

融资收紧，龙头优势凸显

2019年07月10日

评级 同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
房地产	1.20	-16.06	8.11
沪深300	4.87	-7.32	9.21

龙靓

执业证书编号: S0530516040001
longliang@cfzq.com

分析师

0731-84403365

韩恩瑶

hancy@cfzq.com

研究助理

18670333068

相关报告

- 《房地产：国家统计局5月房地产行业数据点评：销售降温，投资增速回落》 2019-06-18
- 《房地产：房地产行业2019年5月月报：房价保持平稳，土地市场降温》 2019-06-13
- 《房地产：房地产行业2019年中期策略报告：分化格局中择优》 2019-06-03

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
万科A	2.99	9.76	3.46	8.43	3.89	7.50	推荐
金地集团	1.79	6.98	2.08	5.99	2.44	5.12	推荐
保利地产	1.59	8.47	1.92	7.00	2.25	5.98	谨慎推荐
中南建设	0.58	15.28	1.07	8.28	1.74	5.09	谨慎推荐
招商蛇口	1.93	11.26	2.44	8.91	2.95	7.37	谨慎推荐
首开股份	1.23	7.07	1.33	6.53	1.56	5.57	谨慎推荐
华发股份	1.08	7.57	1.34	6.10	1.62	5.05	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- **板块表现：** 6月，房地产（申万）板块单月涨幅0.90%，跑输上证综指1.86pcts，跑输沪深300指数4.49pcts，涨幅在28个一级行业中排名第17位。子板块中，房地产开发板块单月涨幅1.12%，园区开发板块单月涨幅-1.80%，拖累指数。
- **行业数据表现：**（1）6月百城住宅价格指数同比上升3.87%，继续收窄，环比上升0.37%，环比涨幅扩大。（2）6月，30大中城市商品房成交面积1660.24万平方米，同比增长9.48%，增速回落明显。下半年房地产行业销售增速或将进一步收窄。（3）6月，100大中城市成交土地面积4241.70万平方米，同比下滑20.40%。100大中城市土地溢价率19.29%，较5月回升0.39pcts，其中一线溢价率回升，二三线回落。土地供应方面，土地供应数量和土地供应面积较均大幅下滑。土地供应减少，土地成交降温，土地市场回归理性。
- **行业动态：**（1）2019年上半年已公布销售业绩的8家房企销售业绩可圈可点。（2）尽管部分房企拿地脚步有所加快，在行业处于冷周期中，房企大多依然保持相对谨慎的拿地态度。（3）6月房企融资活动持续降温，具有国企背景的房企和净负债率低的规模房企在融资成本上具有相对优势。（4）监管部门约谈部分信托公司，收紧房地产信托融资，行业融资收紧后，资金将进一步向头部房企集中；由于前期土地市场较为火热，东莞收紧土地政策；西安限购升级，推动房地产市场回归理性。
- **投资建议：** 建议关注具有销售业绩维持较高增速、未来业绩有支撑的招商蛇口、保利地产和中南建设；建议关注估值处于行业低位区间的金地集团；建议关注土地储备集中于一二线城市的首开股份，土地储备集中于粤港澳大湾区的华发股份；融资政策收紧，建议关注现金流量充足、净负债率低的万科A。
- **风险提示：** 房地产政策收紧；房企融资遇困。

内容目录

1 行情回顾.....	3
2 行业数据.....	4
2.1 价格指数延续平稳态势.....	4
2.2 一线城市商品房成交增长稳定.....	5
2.3 土地市场降温中一二线土地韧性显现.....	6
3 行业动态.....	8
3.1 部分房企上半年销售业绩亮眼.....	8
3.2 房企拿地态度整体谨慎.....	9
3.3 6月房企融资活动降温延续.....	10
3.4 行业事件.....	10
3.4.1 监管部门约谈信托，调控房地产信托业务.....	10
3.4.2 东莞土地政策收紧.....	11
3.4.3 西安限购升级.....	11
4 投资建议.....	12

图表目录

图 1: 6月房地产板块涨跌幅.....	3
图 2: 1-6月累计涨跌幅.....	3
图 3: 6月申万一级行业涨跌幅排名.....	3
图 4: 6月涨幅前 10.....	4
图 5: 6月跌幅前 10.....	4
图 6: 房地产板块相对估值.....	4
图 7: 子板块市盈率.....	4
图 8: 百城住宅价格指数.....	5
图 9: 百城住宅价格指数同比涨幅（分层级城市）.....	5
图 10: 百城住宅价格指数环比涨幅（分层级城市）.....	5
图 11: 商品房成交面积（分层级城市）.....	6
图 12: 30大中城市商品房成交面积.....	6
图 13: 100大中城市土地成交面积.....	7
图 14: 100大中城市土地成交面积（层级城市）.....	7
图 15: 100大中城市土地溢价率.....	8
图 16: 100大中城市土地溢价率（分层级城市）.....	8
表 1: 6月成交土地城市排名（按土地规划建筑面积）.....	7
表 2: 6月部分 A 股房企销售业绩.....	8
表 3: 6月重点房企拿地数据.....	9
表 4: 部分房企 6 月新增项目分布地区情况.....	9
表 5: 5 月部分 A 股房企发行债券融资活动.....	10

1 行情回顾

2019年6月，房地产（申万）板块单月涨幅0.90%，跑输上证综指1.86pcts，跑输沪深300指数4.49pcts，涨幅在28个一级行业中排名第17位。子板块中，房地产开发板块单月涨幅1.12%，园区开发板块单月涨幅-1.80%，拖累指数。受上海自贸区和科创板概念推动，园区开发今年以来涨幅40.11%，涨幅亮眼。

图 1：6月房地产板块涨跌幅

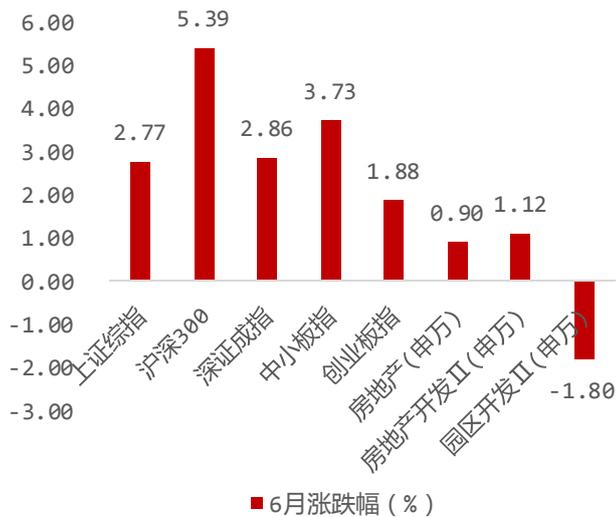
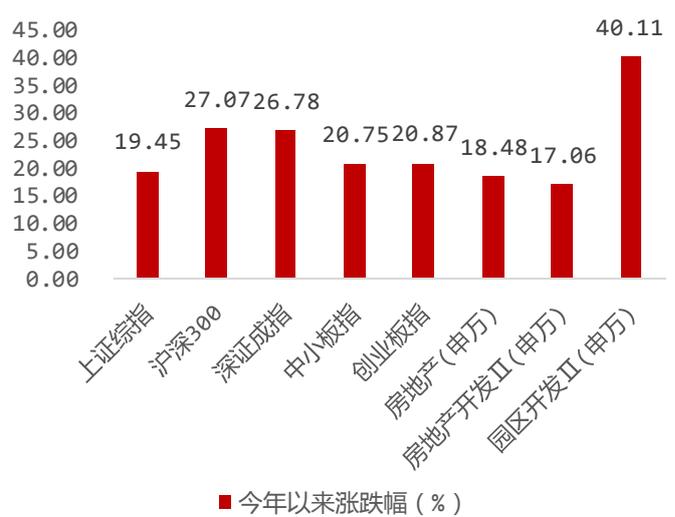


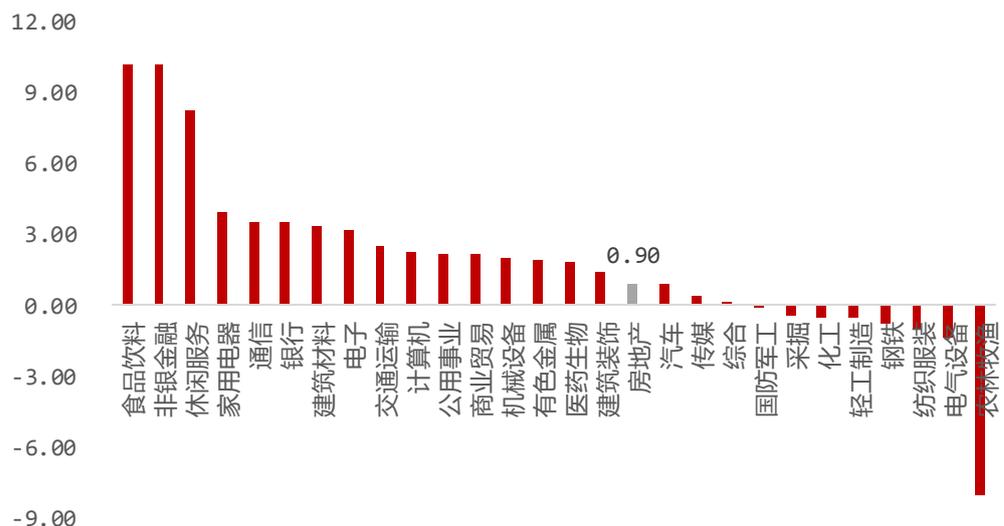
图 2：1-6月累计涨跌幅



资料来源：wind，财富证券

资料来源：wind，财富证券

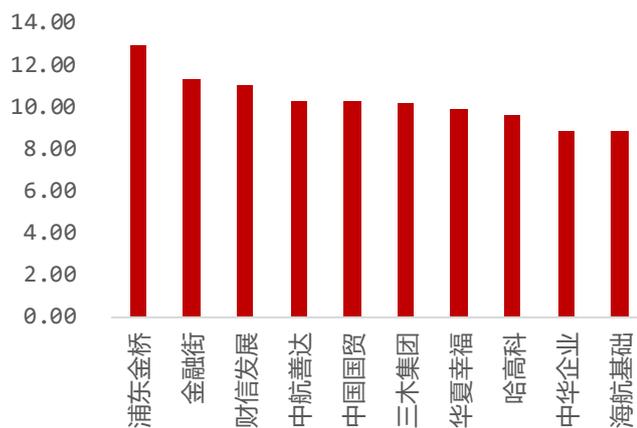
图 3：6月申万一级行业涨跌幅排名



资料来源：wind，财富证券

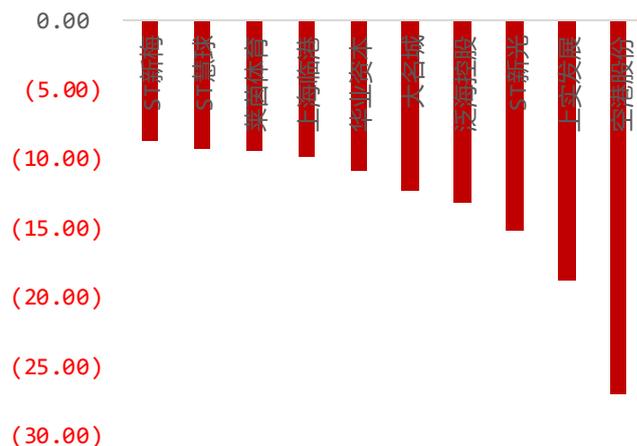
行业中，受并购重组事件推动，哈高科、中航善达等涨幅居前，受上海自贸区等影响，浦东金桥等涨幅居前。重组新规出台后监管表示绩差股出清态势依旧、炒壳监管将更加严格，ST股跌幅较大，ST新光、ST慧球、ST新梅均跌幅居前。

图 4：6 月涨幅前 10



资料来源：wind，财富证券

图 5：6 月跌幅前 10



资料来源：wind，财富证券

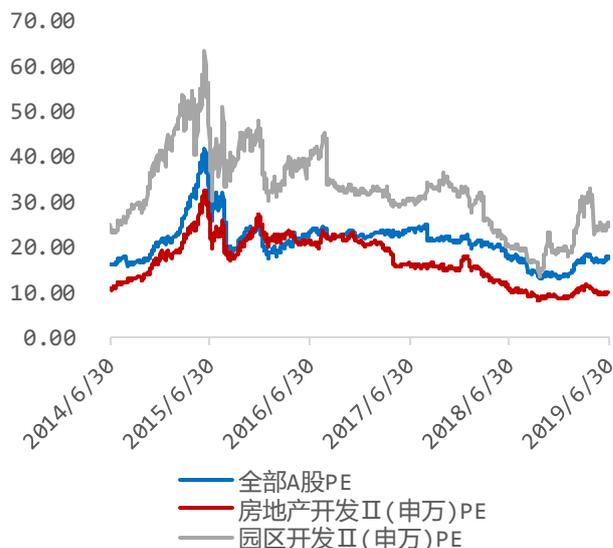
从相对估值看，截止 6 月末，房地产板块 PE 为 10.22X，PB 为 1.39X。其中，房地产开发板块 PE 为 9.77X，相对全部 A 股 PE 折价 44.17%，园区开发板块 PE 为 24.60X，相对全部 A 股 PE 溢价 40.57%。园区开发子板块市盈率相对较高，房地产开发子板块中具有相对低估值优势。

图 6：房地产板块相对估值



资料来源：wind，财富证券

图 7：子板块市盈率



资料来源：wind，财富证券

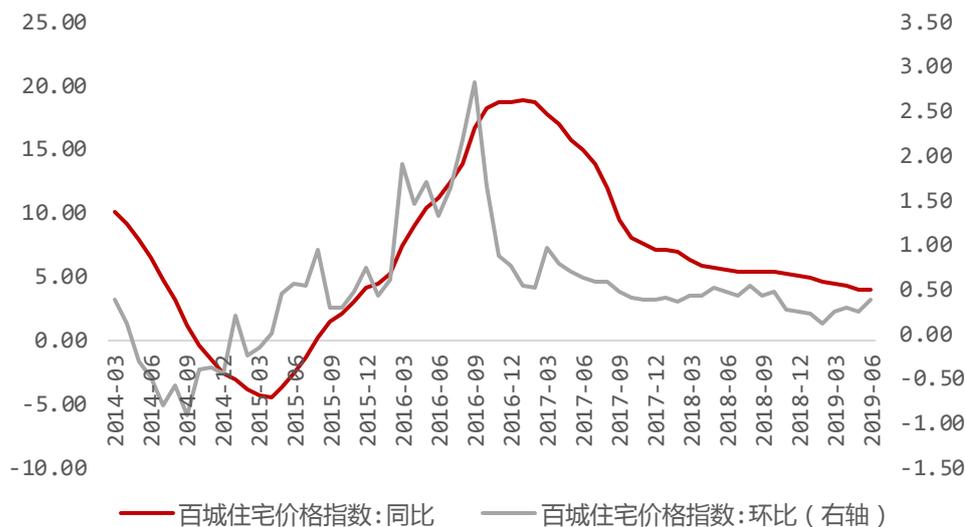
2 行业数据

2.1 价格指数延续平稳态势

6 月百城住宅价格指数同比上升 3.87%，继续收窄，环比上升 0.37%，环比涨幅扩大。

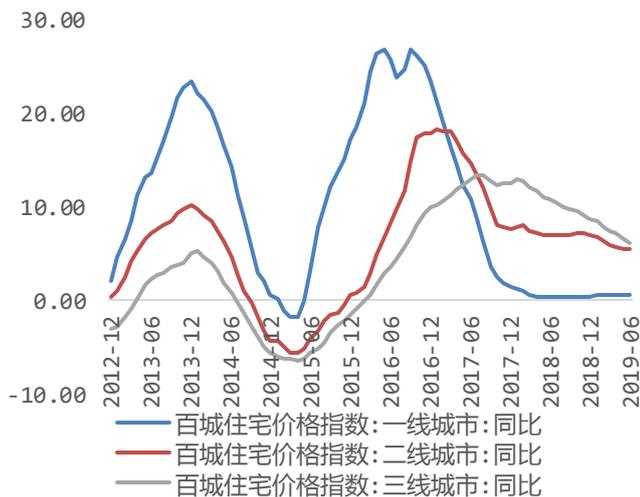
一二三线城市环比涨幅呈现明显分化，其中，一线城市住宅价格指数环比上涨 0.07%，二线城市环比上涨 0.80%，涨幅继续扩大，三线城市环比上涨 0.34%，涨幅收窄。从同比涨幅看，一二三线城市住宅价格指数分别同比上涨 0.55%、5.57%、6.07%，一线城市同比涨幅稳定，二线城市同比涨幅小幅上行，三线城市同比涨幅持续收窄。在稳房价的政策背景下，预计三线城市同比涨幅仍有继续收窄趋势，整体市场房价将持续保持较为平稳的态势。

图 8：百城住宅价格指数



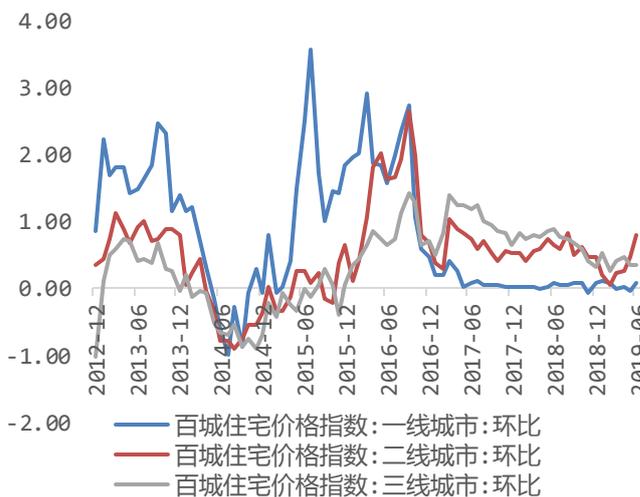
资料来源：wind，财富证券

图 9：百城住宅价格指数同比涨幅（分层级城市）



资料来源：wind，财富证券

图 10：百城住宅价格指数环比涨幅（分层级城市）



资料来源：wind，财富证券

2.2 一线城市商品房成交增长稳定

6 月，30 大中城市商品房成交面积 1660.24 万平方米，同比增长 9.48%，增速回落明显。其中，一、二、三线城市成交面积分别为 327.12、788.11、545.01 万平方米，同比增

长 18.61%、2.62%、15.28%。受到房企半年度业绩考核刺激，房企加大推盘销售力度，30 大中城市中，6 月一二三线城市成交面积环比均上升。但从 30 大中城市商品房成交面积同比增速来看，层级城市间继续分化，其中一线城市由于其人口净流入红利和产业集中优势成交增速相对稳定，二线城市成交增速收窄明显，三线城市成交增速有所回升。

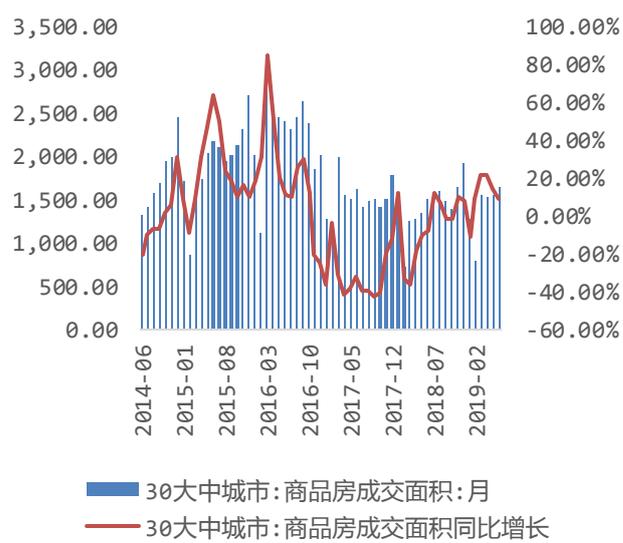
在坚持房地产市场稳定发展的大背景下，房地产调控政策放松的可能性较小，下半年房地产行业销售高速增长趋势难以维持，行业销售增速或将继续收窄。

图 11：商品房成交面积（分层级城市）



资料来源：wind，财富证券

图 12：30 大中城市商品房成交面积



资料来源：wind，财富证券

2.3 土地市场降温中一二线土地韧性显现

6 月，100 大中城市成交土地面积 4241.70 万平方米，同比下滑 20.40%。其中，一线城市成交 273.32 万平方米，同比增长 28.08%；二线城市土地成交 2179.98 万平方米，同比增长 20.12%；三线城市成交 1788.40 万平方米，同比下滑 45.97%，下滑幅度进一步扩大。从土地成交情况看，在土地市场遇冷中，三线城市土地成交持续降温，一、二线城市土地仍然表现出一定韧性。武汉、昆明等部分城市土地热度上升，杭州、南京等地依然受到房企青睐，杭州、南京、深圳、北京、宁波 5 城单月土地成交金额均超过 200 亿元，广州、武汉、重庆、青岛等城市单月土地成交金额也超百亿。

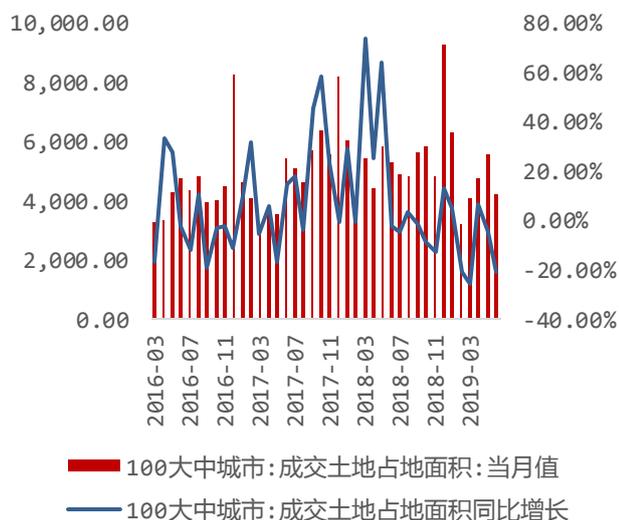
溢价率方面，6 月，100 大中城市土地溢价率 19.29%，较 5 月回升 0.39pcts，其中住宅类用地溢价率 20.83%，较 5 月回落 0.89pcts。6 月，一二三线城市土地溢价率分化，其中，一线城市土地溢价率 23.43%，较 5 月上升 20.25pcts，回升明显；二三线城市溢价率继续回落，二线城市溢价率 17.07%，三线城市溢价率 20.62%。其中，一、二、三线城市住宅类用地溢价率分别为 25.03%、18.77% 和 21.68%。

土地供应方面，土地供应数量和土地供应面积较去年同期下滑。6 月全国供应土地 991 宗，较上月大幅减少；供应土地占地面积 4973.35 万平方米，环比减少 21.19%，同

比减少 10.23%。其中，住宅用地供应宗数 228 宗，环比减少 186 宗，供应土地宗数锐减，住宅用地供应土地占地面积 1152.39 万平方米，环比、同比分别大幅下降 46.69%、32.97%。

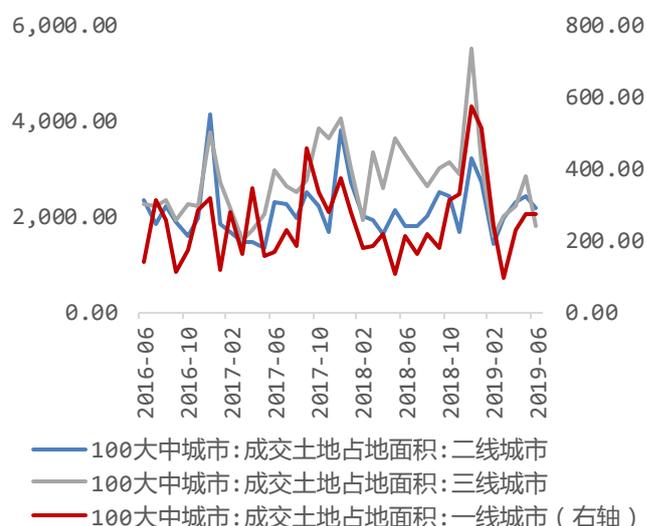
土地供应减少，土地成交降温，溢价率小幅回升。房企对于地块布局战略趋同，一二线重点城市成为房企集中争抢地，一二线土地市场韧性显现。

图 13: 100 大中城市土地成交面积



资料来源: wind, 财富证券

图 14: 100 大中城市土地成交面积 (层级城市)



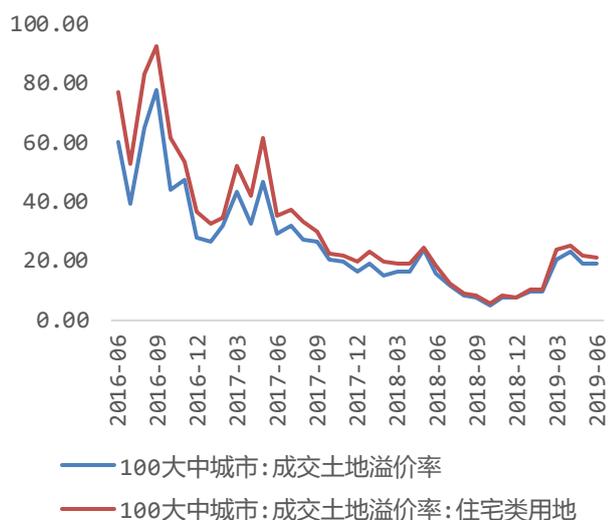
资料来源: wind, 财富证券

表 1: 6 月成交土地城市排名 (按土地规划建筑面积)

排名	城市	成交土地数量	成交土地面积 (万平方米)	成交土地规划建筑面积 (万平方米)	成交总价 (亿元)	楼面价 (元/平方米)	溢价率 (%)
1	武汉市	37	184.01	430.88	190.68	4,425	--
2	昆明市	35	117.74	415.73	91.42	2,199	19.9
3	杭州市	25	180.95	391.96	221.86	5,660	17.55
4	南京市	41	196.94	372.52	299.86	8,050	24.9
5	济南市	31	178.11	357.1	73.24	2,051	--
6	青岛市	61	171.48	343.68	112.80	3,282	1.47
7	重庆市	42	231.78	330.4	153.31	4,640	6.14
8	成都市	20	123.04	300.66	99.58	3,312	37.98
9	赣州市	20	127.82	277.66	22.74	819	32.77
10	丽水市	10	93.85	245.7	31.30	1,274	24.31

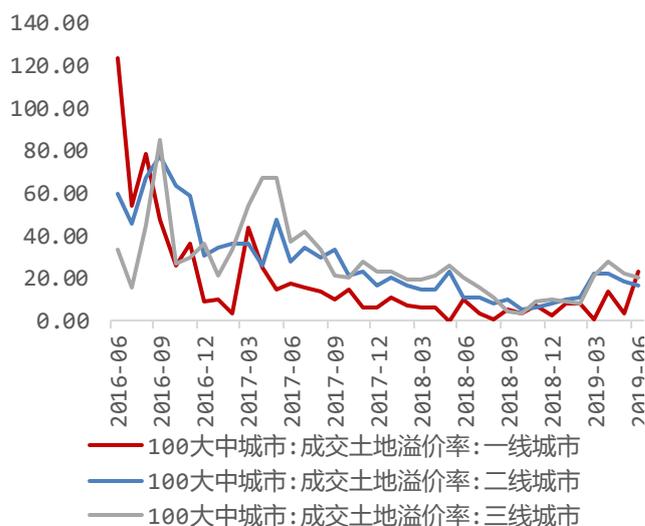
资料来源: wind, 财富证券

图 15: 100 大中城市土地溢价率



资料来源: wind, 财富证券

图 16: 100 大中城市土地溢价率 (分层级城市)



资料来源: wind, 财富证券

3 行业动态

3.1 部分房企上半年销售业绩亮眼

由于 6 月房企面临半年度销售业绩考核, 因而各房企积极推盘销售, 交出了不错的 2019 年上半年销售业绩答卷。截至 7 月 10 日, 万科、保利等 8 家公司公布 6 月销售情况。

6 月单月, 各公司均实现销售额同比正增长, 金地集团和荣盛发展单月销售额增长高达 43.59% 和 34.90%。除金地集团和荣盛发展外, 其他各房企 6 月单月销售同比增速较 5 月回落明显, 显示出房企销售开始呈现乏力现象。1-6 月整体来看, 各公司销售额均呈现同比增长。除了万科销售额同比增长 9.63%, 其他 7 家房企保持了超过 15% 的销售额增速, 上半年销售业绩仍然可圈可点。1-6 月, 招商蛇口、金地集团、首开股份分别实现 34.75%、35.68% 和 31.24% 的销售额增长。2019 年上半年, 金地集团、招商蛇口等房企销售业绩表现亮眼, 将为未来公司收入及利润增长提供坚实基础。

但展望下半年, 在坚持“房住不炒”的大背景下, 整体销售高速增长趋势难以延续, 房地产市场将趋于理性。

表 2: 6 月部分 A 股房企销售业绩

公司	销售额 (亿元)	同比	销售面积 (万平方米)	同比	今年累计销售额 (亿元)	同比	今年累计销售面积 (万平方米)	同比
万科	663.90	1.16%	489.30	8.76%	3340.00	9.63%	2150.10	5.64%
新城控股	295.49	/	253.35	/	1224.18	28.44%	1049.52	35.50%
招商蛇口	283.09	22.13%	148.25	48.74%	1011.92	34.75%	515.23	43.77%

保利地产	636.62	5.76%	409.63	-4.28%	2526.24	17.33%	1636.47	12.56%
金地集团	209.20	43.59%	107.90	23.12%	855.70	35.68%	428.00	13.97%
荣盛发展	145.35	34.90%	128.75	30.42%	465.78	16.16%	422.70	9.85%
首开股份	82.46	13.07%	28.94	-5.36%	403.90	31.24%	144.54	20.03%
中南建设	191.10	17.00%	144.80	7.00%	811.90	24.00%	646.00	24.00%

资料来源：公司公告，财富证券

3.2 房企拿地态度整体谨慎

从6月房企拿地情况来看，碧桂园依然保持较快的拿地步伐，万科、保利、华夏幸福等房企拿地加速，尽管部分房企拿地规模较5月有所提升，但整体来看大部分房企拿地脚步仍保持相对谨慎，大部分房企仍采用以销定存的拿地策略。

表3：6月重点房企拿地数据

企业	拿地数量(宗)	土地面积(万平方米)	规划建筑面积(万平方米)	楼面地价(元/平方米)
万科	22	182.47	410.82	6507.34
碧桂园	27	148.07	331.58	4699.16
保利发展	18	139.29	281.89	8497.75
新城发展控股	12	74.82	197.90	2164.67
华夏幸福	17	83.70	165.53	3844.88
阳光城	8	83.40	160.06	2679.18
绿地控股	8	50.03	130.42	1835.87
荣盛发展	11	64.71	122.18	2817.92
中南建设	10	56.13	121.59	5971.61

资料来源：wind，财富证券

从新增项目分布地区看，绿地控股、新城控股和中南建设拿地多在二三线，大部分房企收缩战线，主要拿地方向重回一二线，苏州土地市场降温后，房企将拿地视线转移至其他一二线城市，武汉、昆明、成都等城市土地成交热度上升。从市场整体看，一二线销售首先企稳回暖且具备销售韧性，房企大多形成一二线为未来主战场的战略预期。一二线具有一定产业和人口流入优势，未来具有更强的销售韧性，布局重回一二线能为房企未来销售韧性提供支撑。

表4：部分房企6月新增项目分布地区情况

公司	拿地情况
万科	广州、昆山、苏州、宁波（2块）、南京、石家庄、临沂、唐山、长春、大连、武汉、贵阳、昆明
新城控股	无锡、天津、嘉兴、九江、长沙（2块）、太原、滁州、铜陵、内江
招商蛇口	武汉、郑州、成都、天津、武汉
保利地产	上海、江门、清远、南京、合肥（4块）、常州、淮安、沧州、邯郸、莆田、天水
金地集团	长春、大连（2块）、鄂州（4块）、长沙、台州、绍兴、济南、镇江

荣盛发展	廊坊（4块）、石家庄、张家界、合肥、滁州（4块）
首开股份	北京（2块）、宁波
绿地控股	宿州、揭阳、宁波、南昌、株洲、宣城、长沙、青岛
中南建设	淮安、镇江（2块）、嘉兴、绍兴、重庆、揭阳
蓝光发展	成都（2块）、昆明、上饶

资料来源：公司公告，财富证券

3.3 6月房企融资活动降温延续

在行业进入疲软期中，资金是房企赖以生存和持续发展的关键。除了抓紧推盘加速销售回款，融资能力和融资成本对房企来说至关重要。随着市场资金偏向宽松，1-4月房企融资活动频繁，5-6月，房企融资活动有所降温。根据wind统计，6月房地产行业发行债券（包括ABS）39支，规模322.69亿元，规模占比1.22%。房地产行业债券发行规模明显减少。

从部分A股房企发行债券融资情况来看，境外融资成本仍然相对偏高，净负债率较低的规模房企（例如金地集团）或国有背景房企（例如招商蛇口、中华企业）的融资成本相对较低。

表 5：5月部分A股房企发行债券融资活动

公司	类型	金额（亿元）	成本	期限
招商蛇口	公司债	23	4.21%	5年
招商蛇口	公司债	12	3.75%	3年
北辰实业	中期票据	10	5.20%	3+N
金地集团	境外子公司美元债	2.5（美元）	5.60%	3年
南湖中宝	境外子公司美元债	1.1（美元）	11.00%	3年
中南建设	境外子公司美元债	3.5（美元）	10.875%	3年
北京城建	超短期融资券	15	3.50%	270天
中华企业	非公开公司债	31.5	4.35%	5年

资料来源：公司公告，财富证券

3.4 行业事件

3.4.1 监管部门约谈信托，调控房地产信托业务

据《证券时报》报道，针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，近日银保监会开展了约谈警示。

今年以来，由于市场资金面宽松，房企资金情况有所改善。1-5月，房企到位资金同比增长7.6%。截至今年一季度末，投向房地产的信托月占比达到14.75%，占比为2012

年来最高。同时，房企整体融资利率整体较去年有所下降。因而房地产投资呈现了较为火热的景象。

在“房住不炒”和“稳房价、稳地价、稳预期”的大背景下，房地产投资的火热现象受到监管部门关注，继5月23号文发布后，监管部门近期约谈了部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司。此次约谈的内容涉及到控制房地产信托规模、暂停通道类房地产项目等。

此次约谈显示出稳定房地产市场、防止房地产市场过度融资的主基调仍未出现变化，房地产行业调控政策放松的可能性很小。同时，今年房地产行业迎来偿债小高峰，此时房地产行业融资趋于收紧，对于房企来说将受到一定冲击。未来，资源进一步向头部房企集中，中小型房企融资将受到一定影响，融资影响将给房企未来储备土地、开发周转等带来连锁反应。行业中，规模较大、杠杆率低、资金充裕或者在今年上半年资金宽裕期进行了融资的房企（例如万科、保利、招商蛇口等）受到的冲击将相对较小，而中小型规模、杠杆率较高或资金紧缺亟需融资的房企未来经营周转将受到一定影响。

3.4.2 东莞土地政策收紧

今年以来，部分一二线重点城市土地市场较为火热。在稳地价、稳房价和一城一策的大背景下，多地政府调整土地政策，对土地市场进行调控，进而对房地产市场预期进行调控。

6月，东莞市公共资源交易网发布《东莞市国土资源网上交易达到上限后的终次报价规则》。规则指出，在网上报价达到上限后，交易系统暂停接受新的报价，转为通过网上最终一次性报价方式，以终次报价中最接近所有终次报价均价的原则确定竞得入选人的竞价方式，其所报价格确定为该宗地最终报价。

由于位于深圳周边，承担承接深圳外溢效应的角色，叠加粤港澳大湾区规划推进，东莞一直以来受到房企和购房者的重点关注。2019年1-5月，东莞市土地市场成交面积898.96万平方米，位于全国第14位，溢价率居前，高达33.60%。此次东莞土地竞拍报价规则的变化，将对“价高者得”的土地价格战得到抑制，推动土地市场回归理性，有效降低土地市场热度。

未来在维持房地产市场稳定发展的政策背景下，除了对房价进行调控外，地方政府的调控将逐渐扩至土地市场，前期较为火热的部分土地市场将逐渐回归理性。

3.4.3 西安限购升级

6月20日，西安发布《关于进一步加强住房市场调控管理的通知》升级限购政策。政策规定，自下发之日起，从市外迁入户籍的居民家庭（退伍转业、家属随军落户的除外）在西安市住房限购区域范围内购买商品住房或二手住房的，应落户满1年，或在西安市连续缴纳12个月的社会保险（或个人所得税）。非西安市户籍居民家庭须在西安市住房限购区域范围内无住房且能够提供5年以上（含5年）个人所得税或社会保险证明，方可购买1套商品住房或二手住房。

从统计局公布的全国 70 城房价指数数据看，5 月，西安新建商品房房价同比上涨 24.4%，环比上涨 2%，涨幅均居 70 城首位。在稳房价的预期和“房住不炒”“因城施策”的背景下，今年以来，房价上涨过快的地区先后升级房地产调控政策，西安房价涨幅居首的表现也带来调控政策升级。

此次限购政策调整后，西安限购区域扩大，将临潼区纳入调控范围。西安对非本市户籍的限购政策从原来的 2 年升级至 5 年，达到全国最严标准，与一线城市持平。同时，落户满一年才可购房的政策也将给人才引进政策所带来的购房热降温，推动房地产市场回归理性。

未来，预期前期房价上涨居前的城市陆续将采取调控政策降温房地产市场，全国房价降更趋于平稳。

4 投资建议

尽管行业整体销售疲软，但仍有部分公司显示出优秀的推盘能力和销售业绩。从销售弹性方面出发，建议关注具有销售业绩维持较高增速、未来业绩有支撑的招商蛇口、保利地产，以及销售增速较为稳定且第二次推出股权激励方案、管理红利有望释放的中南建设。

房地产行业整体估值处于历史低位，部分优质企业具有亮眼的销售业绩且估值处于行业低位。从估值方面出发，建议关注估值低于历史平均水平且处于行业低位区间的金地集团。

未来市场结构分化中，一二线市场和都市圈内城市将具有销售韧性。从销售韧性角度出发，建议关注土地储备集中于一二线且今年以来销售业绩亮眼的首开股份和土地储备主要集中于粤港澳大湾区的华发股份。

资金是房企顺利度过冷周期的关键，通常，企业规模、现金流量情况、负债情况和股权结构对房企评级有较大影响，从而影响房企的融资成本和融资难易程度。从融资方面出发，建议关注现金流量充足、净负债率低的万科 A。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438