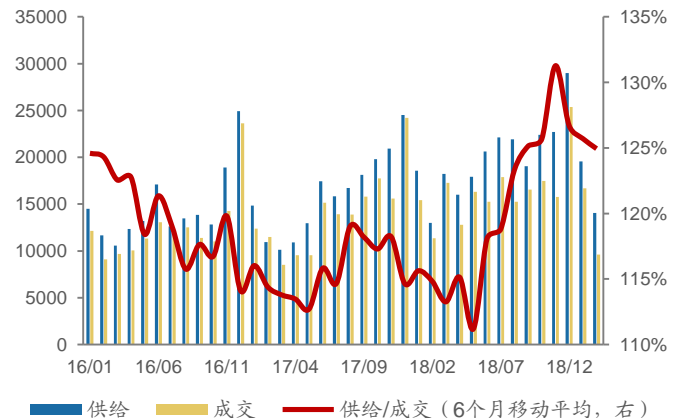
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

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）

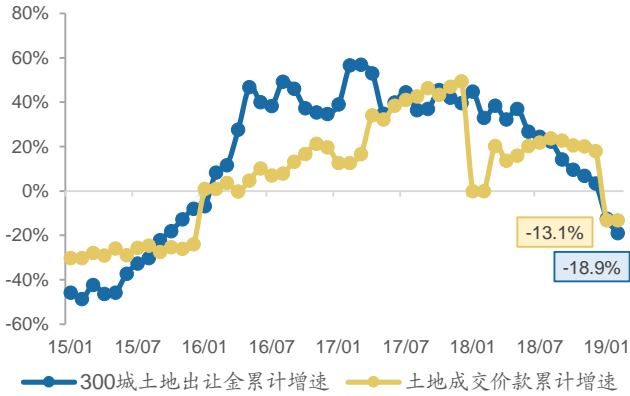


数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

中指院数据来看，300城市19年1-2月全类型土地出让建筑面积2.63亿平米，分同比下滑1.7%。19年1-2月一线城市土地成交累计同比增长52.2%，二线、三四线城市累计同比分别下滑3.9%、3.8%，累计同比均为自18年以来首次转负。出让金方面，300城市19年1-2月土地出让金为5404亿元，同比下滑18.9%，分线城市来看，一线、二线、三四线城市同比分别下滑0.1%、25.3%、16.9%。从地价和房价增速关系来看，中指院300城市19年1-2月楼面价同比下滑17.5%，而同期统计局销售均价增速6.7%，地价增速低于房价增速。

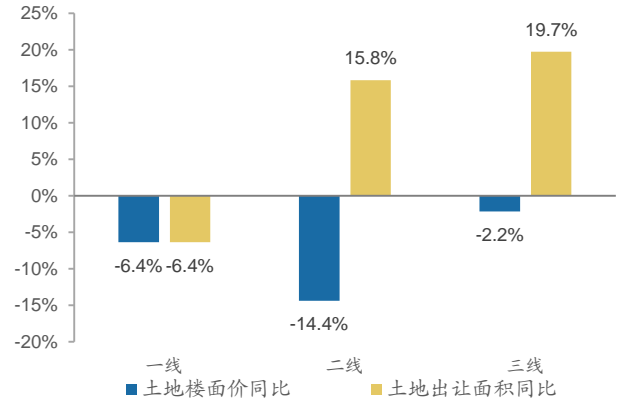
总体来看，随着土地市场的逐步降温，叠加1-2月为土地市场淡季，土地供应大幅减少，土地成交大幅回落，预计未来土地投资增速将进一步回落。另一方面，成交楼面价回落，溢价率维持低位，使得房企的拿地成本边际改善，在部分地块质量提高的情况下房企拿地意愿或有所提高。

图13: 土地成交价款与300城市土地出让金增速比较



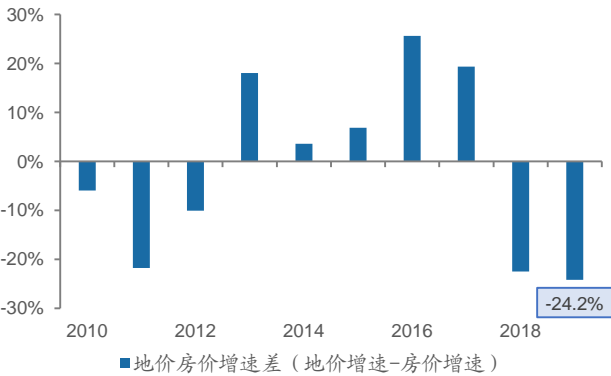
数据来源: CREIS, 广发证券发展研究中心

图14: 18年分线城市楼面价及出让面积增速



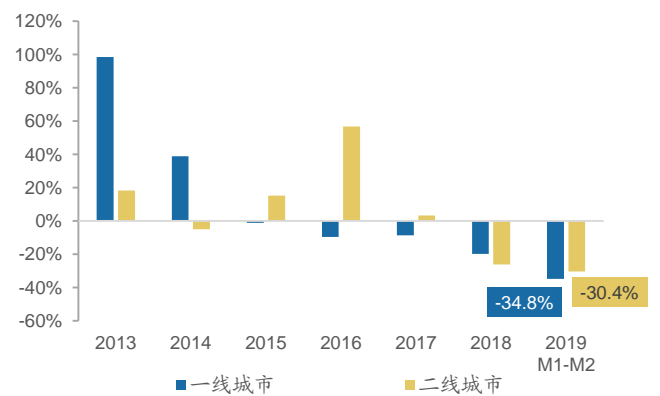
数据来源: CREIS, 广发证券发展研究中心

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

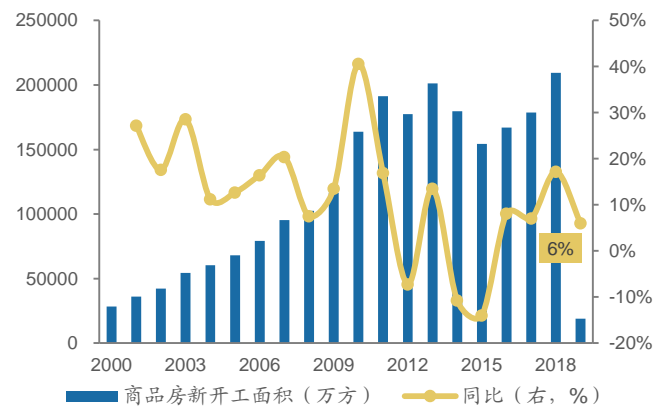


数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心
注: 增速差为地价增速减房价增速, 分线城市房价增速为18年同比增速

房企开工意愿强, 投资增速略超预期

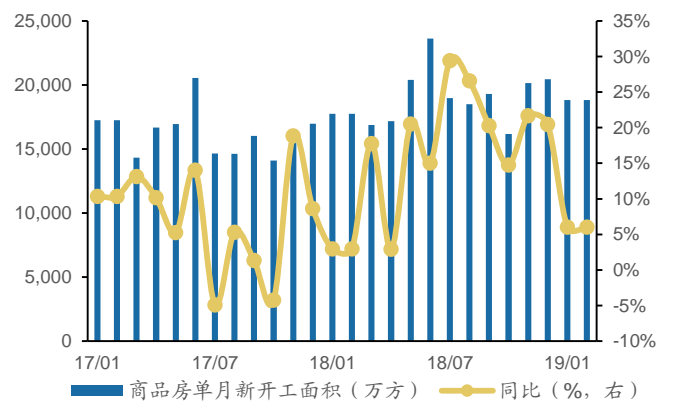
根据统计局数据, 19年1-2月全国房屋新开工面积1.88亿平方米, 同比增长6.0%, 增速较18年全年收窄11.2个百分点; 住宅方面, 19年1-2月住宅新开工面积1.36亿平方米, 同比增长4.3%, 增速较18年全年收窄15.4个百分点。此外, 商办等非住宅19年1-2月全年新开工面积5217万平米, 同比上涨10.7%, 涨幅较18年全年收窄0.1个百分点。

图17: 全国房屋新开工面积规模及增速 (年度)



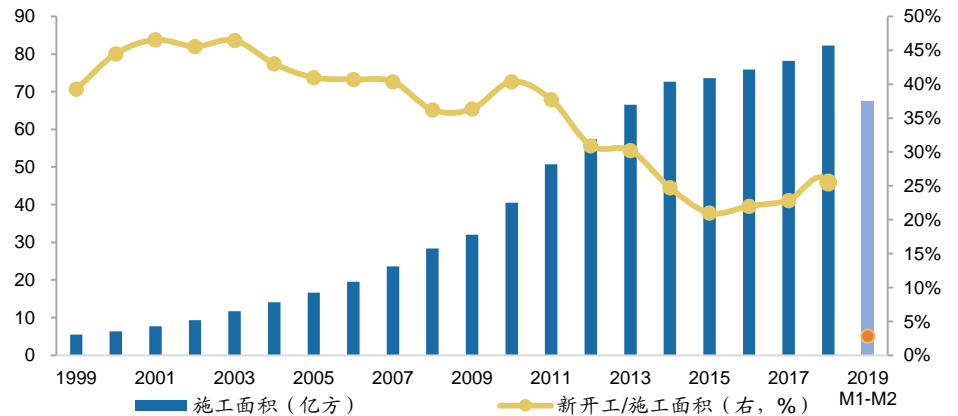
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图18: 全国房屋新开工面积规模及增速 (月度)



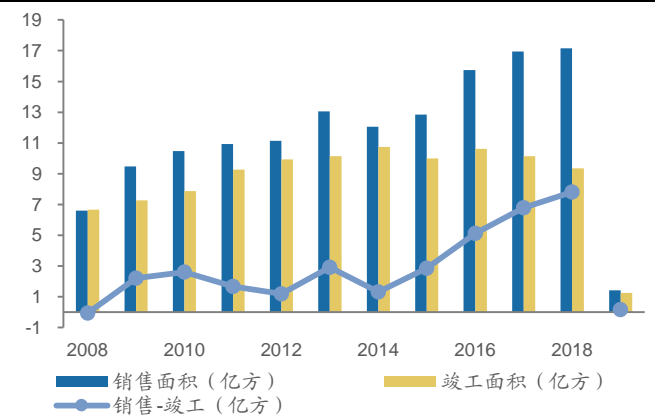
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图19: 全国商品房新开工面积与施工面积关系图



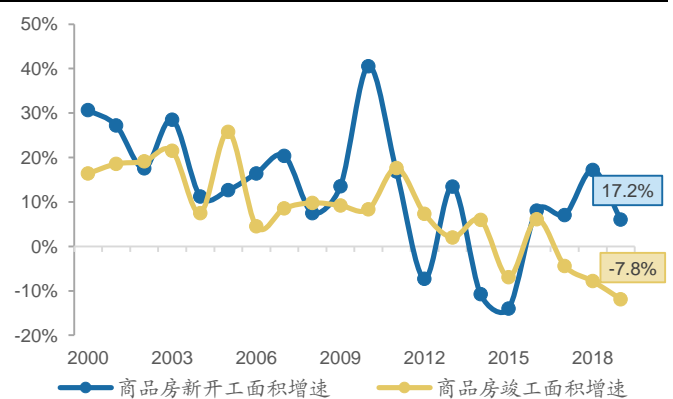
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

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



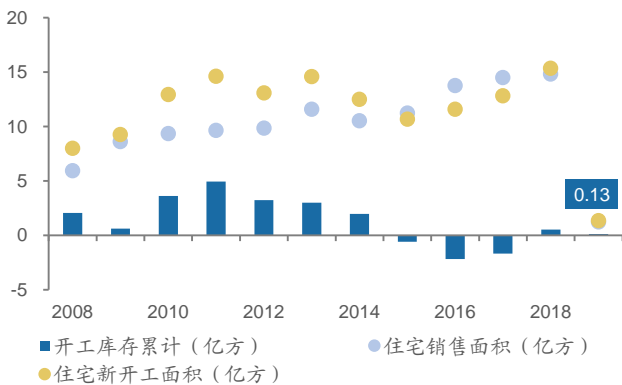
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

施工面积方面, 19年1-2月累计施工面积为67.49亿平米, 同比增长6.8%, 其中新开工占比为2.8%。竣工方面, 19年1-2月竣工面积1.25亿平米, 同比下滑11.9%, 房企基于资金运用效率的考虑, 19年1-2月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，19年1-2月住宅开工库存继续累计0.13亿平米（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27.24亿平，中期库存去化周期（移动平均12个月）则下行至22.16个月。

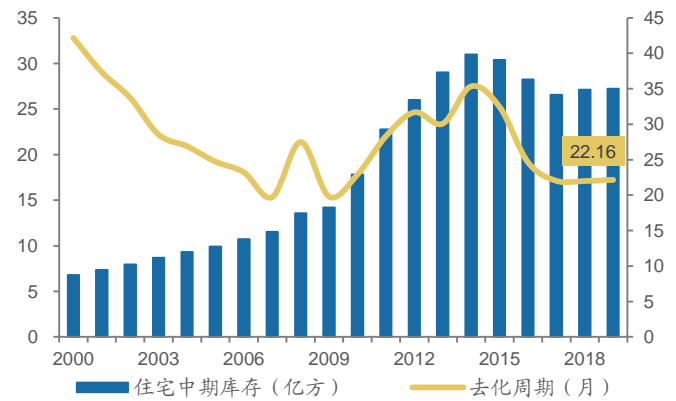
停工面积方面，截至19年2月商品房累计停工面积（累计新开工-上年累计竣工-年内累计施工）为33.78亿平米，而19年1-2月当期净停工面积7.26亿平米，同比上涨10.5%。

图22: 住宅销售面积与新开工面积关系



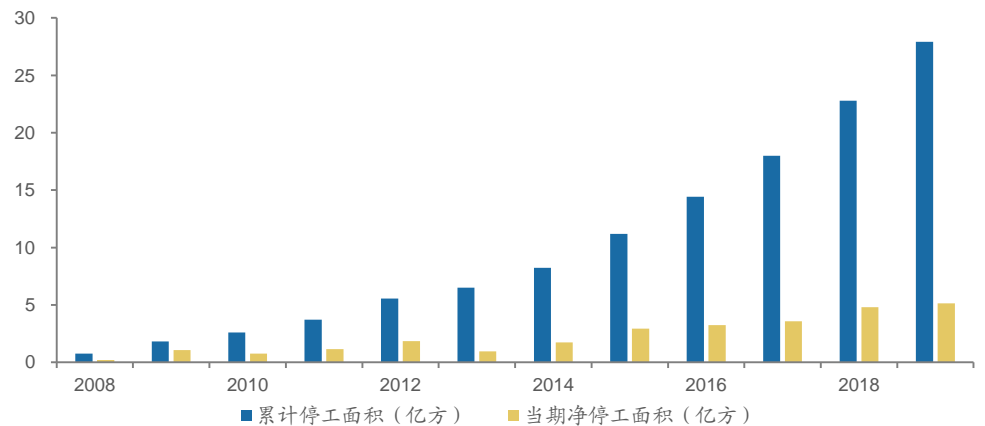
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

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

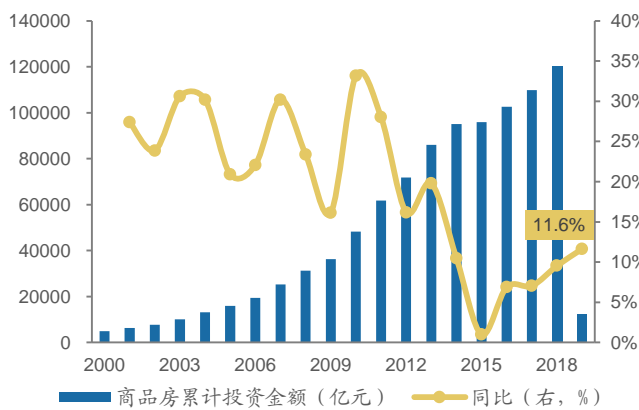
图24: 全国商品房累计停工面积及当期净停工面积



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

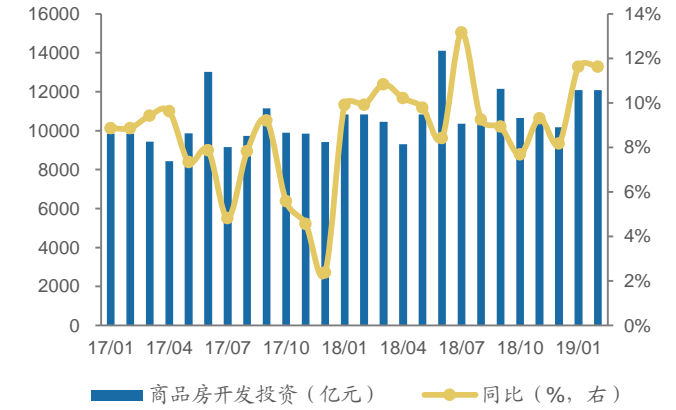
投资方面，19年1-2月全国房地产开发投资1.21万亿元，同比增长11.6%，增速较18年全年扩大2.1个百分点；住宅投资方面，19年1-2月住宅投资8711亿元，同比增长18%，增速较18年全年扩大4.7个百分点。将投资拆分区域来看，19年1-2月东部、中部、西部、东北地区房地产开发投资分别同比上涨10.9%、8.8%、16.8%、11.1%，中部地区西部地区增速分别较18年全年扩大3.4、7.6个百分点，东部地区增速持平18年，东北地区增速较18年全年收窄6.4个百分点。

图25: 全国房地产开发投资规模及增速 (年度)



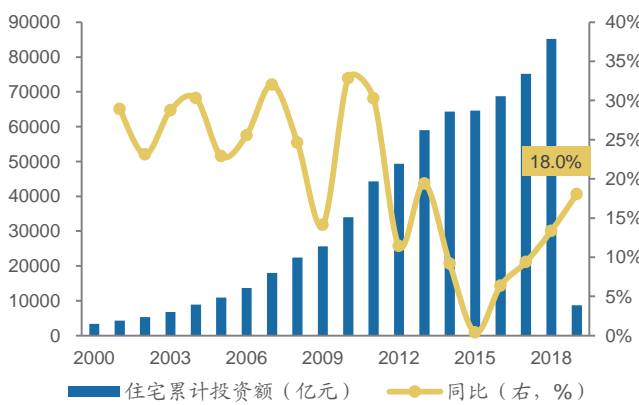
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图26: 全国房地产开发投资规模及增速 (月度)



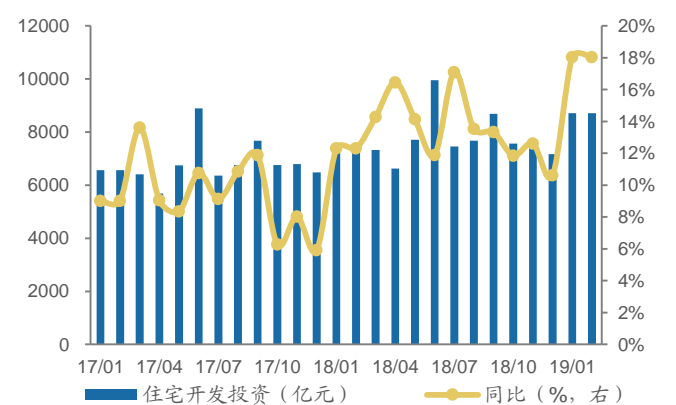
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图27: 全国住宅开发投资规模及增速 (年度)



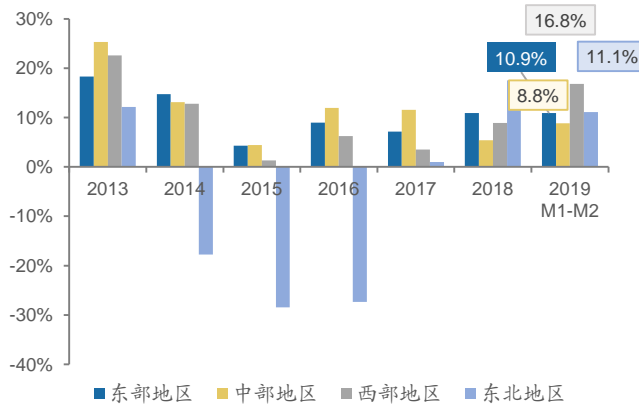
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图28: 全国住宅开发投资规模及增速 (月度)



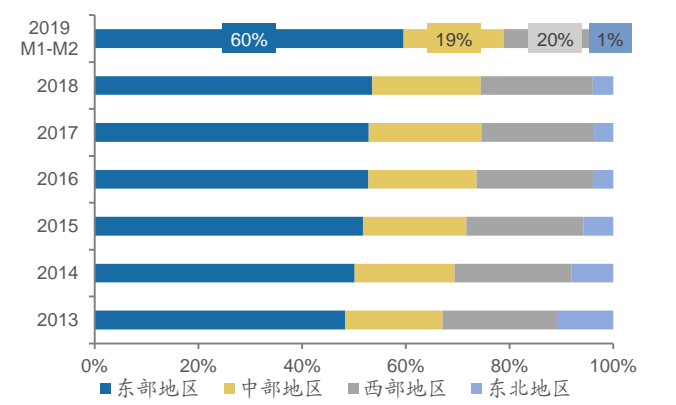
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

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

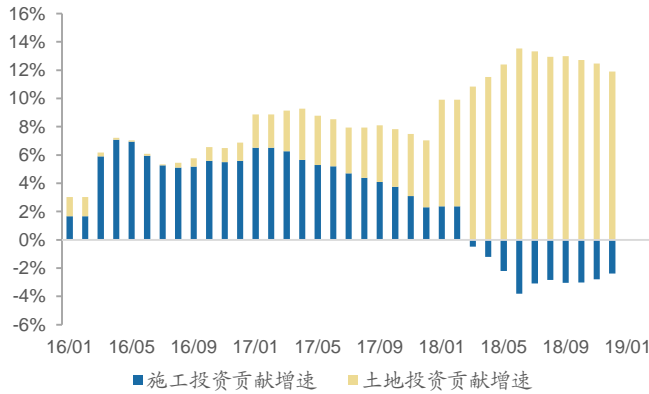
图30: 商品房投资金额分地区占比



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

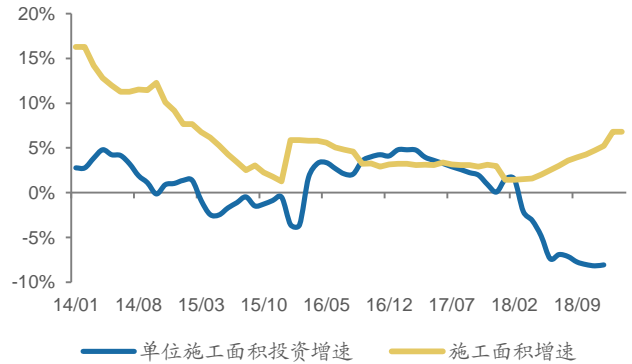
值得注意的是, 19年1-2月投资增速高增长11.6%, 高于同期新开工面积增速 (6.0%)及土地成交价款增速 (-13.1%)。事实上, 投资包括建筑工程、安装工程、设备购置、其他费用, 前三者与施工相关确认为施工投资, 其他投资中主要为土地投资。而施工投资中, 进一步可以拆分为施工面积和单位施工面积投资额。我们认为1-2月投资增速较高主要有以下原因。

图31: 总投资增速的拆分



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图32: 施工投资增速 (%) 拆分



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

首先, 在17-18年房地产开发投资主要为土地投资拉动。根据2009年财政部、国土资源部等五部委联合发布的《关于进一步加强土地出让收支管理的通知》, 土地购置费可在一年内分期缴清。因此土地市场成交的变化反映到土地投资中的数据与土地成交存在滞后和平滑的情况, 1-2月份地产投资中的土地投资增速应该低于去年4季度, 但依旧维持在相对高位。伴随土地市场景气度回落, 土地投资增速也将在一二季度逐步下行。

第二, 施工投资方面, 施工面积增速维持相对高位, 同比上涨6.8%, 同时, 在进入19年消除口径变动的影 响后, 单位施工面积投资额口径将同比可比且在短期内不会存在大幅变动 (主要与人力及建安成本相关), 因此, 我们认为1-2月施工面积的上涨是拉动施工投资上涨的主要因素。

进一步, 我们在给定不同单位施工面积投资额增速的情况下, 对施工投资及土地投资做敏感性分析。从结果来看, 在单位施工面积同比不变的情况下, 1-2月施工投资同比上涨6.8%, 且占比从18年64%上升至71%, 同时, 土地投资增速从18年的44%回落至26%, 占总投资的比重同样回落。

表1: 施工投资与土地投资对房地产投资贡献拆分的敏感性分析

时间	总投资 (亿元)	施工面积 (亿平)	单位施工面积投资额 (元/平)	同比	施工投资 (亿元)	占比	同比	土地投资 (亿元)	占比	同比
2018	120264	82.23	943	-8.1%	77,517	64%	-3.3%	42,747	36%	44%
2019 M1-M2	12090	67.49	134	5.0%	9,023	75%	12.1%	3,067	25%	10%
	12090	67.49	131	3.0%	8,851	73%	10.0%	3,239	27%	16%
	12090	67.49	129	1.0%	8,679	72%	7.9%	3,411	28%	22%
	12090	67.49	127	0.0%	8,593	71%	6.8%	3,497	29%	26%
	12090	67.49	126	-1.0%	8,507	70%	5.7%	3,583	30%	29%
	12090	67.49	123	-3.0%	8,335	69%	3.6%	3,755	31%	35%
	12090	67.49	121	-5.0%	8,163	68%	1.5%	3,927	32%	41%

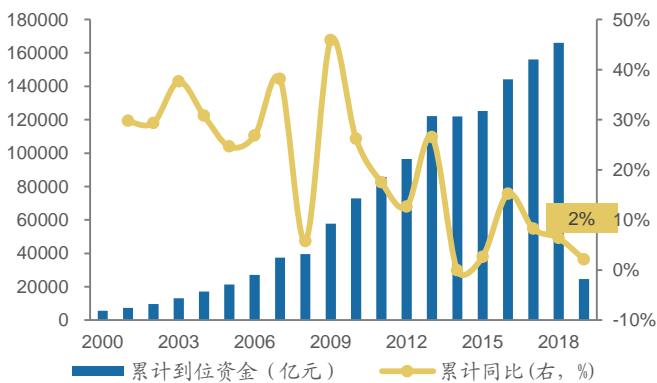
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

房企到位资金同比正增长，未来资金环境向好

根据统计局数据，19年1-2月房地产开发企业到位资金2.45万亿元，同比增长2.1%，增速较18年全年收窄4.2个百分点，房企资金面继续承压。具体来看，国内贷款(开发贷)4796亿元，累计同比下滑0.5%；自筹资金7279亿元，累计同比下滑1.5%。

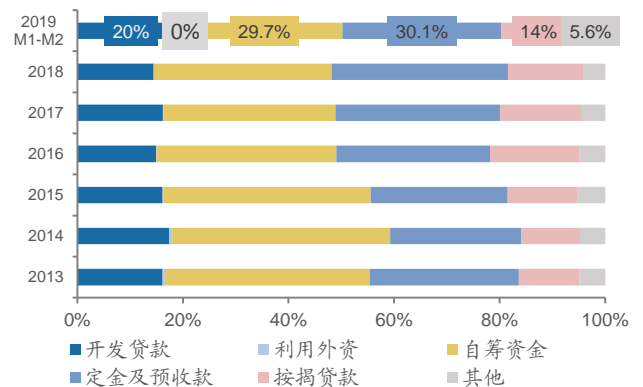
其他资金方面，统计局数据显示，19年1-2月其他资金1.22万亿元，同比增长5.2%。其他资金中，定金及预收款为7366亿元，同比增长5.6%，增速较18年收窄8.2个百分点，个人按揭贷款为3458亿元，同比增长6.5%。

图33: 房地产开发企业到位资金(亿元)



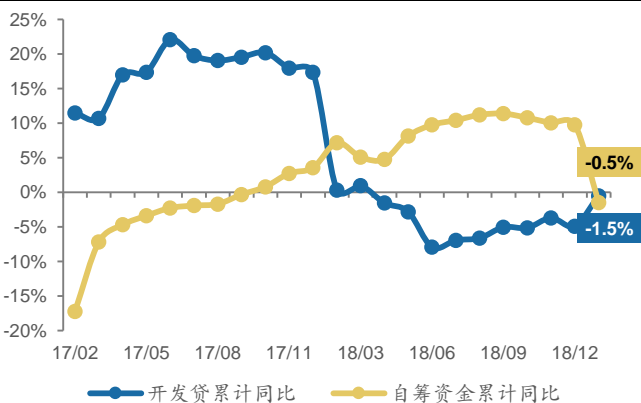
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图34: 房地产开发企业资金来源分类占比



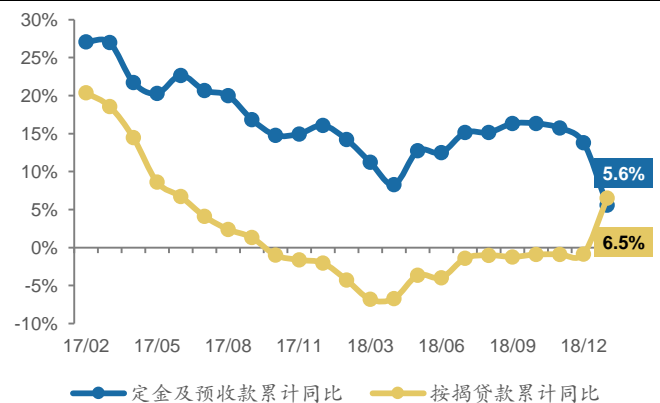
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图35: 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36: 房企定金预收款及按揭贷累计同比增速



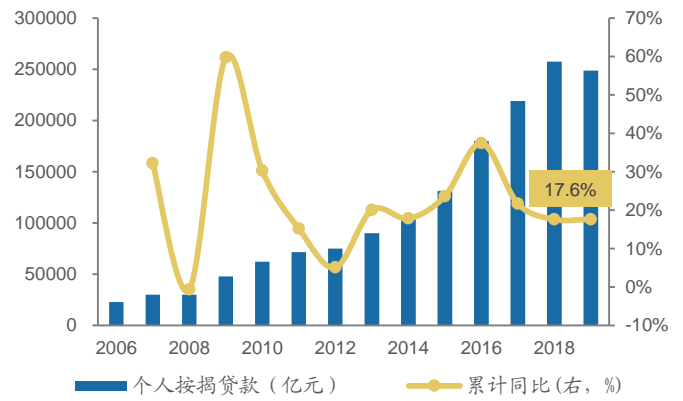
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图37: 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38: 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, 19年1-2月房企到位资金同比上涨2.1%, 较18年12月增速由负转正。3月11日央行有关负责人提出, “下一阶段人民银行将继续实施稳健的货币政策, 保持流动性合理充裕, 促进货币信贷和社会融资规模合理增长”。目前无论是按揭贷款利率还是房企融资成本都将边际向下, 当前资金环境维持改善。板块投资方面, 我们继续建议配置低估值的龙头房企, 首先, 政策底部改善较为明确, 其次, 龙头房企18-19年结算业绩具备弹性且确定性较强, 并且考虑业绩增长后, 19年动态PE处于底部区域。综合来看, 我们认为当前板块具备较高的配置价值。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股龙头推荐: 融创中国、万科企业, H股龙头关注: 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。

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	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35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。