

房企的未来指数：土储的线索

报告要点：

● 房地产的长期趋势是由基本面（刚需和改善性需求）决定的，而其基本面则由一个地区的人口（适婚人口）变化所决定。

● 我各个城市的人口流动规律如下：

1) 经济越繁荣的地区，人口流入率越高，反之则亦然，这是人口流动的主趋势；

2) 被经济解释不了的残差是与该地区的人口密度负相关的，即一旦人口过密，也会挤出部分低端劳动者；

3) 后续人口会持续流入经济偏繁荣，且人口密度适中的省份或省会（杭州、昆明、长春、合肥、沈阳、福州）。

● 按照上述结论可以将城市分为 10 个级别，每个城市的级别不但代表人口前景，也在一定程度上代表其地产前景。

● 各个房企的土地储备及项目储备在各个城市的分布情况在一定程度上代表了该房企的未来指数。

● 偏宏观上看，中大型房企的土地及项目储备的分布情况存在两个特征。

1) 这些房企的策略是偏理性的，在梯次靠前的城市中，中大型房企的土储及项目布局比例会或多或少地高于城市数量占比；

2) 大体上规模越大的房企，在布局上的结构越弱。

● 城市布局较好房企大致可划分为两类，一类为城市布局相对均衡，且位次靠前的梯队布局略多的公司（中海发展）；另一类为集中布局，深耕少数几个梯队位次靠前的公司（杭州滨江）。

● 需要强调的是：未来指数并不等同于房地产信用：

1) 房企的未来指数仅代表该企业信用的未来趋向，但不代表地产企业信用的现实状态；

2) 在应用上，若某地产企业信用本不低，那偏高的未来指数则可以成为其信用的附加保障（广州城建、中海发展、上海金茂），但要规避信用和未来指数同时偏低的企业（建业住宅、石榴置业、华夏幸福）。

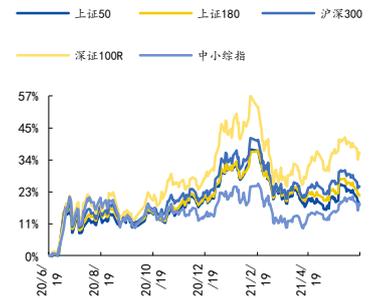
● 风险提示：

数据统计偏差、经济及货币政策超预期。

主要数据：

上证综指：	3525.10
深圳成指：	14583.67
沪深 300：	5102.47
中小盘指：	4569.68
创业板指：	3239.23

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师	梁岩涛
执业证书编号	S0020521050001
邮箱	liangyantao@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

内容目录

1. 地产景气的核心：人口	3
2. 房企的分级	5
3. 两类优质的布局及其案例	8

图表目录

图 1：31 个省及直辖市人口流动与夜光指数呈正相关.....	3
图 2：全国 300 个城市人口流动与夜光指数呈正相关关系	3
图 3：夜光指数解释不了的部分，与该地区的人口密度呈负相关.....	4
图 4：对于城市来说，上述规律依然成立	4
图 5：后续的人口会持续流入经济偏繁荣，且人口密度适中的省份或省会	4
图 6：1000-3000 亿的房企的布局为最优	6
图 7：房企土地储备分布情况	7
图 8：房企土地储备分布情况	8
图 9：中海企业发展集团有限公司土储城市梯队布局.....	9
图 10：杭州滨江房产集团土储城市梯队布局	10
表 1：全国 200 余座主要城市按照夜光指数/人口密度数值由高到低分为 10 个梯队.....	5
表 2：房企更愿意在排位靠前的城市布局	6
表 3：大体规模越大的房企，在布局上的结构越弱.....	6
表 4：2018-2020 公司新增土储情况	8
表 5：中海企业发展集团有限公司近年土储分布	8
表 6：杭州滨江近年土储分布	9

1. 地产景气的核心：人口

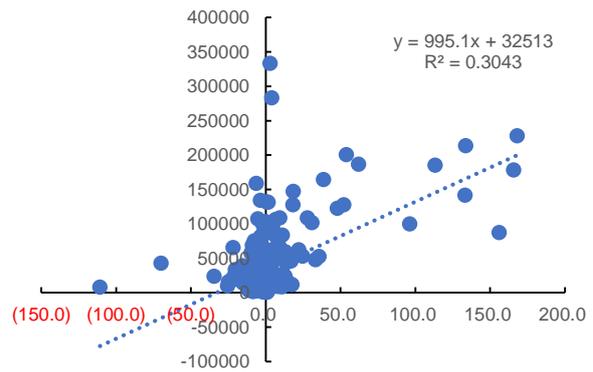
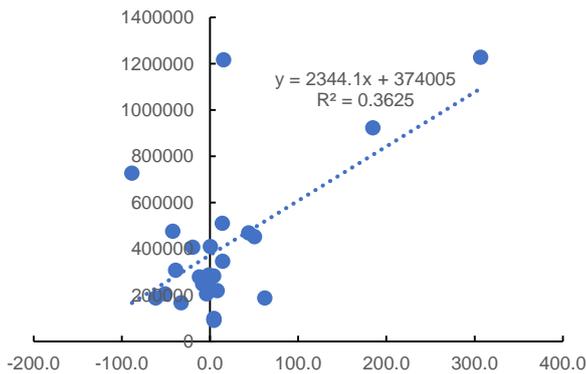
房地产的长期趋势是由基本面决定的，而基本面来自于房子的刚需和改善性需求。投资性需求不存在独立的逻辑，该项其实是一个弹性因子：只有当地产价格受刚需和改善型需求而涨价的预期存在时，投资盘才会进来，加剧房价的上涨幅度，反之则亦然。因此，投资性需求可能会与房价需求的基本面（刚需/改善型需求）阶段性背离，但这种背离不会维持太长时间。

地产的刚需（改善型需求）由一个地区的人口（适婚人口）决定。因此，一个城市的人口流入及流出情况可能深刻地影响着该区域的地产基本面。而仅就人口角度来看，我们可以按照如下方式度量各个城市的人口前景，也即房地产前景。

1) 大部分地区的人口流动可以被夜光指数（经济繁荣程度）所解释。夜光指数越闪亮的地区，人口流入率越高，反之则亦然。经济发展的强弱应该是人口流动的主要决定因素，其背后是：人口是一个自我加速的要素（人口越多，经济越繁荣，人口流入也越快……）。这一规律对于省份成立，对于城市亦成立。

图 1：31 个省及直辖市人口流动与夜光指数呈正相关

图 2：全国 300 个城市人口流动与夜光指数呈正相关关系

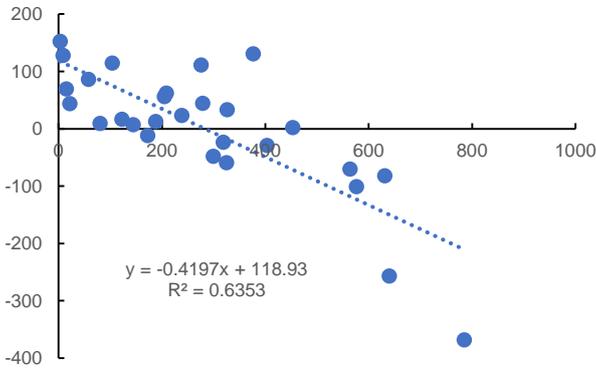


资料来源：Wind、国元证券研究所

资料来源：Wind、国元证券研究所

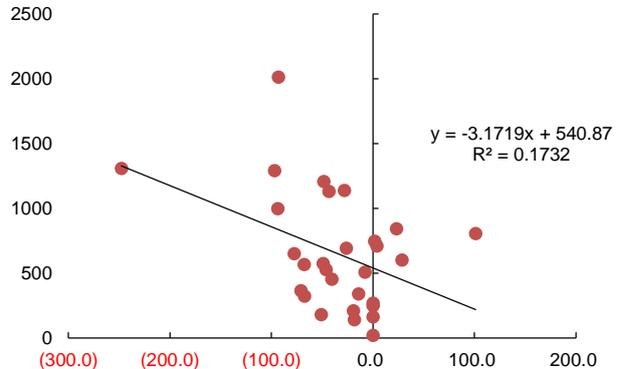
2) 被夜光指数解释不了的部分（即各省份及城市的人口流动偏离）则与该地区的人口密度负相关，即所偏离的部分是被高密度人口挤出的部分。这个残差的解释有二：一是小部分低端劳动者被过密的人口密度所挤出，并流向人口相对疏松的地区；二是政策也与此同时充当了人口均化的工具。

图 3：夜光指数解释不了的部分，与该地区的人口密度呈负相关



资料来源：Wind, 国元证券研究所

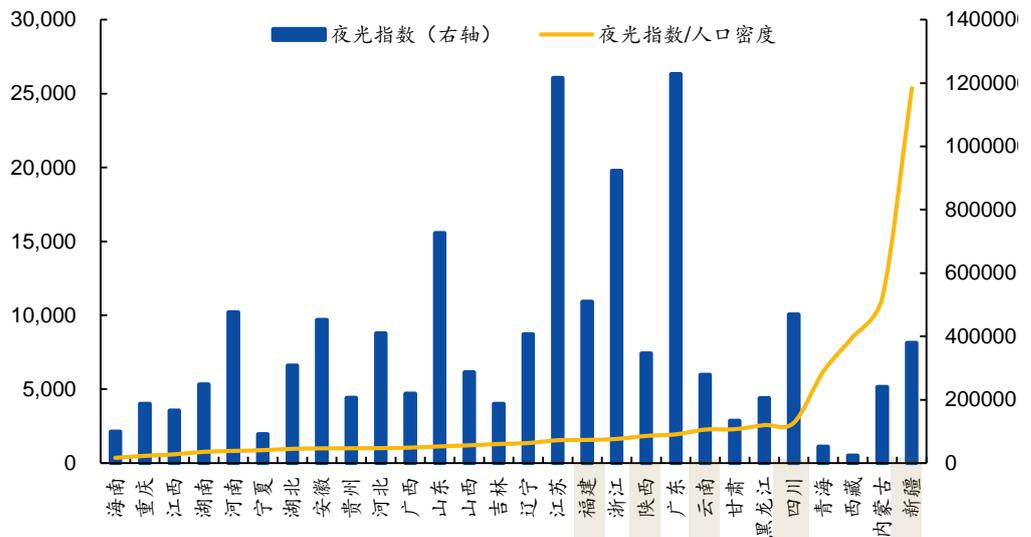
图 4：对于城市来说，上述规律依然成立



资料来源：Wind, 国元证券研究所

3) 后续的人口会持续流入经济偏繁荣，且人口密度适中的省份或省会。其中，对于省份来说，比较有吸引力的五大省份为：新疆、四川、云南、陕西、福建；而对于城市来说，比较有吸引力的省会城市为：杭州、昆明、长春、合肥、沈阳、福州。

图 5：后续的人口会持续流入经济偏繁荣，且人口密度适中的省份或省会



资料来源：Wind, 国元证券研究所

我们其实相信，上述逻辑及结论也同样代表各个城市的地产前景。我们可以按此结论将全国 200 余座主要城市分为 10 个梯队：梯次越靠前的城市在未来引入人口的竞争力最强，其地产也拥有更好的前景。可以看到，其实这个分布是肥尾的，即越靠后的梯次，其城市越发聚集。

表 1：全国 200 余座主要城市按照夜光指数/人口密度数值由高到低分为 10 个梯队

城市梯队	城市代表
第 1 梯队	苏州、杭州等
第 2 梯队	昆明、宁波等
第 3 梯队	长春、惠州、银川等
第 4 梯队	成都、合肥、沈阳、广州等
第 5 梯队	福州、柳州、南宁等
第 6 梯队	青岛、大连、西安、武汉等
第 7 梯队	贵阳、郑州、东莞、大同、石家庄等
第 8 梯队	哈尔滨、唐山、温州、南通、盐城、无锡、滁州、长治、南京、深圳、扬州、临沂、 厦门等
第 9 梯队	北京、晋中、遵义、绍兴、烟台、潍坊、台州、上海、宜昌、常州、威海、沧州、 抚顺、咸阳、临汾、镇江、秦皇岛等
第 10 梯队	桂林、鞍山、保定、锦州、营口、襄阳、葫芦岛、连云港、淄博、济宁、泰安、湘 潭、黄冈、邢台、宿州、邯郸、铁岭、信阳、平顶山、萍乡等

资料来源：国元证券研究所

2. 房企的分级

对于各个房企来说，其土地储备和项目储备的分布情况在一定程度上代表了该房企的未来指数。若某家房地产企业开发的项目更多地集中在前景光明的城市（人口净流入且经济偏繁荣），其在未来则越可能获取更加丰厚的收益，且至少在边际上，其信用情况可能会变得越来越稳定。

出于篇幅考虑，我们仅仅梳理总资产在 800 亿元以上的中大型房企，其呈现出的规律有二：

1) 偏宏观去看，这些房企的策略是偏理性的。大多房企更希望在位次靠前的城市布局。因此，对于前七个梯次的城市来说，中大型房企的土储及项目布局比例会或多或少地高于城市数量占比，而后三个梯次的城市中，中大型房企的布局比例则偏低。不难推测，很多房企在布局时其实并非不理性，仅仅是出于优质地区土地资源的稀缺的缘故，在土储上只能退而求其次。

表 2：房企更愿意在排位靠前的城市布局

城市梯队	城市数量占比	房企土储布局平均比例
第 1 梯队	1.0%	4.2%
第 2 梯队	1.0%	3.3%
第 3 梯队	1.4%	1.4%
第 4 梯队	1.9%	12.3%
第 5 梯队	1.9%	1.8%
第 6 梯队	3.8%	11.3%
第 7 梯队	7.7%	14.4%
第 8 梯队	13.0%	32.4%
第 9 梯队	31.7%	15.0%
第 10 梯队	36.5%	7.4%

资料来源：国元证券研究所

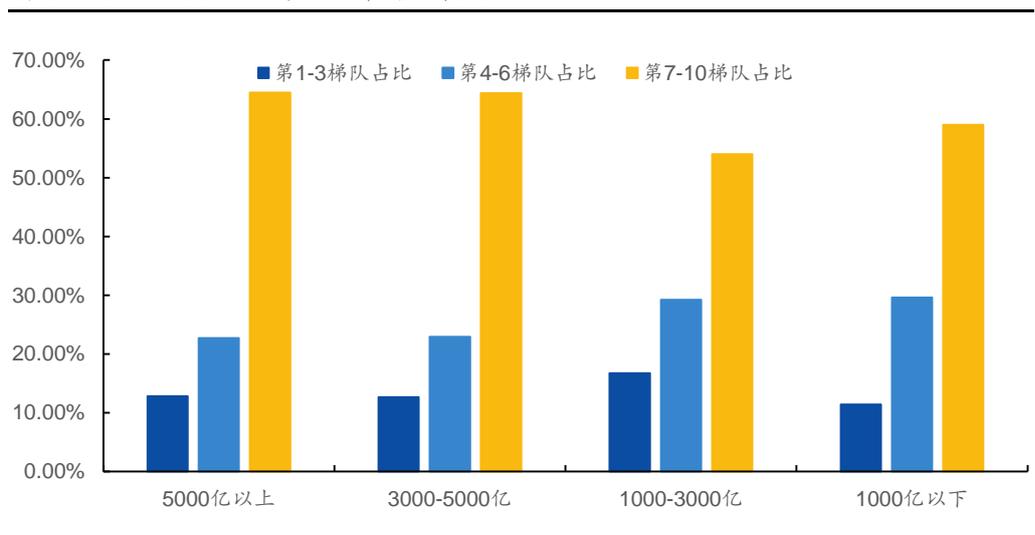
2) 如果将房企按规模分类的话，大体规模越大的房企，在布局上的结构越弱。此中，1000-3000 亿的房企的布局为最优：1-3 梯队占比最高，且在 7-10 梯队的占比最少，此外，若房企规模逐步增加的话，在土储上，1-3 梯队城市的土储占比未现明显上升，但偏差区域（7-10 梯队城市）的土储占比是明显上升的。

表 3：大体规模越大的房企，在布局上的结构越弱

房企规模	第 1-3 梯队占比	第 4-6 梯队占比	第 7-10 梯队占比
5000 亿以上	12.82%	22.69%	64.49%
3000-5000 亿	12.68%	22.94%	64.38%
1000-3000 亿	16.77%	29.24%	53.99%
1000 亿以下	11.41%	29.61%	58.98%

资料来源：Wind、国元证券研究所

图 6：1000-3000 亿的房企的布局为最优



资料来源：Wind、国元证券研究所

各个主要房企的土储分布情况如下所列。土储结构偏优的房企包括：杭州滨江、禹州鸿图、广州城建、复地集团、新希望地产等等。

然而，需要强调的是：我们不能用地产企业的未来指数简单与地产企业的偿债风险划等号。在某种意义上，地产企业的未来指数仅代表该企业信用的未来趋向，但不代表地产企业信用的现实状态。例如，地产企业可以在评级很低的状态下，因信用逐步恢复而获得偏高的未来指数；也可以在评级很高的状态下，因信用边际恶化而未来指数偏低。

未来指数仅仅可以作为判断地产信用未来走势的参考之一。我们其实需要关注的是：若某地产企业信用本不低，那偏高的未来指数则可以成为其信用的附加保障，如：广州城建、中海发展、上海金茂等等；若某地产企业的信用和未来指数同时偏低的话，那我们对其需要非常谨慎，譬如：建业住宅、石榴置业、华夏幸福等等。

图 7：房企土地储备分布情况

公司名称	第1梯队	第2梯队	第3梯队	第4梯队	第5梯队	第6梯队	第7梯队	第8梯队	第9梯队	第10梯队
珠海华发实业股份有限公司	4.73%			6.79%	0.78%	25.74%	1.90%	33.58%	15.19%	11.28%
北京首都开发股份有限公司	4.52%	21.65%					9.89%	62.92%	1.01%	
金科地产集团股份有限公司	1.91%	0.16%		5.37%	2.05%	5.76%	45.67%	7.14%	16.58%	15.37%
上海金茂投资管理集团有限公司	20.51%	0.76%		3.70%	7.33%	17.99%	16.26%	14.94%	16.12%	2.38%
福建阳光集团有限公司	14.60%	3.91%		5.65%	6.93%	24.08%	19.97%	2.27%	17.08%	5.52%
新城控股集团股份有限公司	1.76%	9.85%	4.01%			22.03%	9.02%	21.21%	13.91%	18.21%
中海企业发展集团有限公司	24.85%	5.20%	4.66%	7.70%	1.68%	8.88%	9.45%	11.57%	25.39%	0.62%
绿地控股集团股份有限公司	3.99%	6.84%	1.49%	3.15%	1.47%	8.29%	13.73%	22.98%	25.15%	12.91%
碧桂园控股有限公司	12.23%	1.38%		6.13%	1.69%	23.63%	17.46%	16.34%	13.65%	7.50%
石榴置业集团股份有限公司		1.76%				7.42%	3.14%	27.19%	44.48%	13.80%
厦门禹洲鸿图地产开发有限公司	44.60%		1.95%	1.22%	6.10%	18.29%	15.78%	7.18%	4.87%	
光明房地产集团股份有限公司	11.61%	7.06%		4.79%	2.34%	7.72%	8.43%	9.55%	48.50%	0.01%
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	31.21%					8.21%			60.58%	
北京北辰实业股份有限公司	2.92%	2.42%		6.92%		62.74%	10.96%	7.92%	5.56%	0.56%
鲁能集团有限公司	21.56%				2.57%	11.59%	39.85%	5.38%	19.05%	
大华(集团)有限公司	3.31%	0.39%	0.91%	1.58%		23.80%	3.03%	5.20%	60.61%	1.17%
中国电建地产集团有限公司				21.32%		52.66%	15.81%		10.21%	
金辉集团股份有限公司	3.81%	0.84%	1.37%	5.13%	2.11%	35.86%	20.64%	11.96%	7.63%	0.66%
广州市时代控股集团有限公司	1.17%		5.16%	24.81%		8.65%	22.07%	12.03%	23.18%	2.94%
杭州滨江房产集团股份有限公司	75.99%	4.11%			1.03%		2.13%	14.52%	2.22%	
北京金融街投资(集团)有限公司	4.60%		13.81%	8.88%		21.22%	18.44%	8.03%	25.02%	
江苏中南建设集团股份有限公司	18.90%	9.45%		0.64%		6.39%	9.01%	33.85%	15.39%	6.39%
阳光城集团股份有限公司	9.86%	4.47%		6.02%	13.22%	24.27%	19.30%	2.15%	15.52%	5.20%
深圳华侨城股份有限公司				8.64%		12.96%	2.71%	12.00%	18.59%	45.10%
广州富力地产股份有限公司	4.25%	2.52%	6.58%	1.85%	1.21%	23.64%	11.37%	17.69%	21.56%	9.34%
重庆龙湖企业拓展有限公司	5.07%	3.91%	1.79%	12.44%	2.96%	18.02%	21.60%	9.29%	23.65%	1.27%
重庆华宇集团有限公司		13.04%		17.85%	3.60%	25.80%	12.03%	14.46%	6.28%	6.94%
重庆市迪马实业股份有限公司	7.80%	3.85%		12.61%		22.50%	40.22%	5.38%	4.94%	2.69%
四川新希望房地产开发有限公司	10.74%	15.47%		19.67%	9.97%	7.61%	9.25%	27.28%		
广州合景控股集团有限公司	12.51%	1.86%	1.31%	28.74%	11.08%	7.52%	8.18%	7.79%	19.95%	1.07%
建业住宅集团(中国)有限公司							34.83%		35.15%	30.02%
金世旗国际控股股份有限公司							91.89%	2.08%	1.91%	4.12%
上海世茂股份有限公司	11.03%	2.31%		4.08%	0.12%	17.44%	33.18%	22.11%	1.40%	8.32%
信达投资有限公司	4.54%	0.01%		29.02%		4.24%	6.96%	15.04%	24.01%	16.19%
复地(集团)股份有限公司	0.93%	12.95%	10.91%	32.24%		16.62%	13.29%	11.08%	1.99%	
融信(福建)投资集团有限公司	28.61%	1.17%	0.74%	2.55%	14.45%	6.63%	13.45%	15.96%	15.40%	1.04%
深圳市龙光控股有限公司			1.98%	2.55%	14.59%		25.33%	47.66%	0.69%	7.21%
荣盛房地产发展股份有限公司	1.28%	0.58%	0.97%	11.87%		7.34%	13.78%	34.64%	16.20%	13.34%
奥园集团有限公司	1.62%	1.95%	4.30%	16.71%	5.71%	6.91%	16.10%	12.19%	18.20%	16.29%
绿城房地产集团有限公司	17.63%	12.17%		1.36%	5.18%	20.08%	9.69%	16.12%	15.76%	2.00%
北京首都开发控股(集团)有限公司	9.02%			4.69%	7.41%	8.15%	5.42%	14.02%	51.09%	0.21%
金地(集团)股份有限公司	7.37%	4.18%	1.39%	10.88%	2.71%	20.67%	14.82%	18.25%	18.74%	0.98%
中交房地产集团有限公司	3.86%	4.72%	1.90%	0.79%		10.99%	43.09%	22.97%	1.35%	10.32%
华夏幸福基业股份有限公司				3.82%	0.12%	12.28%	19.57%	46.68%	10.98%	6.54%
华夏幸福基业控股股份公司				3.03%		3.56%	6.80%	71.67%	8.22%	6.72%
融创房地产集团有限公司	3.00%	4.12%	2.40%	9.83%	2.09%	19.82%	21.24%	19.78%	11.67%	6.06%
保利发展控股集团股份有限公司	5.50%	2.49%	0.38%	24.09%	1.54%	10.45%	15.20%	5.89%	25.05%	9.42%

资料来源：国元证券研究所

图 8：房企土地储备分布情况

公司名称	第1梯队	第2梯队	第3梯队	第4梯队	第5梯队	第6梯队	第7梯队	第8梯队	第9梯队	第10梯队
重庆协信远创实业有限公司	2.69%	1.65%		5.83%		21.12%	41.54%	14.94%	2.23%	
广州珠江实业集团有限公司				65.97%				0.48%	33.55%	
联发集团有限公司	11.70%				12.50%	7.84%	20.13%	23.50%	4.74%	19.60%
中交地产股份有限公司	7.04%	10.94%	1.39%	2.43%		25.64%	33.40%	10.22%	8.94%	
融侨集团股份有限公司	1.63%			7.09%	28.62%	15.59%	21.70%	22.27%	3.10%	
保利置业集团有限公司(上海)	5.50%	6.85%	3.64%	6.09%	15.20%	9.36%	20.05%	8.86%	21.05%	3.39%
深圳市卓越商业管理有限公司	4.52%	21.65%					9.89%	62.92%	1.01%	
新湖中宝股份有限公司	26.57%			10.52%	2.05%	10.39%	1.93%	29.86%	14.26%	4.41%
上海宝龙实业发展(集团)有限公司	16.17%	16.60%			2.75%	0.41%	4.07%	40.25%	19.11%	0.65%
宝龙地产控股有限公司	8.54%	3.97%			4.01%		5.34%	45.43%	22.71%	
正荣地产控股股份有限公司	11.23%			6.18%	10.63%	18.39%	14.75%	25.25%	11.27%	2.30%
广东珠江投资股份有限公司	0.76%	0.51%	3.80%	24.27%		11.08%	0.44%	1.88%	57.25%	
建发房地产集团有限公司	16.38%			9.96%	13.19%	7.66%	6.42%	31.35%	15.05%	
广州市城市建设开发有限公司	3.72%			46.18%		20.37%	6.77%	1.66%	6.82%	4.48%
旭辉集团股份有限公司	0.96%	0.33%	0.46%	0.98%	0.37%	5.13%	2.85%	86.09%	2.66%	0.17%

资料来源：Wind，国元证券研究所

3. 两类优质的布局及其案例

在城市布局较好房企中，大致可划分为两类。一类是城市布局相对均衡，且位次靠前的梯队布局略多的公司，此类公司在新一轮土地价格上涨中可享受区域轮动所带来的价差收益，如禹州鸿图、复地集团、融信投资、中海地产；另一类则是集中布局，深耕少数几个梯队位次靠前的公司，这类企业虽然可更多地享受区域地价上涨带来的价差收益但同时受区域地产政策影响较大，如杭州滨江、广州珠江、电建地产。

在均衡布局策略中，较为典型的是中海企业发展集团有限公司。公司作为大型央企中国海外发展有限公司在国内的重要控股平台，具备丰富的行业经验及品牌知名度。截至 2020 年末，公司在 30 个城市拥有土地储备，权益规划面积 2755 万平米，项目遍布全国重点区域，土地储备分布质量较高，不仅拥有珠三角、长三角等经济发达地区项目，且在中西部、环渤海及东北部的一、二线城市均有布局。

表 4：2018-2020 公司新增土储情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新增土储面积（单位：万平方米）	1388.93	707.51	1087.45
土储投资金额（单位：亿元）	962.96	739.64	1050.35

资料来源：Wind、评级报告、国元证券研究所

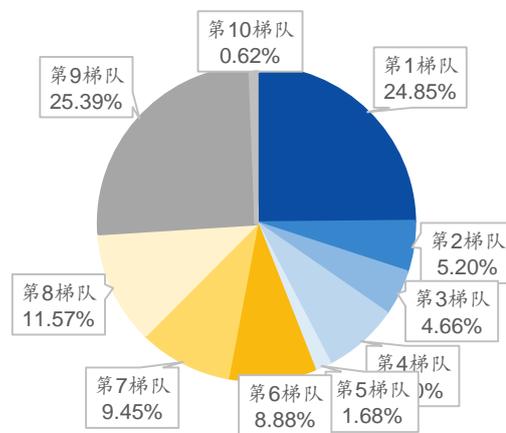
表 5：中海企业发展集团有限公司近年土储分布

城市	土储占比	城市	土储占比
苏州	23.68%	重庆	1.46%
北京	19.21%	广州	1.24%
上海	6.10%	太原	1.19%
济南	6.07%	杭州	1.17%
长春	4.66%	郑州	0.84%
沈阳	3.84%	南昌	0.81%
南京	3.62%	佛山	0.69%

宁波	3.26%	鄂州	0.62%
厦门	3.07%	无锡	0.60%
深圳	3.01%	哈尔滨	0.46%
长沙	2.73%	西安	0.33%
成都	2.62%	天津	0.27%
武汉	2.48%	石家庄	0.25%
昆明	1.94%	青岛	0.16%
大连	1.72%	东莞	0.15%
福州	1.68%	烟台	0.09%

资料来源：Wind、国元证券研究所

图 9：中海企业发展集团有限公司土储城市梯队布局



资料来源：Wind、国元证券研究所

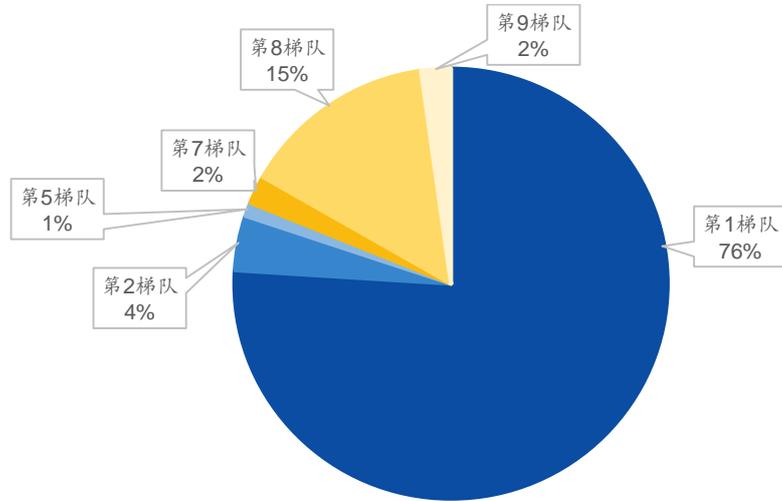
在深耕少数几个优质区域布局类别中，杭州滨江是一个典型案例。公司为杭州地区知名房企，2020年位列杭州权益销售排名第一。2021年公司将“三省一市”的区域布局作为目标，将江浙、江苏、广东三省及上海市作为战略布局重点，土地储备目标新增30幅以上，按照浙江省内杭州50%，杭州外25%，浙江省外25%的目标比例。虽然公司在第一梯队的占比拥有绝对优势，但仍要注意杭州地区房地产调控政策后续可能对公司造成的影响。

表 6：杭州滨江近年土储分布

城市	土储占比	城市	土储占比
杭州	75.71%	深圳	1.33%
湖州	2.13%	苏州	0.28%
金华	1.03%	台州	0.71%
南通	0.86%	温州	12.33%
宁波	4.11%	舟山	0.86%
上饶	0.65%		

资料来源：Wind、国元证券研究所

图 10：杭州滨江房产集团土储城市梯队布局



资料来源：Wind, 国元证券研究所

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188