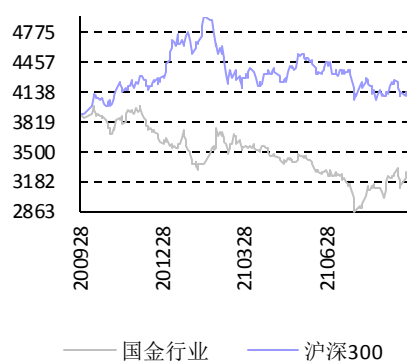


## 房地产行业研究买入（维持评级）

## 行业周报

## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金房地产指数	3247
沪深300指数	4849
上证指数	3613
深证成指	14358
中小板综指	13723



## 相关报告

- 1.《静待流动性边际改善，吹响反弹号角-地产行业点评》，2021.9.21
- 2.《销售下行土拍降温，估值或迎修复-地产周报》，2021.9.20
- 3.《销售继续下行，二次供地流拍率上升-地产周报》，2021.9.12
- 5.《房住不炒仍是主基调，下半年销售预计走弱-地产周报》，2021.9.6

杜昊昊 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001  
duhaomin@gjzq.com.cn

## 销售下行继续承压，民企土拍持观望态度

## 行业点评

- **本周地产板块周涨幅位列前茅，物业板块继续跑赢沪深300。**本周申万A股房地产板块涨跌幅为+3.4%，在各板块中位列第2；港股房地产板块涨跌幅为-1.2%，在各板块中位列第6。本周恒生物业服务及管理指数涨跌幅为+2.2%，相较恒生中国企业指数和沪深300的相对收益分别为+6%和+2.3%。
- **本周一手房销售环比同比均下滑。**本周（9月18日-9月24日），40个城市商品房成交合计414万平方米，周环比-25%，周同比-41%，月度累计同比-24%，年度累计同比+21%。其中：一线城市环比-14%，周同比-54%，月度累计同比-34%，年度累计同比+31%；二线城市周环比-28%，周同比-33%，月度累计同比-14%，年度累计同比+18%；三四线城市周环比-22%，周同比-51%，月度累计同比-47%，年度累计同比+22%。
- **本周二手房环比同比继续下滑。**本周（9月18日-9月24日），17个城市二手房成交合计88万平方米，周环比-29%，周同比-60%，月度累计同比-42%，年度累计同比+2%。其中：一线城市周环比-24%，周同比-56%，月度累计同比-45%，年度累计同比+3%；二线城市周环比-33%，周同比-61%，月度累计同比-40%，年度累计同比+2%；三线城市周环比-17%，周同比-61%，月度累计同比-55%，年度累计同比+6%。
- **重庆二次供地溢价率下降，拿地民企仅占7%。**①本周重庆完成第二轮集中土拍，共推出42宗土地，9宗提前中止出让，5宗流拍，共成交28宗地块，其中仅2宗进入竞拍环节。重庆二次供地的流拍率为33%；一次供地时流拍率为0。②重庆本次土拍整体溢价率0.02%，最高溢价率仅为0.43%；而一次供地时平均溢价率达到45%，最高溢价率达130%。③成交的28宗地块的得主中，民企仅为2家，占比仅为7%；其余的93%均为央企和地方国企。
- **南京、广州二次供地遇冷，民企身影减少。**南京二次供地原计划推出53宗土地，其中11宗提前终止出让，截至9月26日中午，已有23宗成交土地均以底价成交。截至9月26日12:00，广州开始土拍的16宗土地中已有5宗流拍。在南京和广州二次供地中，中海等央企、越秀等地方国企拿地较多，民企身影也明显减少。

## 投资建议

- **地产板块：**行业基本面下行趋势明显。未来若流动性仍旧紧张，地产行业将进一步出清。在该种情况下，我们认为保利发展、万科等头部房企，和部分资质好的民企将更有机会。若流动性出现转向信号，则弹性较大的标的更有机会，比如融创中国。
- **物业板块：**我们认为物业行业受益于地产出清，未来将加速整合。关联房企发展稳健，自身整合能力强的物业公司将迎来更好的发展格局。我们认为民营物企战略地位高，激励足执行力强，业绩增速相对更有保障，推荐金科服务，建议关注碧桂园服务。

## 风险提示

- 房地产调控超预期收紧；销售毛利率恢复低于预期；增值服务发展不及预期

## 内容目录

行情回顾 .....	4
地产行情回顾 .....	4
物业行情回顾 .....	5
数据跟踪 .....	6
新房成交 .....	6
二手房成交 .....	8
重点城市库存与去化周期 .....	9
地产行业政策和新闻 .....	10
地产公司动态 .....	11
物管行业政策和新闻 .....	11
物管公司动态 .....	12
行业估值 .....	12
风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1: 申万 A 股房地产板块本周涨跌幅 .....	4
图表 2: WIND 港股房地产板块本周涨跌幅 .....	4
图表 3: 本周地产个股涨跌幅前 5 名 .....	5
图表 4: 本周地产个股涨跌幅末 5 名 .....	5
图表 5: 本周恒生物业服务及管理指数、恒生中国企业指数、沪深 300 涨跌幅 .....	5
图表 6: 本周物业个股涨跌幅前 5 名 .....	6
图表 7: 本周物业个股涨跌幅末 5 名 .....	6
图表 8: 40 城新房成交面积及同比增速 .....	6
图表 9: 各能级城市新房成交面积月初至今累计同比 .....	7
图表 10: 各能级城市新房成交面积年初至今累计同比 .....	7
图表 11: 40 城新房成交明细 (万平方米) .....	7
图表 12: 17 城二手房成交面积及同比增速 (周) .....	8
图表 13: 一二三线城市二手房成交面积月初至今累计同比 .....	9
图表 14: 一二三线城市二手房成交面积年初至今累计同比 .....	9
图表 15: 17 城二手房成交明细 (万平方米) .....	9
图表 16: 12 城商品房的库存和去化周期 .....	10
图表 17: 12 城各城市能级的库存去化周期 .....	10
图表 18: 12 个重点城市商品房库存及去化周期 .....	10
图表 19: 地产行业政策新闻汇总 .....	10
图表 20: 上市公司动态 .....	11

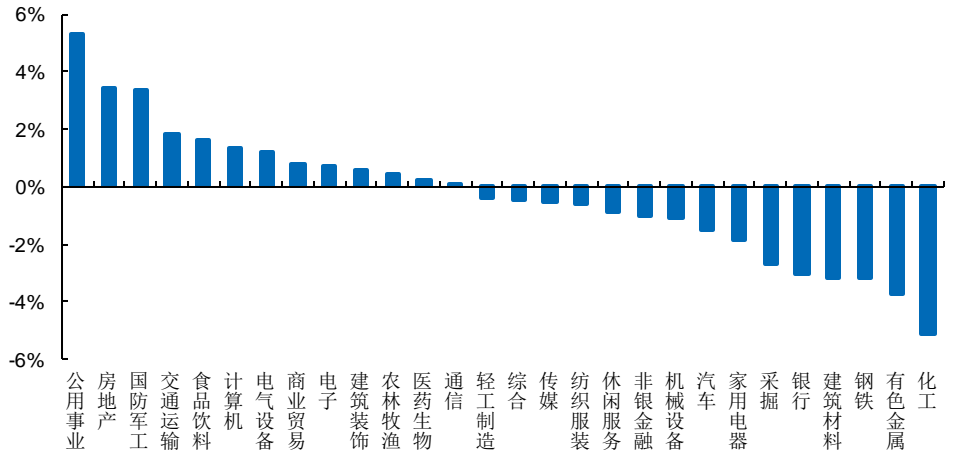
图表 21: 物管行业资讯.....	11
图表 22: 物管公司动态.....	12
图表 23: A 股地产 PE-TTM.....	12
图表 24: 港股地产 PE-TTM.....	13
图表 25: 港股物业 PE-TTM.....	13
图表 26: 覆盖公司估值情况.....	13

## 行情回顾

### 地产行情回顾

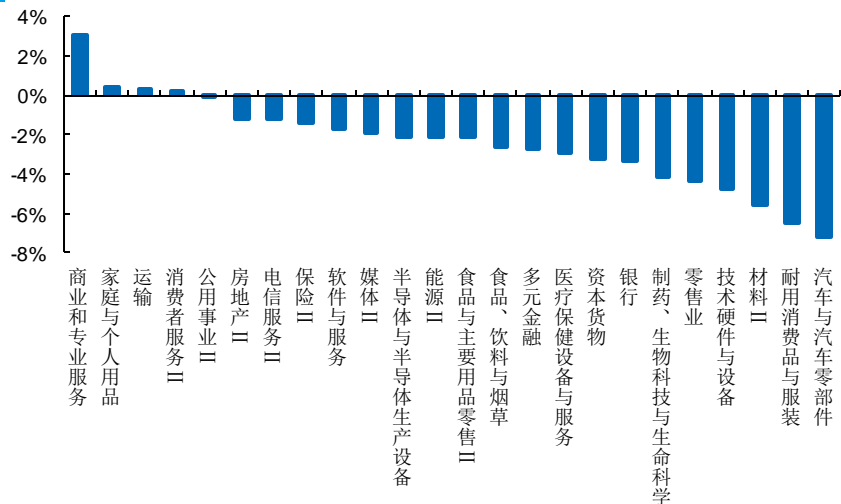
- 本周申万 A 股房地产板块涨跌幅为+3.4%，在各板块中位列第 2；WIND 港股房地产板块涨跌幅为-1.2%，在各板块中位列第 6。本周地产涨跌幅前 5 名为广宇发展、铁岭新城、招商蛇口、力高集团、合景泰富集团，涨跌幅分别为+33.1%、+23%、+14.6%、+13.7%、+12.6%；末 5 名为新力控股集团、恒基地产、新世界发展、华人置业、国瑞置业，涨跌幅分别为-87%、-13.8%、-12.8%、-10.2%、-10%。

图表 1：申万 A 股房地产板块本周涨跌幅



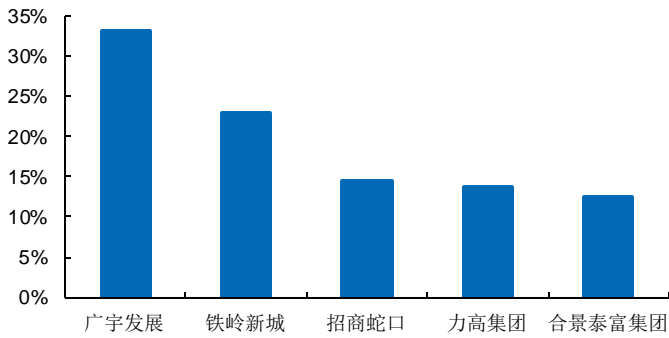
来源：wind，国金证券研究所

图表 2：WIND 港股房地产板块本周涨跌幅

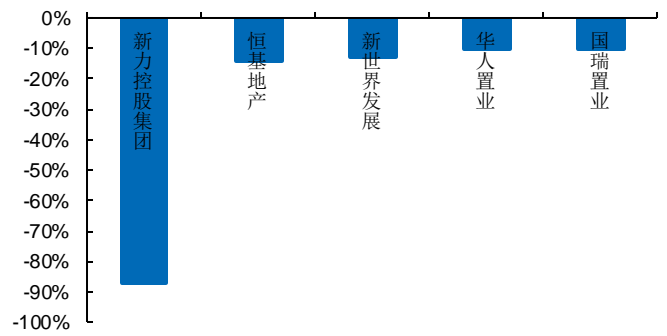


来源：wind，国金证券研究所

图表 3: 本周地产个股涨跌幅前 5 名



图表 4: 本周地产个股涨跌幅末 5 名



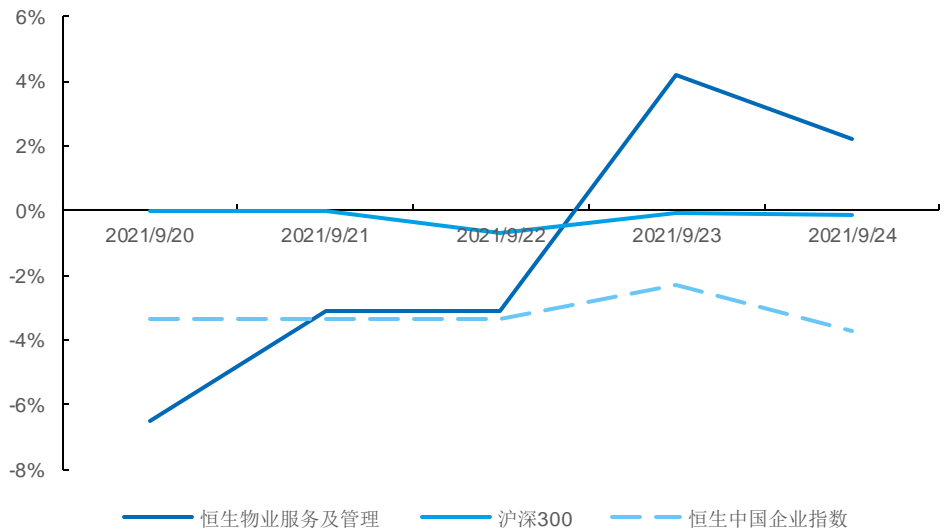
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

### 物业行情回顾

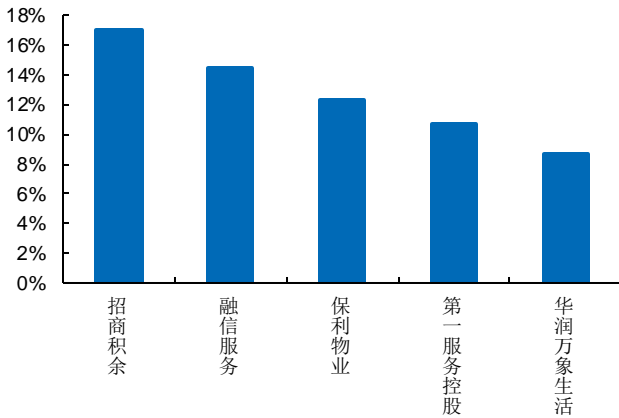
- 本周恒生物业服务及管理指数涨跌幅为+2.2%，恒生中国企业指数涨跌幅为-3.8%，沪深 300 指数涨跌幅为-0.1%；物业指数对恒生中国企业指数和沪深 300 的相对收益分别为+6%和+2.3%。本周物业涨跌幅前 5 名为招商积余、融信服务、保利物业、第一服务控股、华润万象生活，涨跌幅分别为+17%、+14.5%、+12.3%、+10.7%、+8.7%；末 5 名为越秀服务、星盛商业、宝龙商业、恒大物业、荣万家，涨跌幅分别为-9.3%、-7%、-6.4%、-5.9%、-5.4%。

图表 5: 本周恒生物业服务及管理指数、恒生中国企业指数、沪深 300 涨跌幅



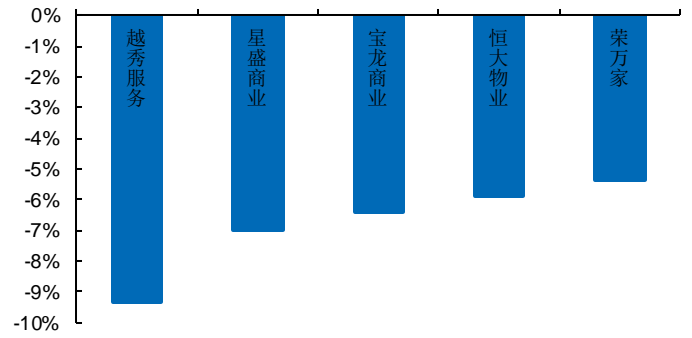
来源: wind, 国金证券研究所

图表 6: 本周物业个股涨跌幅前 5 名



来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 本周物业个股涨跌幅末 5 名



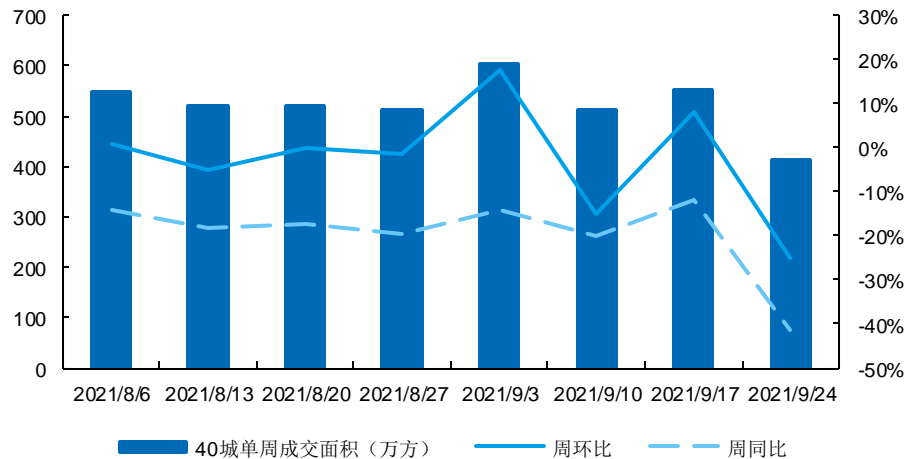
来源: wind, 国金证券研究所

## 数据跟踪

### 新房成交

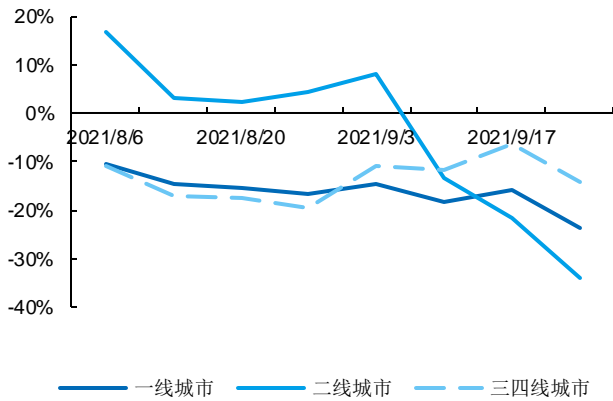
- 根据 wind 数据, 本周 (9 月 18 日-9 月 24 日), 40 个城市商品房成交合计 414 万平米, 周环比-25%, 周同比-41%, 月度累计同比-24%, 年度累计同比+21%。其中:
  - 一线城市: 环比-14%, 周同比-54%, 月度累计同比-34%, 年度累计同比+31%;
  - 二线城市: 周环比-28%, 周同比-33%, 月度累计同比-14%, 年度累计同比+18%;
  - 三四线城市: 周环比-22%, 周同比-51%, 月度累计同比-47%, 年度累计同比+22%。

图表 8: 40 城新房成交面积及同比增速



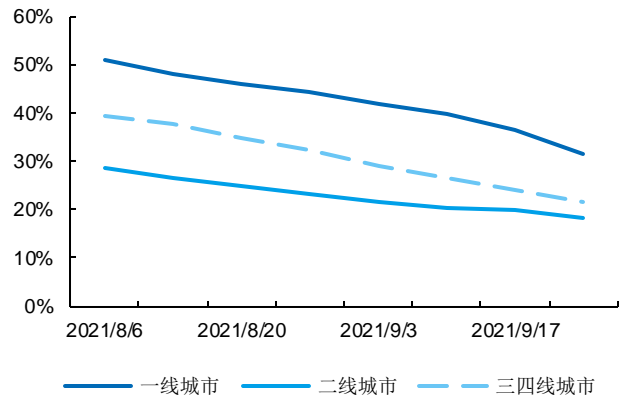
来源: wind, 国金证券研究所

图表 9: 各能级城市新房成交面积月初至今累计同比



来源: wind, 国金证券研究所

图表 10: 各能级城市新房成交面积年初至今累计同比



来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 40城新房成交明细 (万平方米)

城市	本周成交	周环比	周同比	月累计值	月同比	年累计值	年同比
北京	11.1	-59%	-70%	71.6	-29%	1,021	38%
上海	33.4	-9%	-47%	121.4	-26%	1,593	32%
广州	28.7	33%	-51%	78.3	-45%	1,106	28%
深圳	7.0	-14%	-55%	33.9	-38%	466	24%
杭州	24.1	9%	73%	96.3	25%	1,129	49%
宁波	10.0	-34%	-40%	49.8	-26%	611	4%
南京	15.5	0%	-16%	62.8	-7%	1,049	42%
苏州	12.5	-31%	-52%	62.8	-23%	954	5%
武汉	29.2	-57%	-50%	161.5	-12%	2,133	71%
济南	23.7	-33%	-13%	105.7	5%	1,206	24%
青岛	29.8	13%	-29%	100.4	-21%	1,305	9%
成都	71.4	-36%	-9%	308.5	19%	2,613	18%
福州	5.7	-8%	-66%	24.0	-51%	444	84%
厦门	12.0	-	-1%	21.6	-13%	485	118%
佛山	0.0	-32%	-52%	0.0	-42%	0	12%
东莞	4.2	-54%	-78%	26.7	-55%	439	-21%
南宁	8.5	-48%	-62%	51.6	-51%	777	-18%
无锡	13.7	49%	-20%	36.8	-4%	513	2%
常州	3.1	-30%	-36%	15.2	-34%	266	-8%
绍兴	1.5	-81%	-63%	10.6	-54%	155	-18%
温州	12.5	-32%	-59%	60.7	-23%	821	-4%
金华	1.5	-63%	-47%	14.8	5%	205	21%
惠州	3.0	-29%	-53%	14.0	-43%	247	-1%
泉州	0.1	-68%	-97%	2.3	-91%	86	-55%
扬州	3.5	12%	-72%	6.9	-80%	212	-1%
泰州	-	-	-	0.6	-93%	108	96%
镇江	6.8	-23%	-46%	28.0	-51%	481	8%
淮安	3.5	-60%	-65%	19.2	-41%	369	15%
连云港	5.7	-6%	-58%	30.9	-44%	625	34%
盐城	1.5	-6%	-86%	5.2	-83%	273	-9%
舟山	1.2	-10%	-46%	4.4	-35%	99	4%

汕头	2.8	-8%	-16%	8.4	5%	157	96%
江门	1.8	-23%	-55%	6.1	-48%	152	25%
清远	6.0	-5%	-48%	17.5	-53%	267	-21%
莆田	0.4	-64%	-88%	5.6	-39%	167	20%
芜湖	6.4	-20%	2%	24.2	-5%	514	227%
岳阳	-	-	-	0.9	-93%	155	-13%
泰安	2.6	-43%	-65%	11.9	-60%	188	5%
韶关	2.4	8%	-28%	6.3	-53%	110	-20%
淮南	7.4	-14%	-	20.7	-	151	95%

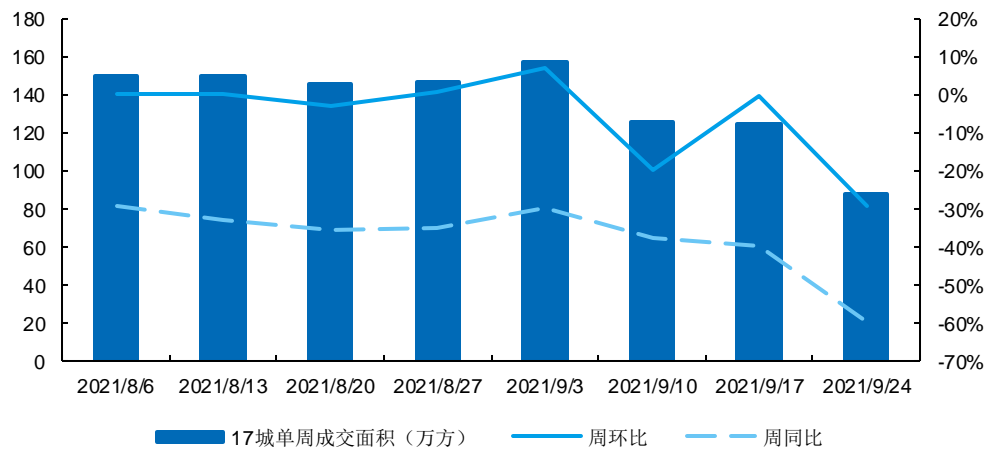
注：成交数据为各地房管局备案口径，可能较实际市场情况滞后

来源：wind，国金证券研究所

## 二手房成交

- 根据 wind 数据，17 个城市二手房成交合计 88 万平方米，周环比-29%，周同比-60%，月度累计同比-42%，年度累计同比+2%。其中：
  - **一线城市：**周环比-24%，周同比-56%，月度累计同比-45%，年度累计同比+3%；
  - **二线城市：**周环比-33%，周同比-61%，月度累计同比-40%，年度累计同比+2%；
  - **三线城市：**周环比-17%，周同比-61%，月度累计同比-55%，年度累计同比+6%。

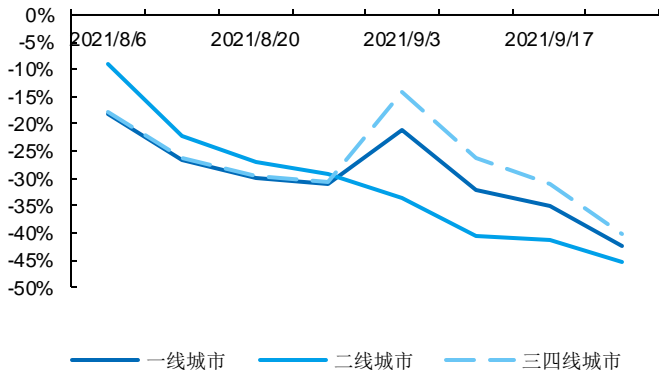
图表 12：17 城二手房成交面积及同比增速（周）



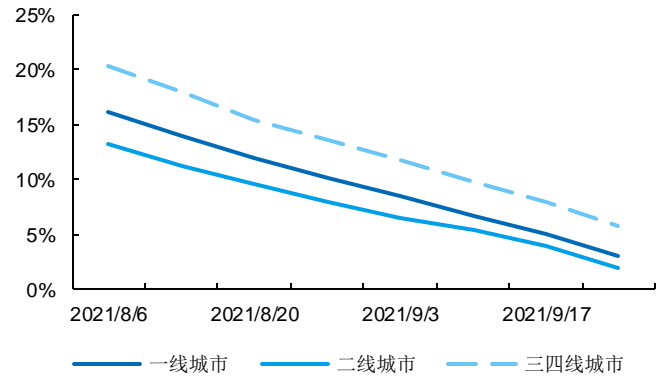
来源：wind，国金证券研究所



图表 13: 一二三线城市二手房成交面积月初至今累计同比



图表 14: 一二三线城市二手房成交面积年初至今累计同比



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 17 城二手房成交明细 (万平方米)

城市	本周成交	周环比	周同比	月累计值	月同比	年累计值	年同比
北京	21.1	-24%	-23%	92.0	-28%	1,467	37%
深圳	3.9	-21%	-38%	15.9	-77%	341	-50%
杭州	3.9	-35%	-32%	18.1	-62%	458	2%
南京	12.7	-24%	-25%	57.2	-29%	727	0%
苏州	8.8	-23%	-34%	38.4	-29%	620	22%
成都	6.0	-21%	-99%	25.1	-34%	355	-25%
厦门	0.1	-98%	-68%	13.8	-62%	388	19%
南宁	1.0	-67%	-29%	8.3	-65%	126	-37%
青岛	6.2	-26%	-41%	27.7	-40%	491	18%
佛山	8.7	-15%	-50%	41.7	-42%	650	16%
东莞	3.6	-56%	-37%	20.3	-40%	198	-24%
无锡	5.1	-20%	-52%	21.9	-47%	410	-13%
金华	2.0	-58%	-73%	21.6	29%	243	28%
江门	0.8	-58%	0%	5.5	-31%	82	3%
扬州	1.4	72%	-41%	2.2	-83%	106	-11%
清远	1.6	-22%	-42%	6.8	-53%	111	-16%
衢州	1.5	-4%	-42%	5.5	-36%	143	62%

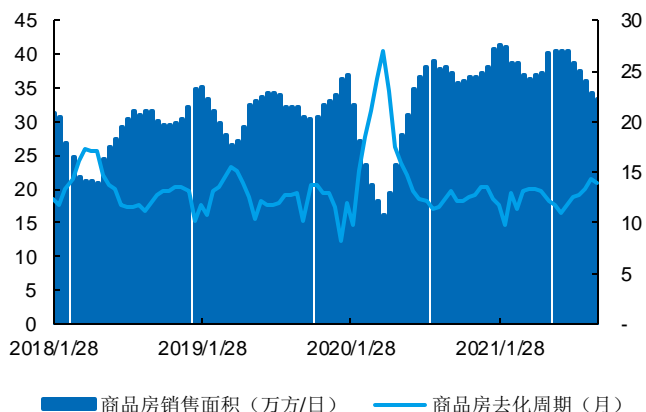
注: 成交数据为各地房管局披露, 为各地交易中心口径, 可能较实际市场情况滞后

来源: wind, 国金证券研究所

### 重点城市库存与去化周期

- 根据 wind 数据, 本周 12 城商品房库存 (可售面积) 为 1.39 亿平米, 环比 -5.6%, 同比 -3.5%。以 3 个月移动平均商品房成交面积计算, 去化周期为 13.9 月, 较上周 -0.6 个月, 较去年同比 +1.3 个月。

图表 16: 12 城商品房的库存和去化周期



来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 12 城各城市能级的库存去化周期



来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 12 个重点城市商品房库存及去化周期

城市	可售面积 (万方)	同比去年同期	3 个月移动日均成交面积 (万方)	去化周期 (月)	同期增减 (月)
北京	2,318	4%	4.4	17.4	-2.09
上海	481	-36%	6.0	2.7	-1.43
广州	1,847	25%	3.4	18.2	7.60
深圳	678	8%	1.7	13.4	1.31
杭州	890	-19%	3.8	7.9	-3.45
南京	2,485	12%	2.7	30.3	7.68
苏州	1,547	11%	3.5	14.6	1.75
福州	1,426	10%	1.6	30.7	-0.50
南宁	-	-	2.9	-	-6.23
泉州	676	-6%	0.1	156.7	132.65
温州	1,146	-1%	2.7	14.4	4.70
莆田	417	-26%	0.5	28.9	-0.89

来源: wind, 国金证券研究所

### 地产行业政策和新闻

图表 19: 地产行业政策新闻汇总

时间	城市/机构	内容
9 月 24 日	惠州	惠州市税务局发布《关于调整惠州市个人二手房转让个人所得税、土地增值税核定征收率的公告（征求意见稿）》，自 11 月 1 日起执行。《公告》称，个人（不包括个体工商户）转让二手住宅的个人所得税核定征收率调整为 1%，转让二手非住宅的个人所得税核定征收率调整为 1.5%。同时，个人（包括个体工商户）转让二手非住宅的土地增值税核定征收率调整为 5%。
9 月 24 日	南京	南京市规划和自然资源局刚刚发布公告，宣布 11 幅涉宅地块因故终止出让，涉及燕子矶、汤山、六合、仙林滨江、桥林等板块。至此，9 月 26 日实际出让的地块由原先的 53 幅减至 42 幅。
9 月 24 日	武汉	武汉土地市场网发布补充公告称，将位于江岸区的 P（2021）124 号及 127 号地块予以撤牌。位于洪山区的 P（2021）129 号地块的出让方式调整为现场挂牌，还有三宗地块调整了竞买保证金。
9 月 22 日	海口	海口市人民政府办公室印发《关于调整我市购房和人才落户政策的通知》，落户海南省的人才，须提供本人在海南省累计 12 个月及以上个人所得税或社会保险缴纳证明，方可购买第一套住房，其合同备案之日起满 36 个月，可购买第二套住房；非本省户籍人员不再区分限购区域与非限购区域，实行全区域限购。

9月22日	厦门	厦门市住房保障和房屋管理局等五部门发布《关于进一步加强房地产市场调控的通知》，参与竞买“法拍房”的人员，应当事先确定在厦门市具有购房资格；在岛内新购买的一手住房，需取得产权证后满5年方可上市交易；开发企业在办理预售许可时，需承诺半年内不调整价格。
9月22日	上海	上海市房屋管理局发布《关于对本市房地产估价机构开展检查的通知》，将于2021年10月-12月对上海市房地产估价机构开展检查。检查涉及估价机构备案、执业条件、内部制度建设和落实、评估专业人员、信用档案建设、执行评估准则、分支机构、异地执业、业务承揽和收费、执行估价报告备案和遵守行业自律情况。

来源：各地政府网站，国金证券研究所

## 地产公司动态

图表 20: 上市公司动态

公司名称	公告时间	类型	内容
正荣地产	2021/9/20	股东增持	公司控股股东 RoYue 以平均每股约 3.93 港元（总额为 786 万港元）的价格购买公司 200 万股普通股，增持后控股股东占已发行股本总数约 52.2%。
合景泰富集团	2021/9/20	股份购回	公司回购 5.8 万股，合计金额 34.6 万港元。
合生创展集团	2021/9/20	股份购回	公司回购 198.4 万股，合计金额 5,195.6 万港元。
合景泰富集团	2021/9/21	股份购回	公司回购 15 万股，合计金额 92.6 万港元。
龙光集团	2021/9/21	股份购回	公司回购 50 万股，合计金额 340.4 万港元。
合生创展集团	2021/9/23	股份购回	公司回购 37.3 万股，合计金额 999.5 万港元。
龙光集团	2021/9/23	股份购回	公司回购 50 万股，合计金额 368.3 万港元。
合生创展集团	2021/9/24	股份购回	公司回购 55.8 万股，合计金额 1,493.4 万港元。
龙光集团	2021/9/24	股份购回	公司回购 49 万股，合计金额 364.6 万港元。
富力地产	2021/9/20	融资新闻	主要股东将提供约港币 80 亿元的股东资金，并预计于未来一至两个月内完成。
中梁控股	2021/9/20	票据购回	公司已经将必要资金汇入相关债权偿还账户，用以偿还于 2021 年 9 月 26 日到期的票据本金 3.2 亿美元及相关利息。
富力地产	2021/9/24	票据购回	于 2021 年 9 月 21 日，本公司于市场上回购合共本金额 2,500 万美元的该等票据。该等票据于回购后将予注销。于注销完成后，2023 年票据及 2022 年票据尚未偿还的本金额分别为 5.9 亿美元及 2.9 亿美元。
弘阳地产	2021/9/21	票据发行	发行于 2023 年到期金额为 2 亿美元的 9.50% 优先绿色票据。
禹州集团	2021/9/23	票据发行	发行于 2022 年到期金额约为 1.2 亿美元的 8.50% 绿色优先票据。
金融街	2021/9/22	债券发行	本公司于 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券，发行工作已于 2021 年 9 月 22 日结束，实际发行规模为 25 亿元人民币，票面利率为 3.33%。
阳光城	2021/9/24	融资担保	截至目前，公司及控股子公司对参股公司提供担保实际发生金额为 186.30 亿元，占最近一期经审计合并报表归属母公司净资产 60.70%。
京投发展	2021/9/24	发行债券	拟发行被担保债券，金额不超过人民币 15 亿元，期限不超过五年。

来源：公司公告，国金证券研究所

## 物管行业政策和新闻

图表 21: 物管行业资讯

时间	城市/机构	内容
2021/9/24	企业	近日，物业管理服务提供商万盈服务集团有限公司向港交所递交招股书。根据招股书，万盈服务是一家综合性的物业管理服务提供商，以城市更新项目服务为特色，主要活跃于河南省市场。
2021/9/22	中国物业管理协会	根据《中国物业管理协会团体标准管理办法（试行）》相关要求，在各有关单位自主申报的基础上，经协会组织立项评审会最终确定 3 项团体标准立项。

2021/9/18

重庆

市规划自然资源局发布《重庆市中心城区城市更新规划》，对应中心城区实际建成区域，针对老旧小区、老旧厂区、老旧街区等不同的现状问题和资源禀赋，分类提出规划指引，制定负面清单。市规划自然资源局将指导、帮助各区及各片区编制城市更新规划，促进重庆城市更新更好地完善城市功能、提升城市品质。

来源：wind，观点地产网

## 物管公司动态

图表 22: 物管公司动态

公司名称	公告时间	类型	内容
焜星集团	2021/9/24	收并购	拟以 4700 万元收购江苏万豪物业 100% 股权。江苏万豪物业总在管面积 250 万方，在管项目 15 个，均位于江苏省淮安市。
新城悦服务	2021/9/24	回购	公司回购 5 万股，合计金额 76.1 万港元。
新城悦服务	2021/9/23	回购	公司回购 4 万股，合计金额 62.8 万港元。
新城悦服务	2021/9/21	回购	公司回购 7 万股，合计金额 104.2 万港元。
碧桂园服务	2021/9/20	收并购	于 2021 年 9 月 20 日，本集团同意以不超过人民币 100 亿元的代价收购富良环球，由此间接收购富良环球所持之各目标公司 100% 股权。
合景悠活	2021/9/20	回购	公司回购 30 万股，合计金额 156.2 万港元。
新城悦服务	2021/9/20	回购	公司回购 22 万股，合计金额 310.3 万港元。

来源：公司公告，国金证券研究所

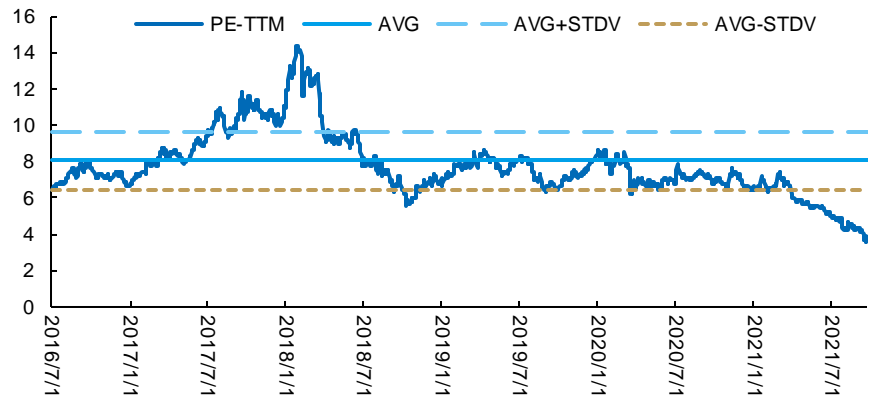
## 行业估值

图表 23: A 股地产 PE-TTM



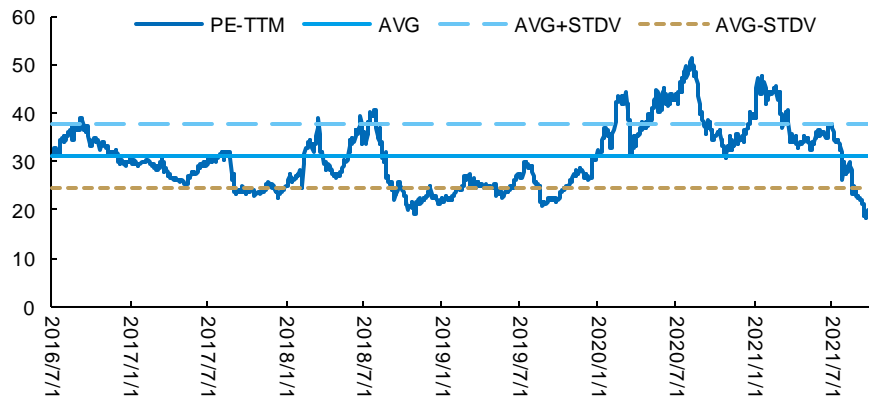
来源：wind，国金证券研究所

图表 24: 港股地产 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表 25: 港股物业 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表 26: 覆盖公司估值情况

公司	代码	评级	市值 (亿元)	EPS		PE		归母净利润 (亿元)		归母净利润增速	
				2020A	2021E	2020A	2021E	2020A	2021E	2020A	2021E
万科 A	000002.SZ	买入	2,286	3.57	2.7	5.5	4.9	415	463	7.5%	11.4%
保利地产	600048.SH	买入	1,606	2.42	2.71	5.6	5.0	289	324	3.5%	12.0%
招商蛇口	001979.SZ	买入	972	1.46	1.69	7.9	7.3	123	134	-23.6%	9.2%
建发国际	1908.HK	买入	144	1.75	2.53	6.6	4.5	22	32	35.1%	44.2%
龙光集团	3380.HK	买入	340	2.34	2.84	3.1	2.2	111	157	36.7%	41.2%
金科服务	9666.HK	买入	223	1.7	2.6	20.0	13.3	11.1	16.8	68.5%	80.2%
华润万象生活	1209.HK	增持	760	0.36	0.64	117.0	54.3	6.5	14.0	76.7%	116.3%
平均值			905	1.9	2.2	23.7	13.1	139.7	163.0	29.2%	44.9%
中位值			760	1.8	2.6	6.6	5.0	111.0	134.0	35.1%	41.2%

来源: wind, 国金证券研究所注: 1) 数据截至 2021 年 9 月 24 日; 2) 预测数据为国金预测

### 风险提示

- 房地产行业政策调控超预期。
- 销售毛利率恢复低于预期。
- 增值服务发展不及预期。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；  
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在-5% - 5%；  
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% - 15%；  
中性：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-5% - 5%；  
减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402