

# 如何看待 10 月销售、土地、新开工“反弹”？

## ——2019 年 1-10 月国家统计局房地产数据点评

行业动态

### ◆销售：短期“韧性”系以价换量，后续需求仍然承压

1-10 月全国商品房销售面积同比回正至+0.1%。然而边际层面，低基数下，9-10 月全国销售面积单月同比却连续回落。分区域观察，销售面积增速持续 3 个月反弹的东部和东北地区，单月销售均价亦连续 3 个月环比回落。

我们认为，近期销售“韧性”主要来自于开发商以价换量，年末冲刺销售业绩。后续降价策略的边际效用递减，随着房价大幅上涨预期扭转，在“紧信用”前提下，购房需求边际趋弱，判断 2020 年销售大概率回归下行通道。

### ◆土地：价格趋于合理，补货需求提升，市场略有回温

近期土地成交低位小幅回升，推测主要原因是：1) 一二线城市土地溢价率总体企稳，显示价格已降至开发商的认可区间。2) 新开工持续较高增长，房企土地储备存在一定补货压力。3) 金融资源向头部房企加速倾斜，中型房企仍有较强规模扩张和排名提升诉求。当然，“房住不炒”大方向下，出现盲目加杠杆、大幅扩张的概率较低，近期土地市场回温更类似各方预期趋稳后，在四季度窗口期，拿地需求和土地价格的动态平衡。

### ◆地产链：新开工靠拢饱和备货，库存水平将温和提升，竣工复苏如期确认

10 月新开工单月同比反弹 16.6pc 至+23.2%，部分系房企新开工靠拢饱和备货与去年同期数据波动之间的巧合：一方面，去年 10 月新开工面积 1.6 亿方，较下半年其余月份差距较大。另一方面，2019 年来，房企“抢跑”销售节点，工程节点考核趋严，新开工铺排向饱和备货靠拢。月度新开工量趋于稳定，除 1-2 月和 6 月外，其余 7 个月单月新开工稳定在 2 亿方左右。展望未来，房企存量变现策略不变，但前期土地成交偏弱、库存水平回升、资金面收紧都将构成边际制约因素，随着基数走高，预计新开工增速将逐步回落。

库存方面，“个体理性”下，新开工增速持续强于销售，10 月末中期库存约 29.6 亿方，较年初回升 1.98 亿方，去化周期约 23.8 个月，仍处合理区间。考虑到市场整体预期管控较好，土地供应规模较上轮小周期偏小，后续库存水平出现大幅提升的可能性不大。

竣工方面，下半年来住宅竣工面积增速加速向好，10 月单月同比+18.8%。结合龙头房企 2019 年靓眼的竣工计划、上游电梯产量/油漆销售增速提升，2019 年行业竣工进入复苏周期如期确认。

10 月新开工和复工提升带动施工面积增速升至+9.0%，而房地产投资单月增速却回落 1.7pc 至 8.8%，或表明 9 月土地购置费增速环比-13.9pc 非短期波动，降速压力开始显现。展望未来，随着开工趋弱向施工投资传导，以及前期土地成交回落在土地购置费层面兑现，预计房地产投资增速将稳步回落。

### ◆投资建议

当前 A、H 股主流房企 PE (TTM) 分别相当于 3 年均值-1.3、-0.7 个标准差，板块估值具备较强防御属性。建议关注现金流安全边际较高，业绩兑现确定性较强，中长期具备持续投融资优势的房企，如万科 A+H，保利地产、招商蛇口、金地集团、融创中国和中国金茂；同时随着全球流动性宽松和无风险利率缓步下行，建议关注在存量经营优势标的，如陆家嘴和华润置地。

### ◆风险分析

行业持续调控，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楼市存回调压力；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

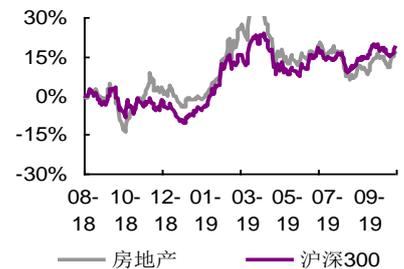
何缅甸 (执业证书编号：S0930518060006)  
021-52523801  
[hemiannan@ebcn.com](mailto:hemiannan@ebcn.com)

王梦恺 (执业证书编号：S0930518110003)  
021-52523855  
[wangmk@ebcn.com](mailto:wangmk@ebcn.com)

### 联系人

黄帅斌  
021-52523828  
[huangshuaibin@ebcn.com](mailto:huangshuaibin@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

Q4 按揭受限判断获初步印证，房贷利率有望逐步见顶——光大房地产行业流动性跟踪报告 (2019 年 10 月)

..... 2019-11-12  
以价换量边际效用递减，龙头抢跑集中度再提升——2019 年 1-9 月国家统计局房地产数据点评

..... 2019-10-19  
需求侧按揭投放有韧性，供给侧流动性短期无虞——光大房地产行业流动性跟踪报告 (2019 年 9 月)

..... 2019-10-16

## 1、销售：短期“韧性”系以价换量，后续需求仍然承压

### ➤ 我们对10月商品房销售数据的核心观点如下：

从总量来看，从7月开始，全国商品房销售面积累计降幅连续4个月收窄。1-10月销售面积累计同比回正至+0.1%，增速较1-9月提升0.2pc。

从边际层面来看，9月开始，全国商品房销售面积增速进入数据低基数区间（2018年8月、9月、10月分别单月同比+2.4%、-3.6%、-3.1%），而全国商品房销售面积单月同比增速却连续2个月回落（2019年8月、9月、10月分别单月同比+4.7%、+2.9%、+1.9%）。

分区域观察，8-10月，主要是东部地区和东北地区销售面积增速持续反弹，与之同步的是，东部地区和东北地区单月销售均价亦连续3个月环比回落。（见图7、图9）。

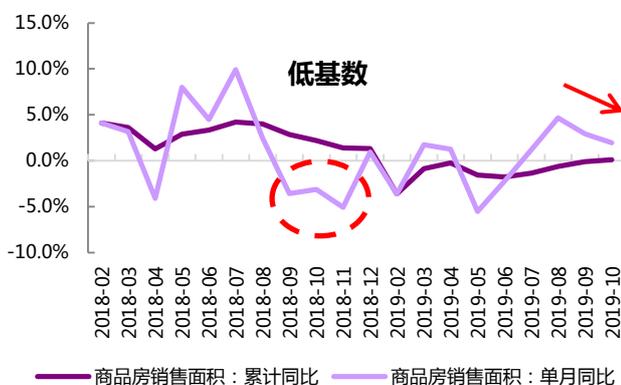
我们认为，边际数据和结构数据的变化都显示了，近期的销售“韧性”主要来自于开发商以价换量，年末冲刺销售业绩和排名榜。展望未来，以价换量策略的边际效用递减，随着房价大幅上涨预期扭转（决策层表态坚决以及开发商降价促销），在“紧信用”的前提下，购房需求边际趋弱，判断2020年销售大概率将回归下行通道，库存进入温和回升周期。

### ➤ 主要数据图表

10月，全国商品房销售面积单月同比+1.9%，增速较上月-1.0pc；其中商品住宅销售面积+4.4%，增速较上月-0.2pc。10月全国商品房销售金额单月同比+9.7%，增速较上月+0.3pc；其中商品住宅销售金额单月同比+14.6%，增速较上月+1.5pc。

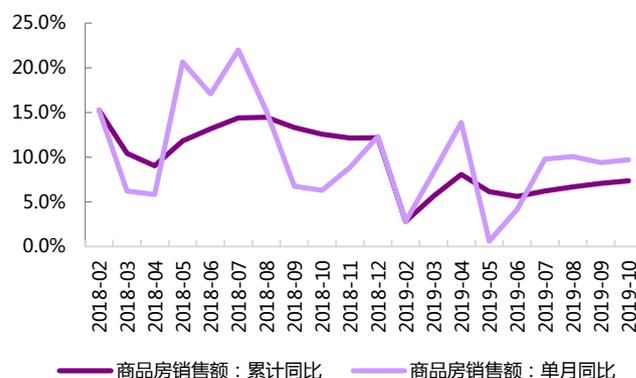
1-10月，全国商品房销售面积累计同比+0.1%，增速较1-9月+0.2pc；其中商品住宅销售面积累计同比+1.5%，增速较1-9月+0.3pc。1-10月，全国商品房销售金额累计同比+7.3%，增速较1-9月+0.3pc；其中商品住宅销售金额累计同比+10.8%，增速较1-9月+0.4pc。

图1：全国商品房销售面积单月同比和累计同比



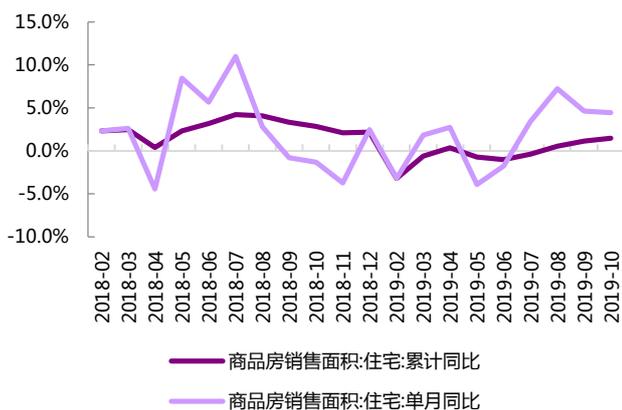
资料来源：WIND，光大证券研究所

图2：全国商品房销售金额单月同比和累计同比



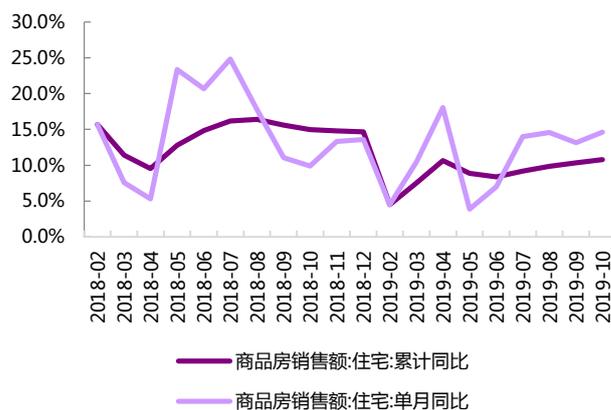
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 3：全国商品住宅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 4：全国商品住宅销售金额单月同比和累计同比

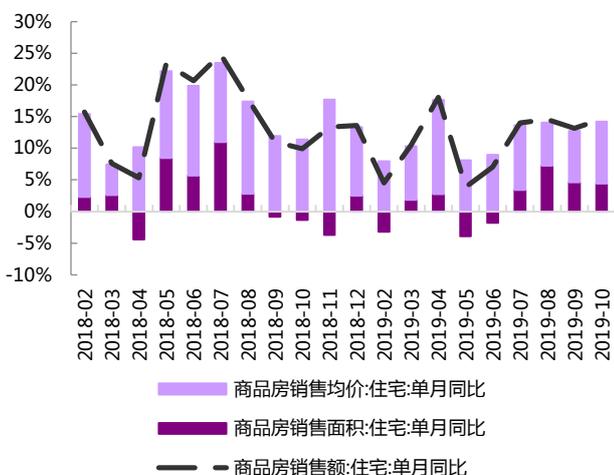


资料来源：WIND，光大证券研究所

10 月，商品住宅销售金额单月同比+14.6%（较上月+1.5pc），其中销售面积同比+4.4%（较上月-0.2pc），销售均价同比+9.8%（较上月+1.6pc）。

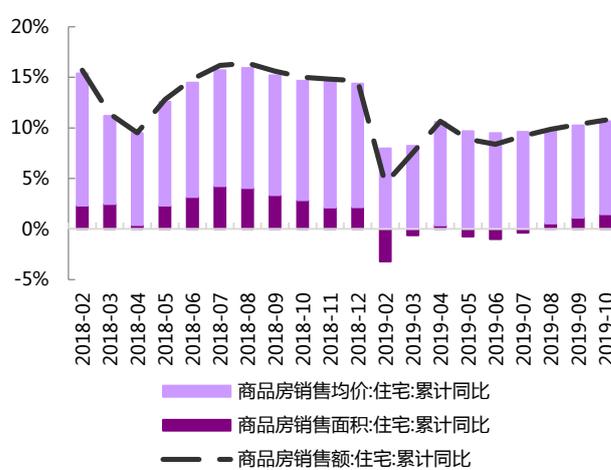
1-10 月，商品住宅销售金额累计同比+10.8%（较 1-9 月+0.4pc），其中销售面积同比+1.5%（较 1-9 月+0.3pc），销售均价同比+9.2%（较 1-9 月+0.1pc）。

图 5：全国商品住宅销售面积、均价、金额单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 6：全国商品住宅销售面积、均价、金额累计同比

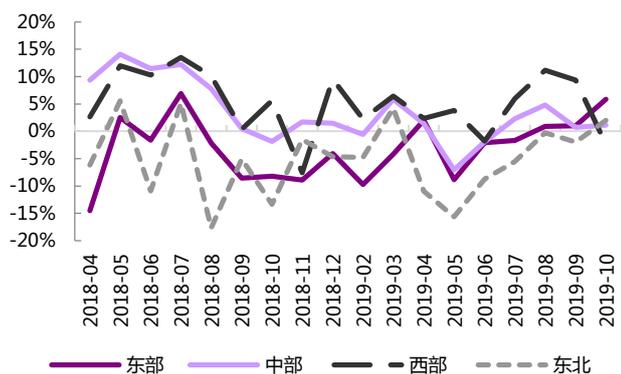


资料来源：WIND，光大证券研究所

10 月，全国商品房分区域（东部/中部/西部/东北）销售面积单月同比分别为+5.9%、+1.1%、-2.3%、+2.0%，增速分别较上月+4.8pc、+0.4pc、-11.7pc、+4.0pc。10 月，全国商品房分区域（东部/中部/西部/东北）销售金额单月同比分别为+13.9%、+3.7%、+6.6%、+10.0%，增速分别较上月+4.8pc、-2.7pc、-8.3pc、+6.8pc。

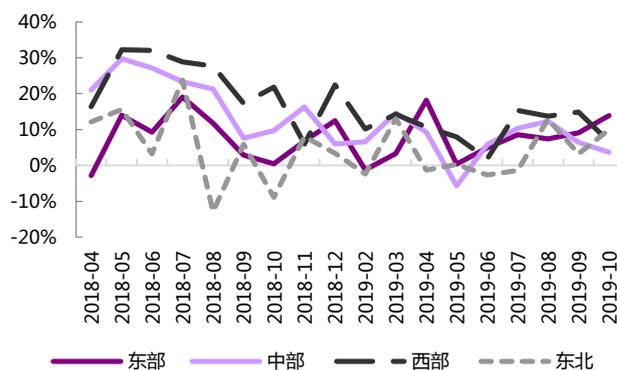
1-10 月，全国商品房分区域（东部/中部/西部/东北）销售面积累计同比分别为-2.1%、+0.6%、+3.8%、-5.0%；销售金额累计同比分别为+6.8%、+6.8%、+10.1%、+3.3%。

图 7：商品房分区域销售面积单月同比



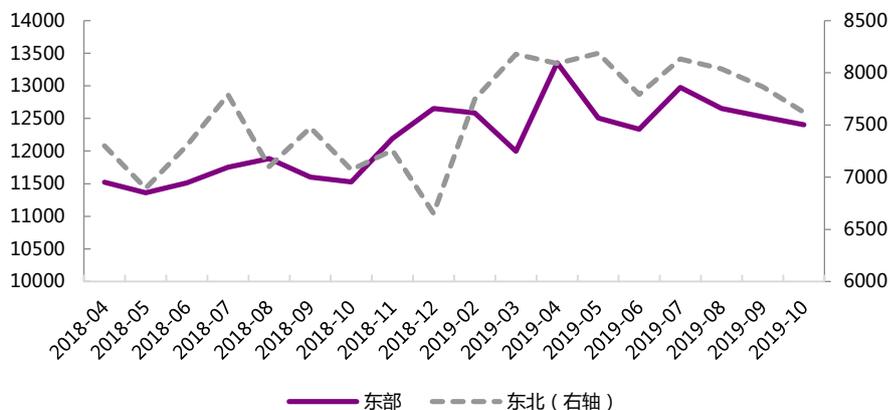
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 8：商品房分区域销售金额单月同比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 9：东部地区和东北地区单月商品房销售均价（元/平方米）

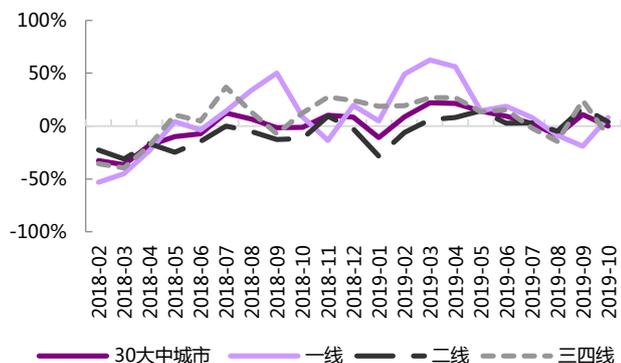


资料来源：WIND，光大证券研究所

10 月，30 个大中城市商品房成交面积单月同比-0.1%，增速较上月-10.9pc。其中一线、二线、三四线分别同比+8.2%、+3.8%、-9.2%，增速较上月分别+27.3pc、-13.4pc、-33.5pc。

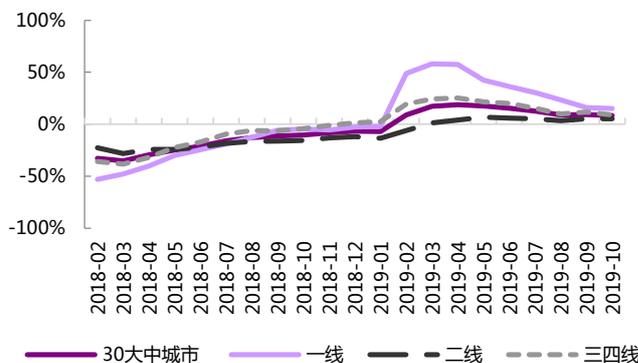
1-10 月，30 城商品房成交面积累计同比+8.2%，其中一线、二线、三四线分别同比+15.2%、+5.2%、+9.1%。

图 10：30 城商品房成交面积单月同比（分线）



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 11：30 城商品房成交面积累计同比（分线）



资料来源：WIND，光大证券研究所

## 2、土地：价格趋于合理，补货需求提升，市场略有回温

### ➤ 我们对 10 月全国土地市场核心观点如下：

8 月以来全国土地购置面积累计降幅持续收窄，9 月、10 月土地购置面积分别单月同比+10.4%、+12.8%。

溢价率方面，10 月百城成交平均溢价率下行边际放缓，小幅下降 0.8pc 至 6.15%；其中一线城市成交溢价率 8 月见底后连续小幅反弹，二线城市溢价率已基本稳定在 6%-7%，三四线城市成交溢价率继续下行。

三季度以来，土地市场整体维持低温运行，近期成交小幅回升，我们认为主要的原因是：1) 二季度房地产金融管控加强后，百城成交溢价率持续下行，当前一二线城市溢价率总体企稳，显示价格已降至开发商的认可区间。2) 2018-2019 年房企存量变现的经营导向明显，新开工连续两年维持较高增长，土地储备存在一定补货压力。3) 金融资源向头部房企加速倾斜，中型房企 (TOP20-100) 仍有较强的规模扩张和排名提升诉求。

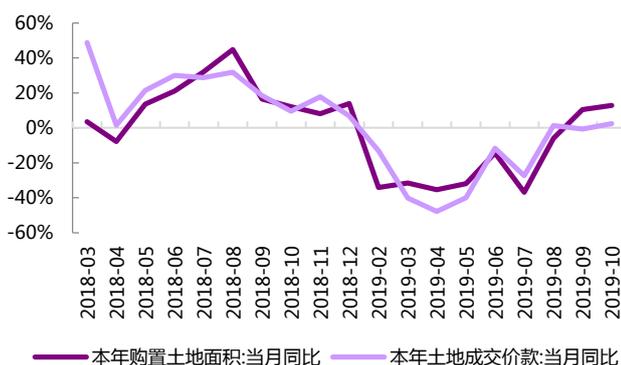
当然，市场各主体对于“房住不炒”有清晰认识，行业整体拿地策略较谨慎。出现盲目加杠杆、大幅扩张的概率较低，近期土地市场回温更类似各方预期趋稳后，在四季度窗口期，拿地需求和土地价格的动态平衡。

### ➤ 主要数据图表

10 月，全国土地购置面积 2929 万平方米，单月同比+12.8%；全国土地成交价款 1735 亿元，单月同比+2.5%。

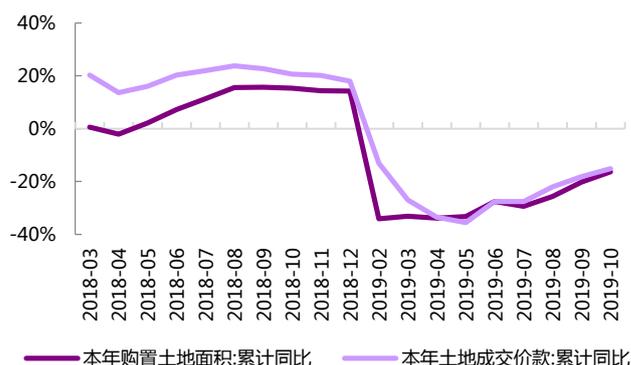
1-10 月，全国土地购置面积 18383 万平方米，累计同比-16.3%；全国土地成交价款 9921 亿元，累计同比-15.2%。

图 12：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 13：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

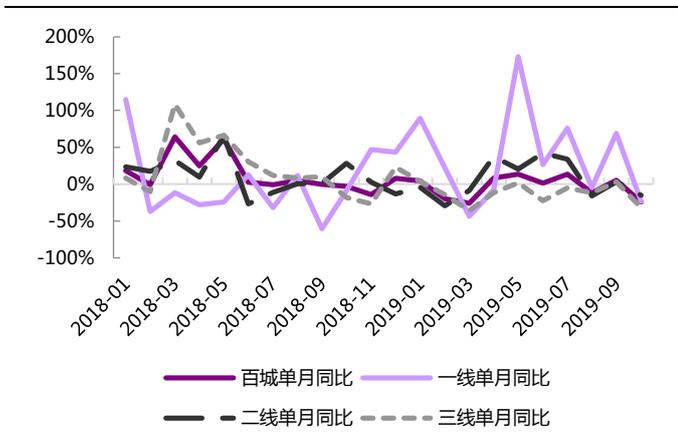
10 月，百城土地成交建面单月同比-24.3%，其中一线、二线、三四线分别为-23.2%、-15.0%、-32.1%；百城土地成交总价单月同比-9.2%，其中一线、二线、三四线分别为-31.4%、+12.4%、-20.9%。

1-10 月，百城土地成交建面累计同比-3.4%，其中一线、二线、三四线分别为+29.8%、+4.5%、-12.6%；百城土地成交总价累计同比+17.1%，其中一线、二线、三四线分别为+18.5%、+27.2%、+2.4%。

10月，百城土地成交当月平均溢价率为6.2%，其中一线、二线、三线分别为4.1%、6.4%、7.0%。

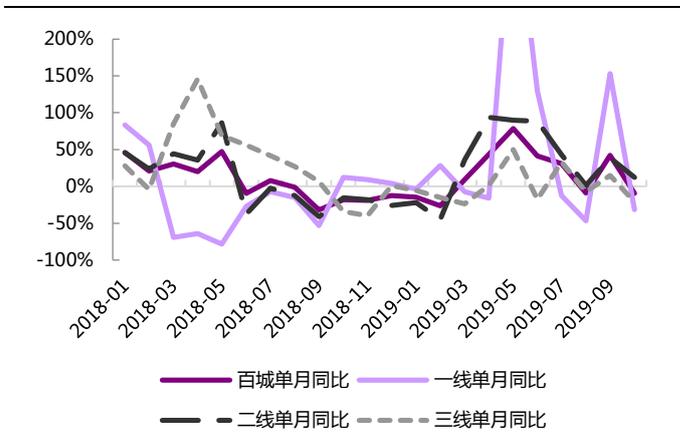
10月，百城未成交土地数量提升至489宗，较上月增加223宗。

图 14：百城土地成交建面单月同比



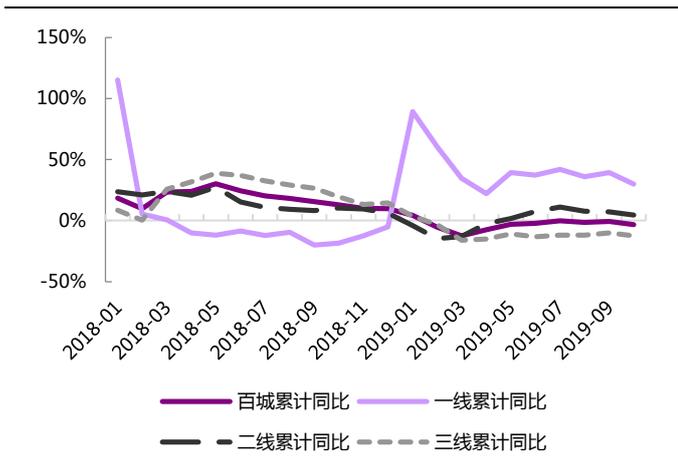
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 15：百城土地成交总价单月同比



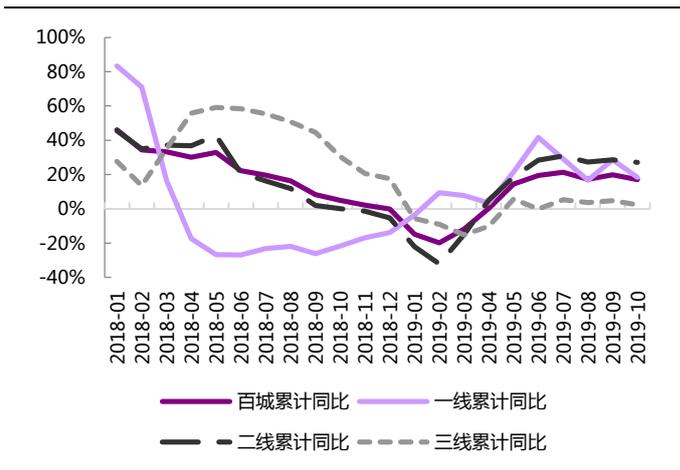
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 16：百城土地成交建面累计同比



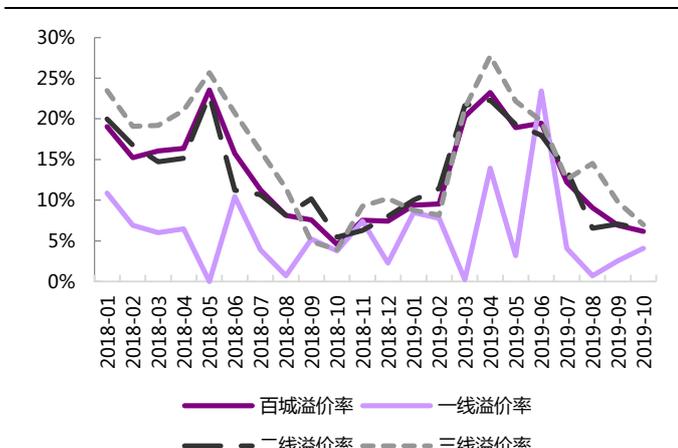
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 17：百城土地成交均价累计同比



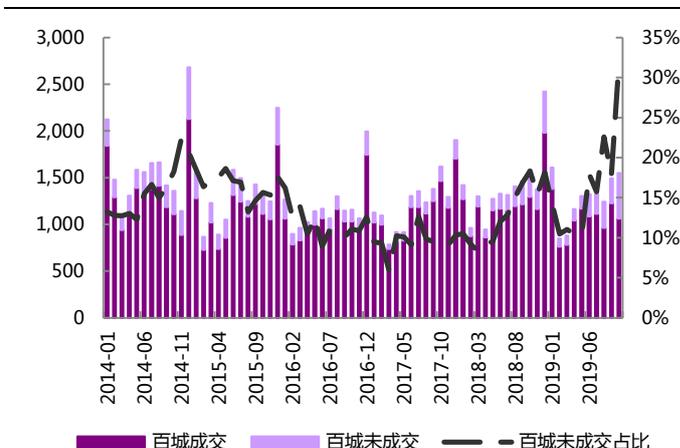
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 18：百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 19：百城未成交土地数量（宗）



资料来源：WIND，光大证券研究所

### 3、地产链：新开工靠拢饱和备货，库存水平将温和提升，竣工复苏如期确认

➤ 我们对地产链的新开工、库存、施工、竣工和投资数据核心观点如下

#### 新开工方面

10月单月同比反弹16.6pc至+23.2%，我们判断部分房企新开工向饱和备货靠拢和去年同期数据波动之间的巧合：

一方面，去年基数较低，2018年10月受市场预期波动影响，单月新开工面积1.6亿方，对比2018H2其余5个月新开工在1.85-2.05亿方区间。

另一方面，2019年来，销售总量下行预期和排行榜压力下，房企“抢跑”销售节点，工程节点考核趋严，新开工铺排克服以往惯性，向饱和备货-供货靠拢。2019年，除1-2月（春节因素）和6月（年中冲量）外，3-5月、7-10月的单月新开工量基本稳定在2亿方左右，单月新开工面积标准差明显小于往年（见表1）。

展望未来，虽然房企存量变现策略不变，但前期土地成交偏弱、库存水平低位回升、资金面压力抬升都将构成边际制约因素，随着基数走高，预计新开工增速将逐步回落。

#### 库存方面

在“个体理性”下，各家开发商都在“抢跑”，新开工面积、增速持续大于销售，中期开工未售库存相应回升。考虑到市场整体预期管控较好，土地供应规模较上轮小周期存在明显距离，后续库存水平出现大幅提升的可能性不大。

#### 竣工方面

我们在今年3月的报告《3月地产销量回暖，重视产业链投资机会》中提出2016年行业景气度回升，土地成交趋热，全国房屋新开工面积见底回升，其正常竣工节点对应2019年，判断2019年竣工将进入复苏周期。

在上半年竣工数据表现较弱的情况下，我们7月份《2019年上半年房地产四维数据总结及下半年展望——光大地产行业动态跟踪报告》再次提出竣工数据改善需重点观察年末表现，这是由施工铺排、业绩确认、历史惯性等因素导致的行业特征，过往四季度竣工占全年竣工比例40%-50%。

下半年来，龙头房企2019年竣工计划靓丽、上游电梯产量/油漆销售增速提升、统计局竣工数据加速向好都已展现了明显的竣工复苏迹象，印证了我们的前期判断。

#### 房地产投资

10月新开工反弹，复工提升，带动施工面积增速进一步提升至9.0%，而房地产投资单月增速却环比回落1.7pc至8.8%，或表明9月土地购置费增速环比-13.9pc并非短期波动，降速压力开始显现。

展望未来，随着开工趋弱向施工投资传导，以及前期土地成交回落在土地购置费层面兑现，预计房地产投资增速将稳步回落。

➤ 主要数据图表

10月全国房地产投资单月同比+8.8%，增速较上月-1.7pc；1-10月累计同比+10.3%，增速较1-9月-0.2pc。

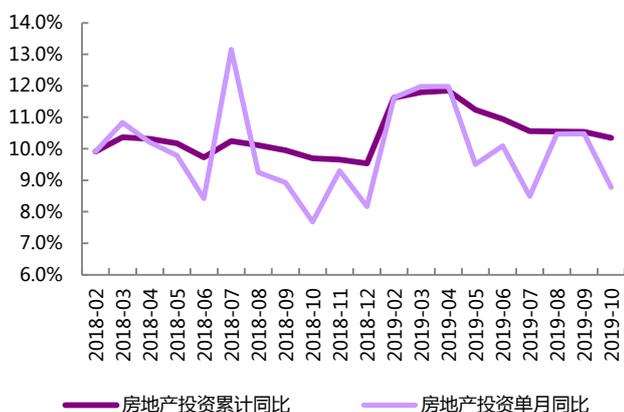
10月全国房屋新开工面积单月同比+23.2%，增速较上月+16.6pc；1-10月累计同比+10.0%，增速较1-9月+1.4pc。

1-10月全国房屋施工面积同比+9.0%，增速较1-9月+0.3pc；1-10月全国房屋净停工面积同比-8%，环比-1%。

10月全国房屋竣工面积单月同比+19.2%，1-10月累计同比-5.5%；其中住宅单月同比+18.8%，累计同比-5.5%。

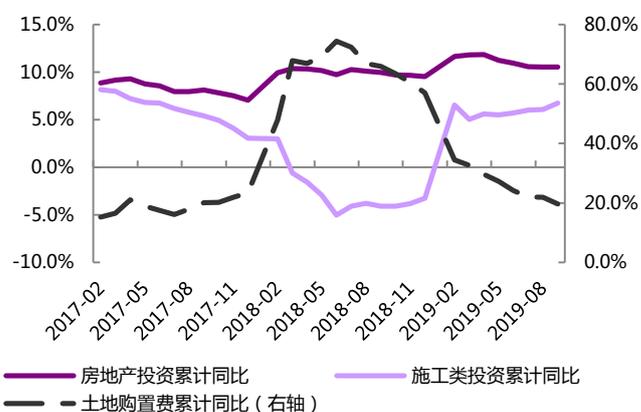
截止2019年10月，全国商品住宅开工未售库存约29.6亿方，较年初增长1.9亿方；当前存量与2013年12月、2016年10月时接近；平均去化周期约23.8个月，与2017年中时接近，仍在合理区间。

图 20：房地产投资累计同比和单月同比



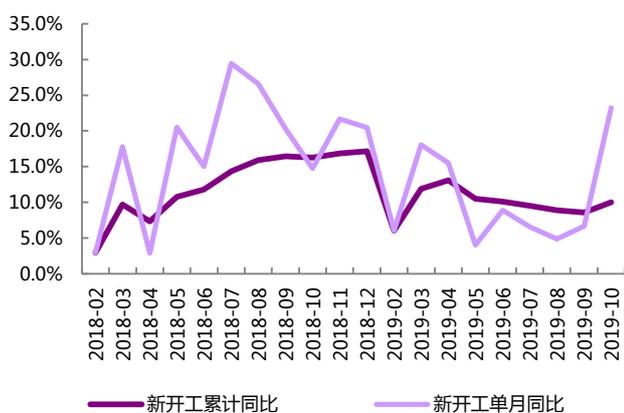
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 21：房地产投资、施工类投资、土地购置费累计同比



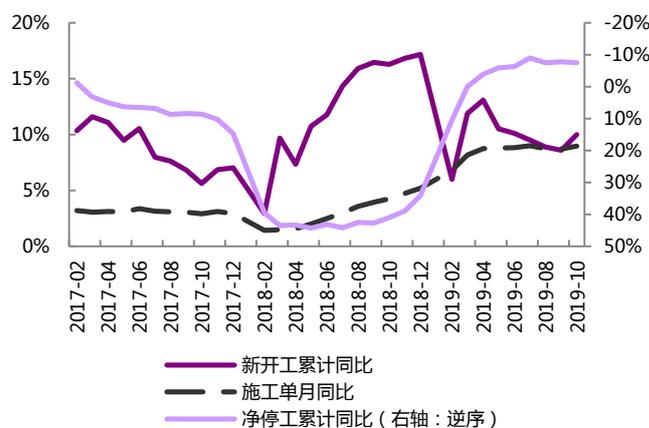
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 22：房屋新开工累计同比和单月同比



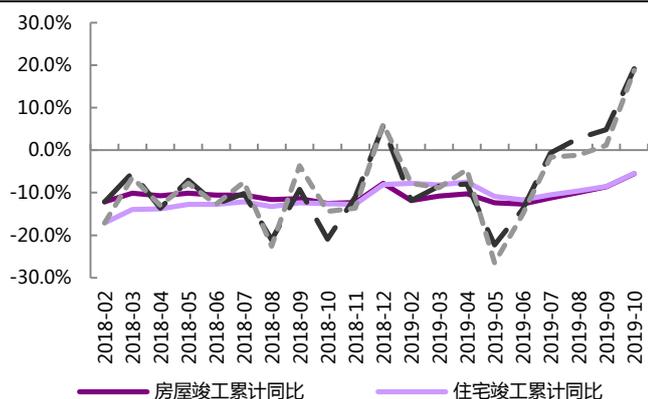
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 23：房屋新开工、净停工、施工累计同比



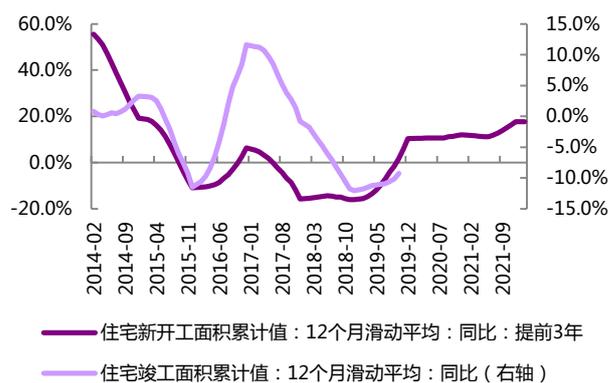
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 24：房屋/住宅竣工累计同比和单月同比



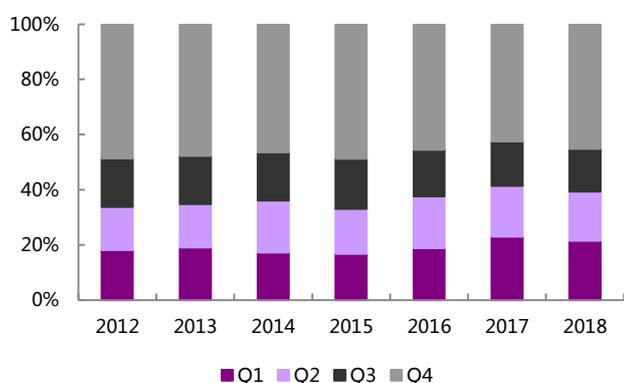
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 25：2015 年后，住宅竣工相对新开工滞后约 3 年



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 26：Q4 竣工占全年竣工比例约 40%-50%



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 27：全国商品住宅开工未售库存及去化周期



资料来源：WIND，光大证券研究所

表 1：单月房屋新开工面积（万方）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
3 月	12,397	9,980	12,661	14,322	16,869	19,914
4 月	14,144	12,032	15,144	16,680	17,164	19,824
5 月	16,678	14,549	16,097	16,939	20,411	21,232
6 月	20,214	17,174	18,015	20,541	23,627	25,725
7 月	18,106	14,252	15,407	14,651	18,964	20,207
8 月	16,150	13,451	13,890	14,625	18,512	19,417
9 月	17,029	19,632	15,821	16,037	19,290	20,574
10 月	16,250	12,272	14,720	14,094	16,171	19,927
11 月	17,044	13,483	13,928	16,552	20,141	
12 月	14,887	13,885	15,625	16,975	20,447	
3-5 月、7-10 月 新开工面积标准差	1925	3026	1199	1184	1512	592
3-5 月、7-12 月 新开工面积标准差	1754	2622	1122	1208	1605	

资料来源：WIND，光大证券研究所整理

## 4、资金面：边际压力抬升，短期仍处可控范围

➤ 我们对房地产行业到位资金情况的核心观点如下：

10月单月行业到位资金同比增速回落4.8pc至+6.0%，各资金渠道同比增速均出现下滑。

10月房地产贷款投放同比增速回落，其中国内贷款同比增速由9月的+4.8%下滑至-5.2%，个人按揭贷款同比增速从9月高点+27.9%回落至+18.6%。这与我们对于行业需求侧流动性判断一致：银行信贷资源优化配置的大方向下，预计房地产贷款整体投放规模压缩。其中按揭贷款存在一定路径依赖，房企信贷融资压力更大。短期来看，2019年全年按揭额度受限，前三季度投放增长较快，Q4增速大概率放缓。

10月自筹资金同比增速下降5.1pc至+1.1%。Wind数据显示，10月房企境内外合计发债513亿元，同比下降9%，环比-24%，单月净融资转负。

10月定金及预收款同比增速小幅下滑1.4pc至+12.9%，韧性相对较强主要系近期房企促销回款。

整体来看，考虑到：1) 上半年增量融资为后续2-3个季度债务偿还提前储备粮草，下半年债券融资用途管控加强，但借新还旧的基本需求仍可满足；2) 近期房企以价换量，促销回款；3) 下半年来拿地整体保持谨慎，短期投资意愿略有恢复，但盲目扩张概率较低。我们维持“行业流动性压力边际提升，但短期仍处可控范围”的判断。

关于行业流动性具体请参阅《Q4按揭受限判断获初步印证，房贷利率有望逐步见顶——光大房地产行业流动性跟踪报告（2019年10月）》。

➤ 主要数据图表

10月，房地产行业到位资金为14580亿元，单月同比+6.0%；1-10月，房地产行业到位资金总额为14.5万亿，累计同比+7.0%。

拆分来看：

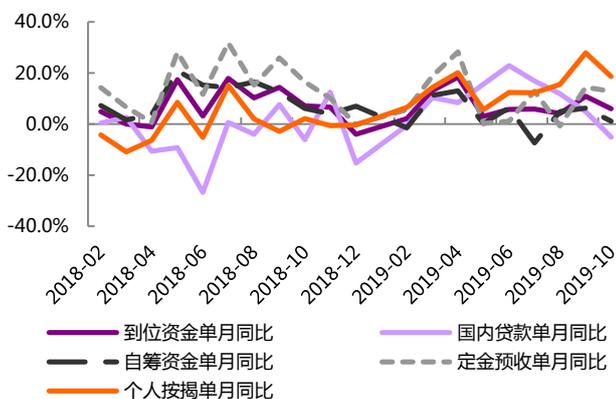
国内贷款10月单月同比-5.2%，1-10月累计同比+7.9%；

自筹资金10月单月同比+1.1%，1-10月累计同比+3.3%；

定金及预收款10月单月同比+12.9%，1-10月累计同比+9.4%；

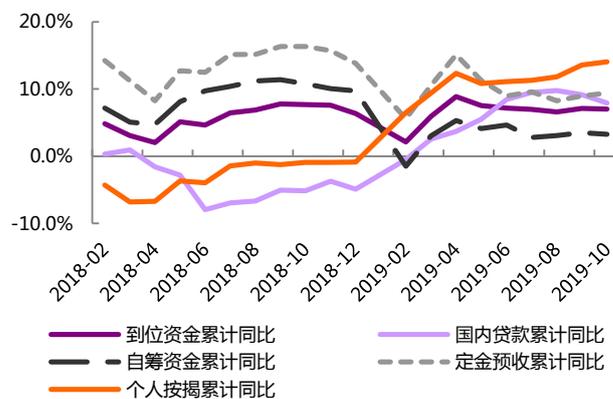
个人按揭贷款10月单月同比+18.6%，1-10月累计同比+14.1%。

图 28：行业到位资金及各渠道来源单月同比



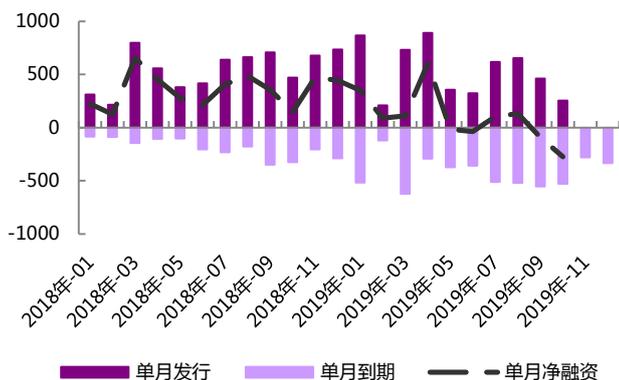
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 29：行业到位资金及各渠道来源累计同比



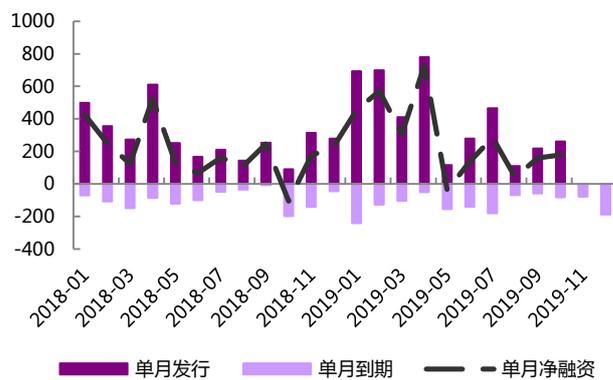
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 30：房企境内债券单月发行/到期/净融资（亿元）



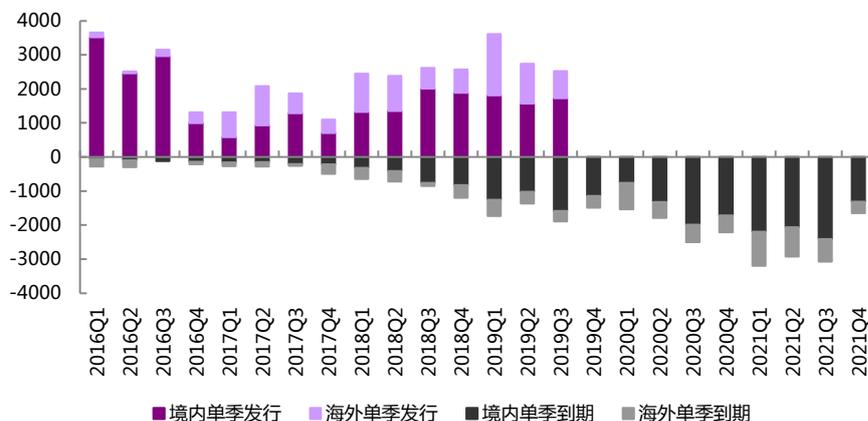
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 31：内房海外债券单月发行/到期/净融资（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 32：房企单季度境内发债、海外发债、境内到期、海外到期金额（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 5、投资建议

房地产基本面下行不失速，价格因素趋弱，调控加码概率较低。行业整体流动性压力边际提升，但短期内无系统性财务风险暴露迹象。当前 A、H 股主流房企 PE (TTM) 分别相当于 3 年均值-1.3、-0.7 个标准差，板块估值均具备较强防御属性。

建议关注现金流安全边际较高，业绩兑现确定性较强，中长期具备持续投融资优势的房企，如万科 A+H，保利地产、招商蛇口、金地集团、融创中国和中国金茂；同时随着全球流动性宽松和无风险利率缓步下行，建议关注在存量经营优势标的，如陆家嘴和华润置地。

## 6、风险分析

行业持续调控，整体销售、投资增速下行超预期；前期需求透支或棚改依赖度较高的三四线楼市存回调压力；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