

# 房地产开发

## 竣工之谜：微观层面的解释和估算

竣工面积增速已连续 22 个月处于负区间。据统计局数据，竣工面积增速已持续 22 个月处于负区间。同时，过去三年较高的销售面积增速决定了竣工面积增速在某个时点必然转正。问题在于，竣工面积增速持续为负的原因何在？何时能够转正？高点将出现在哪个时点？

**竣工面积持续为负的原因。**一是三四线城市在销售面积中的占比提升，三四线城市预售一般没有形象进度的要求，预售条件低于高能级城市，销售到竣工的时间相对较长；二是销售结构的变化，16/17 两年期房销售占比下降，反映出彼时销售高峰一部来自对过往库存的消化，并不对应未来竣工，同时，18 年开始期房销售占比明显提升，客观上拉长销售到竣工的时间；三是本轮周期中房企对快周转的追求，“拿地-开工-销售”环节加快，而“销售-交房”环节减缓，导致销售高峰难以迅速反映到竣工中。

**建安投资是销售-竣工过程的重要中间指标。**逻辑上，房企施工计划根据竣工时间倒排，施工高峰的目的是竣工交房，竣工交房的必然前提是施工高峰，因此建安投资增速反映施工节奏和施工进度。数据上，建安投资数据相对可靠，基于建筑工程价格指数也可以有效剔除价格变动影响，对历史数据也能够较好吻合。

**预计竣工增速转正点在 2020Q3，高点在 2021Q4，最高增速约 15%。**建安投资增速拐点出现在 18 年 6 月，转正点出现在 19 年 2 月，综合考虑，预计竣工增速转正点出现在 20 年 Q3，本年竣工面积同比增速预计为 -5%，而 19 年 7 月基本可以确认为拐点。我们预计建安投资增速高点为 2020 年 Q1，后推 1.8 年，预计高峰出现在 2021 年 Q4。同时，从本轮周期销售面积增速高点为 36.5%，出现在 16 年 4 月，低于上轮周期大约 13 个百分点，据此本轮竣工面积增速的峰值大约为 15%。

**投资建议。**站在上下游角度，我们认为本年地产方面对上下游的需求，主要体现在钢材、水泥、玻璃、涂料等方面，家电、家装等的需求以及在 2020 年下半年才会渐入佳境，但向上修复的趋势已经确立；房地产方面，建议关注竣工计划增速较高，业绩加速释放，且本年销售增速稳健的房企，如保利地产、金地集团、万科 A、蓝光发展、中南建设等。

**风险提示：**建筑工程投资上行不持续，竣工面积与销售和施工投资的关系出现本质变化。

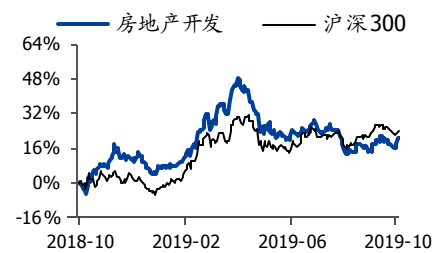
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600466	蓝光发展	买入	0.75	1.12	1.68	2.30	8.80	5.89	3.93	2.87
000002	万科 A	买入	2.99	3.77	4.58	5.46	8.90	7.06	5.81	4.88
600048	保利地产	买入	1.59	2.36	3.02	3.56	9.84	6.63	5.18	4.40
600383	金地集团	买入	1.79	2.21	2.73	3.13	7.18	5.82	4.71	4.11

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 任鹤

执业证书编号：S0680519060001

邮箱：renhe@gszq.com

### 相关研究

- 《房地产开发：销售反弹不改回落趋势 竣工降幅持续收窄》2019-09-23
- 《房地产开发：以勾稽为“锚”，分析房企现金流量》2019-09-22
- 《房地产开发：统计局 8 月数据点评：到位资金持续回落，维持销售缓降投资稳定判断》2019-09-16



## 内容目录

竣工之谜：微观层面的解释和估算 .....	3
1. 竣工之谜的微观解释：三大因素致竣工增速持续低迷 .....	3
1.1 竣工数据靠谱吗？ .....	3
1.2 行业变迁之下，部分指标先导意义减弱 .....	4
开发投资分项比例明显变化，对应施工阶段不同，先导意义减弱 .....	4
建设周期变化，新开工指标意义下降 .....	5
施工面积口径复杂，填报标准相对模糊，指标意义本身较弱 .....	5
交房硬约束下，销售面积是较好指标，但缺乏中间指标 .....	6
1.3 竣工增速为何持续为负？三大原因拉长销售-竣工时滞 .....	7
三四线城市在销售中的占比提升 .....	7
销售结构变化：16/17销售高峰部分来自库存，18年则期房占比提升 .....	8
开发商的快周转战略 .....	9
2. 建安投资是销售-竣工过程的重要中间指标 .....	9
2.1 为何选用建安投资？ .....	9
逻辑上，竣工必经施工，施工对应建安投资 .....	9
数据上，建安投资数据相对可靠，回测数据符合逻辑 .....	10
2.2 预计增速转正点在2020Q3，高点在2021Q4，最高增速约15% .....	10
3. 投资建议 .....	11
风险提示 .....	11

## 图表目录

图表 1: 房地产相关数据填报方式 .....	4
图表 2: 开发投资各分项占比明显变化 .....	5
图表 3: 平均地价涨幅有所下降 .....	5
图表 4: 新开工与竣工相关性很弱 单位: % .....	5
图表 5: 基于施工面积计算出的施工强度增速波动剧烈 .....	6
图表 6: 施工面积与竣工面积相关性很弱 单位: % .....	6
图表 7: 销售-竣工时滞逐渐拉长 .....	6
图表 8: 三四线城市销售占比持续提升 .....	7
图表 9: 部分一二线城市预售形象进度要求 .....	8
图表 10: 期房销售面积占比变化情况 .....	8
图表 11: 快周转的本质是“前快后慢”之下对资金的无息占用 .....	9
图表 12: 累计建安投资时间分布示意图 .....	10
图表 13: 地产项目建设过程示意图 .....	10
图表 14: 建安投资（剔除价格）与竣工面积时滞相对稳定 .....	10
图表 15: 建筑工程投资增速领先竣工增速约1.8年 单位: % .....	11
图表 16: 基于销售面积估算本轮竣工高点约15% 单位: % .....	11
图表 17: 部分房企近四年竣工面积增速 .....	11

## 竣工之谜：微观层面的解释和估算

据统计局数据，2019年1-8月房屋竣工面积累计增速为-10%，至此竣工面积增速已持续22个月处于负区间。同时，2015年6月以来，商品房销售面积累计增速连续42个月为正，且2016年2月开始至2017年9月长达20个月中均维持在10%以上的较高水平，较高的销售面积增速决定了竣工面积增速在某个时点必然转正。问题在于，竣工面积增速持续为负的原因何在？何时能够转正？高点将出现在哪个时点？我们的观点如下：

- ◆ 竣工面积持续为负的原因有三：一是三四线城市在销售面积中的占比提升；二是销售结构的变化；三是本轮周期中房企对快周转的追求。
- ◆ 相对于其他指标，基于销售面积和建安投资，判断竣工趋势，在逻辑上和数据上据较为顺畅，特别是建安投资，向上趋势已然确立，因此竣工增速的修复不是反弹，而是见底之后的反转。
- ◆ 竣工面积同比增速转正点预计出现在2020Q3，本年预计为-5%，增速高点预计出现在2021Q4，最高增速约15%，未来两年的竣工，将是缓慢而确定的修复过程。

### 1. 竣工之谜的微观解释：三大因素致竣工增速持续低迷

#### 1.1 竣工数据靠谱吗？

受统计方式所限，统计局房地产相关数据都难免存在误差，这也是地产研究的难点之一，而不同数据由于填报依据不同，可靠程度也有较大的差异。从竣工面积的统计方式和依据上看，我们认为竣工面积的**绝对数值可能误差较大，但其纵向增速是相对可靠的**。

从填报依据看，房地产开发法人填报竣工面积，依据是竣工验收备案表中载明的建筑面积，而竣工在工程上有较为明确的标准，且需要经过政府、甲方、监理、施工方和材料方的共同验收，理论上不存在很大的模糊空间。

从误差来源看，绝对数值可能误差较大，但纵向增速应相对可靠。由于竣工面积为建筑面积口径，而销售面积为可售面积口径（以计容面积近似），理论上竣工面积应当大于销售面积，但实际上从2004年以来，竣工面积几乎都小于销售面积，因此我们认为**竣工面积在绝对数值上误差较大**。误差的可能来源包括售后停建（烂尾）、一房多卖、延迟竣工（出于拖延相关税费缴纳）、数据缺失等，我们认为上述误差来源在竣工面积中的占比相对稳定，因此**竣工面积的纵向增速是相对可靠的**。

图表 1: 房地产相关数据填报方式

表号	表名	包含数据	统计范围	报送单位	报送日期及方式	数据审核验收时间
X204-1 表	房地产开发项目经营情况	房地产开发投资及分项数据、销售面积/销售额、新开工/竣工/施工/待售面积等	辖区内有关开发经营活动的全部房地产开发经营业法人单位	法人单位	3 月后 9 日, 4 月后 8 日, 6 月后 6 日, 9 月后 10 日, 其他月后 7 日 12:00 前网上填报	3、4 月后 11 日, 9 月后 13 日, 其他月后 10 日 12:00
X204-2 表	房地产开发企业资金和土地情况	到位资金及分项数据、应付工程款、土地成交价款等	辖区内有关开发经营活动的全部房地产开发经营业法人单位	法人单位	3 月后 9 日, 4 月后 8 日, 6 月后 6 日, 9 月后 10 日, 其他月后 7 日 12:00 前网上填报	3、4 月后 11 日, 9 月后 13 日, 其他月后 10 日 12:00

资料来源:《房地产开发统计报表制度(2018)》, 国家统计局, 国盛证券研究所

## 1.2 行业变迁之下, 部分指标先导意义减弱

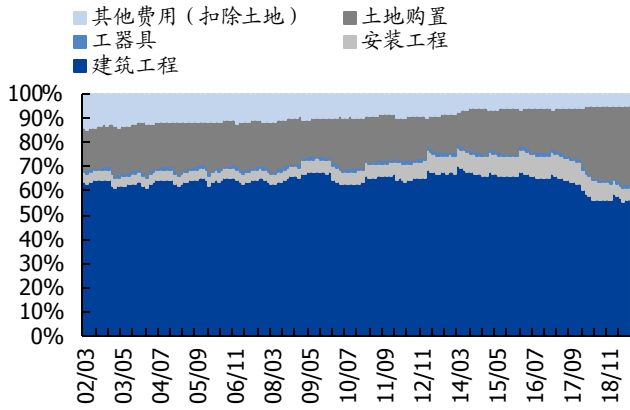
### 开发投资分项比例明显变化, 对应施工阶段不同, 先导意义减弱

受 2016 年以来各分项数据之间的比例关系明显变化的影响, 基于房地产开发投资走势来估计竣工增速在逻辑上并不通顺。房地产投资的结构变化主要体现在, 土地购置土地购置费在房地产投资中的比例自 2016 年下半年开始持续上升, 由 17% 左右的多年平均水平, 快速上升至 2018 年 11 月 31% 的最高水平。几乎同时, 施工投资占比由 67% 左右的平均水平快速下降至 56%。

上述变化的原因可以似乎从地价上涨中得到一部分解释, 但仅从地价上涨来解释, 会遇到两个难点: 一是地价同比增速的中枢近年来有所下降, 在建设过程没有显著变化的背景下, 其占比不应迅速提升; 二是不能解释施工投资自身在时间序列上的同比增速下降。

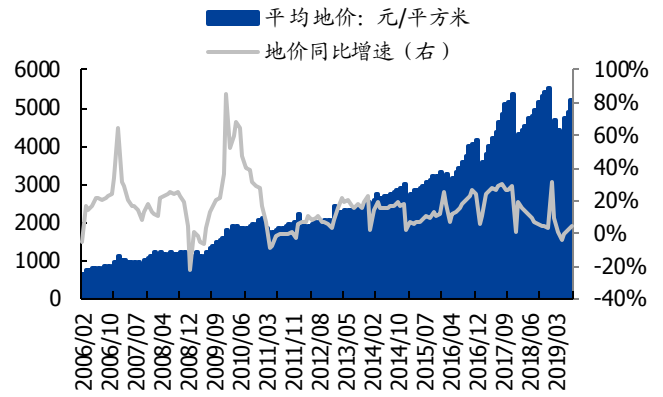
由于分项结构的变化, 相同的房地产开发投资对应的建设阶段并不相同, 土地购置拉动的房地产投资对应的建设进度更靠前(往往对应基础工程/地下室结构阶段), 而施工投资对应的较为靠后(主体结构施工等), 因此仅从房地产开发投资的变化推测竣工面积增速的拐点, 不管从逻辑上还是数据上都是比较牵强的。

图表 2: 开发投资各分项占比明显变化



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 3: 平均地价涨幅有所下降



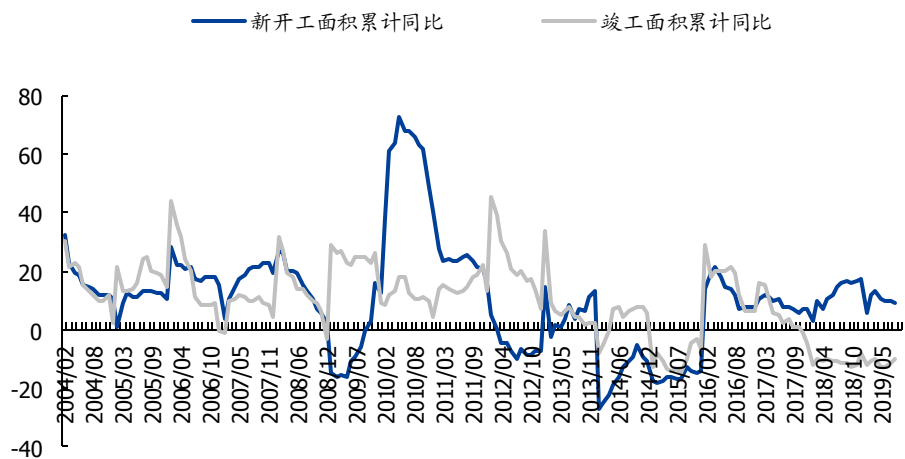
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

### 建设周期变化, 新开工指标意义下降

竣工必然来自于开工(复工面积也来自于以往的新开工), 因此用新开工来推算竣工在逻辑上是相对合理的。但有如下两个因素, 导致新开工对竣工的指标意义下降:

- ◆ 过程干扰较多。理论上工程项目需要取得施工许可证才能开工, 但实践中无证施工现象并不鲜见, 取得施工证后由于各种原因暂停施工的也不在少数(特别是地产销售较差时), 新开工到竣工的过程本身受到多种因素影响, 很难准确分辨。这也是竣工增速峰值与开工面积峰值的时滞摇摆不定的原因之一。
- ◆ 建设周期的变化, 即开工到竣工的时间拉长。拉长的主要原因有三: 一是三四线城市在开工面积中的占比提升(三四线预售条件低, 销售回款开始较早), 二是销售结构的持续变化, 三是开发商对快周转的追求, 二者都降低了开发商销售回款之后加快施工的动机。

图表 4: 新开工与竣工相关性很弱 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

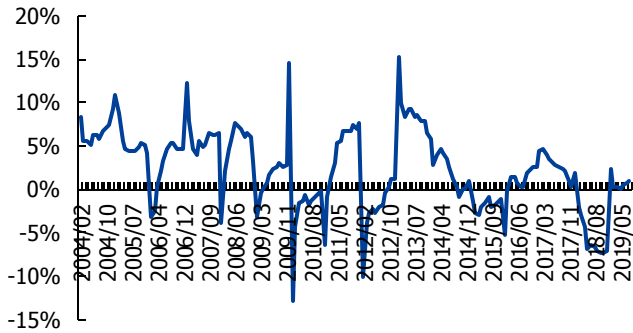
### 施工面积口径复杂, 填报标准相对模糊, 指标意义本身较弱

我们认为从施工面积出发, 根据一般的建设周期来推算竣工, 逻辑上并不合理。一方面, 统计局公布的施工面积口径比较复杂, 包括本期新开工的面积、上期跨入本期继续施工的房屋面积、上期停缓建在本期恢复施工的房屋面积、本期竣工的房屋面积以及本期施工后又停缓建的房屋面积。也就是说只要本期动过工, 就算施工面积, 这必然削弱准确

性。同时，由于口径复杂，填报标准就会相对模糊，指标本身的意义就比较弱。

另一方面，在施面积的平均施工进度改变。要根据建设周期推算，就必须知道在施面积的平均施工进度（地下室阶段的施工面积，与主体接近封顶的施工面积，对竣工的领先程度显然是不同的），或至少平均施工进度不变。但实际上这一前提并不成立，这从单位面积施工强度可以得到侧面印证。

图表 5: 基于施工面积计算出的施工强度增速波动剧烈



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 6: 施工面积与竣工面积相关性很弱 单位: %



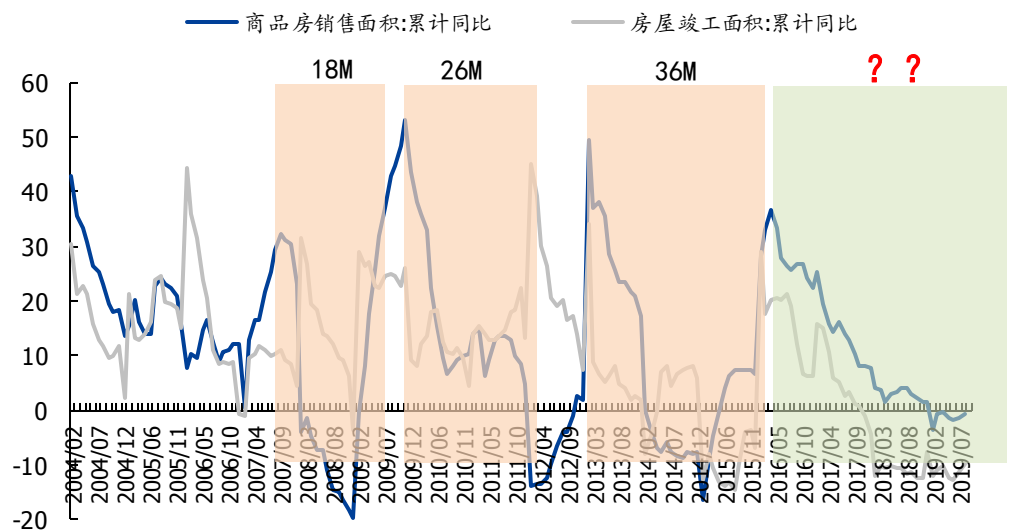
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

### 交房硬约束下，销售面积是较好指标，但缺乏中间指标

销售到交房存在合同约定，而交房的基础条件是工程竣工，因此理论上销售面积与竣工面积有较强的相关性，这也是预期竣工转正的最主要逻辑。我们认同这一逻辑，而且从历史上看，二者确实有较好的相关性。

问题在于，从数据上看，销售到竣工的时滞在逐渐拉长，由 2007 年至 2008 年的 18 个月，拉长至 2013 年至 2016 年的 36 个月，背后的原因我们稍后讨论。而本轮周期中，销售-竣工时滞到底是多少，我们无法事先做出判断，二者之间缺乏一个合适的中间指标。

图表 7: 销售-竣工时滞逐渐拉长



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

### 1.3 竣工增速为何持续为负？三大原因拉长销售-竣工时滞

竣工增速持续低迷的直接原因是销售-竣工时滞拉长，16/17 两年较高的销售面积增速没有较快传导至竣工端。从微观层面看，有三大原因导致了这一现象，一是三四线城市销售占比的提升，二是销售结构的变化，16/17 年销售高峰中一部分来自库存去化，18 年开始期房占比迅速提升，三是房企对快周转的诉求。实际上，三个原因并不互相独立，比如三四线销售占比提升与期房销售占比提升，都是房企实现快周转的客观条件之一，三大原因共同反映了 15 年以来行业的整体变迁。

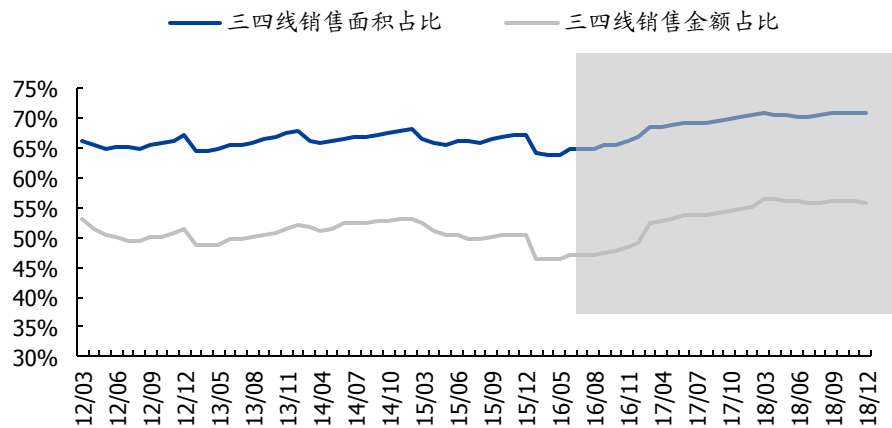
#### 三四线城市在销售中的占比提升

2016 年之前，三四线城市销售面积占比维持在 64% 左右，销售金额占比维持在 50% 左右，2016 年 4 月开始，三四线销售占比迅速提升，其中销售面积占比提升至 2018 年 3 月的 71%，提升约 7pct，随后保持稳定。

关于商品房预售，城市房地产管理法中有明确规定：(一)已交付全部土地使用权出让金，取得土地使用权证书；(二)持有建设工程规划许可证；(三)按提供预售的商品房计算，投入开发建设的资金达到工程建设总投资的百分之二十五以上，并已经确定施工进度和竣工交付日期；(四)向县级以上人民政府房产管理部门办理预售登记，取得商品房预售许可证明。

上述要求任何城市都需要满足，但对于一般的三四线城市而言，要求仅限于此，而多数一二线城市，则对形象进度有额外的要求，这就导致多数一二线城市的预售条件高于三四线城市，销售之后剩余工程量较小，销售到交房的时间也会短于三四线城市。所以三四线城市占比提升，一定程度上拉长了销售到竣工的时间。

图表 8: 三四线城市销售占比持续提升



资料来源: wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 9: 部分一二线城市预售形象进度要求

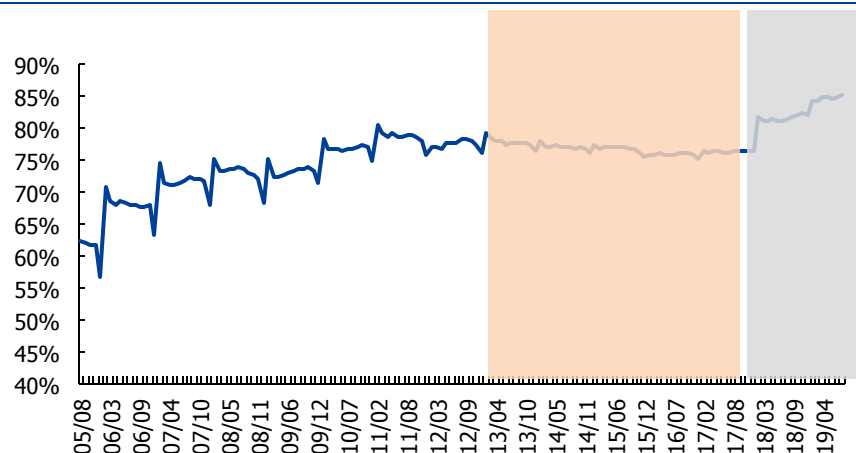
城市	形象进度要求
北京	地上规划层数 7 层（含）以下的，施工进度应达到主体结构封顶；8 层（含）以上的，施工进度应达到地上规划层数 1/2 以上（且不低于 7 层）
广州	七层以下（含本数）的商品房项目，已完成结构工程并封顶；七层以上（不含本数）的商品房预售项目，已完成三分之二结构工程
上海	商品住房开发建设已达到主体结构封顶；商业、办公等其他房屋类型多层达到主体结构封顶，高层达到主体结构的 2/3
深圳	七层以下（含本数）的商品房项目已封顶；七层以上的商品房项目已完成地面以上三分之二层数
杭州	七层以下(含本数)的商品房项目,已完成结构工程并封顶;七层以上(不含本数)的商品房预售项目,已完成三分之二结构工程
武汉	(1) 低层（含五层）主体结构封顶，且砌筑工程完工；（2）多层（含六跃七）主体结构达到层数的三分之二；（3）小高层及以上建筑主体结构达到层数的二分之一且不得少于七层，主体结构中地下室每层可抵地上一层。
郑州	六层以下（含六层）的商品房项目，完成基础并施工至二层以上（含地下室）结构封顶工程，七至十二层（含十二层）小高层建筑完成三层以上（含地下室）结构封顶工程，十三层以上（含地下室）高层建筑完成五层以上结构封顶工程
厦门	7 层以下（含 7 层）的，已完成主体建筑封顶工程；8 层以上（含 8 层）的，已完成主体结构工程的二分之一以上，且不得少于 7 层
成都	规划地上 7 层及以下的需完成主体建筑封顶工程，规划地上 8 层及以上的需完成地上建筑层数主体结构工程的 1/2 以上且不少于 7 层

资料来源：各地政府网站，国盛证券研究所

### 销售结构变化：16/17 销售高峰部分来自库存，18 年则期房占比提升

从销售结构中的期房销售面积占比来看，12 年下半年开始期房销售占比缓慢下降，18 年开始则迅速提升，对应的实际意义是：在 12 年至 17 年的五年间，期房销售占比下降意味着库存的堆积，16/17 两年虽然销售面积增速较高，但可能有相当部分来自于前期库存的消化，而前期库存对应过往竣工，而不是后续竣工；18 年开始，期房占比迅速提升，意味着去库存过程的结束，因此 18/19 两年的销售将更多对应后续竣工。

图表 10: 期房销售面积占比变化情况



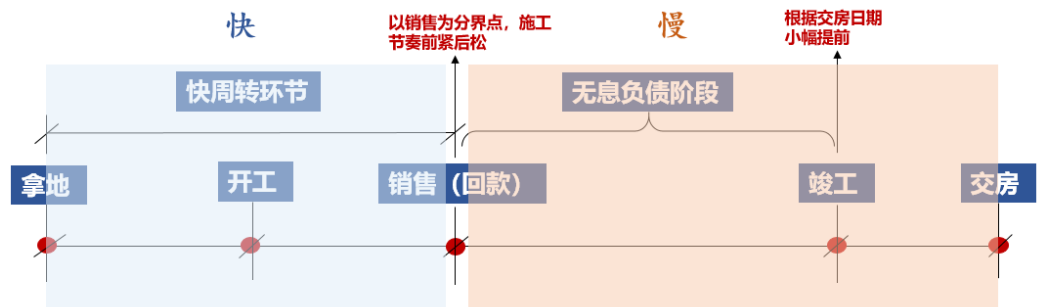
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所



## 开发商的快周转战略

大致从 2015 年开始，越来越多的开发商开始提倡快周转，原因一方面是地价上涨速度降低，囤地模式收益降低的同时风险加大，另一方面也是一种低成本扩张报表、迅速做大规模的手段。与一般企业所说的快周转不同，房企的快周转主要指拿地到销售回款这一过程的快，而非从拿地到竣工整个过程的快。而这在客观上拉长了销售到竣工交房的时间。

图表 11: 快周转的本质是“前快后慢”之下对资金的无息占用



资料来源: 国盛证券研究所

## 2. 建安投资是销售-竣工过程的重要中间指标

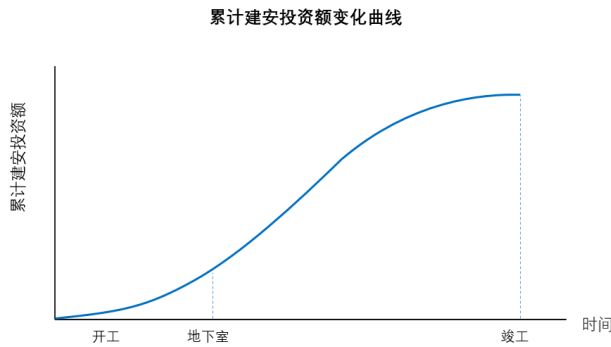
### 2.1 为何选用建安投资?

逻辑上，竣工必经施工，施工对应建安投资

从销售面积和施工投资出发，来推算竣工面积的走势，首先在逻辑上是非常顺畅，且基本不会受到其他因素干扰：

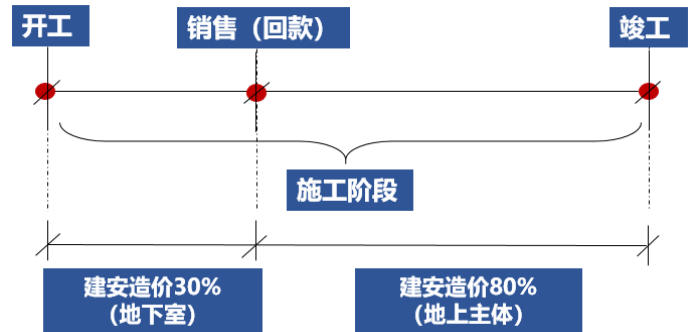
- ◆ **销售到竣工**：根据一般的商品房销售惯例，签订销售合同到交房的时间在 1 到 3 年之间。但不管此时间间隔长短，销售到交房的过程是确定的，并且开发商也没有单方面更改交房时间的权力（否则会面临较高额度的赔偿）。因此，几乎可以说，从销售数据到竣工数据，不存在绝对数量的改变。
- ◆ **施工到竣工**：施工是竣工的必然前提。对于一般的房地产项目，大致可将施工阶段分为两端：开工到销售回款、销售到交房。前一阶段，房企往往施工节奏较快，这也是快周转的核心要求之一；而后一阶段，由于已预收多数房款，属于无息占用预收款的阶段，房企会在客户接受的范围内尽量拉长此阶段的长度。
- ◆ **建安投资在时间分布上，一般呈现“两头高中间低”**。前期地下室阶段，建安投资占比约 30%，中后期主体结构阶段建安投资占比余额 70%，（建安投资包括建筑工程投资和安装工程投资，由于安装工程占比很低，后续不再单独分析）因此建安投资增速提升，对应进入中后期的项目增多。同时，**开发商施工计划按照竣工日期倒排，我们从建安投资增速提升，可以合理推断出大致的竣工时点。**

图表 12: 累计建安投资时间分布示意图



资料来源: 国盛证券研究所

图表 13: 地产项目建设过程示意图



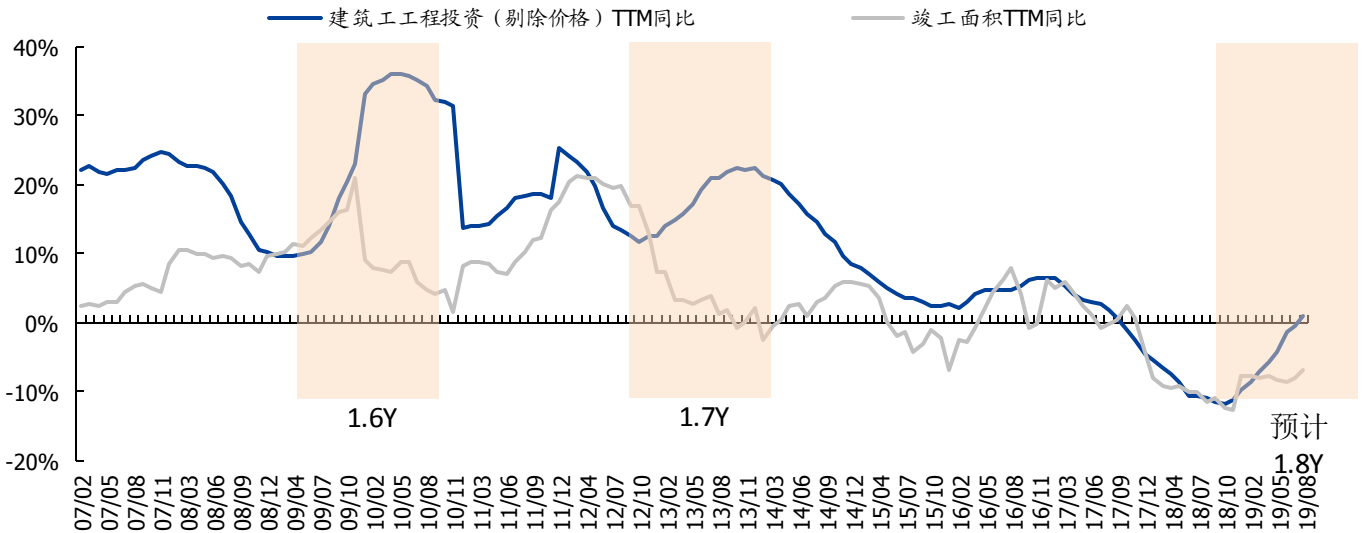
资料来源: 国盛证券研究所

### 数据上, 建安投资数据相对可靠, 回测数据符合逻辑

从数据的来源上看, 建安投资(建筑工程投资+安装工程投资)数据的可靠度相对较高。因为该指标在上报时, 依据的是房地产开发法人财务部门收到的发票, 相对多数面积指标更为可靠。虽然施工投资有付款周期, 但整体上付款周期变化不大, 分析数据纵向趋势时不用过分考虑。此外基于固定资产投资价格指数中的建筑工程投资价格指数, 可以较为有效的提出要素价格变化的影响。

我们回测了 07 年以来的历史数据, 发现建安投资(剔除价格)的 TTM 增速与竣工面积的 TTM 增速, 二者时滞基本稳定在 1.6 年至 1.7 年, 虽然有一定增大, 但稳定程度高于销售到竣工的时滞, 符合逻辑。

图表 14: 建安投资(剔除价格)与竣工面积时滞相对稳定



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

## 2.2 预计增速转正点在 2020Q3, 高点在 2021Q4, 最高增速约 15%

从建安投资转正点后推, 预计竣工面积增速转正点出现在 2020Q3。建安投资增速拐点出现在 18 年 6 月, 转正点出现在 19 年 2 月, 综合考虑, 预计竣工增速转正点出现在

20年Q3，本年竣工面积同比增速预计为-5%，而19年7月基本可以确认为拐点。

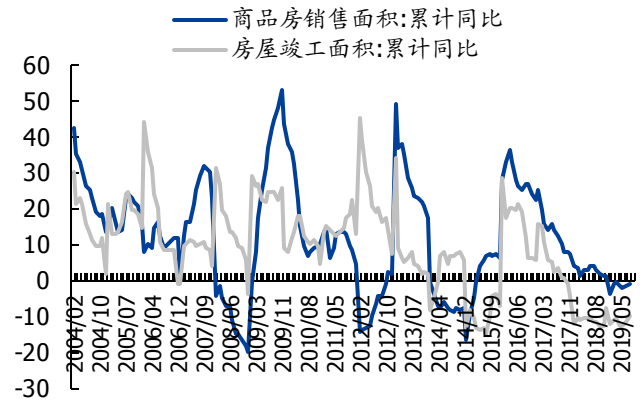
竣工增速高点预计出现在2021Q4，最高增速预计为15%。由于建安投资增速高点尚未出现，我们预计为2020年Q1，后推1.8年，预计高峰出现在2021年Q4。同时，从本轮周期销售面积增速高点为36.5%，出现在16年4月，低于上轮周期大约13个百分点，据此本轮竣工面积增速的峰值大约为15%。

图表 15: 建筑工程投资增速领先竣工增速约 1.8 年 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 16: 基于销售面积估算本轮竣工高点约 15% 单位: %



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 17: 部分房企近四年竣工面积增速

	万科 A	保利地产	新城控股	金地集团	荣盛发展	蓝光发展
2016	29%	4%	4%	36%	31%	13%
2017	3%	6%	81%	5%	-31%	-17%
2018	20%	42%	35%	0%	67%	23%
2019E	12%	36%	92%	27%	40%	19%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3. 投资建议

站在上下游角度，我们认为本年地产方面对上下游的需求，主要体现在钢材、水泥、玻璃、涂料等方面，家电、家装等的需求需要在2020年下半年才会渐入佳境，但向上修复的趋势已经确立；房地产方面，建议关注竣工计划增速较高，业绩加速释放，且本年销售增速稳健的房企，如保利地产、金地集团、万科A、蓝光发展、中南建设等。

### 风险提示

建筑工程投资上行不持续，竣工面积与销售和施工投资的关系出现本质变化。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com