

分析师：

黄伟平 S0190514080003

喻坤 S0190517090003

左大勇 S0190516070005

研究助理：徐琳

地产的逻辑会如何演绎？

2019 年 4 月 16 日

投资要点

当前货币宽松、社融企稳叠加稳增长的压力，资金是否大幅流向传统稳增长部门（地产+基建）成为短期经济能否企稳的重要关注点，本文从地产的角度，厘清可能影响今年地产投资需求的主要因素。

相关报告

20190415

债市调整后的冷思考

20190409

避其锋芒，击其惰归——2 季

度利率策略报告

20190311

稳增长与防风险的平衡木

20190307

再议曲线陡峭化

20190303

社融企稳了，债市怎么看？

20190217

波动的节奏 VS 下行的趋势

20190128

从银行发永续债谈起

20190121

趋势 VS 波动，当前应更看重

哪个？

20190115

以时间磨空间

20190107

波动放大，坐稳扶好

20190102

需不需要担心下一阶段的供给压力

20181224

等待新的预期差

20181217

趋势未完，注意节奏

20181128

从孤芳到满园风光——2019 年债券策略展望

团队成员：

黄伟平、左大勇、罗婷、喻坤、
罗雨浓、吴鹏、雷霆、徐琳

- **地产销售：周期分化逻辑的进一步演绎。**1) 2015 年至今的地产销售周期的主要特征为区域分化，其中重要因素是棚改货币化。2) 当前地产周期区域分化的新特征：一二线城市边际改善，三线及以下城市下行趋势未完。主要原因包括：①不同等级城市人口净流入规模不同，进而导致城市内生购房需求的差异。②不同等级城市地产内生周期错位。3) 返乡置业的趋势开始缓和。

● 政策边际放松 VS 地产周期的力量

- **当前地产调控政策边际放松，但与 12 年形似而神不似。**18 年下半年以来出现多个城市边际放松地产调控，以及部分核心城市销售边际回暖，与 12 年那轮地产周期的前奏相似，但 12 年那轮地产周期启动的必要条件是 11 年底开始的 3 次降准和 2 次降低存贷款利率。当前并未看到全面性的降低存贷款基准利率政策的出台，且各地地产调控政策放松力度与 12 年相比更为温和。且 3 月经济似乎有短期企稳的迹象，这可能会提升管理地产放松预期的必要性。
- **与前几轮明显的政策周期相比，当前地产销售区域结构的新变化似乎更多地是其自身地产内生周期的演变。**①当前一二线地产销售的边际改善主要由内生购房需求驱动，对政策放松的依赖度不高。②三线及以下城市由于前期棚改货币化导致潜在购房需求一次性释放，地产政策边际放松对其地产销售走弱的趋势影响不大。
- **整体而言，由于三线及以下城市占比超过 70%，而当前这些城市地产内生周期仍是下行趋势，当前全国住宅销售面积同比大概率仍会逐渐走低，若一二线地产销售的改善持续，则住宅销售增速下行的斜率可能趋缓。但如果后续出现全国范围的降低首付比或贷款利率、放开限购限贷等政策，则会对全国层面的地产销售形成支撑。**

● 地产投资：建安投资的改善需要满足一定前提

- **18 年在地产销售趋势性走弱的背景下，地产投资并不弱，但内部结构有所分化：**①土地购置投资与建安投资的错位。②新开工和竣工相背离，背后是房企大范围采用“高周转”运营模式，且房企“高周转”模式主要运用于三线及以下城市，致使地产投资指标也表现出三四线偏强、一二线偏弱的特征。
- **当前房企囤地的动能或将弱化，建安投资或仍将受到资金来源的压制。**
 - 1) **土地投资方面，土储处于高位叠加债务到期压力，全国层面房企进一步囤地的积极性或减弱。**但受指标口径影响，短期内土地购置费对地产投资仍有支撑。
 - 2) **建安投资方面，建安投资或仍将受到资金来源的压制。**①由于地产销售大概率下行和房企囤地动力减弱，新开工面积增速或受到拖累。②施工面积指标存在局限。③建安投资与地产开发资金相关性更高，后者变动趋势则主要受销售回款影响，19 年建安投资或仍将受到地产开发资金的压制，但区域结构可能出现分化。

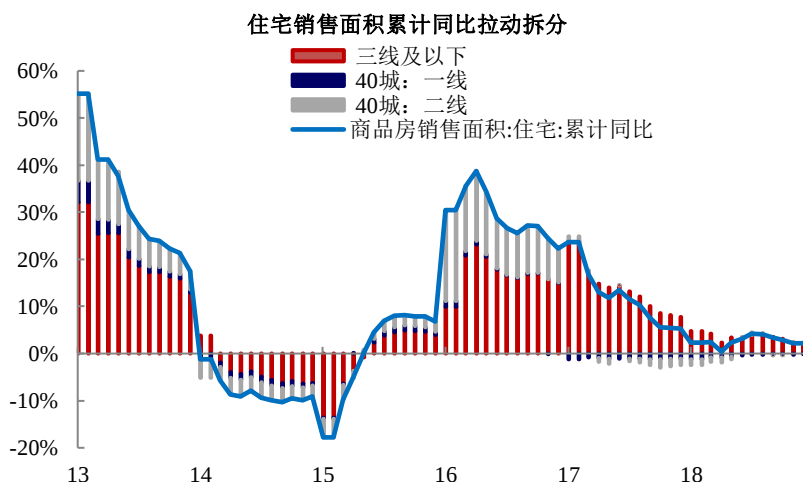
风险提示：基本面变化超预期；监管政策超预期

当前货币宽松、社融企稳叠加稳增长的压力，资金是否大幅流向传统稳增长部门（地产+基建）成为短期经济能否企稳的重要关注点，本文从地产的角度，厘清可能影响今年地产投资需求的主要因素。

地产销售：周期分化逻辑的进一步演绎

- 2015 年至今的地产销售周期的主要特征是区域间分化，主要表现为一二三线¹城市及东中西部地产销售周期的分化。以往的几轮地产销售周期中，各区域（包括一二三线城市和东中西部）基本上呈现出周期共振的特征，15 年以来的地产销售周期则不同：按一二三线城市划分，一线城市住宅销售增速 15 年 10 月已见顶下行，而二三线城市的销售增速顶点则出现在 16 年底前后，且此后三线及以下城市的销售增速下行的趋势较为平缓，与一二线出现分化，表现为 18 年三线及以下城市对住宅销售面积增速的贡献仍未正，而一二线的贡献则为负。东中西部区域的住宅销售面积也表现出类似的特征。15 年以来引致地产周期区域分化的重要因素是棚改货币化，而棚改货币化的实施区域则主要集中于中西部省份和三线及以下城市，对当地住宅销售的贡献较为显著（参见《棚改退潮，谁最受伤？ 20180720》）。

图表 1：15 年以来一二三线地产销售周期分化

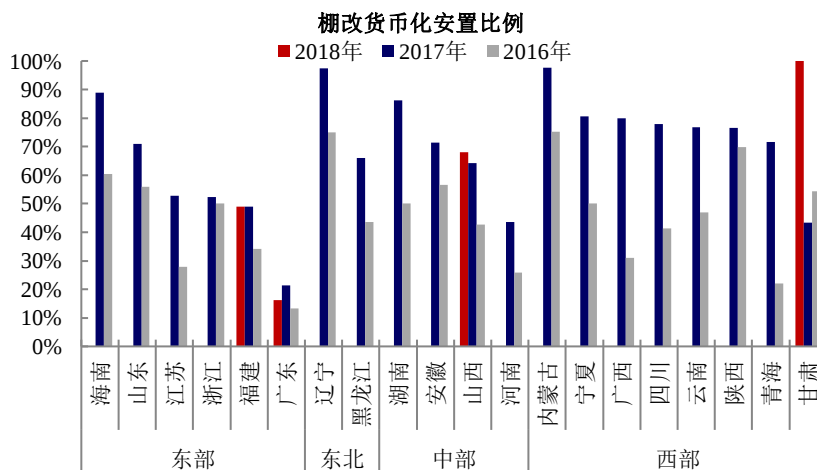


数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

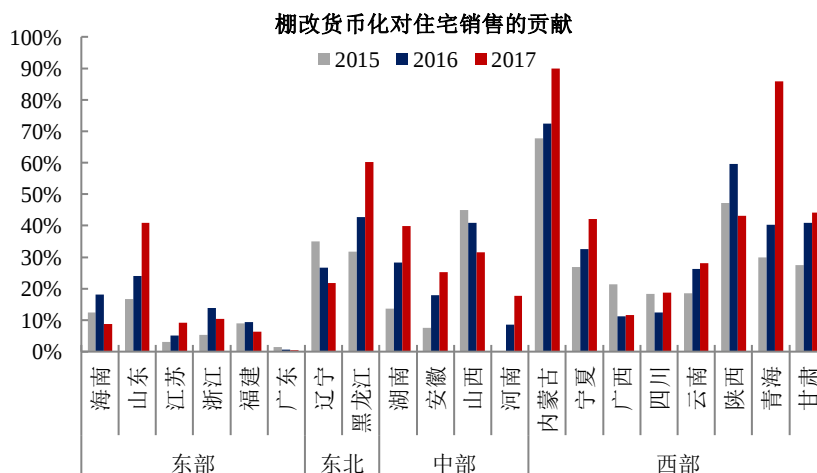
¹ 本文的三线城市实际上为“三线及以下城市”，下同。

图表 2：15 年以来东中西部地产销售周期分化


数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3：棚改货币化主要集中于中西部地区


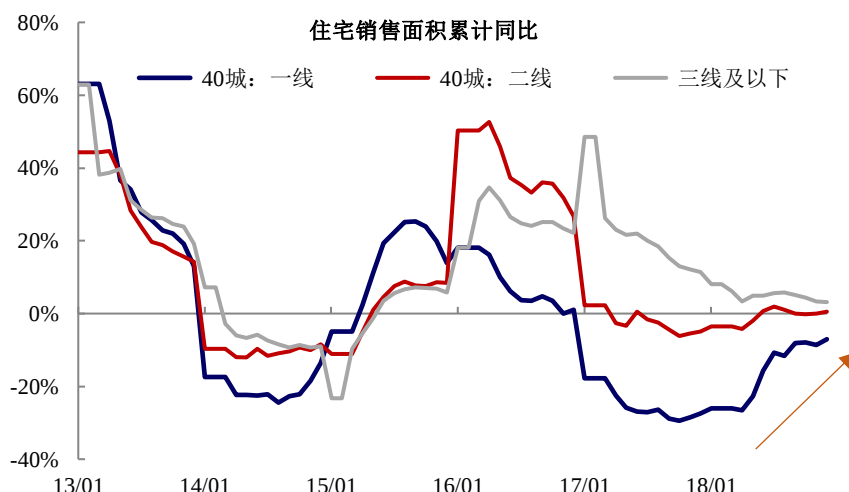
数据来源：各省住建厅，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4：1 棚改货币化对提振中西部地产销售的贡献较大


数据来源：CEIC，各省住建厅，兴业证券经济与金融研究院整理

- **当前地产周期区域分化的新特征：一二线城市边际改善，三线及以下城市下行趋势未完。**18年下半年以来，一线城市住宅销售面积同比跌幅趋势性缩小，二线城市销售面积累计同比逐渐小幅转正，三线及以下城市的住宅销售面积同比则从17年底的11.4%进一步下行至18年底的3.1%。当前一二线和三线及以下城市的住宅销售面积同比趋势表现分化的原因包括：
 - **1) 不同等级城市人口净流入规模不同，进而导致城市内生购房需求的差异。**一二线核心城市由于经济实力较强，长期存在人口净流入的现象，这部分新增城市人口支撑着当地购房刚需。与一二线相比，大部分三线及以下城市人口净流入的规模相对较小，甚至有的城市表现为人口净流出，致使三线及以下城市的内生购房需求可能较弱。
 - **2) 不同等级城市地产内生周期错位。**
 - ①**一二线城市的地产调控已实施近3年，积累的内生购房需求开始陆续释放。**16年3月起一线城市已开始收紧地产政策，16年8-10月大部分二线城市收紧地产调控，而三线及以下城市大范围收紧地产政策则要到17年3月以后。本轮一二线调控已实施近3年，购房刚需已积累一段时间，在调控政策边际放松的背景下，一二线的内生购房需求开始驱动住宅销售面积增速的边际改善。以上海为例，16年3月，上海将非本市户籍居民家庭购房缴纳个人所得税或社会保险的年限，从“累计缴纳2年以上”调整为“连续缴纳满5年及以上”，而当前这部分3年前被抑制的刚需已开始陆续满足购房要求。
 - ②**随着棚改货币化的逐渐退潮，三线及以下城市的地产销售下行周期尚未结束。**三线及以下城市地产销售此前受益于棚改货币化，大部分潜在购房需求在前几年得到集中释放。而17年下半年起，棚改政策开始转向，更多地强调因地制宜地调整货币化安置政策，地产库存压力不大的城市需要控制货币化安置比例。棚改货币化对三线及以下城市的地产销售的提振作用开始消退，三线及以下城市的地产下行周期仍将持续一段时间。
 - **3) 返乡置业的趋势开始缓和。**过去两年，受制于核心城市地产调控政策和高房价，外出务工群体返乡置业的意愿上升，但随着一二线城市陆续出台吸引人才政策、住房租赁市场的逐渐规范化以及三四线城市房价的抬升，19年初具有返乡置业意愿的人数占比较18年有所降低，更愿意在工作城市买房的人数占比提高，这部分购房需求从三线及以下城市向核心一二线城市的转换进一步支撑了当前地产区域分化的新变化。

图表 5：一二线城市的地产销售出现边际改善，三线及以下城市下行趋势未完

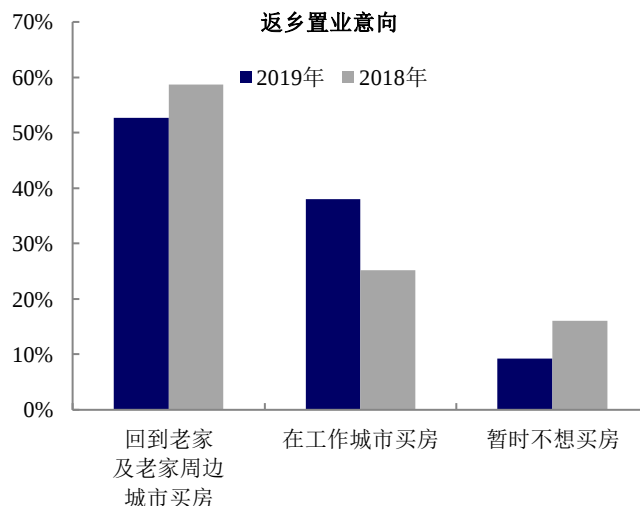
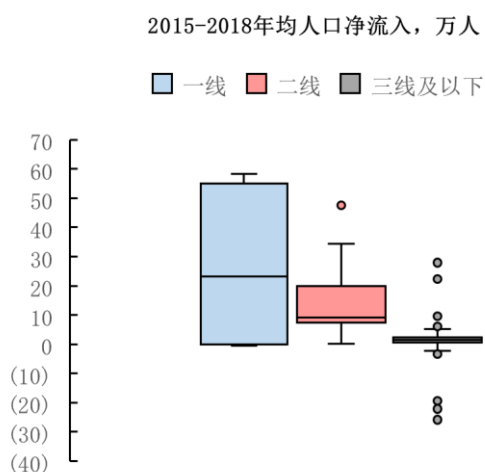


注：本文的一二线划分方式与统计局公布的 40 大中城市中的一二线划分一致，除一二线以外的其它城市本文则归入“三线及以下城市”，下同。

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6：多数三线及以下城市人口净流入较少

图表 7：返乡置业趋势开始缓和



数据来源：Wind，CEIC，安居客，兴业证券经济与金融研究院整理

● 政策边际放松 VS 地产周期的力量

- 地产调控政策边际放松，但与 12 年形似而神不似。18 年下半年以来，随着地产销售的继续下行和基本面走弱，多地开始边际放松地产调控政策，叠加一线和部分核心二线的地产销售出现边际回暖，似乎与 12 年那轮地产周期的前奏相似。12 年那轮地产周期在政策上表现为国家层面未明显放松地产调控，但也未进一步收紧，地方层面则各自出台了相应的地产刺激政策。但 12 年那轮地产周期启动的必要条件，其实是 11 年底开始的 3 次降准和 2 次降低存贷款利率。而当前来看，政府工作报告在货币政策方面边际上更加强调“预期管理”和“精准滴灌”，更多地倾向于解决小微企业的融资成本偏高和风险溢价偏高的问题，目前并未看到全面性的降低存贷款基准利率政策的出台，且全国层面的政策放松力度与 12 年相比更为温和。且 3 月经济似乎有短期企稳的迹象，这可能会提升管理地产放松预期的必要性。

图表 8：18 年以来地产调控政策边际放松

政策主题	时间	一线城市	二线城市	三线及以下城市
公积金政策边际放松	18 年 3 月 18 年 4 月 18 年 7 月 19 年 2 月	上海	河北石家庄、江苏南京 湖北武汉 浙江杭州、黑龙江哈尔滨	内蒙古 广东清远、浙江金华
引进人才购房优惠政策	18 年 1 月 18 年 2 月 18 年 3 月 18 年 4 月 18 年 6 月 18 年 8 月 18 年 10 月 18 年 11 月 18 年 12 月 19 年 1 月 19 年 2 月	北京 上海、广州 广州、北京 广州	江苏南京 河北石家庄、福建厦门、辽宁沈阳 江苏苏州	江苏徐州 广东珠海 海南 河南洛阳 广西柳州 广东珠海 广东江门、河北沧州 海南海口、广西南宁
放松限购限售	18 年 1 月 18 年 12 月 19 年 1 月		山东青岛、辽宁大连	甘肃兰州 山东菏泽
放松落户	19 年 2 月		江苏南京、陕西西安	江苏常州
税收优惠	19 年 1 月 19 年 3 月		重庆	广东东莞
公积金政策边际收紧	19 年 1 月		四川成都	四川绵阳、内蒙古
加强调控	19 年 1 月			海南海口、海南三亚、河北沧州

数据来源：中指研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9：当前地产调控的边际放松与 12 年有重要区别

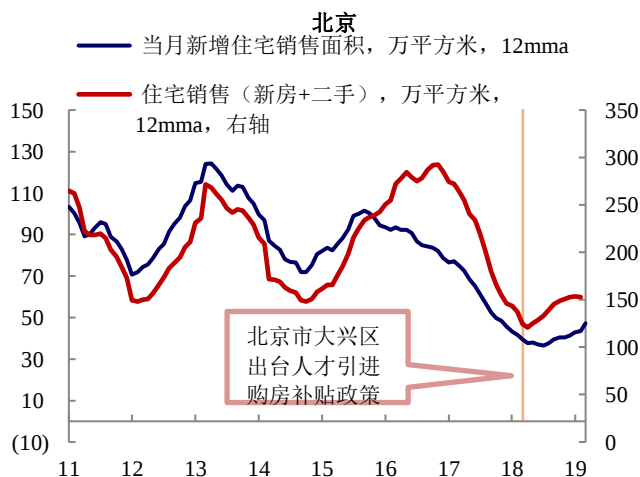
政策主题	19 年	12 年
地产调控政策	中央	中央未调整地产调控政策。
	地方	地方多个城市通过引进人才的购房补贴政策、边际放松公积金贷款政策和限购限售政策、等对前期的地产调控政策进行微调
货币政策	18 年至今 4 次降准（包括 3 次定向降准），但 目前为止并未降低存贷款利率	11 年 12 月起 3 次降准（包括一次定向降准）， 2 次降低存贷款利率

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

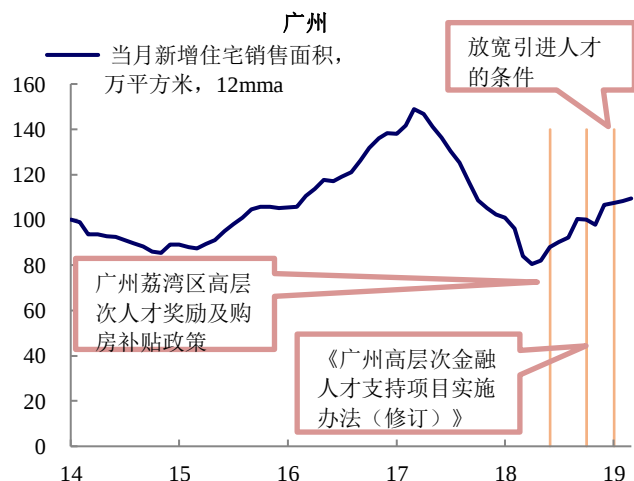
- 与前几轮明显的政策周期相比，当前地产销售区域结构的新变化似乎更多地是其自身地产内生周期的演变。
- ①对于一线和部分核心二线城市来说，当前地产销售的边际改善对政策放松的依赖度不高。18 年以来一线和部分核心二线城市的地产销售边际改善，主要是由所在城市的刚需购房需求驱动，在相应的人才引进购房补贴等微调政策颁布之前，当地地产销售已开始回暖，政策的边际放松更多地起到锦上添花的作用。
- ②对于三线及以下城市来说，由于前期棚改货币化导致潜在的购房需求一次性释放，新的刚需尚未积累至一定规模，地产政策的边际放松不改变其地产销售周期向下的趋势。但是，若出现实质性的降低首付和房贷压力的

政策，则三线及以下城市的地产周期向下的趋势可能改变。18 年底，三线城市南宁的多个楼盘出现首付分期的优惠，拉动了当地住宅销售面积增速的提升。但首付分期实质上属于开发商的“擦边球”操作，可能更多地用于缓解短期资金流压力和年末冲业绩，在全国范围内大面积使用的概率不高。实际上，19 年初，南宁市场上首付分期的购房活动即已降温，指向首付分期可能更多的是开发商年底冲业绩的手段。

图表 10：北京地产调控政策边际放松力度不大

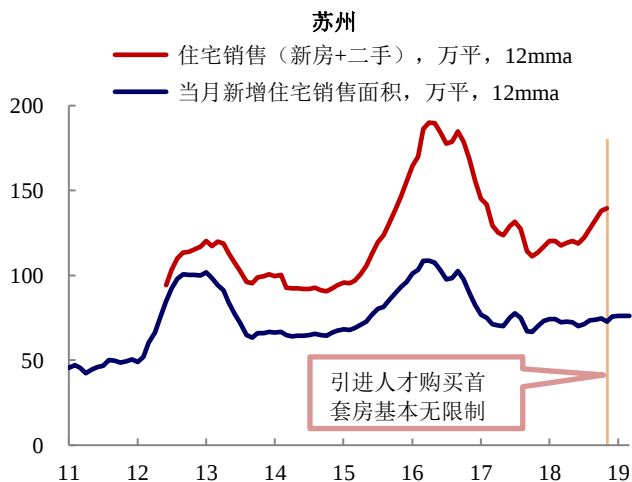


图表 11：广州地产销售的边际回暖并不依赖于政策放松



数据来源：Wind，CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 12：苏州在政策边际放松前地产销售已回暖

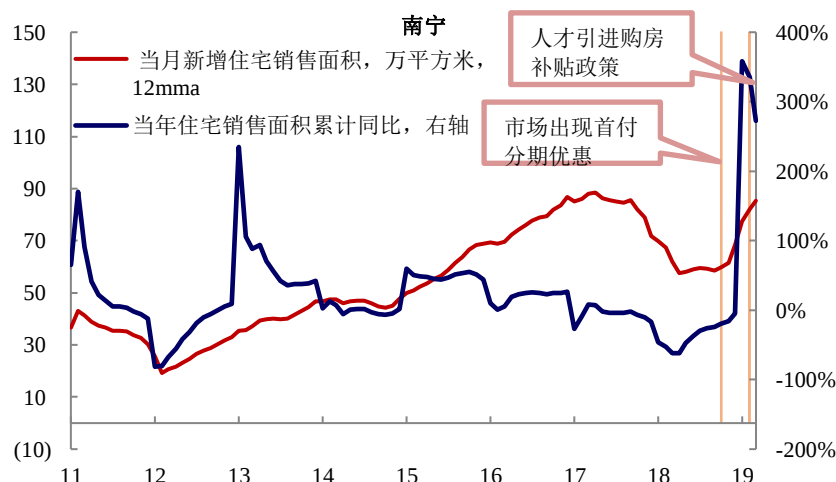


图表 13：三线城市常州放松落户对销售影响不大



数据来源：Wind，CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 14：实质性的降低首付或房贷压力的政策可能会扭转三线城市的地产周期

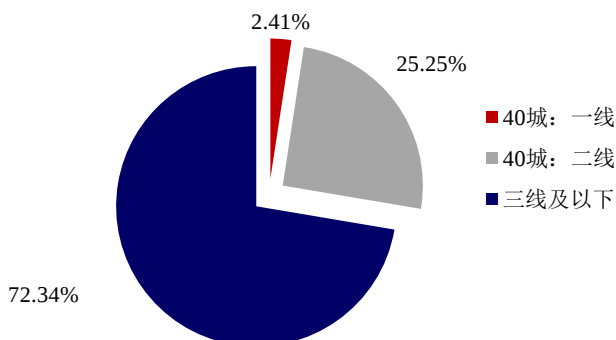


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 整体而言，由于三线及以下城市占比超过 70%，而当前三线及以下城市的地产内生周期仍是下行的趋势，目前来看 19 年全国层面住宅销售面积同比大概率仍会逐渐走低，若一二线城市地产销售的改善进一步持续，则住宅销售增速下行的斜率可能趋缓。但如果后续出现涉及全国范围的降低首付比例或贷款利率、放开限购限贷等政策，则会对全国层面的地产销售形成支撑。

图表 15：三线及以下城市占全国住宅销售的 70% 以上

2018 年住宅销售面积结构分布



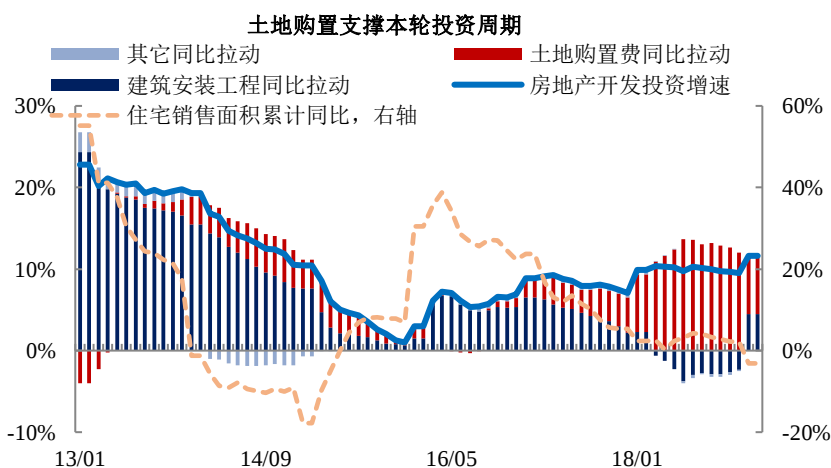
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

地产投资：新开工到竣工会顺利转化吗？

- 18 年在地产销售趋势性走弱的背景下，地产投资并不弱，但内部结构有所分化：
 - 1) 土地购置投资与建安投资的错位。土地购置投资仍处于高位，成为支撑 18 年地产投资增速的主因，建安投资累计同比则随着住宅销售增速的下行于 18 年 3 月转负。
 - 2) 新开工和竣工相背离，背后是房企大范围采用“高周转”运营模式，即尽量缩短“拿地-新开工-预售”链条的时间，同时放慢竣工的速度，推迟竣工结算压力，以最大限度提高资金利用效率。一般来说，房企在资金面

较为紧张时会倾向于采用“高周转”模式，该模式 2010 年时也曾被房企大范围运用，当时的新开工与竣工的背离也较为明显。此外，由于 18 年三线及以下城市的住宅销售仍然好于一二线，“高周转”模式也主要运用于三线及以下城市，表现为三线及以下城市的土地购置、建安投资、新开工等指标均好于一二线。

图表 16：18 年地产销售走弱但地产投资不弱



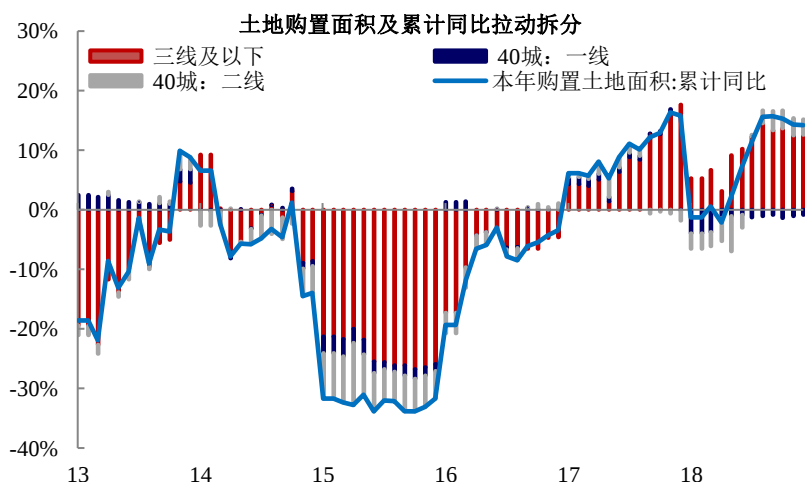
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 17：高周转模式表现为加快购地和新开工，同时放慢竣工



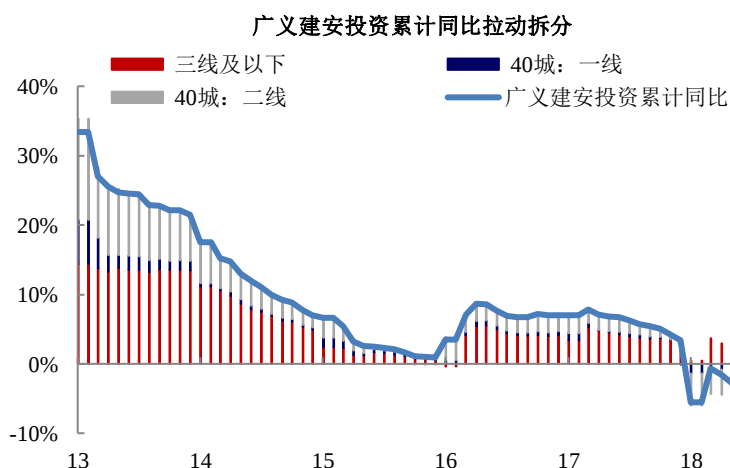
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 18: 18 年房企拿地主要集中于三线及以下城市



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 19: 18 年三线及以下城市的建安投资维持正增长



注: 广义建安投资=建安投资+设备购置, 考虑到设备购置投资占地产投资比例不高, 用广义建安投资代替建安投资指标不会造成较大误差

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **19 年地产投资: 前两年房企大规模囤地的景象或难以持续, 而建安投资则可能会受到地产开发资金来源的压制**

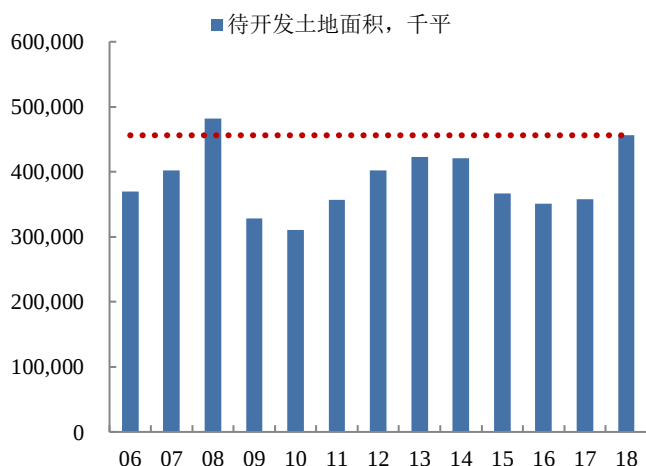
➤ **土地购置投资: 当前房企“买买买”的动力可能不足**

土地储备处于高位叠加债务到期压力, 当前全国层面房企进一步大幅扩充土地储备的积极性或有所减弱。一方面, 经过前几年大规模囤地后, 开发商手中的待开发土地库存较为充足, 尤其是三四线城市的土地库存去化压力渐显, 房企在全国范围内继续大规模囤地的必要性和积极性大概率下降。另一方面, 19 年房企债务到期压力不低, 叠加全国层面的地产销售回款增速大概率仍然偏弱, 可用于进一步扩充土地储备的增量资金的增速可能有限。

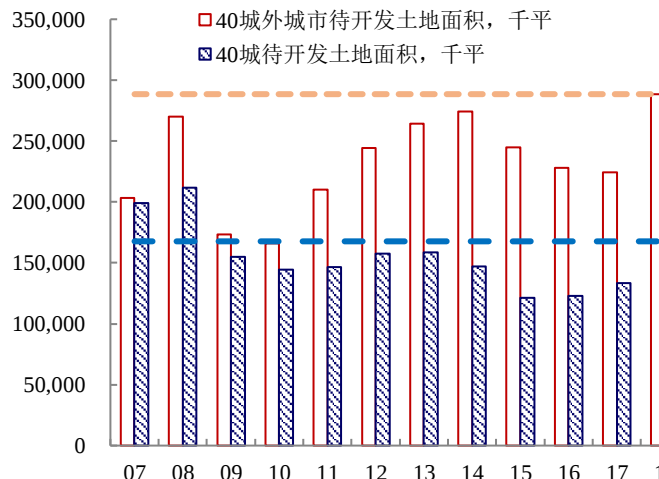
受指标口径影响, 短期内土地购置费对地产投资仍有一定支撑, 但后续将大概率回落。地产开发投资完成额中的土地购置费用与土地成交价款的重要区别在于, 土地购置费用统计的是实际发生金额, 当期的土地购置费用可能包含此前开发商购置土地后的分期付款, 土地成交价款则是土地交易活动的合同金额。因此, 土地成交价款累计同比往往是土地购置费用累计

同比的领先指标。由于19年的土地购置费中仍将反映部分18年的土地购置行为，短期内土地购置费对地产投资仍有一定支撑，但考虑到2月全国层面土地成交价款累计同比已转负，去年下半年以来百城土地成交占地面积这一领先指标以及土地溢价率双双下行，后续土地购置对地产投资的拉动作用可能趋弱。

图表 20：开发商手中的待开发土地库存较为充足



图表 21：三四线城市土地去化压力较大

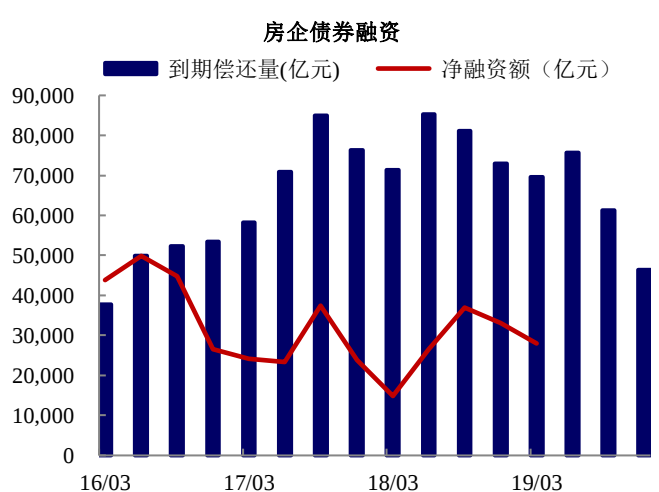


数据来源：Wind, CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

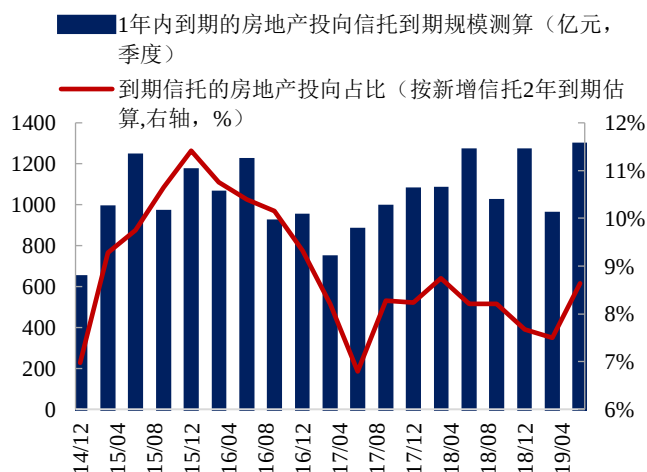
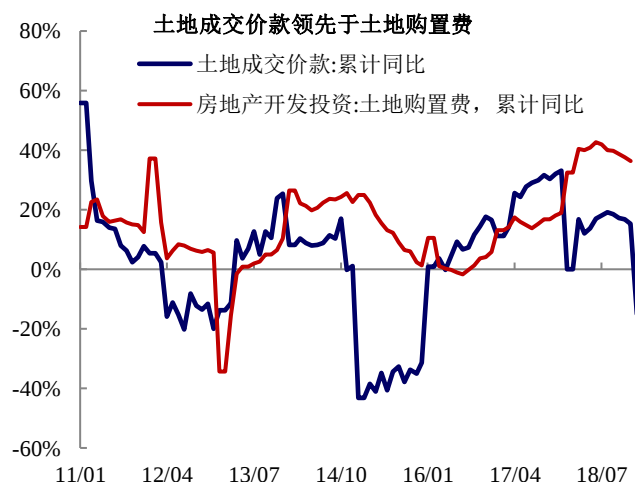
图表 22：土地溢价率走低，成交量上升斜率放缓



图表 23：19年上半年房企债到期压力不小



数据来源：Wind, CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 24：19 年地产信托到期规模不低

图表 25：土地成交价款领先于土地购置费


数据来源：Wind，CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 2) 19 年建安投资或仍将受到地产开发资金来源的压制

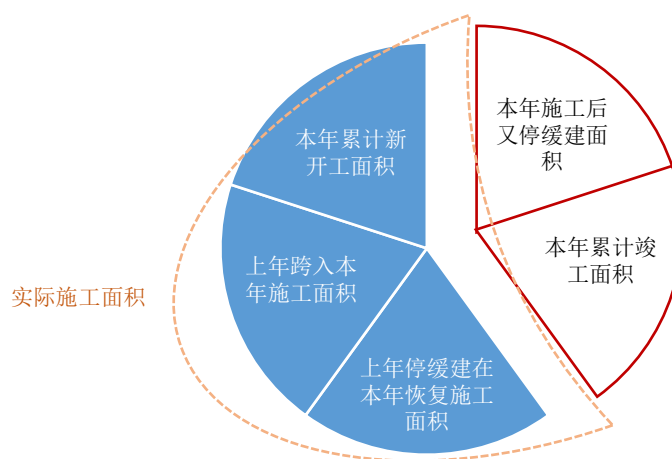
由于地产销售大概率下行和房企拿地动力减弱，新开工面积增速或受到拖累。18 年主要应用于三四线城市的高周转模式对当地的土地购置、新开工和建安投资有明显支撑作用。当前由于全国层面地产销售增速大概率仍会走弱，叠加土地库存较高，房企继续大规模购置土地的动力不足，新开工面积增速或将逐渐走低，进而对建安投资的支撑作用也大概率降低。区域结构方面，若一二线地产销售出现持续改善的趋势，则一二线城市的新开工面积增速可能回升。

统计局公布的施工面积指标由于其口径问题，难以及时反映实际施工面积的变动。17 年以来，施工面积与建安投资的相关性已弱化，当前施工面积的改善不一定传导至建安投资。统计局公布的房屋施工面积累计值口径包括本年累计新开工的面积、上年跨入本年继续施工的房屋面积、上年停缓建在本年恢复施工的房屋面积、本年累计竣工的房屋面积以及本年施工后又停缓建的房屋面积，在第二年 1 月则统一扣除去年累计竣工的房屋面积、去年施工后又停缓建的房屋面积。由于未及时剔除本年累计竣工面积、本年施工后又停缓建的面积，施工面积指标与实际施工面积存在差异。17 年后，可能由于新增停缓建对统计局口径的施工面积数值扰动增大，施工面积增速与建安投资增速的相关性弱化。

历史经验表明，建安投资与房地产开发资金密切相关，19 年建安投资或仍将受到地产开发资金的压制。房地产开发资金来源主要为房企的自筹资金（包括企业债和房地产信托等）以及销售回款，而地产开发资金增速很大程度上与销售回款增速的变动密切相关，即建安投资出现改善的前提条件是看到地产开发资金特别是销售回暖带来的销售回款的改善。目前考虑到政策尚未出台明显的全面层面刺激房地产的政策，19 年地产销售大概率仍然偏弱，建安投资可能仍会受到地产开发资金来源的压制。区域结构方面，若一二线城市地产销售的改善进一步持续，则有助于支撑这些城市的销售回款和地产开发资金的增长，进而可能使上述城市出现建安投资的改善。

图表 26：统计局公布的施工面积与建安投资的关系弱化


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

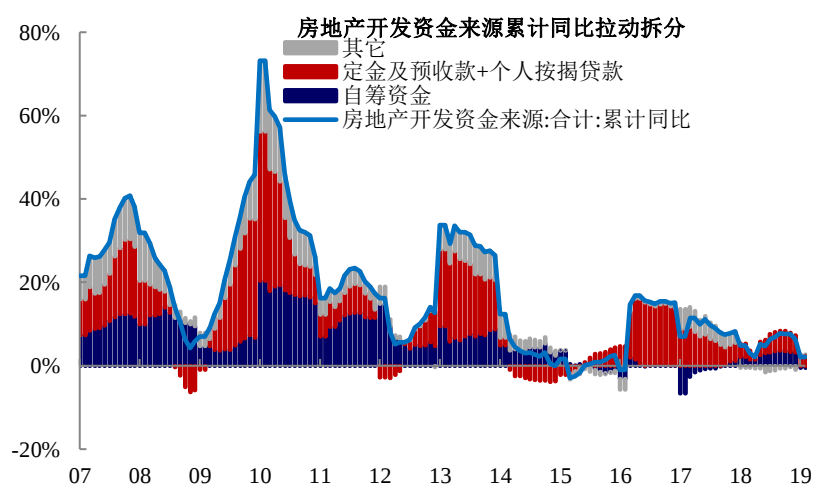
图表 27：统计局公布的施工面积口径分解


数据来源：统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 28：建安投资与地产资金来源关系密切


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 29：地产开发资金增速很大程度上与销售回款增速的变动密切相关



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：基本面变化超预期；监管政策超预期

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn