

## 行业研究

## 2021年百城土地成交缩量22%，50家主流房企拿地建面下降36%

## ——百城土地成交月度跟踪报告（2021年12月）

## 要点

## 21年1-12月百城土地成交建面-22%，成交均价+12%，主流房企拿地节奏放缓

2021年1-12月，百城土地成交建面为15.6亿平方米，累计同比-22.0%；成交总价为4.6万亿元，累计同比-12.8%；成交均价为2,967元/平方米，累计同比+11.8%。未成交土地占成交土地宗数的累计比例为39%（1-11月为29%）。

截至2021年底，主流房企拿地投资仍较为谨慎，12月单月的未成交土地宗数超过已成交宗数。2021年12月，百城成交土地宗数为1983宗，未成交土地宗数为2836宗；未成交土地占成交土地宗数的单月比例为143%（11月为58%）。

根据克而瑞统计数据，2021年1-12月，50家主流房企新增土地价值（拿地金额）总计为3.07万亿元，累计同比下降18.9%；50家主流房企新增土地建面总计为4.34亿平方米，累计同比下降36.3%。

## 按城市能级来看，一线城市住宅成交同比由正转负，溢价率持续走低

1) 按城市能级划分，2021年12月百城土地中一线、二线、三四线的成交建面分别为1,377万平方米、6,928万平方米、6,685万平方米，单月同比分别+3.2%、-44.8%、-66.5%。成交总价分别为866亿元、2,695亿元、1,143亿元，单月同比分别-26.0%、-16.1%、-68.4%。成交均价分别为6,284元/平方米、3,889元/平方米、1,710元/平方米，单月同比分别-28.3%、+52.0%、-5.4%。

2) 按城市能级划分，2021年12月百城土地中一线、二线、三四线（住宅类）成交建面分别为378万平方米、3,386万平方米、2,500万平方米，单月同比分别-10.1%、-43.0%、-73.5%（11月+5.6%、-37.6%、-44.8%）。成交总价分别为716亿元、2,441亿元、735亿元，单月同比分别-13.1%、-11.5%、-74.0%。成交均价分别为18,912元/平方米、7,210元/平方米、2,941元/平方米，单月同比分别-3.4%、+55.2%、-1.6%。住宅类用地成交溢价率维持低位，分别为1.8%、3.2%、3.8%（11月3.6%、1.6%、1.2%）。

**投资建议：**2021年9月24日央行定调“两维护”，10月15日释疑“α风险”暴露和“β系数”健康稳定；12月20日央行明确支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目，恒大等房企的“α风险”修复进入执行阶段。2021年四季度以来，房地产行业流动性持续修复，开发贷和按揭贷持续回暖；央行全面降准0.5个百分点，释放长期资金1.2万亿元，对“杠杆稳健型”民企地产更为利好；中央政治局会议提出房地产市场健康发展和良性循环，中央经济工作会议重申“房住不炒”再提“因城施策”，我们认为部分区域的购房限制措施将逐步退出，加快农业转移人口市民化，支持居民合理购房需求。

2022年开年，房地产板块迎来“开门红”，优质龙头房企表现出色；截至1月13日收盘，万科A上涨8.96%，万科企业上涨11.08%，中国海外发展上涨19.99%，中国金茂上涨10.79%；我们认为随着2022年一季度降息预期的增强，居民改善型住房按揭贷款的信贷投放有望得到进一步支持，资本市场对优质龙头房企的关注度和信心将进一步提升。重点推荐万科A/万科企业、保利发展、中国金茂、中国海外发展、华润置地、新城控股；建议关注金地集团、招商蛇口、金科股份、龙湖集团。

**风险分析：**新冠疫情、经济结构调整、中美贸易摩擦或导致国内部分行业发展和就业情况不及预期，进而影响居民收入和信贷扩张；房企“三道红线”叠加债务集中偿还款，部分房企出现信用违约的风险加大。

## 房地产（地产开发） 增持（维持）

## 作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebsecn.com

联系人：周卓君

021-52523855

zhouzj@ebsecn.com

## 行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

20211216 自筹资金同比转正，资金面状况持续改善——房地产行业统计局数据月度跟踪报告（2021年11月）

20211212 需求侧居民中长贷持续回暖，供给侧房企发债“外冷内热”——房地产行业流动性跟踪报告（2021年11月）

20211212 百城土地成交累计缩量16%，一线城市成交溢价率持续走低——百城土地成交月度跟踪报告（2021年11月）

# 1、2021年百城土地成交量缩价升

## 1.1、1-12月成交建面累计-22%，成交均价累计+12%

2021年12月，百城土地成交建面为14,990万平方米，单月同比-55.7%（对比11月-29.5%）；成交总价为4,703亿元，单月同比-41.2%；成交均价为3,138元/平方米，单月同比+33.0%（对比11月+0.7%）。

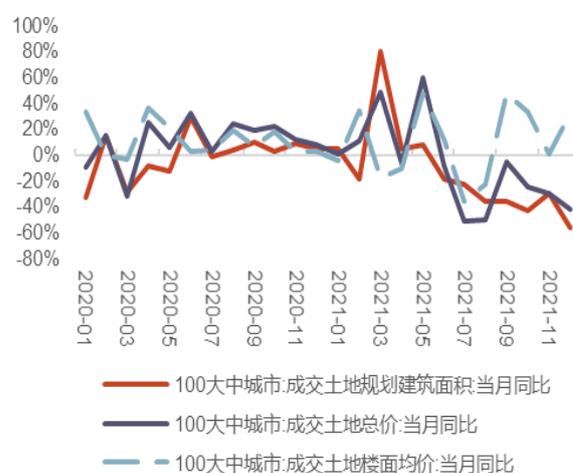
2021年1-12月，百城土地成交建面为15.6亿平方米，累计同比-22.0%；成交总价为4.6万亿元，累计同比-12.8%；成交均价为2,967元/平方米，累计同比+11.8%。

图1：百城土地（当月）成交规划建面（万平方米）、成交总价（亿元）、成交均价（元/平方米，右轴）



资料来源：WIND，光大证券研究所；截至2021年12月

图2：百城土地成交规划建面、成交总价、成交均价（当月同比）



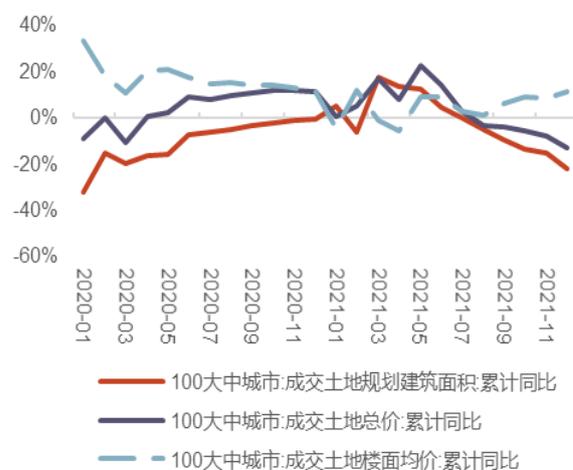
资料来源：WIND，光大证券研究所；截至2021年12月

图3：百城土地（累计）成交规划建面（万平方米）、成交总价（亿元）、成交均价（元/平方米，右轴）



资料来源：WIND，光大证券研究所；截至2021年12月

图4：百城土地成交规划建面、成交总价、成交均价（累计同比）



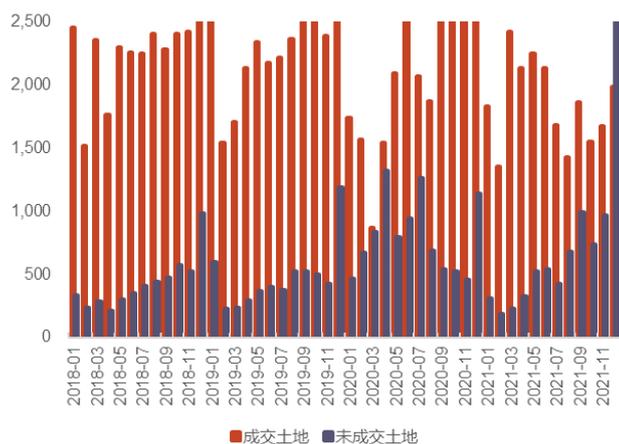
资料来源：WIND，光大证券研究所；截至2021年12月

## 1.2、12月未成交土地宗数超过已成交土地宗数

2021年12月，百城成交土地宗数为1,983宗，未成交土地宗数为2,836宗；未成交土地占成交土地宗数的单月比例为143%（11月为58%）。

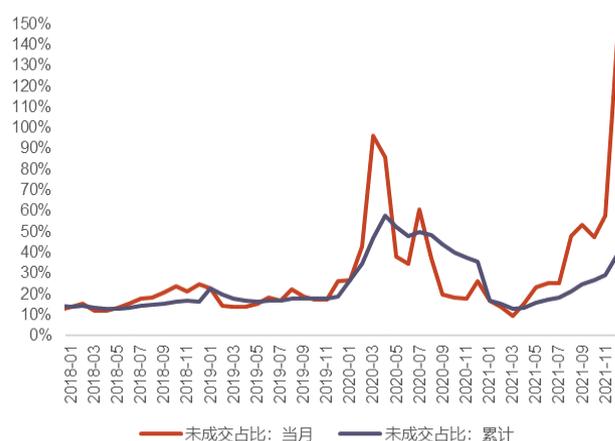
2021年1-12月，百城成交土地宗数为22,259宗，未成交土地宗数为8,744宗；未成交土地占成交土地宗数的累计比例为39%（1-11月为29%）。

图5：百城成交土地和未成交土地宗数（当月值）



资料来源：WIND；截至2021年12月

图6：未成交土地占成交土地宗数的比例



资料来源：WIND；截至2021年12月

## 2、分能级城市土地成交结构

2021年12月，百城土地中一线、二线、三四线的单月成交情况分别为：

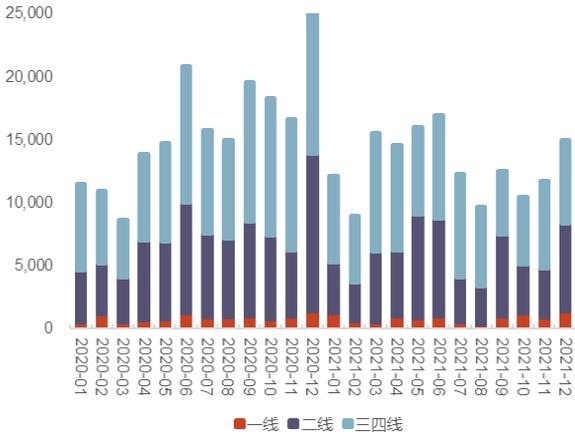
成交建面分别为1,377万平方米、6,928万平方米、6,685万平方米，单月同比分别+3.2%、-44.8%、-66.5%。

成交总价分别为866亿元、2,695亿元、1,143亿元，单月同比分别-26.0%、-16.1%、-68.4%。

成交均价分别为6,284元/平方米、3,889元/平方米、1,710元/平方米，单月同比分别-28.3%、+52.0%、-5.4%。

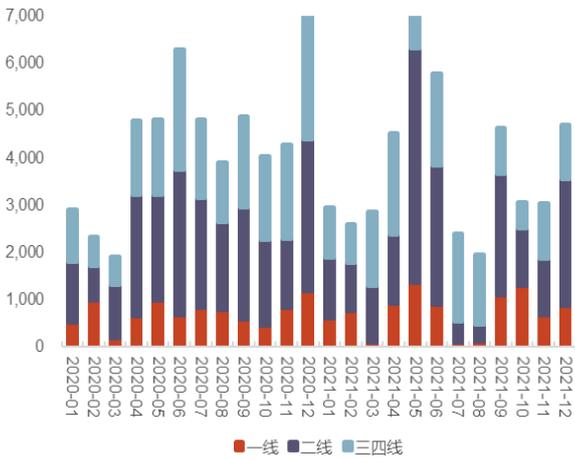
成交溢价率分别为1.7%、3.0%、3.6%。

图 7：百城土地分线成交建面（当月值）



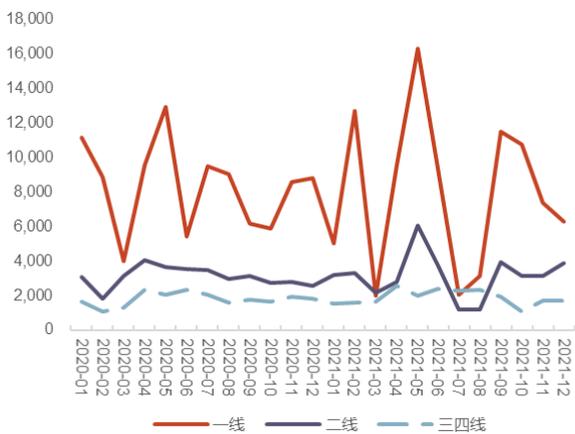
资料来源：WIND，光大证券研究所；单位：万平方米

图 9：百城土地分线成交总价（当月值）



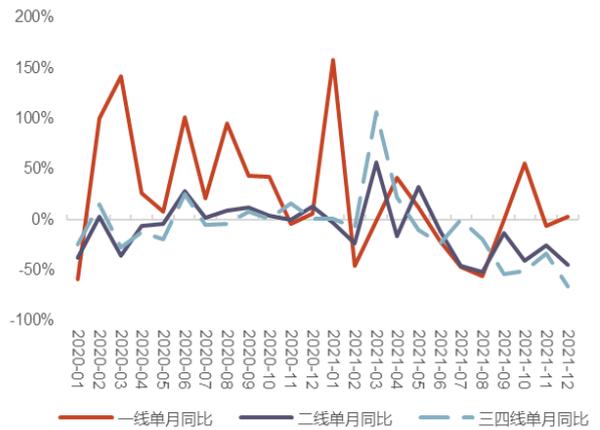
资料来源：WIND，光大证券研究所；单位：亿元

图 11：百城土地分线成交均价（当月值）



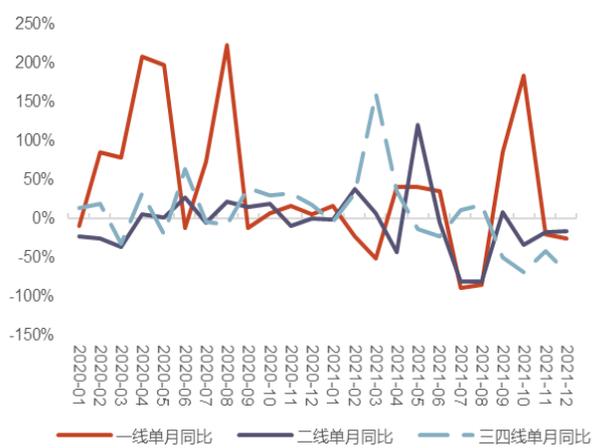
资料来源：WIND，光大证券研究所；单位：元/平方米

图 8：百城土地分线成交建面（当月同比）



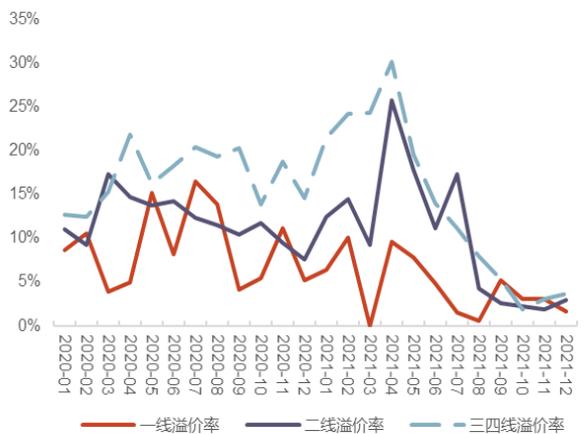
资料来源：WIND，光大证券研究所

图 10：百城土地分线成交总价（当月同比）



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 12：百城土地分线成交溢价率



资料来源：WIND，光大证券研究所

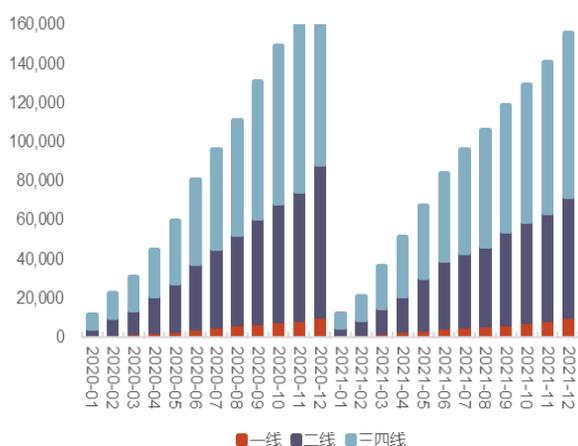
2021年1-12月，百城土地中一线、二线、三四线的成交情况分别为：

成交建面分别为 10,269 万平方米、61,884 万平方米、83,681 万平方米，累计同比分别-1.6%、-20.8%、-24.8%。

成交总价分别为 8,719 亿元、21,363 亿元、16,156 亿元，累计同比分别+1.6%、-11.5%、-20.4%。

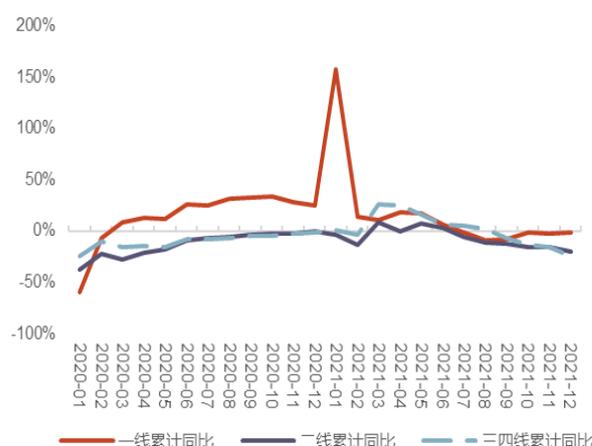
成交均价分别为 8,491 元/平方米、3,452 元/平方米、1,931 元/平方米，累计同比分别+3.3%、+11.7%、+5.7%。

图 13: 百城土地分线成交建面 (累计值)



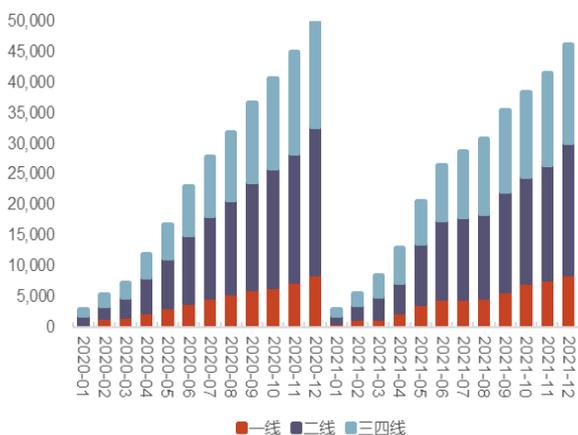
资料来源: WIND, 光大证券研究所; 单位: 万平方米

图 14: 百城土地分线成交建面 (累计同比)



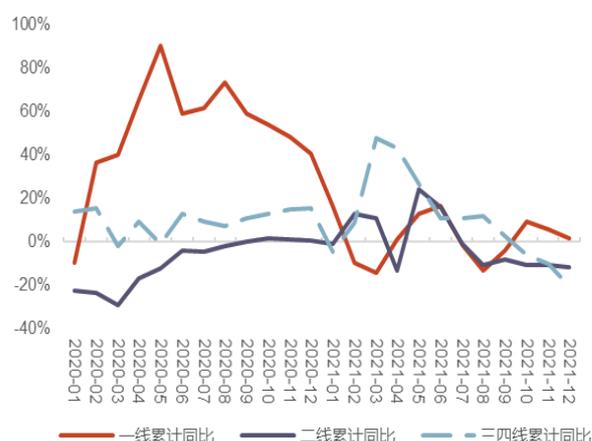
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 15: 百城土地分线成交总价 (累计值)



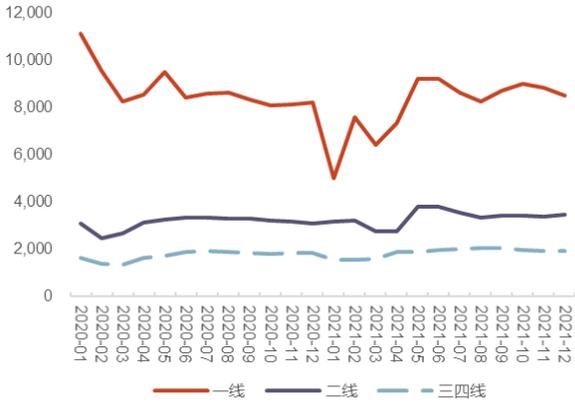
资料来源: WIND, 光大证券研究所; 单位: 亿元

图 16: 百城土地分线成交总价 (累计同比)



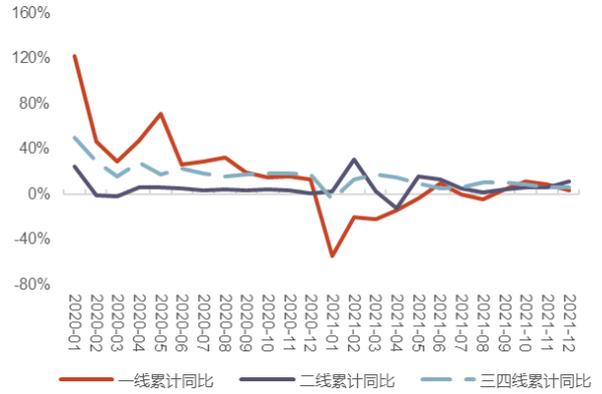
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 17: 百城土地分线成交均价 (累计值)



资料来源: WIND, 光大证券研究所; 单位: 元/平方米

图 18: 百城土地分线成交均价 (累计同比)



资料来源: WIND, 光大证券研究所

### 3、分能级城市 (住宅类) 土地成交结构

统计口径定义: 住宅类土地=住宅+商住

2021 年 12 月, 百城土地中一线、二线、三四线的单月 (住宅类) 成交情况分别为:

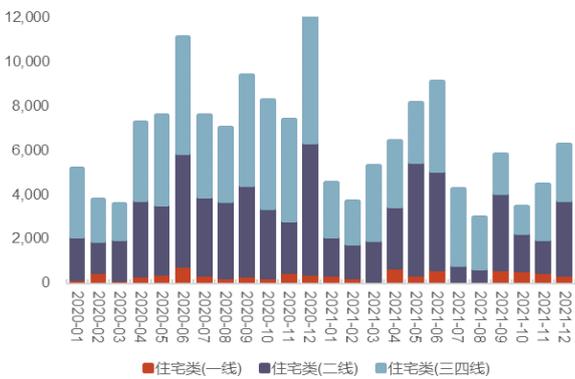
成交建面分别为 378 万平方米、3,386 万平方米、2,500 万平方米, 单月同比分别-10.1%、-43.0%、-73.5%。其中, 一线城市受住宅用地供应量下滑影响, 单月同比由正转负。

成交总价分别为 716 亿元、2,441 亿元、735 亿元, 单月同比分别-13.1%、-11.5%、-74.0%。

成交均价分别为 18,912 元/平方米、7,210 元/平方米、2,941 元/平方米, 单月同比分别-3.4%、+55.2%、-1.6%。

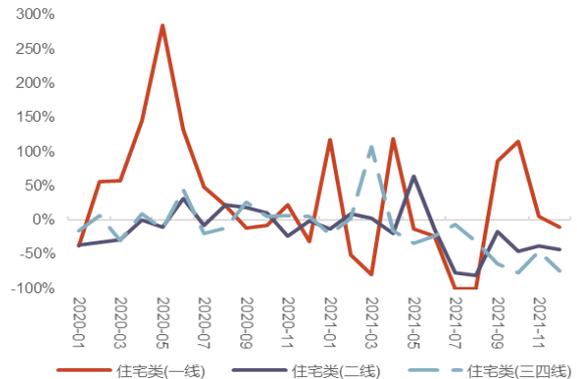
成交溢价率分别为 1.8%、3.2%、3.8%。

图 19: 百城 (住宅类) 土地分线成交建面 (当月值)



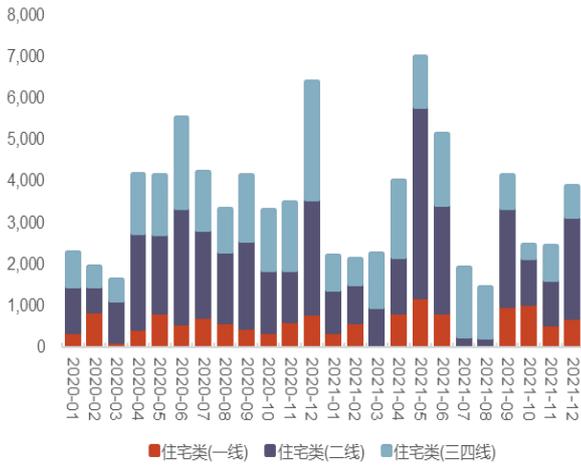
资料来源: WIND, 光大证券研究所; 单位: 万平方米

图 20: 百城 (住宅类) 土地分线成交建面当月同比



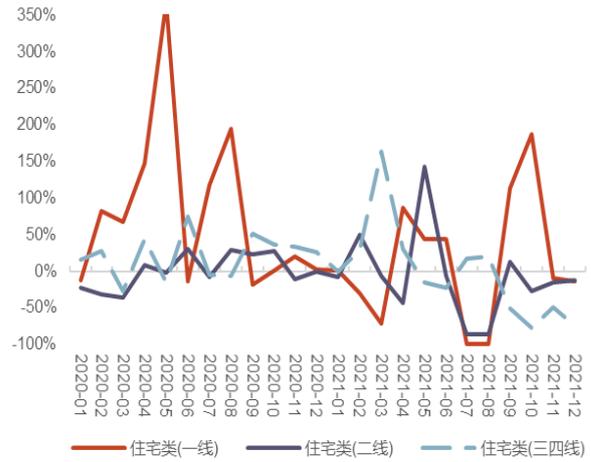
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 21: 百城（住宅类）土地分线成交总价（当月值）



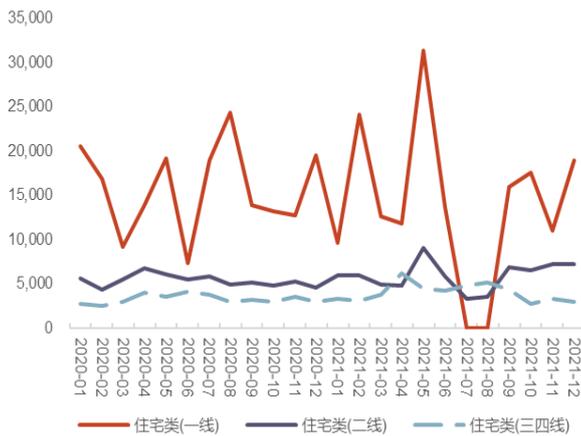
资料来源: WIND, 光大证券研究所; 单位: 亿元

图 22: 百城（住宅类）土地分线成交总价当月同比



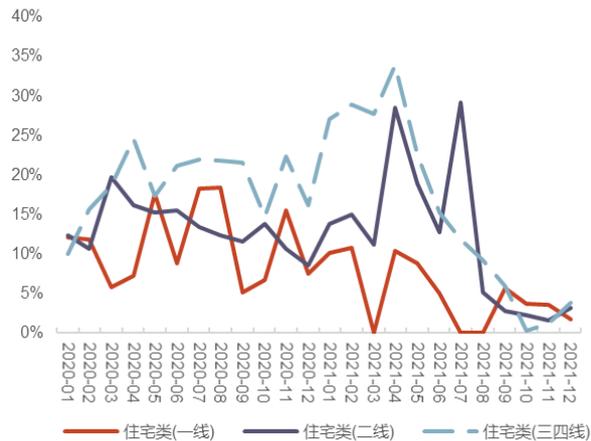
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 23 百城（住宅类）土地分线成交均价（当月值）



资料来源: WIND, 光大证券研究所; 单位: 元/平方米

图 24: 百城（住宅类）土地分线成交溢价率



资料来源: WIND, 光大证券研究所

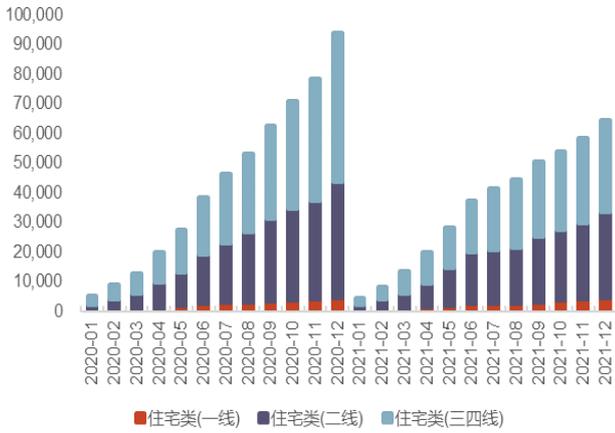
2021 年 1-12 月, 百城土地中一线、二线、三四线的（住宅类）累计成交情况分别为:

成交建面分别为 4,521 万平方米、28,839 万平方米、31,197 万平方米, 累计同比分别-1.2%、-26.4%、-37.9%。

成交总价分别为 7,281 亿元、18,830 亿元、12,975 亿元, 累计同比分别+5.6%、-10.7%、-22.1%。

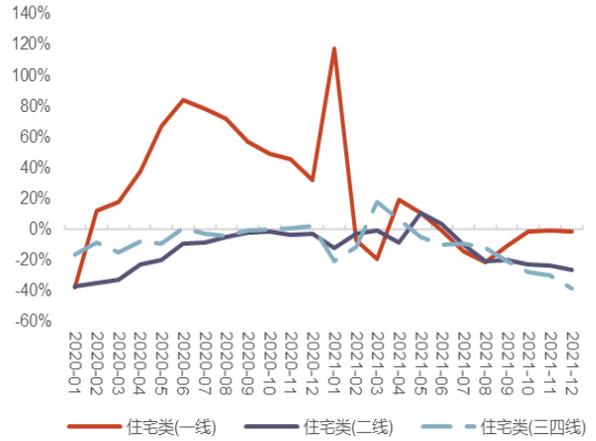
成交均价分别为 16,106 元/平方米、6,530 元/平方米、4,159 元/平方米, 累计同比分别+6.9%、+21.4%、+25.5%。

图 25: 百城土地（住宅类）分线成交建面（累计值）



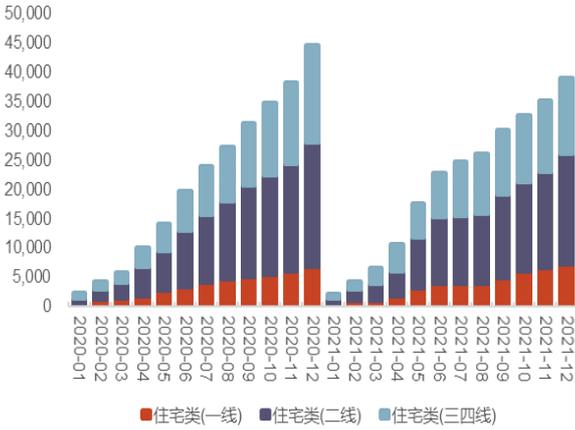
资料来源: WIND, 光大证券研究所; 单位: 万平方米

图 26: 百城土地（住宅类）分线成交建面累计同比



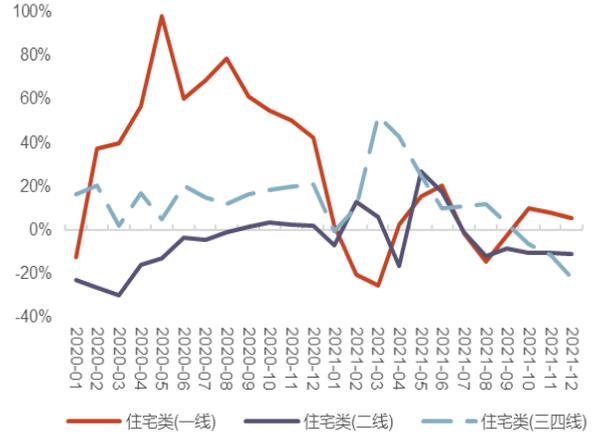
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 27: 百城土地（住宅类）分线成交总价（累计值）



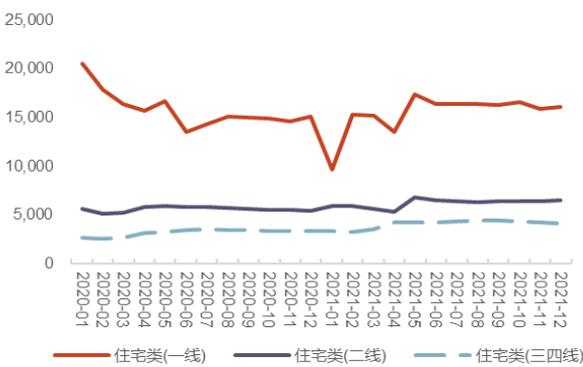
资料来源: WIND, 光大证券研究所; 单位: 亿元

图 28: 百城土地（住宅类）分线成交总价累计同比



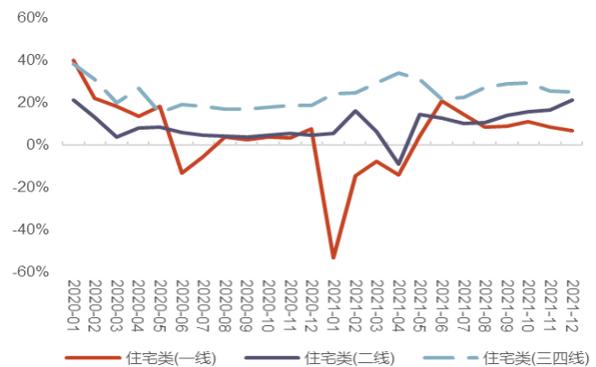
资料来源: WIND, 光大证券研究所

图 29: 百城土地（住宅类）分线成交均价（累计值）



资料来源: WIND, 光大证券研究所; 单位: 元/平方米

图 30: 百城土地（住宅类）分线成交均价累计同比



资料来源: WIND, 光大证券研究所

## 4、2021 年主流房企的新增土地获取情况

根据克而瑞数据中心统计：

2021 年 12 月，50 家主流房企新增土地价值（拿地金额）总计为 2209 亿元，单月同比增加 231.5%；2021 年 1-12 月，50 家主流房企新增土地价值（拿地金额）总计为 3.07 万亿元，累计同比下降 18.9%。

2021 年 12 月，50 家主流房企新增土地建面总计为 2261 万平方米，单月同比增加 123.7%；2021 年 1-12 月，50 家主流房企新增土地建面总计为 4.34 亿平方米，累计同比下降 36.3%。

表 1：2021 年 1-12 月主流房企新增土地价值 TOP20、新增土地建面 TOP20

排名	企业名称	新增土地价值 (亿元)	排名	企业名称	新增土地建面 (万平方米)
1	碧桂园	2063.1	1	碧桂园	5971.4
2	万科地产	1888.8	2	万科地产	2802.2
3	保利发展	1882.5	3	保利发展	2763.0
4	中海地产	1592.6	4	新城控股	1990.6
5	绿城中国	1542.0	5	龙湖集团	1911.9
6	华润置地	1375.3	6	中海地产	1301.7
7	龙湖集团	1241.0	7	绿城中国	1226.3
8	招商蛇口	1190.6	8	华润置地	1201.4
9	融创中国	1013.8	9	融创中国	1104.3
10	建发房产	956.5	10	旭辉集团	1092.5
11	中国金茂	950.6	11	中国铁建	1038.6
12	旭辉集团	724.4	12	中国金茂	997.3
13	新城控股	723.9	13	中梁控股	983.6
14	越秀地产	697.2	14	金科集团	939.3
15	卓越集团	669.8	15	万达集团	933.5
16	滨江集团	642.7	16	绿地控股	902.0
17	金地集团	588.0	17	招商蛇口	844.3
18	中国铁建	578.1	18	中国恒大	834.3
19	中梁控股	517.0	19	中南置地	827.7
20	融信集团	498.9	20	建发房产	809.7

资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

## 5、投资建议

2021 年 9 月 24 日央行定调“两维护”，10 月 15 日释疑“ $\alpha$ 风险”暴露和“ $\beta$ 系数”健康稳定；房地产税试点利于降低开发和购房环节的税收压力，试点地区购房限制措施有望逐步退出。

2021 年 12 月 20 日，央行、银保监会出台了《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，鼓励银行稳妥有序开展并购贷款业务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目。

通知明确，支持优质房地产企业在银行间市场注册发行债务融资工具，募集资金用于重点房地产企业风险处置项目的兼并收购。同时，加快重点房地产企业项目并购贷款的审批流程，提升全流程服务效率。

2021年12月20日，金融时报发文称，近期央行、国资委已组织房地产领域的优质大型民企及央企、国企开会，传达了鼓励市场主体按照市场化、法治化原则，并购出险和困难的大型房地产企业的优质项目的政策导向，对于出现风险和困难的大型房企不盲目抽贷断贷；恒大等房企的“α风险”修复已进入执行阶段。

2021年四季度以来房地产行业流动性持续修复，预计开发贷和按揭贷将持续回暖，央行全面降准0.5个百分点，释放长期资金1.2万亿元，对“杠杆稳健型”民企地产更为利好；中央政治局会议提出房地产市场健康发展和良性循环，中央经济工作会议重申“房住不炒”的同时再提“因城施策”，我们认为部分区域的购房限制措施将逐步退出，以加快农业转移人口市民化，更好地支持居民合理购房需求。

2021年12月26日，住建部部长王蒙徽在接受央视专访时强调“住房和城乡建设是最大的内需，也是最大的国内消费市场，是稳增长扩内需、建设强大国内市场的重要领域”，“2000年前建成的大量老旧住房面积小、质量差、配套不齐全，居民改善居住条件的需求比较旺盛；新冠疫情促使居民改善居住条件的要求更加迫切”。

2022年开年，房地产板块迎来“开门红”，年初至今（2022年1月1日-2022年1月13日），A股的300地产指数上涨4.3%，H股的恒生地产建筑业指数上涨2.4%；优质龙头房企表现出色，万科A上涨8.96%，万科企业上涨11.08%，中国海外发展上涨19.99%，中国金茂上涨10.79%，新城控股上涨9.78%，华润置地上涨9.3%；我们认为随着2022年一季度降息预期的增强（详见光大证券研究所宏观团队外发报告20210112《信用稳而难宽，政策仍需发力——2021年12月金融数据点评》），居民改善型住房按揭贷款的信贷投放有望得到进一步支持，资本市场对房地产板块的关注度和信心将进一步提升。

重点推荐万科A/万科企业，保利发展、中国金茂、中国海外发展、华润置地、新城控股；建议关注金地集团、招商蛇口、金科股份、龙湖集团。

## 6、风险分析

受新冠疫情冲击、经济结构调整、中美贸易摩擦的叠加影响，或导致部分国内行业的就业情况不及预期；一旦就业情况恶化将导致部分居民薪资缩水及家庭可支配收入下降，或影响居民部门结构性信用扩张以及按揭贷款偿还。

近期房企迎来债务到期高峰，叠加“三道红线”降杠杆要求，部分房企信用风险加速暴露，现金流管理能力较弱及负债结构较差的房企债务违约风险增加。

## 附录：重点上市公司列表

表 2：行业重点上市公司的盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元/港元)	EPS (元)				2020-2023 的 三年 CAGR	PE				投资评级	
			2020A	2021E	2022E	2023E		20A	21E	22E	23E	本次	变动
000002.SZ	万科 A	21.53	3.57	3.06	3.16	3.29	-2.7%	6.0	7.0	6.8	6.5	买入	维持
600048.SH	保利发展	15.55	2.42	2.30	2.41	2.55	1.8%	6.4	6.8	6.5	6.1	买入	维持
600383.SH	金地集团	12.80	2.30	2.54	2.83	3.16	11.2%	5.6	5.0	4.5	4.1	买入	维持
001979.SZ	招商蛇口	13.21	1.46	1.60	1.78	1.96	10.3%	9.0	8.3	7.4	6.7	买入	维持
601155.SH	新城控股	31.98	6.79	8.14	9.27	10.41	15.3%	4.7	3.9	3.4	3.1	买入	维持
000656.SZ	金科股份	4.89	1.30	1.39	1.56	1.72	9.8%	3.8	3.5	3.1	2.8	买入	维持
2202.HK	万科企业	20.15	3.57	3.06	3.16	3.29	-2.7%	4.6	5.4	5.2	5.0	买入	维持
0688.HK	中国海外发展*	22.15	3.47	3.67	3.93	4.34	7.7%	5.2	4.9	4.6	4.2	买入	维持
1109.HK	华润置地*	35.85	3.39	3.53	3.96	4.50	9.9%	8.6	8.3	7.4	6.5	买入	维持
0960.HK	龙湖集团*	40.55	3.08	3.39	4.03	4.78	15.8%	10.7	9.8	8.2	6.9	买入	维持
0817.HK	中国金茂*	2.67	0.56	0.56	0.61	0.77	11.2%	3.9	3.9	3.6	2.8	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-01-13；汇率按 1HKD=0.8164CNY 换算；

注：A 股地产上市公司的股价和 EPS 均以人民币计价；H 股地产上市公司的股价以港币计价，\*为 EPS（核心）并以人民币计价。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE