

房地产

行业研究/投资策略报告

业绩稳步释放，坚守价值与成长

—房地产板块 2018 年年报及 2019 年一季报总结

投资策略报告/房地产

2019 年 05 月 06 日

报告摘要：

● 板块分析：业绩稳步释放，财务显著改善

2018 年及 2019 年一季度，房企业绩稳定增长，盈利能力持续提升，财务杠杆率下行，短期偿债能力加强，同时已售未结资源丰富，未来业绩有保障。

● 市场分析：涨幅落后大盘，估值仍处低位

年初至今，申万房地产板块涨幅达 26.9%，跑赢沪深 300 指数 3.1 个百分点，涨幅在各行业中排名第 13。板块中涨幅较大的个股以主题、概念股为主，同时部分成长性较好的房企表现较好。从估值角度看，截止 2019 年 4 月 30 日，房地产板块市盈率（TTM，整体法，剔除负值）达到 11.28（相比年初 8.82 倍的 PE 提高了 2.46），历史 PE 分位点为 12.99%，相比年初提高了 12.4 个百分点，但在历史上来看，当前板块估值仍处于相对低位。

● 展望：政策主导，以“稳”为主

我们认为房地产相关政策的核心仍然将以“稳”字当头，具体包括三稳，即稳房价、稳地价、稳预期。未来政策将推动房地产市场健康平稳的发展，防止市场大起大落，进而保持房地产市场在中国经济中流砥柱的作用，带动上下游产业的健康运作。

● 投资建议

2019 年房地产板块投资的主线逻辑有三方面：（1）从政策博弈逐渐转向业绩为王；（2）从规模导向逐渐转向利润导向；（3）行业集中度提升的逻辑仍将延续，但速度将明显降低。建议关注：A 股的万科 A、保利地产、招商蛇口、华夏幸福、新城控股、阳光城、中南建设等，以及 H 股的融创中国、中国恒大、合景泰富集团等。

● 风险提示

调控政策继续大幅收紧引发销售大幅下滑；计提过多存货跌价准备导致业绩不达预期。

盈利预测与财务指标

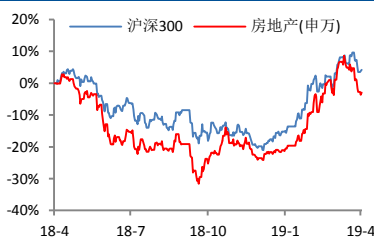
代码	重点公司	现价 4月30日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000002	万科 A	28.88	3.1	4.2	5.0	9.4	7.0	5.7	推荐
600048	保利地产	13.49	1.6	2.0	2.4	8.5	6.9	5.5	推荐
600340	华夏幸福	31.42	3.8	5.2	6.6	8.3	6.1	4.8	推荐
601155	新城控股	39.62	4.7	6.2	7.9	8.4	6.4	5.0	推荐
000961	中南建设	8.80	0.6	1.1	2.0	14.9	7.8	4.4	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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：由子沛

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

- 【民生地产】1-3 月统计局房地产数据简评：投资高位销售回暖，推荐行业龙头
- 【民生地产】发改委《2019 年新型城镇化建设重点任务》文件点评

目录

一、板块分析：业绩稳步释放，财务显著改善.....	3
1、销售与业绩双增长，盈利能力持续提升.....	3
2、净负债率持续改善，短期偿债能力无忧.....	6
3、预收账款覆盖率较高，未来业绩释放有保障.....	8
二、市场分析：涨幅落后大盘，估值仍处低位.....	9
1、主题概念股涨幅居前，二线房企表现较优.....	9
三、展望：政策主导，以“稳”为主.....	11
四、投资建议.....	11
四、风险提示.....	12
插图目录.....	13
表格目录.....	13

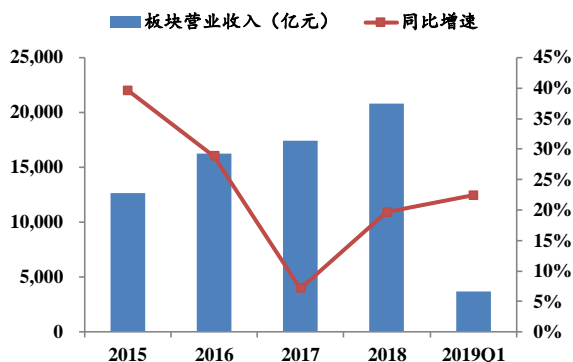
一、板块分析：业绩稳步释放，财务显著改善

为了总结上市房企的业绩情况，我们选取申万房地产板块中的 134 家公司，以 2018 年年报及 2019 年一季报数据作为板块数据的样本。另选取 15 家 A 股上市公司中销售排名 TOP40 的大中型房企，作为 15 家大中型房企进行着重分析，这 15 家包括：万科 A、保利地产、招商蛇口、新城控股、绿地控股、华夏幸福、金科股份、阳光城、泰禾集团、中南建设、滨江集团、金地集团、蓝光发展、荣盛发展和首开股份。

1、销售与业绩双增长，盈利能力持续提升

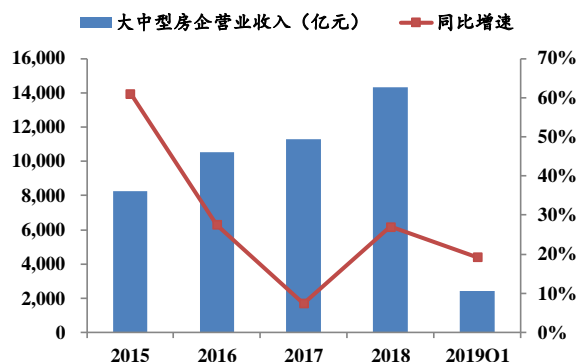
2018 年 A 股地产公司业绩稳步增长，板块整体营业收入增长 19.62%，归属母公司股东净利润同比增速为 11.32%；2019 年一季度，板块整体营业收入增长 22.38%，归属母公司股东净利润同比增速为 16.67%，营业收入的增长主要得益于地产结算规模的增加。2018 年 15 家大中型房企营业收入 27.03%，归属母公司股东净利润同比增速为 29.52%；2019 年一季度，15 家大中型房企营业收入 19.26%，归属母公司股东净利润同比增速为 4.34%。从 2018 年全年来看，大中型房企业绩弹性整体优于板块，而 2019 年一季度弱于板块，主要是受各公司结算周期不均所影响；其中，中华企业、北京城建、同达创业、云南城投、中交地产及市北高新在 2019 年一季度的归母净利润增速均超过 400%。

图 1：板块营业收入及同比增速



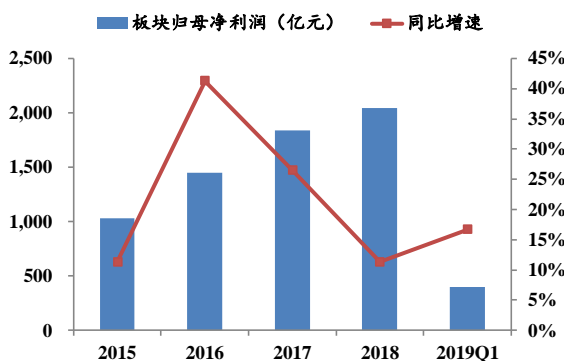
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：15 家大中型房企营业收入及同比增速



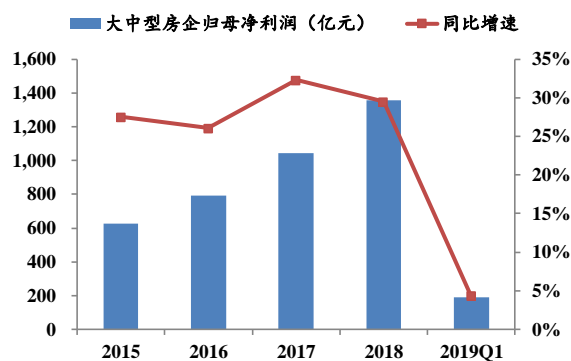
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3: 板块归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

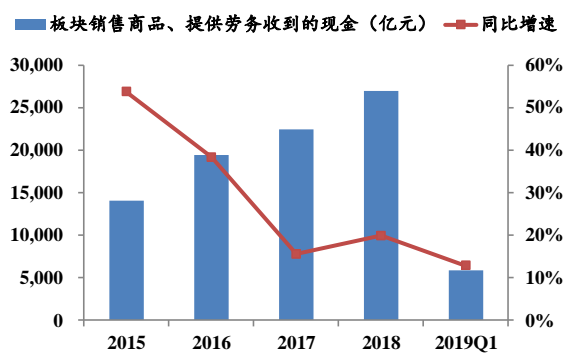
图 4: 15 家大中型房企归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

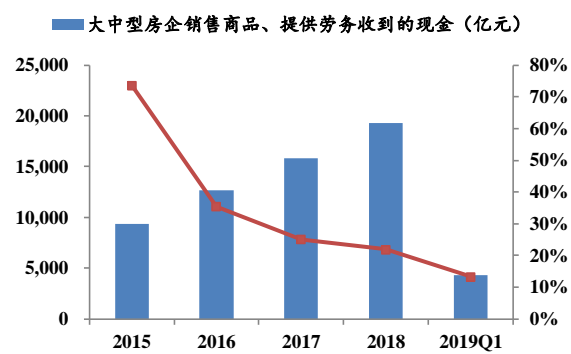
销售方面, 我们通过“销售商品、提供劳务获的现金”这个指标来观察整个板块的销售情况。2018 年全年, 板块销售商品、提供劳务收到的现金为 26955.26 亿元, 同比增长 19.92%, 较 2017 年全年 15.59% 的增速提高 4.33 个百分点, 销售提速明显; 2019 年一季度, 板块销售商品、提供劳务收到的现金为 5889 亿元, 同比增长 12.87%, 销售增速较 2018 年有所下降。根据 2018 年 15 家大中型房企的销售金额来看, 15 家大中型房企的销售金额合计为 19267.8 亿元, 同比增长 21.86%。2019 年一季度 15 家大中型房企的销售金额来看, 15 家大中型房企的销售金额合计为 4301.9 亿元, 同比增长 13.33%, 销售能力强于整体板块; 其中, 滨江集团、泰禾集团、蓝光发展、绿地控股销售增速均保持在 25% 以上, 高于大中型房企平均水平。

图 5: 板块销售商品、提供劳务收到的现金及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 6: 15 家大中型房企销售收到的现金及增速



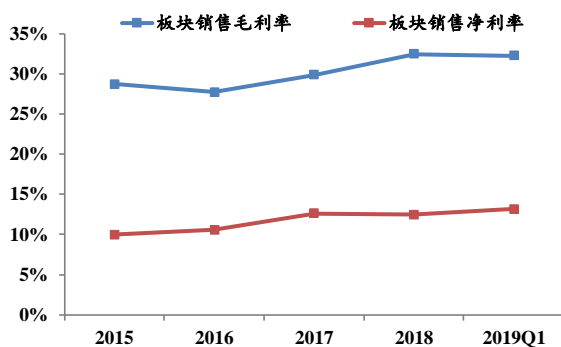
资料来源: Wind, 民生证券研究院

从利润率情况来看, 2018 年板块整体销售毛利率为 32.46%, 较 17 年提升 2.59 个百分点, 板块整体盈利能力显著提升, 15 家大中型房企销售毛利率为 29.98%, 较 17 年同期提升 2.05 个百分点, 其中金地集团、华夏幸福、招商蛇口及万科 A 的销售毛利率分别为 42.7%、41.6%、39.49% 和 37.48%, 均显著高于大中型房企的平均水平。而 2019 年一季度, 板块整体销售毛利率为 32.25%, 较 18 年同期提升 0.96 个百分点, 板块整体盈利能力进一步提升。15 家大中型房企销售毛利率为 28.42%, 较 18 年同期提升 1.04 个百分点, 其中华夏幸福、滨江集团、保利地产及新城控股的销售毛利率分别为 65.3%、45.2%、39.8% 和 38.4%, 均显著高于大中型房

企的平均水平；大中型房企中绿地控股的销售毛利率为 15.2%，由于绿地控股营收占 15 家大中型房企的比例较大，且营收中低毛利率基建业务占比较大，导致 15 家大中型房企销售毛利率低于板块销售毛利率；如剔除绿地控股的影响，其余 14 家大中型房企销售毛利率为 35.67%，高于板块 3.42 个百分点，盈利能力强于板块。

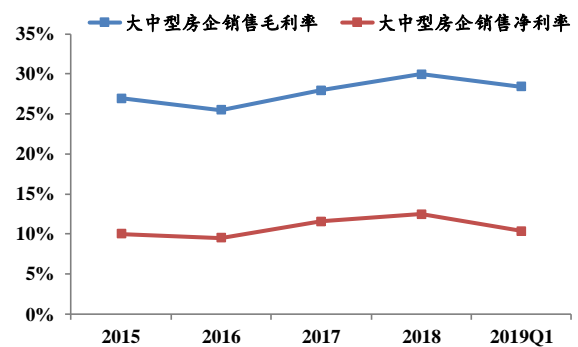
2018 年板块整体销售净利润率为 12.44%，较 17 年同期小幅下降 0.15 个百分点；15 家大中型房企销售净利润率为 12.49%，较 17 年同期提升 0.92 个百分点，略高于板块；其中，金地集团、新城控股、招商蛇口及万科 A 的销售净利率分别为 24.1%、22.6%、22%、16.6% 均显著高于大中型房企的平均水平。2019 年一季度板块整体销售净利润率为 13.15%，较 18 年同期上升 0.25 个百分点；15 家大中型房企销售净利润率为 10.38%，较 18 年同期下降 0.15 个百分点，低于板块；其中，招商蛇口、滨江集团、华夏幸福及金地集团的销售净利率分别为 61.3%、31.6%、29.4%、16.6% 均显著高于大中型房企的平均水平。总体来看，销售毛利率的上升有效推动了盈利能力的提升。

图 7：板块销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

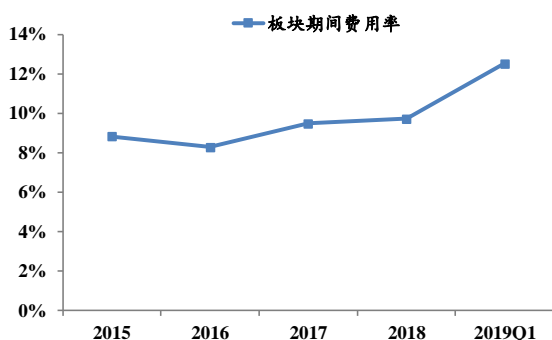
图 8：15 家大中型房企销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

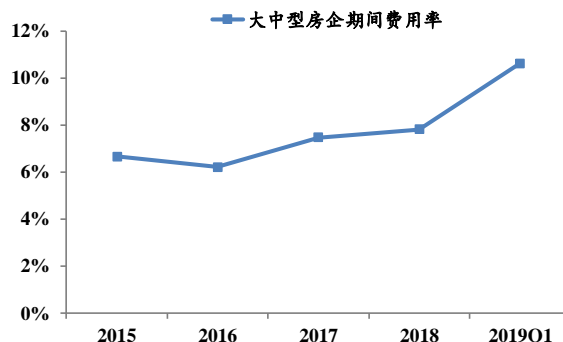
2018 年板块期间费用率为 9.71%，较 17 年同期上升 0.23 个百分点；15 家大中型房企期间费用率为 7.81%，较 17 年同期上升 0.34 个百分点，显著低于整体板块 1.9 个百分点，体现出较强的管控能力。2019 年一季度，板块期间费用率为 12.52%，较 18 年同期下降 0.52 个百分点；15 家大中型房企期间费用率为 10.61%，较 18 年同期下降 0.26 个百分点，显著低于整体板块 1.91 个百分点。2016 年以来，各房企展开了新一轮的扩张，业务的快速扩张对房企的管控能力提出了新的考验，也导致了各项期间费用率的进一步上升，而无疑大中型房企的管控优势更为明显。

图 9：板块期间费用率



资料来源：Wind，民生证券研究院

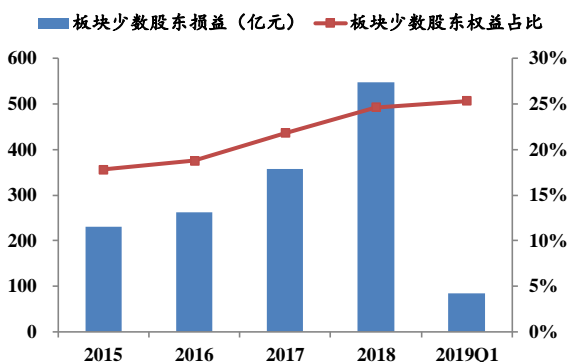
图 10：15 家大中型房企期间费用率



资料来源：Wind，民生证券研究院

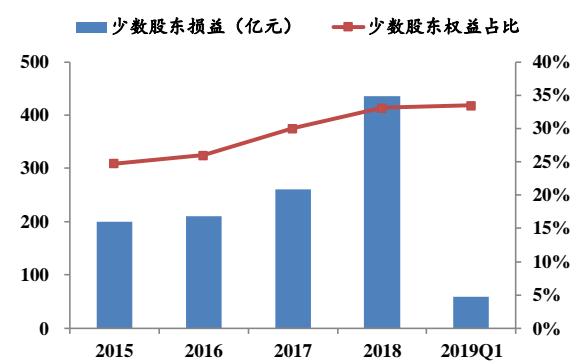
2018 年板块少数股东损益为 547.87 亿元，同比增长 53.65%，少数股东权益占比为 24.63%，较上年同期提升 2.84 个百分点；15 家大中型房企的少数股东损益为 436.31 亿元，同比增长 67.38%，少数股东权益占比为 33.08%，较 17 年同期提升 3.04 个百分点，较板块占比更高，上升更明显；2019 年一季度，板块少数股东损益为 84.23 亿元，同比增长 85.97%，少数股东权益占比为 25.34%，较 18 年同期提升 3.43 个百分点；15 家大中型房企的少数股东损益为 59.63 亿元，同比增长 98.89%，少数股东权益占比为 33.43%，较上年同期提升 3.45 个百分点；在拿地价格保持高位的情况下，房企之间加大了互相之间合作开发的比列致使少数股东权益大幅增加。

图 11：板块少数股东损益及少数股东权益占比



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：15 家大中型房企少数股东损益及少数股东权益占比



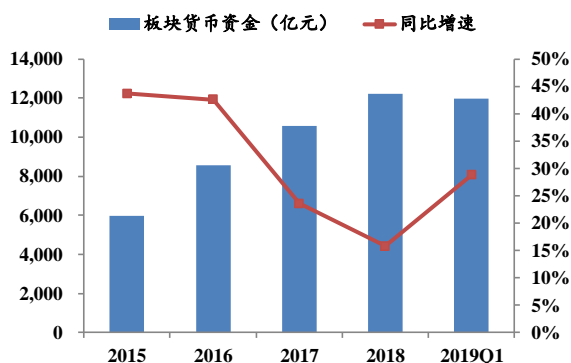
资料来源：Wind，民生证券研究院

2、净负债率持续改善，短期偿债能力无忧

2018 年板块个股的货币资金为 12232.60 亿元，同比增长 15.82%；15 家大中型房企的货币资金为 7854.38 亿元，同比增长 24.17%，高于板块 8.35 个百分点。2019 年一季度，板块个股的货币资金为 11990.93 亿元，同比增长 28.82%；15 家大中型房企的货币资金为 7386.67 亿元，同比增长 41.66%，高于板块 12.84 个百分点。从短期还债的压力来看，2019 年一季度板块的现金短债比为 1.24，较 18 年同期上升 0.12；大中型房企的现金短债比为 1.40，较 18 年同期上升 0.14。总体来看，板块和大中型房企的在手货币资金均能覆盖短期债务，现金短债比小

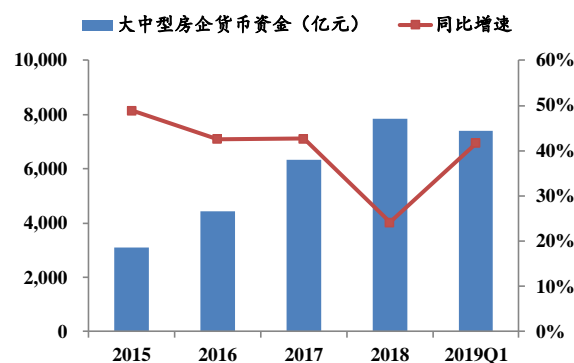
幅上升，总体风险可控，大中型房企的短期还款能力略强于板块。

图 13：板块货币资金及变动



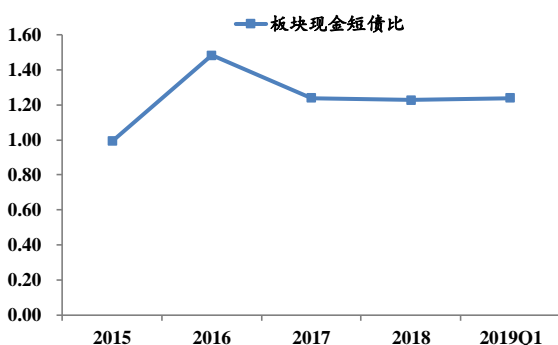
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：15 家大中型房企货币资金及变动



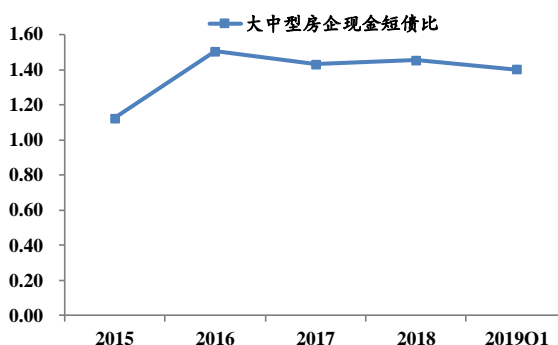
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：板块现金短债比



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：15 家大中型房企现金短债比

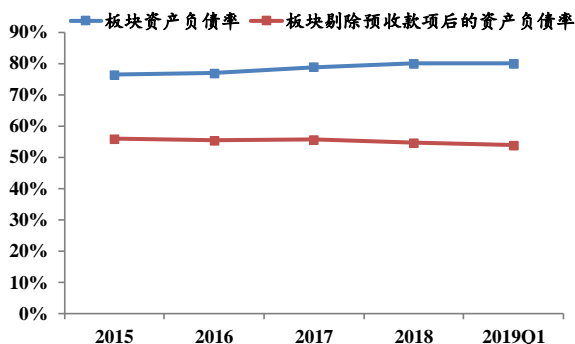


资料来源：Wind，民生证券研究院

2018 年板块整体加权资产负债率为 79.98%，较 17 年上升 1.16 个百分点；15 家大中型房企的资产负债率为 83.61%，较 17 年上升 0.93 个百分点，大中型房企杠杆率更高；板块剔除预收账款的资产负债率为 54.60%，较上年同期下降 1.03 个百分点；15 家大中型房企剔除预收账款的资产负债率为 52.38%，优于板块。板块的净负债率为 93.68%，较 17 年同期下降 2.62%；15 家大中型房企的净负债率为 95.71%，较 17 年同期下降 4.55 个百分点。

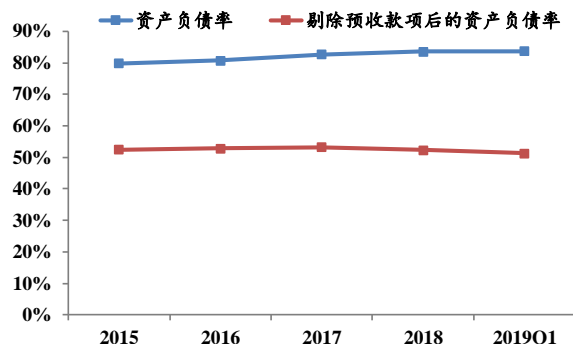
2019 年一季度，板块整体加权资产负债率为 79.99%，较 18 年同期上升 0.8 个百分点；15 家大中型房企的资产负债率为 83.72%，较 18 年同期上升 0.72 个百分点；板块剔除预收账款的资产负债率为 53.82%，较 18 年同期下降 0.44 个百分点；15 家大中型房企剔除预收账款的资产负债率为 51.24%，较 18 年同期上升 0.05 个百分点；板块的净负债率为 99.78%，较 18 年同期下降 9.66 个百分点；15 家大中型房企的净负债率为 97.78%，较 18 年同期下降 31.75 个百分点；虽然大中型房企的资产负债率高于整体地产板块，但预收账款较高使得剔除预收账款后的资产负债率低于板块。总体来看，在“房住不炒”和“去杠杆”的政策指引下，房企的负债情况普遍得到了改善。

图 17: 板块资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率



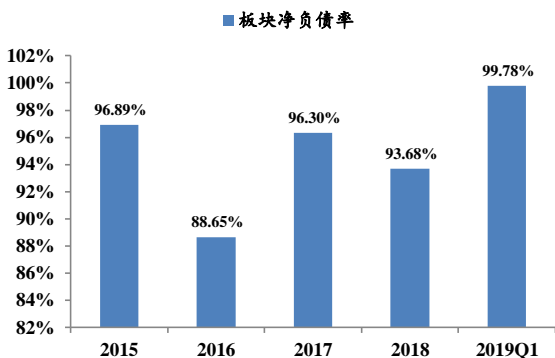
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 18: 大中房企资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率



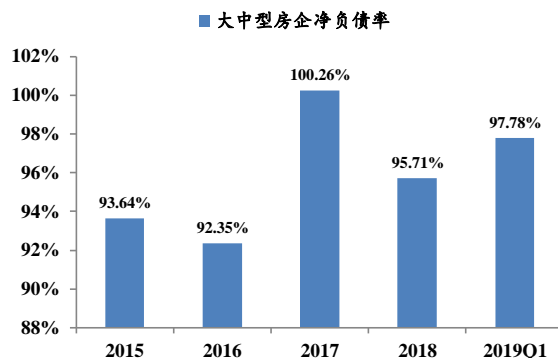
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 板块净负债率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 20: 15 家大中型房企净负债率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3、预收账款覆盖率较高，未来业绩释放有保障

业绩方面，房地产公司的收入和利润主要取决于其前期的销售与结算的节奏。鉴于 2017-2018 年一线房企的销售金额都出现了快速的上涨，同时由于房价的上升也带动了房企毛利率的提升，因此 2019 年一线房企的业绩增速仍有较大保障。结算节奏方面，A 股一线大中型房企 2018 年全年的预收账款大部分均可覆盖当期营业收入 1.5 倍甚至更高，也为未来的业绩结算夯实了基础。

表 1: A 股 15 家大中型房企 2018 年预收账款保障倍数

证券代码	证券简称	2018 年营业收入 (亿元)	2018 年预收账款 (亿元)	预收账款覆 盖倍数
000002.SZ	万科 A	2,976.8	5,049.6	1.7
600048.SH	保利地产	1945.6	2,997.9	1.5
001979.SZ	招商蛇口	882.8	753.5	0.85
600383.SH	金地集团	507.0	697.5	1.4
600606.SH	绿地控股	3,487.3	3,198.7	1.4
600340.SH	华夏幸福	838.0	1,375.1	1.6
601155.SH	新城控股	541.3	1,185.6	2.2
000671.SZ	阳光城	564.7	621.2	1.1
000961.SZ	中南建设	401.1	1,101.2	2.8
000732.SZ	泰禾集团	309.8	373.8	1.2
600466.SH	蓝光发展	308.2	510.0	1.7
000656.SZ	金科股份	412.3	762.8	1.9
600376.SH	首开股份	397.4	631.4	1.6
002146.SZ	荣盛发展	563.7	870.5	1.5
002244.SZ	滨江集团	211.2	252.5	1.2

资料来源：公司公告，民生证券研究院

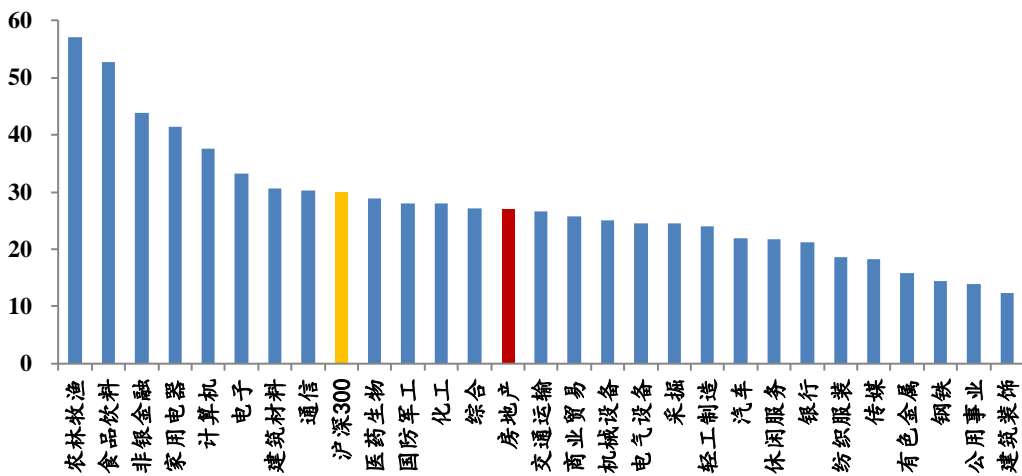
二、市场分析：涨幅落后大盘，估值仍处低位

1、主题概念股涨幅居前，二线房企表现较优

年初至今，申万房地产板块涨幅达 26.9%，跑赢沪深 300 指数 3.1 个百分点，涨幅在各行中排名第 13。板块中涨幅较大的个股以主题、概念股为主，同时部分成长性较好的个股表现优于板块。我们重点关注的房企中，新城控股（涨幅 67.24%）、中南建设（涨幅 56.86%）、阳光城（涨幅 31.76%）、荣盛发展（涨幅 30.19%）和蓝光发展（29.37%）表现优于板块。

从估值角度看，截止 2019 年 4 月 30 日，房地产板块市盈率（TTM，整体法，剔除负值）达到 11.28（相比年初 8.82 倍的 PE 提高了 2.46），历史 PE 分位点为 12.99%，估值相比年初提高了 12.4 个百分点，但在历史上来看，当前板块估值仍处于相对低位。

图 21：年初至今申万房地产板块与其他行业涨跌幅比较（%，总市值加权平均，2019/4/30）



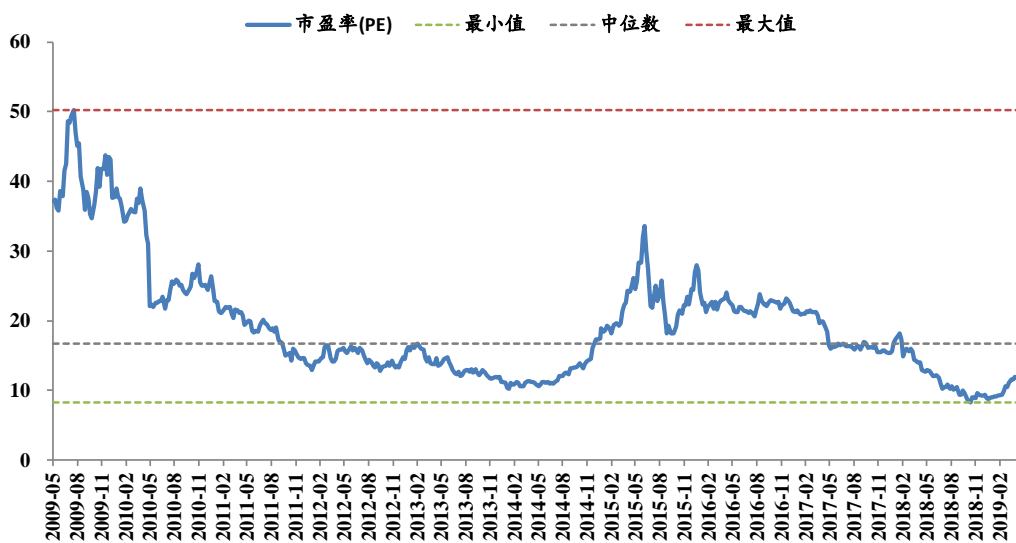
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 22：年初至今申万房地产板块个股涨跌幅排名（2019/4/30）

公司名称	涨幅前20	公司名称	跌幅前20
上实发展	91.20%	中房股份	-12.45%
粤泰股份	85.85%	中天金融	-6.57%
大名城	82.47%	嘉凯城	-4.59%
光明地产	81.66%	亚太实业	-3.28%
市北高新	79.90%	电子城	-1.47%
迪马股份	70.77%	深深房A	0.00%
上海临港	70.31%	深深房B	0.00%
新城控股	67.24%	中洲控股	0.80%
外高桥	64.19%	*ST华业	1.93%
荣丰控股	63.94%	南都物业	3.24%
中南建设	56.86%	天保基建	3.90%
华鑫股份	56.61%	世联行	4.13%
ST新梅	54.65%	世荣兆业	4.21%
苏州高新	53.61%	珠江实业	4.37%
天健集团	53.26%	*ST津滨	4.72%
泛海控股	52.03%	汇丽B	5.10%
中交地产	51.01%	银亿股份	5.45%
北辰实业	50.55%	万泽股份	5.84%
渝开发	46.58%	南国置业	6.25%
凤凰股份	46.25%	中迪投资	6.86%

资料来源：Wind，民生证券研究院

图 23：申万房地产板块估值变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、展望：政策主导，以“稳”为主

展望 2019 年二季度，我们认为房地产的发展仍将以政策为主导，相关政策的核心仍然将以“稳”字当头，具体包括如下三稳，即稳房价、稳地价、稳预期。在当前错综复杂的内外部经济形势下，为防止房价大起大落，合理的政策将实现房地产行业稳定健康的发展。中央以及地方政府因城施策，一方面针对热点城市采用“五限”等行政手段来对房价进行调控，另一方面对于库存较高的地区仍然继续稳妥推进货币化安置的目的，即希望通过行政手段来改变短期内房地产市场的供求关系，做到“稳房价、稳地价、稳预期”。

总体来说，我们认为 2019 年的调控政策将继续以稳为主，既不要期望房价会大幅上涨，也不必担忧房价会出现崩盘。

四、投资建议

我们认为，2019 年房地产板块投资的主线逻辑，相比于 2018 年，将会有以下三方面的转变：

从政策博弈逐渐转向业绩为王。回顾 2018 年，政策基调以严为主，但由于中央和地方政府博弈的存在，以及上一轮房价上涨周期在三四线的延续，使得具体调控政策经历了从年初的宽到年中的严，又从年中的严到年末逐渐放宽的几轮变化，一定程度上扰乱了市场的预期，使得地产板块估值对政策变化极为敏感。未来我们认为，政策将以“稳房价、稳地价、稳预期”为核心思路，我们预计未来一段时间的政策波动将大幅减小。在这种情况下，板块的投资思路也自然的将从政策博弈的估值层面逐渐转向业绩为王的基本面层面，业绩靓丽地产公司，将更受投资者的关注。

从规模导向逐渐转向利润导向。在过去的几年中，由于市场的火爆和三四线的崛起，以及

行业集中度的快速提升，诸多房企经历了规模的快速提升，很多中型房企也在努力冲销售规模和排名。在行业市场规模快速扩张、房价上涨的整体牛市阶段，采用高周转努力做大市场份额的确是行之有效的方法。然而当市场步入平稳发展期之后，利润率将逐渐取代销售规模成为投资者更关注的指标。在这种情况下，拥有优质土地资源或者低价获取土地能力、较高经营管理以及成本管控能力，能够做出优质而精细化产品的房地产企业，即便销售规模未能名列前茅，然而由于净利润方面的优势，也能够得到资本市场的青睐。

行业集中度提升的逻辑仍将延续，但速度将明显降低。过去几年中，受到三四线城市的火爆行情的吸引，一线房企纷纷下沉布局，依靠其本身强大的运营周转能力和品牌优势，降维打击般抢占了大批三四线城市当地小型房企的市场份额，这是之前行业集中度提升的最主要逻辑。未来，虽然一线房企仍将在融资端、拿地端、销售端继续享有较大优势，但由于三四线市场的逐步降温，一线房企大幅蚕食小型房企市场份额的大前提也将逐渐消失，虽然房企间的竞争、并购拿地仍将长时间存在，行业集中度的提升也仍将是长期的趋势，但由于竞争的逐渐白热化，这一趋势的速度无疑将在 2019 年明显放缓。对于上市房企来说，过去几年的对手可能只是三四线本地的小型房企，不堪一击，然而未来将面临的对手可能将越来越强大，这对公司本身的运营管理、产品质量等综合能力也将提出全方位的考验，好的公司也将更有可能脱颖而出，走出 α 行情。

综合上述分析，我们在 A 股建议关注：历经风雨牛熊、强者恒强的龙头房企万科 A、保利地产，资源禀赋优质、高利润率的招商蛇口，拥有产业新城护城河、享受城市群红利的华夏幸福，拥有高效的运营管理能力和激励机制的新城控股、阳光城、中南建设等；H 股推荐关注：融创中国、中国恒大、新城发展控股、合景泰富集团等优质房企。

四、风险提示

调控政策继续大幅收紧引发销售大幅下滑；计提过多存货跌价准备导致年报业绩不达预期。

插图目录

图 1: 板块营业收入及同比增速.....	3
图 2: 15 家大中型房企营业收入及同比增速.....	3
图 3: 板块归母净利润及同比增速.....	4
图 4: 15 家大中型房企归母净利润及同比增速.....	4
图 5: 板块销售商品、提供劳务收到的现金及增速.....	4
图 6: 15 家大中型房企销售收到的现金及增速.....	4
图 7: 板块销售毛利率及销售净利率.....	5
图 8: 15 家大中型房企销售毛利率及销售净利率.....	5
图 9: 板块期间费用率.....	6
图 10: 15 家大中型房企期间费用率.....	6
图 11: 板块少数股东损益及少数股东权益占比.....	6
图 12: 15 家大中型房企少数股东损益及少数股东权益占比.....	6
图 13: 板块货币资金及变动.....	7
图 14: 15 家大中型房企货币资金及变动.....	7
图 15: 板块现金短债比.....	7
图 16: 15 家大中型房企现金短债比.....	7
图 17: 板块资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率.....	8
图 18: 大中房企资产负债率及剔除预收款后的资产负债率.....	8
图 19: 板块净负债率.....	8
图 20: 15 家大中型房企净负债率.....	8
图 21: 年初至今申万房地产板块与其他行业涨跌幅比较(%, 总市值加权平均, 2019/4/30).....	10
图 22: 年初至今申万房地产板块个股涨跌幅排名(2019/4/30).....	10
图 23: 申万房地产板块估值变化.....	11

表格目录

表 1: A 股 15 家大中型房企 2018 年预收账款保障倍数.....	9
--	---

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，房地产行业研究员，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，房地产行业研究员，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。