

## 行业研究

# 开年销售弱势，结构分化明显

## ——房地产行业百强销售月报（2023年1月）

### 要点

**1月TOP10/20/50/100房企销售额同比分别下滑20%+,百强房企销售仍显疲弱。**

1月，TOP10/20/50/100房企的全口径销售金额、全口径销售面积分别为1,746亿元、2,528亿元、3,425亿元、3,994亿元；1,153万平、1,554万平、2,055万平、2,401万平；当月（累计）同比分别为-21.8%、-20.9%、-29.8%、-31.7%；-31.1%、-31.8%、-36.3%、-36.4%；环比分别为-47.1%、-49.5%、-46.4%、-47.0%；-42.6%、-42.8%、-47.0%、-48.3%。

**1月房企销售分化，销售额同比正增长和低于-30%的公司数量分别达18、19家；22年百强房企权益销售额占全国商品房累计销售额比重下滑10.4pct。**

1月，TOP50房企中的46家房企当月全口径销售额同比平均值为-11.9%，中位数为-18.2%（22年12月TOP50房企数值分别为-36.6%、-34.2%），其中同比正增长和低于-30%的公司数量分别达18、19家，部分房企销售修复较快，房企间销售表现分化明显。

1月，TOP10/20/50/100房企的销售额权益比例分别为72.2%、70.2%、69.7%、69.9%，同比+2.1pct、+0.7pct、-0.6pct、-0.3pct；销售额操盘比例分别为97.3%、94.7%、90.9%、89.5%，同比+0.8pct、持平、-0.6pct、-0.3pct。

2022年1-12月，TOP10/20/50/100房企累计权益销售额占全国商品房累计销售额比重分别为15.9%、22.8%、31.7%、38.3%，同比-2.5pct、-4.0pct、-9.0pct、-10.4pct。

**1月地方国企销售增长亮眼，部分龙头央企销售微涨，高杠杆民企销售深度下滑。**

1月，20家主流重点房企中有8家企业实现全口径销售额同比正增长。具体来看，单月全口径销售额同比前三的房企为越秀地产（全口径销售额单月同比+60.2%，权益销售额单月同比+42.6%）、建发房产（全口径销售额单月同比+28.6%，权益销售额单月同比+37.4%）、华发股份（全口径销售额单月同比+19.3%，权益销售额单月同比-2.9%）。同时，保利发展全口径销售额超越碧桂园位居克而瑞销售排行榜第一名。

**投资建议：**2023开年，监管部门密集发声，释放积极信号，房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转，房地产平稳健康发展事关金融市场稳定和宏观经济发展全局。供给侧来看，多部委相继表态，通过信贷、债券、股权多种方式综合协同，“三箭连珠”，执行层面的可操作性大幅提升，有力提振了房地产行业信心；需求侧来看，5年期LPR连续下调，地方政府“因城施策”引导合理住房需求，包括优化“认房认贷”标准，下调首付比例及按揭利率，发放购房补贴等。政策利好频发，供给侧信用风险出清，促需求实质性升温，疫情管控优化，供需回暖可期，资本市场关注度提升，**投资建议关注三条主线：1) 看好核心城市土储充裕、信用优势显著、品牌优秀的龙头房企未来市占率与ROE率先提升，建议关注保利发展、招商蛇口、中国金茂、中国海外发展等；2) 看好先发布局多元赛道、注重运营升维、第二增长曲线经营性现金流稳定增长的房企，建议关注万科A/万科企业、龙湖集团、新城控股等；3) 关注存量资产资源丰富、质地优异、管理高效的房企未来运用REITs提高资产回报率，建议关注华润置地、上海临港等。**

**风险分析：**房地产行业宽松政策推进不及预期风险，房地产市场需求不及预期风险，房地产企业项目竣工不及预期风险，房地产企业多元化业务经营不佳风险等。

### 房地产（地产开发） 增持（维持）

#### 作者

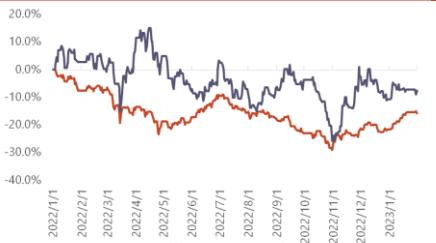
**分析师：何缅南**

执业证书编号：S0930518060006  
021-52523801  
hemiannan@ebscn.com

**联系人：庄晓波**

021-52523416  
zhuangxiaobo@ebscn.com

#### 行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

#### 相关研报

20230131 2022年宅地成交量缩价稳，一线城市楼面均价提升明显——土地市场月度跟踪报告（2022年12月）

20230118 2022全年房地产投资下降10%，12月35城新房价格同环比连续三月下降——房地产行业统计局数据月度跟踪报告（2022年12月）

20230116 2023开年监管密集发声，全年地产平稳回暖可期——对近期房地产政策的综合点评

20230113 2022年居民新增存款18万亿，12月房企境内债明显放量——光大证券房地产行业流动性及公募REITs跟踪报告（2022年12月）

20230106 建立首套房贷利率动态调整机制，常态化挂钩房价走势——对房贷利率政策的点评

# 1、23年开年销售延续弱势，房企销售分化继续演绎

## 房地产重点政策跟踪

2022年，从中央到地方的各级政府对房地产行业政策支持力度逐步加强，房地产调控由释放维稳信号步入出台更为积极的支持措施：2月24日住建部提出满足合理的改善型购房需求；3月5日全国两会支持更好满足合理住房需求；4月29日政治局会议定调支持各地从当地实际出发完善房地产政策；5月15日央行银保监会调整差别化住房按揭政策；7月28日政治局会议定调保交楼；8月中旬住建部等联合出台措施支持已售逾期难交付住宅项目交付；9月23日银保监会相关部门负责人表示，房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转；9月29日央行、银保监会阶段性调整差别化住房信贷政策，对于居民合理购房需求的信贷支持力度进一步增强；9月30日财政部明确支持居民换购住房个税优惠。

22年11月8日，在央行支持下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，以“第二支箭”支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。11月23日，央行及银保监会官方发布“金融十六条”。11月28日，证监会官网发布《证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问》，文中提及决定在房地产企业股权融资方面调整优化5项措施（“第三支箭”）；此外，政策首次提及“鼓励优质房企依托符合条件的仓储物流、产业园区等资产发行REITs”，为公募REITs在房地产存量资产上撬动投资价值打开空间。

22年12月“三支箭”相关支持政策进一步推进，包括12月7日央行提出用好“保交楼”专项借款和民营企业债券融资支持工具等各项政策，加大对房地产企业和建筑企业的贷款投放力度，支持房地产市场平稳健康发展；12月15-16日，中央经济工作会议谈及“满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”等；12月23日银保监会提出扎实做好“保交楼、保民生、保稳定”工作，稳定房地产开发贷款投放，积极满足优质头部房企合理融资需求，做好房地产并购融资支持等。

2023开年，监管部门密集发声，释放积极信号，23年1月5日，央行、银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制；住建部部长接受专访时表态对于购买第一套住房的要大力支持。三部委同时发布需求侧居民购房按揭利好。

## 百强月度销售点评

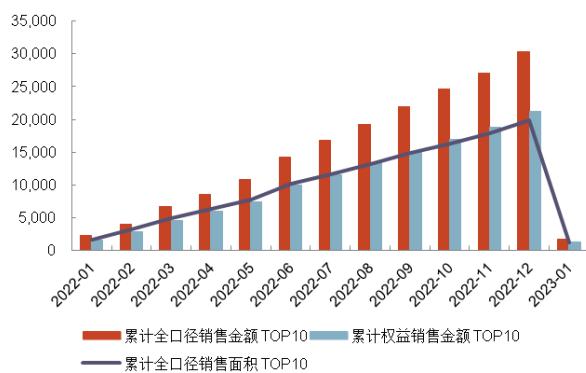
当前政策利好频发下，供给侧信用风险出清，促需求实质性升温，但目前受居民购买力不足、消费信心修复缓慢、春节假期影响下房企推货力度减弱等因素影响，23年1月百强房企单月全口径销售额同比-31.7%，延续较深跌幅，若将1月销售额与22年春节月（22年2月）数据对比，百强房企销售额同比依然下滑13.4%，表现仍显低迷，与我们前期百强销售月报判断一致。同时，23年开年房企销售表现分化继续演绎，TOP50中的46家房企1月销售额同比正增长和下滑30%以上的房企分别有18家、19家，呈现国企及低杠杆民企向前、高杠杆民企向后格局。1月份国内疫情影响逐步减弱，全国经济加速复苏，以及促需求等政策进一步落地，预期2023年市场将在一段时间筑底之后逐步修复，静待春暖花开。

## 1.1、TOP10/20/50/100 房企的整体销售情况

根据克而瑞数据中心发布的数据统计：

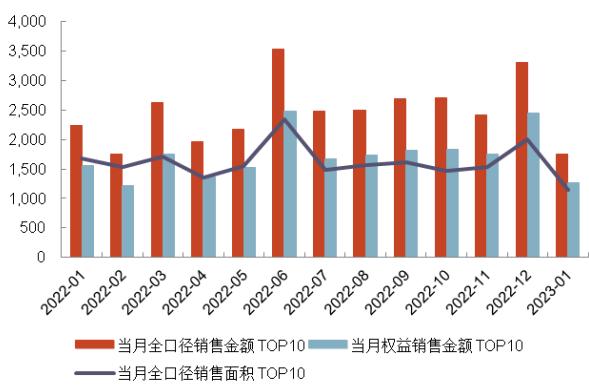
2023年1月，TOP10房企的全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为1,746亿元、1,260亿元、1,153万平，当月（累计）同比分别下降21.8%、19.5%、31.1%，环比-47.1%、-48.5%、-42.6%。

图1：TOP10房企累计销售规模



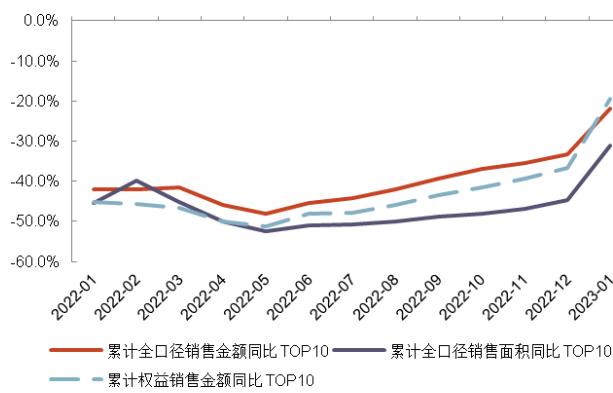
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元，万平方米

图2：TOP10房企单月销售规模



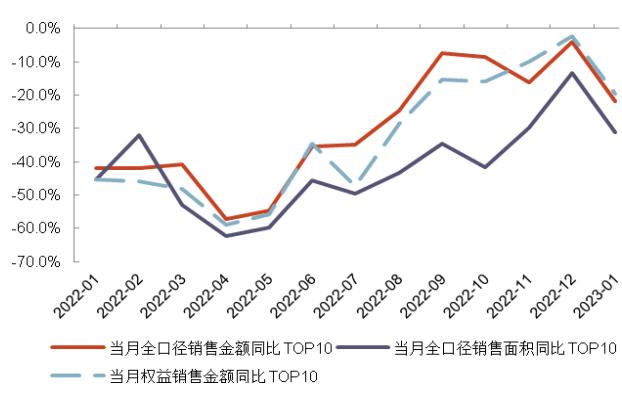
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元，万平方米

图3：TOP10房企累计销售同比



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

图4：TOP10房企单月销售同比



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

2023年1月，TOP20房企的全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为2,528亿元、1,775亿元、1,554万平，当月（累计）同比分别下降20.9%、20.0%、31.8%，环比-49.5%、-49.5%、-42.8%。

图 5：TOP20 房企累计销售规模



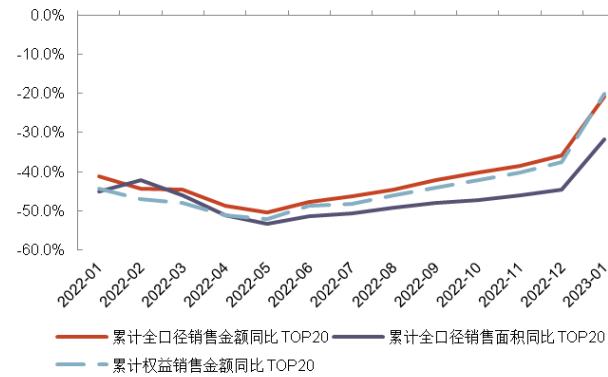
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元，万平方米

图 6：TOP20 房企单月销售规模



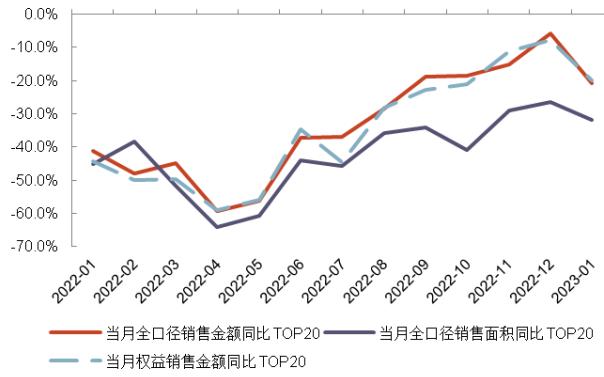
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元，万平方米

图 7：TOP20 房企累计销售同比



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

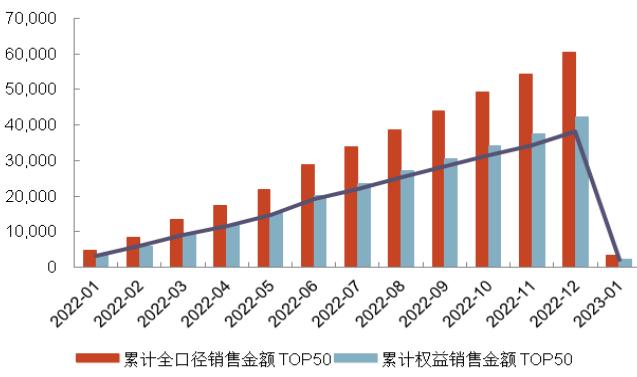
图 8：TOP20 房企单月销售同比



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

2023 年 1 月，TOP50 房企的全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为 3,425 亿元、2,388 亿元、2,055 万平，当月（累计）同比分别下降 29.8%、30.3%、36.3%，环比-46.4%、-47.5%、-47.0%。

图 9：TOP50 房企累计销售规模



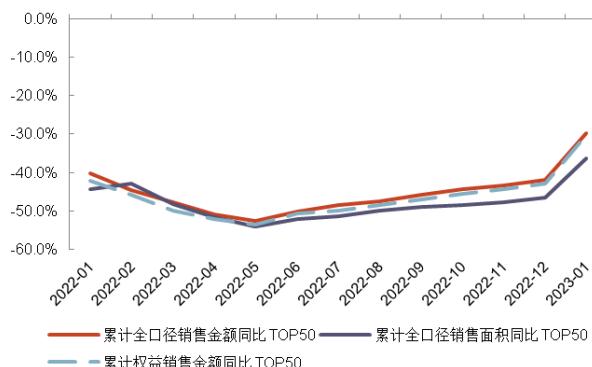
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元，万平方米

图 10：TOP50 房企单月销售规模



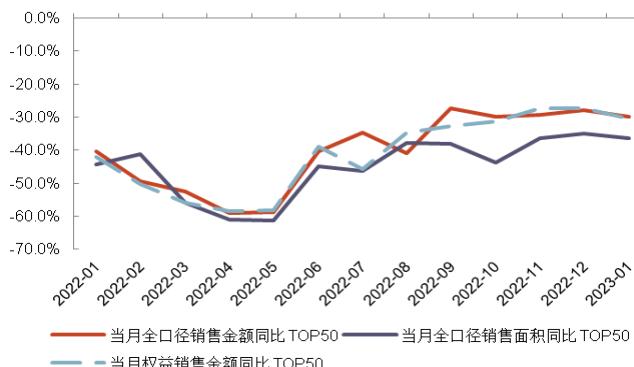
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

图 11：TOP50 房企累计销售同比



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

图 12：TOP50 房企单月销售同比



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

2023 年 1 月，TOP100 房企的全口径销售金额、权益销售金额、全口径销售面积分别为 3,994 亿元、2,791 亿元、2,401 万平，当月(累计)同比分别下降 31.7%、32.0%、36.4%，环比-47.0%、-48.1%、-48.3%。

图 13：TOP100 房企累计销售规模



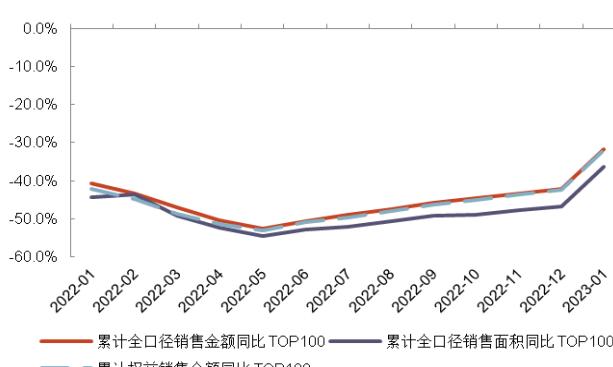
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元，万平方米

图 14：TOP100 房企单月销售规模



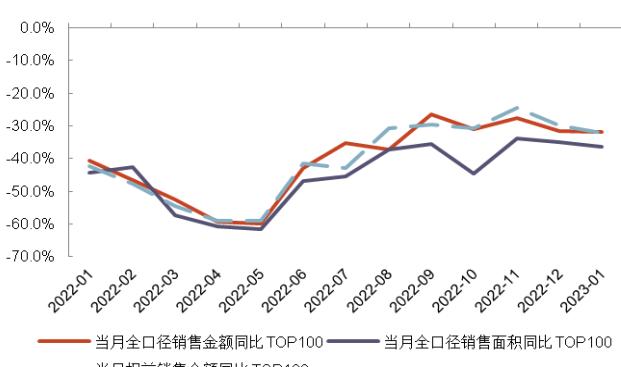
资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元，万平方米

图 15：TOP100 房企累计销售同比



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

图 16：TOP100 房企单月销售同比



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

## 1.2、TOP50 房企全口径销售额明细情况

2023 年 1 月，TOP50 房企中的 46 家房企（其余 4 家因 1 月历史数据不足暂未纳入统计）当月（累计）全口径销售额同比平均值为 -11.9%，中位数为 -18.2%（22 年 12 月 TOP50 房企单月销售额同比平均值为 -36.6%，中位数为 -34.2%，累计销售额同比平均值为 -35.4%，中位数 -34.0%），其中同比在 0% 以上、-10%~0%、-20%~-10%、-30%~-20%、低于 -30% 的公司数量分别为 18、2、5、2、19 家，同比正增长公司数量较上月增多，房企间销售表现分化明显。

图 17：TOP50 房企 2022 年 1-12 月全口径销售额累计同比分布

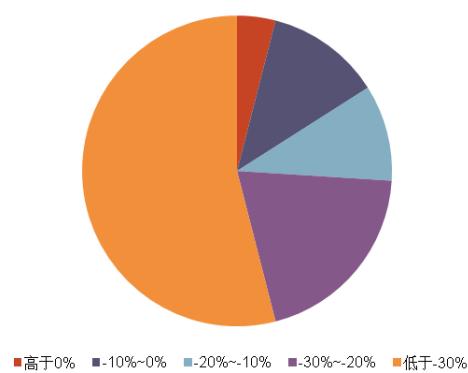
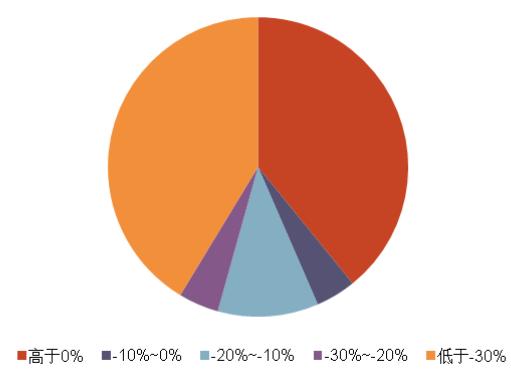


图 18：TOP50 房企 2023 年 1 月全口径销售额同比分布



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；

注：本月仅 TOP50 房企中的 46 家房企，其余 4 家因 1 月历史数据不足暂未纳入统计。

## 1.3、房地产行业销售权益和操盘情况

2023 年 1 月，TOP10/20/50/100 房企的销售额权益比例分别为 72.2%、70.2%、69.7%、69.9%，较 2022 年 1 月销售额权益比例同比 +2.1pct、+0.7pct、-0.6pct、-0.3pct，较 2022 年累计销售额权益比例变动 +2.5pct、+0.7pct、+0.1pct、-0.2pct；

2023 年 1 月，TOP10/20/50/100 房企的销售额操盘比例分别为 97.3%、94.7%、90.9%、89.5%，较 2022 年 1 月销售额操盘比例同比 +0.8pct、持平、-0.6pct、-0.3pct，较 2022 年累计销售额操盘比例变动 +0.2pct、-0.3pct、+0.5pct、+0.7pct。

图 19：TOP10/20/50/100 房企累计销售额权益比例

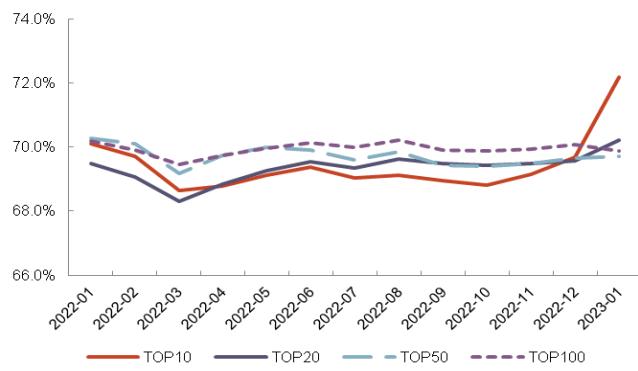
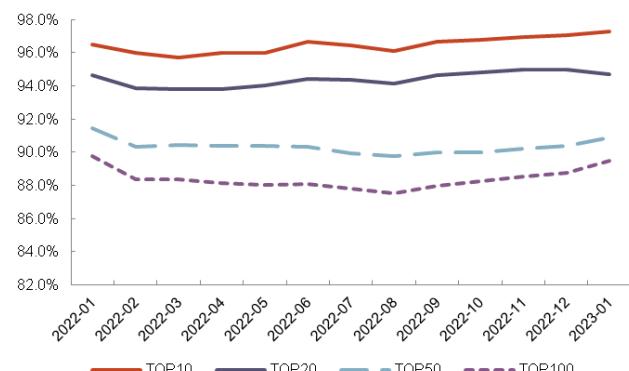


图 20：TOP10/20/50/100 房企累计销售额操盘比例



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

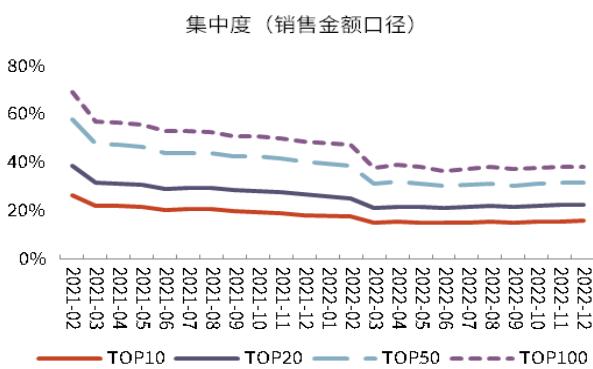
## 1.4、房地产行业销售集中度情况

根据克而瑞数据中心发布的数据统计：

2022年1-12月，TOP10/20/50/100房企的销售金额（权益销售金额口径）集中度分别为15.9%、22.8%、31.7%、38.3%；较2021年1-12月同比变动-2.5pct、-4.0pct、-9.0pct、-10.4pct，较2022年1-11月环比变动+0.1pct、+0.1pct、-0.1pct、-0.2pct。

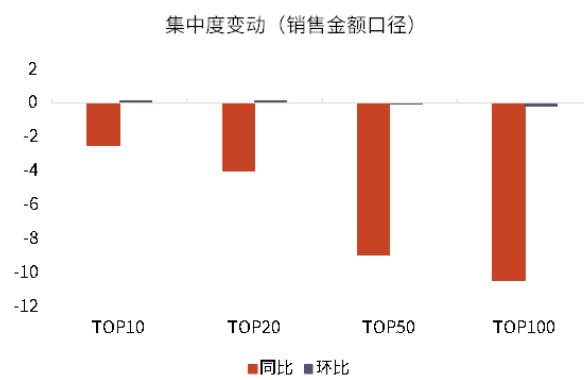
注：房企集中度计算公式为“各梯队房企累计权益口径销售额/全国商品房累计销售额”。

图 21：TOP10/20/50/100 房企累计销售金额集中度 (%)



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

图 192：TOP10/20/50/100 房企累计销售金额集中度同比、环比



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

注：数据截止 22M12；单位：pct。

## 1.5、20家主流重点房企的销售变化情况

根据克而瑞数据中心发布的数据统计：

2023年1月，20家主流重点房企中有8家企业实现全口径销售额同比正增长。具体来看，单月全口径销售额同比前三的房企为越秀地产（全口径销售额单月同比+60.2%，权益销售额单月同比+42.6%）、建发房产（全口径销售额单月同比+28.6%，权益销售额单月同比+37.4%）、华发股份（全口径销售额单月同比+19.3%，权益销售额单月同比-2.9%）。同时，保利发展全口径销售额超越碧桂园位居克而瑞销售排行榜第一名。

图 20：20家主流重点房企 2023年1月全口径销售金额



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元

图 21：20家主流重点房企 2023年1月权益销售金额



资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理；单位：亿元

表 1：20 家主流重点房企当月销售金额

企业简称	全口径销售金额（亿元）			权益销售金额（亿元）		
	2023年1月	2022年1月	单月同比	2023年1月	2022年1月	单月同比
碧桂园	270.0	494.5	-45.4%	210.6	363.5	-42.1%
万科地产	278.0	335.0	-17.0%	180.7	217.8	-17.0%
保利发展	295.0	283.0	4.2%	210.1	200.0	5.1%
融创中国	71.0	278.0	-74.5%	39.8	154.2	-74.2%
中海地产	125.0	155.2	-19.5%	116.8	145.0	-19.4%
华润置地	160.2	150.0	6.8%	120.2	103.0	16.7%
招商蛇口	158.5	151.5	4.6%	98.0	91.0	7.7%
金地集团	92.0	149.6	-38.5%	57.0	92.7	-38.5%
龙湖集团	108.5	107.5	0.9%	65.0	69.9	-7.0%
绿城中国	104.7	116.2	-9.9%	67.4	60.8	10.9%
新城控股	56.6	89.6	-36.8%	40.6	60.2	-32.6%
中国金茂	100.0	100.0	0.0%	69.0	69.0	0.0%
绿地控股	103.0	120.1	-14.2%	92.7	108.1	-14.2%
旭辉集团	50.1	84.8	-40.9%	29.6	50.0	-40.8%
<b>建发房产</b>	<b>107.8</b>	<b>83.8</b>	<b>28.6%</b>	<b>80.1</b>	<b>58.3</b>	<b>37.4%</b>
滨江集团	120.7	103.6	16.5%	60.9	54.3	12.2%
金科集团	36.1	84.0	-57.0%	26.0	60.4	-57.0%
<b>华发股份</b>	<b>121.9</b>	<b>102.2</b>	<b>19.3%</b>	<b>73.5</b>	<b>75.7</b>	<b>-2.9%</b>
<b>越秀地产</b>	<b>88.1</b>	<b>55.0</b>	<b>60.2%</b>	<b>77.3</b>	<b>54.2</b>	<b>42.6%</b>
世茂集团	45.1	75.1	-39.9%	31.6	52.6	-39.9%
<b>合计</b>	<b>2,492.3</b>	<b>3,118.7</b>	<b>-20.1%</b>	<b>1,746.9</b>	<b>2,140.7</b>	<b>-18.4%</b>

资料来源：克而瑞数据中心，光大证券研究所整理

## 2、投资建议

2023开年，监管部门密集发声，释放积极信号，明确房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转，房地产平稳健康发展事关金融市场稳定和宏观经济发展全局。供给侧来看，多部委相继表态，通过信贷、债券、股权多种方式综合协同，“三箭连珠”，执行层面的可操作性大幅提升，有力提振了房地产行业信心；需求侧来看，5年期LPR连续下调，地方政府“因城施策”引导合理住房需求，包括优化“认房认贷”标准，下调首付比例及按揭利率等。政策利好频发，供给侧信用风险出清，促需求实质性升温，疫情管控优化，房地产供需回暖可期，资本市场关注度提升明显，投资建议关注三条主线：

- 1) 看好核心城市土储充裕、信用优势显著、品牌优秀的龙头房企未来市占率与ROE率先提升，建议关注保利发展、招商蛇口、中国金茂、中国海外发展等；
- 2) 看好先发布局多元赛道、注重运营升维、第二增长曲线经营性现金流稳定增长的房企，建议关注万科A/万科企业、龙湖集团、新城控股等；
- 3) 关注存量资产资源丰富、质地优异、管理高效的房企未来运用REITs提高资产回报率，建议关注华润置地、上海临港等。

### 3、风险分析

房地产行业宽松政策推进不及预期风险：后续房地产宽松政策推行速度及落地效果或不及预期，或导致居民及企业信心修复缓慢、房地产销售市场回暖滞缓，进而影响企业销售回款，拉长房地产开发运营周期，加大企业资金压力。

房地产市场需求不及预期风险：一旦就业情况恶化或导致部分居民薪资缩水及家庭可支配收入下降，或影响居民购房需求及居民部门结构性信用扩张以及按揭贷款偿还。

房地产企业项目竣工不及预期风险：国内疫情管控放开后，仍存在疫情反复的风险，不排除未来疫情拖缓公司施工进度，从而影响竣工规模并导致企业业绩兑现不及预期的风险。

房地产企业多元化业务经营不佳风险：国内疫情管控放开后，仍存在疫情反复的风险，叠加房企多元业态可能受宏观经济环境变化或行业竞争环境恶化等因素影响，出现多元业务经营效果不及预期、投资回报收益率表现不佳等风险。

房地产企业信用风险：部分房企 23 年仍将面对债务到期高峰，叠加“三道红线”降杠杆要求，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。

## 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。
<b>基准指数说明：</b> 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曾与，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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

**中国光大证券国际有限公司**  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

**Everbright Securities(UK) Company Limited**  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE