

数据全面回落，政策有望边际改善

房地产行业 2021 年 1-9 月数据点评

报告摘要：

国家统计局公布数据显示，2021年1-9月，商品房销售面积130332万平方米，同比增长11.3%，商品房销售额134795亿元，同比+16.6%。全国房地产开发投资112568亿元，同比+8.8%。

►销售继续下行，政策底预期加强

1-9月销售面积同比+11.3%，较2021年1-8月下降4.6pct，较2019年同期增长9.4%，复合增速达4.6%，销售金额同比+16.6%，较2021年1-8月下降6.2pct，较2019年同期增长20.9%，复合增速达9.9%。销售持续下滑主要受调控政策及上年高基数因素影响，但两年复合增速数据仍表现良好。展望四季度，银行放款有望边际放松，市场对政策底部的预期有所加强，虽然受各项调控以及高基数影响，单月销售增速仍将保持下滑，但全年累计增速仍将具备韧性，维持正增速。

►投资下滑，新开工回暖，竣工回落，土地市场有所修复

2021年1-9月房地产投资同比+8.8%，较2021年1-8月下降2.1pct，继续保持一定程度增长，较2019年同期增长14.9%。2021年1-9月新开工增速同比下降4.5%，较2021年1-8月下降1.3pct，较2019年同期下降7.7%。我们认为，新开工有所回落主要系集中供地及融资政策收紧，使得房企拿地减少所致。2021年1-9月竣工面积同比+23.4%，较2021年1-8月下降2.5pct；2021年1-9月土地购置面积13730万平米，同比下降8.5%，较2021年1-8月上升1.7pct；土地成交价款9347亿元，同比上升0.3%，增速较2021年1-8月上升6.5pct。我们认为，受房地产融资收紧以及集中供地扰动的影响，房企未来的拿地节奏将随集中供地时点的变化而明显波动，单月将波动更为显著。整体来看，房地产投资数据仍处于历史高位，新开工短期受阻但竣工表现较好，预计四季度两批集中供地完成后，全年投资有望继续保持一定韧性。

►资金来源数据趋弱，销售回款至关重要

2021年1-9月，房地产开发企业到位资金同比上升19.8%，增速较2021年1-8月下降4.5pct。分项来看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款及个人按揭贷款增速分别为-8.4%、+6.1%、+25.6%及+10.7%，除国内贷款外，各项回款数据均持续上行，但增速持续回落。表明调控政策影响仍在持续。我们认为，随着融资监管政策的推进以及集中供地政策的实施，未来销售回款对于房企到位资金的重要性将进一步显现。

本月观点

1-9月房地产行业销售数据持续回落，投资数据转弱，而银行放款有望加速，政策底预期加强，叠加土拍新政后，房企利润率将改善，考虑到行业基本面韧性仍足，板块估值仍处历史低位，继续看好板块投资机会，建议关注业绩确定性强的龙头房企万科A、保利地产、金科股份、中南建设、新城控股、招商

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：由子沛

邮箱：youzp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

联系电话：

研究助理：侯希得

邮箱：houxd@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

研究助理：肖峰

邮箱：xiaofeng@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

蛇口等。相关受益标的有龙光集团、龙湖集团、旭辉控股集团、中国金茂、碧桂园等。

风险提示

销售不及预期，房地产调控政策收紧。

盈利预测与估值

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	重点公司				P/E			
				EPS (元)							
				2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
000002.sz	万科 A	20.00	增持	3.44	3.57	3.66	3.94	5.8	5.6	5.5	5.1
600048.sh	保利地产	12.76	增持	2.35	2.42	2.61	2.84	5.4	5.3	4.9	4.5
000656.sz	金科股份	4.64	买入	1.06	1.32	1.47	1.62	4.4	3.5	3.2	2.9
000961.sz	中南建设	4.06	增持	1.12	1.87	2.39	2.76	4.1	2.2	1.7	1.5

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 行业宏观数据汇总.....	4
2. 销售环比下行，政策影响深远.....	5
3. 投资下滑，新开工回暖，竣工回落，土地市场有所修复.....	7
4. 资金来源数据趋弱，销售回款至关重要.....	8
5. 政策以稳为主，房价平稳上行.....	9
6. 板块估值处于低位，看好长期投资价值.....	10
7. 投资建议.....	10
8. 风险提示.....	10

图表目录

图 1 房地产行业宏观数据汇总.....	4
图 2 各都市圈宏观数据汇总（2021 年 1-9 月，分城市月度数据滞后全国数据）.....	5
图 3 房地产销售面积与销售金额累计同比及复合增速.....	5
图 4 30 大中城市成交面积同比及复合增速.....	5
图 5 销售数据当月同比及复合增速.....	6
图 6 各都市圈销售面积累计同比及复合增速.....	6
图 7 库存总面积及同比及复合增速.....	6
图 8 各类商品房库存面积同比增速.....	6
图 9 分地区销售面积增速.....	7
图 10 PSL 新增投放与累计同比增速.....	7
图 11 房地产开发投资完成额与新开工情况.....	8
图 12 土地购置与成交情况.....	8
图 13 100 大中城市住宅类用地成交溢价率.....	8
图 14 房屋新开工、施工、竣工面积累计同比.....	8
图 15 房地产开发到位资金累计同比及复合增速.....	9
图 16 住房贷款利率走势.....	9
图 17 70 城房价指数当月同比.....	9
图 18 全国住宅库销比.....	9
图 19 M2 同比增速.....	10
图 20 A 股地产板块市盈率.....	10
图 21 H 股地产板块市盈率.....	10

1. 行业宏观数据汇总

2021年1-9月，商品房销售面积130332万平方米，同比增长11.3%，增速较2021年1-8月下降4.6pct。其中，住宅销售面积上升11.4%，办公楼销售面积上升3.1%，商业营业用房销售面积上升0.7%。商品房销售额134795亿元，同比上升16.6%，增速较2021年1-8月下降6.2pct。其中，住宅销售额上升17.8%，办公楼销售额上升0.5%，商业营业用房销售额上升0.5%。2021年1-9月，全国房地产开发投资完成额112568亿元，同比上升8.8%，增速较2021年1-8月下降2.1pct。其中，住宅投资84906亿元，同比增长10.9%，增速较2021年1-8月下降2.1pct，住宅投资占房地产开发投资的比重为75.4%。

图1 房地产行业宏观数据汇总

指标	2021年1-8月				2021年1-9月				2021年8月			2021年9月		
	原计值	占比	累计同比	相比上月 变化百分 点	原计值	占比	累计同比	相比上月 变化百分 点	当月值	当月环比	当月同比	当月值	当月环比	当月同比
商品房销售面积(万平方米)	114,193	100.0%	15.9%	-5.6	130,332	100.0%	11.3%	-4.1	12,545	-3.6%	-15.6%	16,139	28.7%	-13.2%
其中:住宅	101,607	89.0%	16.5%	-6.2	115,432	88.6%	11.4%	-5.1	11,009	-4.4%	-17.6%	13,825	25.6%	-15.8%
办公楼	1,901	1.7%	3.7%	-2.6	2,257	1.7%	3.1%	-0.6	225	-12.8%	-12.0%	356	58.3%	-0.4%
商业营业用房	5,059	4.4%	2.1%	-1.7	5,972	4.6%	0.7%	-1.1	586	-3.2%	-9.2%	913	55.8%	-6.3%
商品房销售金额(亿元)	119,047	100.0%	22.8%	-7.9	134,795	100.0%	16.6%	-6.2	12,616	-6.5%	-18.7%	15,748	24.8%	-15.8%
其中:住宅	108,062	90.8%	24.5%	-8.6	121,957	90.5%	17.8%	-6.1	11,315	-6.6%	-19.7%	13,895	22.8%	-16.9%
办公楼	2,738	2.3%	3.5%	-5.6	3,179	2.4%	0.5%	-5.1	333	-21.8%	-24.6%	441	32.4%	-14.9%
商业营业用房	5,511	4.6%	3.3%	-1.7	6,437	4.8%	0.5%	-2.1	642	-1.6%	-7.7%	926	44.3%	-13.4%
房地产开发投资完成额(亿元)	98,060	100.0%	10.9%	-1.8	112,568	100.0%	8.8%	-2.1	13,164	3.5%	0.3%	14,508	10.2%	-3.5%
其中:住宅	73,971	75.4%	13.0%	-1.9	84,906	75.4%	10.9%	-2.1	9,991	2.6%	2.2%	10,935	9.4%	-1.6%
办公楼	3,890	4.0%	1.8%	-1.9	4,446	3.9%	0.5%	-2.1	507	6.9%	-9.4%	556	9.7%	-14.3%
商业营业用房	8,226	8.4%	0.2%	-1.8	9,423	8.4%	-1.3%	-1.5	1,093	1.2%	-10.4%	1,197	9.6%	-10.6%
房屋新开工面积(万平方米)	135,502	100.0%	-3.2%	-2.3	152,944	100.0%	-4.5%	-1.3	16,554	-6.3%	-16.8%	17,442	5.4%	-13.5%
其中:住宅	100,765	74.4%	-1.7%	-2.1	113,374	74.1%	-3.3%	-1.3	12,291	-5.2%	-14.6%	12,609	2.6%	-14.3%
办公楼	3,316	2.4%	21.4%	-1.5	3,847	2.5%	20.3%	1.1	368	-29.7%	-31.8%	531	44.2%	-12.4%
商业营业用房	9,486	7.0%	16.7%	-3.1	10,778	7.0%	17.5%	-0.8	1,170	-12.7%	-33.6%	1,292	10.4%	-23.0%
土地购置面积(万平方米)	10,733	100.0%	10.2%	-0.9	13,730	100.0%	8.5%	1.7	1,969	13.0%	-13.9%	2,997	52.3%	-2.2%
土地成交价款(亿元)	6,647	100.0%	-6.2%	-1.4	9,347	100.0%	0.3%	6.5	1,526	76.9%	-10.5%	2,700	76.9%	21.2%
房企到位资金(亿元)	134,364	100.0%	24.3%	-5.6	151,486	100.0%	19.8%	-4.4	15,393	-4.2%	-6.5%	17,122	11.2%	-11.2%
其中:国内贷款	16,918	12.6%	31.3%	-7.0	18,770	12.4%	25.6%	-5.1	1,516	-21.7%	-19.6%	1,852	22.2%	-25.0%
利用外资	40,773	30.3%	13.4%	-3.6	47,212	31.2%	10.7%	-2.1	5,241	-2.6%	-0.7%	6,439	22.9%	-10.1%
自筹资金	76,620	57.0%	21.0%	-13.2	85,445	56.4%	15.4%	-5.1	8,628	-1.4%	-7.1%	8,825	2.3%	-8.6%
定金及预收款	15	0.0%	86.1%	-10.2	11	0.0%	74.1%	-1.1	15	-18.7%	572.7%	11	-25.0%	692.9%
个人按揭贷款	-48	0.0%	50.0%	-13.7	-37	0.0%	41.3%	-8.1	-48	7.0%	-293.9%	11	-122.3%	-211.6%

资料来源:国家统计局,华西证券研究所

图2 各都市圈宏观数据汇总 (2021年1-9月, 分城市月度数据滞后全国数据)

指标	累计同比					当月同比					当月环比				
	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝	京津冀	江浙沪	珠三角	中原	川渝
商品房销售面积	17.87%	17.31%	15.50%	16.55%	14.12%	10.84%	-23.53%	-28.90%	-30.01%	-9.15%	18.56%	-10.07%	-11.92%	-22.07%	3.98%
其中:住宅	21.75%	16.12%	13.43%	19.35%	14.84%	10.72%	-26.88%	-34.65%	-28.34%	-13.33%	15.98%	-10.14%	-15.21%	-22.34%	3.93%
商品房销售金额	26.06%	28.55%	27.34%	24.10%	18.91%	-3.90%	-21.45%	-31.71%	-32.38%	-15.52%	-6.28%	-6.25%	-16.80%	-23.08%	-1.52%
其中:住宅	32.05%	28.92%	28.25%	27.83%	21.44%	-3.82%	-21.25%	-36.49%	-31.22%	-16.71%	-7.17%	-4.18%	-19.22%	-23.08%	-1.40%
房地产开发投资完成额	11.70%	9.41%	7.76%	24.41%	7.90%	4.35%	-5.47%	4.18%	-0.85%	4.59%	-3.70%	-2.77%	6.99%	8.24%	14.63%
房屋新开工面积	-13.24%	-7.58%	-11.42%	9.36%	-11.30%	-24.79%	-7.95%	-30.47%	-16.25%	-22.39%	-19.45%	-9.42%	0.01%	-4.79%	29.14%
其中:住宅	-11.66%	-10.03%	-4.75%	11.59%	-11.28%	-18.08%	-10.14%	-22.51%	-16.84%	-19.50%	-19.94%	-4.69%	5.94%	-4.95%	24.61%

资料来源: 国家统计局, 华西证券研究所

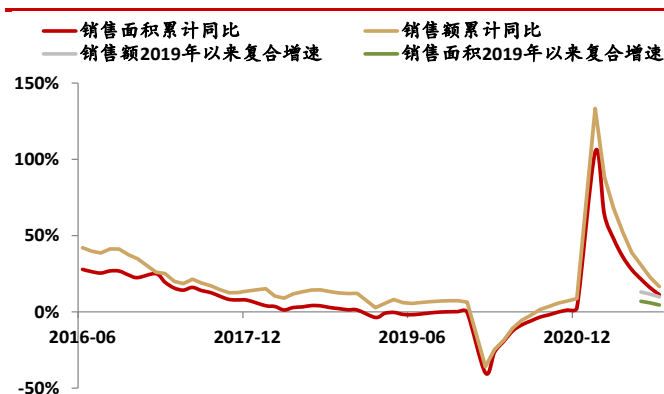
注: 本报告中京津冀包含北京、天津、河北; 江浙沪包含上海、江苏、浙江; 珠三角包含广东; 中原包含河南、湖北; 川渝包含重庆、四川。

2. 销售环比下行, 政策影响深远

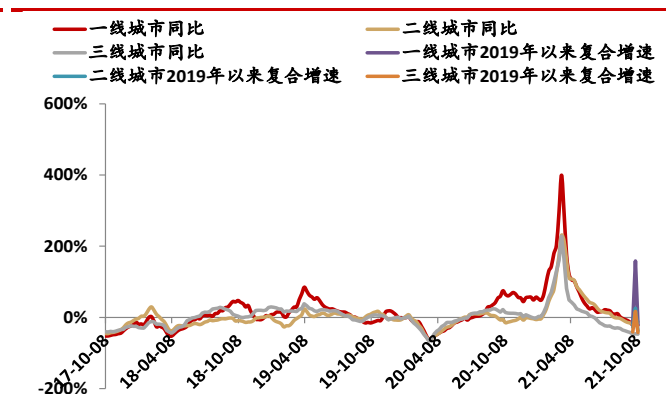
1-9月销售面积同比+11.3%, 较2021年1-8月下降4.6pct, 增速有所下滑, 较2019年同期增长9.4%, 复合增速达4.6%, 销售金额同比+16.6%, 较2021年1-8月下降6.2pct, 较2019年同期增长20.9%, 复合增速达9.9%。后疫情时代, 受政策调控与高基数原因双重影响, 近期行业销售增速逐月回落, 但两年复合增速数据仍表现良好。分区域销售来看, 东部、中部、西部及东北地区销售规模分别同比+13.4%、+15.6%、+6.2%和-2.0%, 中部区域表现最强, 东部次之, 销售增速除东北地区外均保持增长, 整体增速规模较前两季度有所放缓。展望四季度, 银行放款有望边际放松, 市场对政策底部的预期有所加强, 虽然受各项调控以及高基数影响, 单月销售增速仍将保持下滑, 但全年累计增速仍将具备韧性, 维持正增速。

根据过去几年地产成交同比情况来看, 地产小周期一般为2-3年左右(见图3), 且在政策调控下波动幅度逐渐减小, 但受疫情影响, 波动幅度大增。从销售数据当月值来看(图5), 1-9月销售均价环比下行, 表明当前市场有所降温。从30大中城市成交面积同比增速高频数据来看(图4), 一、二、三线城市在同步大幅回升后, 增速下滑, 一、二线城市整体表现较强。分都市圈来看(图6), 1-9月份, 多数都市圈的累计销售数据仍保持增长。从库存情况来看, 在市场销售遇冷的情况下, 我国商品房库存面积增速转正, 整体待售面积仍保持基本平稳。

图3 房地产销售面积与销售金额累计同比及复合增速 图4 30大中城市成交面积同比及复合增速

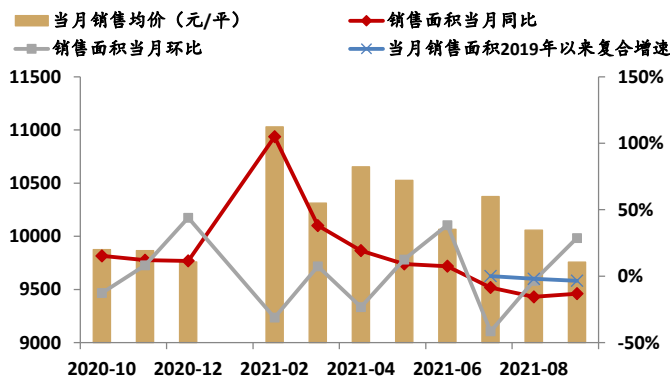


资料来源: 国家统计局, 华西证券研究所



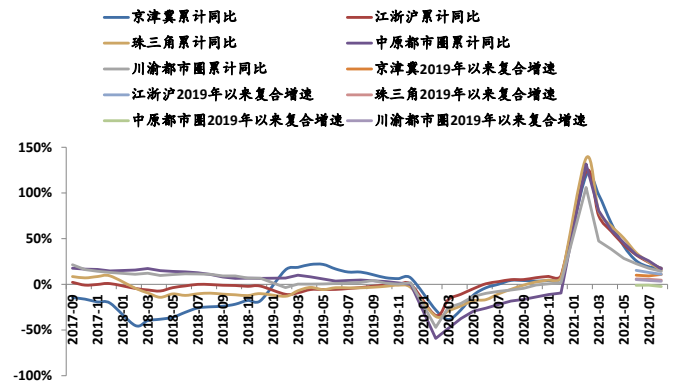
资料来源: 国家统计局, 华西证券研究所

图5 销售数据当月同比及复合增速



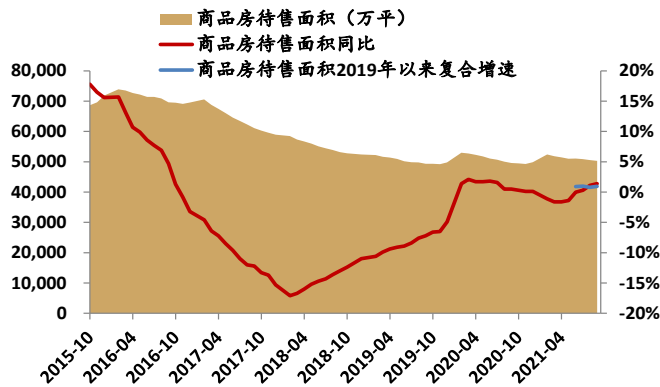
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图6 各都市圈销售面积累计同比及复合增速



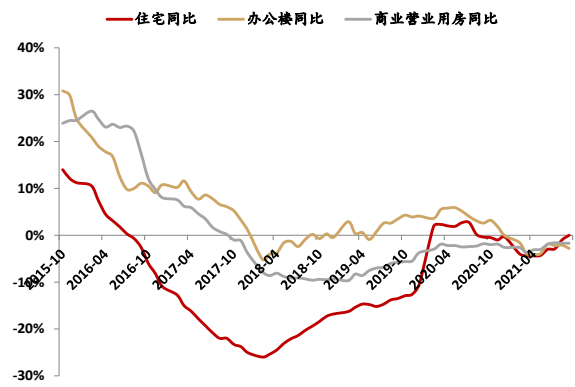
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图7 库存总面积及同比及复合增速



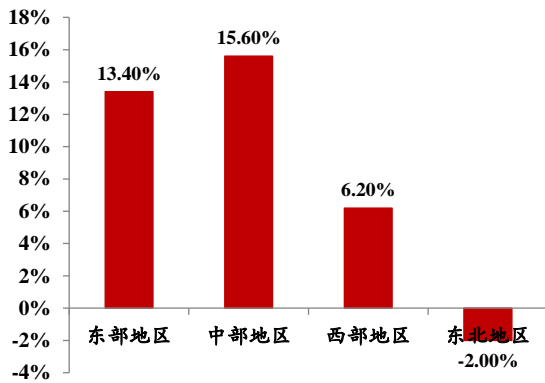
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图8 各类商品房库存面积同比增速



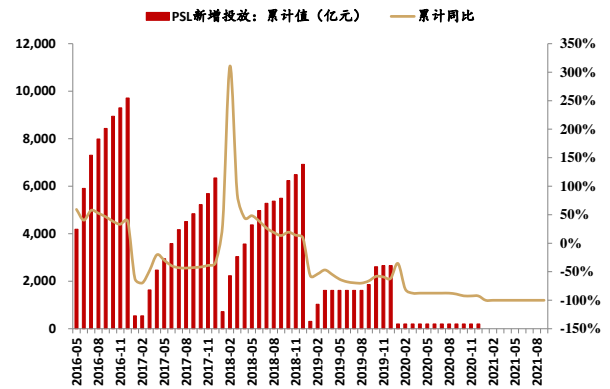
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图9 分地区销售面积增速



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图10 PSL 新增投放与累计同比增速



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

3. 投资下滑，新开工回暖，竣工回落，土地市场有所修复

2021年1-9月房地产投资同比+8.8%，较2021年1-8月下降2.1pct，继续保持一定程度增长，较2019年同期增长14.9%，复合增速达7.2%。短期来看，新开工持续回落主要系融资政策收紧以及集中供地导致的周期性所致，竣工方面，增速仍处于高位。整体来看，房地产投资数据仍处于历史高位，新开工短期受阻但竣工表现较好，预计四季度两批集中供地完成，全年投资有望继续保持一定韧性。

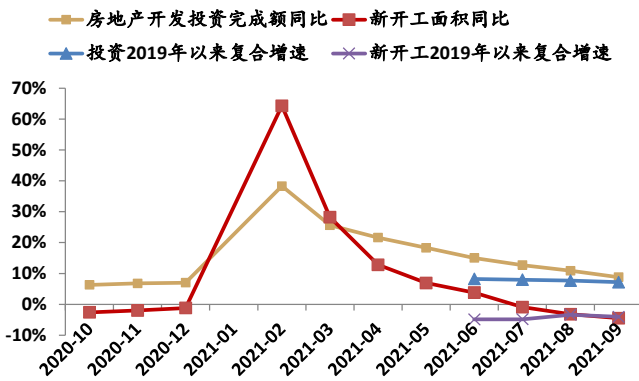
2021年1-9月新开工增速同比下降4.5%，较2021年1-8月下降1.3pct，较2019年同期下降7.7%，复合增速为-3.9%。我们认为，新开工有所下滑主要系集中供地导致市场节奏变化，以及融资政策收紧，使得房企拿地减少，致使数据出现下滑。

2021年1-9月土地购置面积13730万平米，同比减少8.5%，较2021年1-8月上升1.7pct，2019年以来复合增速为-5.7%；土地成交价款9347亿元，同比上升0.3%，增速较2021年1-8月上升6.5pct，2019年以来复合增速为6.9%。受两集中政策以及融资新规影响，未来房企的拿地节奏将随集中供地时点的变化而明显波动，单月将波动更为显著。

2021年1-9月竣工面积同比+23.4%，较2021年1-8月的26%有所下降。短期来看，原材料的大幅上涨，可能对建安投资产生一定负面影响，但长期来看，我们认为随着房企结算高峰期的到来，未来竣工面积增速将保持增长。

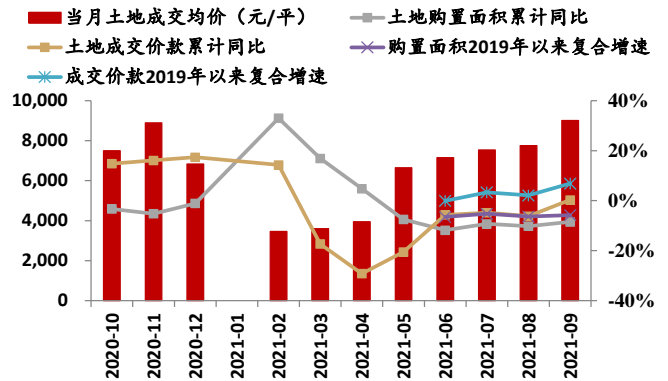
综上，短期来看，土地购置及新开工弱势对投资增速形成了一定负面的影响，而竣工对投资有拉动作用。长期来看，在房地产融资政策的收紧后，房企资金来源受限制，进而影响未来房企的拿地意愿，对整体投资产生一定的负面影响，而竣工端将逐步兑现对投资形成一定支撑。综上，我们认为，全年房地产投资端仍将保持韧性。

图 11 房地产开发投资完成额与新开工情况



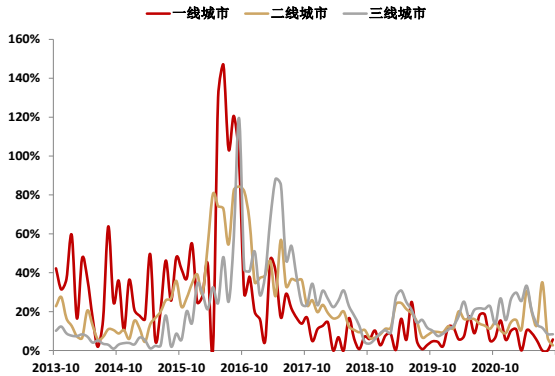
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 12 土地购置与成交情况



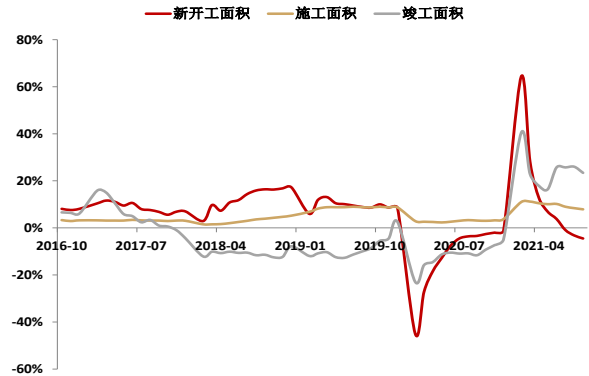
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 13 100 大中城市住宅类用地成交溢价率



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 14 房屋新开工、施工、竣工面积累计同比

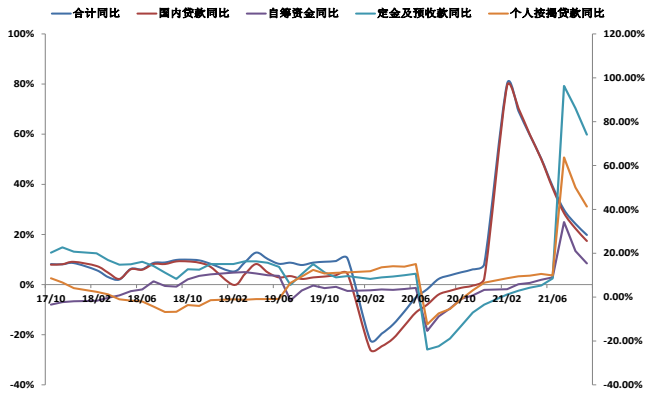


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

4. 资金来源数据趋弱，销售回款至关重要

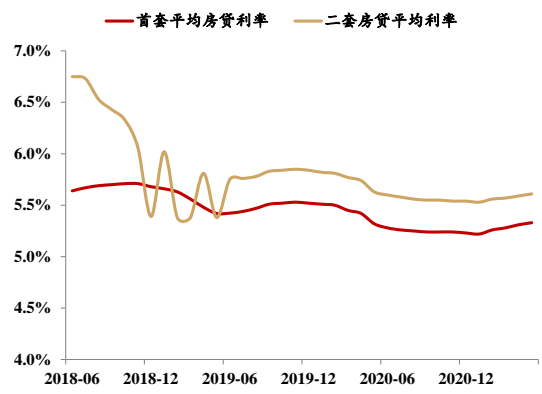
2021 年 1-9 月，房地产开发企业到位资金同比上升 19.8%，增速较 2021 年 1-8 月下降 4.5 pct。分项来看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款及个人按揭贷款增速分别为 -8.4%、+6.1%、+25.6% 及 +10.7%，除国内贷款外，各项回款数据均持续保持增长，但增速持续回落，表明调控政策影响仍在持续。我们认为，随着融资监管政策的推进以及集中供地政策的实施，未来销售回款对于房企到位资金的重要性将进一步显现。

图 15 房地产开发到位资金累计同比及复合增速



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 16 住房贷款利率走势

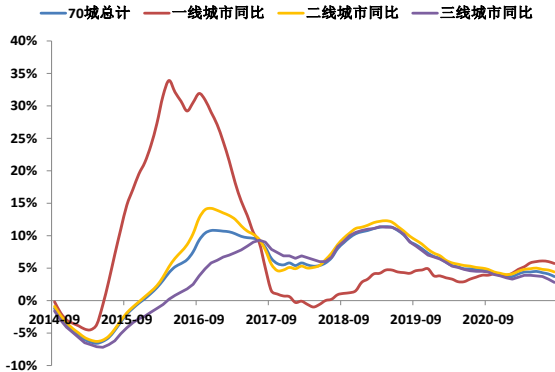


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

5. 政策以稳为主，房价平稳上行

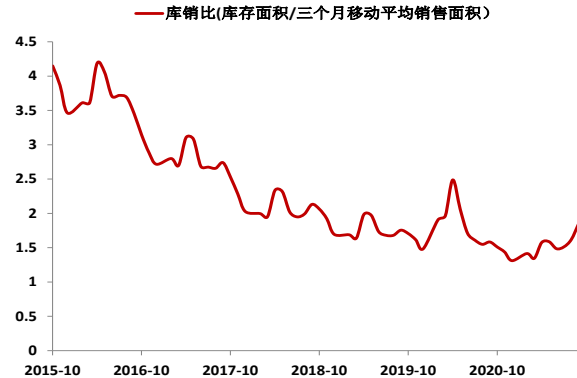
从近期 70 城市房价指数当月同比走势来看，房价近期增速有所下滑，一定程度上反映长效机制和因城施策正在发挥作用。房价快速上涨区域调控力度加强，房价有下行风险区域则适当放松，一城一策精准调控。短期由于销售趋弱导致全国住宅库销比有所上升，但整体仍然处于合理区间，同时，在中央贯彻“房住不炒”的方针，以及 Q1-Q3 增速整体逐步回落的情况下，我们预计 2021 年房价将保持整体平稳的态势。

图 17 70 城房价指数当月同比



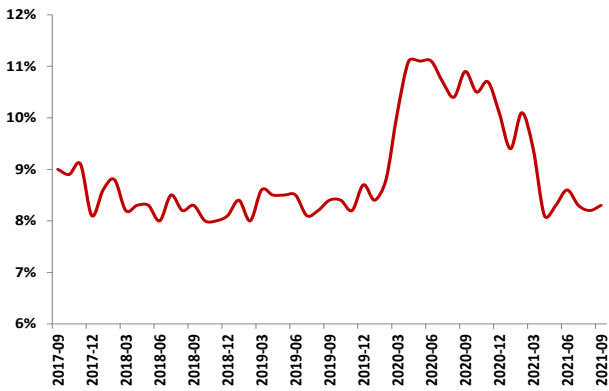
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 18 全国住宅库销比



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 19 M2 同比增速

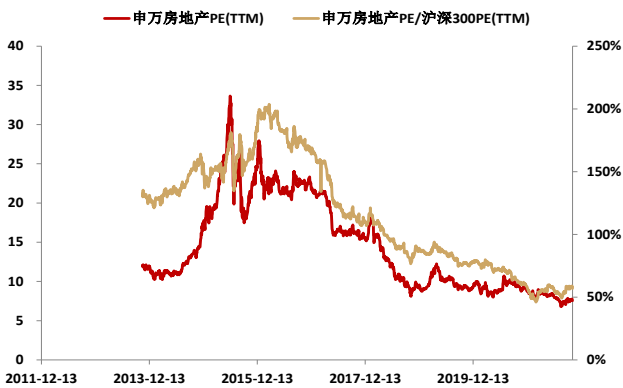


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

6. 板块估值处于低位，看好长期投资价值

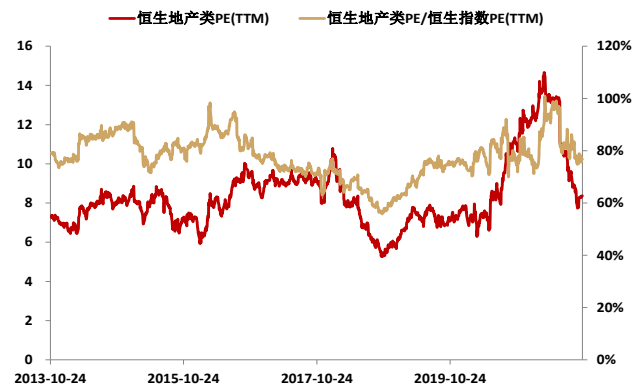
从 A 股和港股地产板块表现来看，近期房地产板块强于大盘，绝对估值仍处低位。我们认为，房地产板块业绩确定性强，股息高，同时，整体政策端以稳为主，拿地政策及银行放款有所放松，基本面稳固，板块估值有望修复，值得重点关注。

图 20 A 股地产板块市盈率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 21 H 股地产板块市盈率



资料来源：Wind，华西证券研究所

7. 投资建议

1-9 月房地产销售增速继续回落，投资数据转弱，而银行放款有望加速，政策底预期加强，叠加土拍新政后，房企利润率将改善，考虑到行业基本面韧性仍足，板块估值仍处历史低位，继续看好板块投资机会，建议关注业绩确定性强的龙头房企万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、新城控股、招商蛇口等。相关受益标的有龙光集团、龙湖集团、旭辉控股集团、中国金茂、碧桂园。

8. 风险提示

销售不及预期，房地产调控政策收紧。

分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名，第八届Wind“金牌分析师”房地产行业第一名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

肖峰：同济大学土木工程专业学士，上海财经大学金融硕士，2020年加入华西证券任房地产行业助理分析师。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。