

政策效果显现，基本面触底反弹

房地产行业 2022 年 1-5 月数据点评

报告摘要：

国家统计局公布数据显示，2022 年 1-5 月，商品房销售面积 50738 万平方米，同比-23.6%，商品房销售额 48337 亿元，同比-31.5%。全国房地产开发投资完成额 52134 亿元，同比-4.0%。

►政策效果初显，销售有所回升

2022 年 1-5 月销售面积同比-23.6%，5 月单月销售面积同比-31.8%（4 月为-39%），单月增速较上月上升 7.2pct；销售金额同比-31.5%，5 月单月销售金额同比-37.7%（4 月-46.6%），单月增速较上月上升 8.9pct，单月环比均有所回暖，且同比降幅均有收窄。5 月销售数据企稳主要得益于：1）各地密集出台宽松政策，政策效果开始初步显现；2）五一假期期间房企加速推盘；3）多个城市疫情逐步得到控制，需求端复苏。我们认为销售数据虽然相对略有改善，但绝对值仍差，未来政策仍有释放空间，展望 6 月，随着多个热点城市疫情封控的解除，叠加政策效果持续显现，以及去年基数的下滑，我们预计未来销售数据大概率将加速回暖。

►投资回暖，新开工弱复苏，竣工回落，土地成交遇冷

2022 年 1-5 月房地产投资同比-4.0%，较 2022 年 1-4 月下降 1.3pct，单月增速较上月上升 2.3pct，投资增速亦有企稳回暖的态势，主要得益于：1）疫情得到控制，项目复工加速，带动建安投资；2）旧改与保障房建设的拉动。2022 年 1-5 月新开工增速同比下降 30.6%，5 月单月新开工面积同比-41.8%（4 月-44.2%），略有复苏。我们认为，新开工表现较弱主要系前期土拍市场遇冷开工量较少以及疫情影响所致。2022 年 1-5 月竣工面积同比-15.3%，较 2022 年 1-4 月下降 3.4pct，进一步下滑；2022 年 1-5 月土地购置面积 2389 万平米，同比减少 45.7%，较 2022 年 1-4 月上升 0.8pct；土地成交价款 1389 亿元，同比下降 28.1%，增速较 2022 年 1-4 月下降 7.5pct，主要系 5 月集中供地城市较少所致。我们预计未来随着销售的持续转暖，投资增速亦将跟随复苏，但节奏上略慢。

►资金来源增速小幅回暖，销售回款至关重要

2022 年 1-5 月，房地产开发企业到位资金同比下降 25.8%，增速较 2022 年 1-4 月下降 2.2pct。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-26.0%、-7.2%、-39.7%及-27.0%，各项回款数据均持续回落。我们认为，销售回款仍然是主要拖累项，预计未来随着销售持续回暖，资金来源也将逐渐好转。

本月观点

5 月地产数据整体呈现企稳复苏迹象，显示前期一系列宽松政策开始发力，效果初显，也即政策并非是无效的，而是需要时间来起效，基本面有望持续复苏；另一方面，各项数据虽然底部企稳，但绝对增速仍然较差，未来政策进一步放松的空间仍然较大，地产板块估值仍有空间。我们重点推荐龙头房企万科

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：youzpe@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：

A、保利发展、招商蛇口、滨江集团、华侨城 A 等；相关受益标的包括金地集团、龙湖集团、华润置地、绿城中国、中国海外发展等。

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 EPS (元)				P/E			
				2019A	2020A	2021A	2022E	2019A	2020A	2021A	2022E
000002.SZ	万科 A	17.86	增持	3.44	3.57	3.66	3.94	5.2	5.0	4.9	4.5
600048.SH	保利发展	15.53	增持	2.35	2.42	2.61	2.84	6.6	6.4	6.0	5.5
002244.SZ	滨江集团	7.70	增持	0.52	0.75	0.88	1.08	14.8	10.3	8.8	7.1
001914.SZ	招商积余	15.90	买入	0.41	0.41	0.61	0.80	38.8	38.8	26.1	19.9

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. 政策效果初显，销售有所回升.....	5
3. 投资回暖，新开工弱复苏，竣工回落，土地成交遇冷.....	7
4. 资金来源持续改善，各分项均同步向好.....	8
5. 政策持续放松，房价下行压力较大.....	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（2022 年 1-4 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.....	6
图 4 30 大中城市成交面积同比.....	6
图 5 销售数据当月同比及环比.....	6
图 6 各都市圈销售面积累计同比.....	6
图 7 库存总面积及同比.....	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

2022 年 1-5 月，商品房销售面积 50738 万平方米，同比下降 23.6%，增速较 2022 年 1-4 月下降 2.7pct。其中，住宅销售面积下降 28.1%，办公楼销售面积上升 14.6%，商业营业用房销售面积上升 10.4%。商品房销售额 48337 亿元，同比下降 31.5%，增速较 2022 年 1-4 月下降 2pct。其中，住宅销售额下降 34.5%，办公楼销售额上升 3.3%，商业营业用房销售额上升 1.0%。2022 年 1-5 月，全国房地产开发投资完成额 52134 亿元，同比下降 4.0%，增速较 2022 年 1-4 月下降 1.3pct。其中，住宅投资 39521 亿元，同比下降 3.0%，增速较 2022 年 1-4 月下降 0.9pct，住宅投资占房地产开发投资的比重为 75.8%。

图 1 房地产行业宏观数据汇总

指标	2022年1-4月				2022年1-5月				2022年4月			2022年5月		
	累计值	占比	累计同比	相比上月 变化百分 点	累计值	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)	39,768	100.0%	-20.9%	-7.1	50,738	100.0%	-3.6%	-2.7	8,722	-43.2%	-39.0%	10,970	25.8%	-31.8%
其中：住宅	33,722	84.8%	-25.4%	-6.8	42,903	84.6%	-8.1%	-2.7	7,417	-42.2%	-42.4%	9,181	23.8%	-36.6%
办公楼	887	2.2%	15.1%	-9.7	1,161	2.3%	14.6%	-0.5	169	-54.0%	-13.7%	274	62.1%	13.2%
商业营业用房	2,389	6.0%	12.4%	-9.6	3,078	6.1%	10.4%	-2	529	-47.6%	-12.0%	689	30.1%	3.8%
商品房销售金额 (亿元)	37,789	100.0%	-29.5%	-6.8	48,337	100.0%	-1.5%	-2	8,135	-42.7%	-46.6%	10,548	29.7%	-37.7%
其中：住宅	33,248	88.0%	-32.2%	-6.6	42,317	87.5%	-4.5%	-2.3	7,176	-42.2%	-48.6%	9,069	26.4%	-41.7%
办公楼	1,104	2.9%	5.2%	-9.3	1,534	3.2%	3.3%	8.5	194	-55.4%	-33.3%	430	122.2%	34.4%
商业营业用房	2,334	6.2%	1.0%	-10.3	3,056	6.3%	1.0%	0	522	-46.5%	-23.4%	722	38.2%	1.0%
房地产开发投资完成额 (亿元)	39,154	100.0%	-2.7%	-3.4	52,134	100.0%	-4.0%	-1.3	11,389	-14.1%	-10.1%	12,980	14.0%	-7.8%
其中：住宅	29,527	75.4%	-2.1%	-2.8	39,521	75.8%	-3.0%	-0.9	8,766	-12.3%	-8.1%	9,994	14.0%	-5.6%
办公楼	1,554	4.0%	8.2%	-6.6	2,000	3.8%	9.4%	-1.2	383	-24.5%	-24.1%	446	16.4%	-13.3%
商业营业用房	3,259	8.3%	5.3%	-3.2	4,270	8.2%	7.0%	-1.7	912	-17.5%	-12.8%	1,011	10.9%	-11.9%
房屋新开工面积 (万平方米)	39,739	100.0%	-26.3%	-8.8	51,628	100.0%	-0.6%	-4.3	9,901	-33.4%	-44.2%	11,889	20.1%	-41.8%
其中：住宅	28,877	72.7%	-28.4%	-8.1	37,782	73.2%	-1.9%	-3.5	7,318	-31.8%	-44.9%	8,905	21.7%	-41.3%
办公楼	1,023	2.6%	-19.5%	-15.3	1,306	2.5%	-4.6%	-5.1	195	-59.8%	-52.0%	283	45.1%	-38.7%
商业营业用房	2,751	6.9%	-27.3%	-12.2	3,572	6.9%	-0.8%	-3.5	603	-44.2%	-51.9%	821	36.2%	-40.4%
土地购置面积 (万平方米)	1,766	100.0%	-46.5%	-4.7	2,389	100.0%	-5.7%	0.8	427	-14.7%	-57.3%	623	45.8%	-43.1%
土地成交价款 (亿元)	955	100.0%	-20.6%	-3.7	1,389	100.0%	-8.1%	-7.5	283	53.5%	-28.3%	434	53.5%	-40.4%
房企到位资金 (亿元)	48,522	100.0%	-23.6%	-4.0	60,404	100.0%	-5.8%	-2.2	10,364	-20.4%	-35.5%	11,882	14.6%	-33.4%
其中：国内贷款	6,837	14.1%	-24.4%	-0.9	8,045	13.3%	-6.0%	-1.6	1,312	-7.6%	-28.0%	1,208	-7.9%	-34.0%
利用外资	38	0.1%	129.4%	137.2	51	0.1%	101.0%	-28	28	824.9%	422.7%	13	-53.3%	51.0%
自筹资金	16,271	33.5%	5.2%	-0.4	21,061	34.9%	7.2%	-2	3,876	-16.4%	-6.6%	4,790	23.6%	-13.2%
定金及预收款	15,357	31.6%	-37.0%	-6.0	19,141	31.7%	-9.7%	-2.7	3,105	-26.5%	-53.0%	3,784	21.9%	-48.7%
个人按揭贷款	8,037	16.6%	-25.1%	-6.3	9,785	16.2%	-7.0%	-1.9	1,668	-25.7%	-42.4%	1,748	4.8%	-34.4%

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（2022 年 1-4 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	-20.23%	-39.59%	-29.68%	-7.58%	-11.87%	-35.46%	-61.58%	-38.28%	-28.91%	-28.29%	-38.93%	-52.43%	-29.49%	-39.43%	-46.48%
其中：住宅	-23.21%	-44.98%	-34.05%	-9.22%	-19.89%	-37.95%	-63.82%	-40.05%	-30.89%	-33.78%	-38.40%	-49.49%	-25.37%	-39.52%	-43.03%
商品房销售金额	-22.84%	-40.55%	-39.13%	-16.12%	-21.22%	-33.75%	-61.99%	-46.59%	-39.39%	-34.07%	-29.76%	-49.90%	-28.56%	-42.04%	-41.54%
其中：住宅	-24.00%	-43.27%	-41.23%	-17.82%	-24.86%	-34.20%	-63.24%	-46.51%	-41.04%	-36.55%	-26.70%	-48.47%	-26.76%	-41.46%	-42.27%
房地产开发投资完成额	-2.83%	-1.45%	-3.12%	5.29%	1.87%	-10.59%	-10.39%	-4.10%	-0.19%	-4.13%	-26.35%	-13.20%	-2.99%	-8.42%	-17.17%
房屋新开工面积	-28.01%	-17.42%	-25.80%	-18.78%	-22.69%	-23.25%	-32.67%	-50.61%	-38.18%	-35.45%	7.21%	-34.91%	-43.56%	-28.64%	-46.33%
其中：住宅	-31.44%	-19.04%	-34.13%	-23.44%	-22.06%	-29.52%	-25.37%	-57.99%	-44.97%	-32.39%	-1.46%	-23.96%	-42.26%	-33.46%	-41.69%

资料来源：国家统计局，华西证券研究所

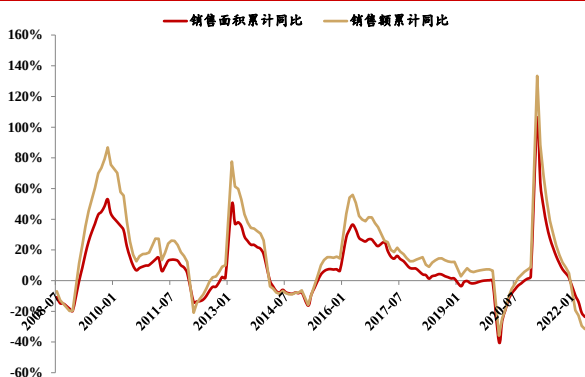
注：本报告中京津冀包含北京、天津、河北；江浙沪包含上海、江苏、浙江；珠三角包含广东；中原包含河南、湖北；川渝包含重庆、四川。

2. 政策效果初显，销售有所回升

1-5 月销售面积同比-23.6%，5 月单月销售面积同比-31.8%（4 月为-39%），单月增速较上月上升 7.2pct；销售金额同比-31.5%，5 月单月销售金额同比-37.7%（4 月-46.6%），单月增速较上月上升 8.9pct，单月环比均有所回暖，且同比降幅均有收窄。5 月销售数据企稳主要得益于：1）各地密集出台宽松政策，政策效果开始初步显现；2）五一假期期间房企加速推盘；3）多个城市疫情逐步得到控制，需求端复苏。我们认为销售数据虽然相对略有改善，但绝对值仍差，未来政策仍有释放空间。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-29.8%、-16.7%、-18.2%和-43.2%，中部区域表现相对较，西部次之，但销售增速均显著下滑。综合来看，展望 6 月，随着多个热点城市疫情封控的解除，叠加政策效果持续显现，以及去年基数的下滑，我们预计未来销售数据大概率将加速回暖。

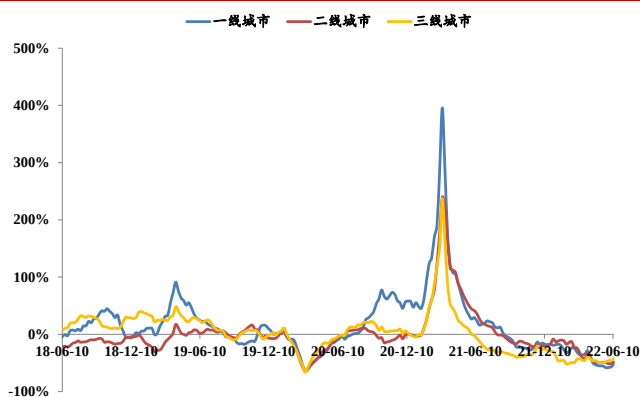
根据过去几年地产成交同比情况来看，地产小周期一般为 2-3 年左右（见图 3），且在政策调控下波动幅度逐渐减小，但受疫情影响，波动幅度大增。从销售数据当月值来看（图 5），1-5 月销售均价同比下行，表面当前市场表现较弱。从 30 大中城市成交面积同比增速高频数据来看（图 4），一、二、三线城市增速持续回落，各线城市整体表现较弱。分都市圈来看（图 6），1-5 月份，各都市圈的销售表现较差。从库存情况来看，在销售表现较差的背景下，我国商品房库存面积有所增长，致使库存面积增速同步上升。

图3 房地产销售面积与销售金额累计同比



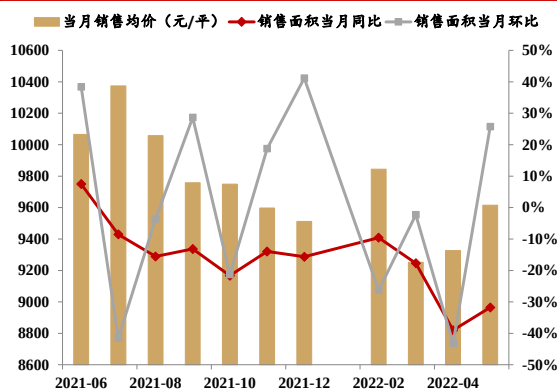
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图4 30大中城市成交面积同比



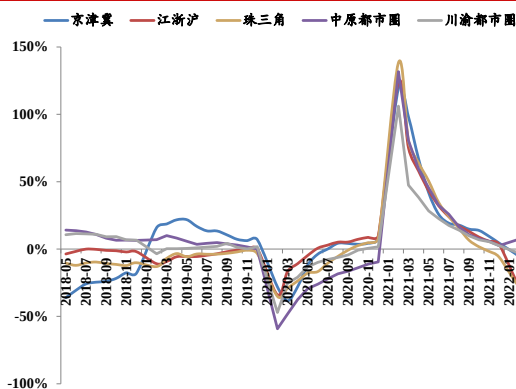
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图5 销售数据当月同比及环比



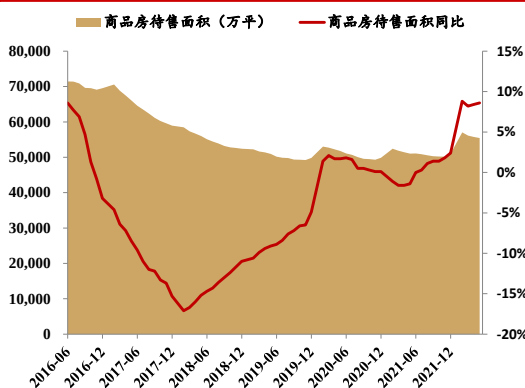
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图6 各都市圈销售面积累计同比



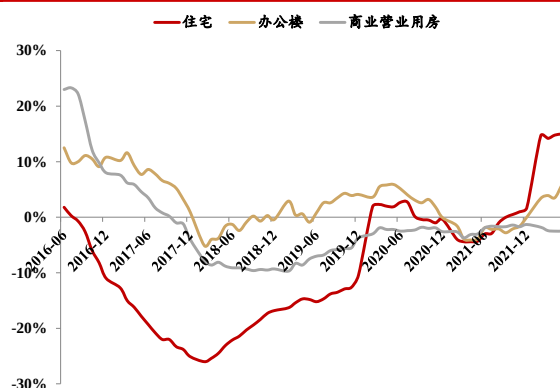
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图7 库存总面积及同比



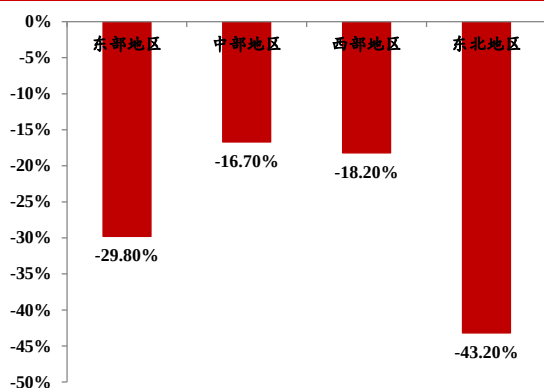
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图8 各类商品房库存面积同比增速



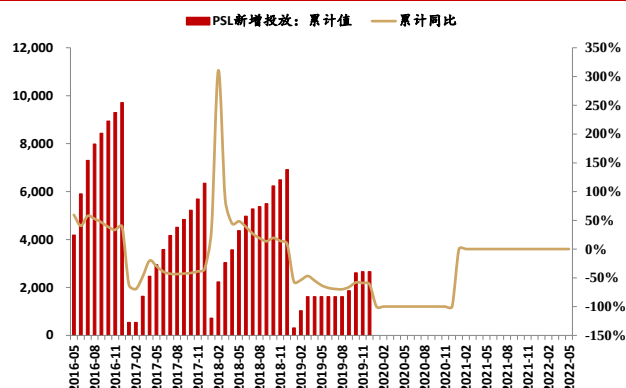
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

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. 投资回暖，新开工弱复苏，竣工回落，土地成交遇冷

2022年1-5月房地产投资同比-4.0%，较2022年1-4月下降1.3pct，单月增速较上月上升2.3pct，投资增速有企稳回暖的态势，主要得益于：1）疫情得到控制，项目复工加速，带动建安投资；2）旧改与保障房建设的拉动。

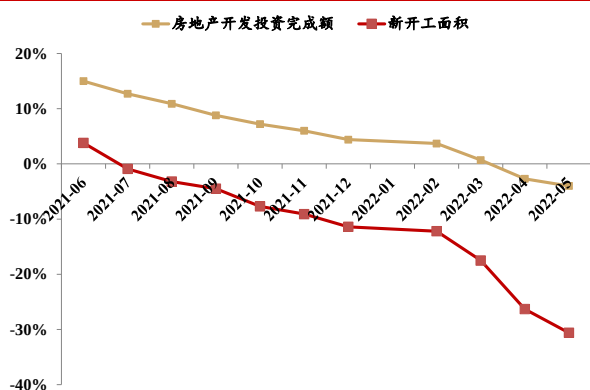
2022年1-5月新开工增速同比下降30.6%，较2022年1-4月下降4.3pct，5月单月新开工面积同比-41.8%（4月-44.2%），略有复苏。我们认为，新开工表现较弱主要系前期土拍市场遇冷开工量较少以及疫情影响所致。

2022年1-5月土地购置面积2389万平方米，同比减少45.7%，较2022年1-4月上升0.8pct；土地成交价款1389亿元，同比下降28.1%，增速较1-4月下降7.5pct，主要系5月集中供地城市较少所致。我们预计未来随着销售的持续转暖，投资增速亦将跟随复苏，但节奏上略慢。

2022年1-5月竣工面积同比-15.3%，较2022年1-4月下降3.4pct，进一步回落。受疫情各地疫情管控影响，竣工数据有所回落，随着疫情未来有望持续好转，竣工增速预计将有所修复。

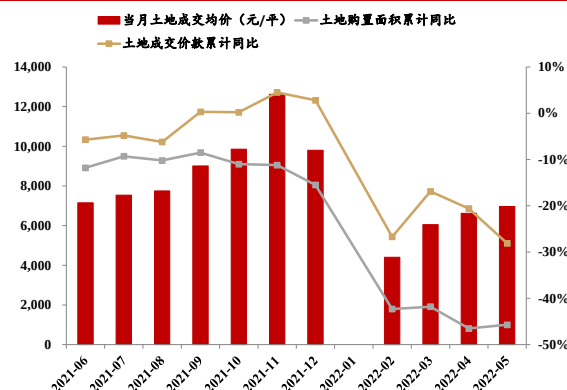
综上，随着放松政策的效果开始显现，行业基本面数据有望持续复苏，各项数据虽然底部企稳，但绝对增速仍然较差，我们认为，未来政策进一步放松的空间仍然较大。

图 11 房地产开发投资完成额与新开工情况



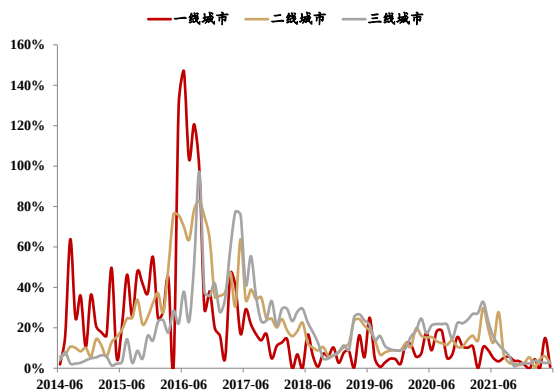
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 12 土地购置与成交情况



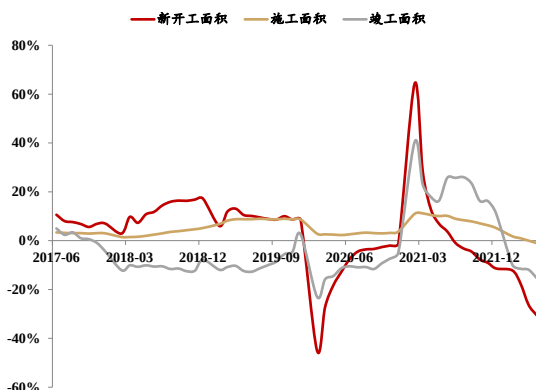
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

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

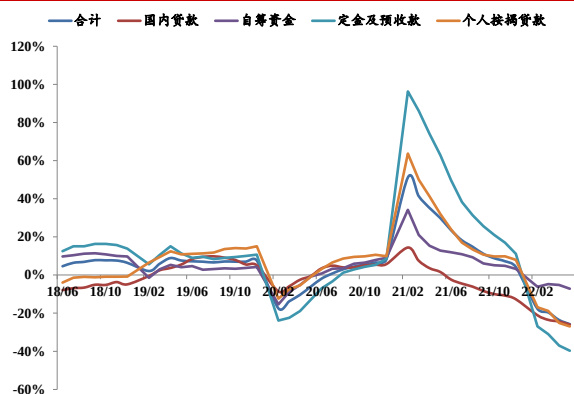


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

4. 资金来源持续改善，各分项均同步向好

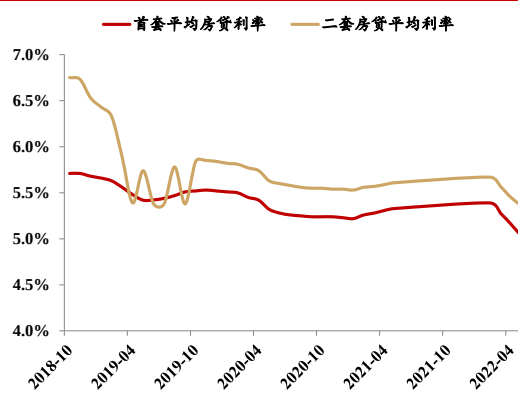
2022 年 1-5 月，房地产开发企业到位资金同比下降 25.8%，增速较 2022 年 1-4 月下降 2.2pct。分项来看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款及个人按揭贷款增速分别为-26.0%、-7.2%、-39.7%及-27.0%，各项回款数据均持续回落。我们认为，销售回款仍然是主要拖累项，预计未来随着销售持续回暖，资金来源也将逐渐好转。

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

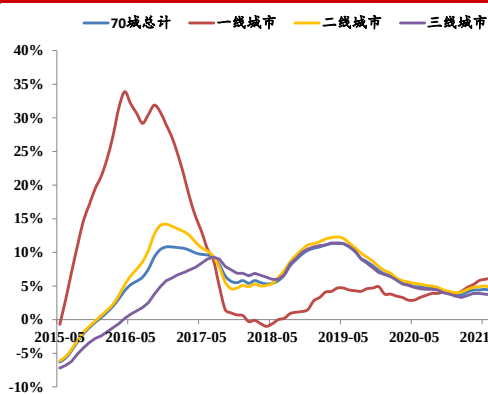


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

5. 政策持续放松，房价下行压力较大

从近期 70 城市房价指数当月同比走势来看，房价持续下滑，市场表现较差。随着前期一系列宽松政策的发力，以及 M2 增速恢复较高水平的情况下，我们预计 2022 年下半年房价有望探底回稳。

图 17 70 城房价指数当月同比



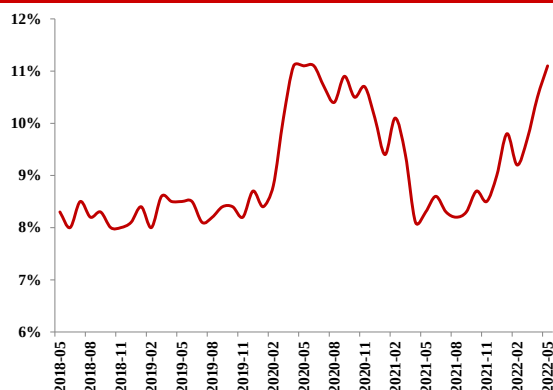
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

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

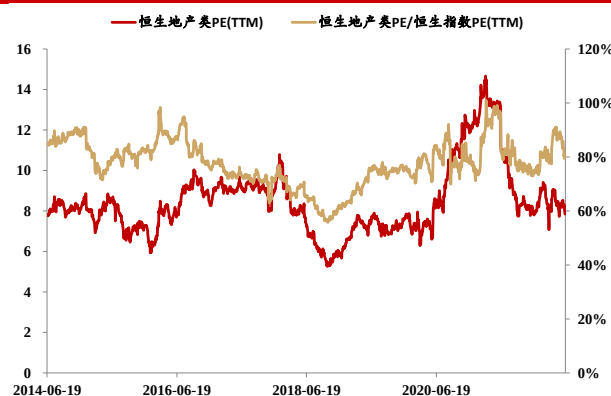
从 A 股和港股地产板块表现来看，近期房地产板块弱于大盘，绝对估值仍处低位。我们认为，房地产板块政策持续放松，业绩确定性强，同时，基本面数据探底回升，板块估值有望持续修复，值得重点关注。

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

5 月地产数据整体呈现企稳复苏迹象，显示前期一系列宽松政策开始发力，效果初显，也即政策并非是无效的，而是需要时间来起效，基本面有望持续复苏；另一方面，各项数据虽然底部企稳，但绝对增速仍然较差，未来政策进一步放松的空间仍然较大，地产板块估值仍有空间。我们重点推荐龙头房企万科 A、保利发展、招商蛇口、滨江集团、华侨城 A 等；相关受益标的包括金地集团、龙湖集团、华润置地、绿城中国、中国海外发展等。

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。

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。