

旺季销售回暖，土地市场依然处于严冬

2019年10月15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	0.30	-1.54	25.51
沪深300	-0.48	3.37	26.44

龙靓

分析师

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

0731-84403365

韩偲瑶

研究助理

hancy@cfzq.com

18670333068

相关报告

- 《房地产: REITs 专题报告(一): REITs 未满足, 类 REITs 已达》 2019-09-27
- 《房地产: 国家统计局 8 月房地产行业数据点评: 投资增速延续回落, 竣工开启修复》 2019-09-17
- 《房地产: 房地产行业 2019 年 8 月月报: 主流房企销售稳定, 行业融资政策收紧》 2019-09-16

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
万科 A	2.99	9.07	3.46	7.84	3.89	6.97	推荐
金地集团	1.79	7.33	2.16	6.08	2.60	5.04	推荐
保利地产	1.59	9.81	1.99	7.84	2.40	6.50	谨慎推荐
中南建设	0.58	15.40	1.07	8.35	1.74	5.13	推荐
招商蛇口	1.99	10.15	2.04	9.90	2.50	8.08	谨慎推荐
阳光城	0.74	8.88	1.01	6.50	1.33	4.94	谨慎推荐
首开股份	1.23	7.15	1.33	6.61	1.56	5.63	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- ▶ **板块表现:** 2019年9月, 房地产(申万)板块单月跌幅1.29%, 跑赢上证综指0.63pcts, 跑赢沪深300指数0.89pcts。受行业政策收紧影响, 房地产板块涨幅在28个一级行业中排名第10位。子板块中, 房地产开发板块单月涨幅1.48%, 园区开发板块单月跌幅1.38%, 拖累指数。
- ▶ **行业数据表现:** (1) 9月百城住宅价格指数同比上升3.56%, 涨幅较上月下降0.12pcts, 环比上升0.31%, 同比、环比涨幅均收窄, 整体市场房价将延续较为平稳的态势。(2) 9月, 30大中城市商品房成交面积同比增长10.59%, 增速回升, 环比增长13.18%。9月进入“金九银十”旺季, 商品房成交明显回暖。尽管行业旺季销售数据回暖, 但房地产调控政策放松的可能性较小, 整体来看行业销售高速增长难以维持。(3) 9月, 100大中城市成交土地占地面积同比下滑34.51%, 环比减少2.28%。100大中城市土地溢价率6.85%, 较8月回落2.05pcts, 其中住宅类用地溢价率7.68%, 较8月回落1.79pcts。土地成交明显放缓, 分化趋势越来越明显, 一线城市土地仍然表现出一定的相对韧性。
- ▶ **行业动态:** (1) 9月, 行业销售情况整体回暖, 各主流房企销售业绩更是交出了亮眼的业绩答卷, 增速亮眼。(2) 在行业处于冷周期中, 房企大多依然保持谨慎拿地态度。(3) 9月房企发债降温, 规模房企或国企背景的房企在融资成本上具有相对优势。(4) 呼和浩特政府调控房地产市场, 从优化土地供应结构、规范房地产市场运行等方面实现稳地价、稳房价、稳预期目的。无锡市住房公积金管理中心从公积金贷款认定标准、贷款额度等方面进行收紧住房公积金政策。
- ▶ **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; 建议中报业绩亮眼的金地集团和阳光城; 建议关注土地储备集中于一二线的首开股份; 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

<b>1 行情回顾</b> .....	<b>3</b>
<b>2 行业数据</b> .....	<b>4</b>
2.1 价格指数延续平稳态势.....	4
2.2 行业旺季销售数据回暖.....	5
2.3 土地市场降温明显.....	6
<b>3 行业动态</b> .....	<b>8</b>
3.1 主流房企销售业绩稳定.....	8
3.2 房企拿地态度依旧谨慎.....	9
3.3 9月房企发债降温.....	10
3.4 行业事件.....	10
3.4.1 呼和浩特调整商品房政策.....	10
3.4.2 无锡市住房公积金管理中心印发《关于进一步规范和改进我市住房公积金政策的意见》.....	11
<b>4 投资建议</b> .....	<b>11</b>

## 图表目录

图 1: 9月房地产板块涨跌幅.....	3
图 2: 1-9月累计涨跌幅.....	3
图 3: 9月中万一级行业涨跌幅排名.....	3
图 4: 9月涨幅前 10.....	4
图 5: 9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（分层级城市）.....	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: 9月成交土地城市排名（按土地规划建筑面积）.....	7
表 2: 9月部分 A 股房企销售业绩.....	8
表 3: 9月重点 A 股上市房企拿地数据.....	9
表 4: 部分房企 9 月新增项目分布地区情况.....	9
表 5: 9月部分 A 股房企发行债券融资活动.....	10

## 1 行情回顾

2019年9月，房地产（申万）板块单月跌幅1.29%，跑赢上证综指0.63pcts，跑赢沪深300指数0.89pcts。受行业政策收紧影响，房地产板块涨幅在28个一级行业中排名第10位。子板块中，房地产开发板块单月涨幅1.48%，园区开发板块单月跌幅1.38%，拖累指数。

图1：9月房地产板块涨跌幅

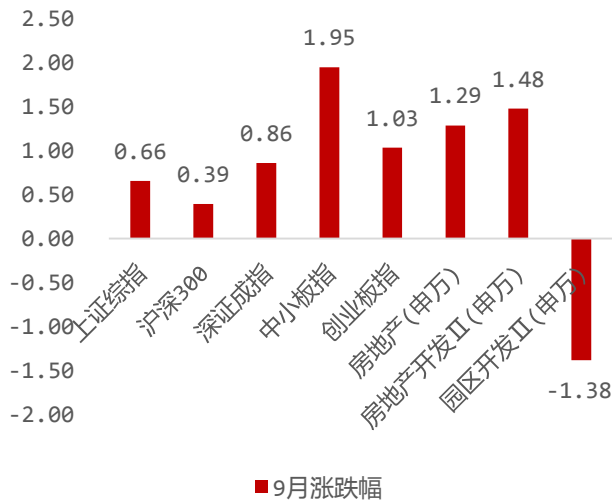
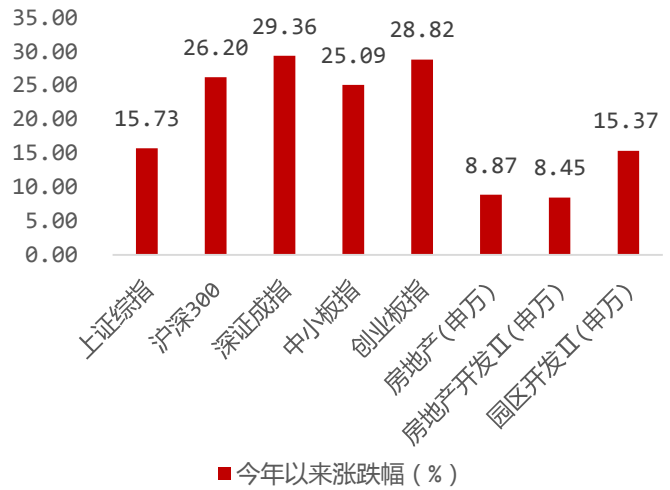


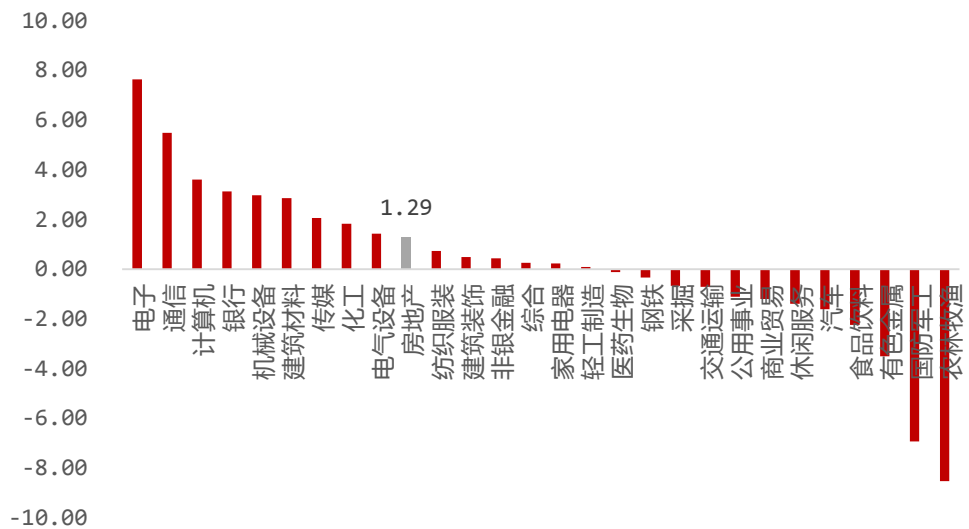
图2：1-9月累计涨跌幅



资料来源：wind，财富证券

资料来源：wind，财富证券

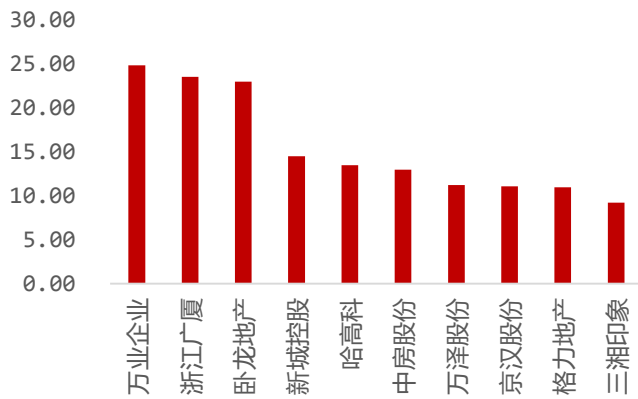
图3：9月申万一级行业涨跌幅排名



资料来源：wind，财富证券

行业中，浙江广厦涨幅第一，单月涨幅54.55%，受重组事件推动，中航善达表现亮眼，单月涨幅22.09%。8月，上海地区房企表现不佳，光明地产、上海临港、光大嘉宝等跌幅居前。

图 4：9 月涨幅前 10



资料来源：wind，财富证券

图 5：9 月跌幅前 10



资料来源：wind，财富证券

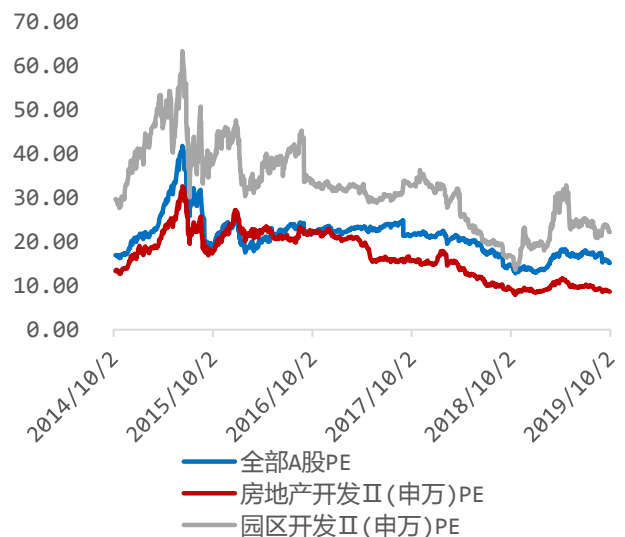
从相对估值看，截止 9 月末，房地产板块 PE 为 8.97X，PB 为 1.26X。其中，房地产开发板块 PE 为 8.61X，相对全部 A 股 PE 折价 43.17%，园区开发板块 PE 为 22.20X，相对全部 A 股 PE 溢价 46.53%。园区开发子板块市盈率相对较高，房地产开发子板块中具有相对低估值优势。

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

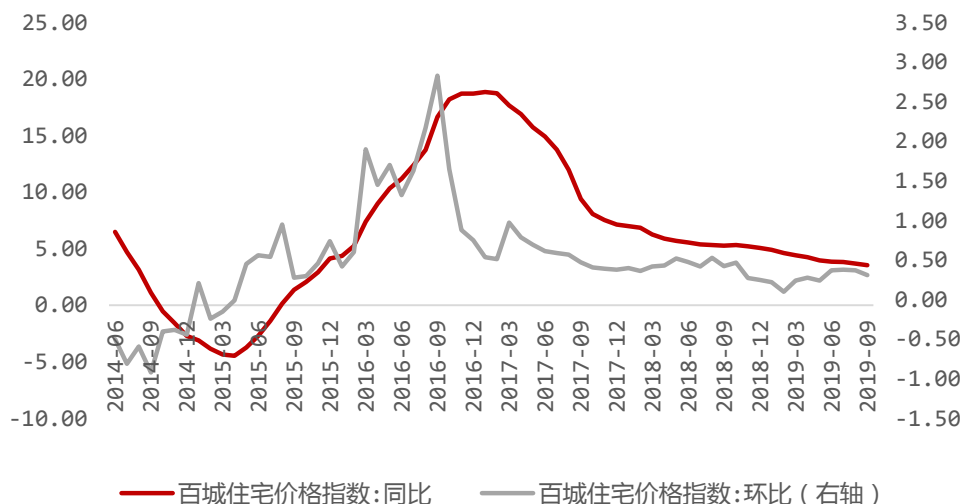
## 2 行业数据

### 2.1 价格指数延续平稳态势

9 月百城住宅价格指数同比上升 3.56%，涨幅较上月下降 0.12pcts，涨幅继续收窄，环比上升 0.31%，环比涨幅收窄。一二三线城市住宅价格指数分别同比上涨 0.70%、4.88%、

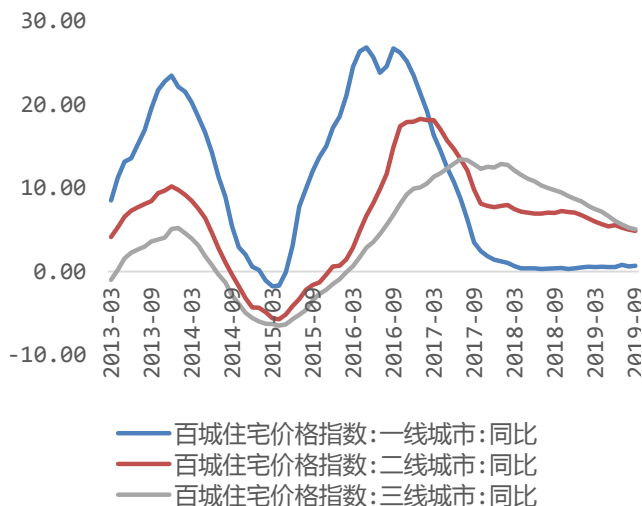
5.08%，一线城市同比涨幅微扩，二三线同比涨幅收窄。一二三线城市环比涨幅呈现明显分化，其中，一线城市住宅价格指数环比上涨0.13%，由负转正，二线城市环比上涨0.33%，涨幅收窄，三线城市环比上涨0.50%，涨幅略扩大。在稳房价的政策背景下，预计未来整体市场房价将持续保持较为平稳的态势，同比涨幅持续收窄。

图 8：百城住宅价格指数



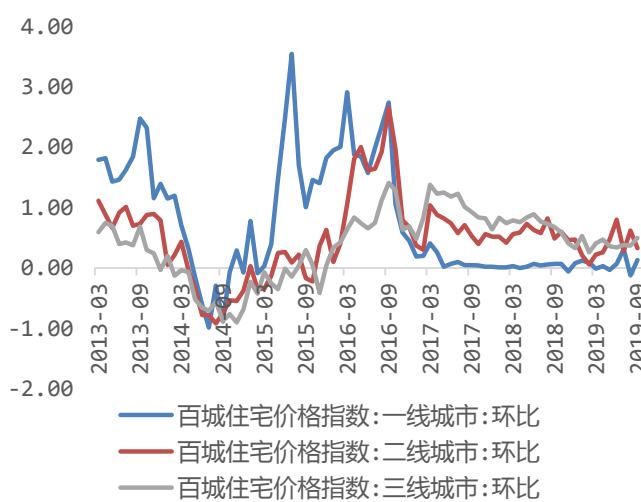
资料来源：wind，财富证券

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

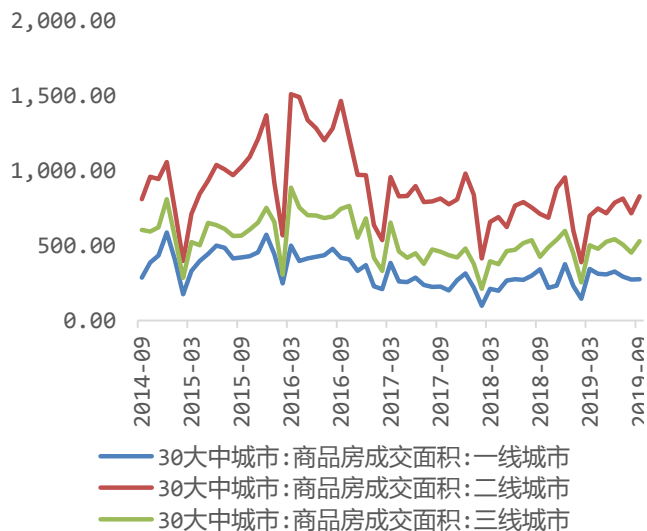
## 2.2 行业旺季销售数据回暖

9月，30大中城市商品房成交面积1639.64万平方米，同比增长10.59%，增速回升，环比增长13.18%，由于9月开启了房地产行业销售“金九银十”旺季，因而商品房成交明显回暖。其中，一、二、三线城市成交面积分别为277.12、831.90、530.62万平方米，一线同比下滑19.10%，下滑明显，二线、三线城市成交面积分别同比增长16.76%、24.12%。

受行业旺季促销刺激，30大中城市中，一二三线城市成交面积环比均回升。

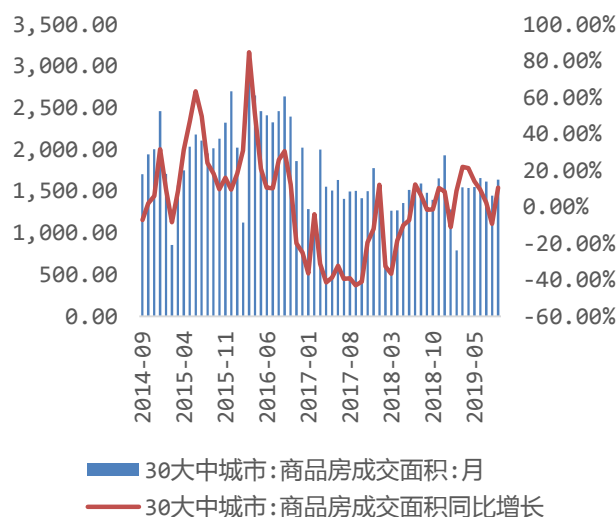
在坚持房地产市场稳定发展的大背景下，政策层面明显表示不会将房地产作为刺激经济的手段，房地产调控政策放松的可能性较小，尽管行业旺季销售数据回暖，但整体来看房地产行业销售高速增长趋势难以维持，行业销售或将逐步放缓。

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 土地市场降温明显

9 月，100 大中城市成交土地占地面积 3710.47 万平方米，同比下滑 34.51%，环比减少 2.28%。其中，一线城市成交 263.63 万平方米，同比增长 49.33%，在土地市场遇冷过程中，一线城市土地市场表现出较强的韧性；二线城市土地成交 1697.05 万平方米，同比下滑 32.11%，三线城市成交 1749.78 万平方米，同比下滑 41.47%，二、三线城市土地成交下滑幅度较大，尤其三线城市下滑幅度创 2015 年 5 月以来新高。

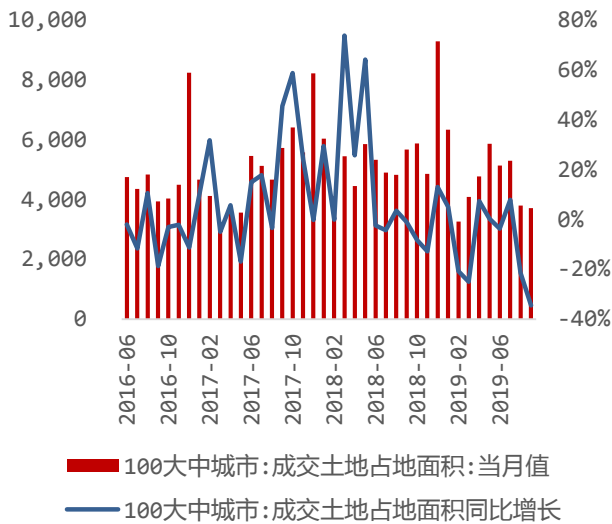
9 月土地成交明显放缓，土地市场分化趋势越来越明显，一、二线城市土地仍然表现出一定的相对韧性。今年以来，杭州、武汉、昆明等部分热点二线城市土地热度相对保持较高，其中杭州 9 月单月土地成交建筑面积 539.75 万平方米，为 9 月成交建筑面积最大城市。从土地成交金额看，9 月杭州土地成交总价 405.18 亿元，创今年单月成交总价最高，上海、武汉和苏州三个城市单月土地成交金额超 200 亿元。由此可看出，热点一二线城市土地市场在整体遇冷过程中依然保持了较高关注度，土地韧性较优。

溢价率方面，9 月，100 大中城市土地溢价率 6.85%，较 8 月回落 2.05pcts，其中住宅类用地溢价率 7.68%，较 8 月回落 1.79pcts。其中，一线城市土地溢价率 2.77%，较上月回升 2.08pcts，二、三线城市土地溢价率回落，二线城市溢价率 6.50%，小幅回落 0.12pcts；三线城市土地溢价率 10.94%，较上月回落 2.69pcts。一、二、三线城市住宅类用地溢价率分别为 3.18%、7.40% 和 14.30%。

土地供应方面，土地供应面积较去年同期大幅下滑。9月100大中城市供应土地占地面积5031.18万平方米，环比减少29.74%，同比减少34.97%。其中，住宅用地供应土地占地面积1223.95万平方米，同比下降40.41%。

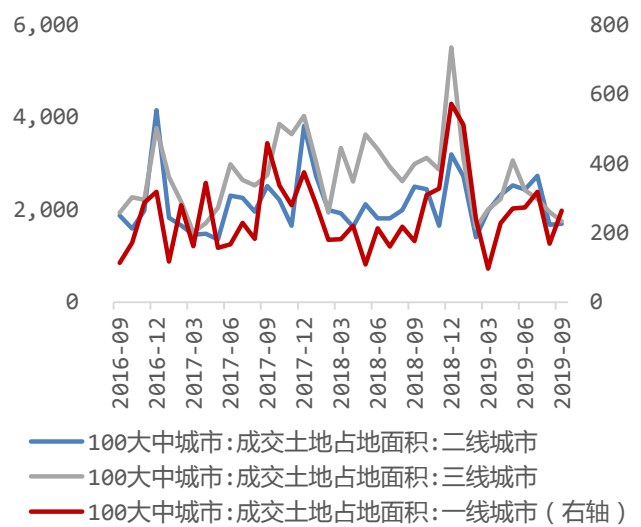
受房企资金影响，土地市场持续降温，土地溢价率回落。房企对于地块布局战略趋同，一二线重点城市成为房企集中争抢地，一二线土地市场韧性显现。

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 (分层级城市)



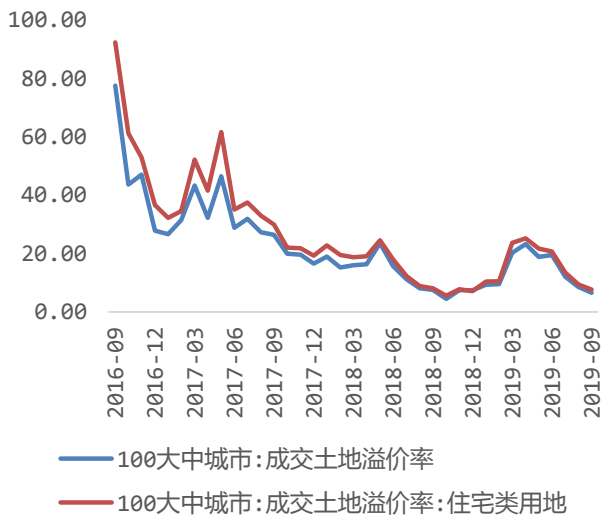
资料来源: wind, 财富证券

表 1: 9 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	杭州市	83	221.24	539.75	405.18	7,507	11.22
2	长春市	19	270.28	451.39	109.49	2,426	--
3	武汉市	20	127.06	451.23	209.66	4,646	--
4	东莞市	8	73.24	292.36	57.49	1,967	11.65
5	常州市	36	131.55	288.63	20.78	720	38.82
6	昆明市	43	128.43	287.15	19.89	693	0
7	上海市	33	142.28	281.26	299.48	10,648	0.55
8	广州市	20	87.9	279.22	135.66	4,859	4.89
9	天津市	28	156.63	276.27	144.50	5,230	1.82
10	西安市	29	87.88	258.97	72.17	2,787	0

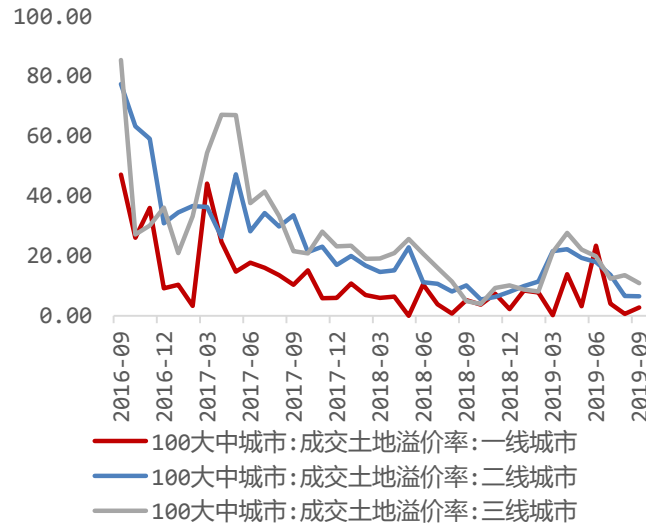
资料来源: wind, 财富证券

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 主流房企销售业绩稳定

截至 10 月 14 日, 万科、保利等 8 家公司公布了 9 月销售情况。

9 月, 行业销售情况整体回暖, 各主流房企销售业绩更是交出了亮眼的业绩答卷。其中, 招商蛇口、中南建设、阳光城单月销售业绩实现 81.95%、80.00%、70.26% 的高速增长。1-9 月整体来看, 8 家房企销售增速均超过 10%, 尤其招商蛇口、阳光城、金地集团和首开股份增速均超过 30%, 分别为 39.38%、37.81%、33.70% 和 31.76% 的销售额增长。房企销售额的快速增长一方面能加快房企资金周转, 实现资金较快回款, 另一方面为未来业绩确认的增长奠定坚实基础。

展望未来, 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, 房企将通过提升产品品质、提升推盘能力等方式实现销售业绩的稳定增长。

表 2: 9 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	492.90	13.50%	320.70	6.00%	4756.10	10.20%	3061.70	5.50%
招商蛇口	234.57	81.95%	103.57	42.99%	1620.40	39.38%	833.03	49.71%
保利地产	368.14	-0.18%	271.91	14.61%	3467.73	14.20%	2293.78	13.29%
金地集团	250.10	38.69%	135.20	46.68%	1418.40	33.70%	710.30	22.44%



荣盛发展	66.73	10.04%	68.09	13.92%	678.28	13.98%	633.73	10.72%
阳光城	272.03	70.26%	222.88	51.36%	1502.11	37.81%	1206.35	48.43%
首开股份	104.05	15.61%	30.93	-4.36%	691.28	31.76%	241.40	21.17%
中南建设	189.20	80.00%	153.80	109.00%	1299.50	27.00%	1024.30	32.00%

资料来源：公司公告，财富证券

### 3.2 房企拿地态度依旧谨慎

从9月房企拿地情况来看，保利和华夏幸福等少数房企加快了拿地步伐，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3：9月重点A股上市房企拿地数据

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	13	97.84	246.52	4678.84
华夏幸福	2	34.04	194.77	4774.68
保利发展	11	67.74	152.39	9619.05
大悦城控股	8	30.57	77.82	4492.01
荣盛发展	6	33.25	56.62	1511.74
金地集团	6	24.12	56.06	2580.24
招商蛇口	4	15.02	39.80	2643.95
华侨城	5	16.73	27.71	5280.63
阳光城	3	5.16	22.78	3840.62

资料来源：wind，财富证券

从新增项目分布地区看，荣盛发展、中南建设、首开股份9月新增项目主要集中于三线城市，大多数房企在二线和三线中均衡分布。粤港澳大湾区和长三角区域仍为房企热衷竞拍地。从市场整体看，一二线销售具备强劲韧性，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，尤其部分二线城市具有产业资源和一线城市人口外溢效应的双重优势，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9月新增项目分布地区情况

公司	拿地情况
万科	东莞(2块)、惠州、嘉兴(2块)、徐州、宿迁、天津(2块)、公主岭、成都、重庆(2块)、郑州(2块)、贵阳
招商蛇口	温州(2块)、天津、西安(3块)
保利地产	佛山、江门、南京、常熟、郑州、太原、岳阳、邯郸、包头、济宁、重庆、大连(2块)
金地集团	西安、江门、青岛(3块)
荣盛发展	承德(2块)、张家口(4块)、丽江
阳光城	沈阳
中南建设	南通(2块)、苏州、杭州、湖州、嘉兴、潜江、惠州、湛江

首开股份 保定

资料来源：公司公告，财富证券

### 3.3 9月房企发债降温

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，7-8月随着房地产信托、房企信贷政策呈现不同程度收紧，9月房企融资活动再度降温。根据wind统计，9月房地产行业发行债券（包括ABS）55支，规模421.02亿元，规模占比1.57%。

从部分A股房企发行债券融资情况来看，规模房企（例如万科A、绿地控股等）以及国有背景房企（例如中国国贸等）的融资成本相对较低，民营房企（例如泰禾集团等）融资成本相对偏高。

表5：9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
万科	住房租赁专项公司债券	25	3.55%	5年
绿地控股	境外子公司美元债券	5（美元）	6.75%	4年
绿地控股	境外子公司美元债券	2（美元）	5.75%	3年
光大嘉宝	公司债	8.8	4.46%	5年
泰禾集团	境外子公司美元债券	1（美元）	11.25%	364天
中国国贸	公司债	5	3.65%	5年
黑牡丹	公司债	10	5.18%	5年
新湖中宝	公司债	7.5	7.50%	4年
宋都股份	非公开住房租赁专项公司债券	2	8.50%	3年

资料来源：公司公告，财富证券

### 3.4 行业事件

#### 3.4.1 呼和浩特调整商品房政策

9月30日，呼和浩特政府印发《呼和浩特市房地产市场调控工作实施方案》。本次呼和浩特房地产市场调控实施范围在市四区，从优化土地供应结构、规范房地产市场运行等方面实现稳地价、稳房价、稳预期目的。其中，在土地供应方面，依据商品住房去化周期科学确定土地供应节奏，当商品住房去化周期连续3个月保持在12个月至18个月合理区间时，按照土地供应计划正常供地；当商品住房去化周期连续3个月小于12个月时，加快土地供应节奏；当商品住房去化周期连续3个月大于18个月时，暂停土地供应；

适时调整住宅用地出让方式，根据房地产市场、土地市场运行状况，适时采取“限地价、竞房价、竞配建”或“限房价、竞地价”等方式供应商品住房用地，稳定土地价格；有序推动存量土地调整用途，允许已取得使用权的商业用地调整为商品住房用地，调整比例最高为 50%；在房地产市场运行方面提出差别化限制购房贷款，购买商品住房申请商业贷款的，购买首套房首付比例不得低于 20%，购买二套房首付比例不得低于 40%，购买三套及以上住房的不得办理商业贷款；购买商品住房申请住房公积金贷款的，第二次申请须在第一次公积金贷款还清之日起 5 年后申请，三次及以上申请住房公积金贷款不予受理；实行商品房预售价格备案制度，新建项目商品房预销售备案价格原则上不得高于同地段、同品质楼盘上个月网签平均销售价格。

根据统计局发布的 70 城房价数据，8 月呼和浩特新建商品房价格环比上涨 2.2%，在 70 个大中城市中涨幅仅次于南宁，同比涨幅 19.5%，在 70 个大中城市中涨幅仅次于西安和大理。由于呼和浩特新建商品房价格涨幅较为明显，在稳房价的预期目标下，政府部门出手调控房地产市场。本次调控幅度不大，不会对房地产市场产生大幅波动影响，在政府调控下，未来呼和浩特房价涨幅将逐步收敛。

### 3.4.2 无锡市住房公积金管理中心印发《关于进一步规范和改进我市住房公积金政策的意见》

9 月 25 日，无锡市住房公积金管理中心印发《关于进一步规范和改进我市住房公积金政策的意见》，从公积金贷款认定标准、贷款额度等方面进行收紧住房公积金政策。

在公积金贷款认定标准方面，住房公积金贷款发放对象为购买首套自住住房和第二套自住住房的缴存职工家庭。停止向购买第三套及以上住房的缴存职工家庭发放住房公积金贷款。其中，“首套自住住房”指职工家庭名下无住房公积金贷款记录，且在本市无住房的情况下所购买的自住住房，“第二套自住住房”指职工家庭在下列三种情形下购买的自住住房：（1）职工家庭名下仅有一笔住房公积金贷款记录，且在本市无住房；（2）职工家庭名下仅有一套住房，且在本市无住房公积金贷款记录；（3）职工家庭名下仅有一笔住房公积金贷款记录且在本市仅有一套住房，该笔贷款购买的自住住房与本市仅有的一套住房为同一套住房，对住房公积金贷款发放对象认定标准从“认贷不认房”调整为“认房又认贷”。在贷款额度方面，个人最高贷款额度从原先的 50 万元调整为 30 万元；夫妻双方最高贷款额度从原先的 80 万元调整为 60 万元。

8 月，无锡市新疆商品房价格环比上涨 0.8%，同比上涨 6.9%，涨幅合理稳定。住房公积金政策收紧，对于保持无锡市房地产市场长期健康发展、稳定无锡市商品房价格有着积极作用，将推动房地产市场回归真实“住房本质”。

## 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。

规模房企受益于 2017-2018 销售业绩和销售均价的提升，中报取得较为亮眼的业绩。从中报业绩角度出发，建议关注金地集团、阳光城。

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。

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