

房地产行业

中西部销售略超预期，自筹资金同比转负

行业评级

买入

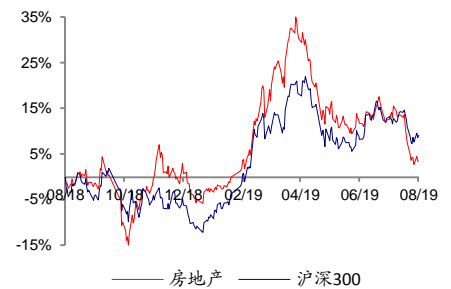
前次评级

买入

报告日期

2019-08-15

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

请注意，乐加栋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:信贷监管从严,头部优势扩大 2019-08-11

房地产行业:基本面景气度回落,继续建议加大板块配置 2019-08-04

房地产行业:政策继续一城一策,土地市场热度回落 2019-07-28

联系人:

邢莘 021-60750620

xingshen@gf.com.cn

核心观点:

● 销售面积单月同比转负为正，中西部略超预期

根据统计局数据，19年1-7月商品房销售面积同比下滑1.3%，较1-6月降幅收窄0.5个百分点，其中7月单月增速由负转正同比上升1.2%，主要由中西部带动，中西部地区单月同比均转正，略超预期。随着高基数压力下降，三季度销售或将边际抬升。

● 土地成交量价降幅均大幅扩大，土地投资或将回落

根据统计局数据，7月土地购置面积同比下降36.8%，降幅扩大22.5个百分点，土地成交价款同比下降27.3%，降幅扩大15.7个百分点。根据中指院数据推演，未来土地成交量价同比降幅或将进一步收窄，然而土地供需受三四线城市降温及高基数影响持续下降，下半年土地投资增速或将出现回落。

● 新开工与投资增速均有所收窄

根据统计局数据，19年1-7月全国房屋新开工面积同比增长9.5%，增速下降0.6个百分点，投资同比上升10.6%，较1-6月收窄0.4个百分点，同期施工面积增速9.0%，较1-6月扩大0.2个百分点，投资增速的下降主要受土地投资增速下降影响导致。

● 房企到位资金增速持续回落，自筹资金单月同比转负

根据统计局数据，19年7月房企到位资金同比上涨5.8%，增速较6月扩大0.1个百分点，而其中自筹资金7月同比转负为负下滑7.4%。7月监管针对房企融资做出多种调控，尤其针对房地产信托业务进行了严格的规定，一方面警示了部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，一方面收紧房地产信托标准，另一方面严格强调加强信托控制，保证3季度房地产信托余额零增长。但从目前来看，这一冲击对主流房企影响有限，融资政策的收紧会使得资源向头部企业集中，使得龙头房企多元化融资优势进一步凸显，从而加大竞争优势。考虑到周期窄幅波动的特征，更应该关注高周转经营能力突出的房企，通过自身经营效率提升获得的增长更具持续性和稳定性。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，二线A股龙头推荐：中南建设、华发股份、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、旭辉控股集团，H股龙头关注：中国金茂、合景泰富等，子领域推荐：中国国贸、新湖中宝和光大嘉宝。

● 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。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
000002.SZ	万科A	人民币	27.13	2019/04/08	买入	39.60	3.48	3.96	7.80	6.85	6.59	7.49	19.9%	18.5%
001979.SZ	招商蛇口	人民币	19.16	2019/03/19	买入	29.80	2.29	2.57	8.37	7.46	8.98	8.33	21.0%	19.1%
600340.SH	华夏幸福	人民币	26.30	2019/05/01	买入	36.99	4.93	6.03	5.33	4.36	8.91	8.33	29.0%	26.2%
000069.SZ	华侨城A	人民币	6.67	2018/11/01	买入	-	1.33	1.42	5.00	4.69	5.77	5.46	15.0%	13.8%
002146.SZ	荣盛发展	人民币	8.27	2019/04/29	买入	13.52	2.25	2.68	3.67	3.08	2.63	0.58	22.6%	21.2%
000961.SZ	中南建设	人民币	7.68	2019/05/31	买入	10.78	1.08	1.89	7.13	4.07	4.59	4.78	19.6%	25.5%
000671.SZ	阳光城	人民币	6.25	2019/04/03	买入	8.89	0.94	1.25	6.68	4.98	10.70	8.40	18.0%	19.5%
600466.SH	蓝光发展	人民币	5.66	2019/03/20	买入	10.04	1.11	1.72	5.08	3.30	11.00	11.78	22.6%	25.8%
600208.SH	新湖中宝	人民币	2.90	2019/03/18	买入	5.20	0.48	0.57	6.10	5.10	23.10	18.50	10.2%	10.9%
600007.SH	中国国贸	人民币	16.26	2019/07/08	买入	19.86	0.92	1.04	17.61	15.70	7.75	6.88	11.8%	11.7%
000402.SZ	金融街	人民币	7.59	2019/08/12	买入	10.31	1.29	1.47	5.89	5.15	12.81	10.65	10.9%	11.1%
02007.HK	碧桂园	港币	9.30	2019/04/13	买入	16.03	1.96	2.26	4.25	3.69	3.30	3.15	23.4%	18.8%
01918.HK	融创中国	港币	31.65	2019/04/07	买入	54.70	5.28	7.00	5.40	4.07	8.35	4.98	27.2%	26.5%
00884.HK	旭辉控股集团	港币	4.45	2019/04/30	买入	6.16	0.91	1.13	4.45	3.57	3.90	3.00	21.6%	21.2%
02202.HK	万科企业	港币	27.00	2019/04/08	买入	38.70	3.48	3.96	6.95	6.11	6.59	7.49	19.9%	18.5%

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(碧桂园、融创中国、旭辉控股集团、万科企业)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;

(4) 表中估值指标按照最新收盘价计算。

目录索引

销售面积单月同比转负为正，中西部略超预期	5
土地成交量价降幅均大幅扩大，土地投资或将回落	7
新开工与投资增速均有所收窄	8
房企到位资金增速持续回落，自筹资金单月同比转负	12

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	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: 19 年 1-7 月 300 城分线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: 房地产开发企业到位资金 (亿元)	12
图 32: 房地产开发企业资金来源分类占比	12
图 33: 房企开发贷及自筹资金累计同比增速	12
图 34: 房企定金预收款及按揭贷累计同比增速	12
图 35: 新增居民中长期贷款 (亿元)	13
图 36: 个人住房贷款余额 (亿元)	13

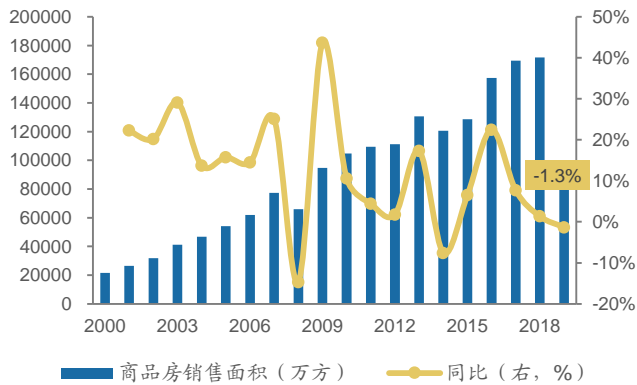
销售面积单月同比转负为正，中西部略超预期

根据统计局数据，19年1-7月全国商品房销售面积8.88亿平米，同比下降1.3%，降幅较1-6月收窄0.5个百分点；住宅方面，1-7月销售面积7.78亿平米，同比下滑0.4%，降幅较1-6月收窄0.6个百分点。

分区域来看，各地区销售情况均有所改善，其中东部地区19年1-7月累计销售面积为3.53亿平米，同比下降4.2%，降幅较1-6月收窄0.4个百分点；中部地区1-7月累计销售面积为2.51亿平米，同比下降0.1%，降幅较1-6月收窄0.4个百分点；西部地区1-7月累计销售面积为2.46亿平米，同比增长2.8%，增速较1-6月上升0.5个百分点；东北部1-7月累计销售面积为3747万平方米，同比下降7.8%，降幅较1-6月收窄0.4个百分点。整体来看，7月单月销售面积转负为正，主要受中部和西部地区带动。

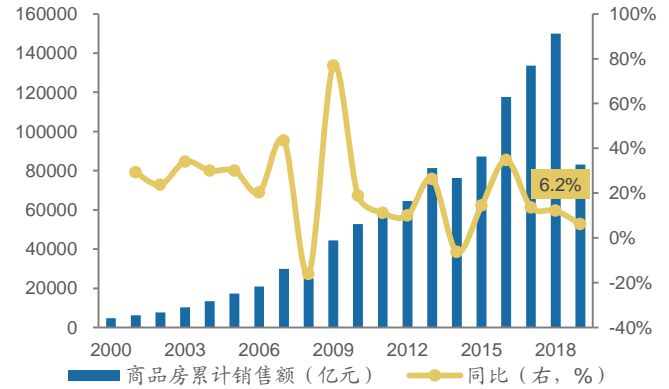
分城市看，我们用房管局的备案高频数据来刻画一、二线城市的销售情况，具体来看，19年1-7月4大一线城市销售面积同比增长21.7%，增速较1-6月收窄3.7个百分点，12个二线城市同比增长6.9%，增速较1-6月持平。根据房管局口径的一二线城市销售数据，同时结合全国商品房销售面积，我们反推算三四线的销售面积，根据推算结果，19年1-7月三四线销售面积同比下降2.7%，降幅较1-6月收窄0.4个百分点，其中7月单月同比上升0.5%。

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

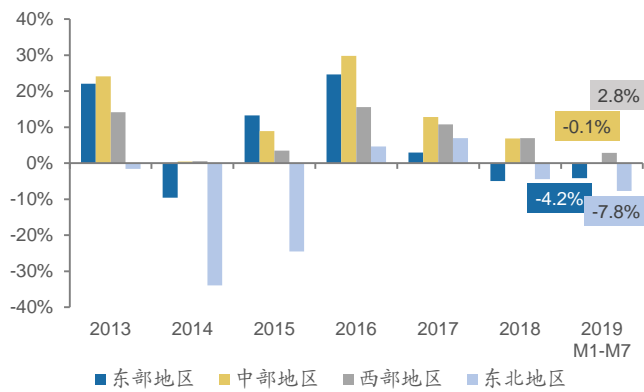
图2：商品房年度销售金额及增速



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

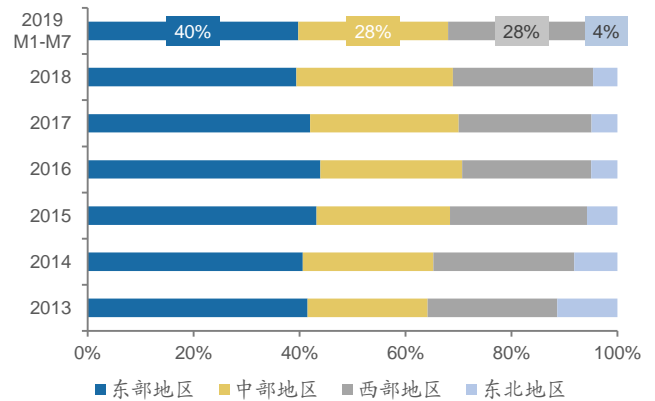
销售金额方面，19年1-7月商品房销售金额8.32万亿元，同比上升6.2%，增速较1-6月扩大0.6个百分点。住宅方面，1-7月住宅销售金额7.24万亿元，同比增长9.2%，增速较1-6月上升0.8个百分点。销售金额与销售面积增速差反映了销售均价的上涨，19年1-7月商品房销售均价9367元/平米，同比上涨7.7%，增速较1-6月上升0.2个百分点，住宅均价为9315元/平米，同比上涨9.6%，增速较1-6月上升0.1个百分点。

图3: 历年商品房销售面积分区域增速



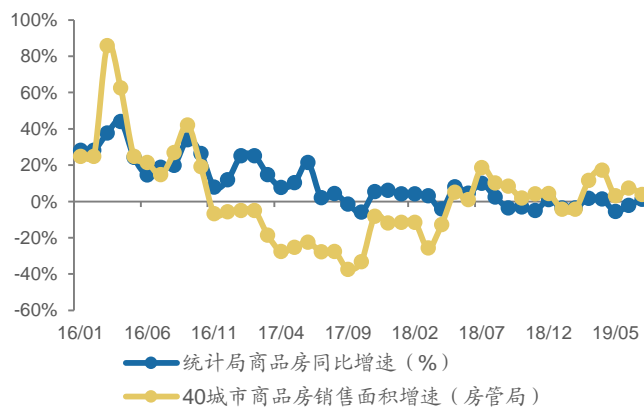
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图4: 历年商品房销售面积分区域占比



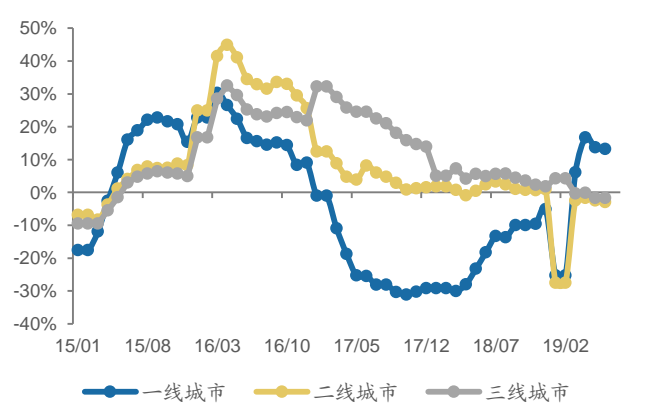
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图5: 商品房销售面积累计同比增速对比



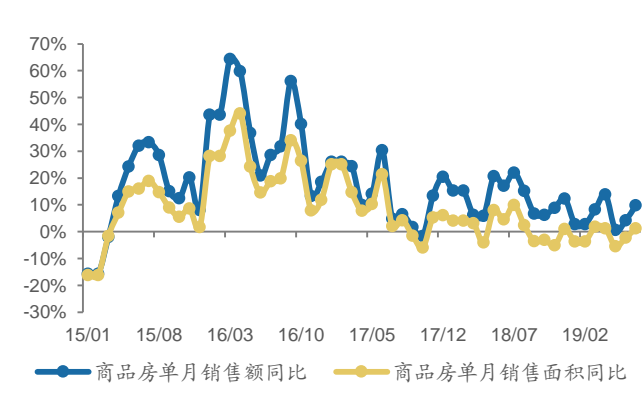
数据来源: 统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 各线城市商品房成交面积同比



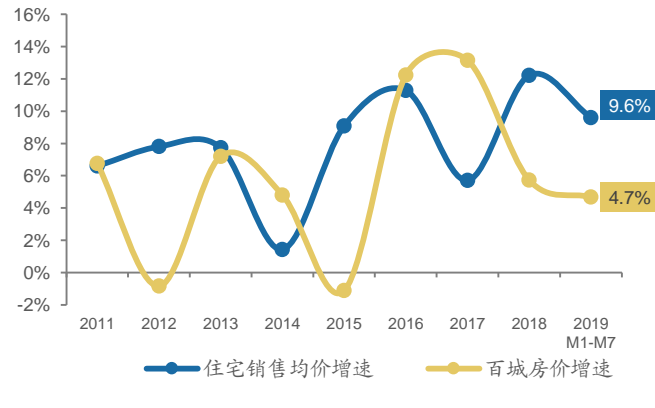
数据来源: 统计局, 房管局, 广发证券发展研究中心

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



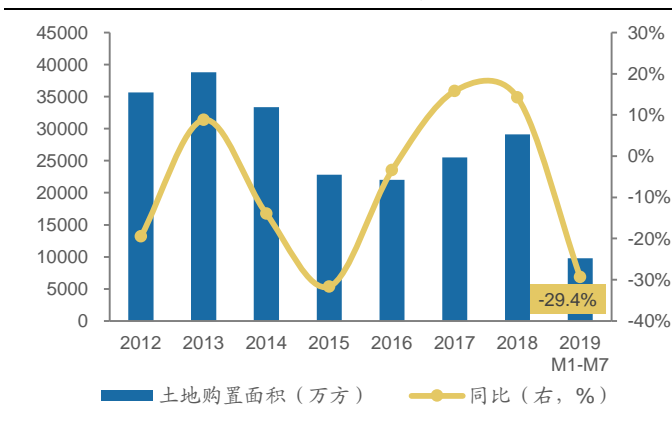
数据来源: 统计局, 中指院, 广发证券发展研究中心

整体来看, 7月东部和东北地区的单月销售面积同比降幅均有所收窄, 中部和西部地区则转负为正, 各区域市场同比均有所改善, 带动整体7月成交增速转负为正。进入三季度, 伴随全年高基数压力的下降, 销售或将边际改善。

土地成交量降幅均大幅扩大，土地投资或将回落

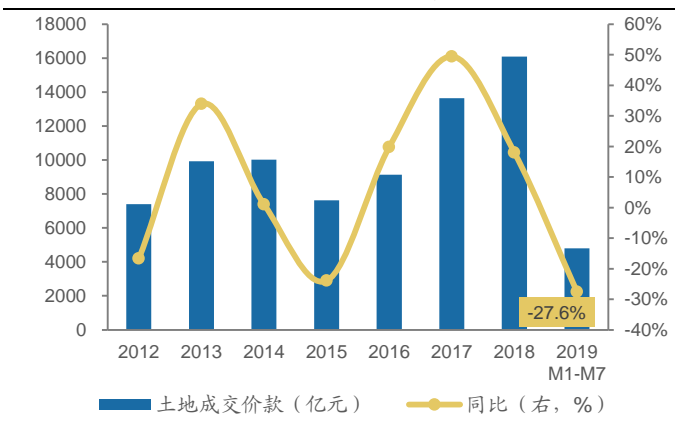
根据统计局数据，19年1-7月房地产开发企业土地购置面积9761万平方米，同比下降29.4%，降幅较1-6月扩大1.8个百分点；土地成交价款方面，19年1-7月成交价款4795亿元，同比下降27.6%，降幅较1-6月收窄0.1个百分点。7月单月来看，土地购置面积1726万方，同比下降36.8%，降幅扩大22.5个百分点，土地成交价款984亿元，同比下降27.3%，降幅扩大15.8个百分点。土地成交价款以及购置面积增速差反映了土地价格的上升，从土地价格（土地成交价款/土地购置面积）来看，19年1-7月全国土地价格为4912元/平米，同比上升2.6%。

图9：土地购置面积（万方）及增速



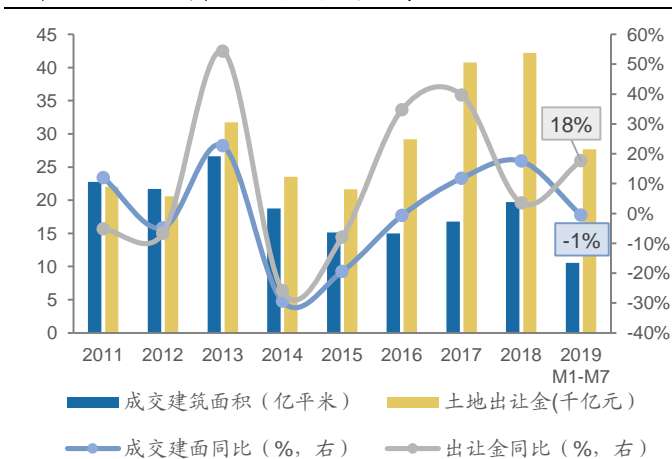
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图10：土地成交价款（亿元）及增速



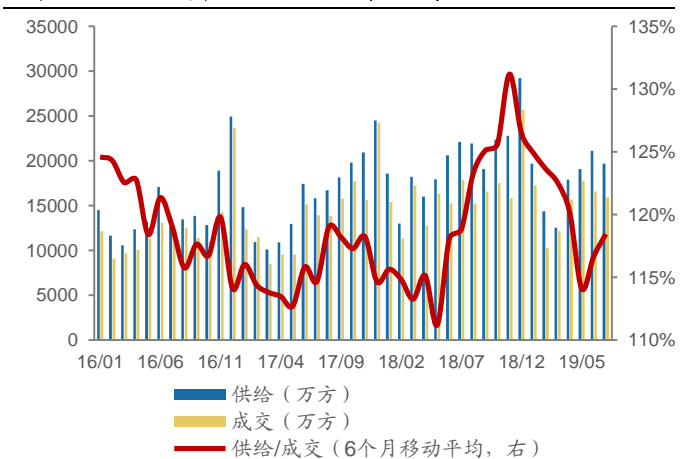
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

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）



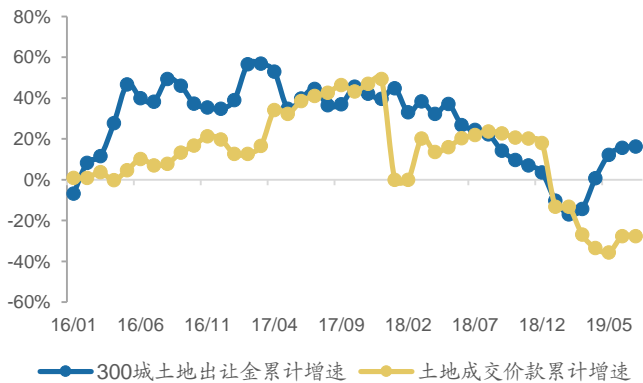
数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

中指院数据来看，300城市19年1-7月全类型土地出让建筑面积10.37亿平米，同比下降2.4%。分线来看，1-7月一线、二线城市土地成交建面累计同比分别上升38.5%、12.6%，三四线城市则累计同比下降13.8%。出让金方面，300城市19年1-7月土地出让金为2.74万亿元，同比上升16.3%，分线城市来看，一线、二线城市1-7月累计同比分别上升26.6%、31.6%，而三线城市则同比下降6.0%。从地价和房价增速关

系来看，中指院300城市19年1-7月楼面价同比上涨19.2%，而同期统计局销售均价增速7.7%，地价增速高于房价增速。

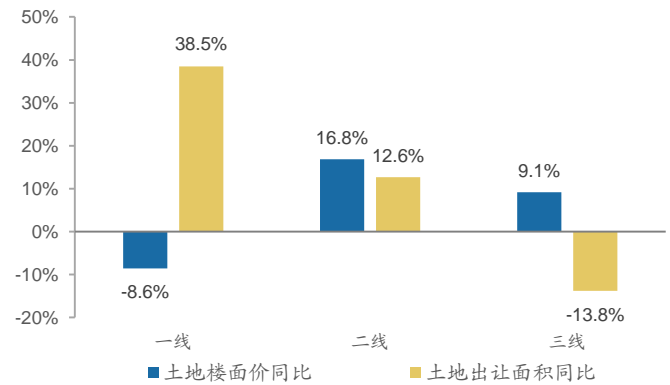
总体来看，统计局口径土地成交数据较中指院口径数据存在一定滞后，以中指院数据趋势判断，8-9月统计局土地成交价款同比降幅或将收窄，然而土地供需受三四线市场降温及高基数影响持续下降，预计下半年土地投资增速或将出现回落。

图13: 土地成交价款与300城市土地出让金增速比较



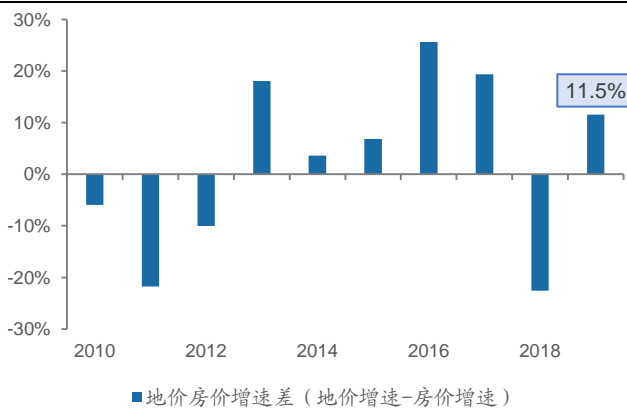
数据来源: CREIS, 统计局, 广发证券发展研究中心

图14: 19年1-7月300城分线楼面价及出让面积增速



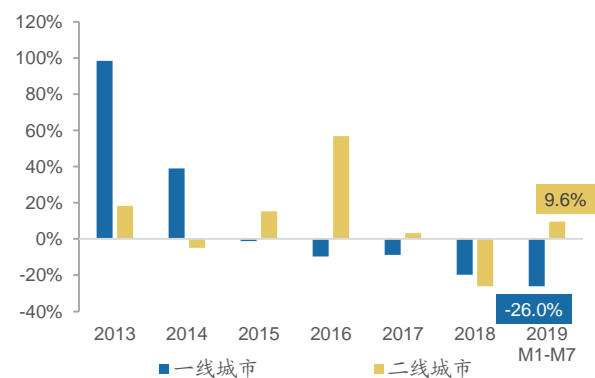
数据来源: CREIS, 广发证券发展研究中心

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, 中指院, 广发证券发展研究中心

注: 增速差为地价增速减房价增速

新开工与投资增速均有所收窄

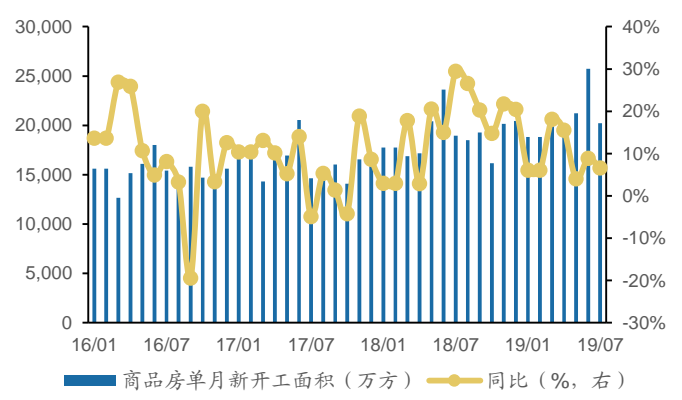
根据统计局数据, 19年1-7月全国房屋新开工面积12.57亿平米, 同比增长9.5%, 增速较1-6月下降0.6个百分点; 住宅方面, 19年1-7月住宅新开工面积9.28亿平米, 同比增长9.6%, 增速较1-6月下降0.8个百分点。此外, 商办等非住宅19年1-7月全年新开工面积3.29亿平米, 同比上涨9.3%, 涨幅较1-6月扩大0.2个百分点。

图17: 全国房屋新开工面积规模及增速 (年度)



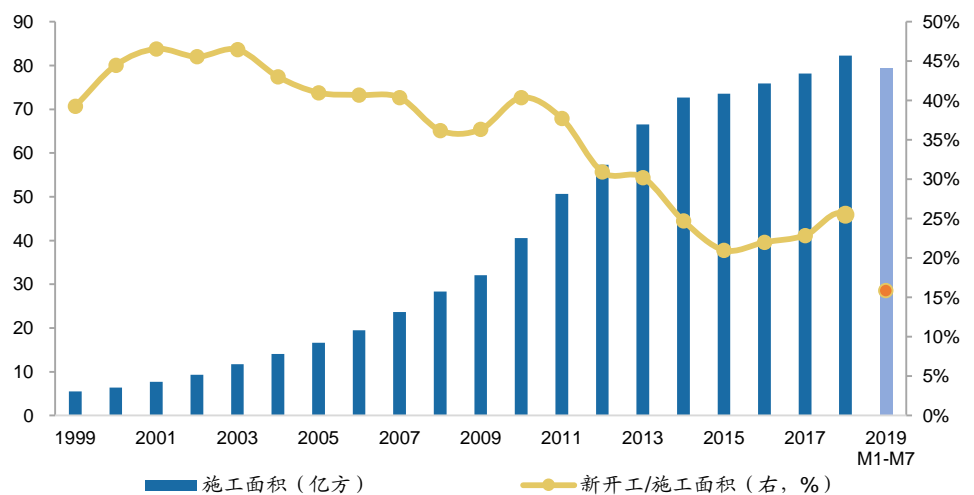
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图18: 全国房屋新开工面积规模及增速 (月度)



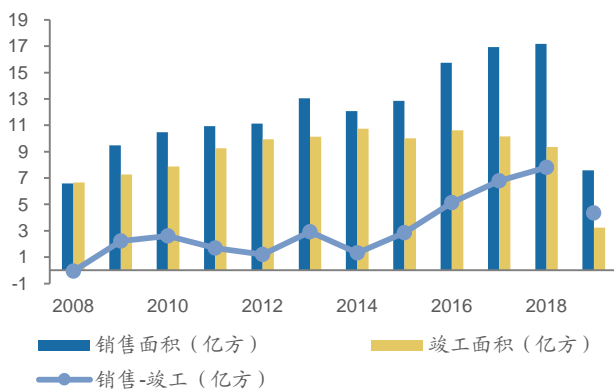
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图19: 全国商品房新开工面积与施工面积关系图



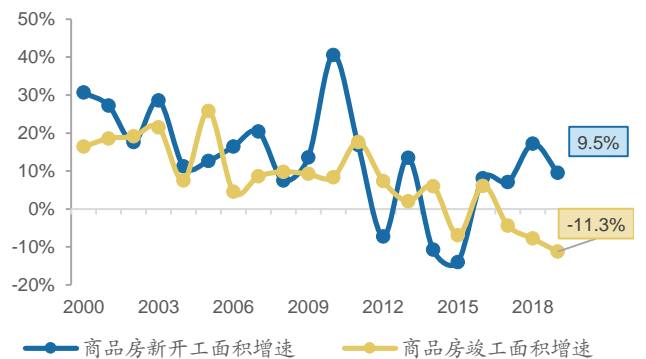
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

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

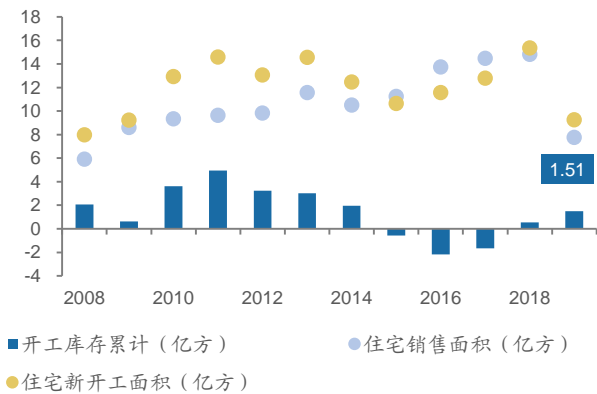
施工面积方面, 19年1-7月累计施工面积为79.42亿平米, 同比增长9.0%, 其中新开工占比为15.8%。竣工方面, 19年1-7月竣工面积3.73亿平米, 同比下滑11.3%,

降幅较1-6月收窄1.4个百分点。自17年10月以来，房企基于资金运用效率的考虑，竣工面积连续21个月下滑，19年1-7月房企竣工交付节奏继续放缓，但1-7月竣工降幅有所收窄，关注竣工持续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1-7月住宅开工库存继续累计上升至1.51亿平方米（年内开工-年内销售）。整体来看，19年住宅中期库存（累计开工-累计销售）上行至28.62亿平，中期库存去化周期（移动平均12个月）则上行至23.26个月。

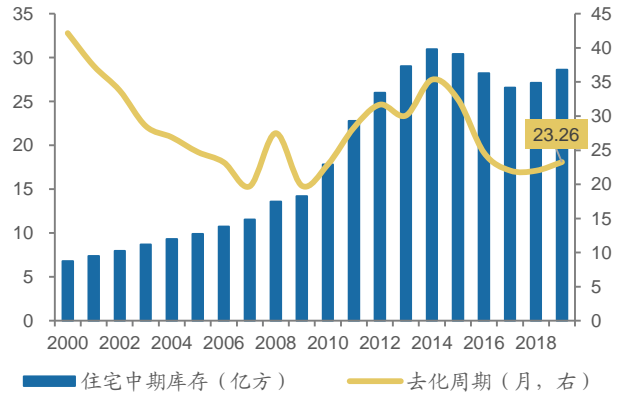
停工面积方面，截至19年1-7月商品房累计停工面积（累计新开工-上年累计竣工-年内累计施工）为33.30亿平方米，而19年1-7月当期净停工面积6.03亿平方米，同比下降9.0%。

图22: 住宅销售面积与新开工面积关系



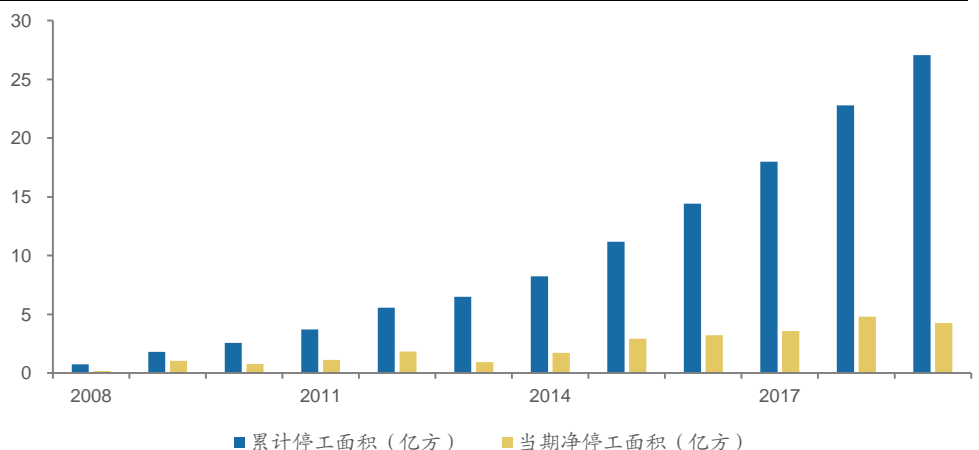
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

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

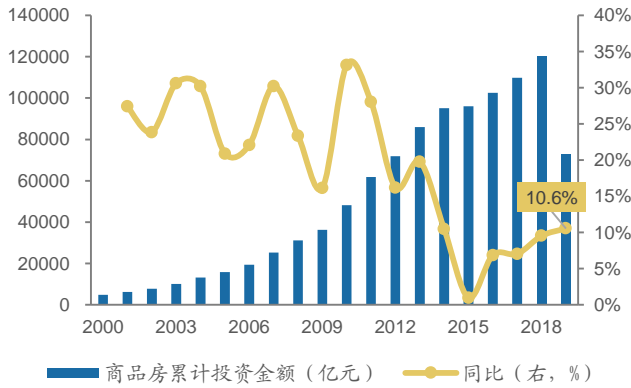


数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

投资方面，19年1-7月全国房地产开发投资7.28万亿元，同比增长10.6%，增速较1-6月下降0.4%；住宅投资方面，19年1-7月住宅投资5.35万亿元，同比增长15.1%，

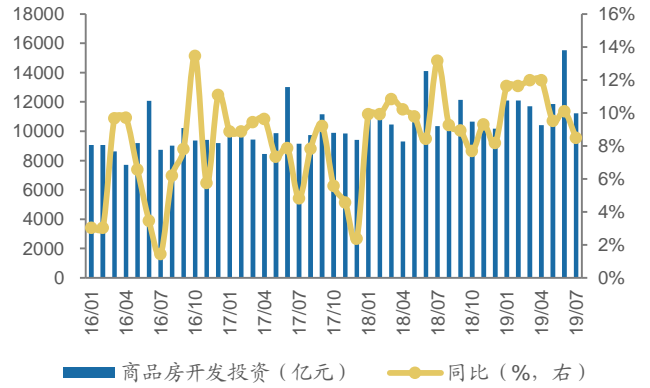
增速较1-6月收窄0.7个百分点。将投资拆分区域来看，19年1-7月东部、中部、西部、东北地区房地产开发投资分别同比上涨9.2%、9.5%、15.1%、11.0%，其中东部地区、西部地区、东北地区增速较1-6月分别收窄0.7、0.4、1.7个百分点，而中部地区较1-6月扩大0.6个百分点。

图25: 全国房地产开发投资规模及增速 (年度)



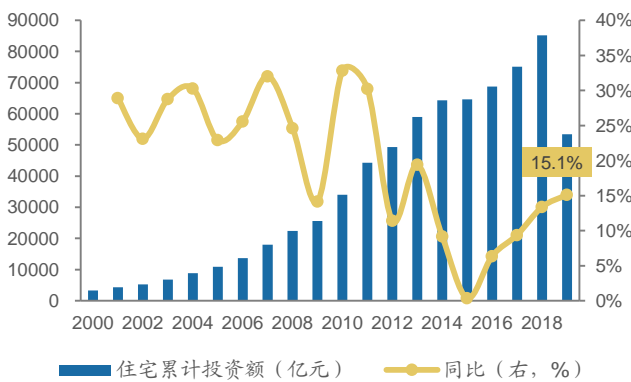
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图26: 全国房地产开发投资规模及增速 (月度)



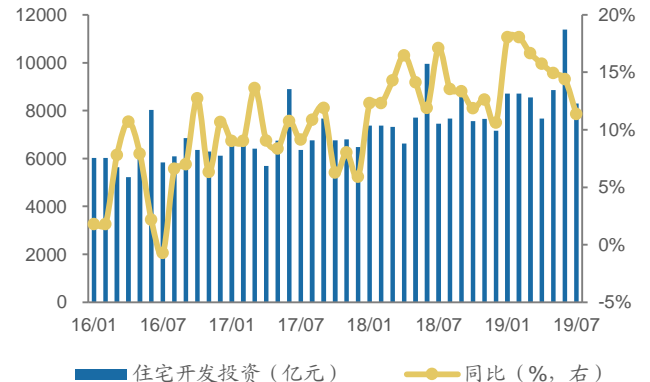
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图27: 全国住宅开发投资规模及增速 (年度)



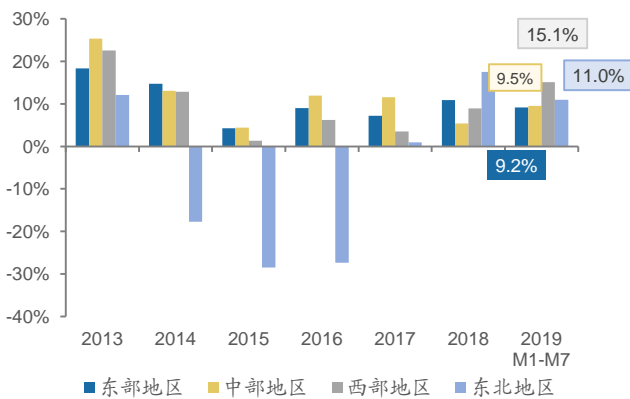
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图28: 全国住宅开发投资规模及增速 (月度)



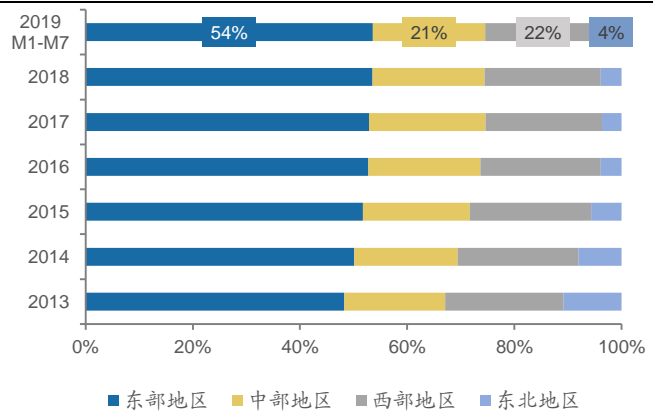
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

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



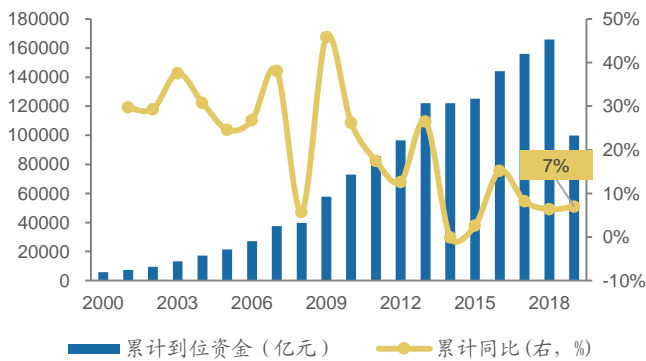
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

值得注意的是，19年1-7月投资同比上升10.6%，较1-6月收窄0.4个百分点，同期施工面积增速9.0%，较1-6月扩大0.2个百分点，投资增速的下降主要受土地投资增速下降影响导致。

房企到位资金增速持续回落，自筹资金单月同比转负

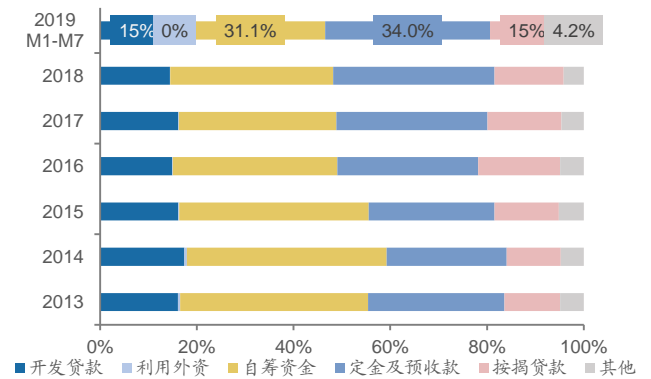
根据统计局数据，19年1-7月房地产开发企业到位资金9.98万亿元，同比增长7.0%，增速较1-6月收窄0.2个百分点。具体来看，国内贷款（开发贷）1.54万亿元，累计同比上涨9.5%，增速较1-6月扩大1.0个百分点；自筹资金3.10万亿元，累计同比上涨2.8%，增速较1-6月收窄1.9个百分点，其中7月但与同比转负下滑7.4%。

图31: 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

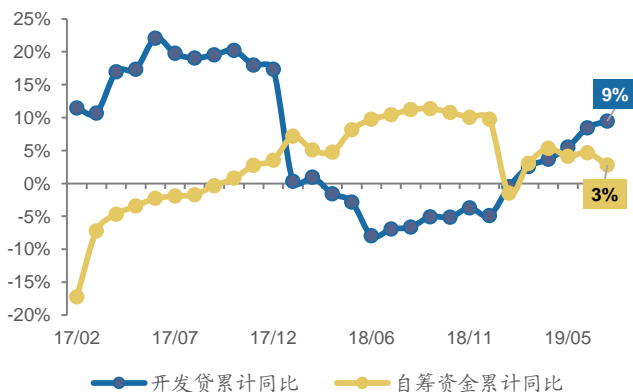
图32: 房地产开发企业资金来源分类占比



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

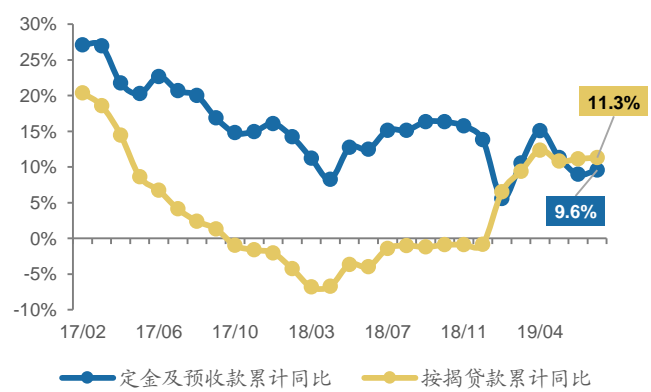
其他资金方面，统计局数据显示，19年1-7月其他资金5.33万亿元，同比增长8.7%。其他资金中，定金及预收款为3.40万亿元，同比增长9.6%，增速较1-6月扩大0.6个百分点，个人按揭贷款为1.52万亿元，同比增长11.3%，增速较1-6月扩大0.2个百分点。

图33: 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34: 房企定金预收款及按揭贷累计同比增速



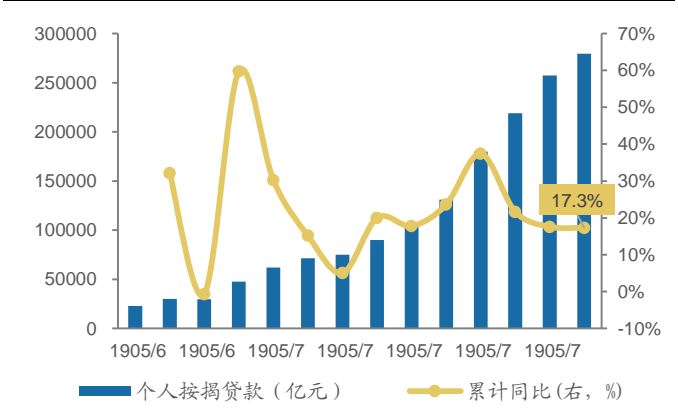
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图35: 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36: 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7月房企到位资金同比上涨5.8%, 增速较6月扩大0.1个百分点, 而其中自筹资金7月同比转正为负下滑7.4%。7月监管针对房企融资做出多种调控, 尤其针对房地产信托业务进行了严格的规定, 一方面警示了部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司, 一方面收紧房地产信托标准, 另一方面严格强调加强信托控制, 保证3季度房地产信托余额零增长。但从目前来看, 这一冲击对主流房企影响有限, 融资政策的收紧会使得资源向头部企业集中, 使得龙头房企多元化融资优势进一步凸显, 从而加大竞争优势。

考虑到周期窄幅波动的特征, 更应该关注高周转经营能力突出的房企, 通过自身经营效率提升获得的增长更具持续性和稳定性。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, 二线A股龙头推荐: 中南建设、华发股份、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、旭辉控股集团, H股龙头关注: 中国金茂、合景泰富等, 子领域推荐: 中国国贸、新湖中宝和光大嘉宝。

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。
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	510627	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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。