

销售动能边际趋弱，开工波动缘于基数

——2019年1-11月国家统计局房地产数据点评

行业动态

◆销售：单月增速连续3个月环比回落，销售动能仍边际趋弱

低基数下，9-11月全国商品房销售面积单月增速连续3个月环比回落，显示销售动能仍边际趋弱。11月全国商品房销售均价环比回升1.5%，主要系：1) 高均价的东部地区销售占比持续提升；2) 部分大中型房企主力降价促销期在9-10月，11月开始折扣力度有所减弱。

展望2020年，我们认为信贷支持和房价预期两大因素均难以支持市场总量继续扩张，房企以价换量策略边际作用递减，维持2020年销售总量平缓下行，结构分化加剧，二线区域核心更强的判断。

◆土地：价格和补货需求继续动态平衡，预计市场整体保持低温运行

9-10月随着地价持续下行，开发商补货意愿有所回温。11月全国土地购置增速重新回落，与此同时，百城成交溢价率小幅上行。这印证了我们此前提出的判断：土地市场阶段性回温主要来自于土地价格和补货需求的动态平衡。展望2020年，我们预计土地市场将整体保持低温平稳运行。

◆产业链：单月新开工波动源于基数变化，施工、投资增速如期高位放缓

我们在解读10月统计局数据时明确提出：2019年来，月度新开工量基本稳定在2亿方左右，或反映了房企新开工铺排向饱和备货靠拢。11月单月新开工量1.96亿方，较2亿方中枢偏离度较小，单月新开工增速转负主要是由于基数作用，不宜解读为存量变现逻辑发生变化，新开工骤然大幅收缩。

11月房屋施工面积增速、房地产投资增速如期高位放缓。展望2020年，我们认为地产开发链条呈现明显的重心后移特征，即前端进入项（拿地、新开工）边际减少，尾部退出项（竣工）边际增加。施工总量高位放缓，土地购置费由拉动转为拖累，房地产投资增速稳步下行，中性预测2020年大概率区间在4%-5.5%（土地购置费增速-5%-0%）。

◆资金面：各项渠道此消彼长，整体维持稳健

11月行业到位资金单月同比增速回升0.5pc至+6.5%，资金面整体维持稳健。其中需求侧：11月定金及预收款低基数下维持较高增长，对冲Q4按揭增速放缓的影响，11月整体销售回款增速继续保持在14%左右。供给侧：11月国内贷款高基数下同比下降17%，行业供给侧信贷收缩压力进一步体现；11月自筹资金同比增速反弹至8%，主要来自于海外流动性改善叠加近期房企销售韧性较强催生发债窗口期，留有额度的房企积极完成全年融资计划。

◆投资建议

中央经济工作会议定调平稳，基本面销售、投资下行不失速。行业供给侧改革下，集中度持续提升，房企短期业绩兑现和中长期盈利增长持续性都将加剧分化。在流动性宽松和“资产荒”的情况下，龙头房企收入端弹性确定，业绩增速相对稳定，估值具有较强防御性，股息率相对较高，对于考核周期较长的大资金具备配置吸引力。建议关注现金流安全边际高，业绩确定性较强，具备持续投融资优势的龙头，如A股的招保万金和H股的融创中国和中国金茂。同时考虑到全球流动性宽松和无风险利率缓步下行有利于存量物业价值重估，建议关注陆家嘴和华润置地。

◆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

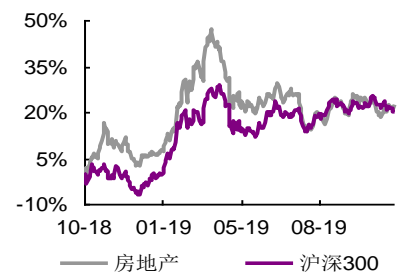
何缅甸（执业证书编号：S0930518060006）
021-52523801
hemiannan@ebcn.com

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

联系人

黄帅斌
021-52523828
huangshuaibin@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

中央经济工作会议重提房住不炒，张家港放开限售“一日游”——光大地产A+H样本库动态跟踪报告（2019年第50周，12.07-12.13）
..... 2019-12-15
年末房地产供给侧资金面边际改善——光大房地产行业流动性跟踪报告（2019年11月）
..... 2019-12-12
2020：棚改收关托底投资，配置龙头防御价值——房地产行业2020年投资策略
..... 2019-11-29

1、销售：单月增速连续3个月环比回落

➤ 我们对11月商品房销售数据的核心观点如下：

从总量来看，7月开始，全国商品房销售面积累计同比连续5个月回升。1-11月销售面积累计同比微增0.1pc至+0.2%。

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，而全国商品房销售面积单月同比增速却连续3个月回落（2019年8月、9月、10月、11月分别单月同比+4.7%、+2.9%、+1.9%、1.1%）。

分区域观察，11月，东部地区销售表现继续向好，西部地区有所反弹，东北地区表现偏弱，中部地区销售增速转负，回落较为明显。

价格方面，11月全国商品房销售均价结束了连续3个月的环比回落，单月环比回升1.5%，主要系：1) 高均价的东部地区销售占比持续提升；2) 部分大中型房企主力降价促销期在9-10月，11月开始折扣力度有所减弱。

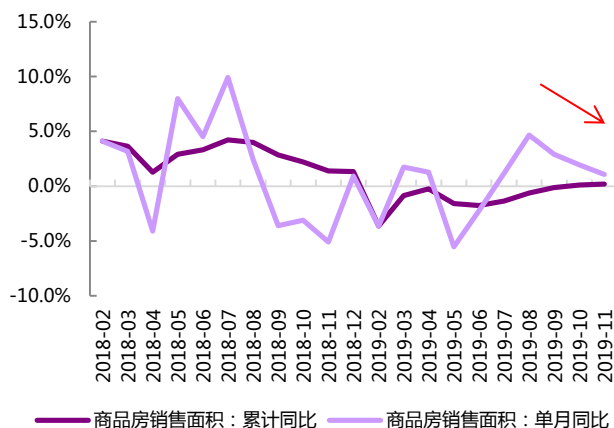
展望2020年，我们认为信贷支持和房价预期两大因素均难以支持市场总量继续扩张，房企以价换量策略边际作用递减，维持2020年销售总量平缓下行，结构分化加剧，二线区域核心更强的判断。

➤ 主要数据图表

11月，全国商品房销售面积单月同比+1.1%，增速较上月-0.9pc；其中商品住宅销售面积+2.9%，增速较上月-1.5pc。11月全国商品房销售金额单月同比+7.3%，增速较上月-2.4pc；其中商品住宅销售金额单月同比+10.1%，增速较上月-4.6pc。

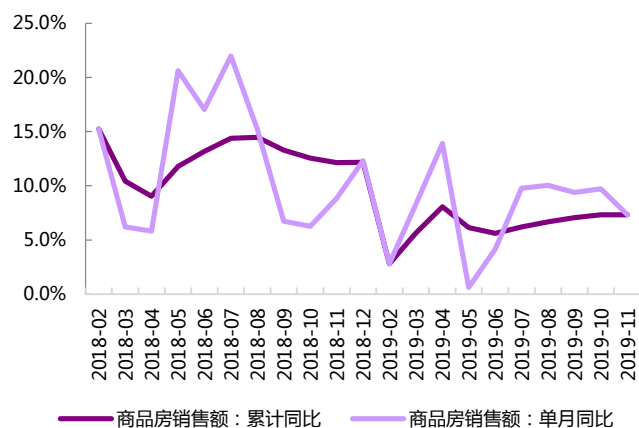
1-11月，全国商品房销售面积累计同比+0.2%，增速较1-10月+0.1pc；其中商品住宅销售面积累计同比+1.6%，增速较1-10月+0.1pc。1-11月，全国商品房销售金额累计同比+7.3%，增速与1-10月持平；其中商品住宅销售金额累计同比+10.7%，增速较1-10月-0.1pc。

图1：全国商品房销售面积单月同比和累计同比



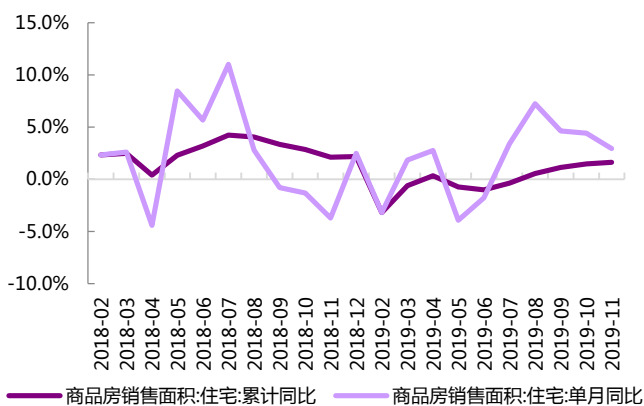
资料来源：WIND，光大证券研究所

图2：全国商品房销售金额单月同比和累计同比



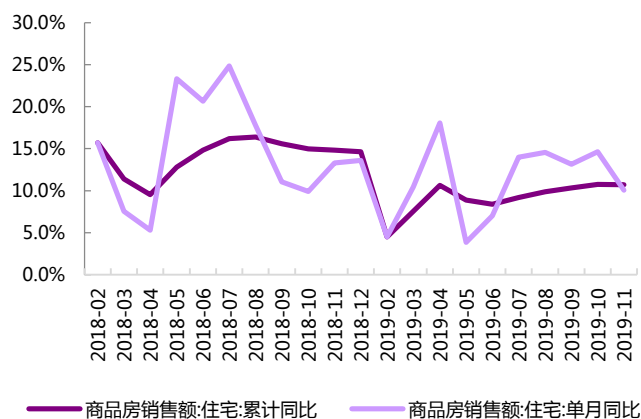
资料来源：WIND，光大证券研究所

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

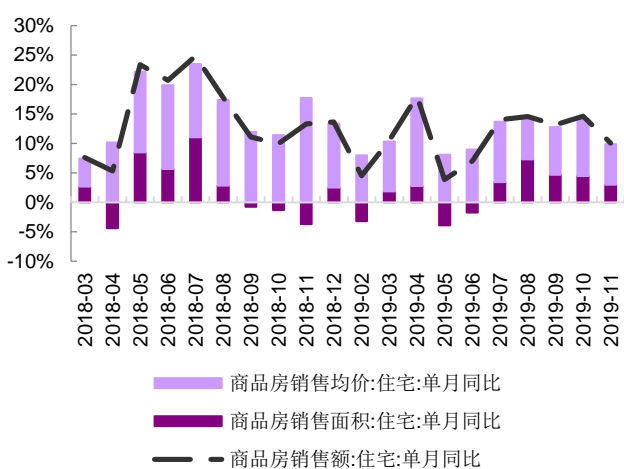


资料来源：WIND，光大证券研究所

11 月，商品住宅销售金额单月同比+10.1%（较上月-4.6pc），其中销售面积同比+2.9%（较上月-1.5pc），销售均价同比+6.9%（较上月-2.8pc）。

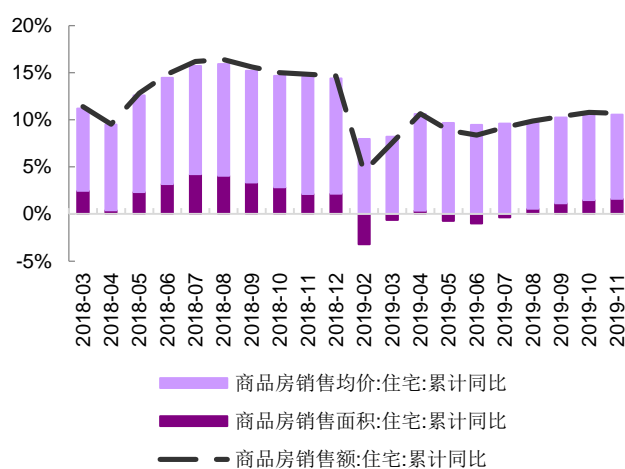
1-11 月，商品住宅销售金额累计同比+10.7%（较 1-10 月-0.1pc），其中销售面积同比+1.6%（较 1-10 月+0.1pc），销售均价同比+8.9%（较 1-10 月-0.2pc）。

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

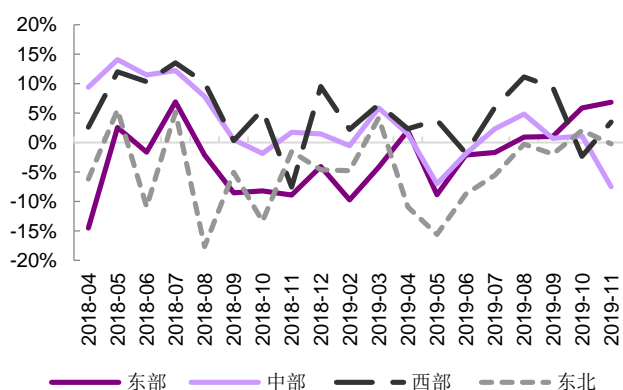


资料来源：WIND，光大证券研究所

11 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+6.8%、-7.5%、+3.5%、-0.2%，增速分别较上月+1.0pc、-8.6pc、+5.9pc、-2.2pc。11 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+9.9%、-3.6%、+14.3%、+4.5%，增速分别较上月-4.0pc、-7.3pc、+7.6pc、-5.5pc。

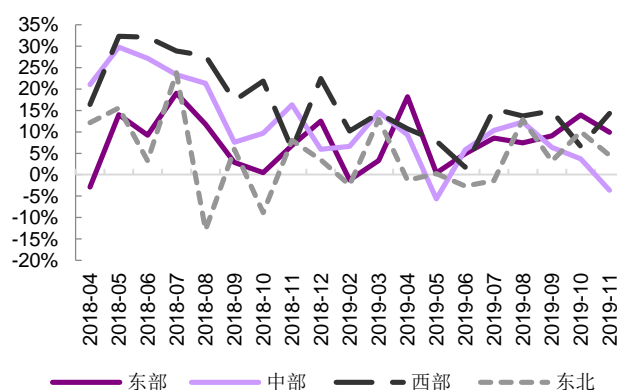
1-11 月，全国商品房分区域（东部/中部/西部/东北）销售面积累计同比分别为-1.3%、-0.3%、+3.8%、-4.5%；销售金额累计同比分别为+7.1%、+5.6%、+10.6%、+3.4%。

图 7: 商品房分区域销售面积单月同比



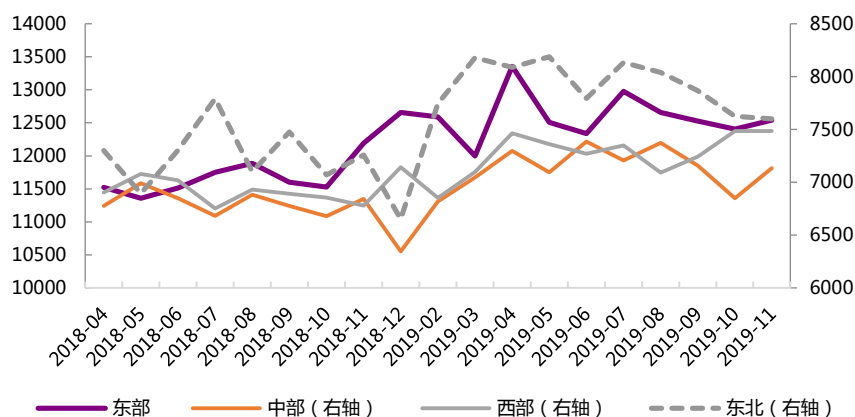
资料来源: WIND, 光大证券研究所

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: 商品房分区域单月销售均价 (元/平方米)

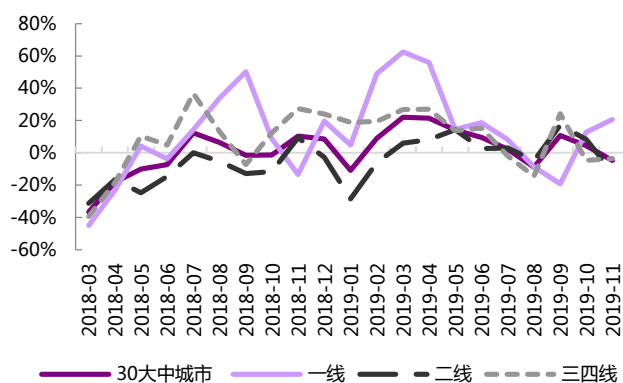


资料来源: WIND, 光大证券研究所

11月,30个大中城市商品房成交面积单月同比-4.7%,增速较上月-9.1pc。其中一线、二线、三四线分别同比+20.6%、-12.0%、-3.6%,增速较上月分别+7.9pc、-20.3pc、+1.1pc。

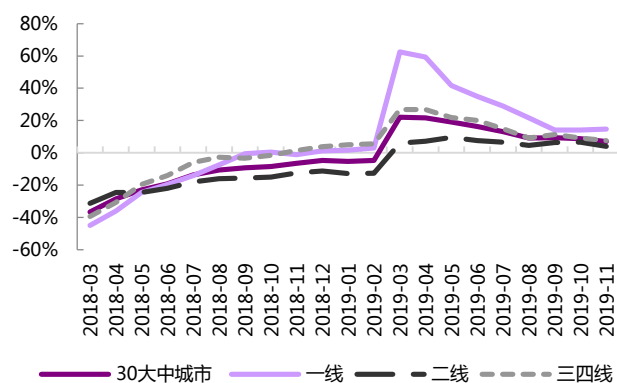
1-11月,30城商品房成交面积累计同比+7.1%,其中一线、二线、三四线分别同比+14.7%、+4.1%、+7.5%。

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：价格和补货需求继续动态平衡

➤ 我们对 11 月全国土地市场核心观点如下：

9-10 月随着地价持续下行，开发商补货意愿有所回温。11 月全国土地购置增速重新回落，与此同时，百城成交溢价率小幅上行。这印证了我们此前提出的判断：土地市场阶段性回温主要系各方预期趋稳后，土地价格和补货需求的动态平衡，量价在窄通道内此消彼长。详见《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》。

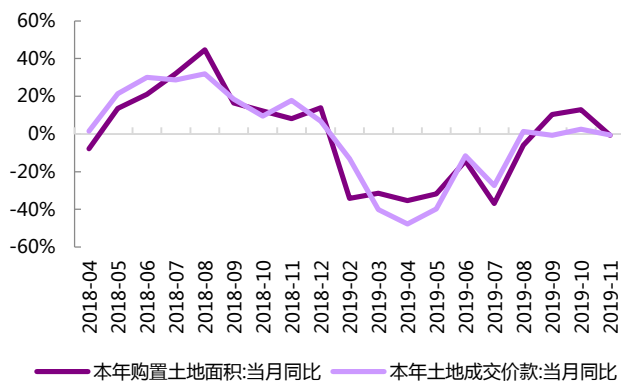
展望 2020 年，综合考虑资金面偏紧、销售预期走弱、但存在一定补货需求的相互影响，我们预计土地市场将整体保持低温平稳运行。

➤ 主要数据图表

11 月，全国土地购置面积 3337 万平方米，单月同比-0.8%；全国土地成交价款 2039 亿元，单月同比-0.6%。

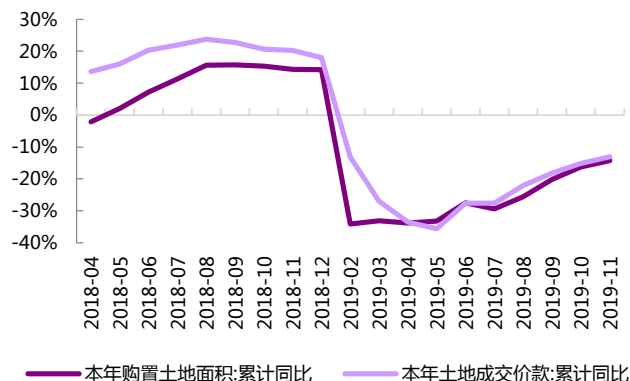
1-11 月，全国土地购置面积 21720 万平方米，累计同比-14.2%；全国土地成交价款 11960 亿元，累计同比-13.0%。

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

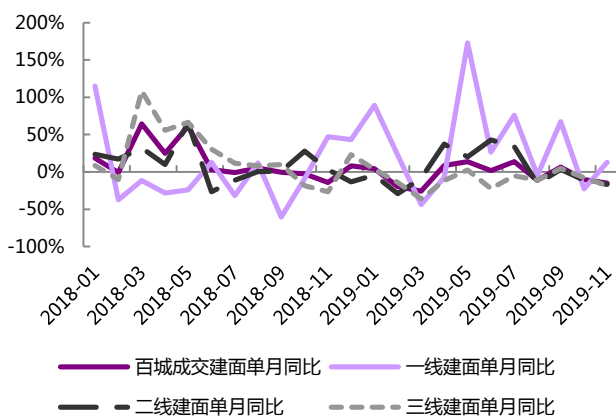
11 月，百城土地成交建面单月同比-15.0%，其中一线、二线、三四线分别为+12.9%、-16.8%、-18.4%；百城土地成交总价单月同比+4.6%，其中一线、二线、三四线分别为-31.8%、+22.1%、+27.8%。

1-11 月，百城土地成交建面累计同比-2.7%，其中一线、二线、三四线分别+27.2%、+3.4%、-10.4%；百城土地成交总价累计同比+17.3%，其中一线、二线、三四线分别+8.2%、+27.4%、+7.2%。

11 月，百城土地成交当月平均溢价率为 7.3%，其中一线、二线、三四线分别为 3.8%、9.3%、7.2%。

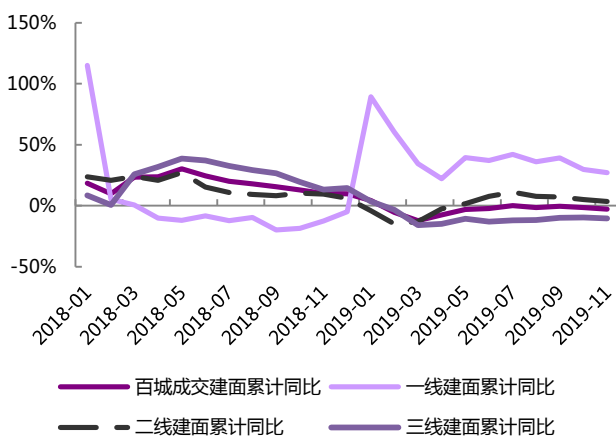
11 月，百城未成交土地数量提升至 438 宗，较上月增加 113 宗。

图 14: 百城土地成交建面单月同比



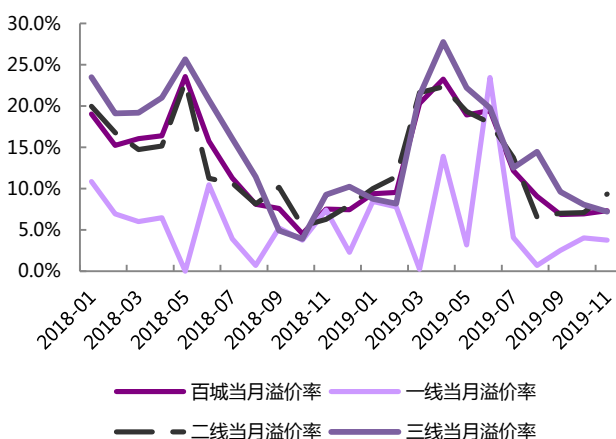
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 16: 百城土地成交建面累计同比



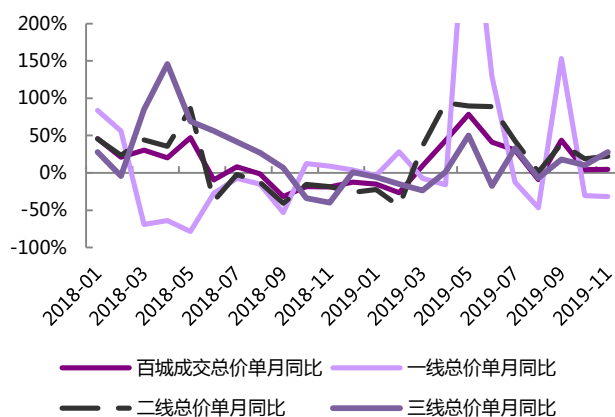
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 18: 百城土地成交当月平均溢价率



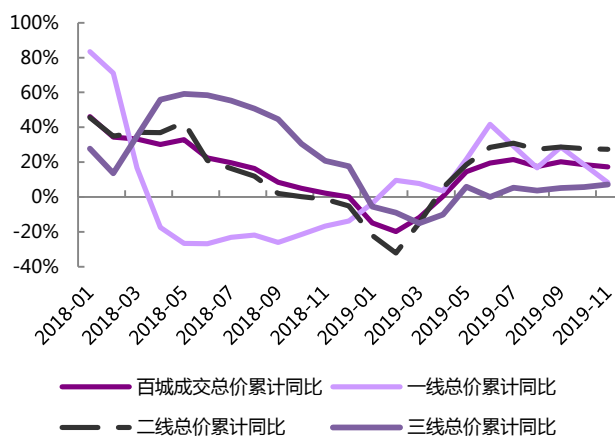
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 15: 百城土地成交总价单月同比



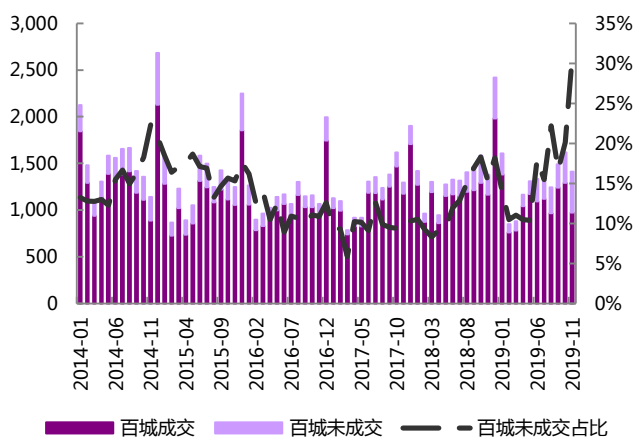
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 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 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:单月新开工波动源于基数变化,施工、投资增速如期高位放缓

➤ 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

我们在解读 10 月统计局数据时明确提出:2019 年来月度新开工量基本稳定在 2 亿方左右,或反映了存量变现下,房企新开工铺排向饱和备货靠拢。

我们认为,10 月和 11 月的新开工数据波动主要是来自于去年基数因素,不宜解读为存量变现逻辑发生变化,新开工骤然大幅收缩。从绝对值来看,10 月、11 月新开工量分别为 1.99 亿方、1.96 亿方,继续围绕在 2 亿方的中枢左右。今年 10 月单月新开工增速大幅反弹,主要是去年 10 月单月新开工量明显减少,基数较低。今年 11 月单月新开工增速转负同样是由于去年 11 月单月新开工回补而导致基数较高。(见表 1)

展望 2020 年,我们认为当前房企接近饱和备货的新开工铺排意味着周转进一步提升空间相对有限;结合土地成交偏弱、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 2020 年新开工增速将由正转负匀速下行,预计年底回落至-7.0%。

库存方面

在“个体理性”下,各家开发商都在“抢跑”,中期库存相应回升。截止 2019 年 11 月末,全国商品住宅开工未售库存 29.7 亿方,平均去化周期 23.8 个月,仍处合理区间。

展望未来,预计随着销售平缓回落,开工库存将温和提升。但在市场整体预期管控较好、供地规模相对保守(对比 2010-2013 年)的前提下,判断后续开工库存回升空间亦相对有限。

竣工方面

11 月竣工增速高位环比回落,1-11 月累计降幅仍持续收窄,竣工复苏继续兑现。展望 2020 年,尽管因资金收紧等因素,施工周期或有所拉长,竣工最终仍需回归合同约定,短期拖延导致的缺口将在未来回补,预计 2020 年房屋竣工同比增长 10%。

房地产投资

11 月施工面积增速、房地产投资增速如期高位放缓,单月房地产投资增速回落至 8.4%,或隐含土地购置费增速维持在个位数区间。

展望 2020 年,我们认为地产开发链条呈现明显的重心后移特征,即前端进入项(拿地、新开工)边际减少,尾部退出项(竣工)边际增加。施工总量高位放缓,土地购置费由拉动转为拖累,房地产投资增速稳步下行,中性预测 2020 年大概率区间在 4%-5.5% (土地购置费增速-5%-0%)。

值得注意的是,由于土地购置费不直接计入 GDP 核算,短期内房地产投资仍对 GDP 增速起支撑作用。但从中期维度来看,伴随新开工面积/施工面积/施工类投资增速回落,房地产投资增速下行对 GDP 的影响或逐渐加大。

➤ 主要数据图表

11月全国房地产投资单月同比+8.4%，增速较上月-0.4pc；1-11月累计同比+10.2%，增速较1-10月-0.2pc。

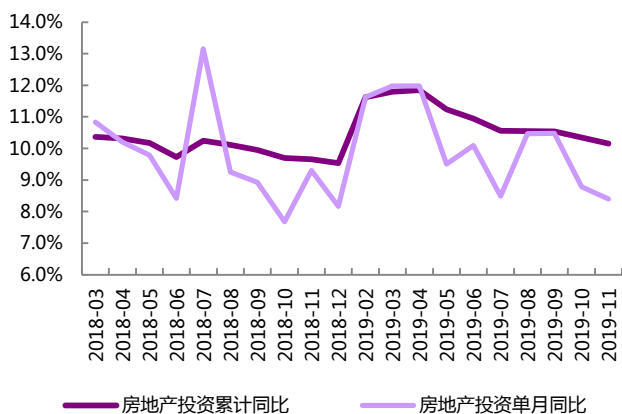
11月全国房屋新开工面积单月同比-2.9%，增速较上月-26.1pc；1-11月累计同比+8.6%，增速较1-10月-1.4pc。

1-11月全国房屋施工面积同比+8.7%，增速较1-10月-0.3pc；1-11月全国房屋净停工面积同比-8%，环比-1%。

11月全国房屋竣工面积单月同比+1.8%，1-11月累计同比-4.5%；其中住宅单月同比+5.0%，累计同比-4.0%。

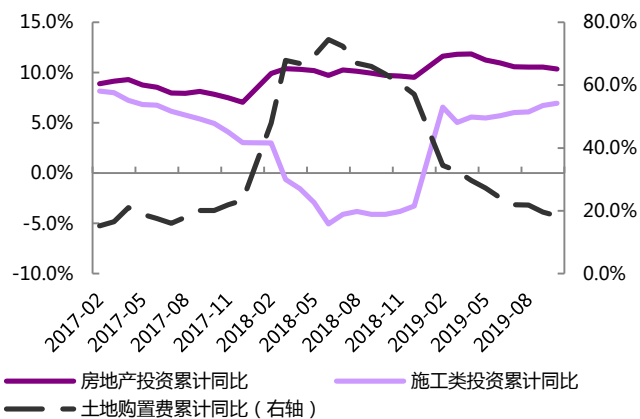
截止2019年11月，全国商品住宅开工未售库存约29.7亿方，较年初增长2.1亿方；当前存量与2013年底、2016年四季度时接近；平均去化周期约23.8个月，与2017年中时接近，仍在合理区间。

图 20：房地产投资累计同比和单月同比



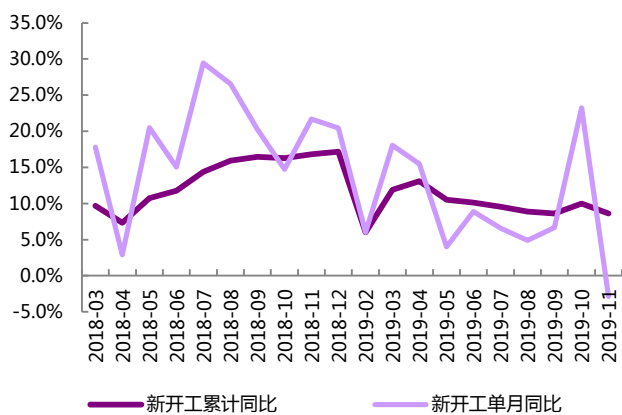
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 21：房地产投资、施工类投资、土地购置费累计同比



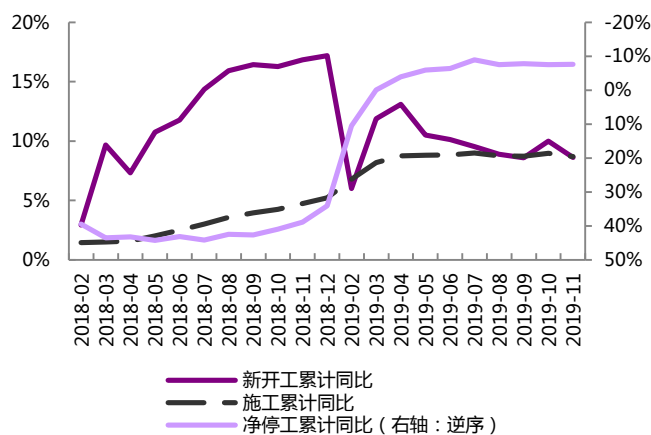
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 22：房屋新开工累计同比和单月同比



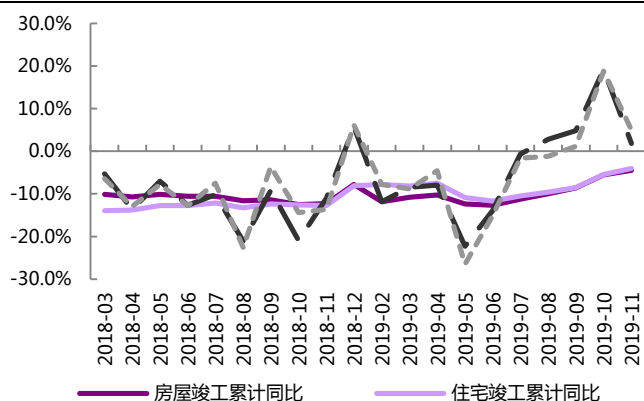
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 23：房屋新开工、净停工、施工累计同比



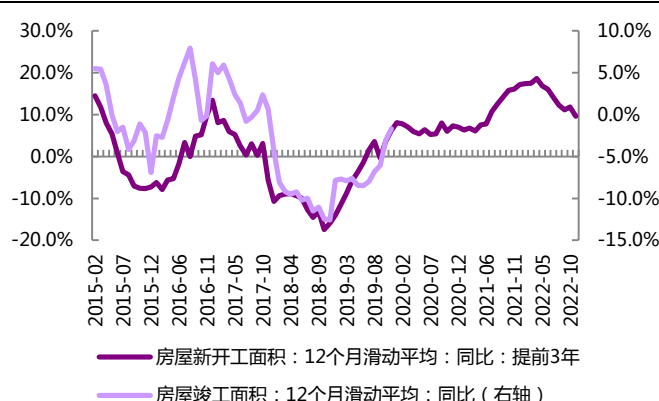
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 24：房屋/住宅竣工累计同比和单月同比



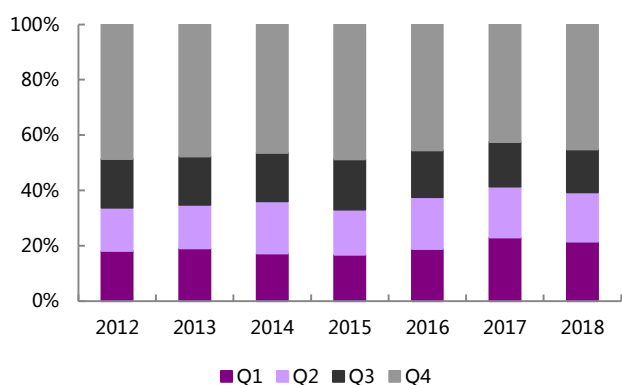
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 25：2015 年后，住宅竣工相对新开工滞后约 3 年



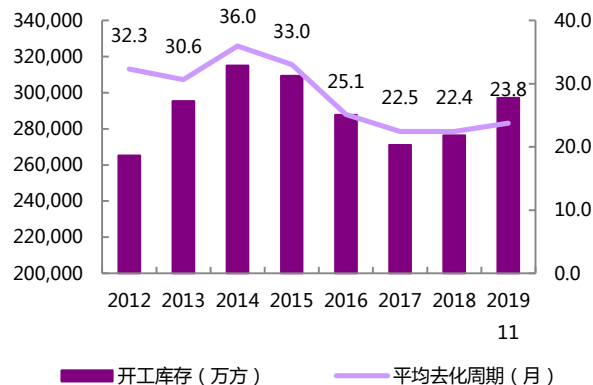
资料来源：WIND，光大证券研究所

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	19,560
12 月	14,887	13,885	15,625	16,975	20,447	
3-5 月、7-11 月 新开工面积标准差	1834	2803	1154	1178	1560	587
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：各项渠道此消彼长，整体维持稳健

➤ 我们对房地产行业到位资金情况的核心观点如下：

11月行业到位资金单月同比增速回升0.5pc至+6.5%，1-11月行业到位资金累计同比增速继续保持在7.0%，资金面整体维持稳健。拆分各项资金渠道：

需求侧：得益于房企积极的推盘策略，11月定金及预收款低基数下维持较高增长（同比+15.4%），对冲Q4按揭增速放缓的影响，11月整体销售回款增速继续保持在14%左右。

供给侧：11月国内贷款高基数下同比下降17%，行业供给侧信贷收缩压力进一步体现；11月自筹资金同比增速反弹至8%，主要来自于海外流动性改善叠加近期房企销售韧性较强催生发债窗口期，留有额度的房企积极完成全年融资计划。

展望2020年，在我国经济发展换挡转型、宏观流动性相对宽松的大背景下，我们维持“行业资金面管控常态化”的判断，预计房企各项外部融资渠道监管仍将持续。

关于行业流动性具体请参阅《年末房地产供给侧资金面边际改善——光大房地产行业流动性跟踪报告（2019年11月）》。

➤ 主要数据图表

11月，房地产行业到位资金为15380亿元，单月同比+6.5%；1-11月，房地产行业到位资金总额为16.1万亿，累计同比+7.0%。

拆分来看：

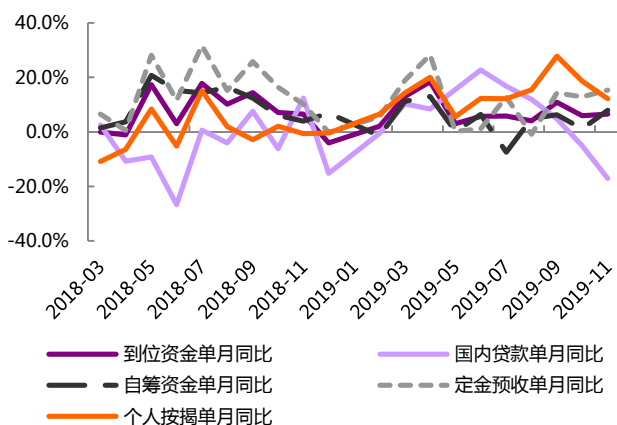
国内贷款11月单月同比-17.1%，1-11月累计同比+5.5%；

自筹资金11月单月同比+8.0%，1-11月累计同比+3.7%；

定金及预收款11月单月同比+15.4%，1-11月累计同比+10.0%；

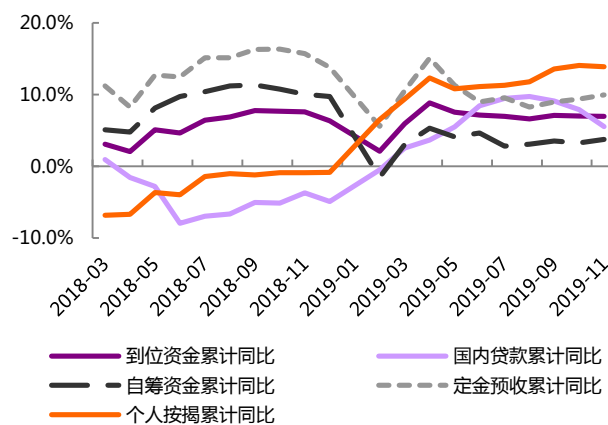
个人按揭贷款11月单月同比+12.2%，1-11月累计同比+13.9%。

图 28：行业到位资金及各渠道来源单月同比



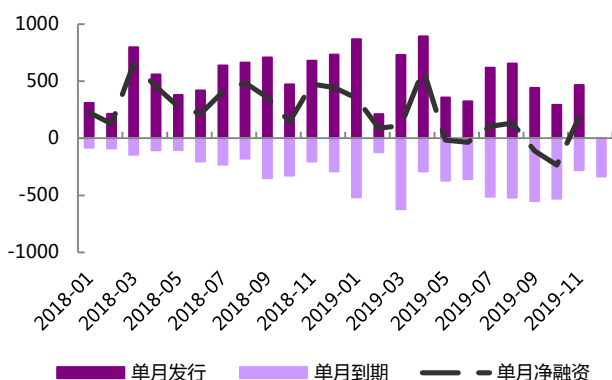
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 29：行业到位资金及各渠道来源累计同比



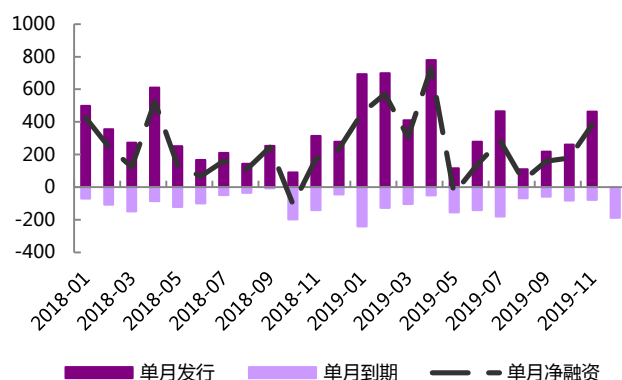
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 30：房企境内债券单月发行/到期/净融资（亿元）



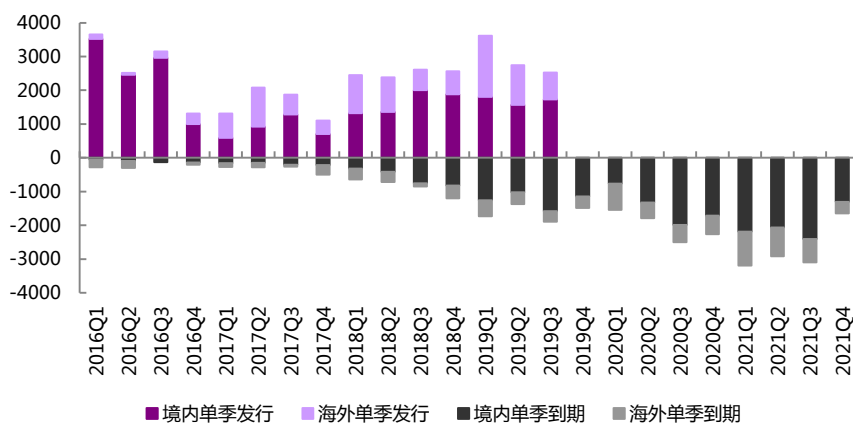
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

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

中央经济工作会议定调平稳，基本面销售、投资下行不失速。行业供给侧改革下，集中度持续提升，房企短期业绩兑现和中长期盈利增长持续性都将加剧分化。在流动性宽松和“资产荒”的情况下，龙头房企收入端弹性确定，业绩增速相对稳定，估值具有较强防御性，股息率相对较高，对于考核周期较长的大资金具备配置吸引力。建议关注现金流安全边际高，业绩确定性较强，具备持续投融资优势的龙头，如 A 股的招保万金和 H 股的融创中国和中国金茂。同时考虑到全球流动性宽松和无风险利率缓步下行有利于存量物业价值重估，建议关注陆家嘴和华润置地。

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