

# 销售低位波动，投资缓慢下行

## ——三四季度房地产市场预测

### 报告导读

➤ 本报告梳理2019年房地产调控政策，并预测未来房地产销售和投资增速。

### 投资要点

#### □ 房地产政策：有张有弛，房企融资边际收紧

从中央到地方的政策再到具体的融资政策，可以看到2019年房地产总体调控思路并未发生明显变化，松紧适度、以稳为主。各个城市遵循“一城一策”的原则，表现为“有保有压”，对于房地产市场较差的低能级城市采取托底政策，对于市场表现过热的高能级城市进行一定的降温，以达到“稳地价、稳房价、稳预期”的目的。同时杜绝资金不规范流向房地产领域，对房企的融资来源进行严格监管和规范。

目前针对房企信托融资、银行贷款、发债、发行ABS、海外融资等，监管部门出台相关文件，收紧融资条件。

#### □ 房地产销售：低位窄幅波动

**销售面积：**市场过热的城市调控政策将进行适度降温；而由热转冷的城市或非热点城市，政策将边际放松或保持相对宽松的状态，该政策有助于稳定房地产销售的波动。受广大三四线非热点城市增长乏力的影响，全国销售面积增速将持续在0轴以下。因此预计2019年三四季度全国销售面积增速将在0至-2%之间小幅波动。

**销售额：**政府“稳房价”的决心不改，因此在住宅价格增速波动减弱的背景下，未来销售面积增速对销售额增速的趋势变化和波动幅度的影响将越来越大。预计2019年三四季度销售额增速也将维持窄幅波动，大约在5%至6%之间。

#### □ 房地产投资：缓慢下行，结构有所优化

**土地购置费：**受土地市场降温的影响，2019年9月开始，土地购置费增速将面临较大压力，对房地产投资的支撑将明显减弱，全年增速可能降至个位数或0轴。

**建安投资：**房地产开发资金来源增速缓慢下行，那么从总体上看可能会压缩建安投资增速上升的空间。但2019年9月之后土地购置费的缴款压力将明显下降，那么可用于建安投资的资金将更加充沛；2016-2017年出售的大量期房在今明两年面临较大的交房压力，因此客观上将推升开发商的施工速度。因此，建安投资可能稳中上升，预计三四季度上升至7%-8%之间。

房地产投资中土地购置费占比可能从历史高位的30%逐渐下滑至25%左右；那么预计到年底房地产投资增速将从目前的10.6%逐渐放缓至6%左右。

**风险提示：**房地产调控政策超预期变化。

宏观首席分析师：孙付

执业证书号：S1230514100002

电话：021-80106044

邮箱：sunfu@stocke.com.cn

高级宏观分析师：胡娟

执业证书号：S1230519040003

电话：021-80106009

邮箱：hujuan@stocke.com.cn

### 相关报告

报告撰写人：胡娟

数据支持人：胡娟

## 正文目录

<b>1. 房地产政策：有张有弛，融资边际收紧</b>	<b>3</b>
1.1. 总体调控思路：始终围绕建立长效机制	3
1.2. 地方调控政策：坚持房住不炒、落实一城一策	3
1.3. 融资政策：监管趋严、边际收紧	4
<b>2. 房地产销售：低位窄幅波动</b>	<b>5</b>
2.1. 销售面积增速在 0 至-2%小幅波动	5
2.2. 销售额增速在 5%至 6%窄幅震荡	5
<b>3. 房地产投资：缓慢下行，结构有所优化</b>	<b>6</b>
3.1. 土地购置费：增速或降至个位数或 0 轴	6
3.2. 建安投资：稳中小升	7
3.2.1. 资金来源增速放缓，或压缩建安投资修复空间	7
3.2.2. 资金使用结构优化和交房压力，或推升施工进度	8

## 图表目录

图 1：2019 年以来热点城市的市场回温，销售增速转正	5
图 2：2018 年以来在政府调控下，住宅价格增速波动明显减弱	6
图 3：住宅价格增速波动减弱，销售面积增速对销售额增速的影响将越来越大	6
图 4：2019 年土地购置费增速高位下滑，建安投资有所修复	7
图 5：2019 年土地购置费增速将降至个位数，2020Q1 触底	7
图 6：房地产开发资金来源增速变化情况	7
图 7：房地产开发资金来源与建安投资增速趋势基本保持一致	8
图 8：施工面积增速滞后于销售面积增速	8
表 1：2016 年底至今中央政治局会议对房地产的总体调控思路	3
表 2：2018 年底至今部分城市房地产调控政策放松（不完全统计）	3
表 3：2019 年以来部分城市房地产调控政策收紧（不完全统计）	4
表 4：《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》涉及房地产行业的工作要点	4
表 5：房地产开发资金来源（比例为 2019 年 7 月数据）	7

## 1. 房地产政策：有张有弛，融资边际收紧

### 1.1. 总体调控思路：始终围绕建立长效机制

自 2016 年底至今，中央政治局会议对房地产行业的总体调控思路一直围绕着建立“长效机制”。

为建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制，中央政治局在近两年的政治局会议上提出“下决心解好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨”，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”。

在 2019 年 7 月 30 日的会议上，再次强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。

**表 1：2016 年底至今中央政治局会议对房地产的总体调控思路**

时间	总体调控思路	主要内容
2016/12/9	长效机制	加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制。
2017/4/25	长效机制	要加快形成促进房地产市场稳定发展的长效机制。
2017/7/24	长效机制	要稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制。
2017/12/8	长效机制	加快住房制度改革和长效机制建设。
2018/4/23	健康发展	要推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，及时跟进监督，消除隐患。
2018/7/31	坚决遏制房价上涨、长效机制	下决心解好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2019/4/19	长效调控机制	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。
2019/7/30	长效管理机制	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。

资料来源：中央政治局会议报告、浙商证券研究所

因此，从中央层面来看，当前以及未来一段时间房地产的总体调控政策不会松动，要落实房地产长效管理机制，政策需要一以贯之，避免短期明显的转向，给市场参与主体的预期和行为造成较大干扰。

### 1.2. 地方调控政策：坚持房住不炒、落实一城一策

2019 年地方政府两会中，多地政府工作报告中提出房地产调控以稳为主，“稳地价、稳房价、稳预期”、“完善住房保障体系”、“一城一策”等成为地方政府工作报告中的关键词。为建立房地产市场的长效机制，各地方政府遵循的原则便是“一城一策”、“城施策”，而且该原则在政策不断调整过程中表现的愈加明显，这也是与过往“一刀切”式的房地产调控政策最大的不同。

自 2018 年 12 月起，菏泽、广州、珠海等一些城市放松了限售、限购、限价、公积金提取等条件；与此同时，在部分房地产销售火热的城市也出现了调控政策收紧的情况，例如南京、合肥、苏州等地限购、限售、土拍规则、贷款利率等条件收紧。

**表 2：2018 年底至今部分城市房地产调控政策放松（不完全统计）**

时间	城市	放松政策
2018.12.18	菏泽	放松限售条件
2018.12.20	珠海	放松限购条件
2018.12.21	杭州	社保允许累计补缴三次，但不得断缴
2018.12.24	广州	放宽了异地购房的住房公积金提取范围
2018.12.26	衡阳	取消楼市限价政策
2019.1.24	大连	取消限售条件
2019.2.21	厦门	房贷已结清可按首套利率执行
2019.3.4	无锡	工行无锡分行下调首付比例
2019.3.20	济南	取消限价
2019.4.16	徐州	邮储银行对优质客户降低首付比例

资料来源：网络公开资料整理、浙商证券研究所

**表 3：2019 年以来部分城市房地产调控政策收紧（不完全统计）**

时间	城市	收紧政策
2019.3.22	南京	限购政策收紧
2019.4.18	长沙	二套房契税上调
2019.5.9	福州	首次采用“限低价、控房价、竞配建、公开摇号”方式出让
2019.5.12	苏州	限售政策收紧
2019.5.21	合肥	限制土地竞拍资格
2019.6.7	东莞	土拍规则不再价高者得
2019.7.5	南宁	首套房银行贷款利率上浮

资料来源：网络公开资料整理、浙商证券研究所

因此，从地方层面来看，与中央的总基调是一致的，房地产调控政策并不是一味打压或放松，而是以稳为主，不同城市根据各自房地产市场供需情况不同，灵活自主调整政策，达到“稳地价、稳房价、稳预期”的目的。

### 1.3. 融资政策：监管趋严、边际收紧

2019 年以来房地产企业融资呈现前高后低走势，一季度融资规模快速上升主要通过房地产信托的渠道。但 5 月底之后，融资速度逐渐放缓。融资之所以出现如此变化，主要是监管部门对房企融资政策的调整呈现前稳后紧的特征。

目前针对房企信托融资、银行贷款、发债、发行 ABS、海外融资等，监管部门出台相关文件，收紧融资条件。

(1) 2019 年 5 月 17 日，银保监会下发《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》，对信托公司开展房地产业务以及银行对房企贷款提出严格要求（详见下表）。

(2) 2019 年一季度部分城市土地市场回温，房企拿地激进，出现一些“地王”，因此 5 月 31 日监管部门收紧部分房企公开市场融资，包括债券及 ABS 产品。

(3) 2019 年房企发行海外债的规模明显上升（受前期融资政策收紧影响，房企寻求海外融资突破资金困境），在去年高基数的基础上继续保持较高增速，上半年内地房企合计海外发债规模达到 2324.7 亿元，同比增长 20.9%，发行规模已占到去年全年的 79.2%；7 月 12 日，发改委发布《国家发展与改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》，要求房企发行海外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。

**表 4：《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》涉及房地产行业的工作要点**

机构	涉及房地产行业的工作要点
银行	表内外资金直接或变相用于土地出让金融资；未严格审查房地产开发企业资质，违规向“四证”不全的房地产开发项目提供融资；个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房；资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场；并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎，资金被挪用于房地产开发。
信托	向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资；直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资，直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款；违法违规向地方政府提供融资；违规要求或接受地方政府及其所属部门提供各种形式的担保；违规将表内外资金直接或间接投向“两高一剩”等限制或禁止领域等。
金融资产管理公司	未执行关于房地产业务的各项政策和监管要求；违法违规向地方政府提供融资或通过融资平台违规新增地方政府债务等。
金融租赁公司	违规开展房地产业务；违规向地方政府及融资平台提供融资等。

资料来源：银保监会、浙商证券研究所

从中央到地方的政策再到具体的融资政策，可以看到 2019 年房地产总体调控思路并未发生明显变化，松紧适度、以稳为主。各个城市遵循“一城一策”的原则，表现为“有保有压”，对于房地产市场较差的低能级城市采取托底政策，对于市场表现过热的高能级城市进行一定的降温，以达到“稳地价、稳房价、稳预期”的目的。同时杜绝资金不规范流向房地产领域，对房企的融资来源进行严格监管和规范。

## 2. 房地产销售：低位窄幅波动

### 2.1. 销售面积增速在 0 至 -2% 小幅波动

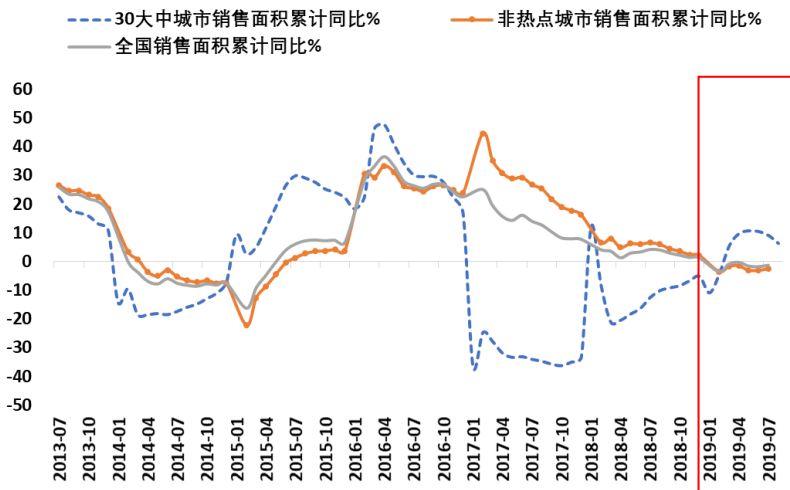
2019 年上半年一二线等热点城市房地产市场出现“小阳春”，30 大中城市<sup>1</sup>销售面积增速快速上升并结束了连续两年的负增长，但二季度之后部分市场过热的城市调控政策有所收紧，增速稍有放缓，2019 年 8 月为 6.3%。

与一二线等热点城市形成鲜明对比的是广大三四线非热点城市<sup>2</sup>，在经历了过去几年需求大量释放后，2019 年销售面积进入负增长区间，2019 年 7 月增速为 -2.5%。

由于三四线非热点城市销售面积占全国商品房销售面积的比例较大，2010 年至今基本维持在 80%-90% 之间，因此全国销售面积增速趋势主要由三四线非热点城市主导，2019 年也滑落至负增长，截止到 2019 年 7 月增速为 -1.3%。

基于前文对政策的梳理，我们认为“一城一策”的调控原则将会持续强化，不同城市将根据市场变化不断灵活调整政策。市场过热的城市调控政策将进行适度降温；而由热转冷的城市或非热点城市，政策将边际放松或保持相对宽松的状态，该政策有助于稳定房地产销售的波动。受广大三四线非热点城市增长乏力的影响，全国销售面积增速将持续在 0 轴以下。因此预计 2019 年三四季度全国销售面积增速将在 0 至 -2% 之间小幅波动。

图 1：2019 年以来热点城市的市场回温，销售增速转正



资料来源：WIND、浙商证券研究所

### 2.2. 销售额增速在 5% 至 6% 窄幅震荡

“稳房价”是政府调控房地产市场的重要目的之一，为防止房价大起大落，政府过去出台了一系列政策进行调控，成果还是比较显著的。从百城价格指数<sup>3</sup>来看，一线<sup>4</sup>、二线<sup>5</sup>、三线<sup>6</sup>城市的住宅价格增速与过去的周期相比，波动明显减弱。

<sup>1</sup> 30 大中城市为：北京、上海、广州、深圳、天津、杭州、南京、武汉、南昌、成都、青岛、苏州、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春、无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴。

<sup>2</sup> 三四线非热点城市销售面积：全国销售面积减 30 大中城市销售面积。

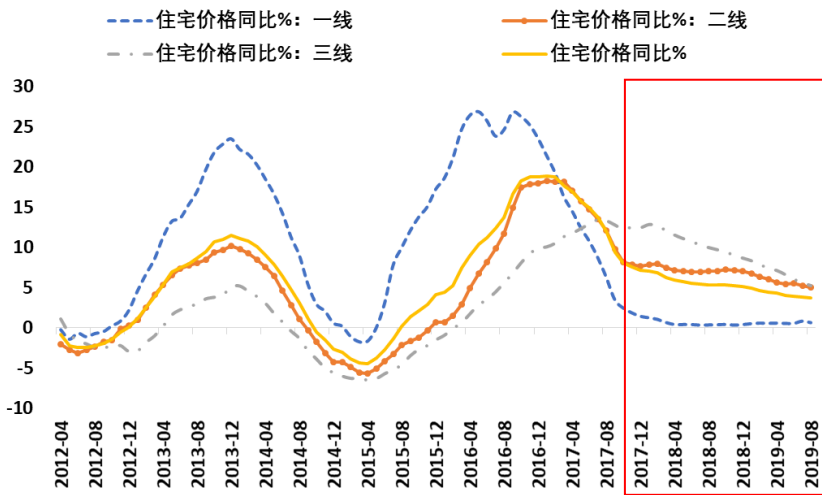
<sup>3</sup> “百城价格指数”监测的样本包括商品住宅、别墅、保障性住房。对 100 个城市进行全样本监测，已获得政府颁发的销售许可证的在售楼盘全部纳入计算范围。

<sup>4</sup> 一线城市：北京、上海、广州、深圳。

<sup>5</sup> 二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州。

<sup>6</sup> 三线城市：百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

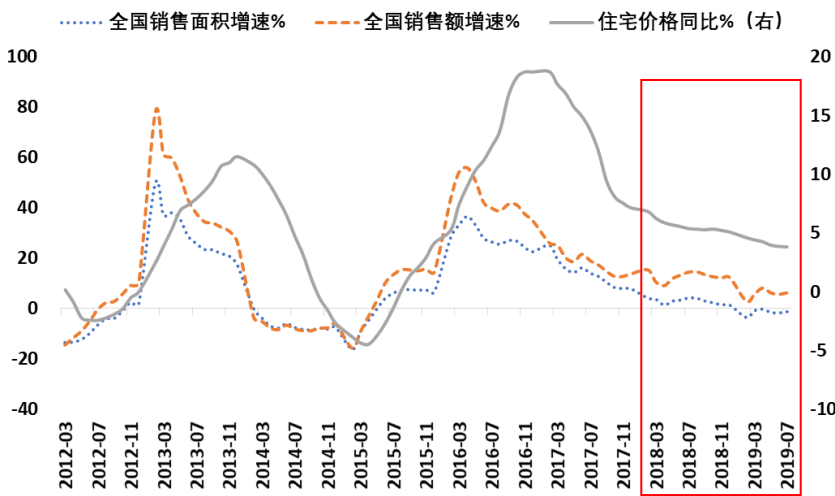
图 2：2018 年以来在政府调控下，住宅价格增速波动明显减弱



资料来源：WIND、浙商证券研究所

对比全国商品房销售额与销售面积的增速，可以看到历史上两者波动趋势基本保持一致，销售额增速波动幅度略大，主要源于过去的周期里价格增速波动较大。然而现在政府“稳房价”的决心不改，因此在住宅价格增速波动减弱的背景下，未来销售面积增速对销售额增速的趋势变化和波动幅度的影响将越来越大。截止到 2019 年 7 月，全国商品房销售额增速为 6.2%，基于前文对销售面积增速在 0 至-2%之间小幅波动的判断，我们预计 2019 年三四季度销售额增速也将维持窄幅波动，大约在 5%至 6%之间。

图 3：住宅价格增速波动减弱，销售面积增速对销售额增速的影响将越来越大



资料来源：WIND、浙商证券研究所

### 3. 房地产投资：缓慢下行，结构有所优化

#### 3.1. 土地购置费：增速或降至个位数或 0 轴

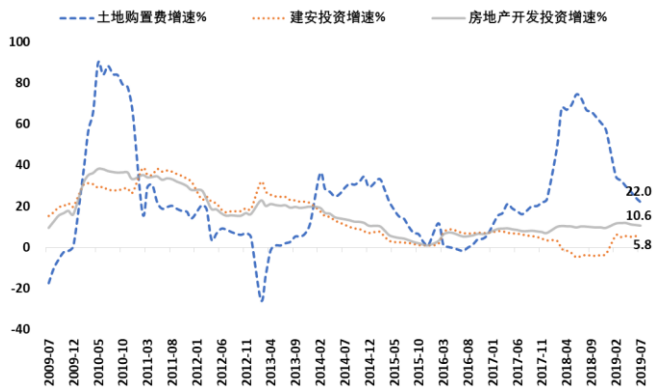
房地产投资包括两部分，土地购置费和建安<sup>7</sup>投资，近几年土地购置费占房地产投资的比重呈上升趋势，截止 2019 年 7 月占比约为 30%。土地购置费增速自 2018 年年中达到峰值后开始逐渐回落，2019 年 7 月增速为 22%，保持高速增长主要是过去两年土地市场火爆，全国土地成交总价高增长，土地购置费滞后缴款所致。

由于土地购置费滞后于土地成交总价大约 12 个月，因此根据去年土地成交总价变化情况可以预测未来土地购置费变化。2018 年 9 月 100 大中城市土地成交总价增速从 16.4%腰斩至 8.4%，至 2018 年 12 月，土地成交总价增速逐渐降至-0.02%。因此 2019 年 9 月开始，土地购置费增速将面临较大压力，对房地产投资的支撑将明显减弱，全年增速可

<sup>7</sup> 建安：建筑工程、设备工程、设备工器具购置。

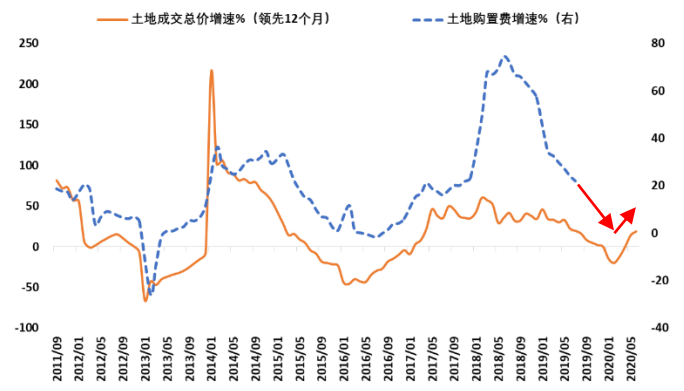
能降至个位数或 0 轴。

图 4：2019 年土地购置费增速高位下滑，建安投资有所修复



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 5：2019 年土地购置费增速将降至个位数，2020Q1 触底



资料来源：WIND、浙商证券研究所

## 3.2. 建安投资：稳中小升

### 3.2.1. 资金来源增速放缓，或压缩建安投资修复空间

建安投资与房企开发商的资金实力密切相关，房企资金来源主要取决于，一是内生的销售回款能力，二是外部融资能力。房地产开发资金来源中，其他资金对应的就是商品房的销售回款（定金及预收款、个人按揭贷款），占比较高，基本稳定在 50% 左右，因此房企开发商的销售回款能力对房地产投资起到至关重要的作用。外部融资能力决定了开发商从银行获取贷款、从非银金融机构融资的规模，其中自筹资金（债券、非标等）占房地产开发资金来源的比例约为 30%，是房地产投资的又一重要支撑；贷款占比为 15% 左右，其变动对房地产投资也有较大影响。

表 5：房地产开发资金来源（比例为 2019 年 7 月数据）

资金获取能力	获取来源	具体资金类别
销售回款	其他资金 53%	定金及预收款
		个人按揭贷款
外部融资	自筹资金 31%	债券（公司债、企业债、短融、中票等）
		非标（信托、ABS 等）
	国内贷款 15%	自有资金
		银行贷款
利用外资 < 0.1%	非银贷款	
		海外债等

资料来源：浙商证券研究所

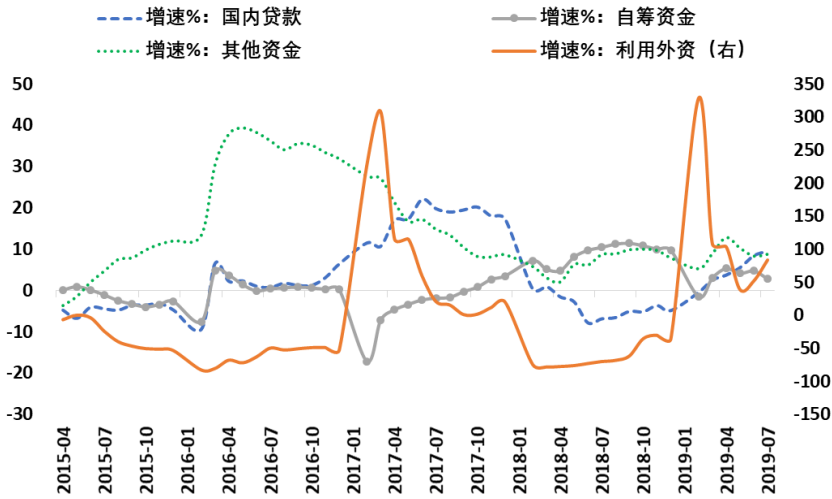
2019 年一季度，由于房地产市场有所回暖，且监管等调控政策相对较松，房地产开发各项资金来源的增速较去年底均出现了上升的走势。

由于近期央行明确表态房贷利率不会降，因此对个人按揭贷款的影响偏负面，同时结合前文对商品房销售额增速的判断，我们认为房地产开发资金来源中销售回款（其他资金）的增速将缓慢下行，其实二季度在部分城市调控趋严后，销售回款的增速已经有所放缓。

5 月银保监会下发《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》，未来银行贷款，信托、ABS 等非标融资等进入房地产领域的速度将放慢。此外，7 月发改委发布《国家发展与改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》，要求房企发行海外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，因此海外债的发行速度也将下滑。

综合分析房企各项资金来源，可以看到三四季度房地产开发资金来源存在一定的压力，增速将在当前的基础上进一步放缓，2019 年 7 月增速为 7%，三四季度可能下滑至 5% 左右。

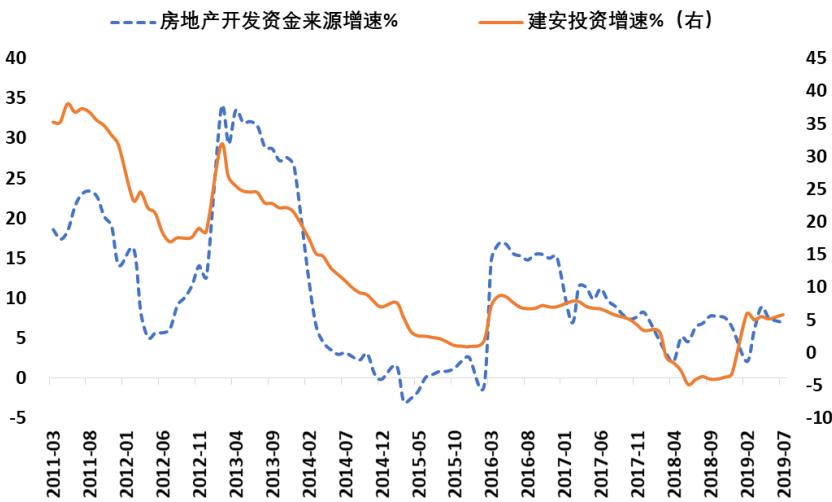
图 6：房地产开发资金来源增速变化情况



资料来源：WIND、浙商证券研究所

对比房地产开发资金来源与建安投资增速，两者趋势基本一致，2018 年出现背离可能是建安投资统计原则发生改变所致（形象进度法改为财务支出法）<sup>8</sup>，因此 2019 年建安投资增速的回升一方面受资金来源改善的影响，同时也是统计原则调整后低基数情况下存在向上修复的空间。但是若三四季度房地产开发资金来源增速缓慢下行，那么从总体上看可能会压缩建安投资增速上升的空间。

图 7：房地产开发资金来源与建安投资增速趋势基本保持一致



资料来源：WIND、浙商证券研究所

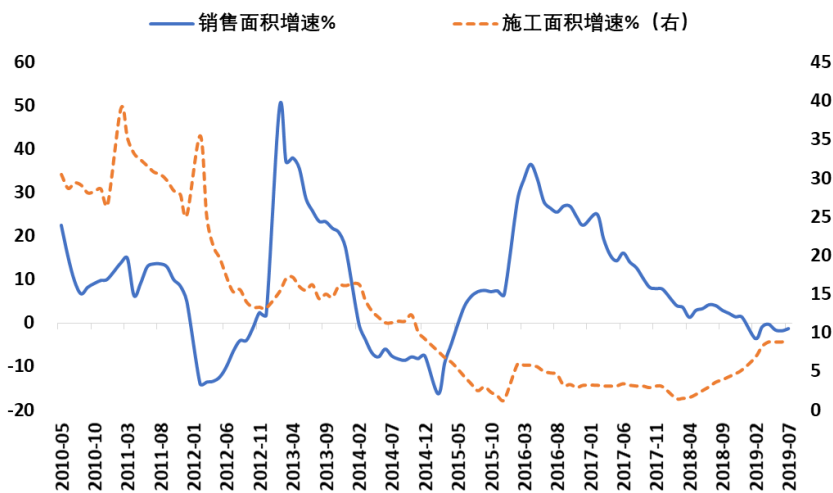
### 3.2.2. 资金使用结构优化和交房压力，或推升施工速度

但同时我们认为存在以下有利于建安投资增速继续向上修复的因素：（1）尽管总体资金来源增速稍有放缓，但如前所述 2019 年 9 月之后土地购置费的缴款压力将明显下降，那么可用于建安投资的资金将更加充沛。（2）对比施工面积与销售面积的增速，可以看到在过去的周期里，施工面积滞后销售面积大约一年左右，但随着预售比例的不断上升（目前房屋预售比例普遍在 80% 以上），以及近两年房地产投资中用于土地购置费的资金比例明显上行，导致施工面积增速不再明显跟随销售面积；然而期房有一定的交房期限，通常为 3 年左右，2016-2017 年出售的大量期房在今明两年面临较大的交房压力，因此客观上将推升开发商的施工速度。

图 8：施工面积增速滞后于销售面积增速

<sup>8</sup> 详见报告《房地产建安投资被低估——基于最新统计原则的分析》。





资料来源：WIND、浙商证券研究所

因此，综合上述两小节分析，影响三四季度建安投资的正负面因素均存在，但我们认为积极因素或大于消极因素，建安投资可能稳中小升，截止2019年7月建安投资增速为5.8%，预计三四季度上升至7%-8%之间。

总结：综合3.1和3.2节的分析，2019年三四季度房地产投资中土地购置费的增速可能降至个位数或0轴附近，建安投资增速稳中小升至7%-8%；房地产投资中土地购置费占比将从历史高位的30%逐渐下滑至25%左右；那么预计到年底房地产投资增速将从目前的10.6%逐渐放缓至6%左右。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>