

销售反弹依赖供给驱动，资金制约或集中供给侧

——2019年1-8月房地产行业四维数据跟踪

行业动态

◆销售反弹或系供给驱动，价格因素贡献减弱，后续降速压力仍较明显

6-8月全国商品房销售增速持续反弹，尤其是8月单月销售面积增速创全年新高(+4.7%)，我们认为主要来自于：1)前期积极开工转化为可售资源，供给驱动销售增长，8月销售额增长中面积贡献占比提升，价格因素占比下降；2)分区域销售数据及30城成交数据显示中西部三四线城市销售韧性较强。

展望未来，我们预计后续房价预期平稳以及按揭扩张受限的影响将逐步深化，尤其是观望情绪或在偏低能级城市持续扩散，行业整体销售增速仍存较明显降速压力。

◆百城土地成交热度明显下降，关注后续流拍情况

8月百城土地成交溢价率下降至8.6%，创年内新低。6-7月百城未成交土地数量（分别为246、225宗）与2018年8-11月月均水平（240宗）相当，明显高于2019年1-5月月均水平（142宗）。

◆新开工高位继续放缓，竣工现底部复苏迹象，投资维持较强韧性

1-8月，房屋新开工同比+8.9%，环比-0.6pc，高位继续放缓；施工同比+8.8%，环比-0.2pc，开始见顶回落。我们维持全年新开工、施工同比增速均为+8%的判断。

8月房屋竣工同比+2.8%，本年内首次转正，已呈现一定的底部复苏迹象。我们维持2019年开始行业进入竣工复苏小周期的判断，但预计中小房企资金承压或影响短期内竣工增速回升斜率。

8月房地产投资同比+10.5%，环比+2.0pc；其中施工类投资同比+6.4%，环比-1.3pc；土地购置费同比+21.9%，环比+11pc。预计随着开工趋弱向施工类投资逐渐传导，以及前期土地成交在土地购置数据层面最终兑现，全国房地产投资增速将回归下行通道，维持全年同比+6%的判断。

◆按揭配置需求或相对“刚性”，资金面压力呈现更多结构性特征

2019年来单月新增居民中长贷规模基本稳定在4550亿元左右，或反映了银行按揭资产配置需求相对“刚性”。故而虽然短期内按揭扩张受限，预计出现大规模收缩的可能性亦相对较低。

1-8月到位资金同比+6.6%，环比-0.4pc，其中国内贷款、自筹资金、个人按揭贷款增速均环比提升，行业流动性收紧的影响尚未明显体现。我们认为后续房企资金压力更多集中在开发贷获取以及境内外债券融资方面，此类来源结构性特征较为明显，预计具有较强信用能力的头部房企以及资产优质的地方国资房企受影响相对可控。

◆投资建议

楼市、地市价格因素趋弱，预计调控加码空间有限。但决策层的明确表态以及当前销售、投资的较强韧性均表明，短期内流动性管控仍将持续，行业基本面仍处下行通道。我们认为后续房企资金面压力分化将愈加明显，建议关注具备拿地、融资优势的头部房企，如万科A+H，保利地产、招商蛇口、金地集团、华润置地、中国金茂；同时建议关注存量运营优势标的，如陆家嘴。

◆风险分析

房地产持续调控，导致行业整体销售增速下行超预期；前期需求透支或棚改依赖度较高的三四线城市楼市存在回调压力；行业还款高峰来临，部分中小型房企信用风险抬升。

增持（维持）

分析师

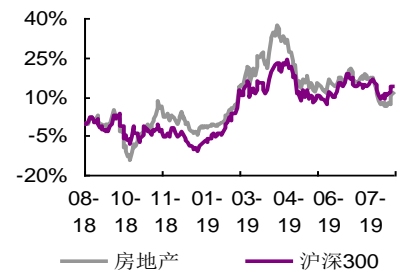
何缅甸（执业证书编号：S0930518060006）
021-52523801
hemiannan@ebsec.com

王梦恺（执业证书编号：S0930518110003）
021-52523855
wangmk@ebsec.com

联系人

黄帅斌
021-52523828
huangshuaibin@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

监管表态未控房贷增量，本周地产板块跑赢大盘——光大地产A+H样本库动态跟踪报告（2019年第37周，09.07-09.13）

.....2019-09-15

中国版住房贷款分级开启，利好低风险溢价优质客户——对央行调整商业住房按揭贷款以LPR为定价基准的点评报告

.....2019-08-25

销售存降速压力，竣工现向好迹象——2019年1-7月国家统计局房地产数据点评

.....2019-08-15

1、投资策略报告观点简要回顾

我们在 2018 年 12 月 15 日发布的年度投资策略报告和 2019 年 6 月 6 日发布的下半年投资策略报告中提出：

预计 2019 年，政策面将在“房住不炒”前提下，窄通道内结构性微调以实现总量和价格相对平稳；新型城镇化重回都市圈核心城市，短期内二线要素集聚边际弹性更明显。

需求侧按揭投放高位趋缓，不同区域信贷政策将发生结构性变化。调控已久的一二线楼市迎来底部复苏，棚改减弱影响逐步显现，部分三四线城市存回调压力。预计 2019 年全国商品住宅销售额同比持平。

供给侧高位平缓回落，待开发土地增速下行、开工库存低位回升、销售回款趋缓下，全年新开工增速下滑至 8%，施工面积增速将保持在 8% 的高位，施工类投资向好对冲土地购置费降速压力，房地产投资回落至 6%。

2、销售反弹或系供给驱动，价格因素贡献减弱

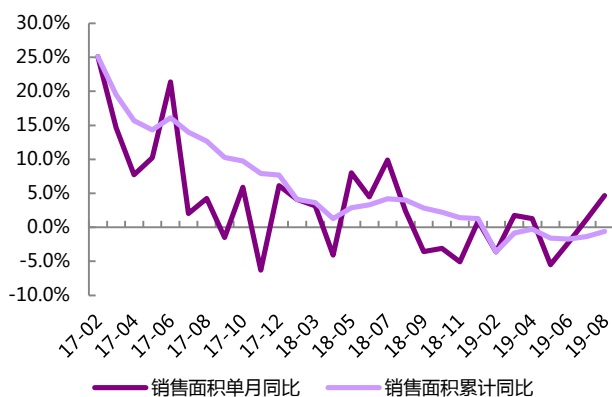
2019 年 8 月，全国商品房销售面积同比+4.7%，增速较 7 月+3.5pc；销售金额同比+10.0%，增速较 7 月+0.3pc。8 月全国商品房销售增速连续第三个月环比回升，低基数下销售面积单月增速创年内新高。

2019 年 8 月全国商品住宅销售面积同比+7.2%，增速较 7 月+3.8pc；销售金额同比+14.6%，增速较 7 月+0.5pc。8 月全国商品住宅销售面积单月增速继续创全年新高。

2019 年 1-8 月，全国商品房销售面积同比-0.6%，增速较 1-7 月+0.7pc；销售金额同比+6.7%，增速较 1-7 月+0.5pc。其中商品住宅销售面积同比+0.6%，增速较 1-7 月+0.9pc；销售金额同比+9.9%，增速较 1-7 月+0.7pc。

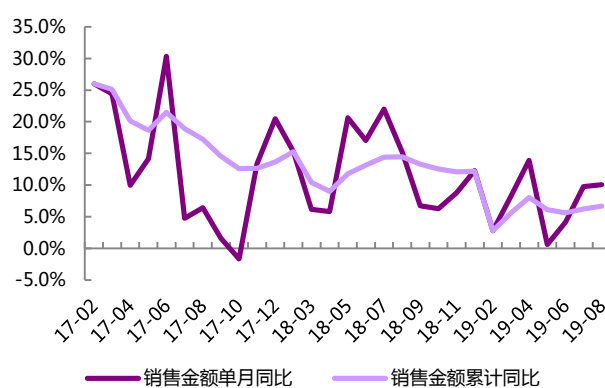
拆分驱动因素，从绝对水平来看，2019 年 8 月商品房销售额增长中来自面积增长的贡献提升，价格增长趋缓；从边际变化来看，8 月商品房销售额增速继续回升（+0.3pc）系销售面积增速提升（+3.5pc）拉动，销售均价单月同比-3.3pc。

图 1：全国商品房销售面积单月同比和累计同比



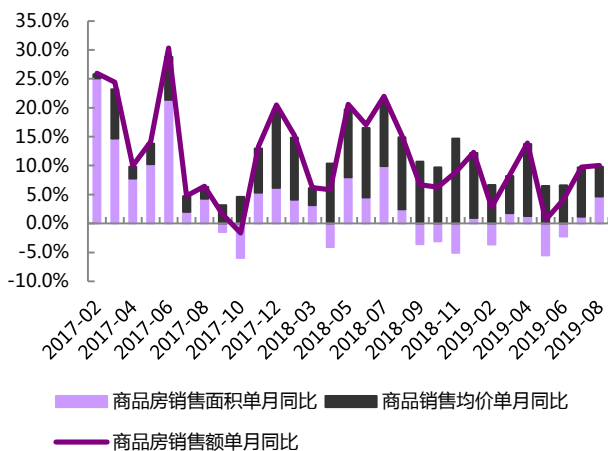
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 2：全国商品房销售金额单月同比和累计同比



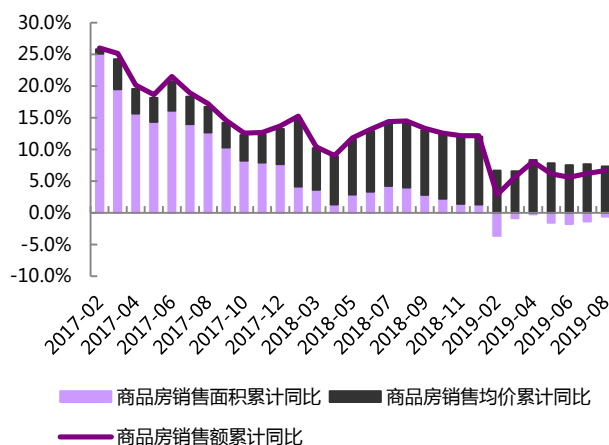
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 3：全国商品房销售面积、均价、金额单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 4：全国商品房销售面积、均价、金额累计同比

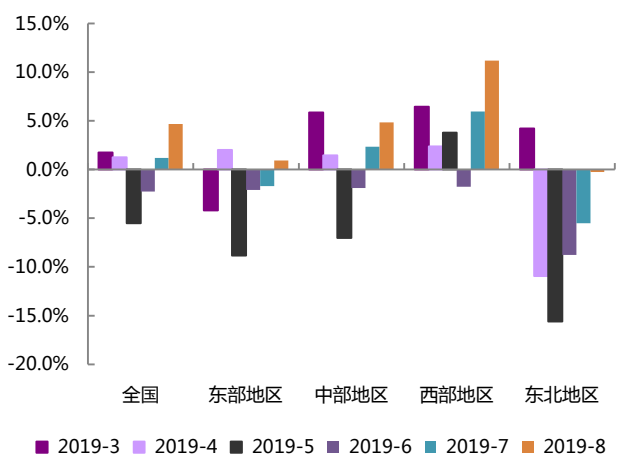


资料来源：WIND，光大证券研究所

拆分区域来看，8月东部、中部、西部、东北地区商品房销售面积同比增速分别为+0.9%、+4.8%、+11.2%、-0.2%，环比分别+2.6pc、+2.5pc、+5.2pc、+5.3pc。各地区增速均出现提升，其中西部、东北地区提升幅度相对明显。

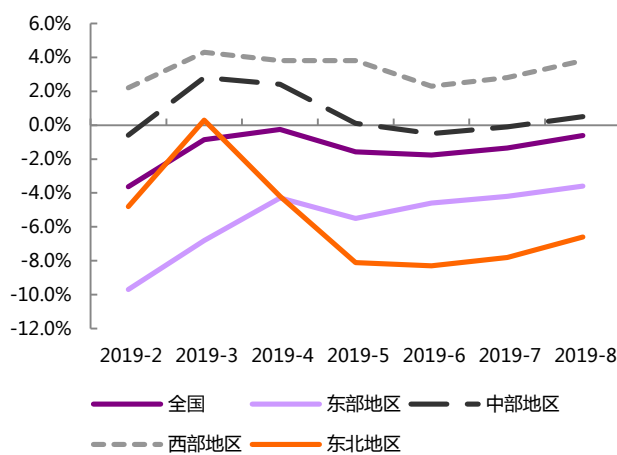
2019年1-8月，东部、中部、西部、东北地区商品房销售面积同比增速分别为-3.6%、+0.5%、+3.8%、-6.6%，中部、西部地区继续保持较强韧性，东部、东北地区呈现出降幅持续收窄。

图 5：全国及各区域商品房销售面积单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

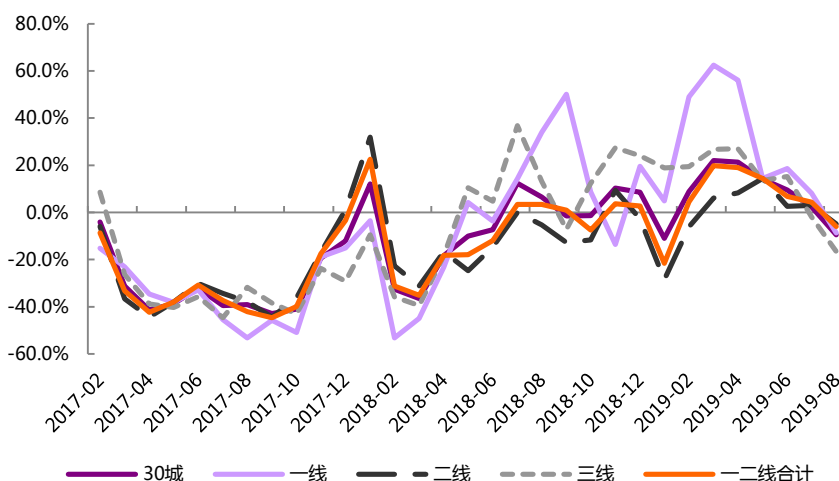
图 6：全国及各区域商品房销售面积累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

从30大中城市来看，2019年8月成交面积同比-9.5%，增速较7月环比-11.9pc。其中一线、二线、一二线合计成交面积分别同比-8.7%、-4.9%、-6.0%，增速较7月环比分别-16.8pc、-8.0pc、-10.3pc。8月30城成交增速继续回落，与统计局公布的全国销售数据分化明显。

图 7：30 个大中城市商品房成交面积单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

6-8 月全国商品房销售增速持续反弹，尤其是 8 月单月销售面积增速创本年内新高，超市场预期。我们认为主要来自于两方面因素：

1) 行业流动性收紧，融资渠道受限，房企有加强推盘和加速回笼现金的需求，同时前期持续高增的新开工逐步转化为可售资源，供给驱动销售增速反弹。拆分销售驱动因素（见图 3）可以看到，价格因素贡献边际下降，面积因素贡献边际提升。

2) 基于各区域销售数据（见图 5、图 6）以及 30 城成交数据（见图 7），可得 8 月中西部三四线城市销售或维持较强韧性。

展望全年，我们认为二季度以来政策收紧的影响未完全显现，销售反弹可持续性存疑。尽管 9-12 月同期基数较低，但预计后续房价预期平稳以及按揭贷款扩张受限的影响将逐步深化，尤其是观望情绪或在偏低能级城市持续扩散，行业整体销售增速仍存较明显降速压力。

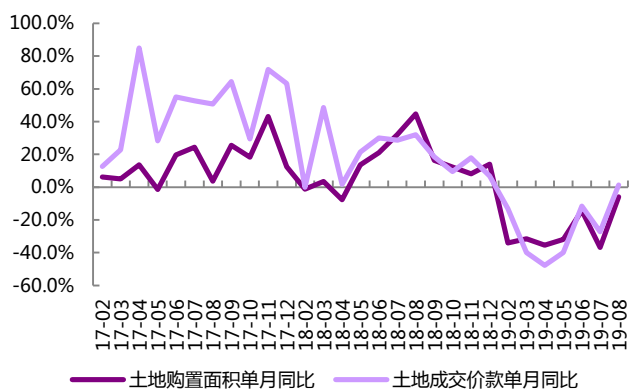
从历史经验来看，对比 2018 年 1-7 月商品房销售面积同比+4.2%，731 政治局会议提出“遏制房价上涨”后，8-12 月同比-1.7%。

3、百城土地成交继续回落，溢价率创年内新低

总量层面，2019年8月全国土地购置面积同比-6.0%，增速较7月+30.8pc；全国土地成交价款同比+1.3%，增速较7月+28.7pc。2019年1-8月全国土地购置面积同比-25.6%，增速较1-7月+3.7pc；全国土地成交价款同比-22.0%，增速较1-7月+5.5pc。

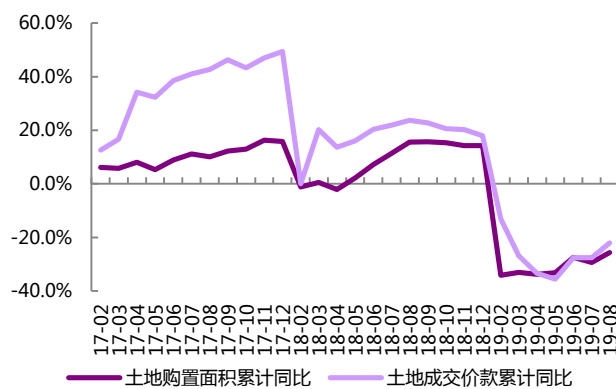
根据财政部数据，2019年1-8月，全国地方本级政府基金性收入中国有土地出让收入同比+4.2%，增速较1-7月+1.1pc。

图 8：土地购置面积和土地成交价款单月同比



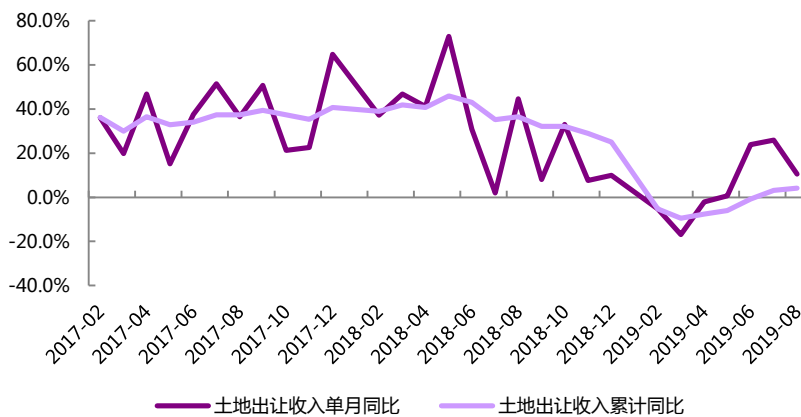
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 9：土地购置面积和土地成交价款累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 10：地方本级政府性基金收入中国有土地使用权出让收入同比增速



资料来源：WIND，光大证券研究所

百城层面，2019年8月成交规划建面同比-23.5%，增速较7月-35.0pc；成交总价同比-15.9%，增速较7月-47.0pc。2019年1-8月，百城土地成交规划建面同比-3.7%，增速较1-7月-2.8pc；成交总价同比+16.2%，增速较1-7月-4.9pc。

拆分结构来看，2019年8月一线、二线、三线城市土地成交建面分别同比-4.7%、-21.6%、-26.8%，增速较7月分别-80.8pc、-26.7pc、-17.2pc。

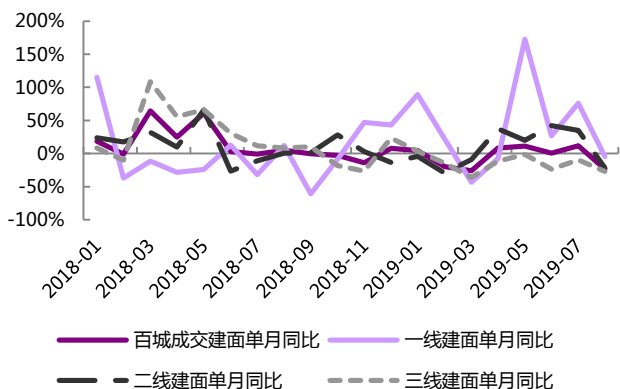
2019年8月一线、二线、三线城市土地成交总价分别同比-46.7%、-3.3%、-18.3%，增速分别较7月-34.1pc、-48.8pc、-48.8pc。

从成交热度来看，2019年8月，百城土地成交溢价率下降至8.6%，其中一线、二线、三线土地成交溢价率分别为0.7%、6.6%、13.9%，分别较7月-3.4pc、-7.0pc、+1.4pc。

2019年6月、7月百城未成交土地数量分别为246、225宗，与2018年8-11月月均未成交土地数量（240宗）相当，明显高于2019年1-5月的月均未成交土地数量（142宗）。

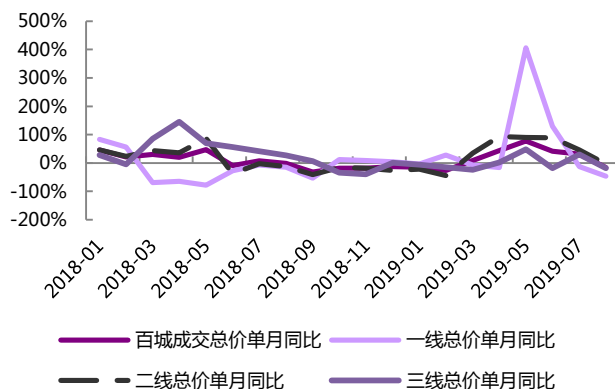
8月百城土地成交继续回落，溢价率创年内新低，结合6-7月未成交土地数量明显抬升（8月数据暂未公布），政策及流动性趋紧后，土地市场热度明显下降。我们预计全国土地市场将维持低温运行，建议关注融资全口径管控下后续土地流拍情况。

图 11：百城土地成交建面单月同比



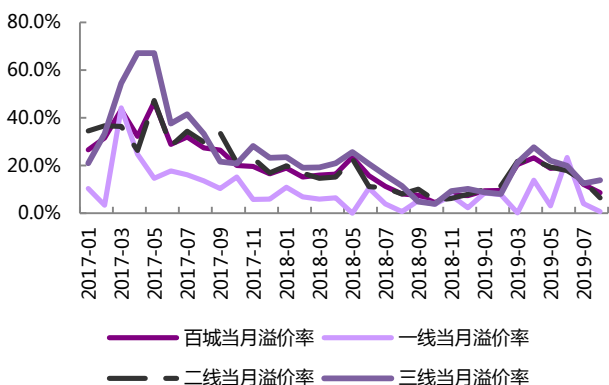
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 12：百城土地成交总价单月同比



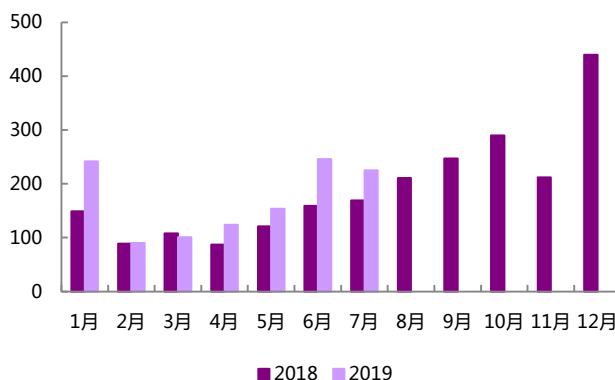
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 13：百城土地成交当月平均溢价率



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 14：百城未成交土地数量（宗）



资料来源：WIND，光大证券研究所

4、新开工高位继续放缓，竣工现底部复苏迹象，投资维持较强韧性

➤ 新开工高位继续放缓，关注后续下行压力

自 2018 年 12 月发布年度策略至今，我们多次在报告中强调 2019 年房地产新开工由于存量变现，增速将维持较高水平，无需悲观，主要逻辑包括：1) 2017-2018 年房企温和补仓，全国待开发土地面积高增；2) 显性库存处于低位，短期可售资源不足；3) 融资持续改善，资金面压力逐步缓解；4) 政策和价格整体预期相对平稳，存量变现仍为房企的优先策略。

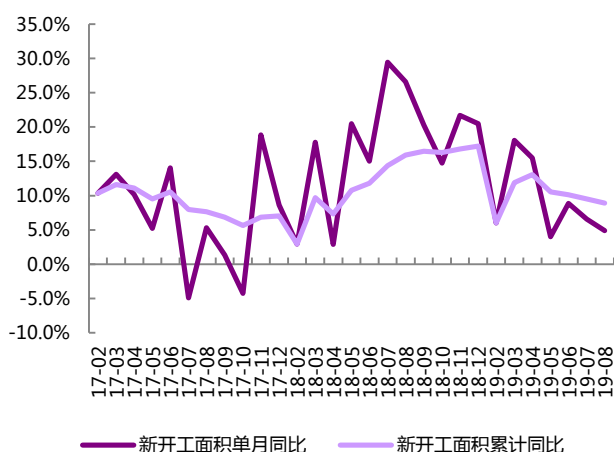
2019 年 1-8 月，全国房屋新开工面积同比+8.9%，增速较 1-7 月-0.6pc，仍维持较高水平，持续印证我们判断。展望全年，考虑到上半年主流城市土地成交阶段性回暖，可为下半年新开工提供支持，我们维持 2019 年新开工同比+8%的判断。

由于行业开工持续好于销售，截止 2019 年 8 月，全国商品住宅开工库存较 2018 年末增长 17643 万方，明显高于 2018 年同期水平(+9393 万方)，但小于 2014 年同期水平(+23079 万方)。

截止 2019 年 8 月，全国商品住宅开工库存约 29.4 亿方，已回升至 2016 年末水平；按照 12 个月滑动平均销售面积计算，去化周期约 23.8 个月，与 2017 年中水平接近。

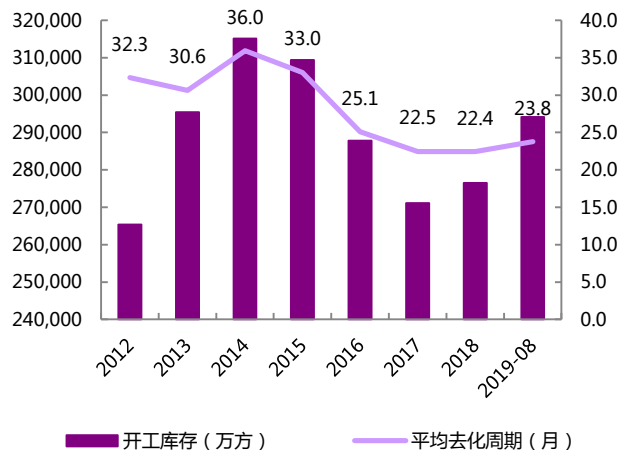
目前全国新开工累计同比已连续 4 个月环比下滑，从 1-4 月的高点 13.1% 下降至 1-8 月的 8.9%。未来随着待开发土地增速回落（土地购置表现弱于新开工）、开工库存低位回升（销售表现弱于新开工）、销售/回款逐步趋缓，从更长时间维度（2020 年及以后）来考量，新开工增速下行压力值得引起关注。

图 15：全国房屋新开工面积单月同比和累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 16：全国商品住宅开工库存及去化周期



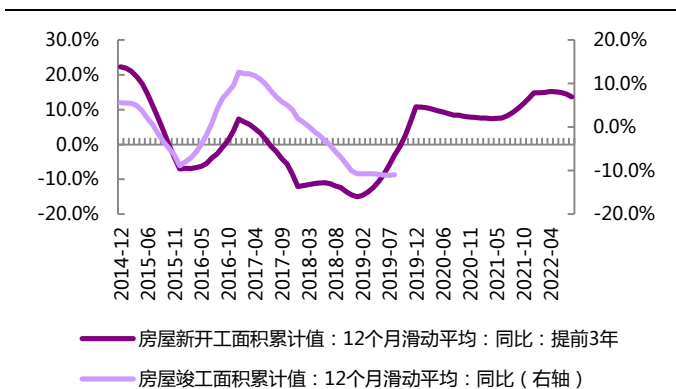
资料来源：WIND，光大证券研究所

➤ 竣工底部复苏迹象显现，增速回升斜率受融资管控影响

2019年1-8月全国房屋竣工面积同比-10.1%，增速较1-7月+1.3pc。其中8月单月全国房屋竣工面积同比+2.8%，本年内增速首次转正。具体到住宅层面，2019年1-8月全国商品住宅同比-9.6%，增速较1-7月+0.9pc，其中8月单月同比-1.2%，增速较7月+0.4pc。

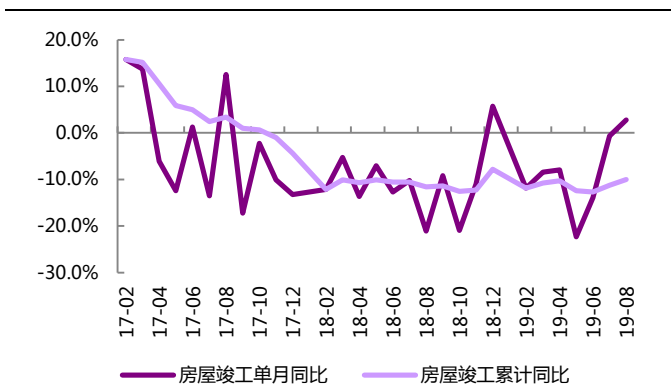
从6-8月数据来看，行业竣工已呈现一定的底部复苏迹象。我们维持2019年开始进入竣工复苏小周期的判断。然而近期行业流动性管理趋严，中小房企后续施工资金铺排和投放受到一定限制，或影响短期内行业竣工增速回升斜率。具体请参阅《3月地产销量回暖，重视产业链投资机会——光大地产产业链团队联合报告》。

图 17：2015 年后，房屋竣工相对新开工滞后约 3 年



资料来源：WIND，光大证券研究所测算

图 18：房屋竣工面积单月同比和累计同比



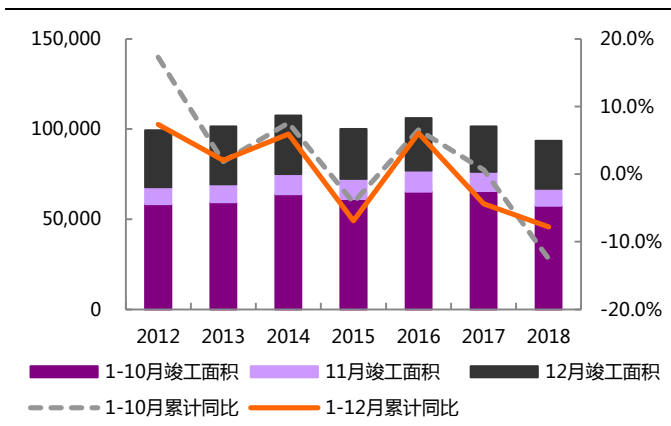
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 19：SW 房地产信用利差（单位：BP）



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 20：房屋竣工具有较明显的季节性特征



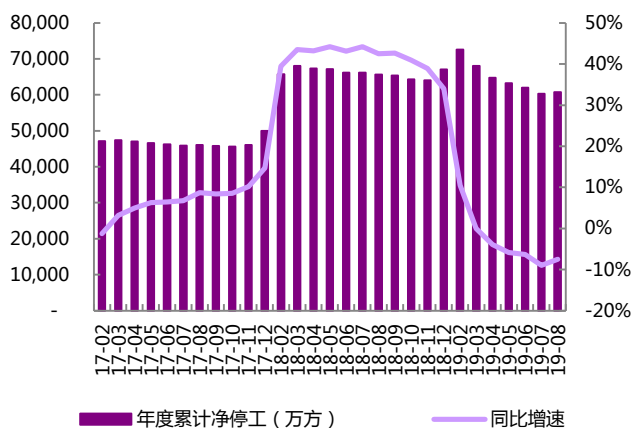
资料来源：WIND，光大证券研究所

➤ 净停工同比续降，施工增速见顶回落

2019年1-8月，全国房屋净停工面积6.1亿方，同比-7%，环比+1%，2019年以来净停工同比持续为负。如我们预期，在交通基建提速、房企并购高位放缓、以及存量变现经营导向的支撑下，预计行业将逐步渡过停工高峰。

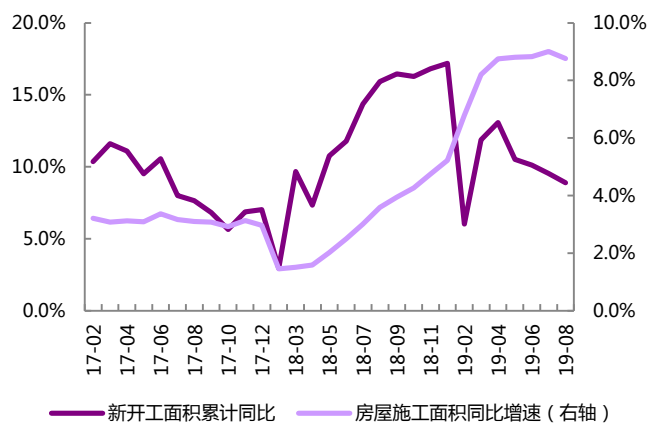
2019年1-8月，全国房屋施工面积81.3亿方，同比增速年内首次见顶回落，环比小幅下降0.2pc至+8.8%。考虑到后续新开工边际趋缓，我们维持2019年施工同比+8%的判断。新开工、净停工、施工相关测算过程请参阅2019年下半年投资策略报告《窄通道内紧平衡继续，关注三大阿尔法机遇》。

图 21：房屋净停工面积及同比增速



资料来源：WIND，光大证券研究所测算

图 22：房屋新开工面积及施工面积累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

➤ 房地产投资维持较强韧性，警惕土地购置费降速压力

2019年8月，全国房地产开发投资同比+10.5%，增速较7月+2.0pc；2019年1-8月，全国房地产开发投资同比+10.5%，增速环比基本持平。

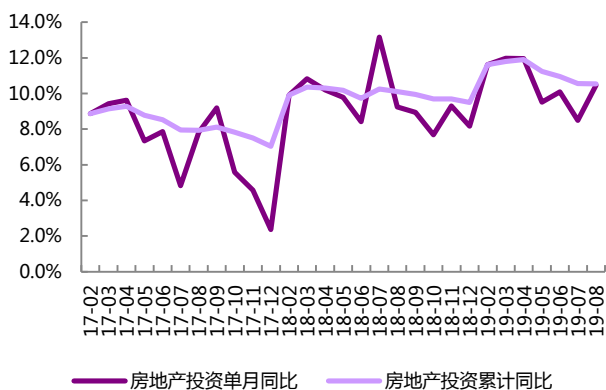
整体来看，2019年初至今房地产投资维持较强韧性，8月单月增速反弹略超市场预期，拆分结构可得主要系土地购置费增速有所回升：

1) 2019年1-8月施工类投资（建筑工程+安装工程+设备工器具购置，下同）同比增长6.1%，较1-7月+0.1pc；其中8月单月施工类投资同比+6.4%，较7月-1.3pc。2019年统计口径干扰消除后，施工类投资整体走势与施工面积变化基本一致。

2) 2019年1-8月土地购置费同比+21.9%，增速较1-7月-0.1pc；其中8月单月土地购置费同比+21.3%，增速较7月+11.0pc，单月同比年内首次出现反弹。

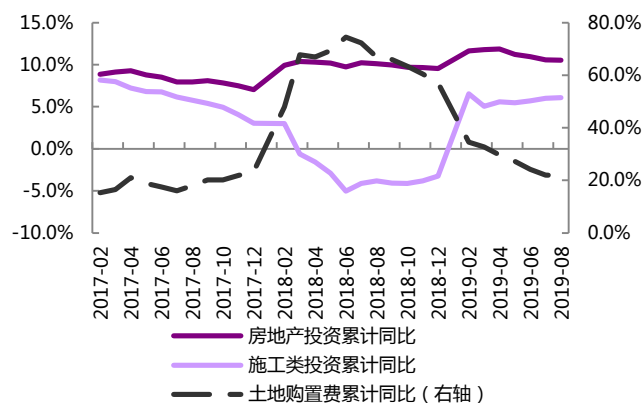
展望未来，在施工类投资较强支撑下，短期内房地产投资韧性或仍可维持。但是需要注意的是，2019年初至今土地购置费增速尚未反映2018Q4至今较弱的土地成交，后续或存较大降速压力。从较长的时间维度观察，随着开工趋弱向施工类投资逐渐传导，以及前期土地成交在土地购置数据层面不断兑现，预计全国房地产投资增速将持续回落。

图 23：房地产投资单月同比和累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 24：房地产投资、施工类投资、土地购置费累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

表 1：房地产开发投资数据预测汇总

	房地产开发投资完成额 (万亿元)	房地产开发投资完成额增速 (%)	施工类投资增速 (%)	土地购置费增速 (%)	新开工面积增速 (%)	施工面积增速 (%)	竣工面积增速 (%)	净停工面积 (亿方)
2016	10.26	6.9%	7.4%	6.2%	8.1%	3.2%	6.1%	4.4
2017	10.98	7.0%	3.0%	23.4%	7.0%	3.0%	-4.4%	5.0
2018	12.03	9.5%	-3.3%	57.0%	17.2%	5.2%	-7.8%	6.7
2019E	12.75	6.0%	5.8%	7.5%	8.0%	8.0%	-5.0%	6.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：2019 年度策略《千钧将一羽》中预测数据区间为：新开工为 6-8%，房地产投资为 4-6%，竣工为-5%

5、配置需求或相对“刚性”，资金面压力呈现更多结构性特征

➢ 银行按揭配置需求相对“刚性”，预计按揭投放或维持量价相对平稳

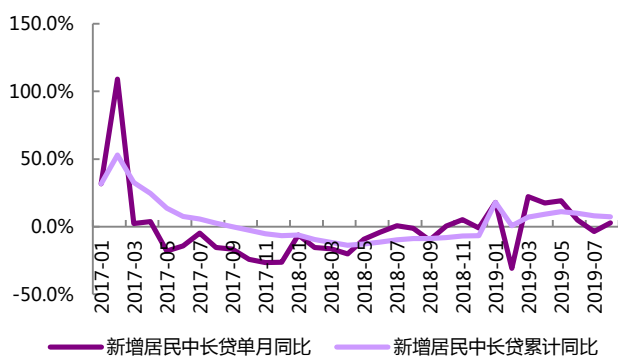
2019年8月新增居民中长贷4540亿元，同比增长2.8%，增速较7月+6.3pc。2019年1-8月新增居民中长贷3.6万亿，同比增长7.3%，增速较1-7月-0.7pc。

值得注意的是，虽然随政策导向变化，6月开始新增居民中长贷明显降速，但2019年来单月新增居民中长贷规模基本稳定在4550亿元左右，月度间差距较小，我们认为这或许反映了银行按揭资产配置需求相对“刚性”。故而虽然短期内按揭扩张受限，但出现大规模收缩的可能性亦相对较低。

按揭价格方面，2019年8月，全国首套房贷平均利率5.47%，环比+3BP；二套房贷平均利率5.78%，环比+2BPpc；首套及二套房贷平均利率分别高于目前5年期LPR水平62BP、93BP。虽然根据8月20日吹风会，央行定调挂钩LPR不会使房贷利率下降，但考虑到当前利率中枢整体下移，我们认为按揭利率大幅上行空间亦相对较小。

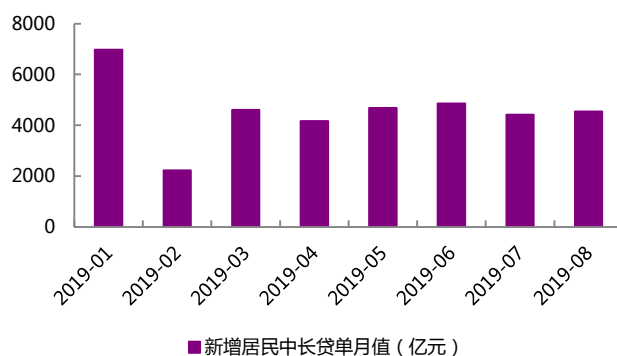
整体来看，在宏观流动性相对宽松，坚持“房住不炒”不动摇的背景下，预计未来按揭投放或保持量价相对平稳的态势。

图 25：新增居民中长贷单月同比及累计同比



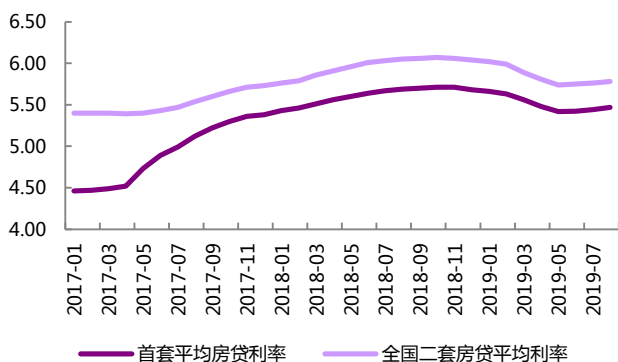
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 26：2019 年初至今新增居民中长贷单月值



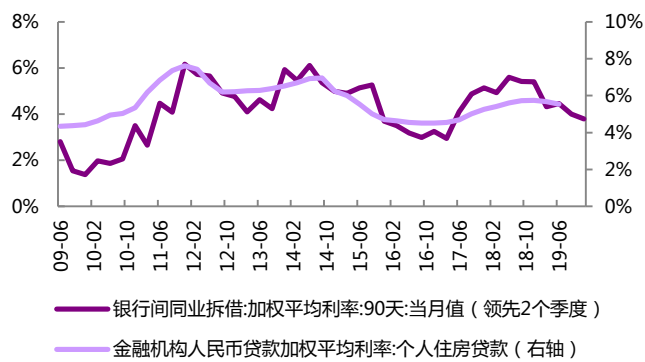
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 27：全国首套及二套房贷平均利率 (%)



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 28：同业拆借利率及个人住房贷款利率



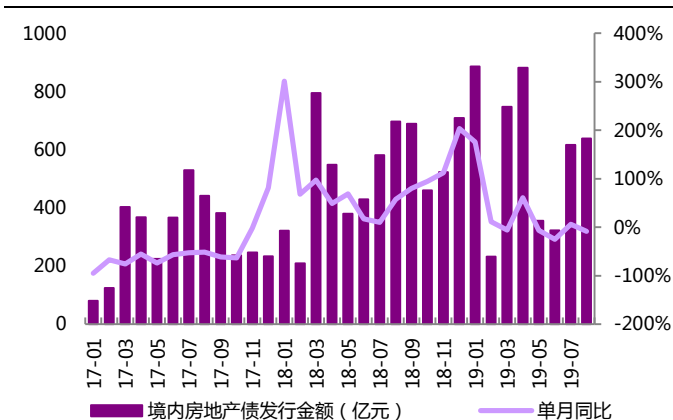
资料来源：WIND，光大证券研究所

➤ 8月房企境内发债维持相对高位，海外融资环比明显收缩

根据 WIND，8月房企境内发债规模维持在 600 亿元以上，高基数下单月同比-8%，环比+3%；受汇率波动等因素影响，8月房企海外发债约 16 亿美元，在 7 月放量后明显收缩，单月同比-18%，环比-74%。

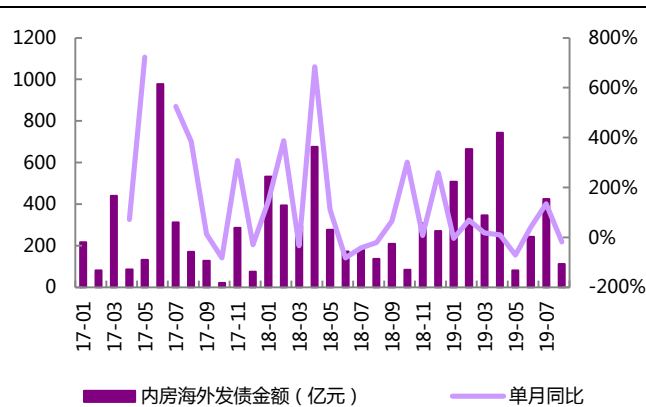
1-8 月房企境内发债 4575 亿元，同比+17%，增速较 1-7 月-4pc；1-8 月房企海外发债 3141 亿元（根据 20190919 汇率换算），同比+17%，增速较 1-7 月-2pc。

图 29：房企境内发债金额及同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 30：内房海外发债金额及同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

➤ 资金面压力有待显现，结构性特征相对显著

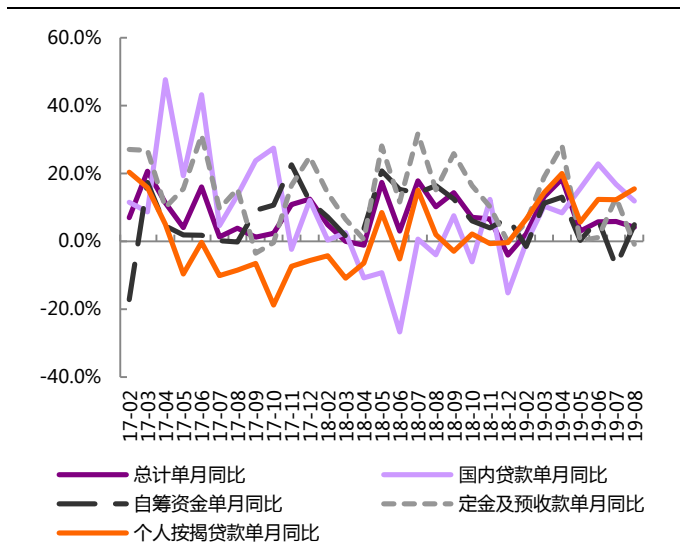
2019 年 8 月，房企到位资金同比+4.1%，增速较 7 月-1.7pc。其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别同比+11.9%、+4.9%、-0.8%、+15.4%，增速较 7 月分别-4.9pc、+12.3pc、-13.6pc、+3.2pc。

2019 年 1-8 月，房企到位资金同比+6.6%，增速较 1-7 月-0.4pc。其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别同比+9.8%、+3.1%、+8.3%、+11.8%，增速较 1-7 月分别+0.3pc、+0.3pc、-1.3pc、+0.5pc。

8 月单月定金及预收款降速相对明显，主要反映 5-6 相对较弱的销售表现。从累计同比来看，2019 年 1-8 月增速 (+6.6%) 仍优于 2018 年全年水平 (+6.4%)，其中国内贷款、自筹资金、个人按揭贷款增速均出现环比提升，行业流动性收紧的影响尚未明显体现。

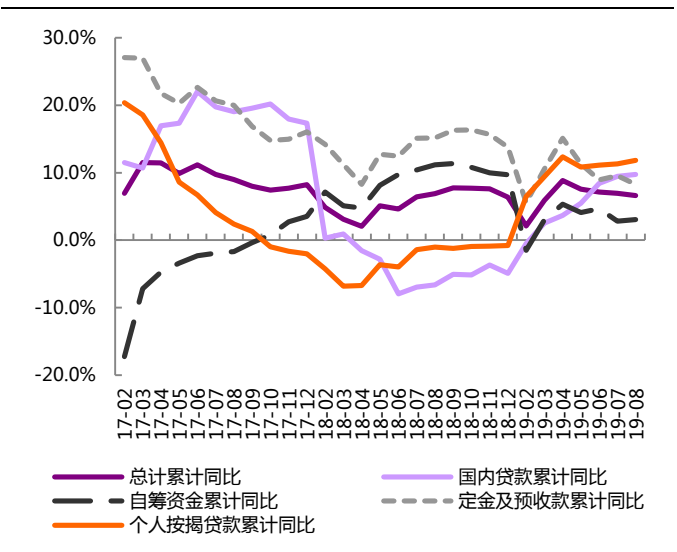
考虑到银行按揭配置需求相对“刚性”，我们认为未来房企资金压力更多来集中在开发贷获取以及境内外债券融资方面，此类来源的结构性特征较为明显，预计头部房企以及资产优质的地方国资房企受影响相对可控。并且伴随着信用能力持续分化，“信用优势”有望加速向“资源优势”转化。

图 31：房地产开发资金来源单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 32：房地产开发资金来源累计同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

6、投资建议

楼市、地市价格因素趋弱，预计调控加码空间有限。但决策层的明确表态以及当前销售、投资的较强韧性均表明，短期内流动性管控仍将持续，行业基本面仍处下行通道。我们认为后续房企资金面压力分化将愈加明显，建议关注具备拿地、融资优势的头部房企，如万科 A+H，保利地产、招商蛇口、金地集团、华润置地、中国金茂；同时随着美联储降息及国内降准，我们建议关注在存量经营板块经营相对具备优势的标的，如陆家嘴。

7、风险分析

房地产持续调控，导致行业整体销售增速下行超预期；前期需求透支或棚改依赖度较高的三四线城市楼市存在回调压力；行业还款高峰来临，部分中小型房企信用风险抬升。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼