

房地产业四季度投资策略

政策靴子落地，地产股再演修复性行情！

赵强 研究员 电话: 021-68829698
eMail: zhaoq@gf.com.cn

沈爱卿 研究员 020-87555888-637
saq@gf.com.cn

徐军平 研究员 021-68829441
xjp@gf.com.cn

一、主要结论

我们的四季度投资策略观点是：政策靴子落地，地产股再演修复性行情！这也是延续了 9 月 30 日电话会议翻多的观点。

我们的结论建立在房价持平、成交温和的假设下，地产股的投资逻辑和估值准绳是：13 倍 PE (2011) 和 NAV 附近。目前地产股 2011 年 PE 约 10 倍，NAV 普遍较市值折让 20% 以上，已具备非常好的安全边际，具备增持空间。

二、对限购等政策的评论

国务院政策新闻稿以及深沪等城市的限购令是对“国十条”的重申并从严。政策的意图在于防止房价反弹。这些政策短期对楼市有降温作用，但是整体力度远不如“国十条”。而房产税是否推出和房价未来的表现可能会挂钩，调控长期化已成为合理的预期。

全球流动性的充裕、通货膨胀下资产配置的需要，以及“相对于庞大的刚性需求，有效供给的相对不足”等因素是造成房地产困局的关键因素。这些关键因素要么牵一发动而全身，要么属于结构性问题，短期难有根本性改变。因此，政府调控将长期化，调控之路任重道远。

三、楼市将在动态中均衡

8 月和 9 月销售数据表现优异的原因是刚性需求在房价下跌无望的情况下，重新入市。在限购之后，买家将重新观望。但是，我们认为潜在的刚性需求仍然强劲。在一定的时间之后，还是会重新入市的。因此，楼市未来将在动态中均衡。成交量会有一定波动，但总体走势温和，而房价可能在正负 10% 附近小幅波动。

四、行情催化剂

1、全球流动性可能再度泛滥。美日等发达经济体推出新一轮经济刺激计划，并将市场利率持续保持在零利率附近。这可能会引发流动性在全球范围内的再次泛滥。美元等主要货币贬值预期所引发的保值增值需求，将对我国楼市和股市产生正面催化作用。

2、目前，大盘风格有转换迹象。投资者资产配置的切换，对于仓位处于历史低位的地产股而言，总体上是有利的。

以上催化因素均有助于延续地产股的波段性行情。

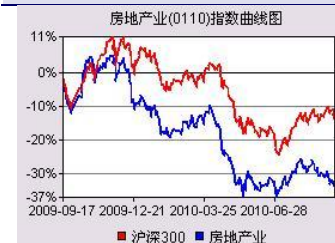
行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-10.4%	-1.22%	-33.7%
上证综指	-2.87%	4.19%	-13.9%

目录索引

主要结论	3
一、限购政策相继出台!	3
二、楼市将在动态中均衡!	6
三、投资策略: 地产股再演修复性行情!	9
四、重点跟踪公司一览	12
五、房地产数据图表	13

图表索引

图1: 典型公司销售.	4
图2: 近期房地产市场成交情况.	7
图3: 全球流动性可能再次泛滥.	8
图4: 新政以来策略观点变化与行业走势图.	9
图5: 基金公司地产仓位处于历史低位.	10
图6: 房地产板块的表现图.	11
图7: 影响地产股表现的催化剂.	11
图8: 广发房地产数据库.	13
表1: 近期政策一览.	5
表2: 重点跟踪公司一览.	12

主要结论

我们在5月19日的电话会议中，曾经明确建议投资者左侧买入地产股；在8月24日的电话会议中，我们又提示投资者减持地产股，并降低了模拟组合的仓位；9月30号日，我们召开电话会议再次翻多，并提高模拟组合仓位至80%。应该说，新政以来地产股的走势有力地证明了我们判断的准确性。

我们四季度投资策略观点是：政策靴子落地，地产股再演修复性行情！也即是延续9月30日电话会议翻多的观点。

我们同意，调控长期化是未来一两年内地产股投资的核心假设。但是，调控长期化，并不能等同于地产股就一直都不能买。如果，地产股隐含的房价跌幅预期超过了调控目标，那么股价就超跌了。

当然，政府始终没有，也不可能公开房价调控的目标。然而，从市场共识来看：一线城市房价下调30%、二线城市房价下调20%，应该是底线了。如果对此没有异议，那么以其为假设，重估得出的净资产值（NAV）应该是地产股的估值底线。

我们认为楼市未来将在动态中均衡。成交量会有一定波动，但总体温和；而房价可能在正负10%附近小幅波动。

因此，我们的结论建立在房价持平、成交温和的假设下，地产股的投资逻辑和估值准绳是：13倍PE（2011）和NAV 附近。目前地产股2011年PE约10倍，NAV普遍较市值折让20%以上，已具备非常好的安全边际，具备增持空间。

一、限购政策相继出台！

9月29日晚，国务院办公厅发布“国家有关部委出台措施遏制部分城市房价过快上涨”的政策新闻稿。同日，财政部、国税总局和住建部联合发布“关于调整房地产交易环节契税个人所得税优惠政策的通知”的配套文件。

9月30日、10月1号、7号、9号和11号，厦门、深圳、上海、宁波和杭州相继出台限制购房的措施。

对于本次国务院政策新闻稿和部委调控政策，我们认为是“老方子、添了几味药、加大些剂量”。而对于深沪等城市的限购令，则可当作“国十条”地方细则的延续，仍然属于“加大些剂量”。

老方子、添几味药、加大些剂量

对比了四月份出台的“国十条”之后，我们认为此次新政基本沿袭了国十条的思路，只能说是对国十条的重申和从严，并没有出太多新招。如

果借用中医开药方来比喻的话，就是药方基本上还是老方子（国十条的精神不变）、添了几味无关紧要的新药（针对消费性贷款、阴阳合同等），加大了剂量（暂停三套贷款，以及深沪等城市的限购令）。

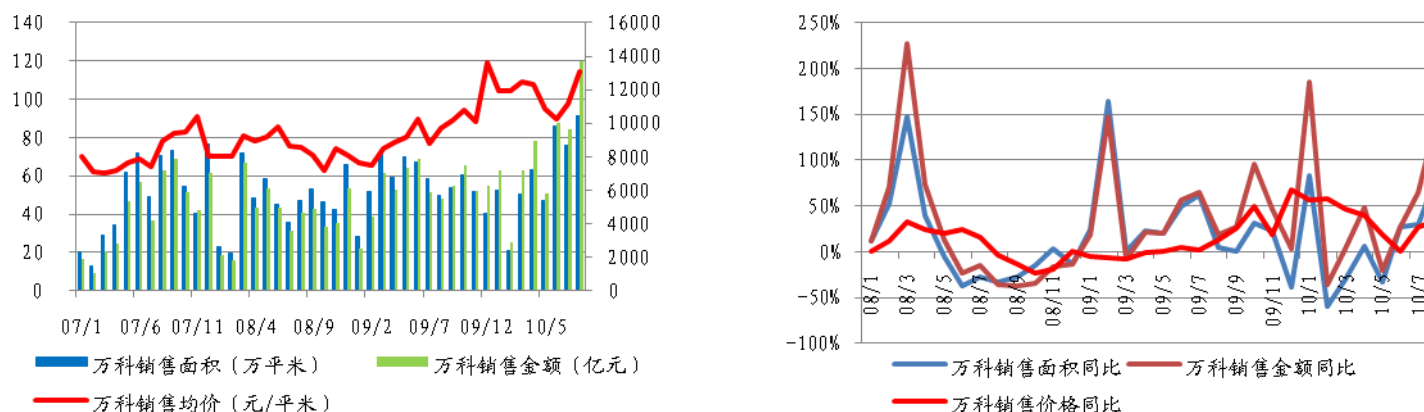
没有开出新的药方

没有开出新的药方，最合理的解释应该是：病情尚在控制范围之内，继续观察即可；当然也可能是再次会诊前的权宜之计。如果对照当前的房地产市场，两者都似乎兼而有之：楼市虽然有回暖迹象，但毕竟房价还没有大幅上涨，还没到一定要再次出重手的万不得已的时候；其次，对8月份以来楼市回暖的原因还待研究（投资性需求回归还是刚性需求入市），房价和空置率的数据也急需摸清，在此之前，先从严执行原有的政策，也不失为稳妥的做法。

调控长期化、调控之路任重道远

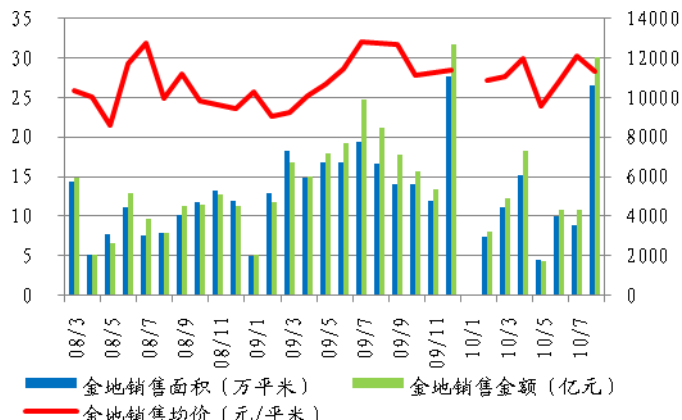
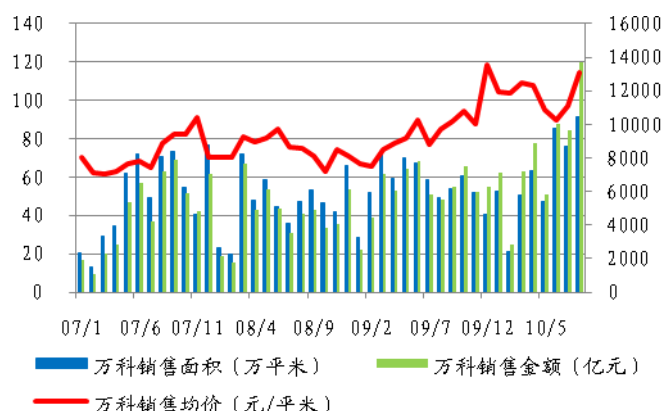
我们判断，这些政策短期对楼市有降温作用，但是整体力度远不如“国十条”出台的时候大。换句话说，10月的楼市比5月份还是好很多，成交量的底部平台应该是上升的。对于开发商而言，经历了8月楼市全面回暖以及9月销售的火爆，“远没有08年资金链那么紧张”的房地产上市公司的财务状况更是得到明显优化。由于季报尚未披露，我们无法列出房地产上市公司最新财务数据，但是我们可以通过万科、保利和金地公布的销售数据“以窥全局”：仅8月份，万科销售超过百亿，刷新行业新纪录，保利销售也创下历史新高，金地销售为历史次高。因此，面对限购令等政策，开发商也会更加从容。

图 1：典型公司销售 - 万科：8月销售过百亿，创造行业新纪录！



保利：8月销售创历史新高！

金地：8月销售创历史次高！



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

从4月“史上最严厉”调控政策的效果来看，该政策并未能使房价过高城市的房价有实质性的下降，而且成交量也在触底之后迅速恢复。显然实际效果是低于普遍预期的。而此次“政策新闻稿以及部分城市的限购令”主要是对“国十条”的重申和从严，尽管对短期成交量会有一定影响，但要达到实质性调控效果有很大难度。我们认为，全球流动性的充裕、通货膨胀下资产配置的需要，以及“相对于庞大的刚性需求有效供给的相对不足”等因素是造成目前房地产困局的关键因素。但是这些关键因素要么牵一发而动全身，要么属于结构性问题，短期难有根本性改变。因此，政府调控将长期化，调控之路任重道远。

表 1：近期政策一览

时间	政策	要点
2010.10.11	杭州细则	暂定本市及外省市居民家庭只能在本市新购买1套商品住房（含二手存量住房）
2010.10.9	宁波细则	本市户籍居民家庭以及“能提供在本市1年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民家庭”在只能新购1套住房。其他非本市户籍居民暂停购房。
2010.10.7	上海细则	1、暂定本市及外省市居民家庭只能在本市新购一套商品住房（含二手存量住房）。2、积极做好房产税改革试点的各项准备工作，认真做好土地增值税的征收管理工作。
2010.10.1	深圳调控补充细则	暂停在本市拥有2套以上（含2套）住房的本市户籍居民家庭、拥有1套以上（含1套）住房的非本市户籍居民家庭、无法提供在本市1年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非本市户籍居民在本市购房。
2010.10.29	厦门限购政策	自2010年10月1日起至年底，同一购房家庭只能新购买一套商品住房。
2010.9.29	国务院办公厅“二次调控”	1、全面暂停三套房贷。2、90平方米以下首套房首付比例也提高至30%。3、消费性贷款禁止用于购房。4、契税和个人所得税减免范围有所缩小。5、依法查处经纪机构炒买炒卖、哄抬房价、怂恿客户签订“阴阳合同”等行为。
2010.9.27	国土资源部和住建部《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》	因企业原因造成土地闲置一年以上的，在结案和问题查处整改到位前，国土资源主管部门必须禁止竞买人及其控股股东参加土地竞买活动。

2010.09.18	李克强：加快公租房建设，坚决抑制投机性需求	加快保障性安居工程建设工作座谈会 17 日在北京召开。李克强强调，要着力推进保障性安居工程，加快发展公共租赁住房。坚决抑制投机性需求。
2010.07.12	银监会重申严格执行差别化房贷政策	银监会发文澄清，差别化房贷政策的要求和标准没有任何变化，商业银行要继续严格执行二套及以上房贷政策。
2010.06.12	住建部等七部委《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》	大力发展公共租赁住房，是完善住房供应体系，培育住房租赁市场，满足城市中低收入家庭基本住房需求的重要举措，是引导城镇居民合理住房消费，调整房地产市场供应结构的必然要求。
2010.06.04	住建部、央行和银监会明确二套房认定标准	商业性个人住房贷款中居民家庭住房套数，应依据拟购房家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）成员名下实际拥有的成套住房数量进行认定。
2010.05.22	广州细则	重申“国十条”为主。此外，在增加土地供应上发力。
2010.05.06	深圳细则	重申“国十条”为主。
2010.05.02	央行年内第三次上调存款准备金率	央行宣布自 5 月 10 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，农村信用社、村镇银行暂不上调。
2010.04.30	北京细则	1、暂定同一购房家庭只能在本市新购买一套商品住房。2、今年政策性住房建设用地供应占全市住房供地 50%以上
2010.04.19	住建部《关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知》	要求商品住房严格实行购房实名制，认购后不得擅自更改购房者姓名。未取得预售许可的商品住房项目，房地产开发企业不得以认购、预订、排号、发放 VIP 卡等方式向买受人收取或变相收取定金、预定款等性质的费用。
2010.04.17	国十条新政	1、对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。对购买首套住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%。2、商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。地方政府可根据实际情况，采取临时措施，在一定时期内限定购房套数。

数据来源：政府网站、广发证券发展研究中心

二、楼市将在动态中均衡！

首先，我们回顾 4 月新政以来楼市的表现。

5月深幅下挫，6月逐步企稳；7月回升，8月全面回暖

4月17日国务院出台“国十条”，这被称为“史上最严厉”调控新政的效果可谓立竿见影，楼市成交量立即出现深幅下挫。根据我们监测的15个大城市楼市成交数据，5月整体成交量环比下降43.8%，其中6个房价一线城市整体环比降幅达51.2%，比9个房价二线城市整体跌幅要超出11个百分点。

6月，成交量依旧下滑，但环比下滑幅度已经大幅缩小至6.1%。而且，从6个房价一线城市的数据来看，成交量环比小幅上涨5.9%，已经出现回升迹象。这说明经历5月成交量深幅探底后，一线城市成交量跌无可跌。这些回升迹象也为7月、8月大城市成交量逐步回升埋下伏笔。

7月开始，15大城市整体成交量便开始逐渐回升。当月15大城市成交量环比小幅上涨7.0%。8月楼市开始全面回暖，15大城市成交量环比上涨26.6%。

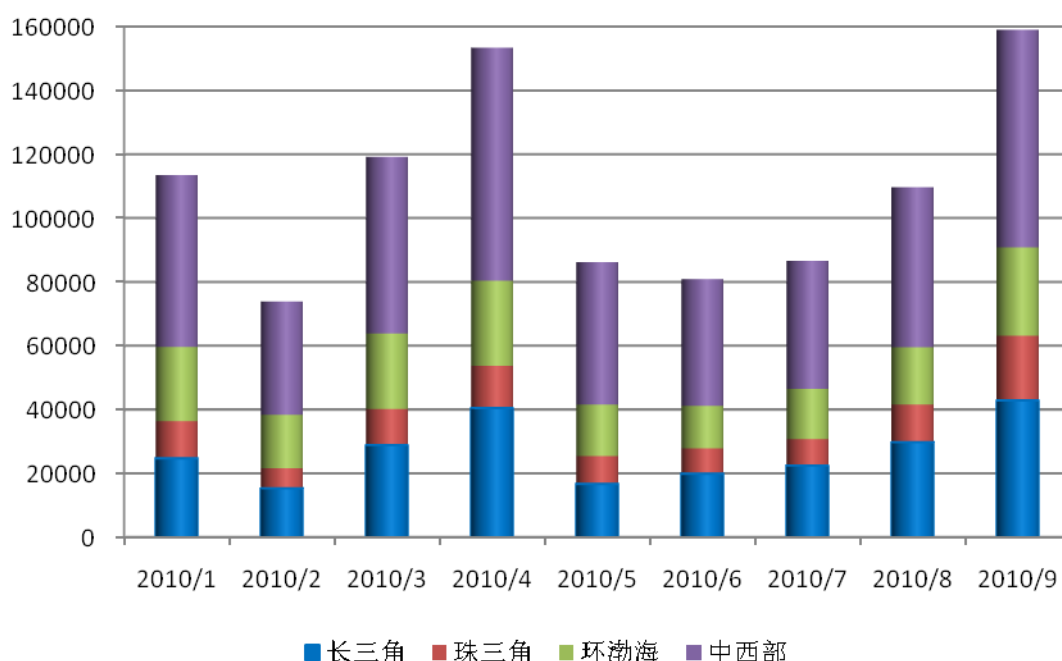
9月楼市金色十足

传统销售旺季9月更是金色十足。9月，我们监测的15大城市中，所有城市成交量均实现环比上涨，整体涨幅达45.3%。同比而言，也结束跌势，小幅上涨2.2%。房价一线城市更是表现不俗。6个房价一线城市的整体环比涨幅为58.6%，超出9个房价二线城市整体环比涨幅20个百分点。

接下来，我们对新政至9月楼市的表现做个简短总结。

5月楼市成交量大幅下挫（特别是房价一线城市）的主要原因是，被称为“史上最严厉”调控政策的“国十条”直接打击了需求，并使购房者进入观望阶段。而8月和9月销售数据好的原因是：刚性需求在房价下跌无望的情况下，重新入市。这可以从我们在此期间草根调研搜集的信息中得到佐证：成交量调整时期，房价并没有随之而发生实质性下调；购房群体以首次置业等刚性需求为主，中小户型销售更好。

图 2：近期房地产市场成交情况



注：长三角指上海、南京、杭州和苏州；珠三角指广州、深圳和佛山；环渤海指北京、天津、石家庄和济南；中西部指武汉、长沙、重庆和成都。

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

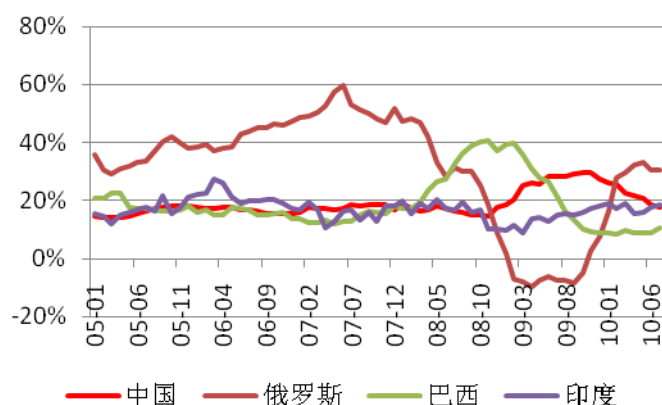
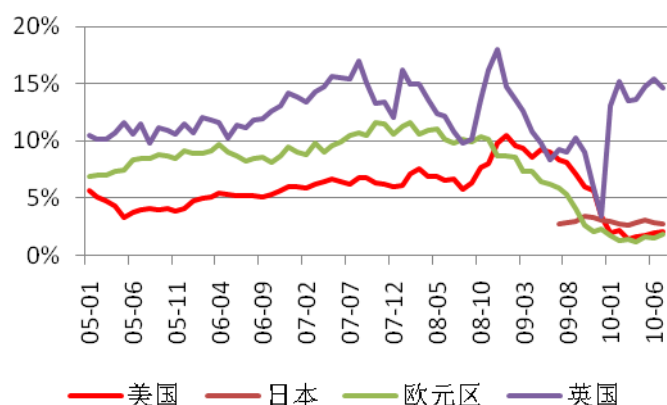
楼市将在动态中均衡

在限购等政策冲击下，买家将重新观望。但是，我们认为潜在的刚性需求仍然强劲。在一定的时间之后，还是会重新入市的。因此，楼市未来将在动态中均衡。成交量会有一定幅度的波动，但总体走势温和。

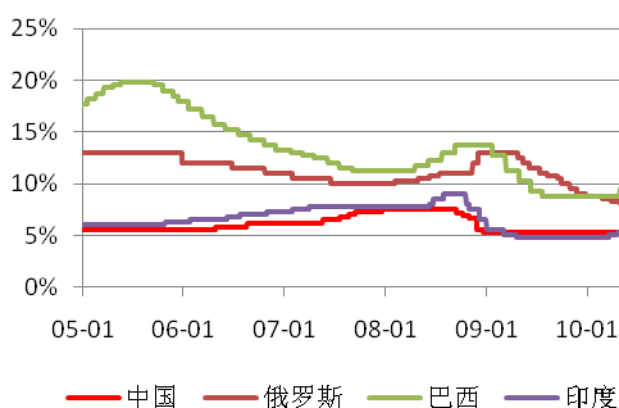
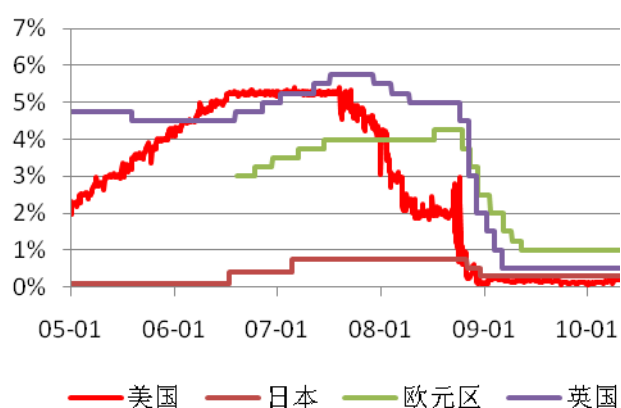
目前，全球流动性充裕。今年下半年以来，全球经济复苏的动力开始减弱，全球经济二次探底的风险有所加大，为此，美日等发达经济体推出新一轮经济刺激计划，并将市场利率持续保持在零利率附近。这可能会引发美元和日元的套利行为，从而致使流动性在全球范围内再次泛滥。股票和房子，作为大类资产，是首选的配置品种，因此，上涨动力十足。但是，由于政策一直在采取行政措施压制房地产，所以中国的住宅市场的涨幅可能不会很大，但要大幅下跌，难度更大。因此，我们预计房价可能在正负10%附近小幅波动。

图 3: 全球流动性可能再次泛滥!

主要经济体 M2 同比增速有回升之势!



主要经济体利率处于历史低位



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

三、投资策略：地产股再演修复性行情！

我们在5月19日的电话会议中，曾经明确建议投资者左侧买入地产股；在8月24日的电话会议中，我们又提示投资者减持地产股，并降低了模拟组合的仓位。9月30号日，我们召开电话会议再次翻多，并提高模拟组合仓位至80%。应该说，新政以来地产股的走势有力地证明了我们判断的准确性。

图 4： 新政以来策略观点变化与行业走势图



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

地产股投资逻辑的悖论

我们在与客户交流过程中，听到一个关于地产股投资逻辑的悖论：如果房价不跌或者反弹，那么政府就要调控，地产股要跌；相反，如果房价下跌，地产股的盈利预测和NAV要下调，那么地产股也要跌。这样，就形成了一个悖论：无论房价下跌与否，地产股都要下跌！

在看似矛盾的悖论背后，实际隐含的假设是：房价如论如何，最终一定会下跌。即使短期内房价能够保持坚挺，但在政策高压下，房价最终还是回落。

调控长期化下的估值假设

我们同意，调控长期化是未来一两年内地产股投资的核心假设。但是，调控长期化，并不能等同于地产股就一直都不能买。如果，地产股隐含的房价跌幅预期超过了调控目标，那么股价就超跌了。

当然，政府始终没有，也不可能公开房价调控的目标。然而，从市场共识来看：一线城市房价下调30%、二线城市房价下调20%，应该是底线了。如果对此没有异议，那么以其为假设，重估得出的净资产值（NAV）应该是地产股的估值底线。

地产股再演修复性行情！

我们认为楼市未来将在动态中均衡。因此我们的结论建立在房价持平、成交温和的假设下，地产股的投资逻辑和估值准绳是：13倍PE（2011）和NAV 附近。目前地产股2011年PE约10倍，NAV普遍较市值折让20%以上，已具备非常好的安全边际，具备增持空间。

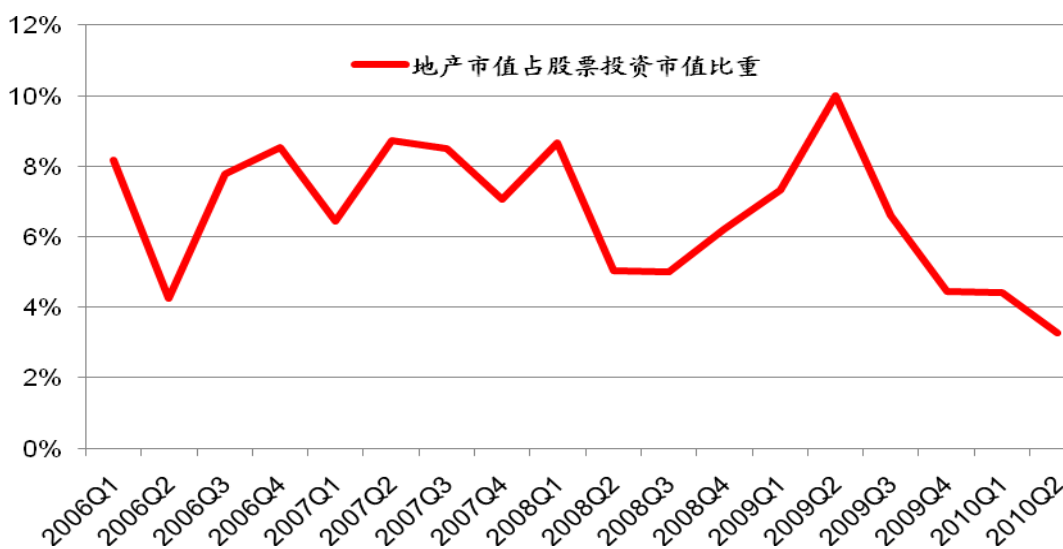
行情催化剂

1、全球流动性可能再度泛滥。今年下半年以来，全球经济复苏的动力开始减弱，全球经济二次探底的风险有所加大，为此，美日等发达经济体推出新一轮经济刺激计划，并将市场利率持续保持在零利率附近。这可能会引发美元和日元的套利行为，从而致使流动性在全球范围内再次泛滥。美元等主要货币贬值预期所引发的保值增值需求，将对我国楼市和股市产生正面催化作用。

2、目前，大盘风格有转换迹象。投资者资产配置切换，对于仓位处于历史低位的地产股而言，总体上是有利的。6月底，基金公司地产股市值占股票投资市值的比重为3.3%，为近4年来新低。而根据前期我们与基金公司交流得到的信息，8月和9月基金公司的地产股仓位依旧处于比较低的位置。

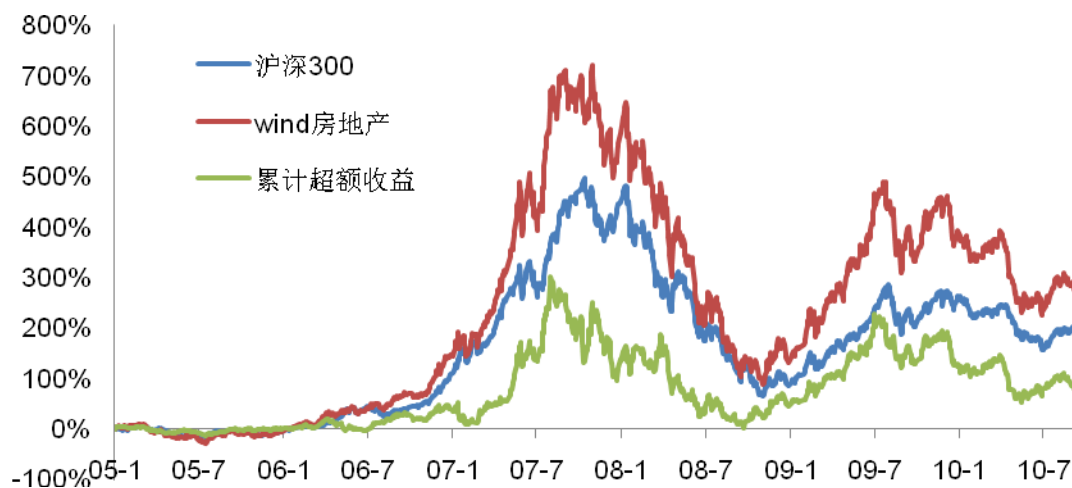
以上催化因素均有助于延续地产股的波段性行情。

图5：基金公司地产仓位处于历史低位



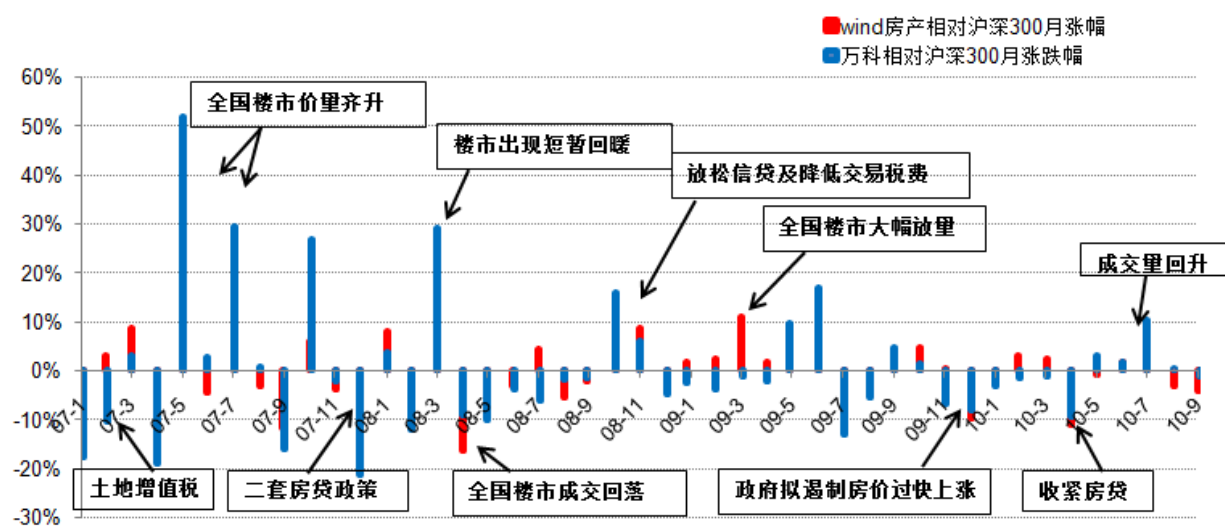
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图6：房地产板块的表现



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图7：影响地产股表现的催化剂



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

四、重点跟踪公司一览

表 2：重点跟踪公司一览

公司名称	总市值 (百万 元)	总股本 (百万 元)	EPS (元/股)			PE			PB	最新股价 元/股	评级
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2010Q1		
住宅开发											
万科 A	96,758	10,995	0.48	0.63	0.80	18.15	13.88	11.03	2.43	8.80	买入
保利地产	62,412	4,576	0.77	1.05	1.64	17.73	12.98	8.34	2.37	13.64	买入
金地集团	30,540	4,472	0.40	0.54	0.65	17.19	12.75	10.45	1.90	6.83	持有
苏宁环球	15,596	1,703	0.42	0.67	0.94	21.84	13.64	9.71	5.07	9.16	买入
荣盛发展	16,042	1,434	0.43	0.70	0.95	26.32	15.92	11.74	3.91	11.19	买入
滨江集团	15,453	1,352	0.48	0.81	1.09	24.01	14.10	10.51	4.31	11.43	买入
华发股份	9,559	817	0.83	0.95	1.37	14.06	12.31	8.56	1.81	11.70	买入
格力地产	5,019	578	0.41	0.66	1.18	21.34	13.21	7.36	3.17	8.69	买入
栖霞建设	6,195	1,050	0.21	0.32	0.48	27.76	18.61	12.26	2.24	5.90	持有
华丽家族	7,014	527	0.18	0.96	1.25	74.06	13.83	10.64	6.27	13.30	买入
综合经营											
华侨城 A	41,174	3,107	0.55	0.71	0.94	24.14	18.74	14.11	3.58	13.25	买入
招商地产	31,358	1,717	0.96	1.26	1.59	19.07	14.52	11.47	1.83	18.26	买入
南湖中宝	26,145	5,077	0.23	0.41	0.53	22.73	12.57	9.68	4.08	5.15	买入
嘉凯城	16,202	1,804	0.66	0.66	0.90	13.54	13.59	10.03	4.83	8.98	买入
建发股份	15,485	2,238	0.48	0.60	0.70	14.55	11.52	9.84	2.86	6.92	买入
中南建设	11,281	1,168	0.48	0.78	1.11	20.15	12.45	8.68	2.68	9.66	持有
中天城投	10,258	913	0.50	1.08	1.86	22.28	10.38	6.05	7.59	11.23	买入
福星股份	6,958	710	0.47	0.75	0.84	20.68	13.15	11.73	1.58	9.80	买入
商业地产											
金融街	21,159	3,027	0.45	0.55	0.72	15.49	12.82	9.73	1.32	6.99	买入
中国国贸	12,208	1,007	0.29	0.29	0.55	42.16	41.24	21.88	2.81	12.12	持有
浦东金桥	8,499	929	0.39	0.48	0.59	23.60	19.10	15.50	2.53	9.15	买入
凤凰股份	4,977	741	0.40	0.25	0.56	16.94	26.39	11.98	4.09	6.72	买入

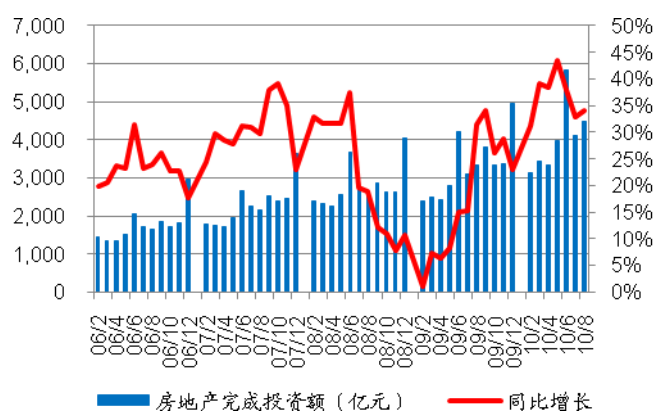
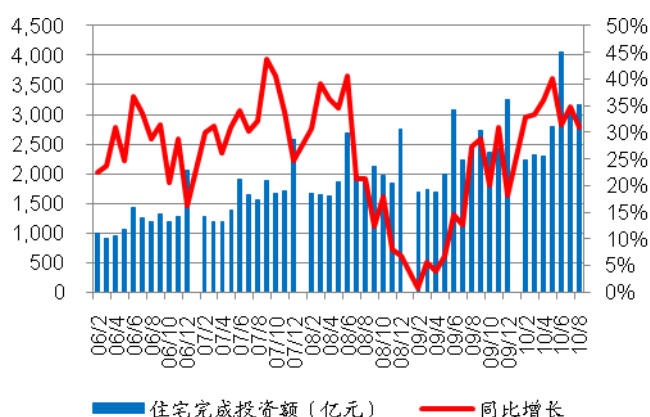
数据来源：广发证券发展研究中心

五、房地产数据图表

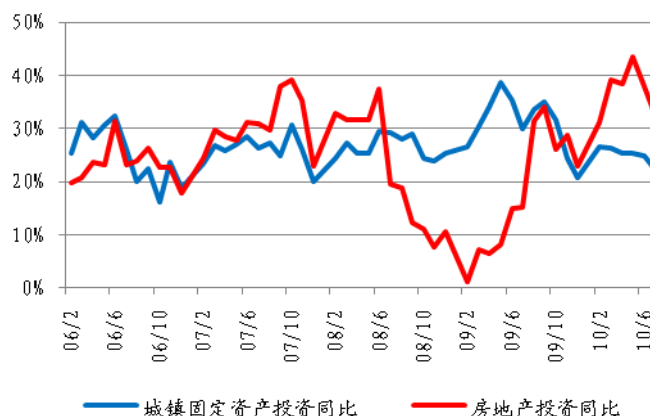
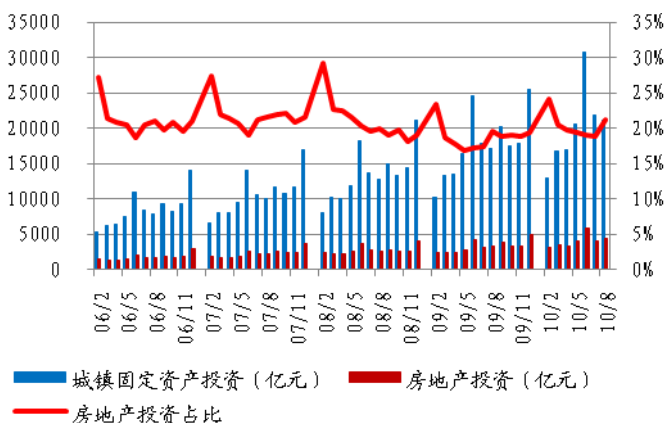
图 8：广发房地产数据库

进度数据

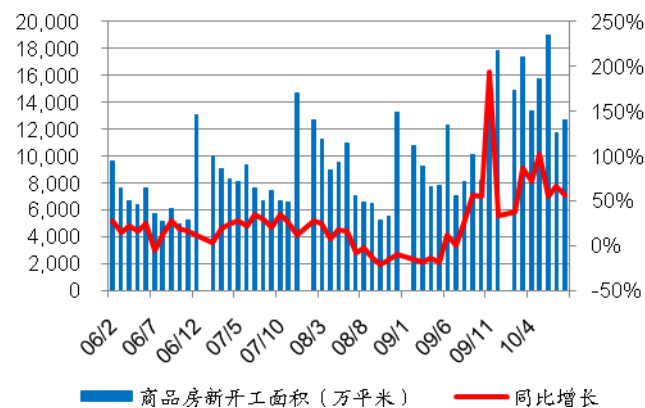
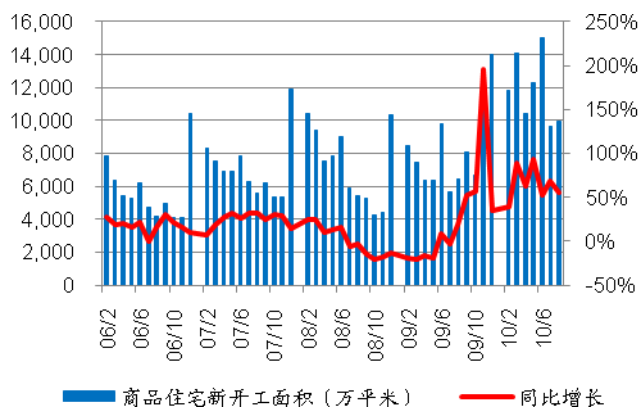
投资：8 月住宅投资同比增速略有回落！



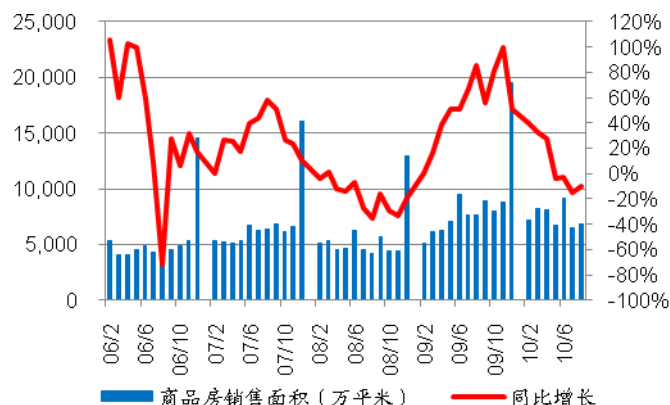
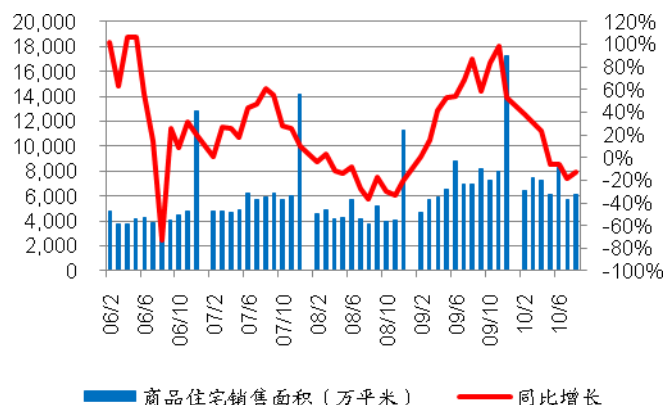
投资：8 月，房地产投资占固定资产投资比重首次回升！



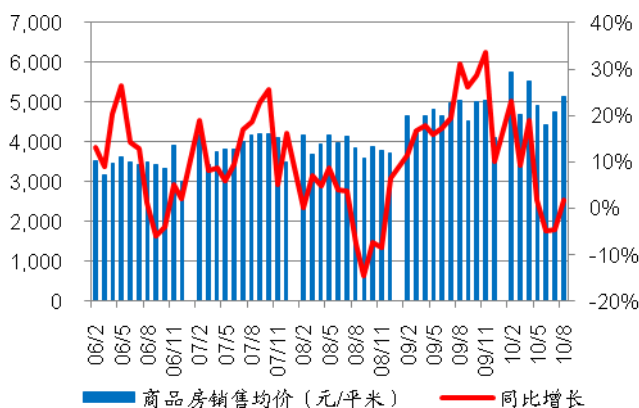
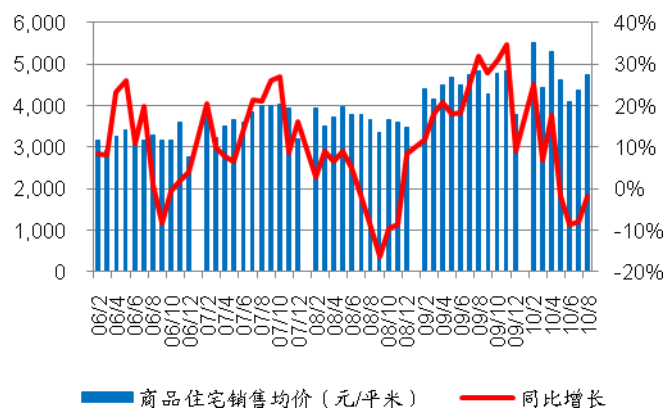
新开工：8 月新开工同比增速略有回落！



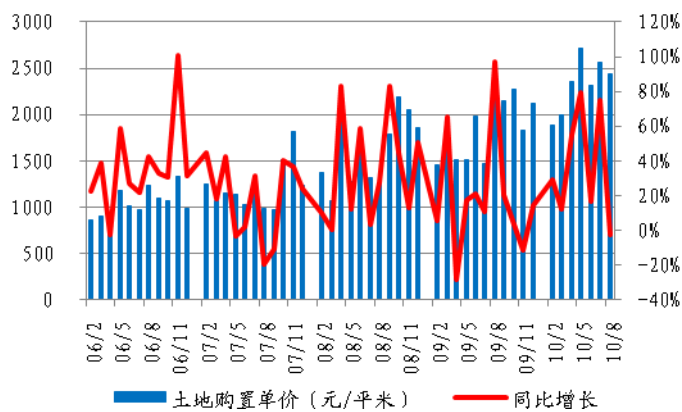
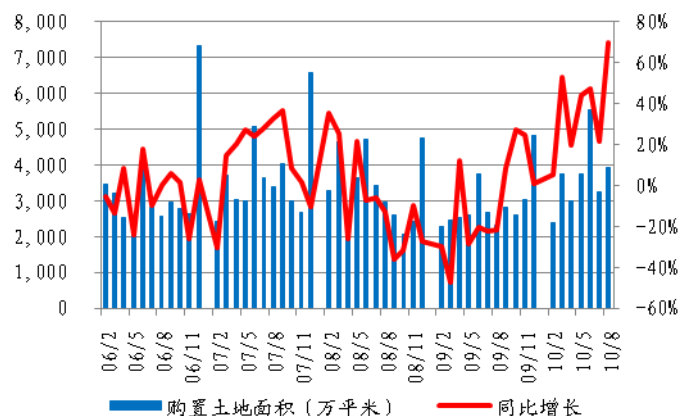
销售面积：8月全国成交量下滑幅度减小！



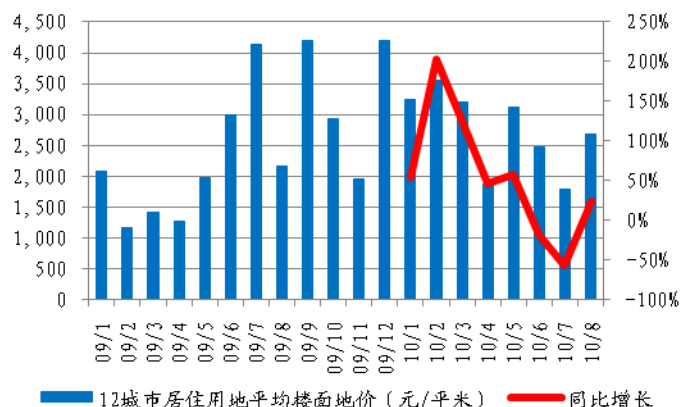
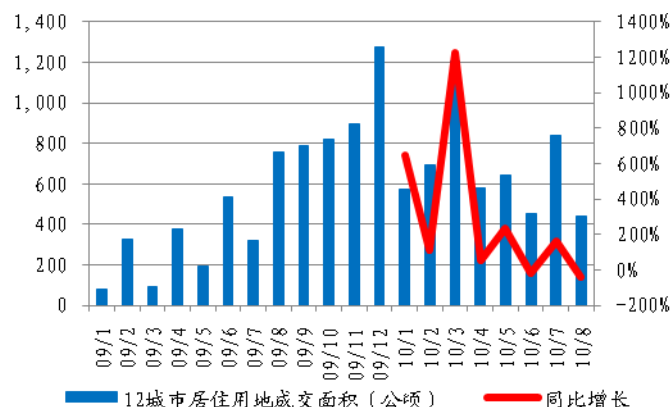
销售价格：8月销售均价同比略有下降，但环比连续2月上涨！



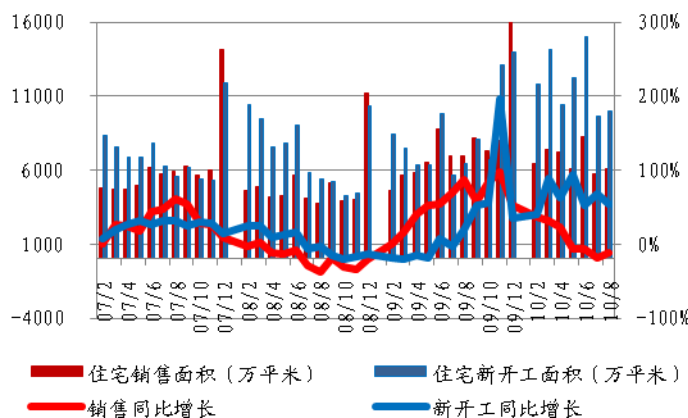
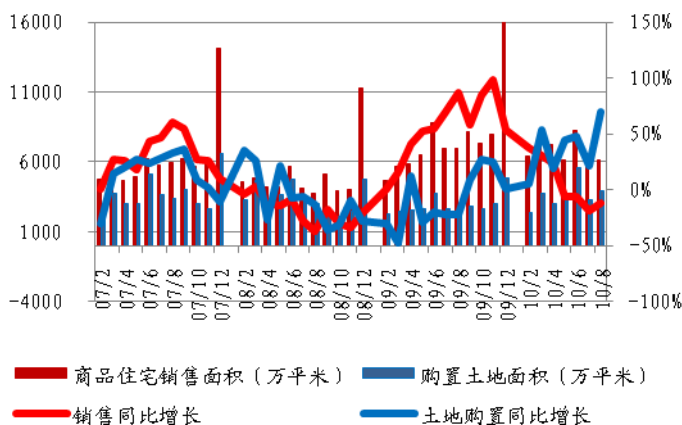
土地：8月全国土地购置面积同比增速大幅提升、购置单价同比年内首次下降！



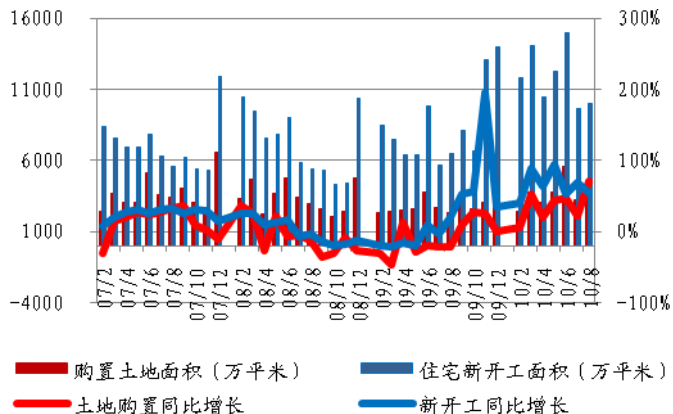
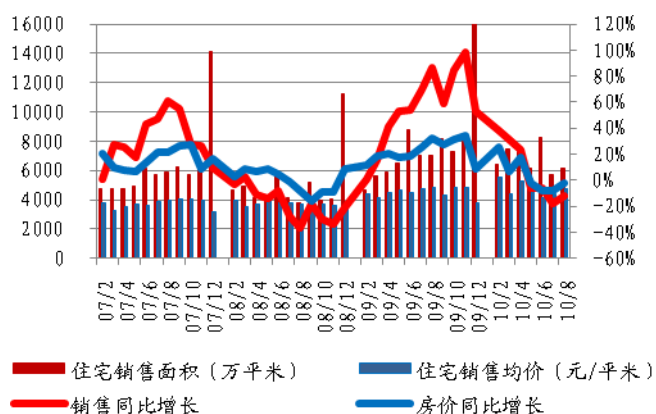
土地：8月12大城市土地购置面积大幅下滑、成交单价大幅回升！



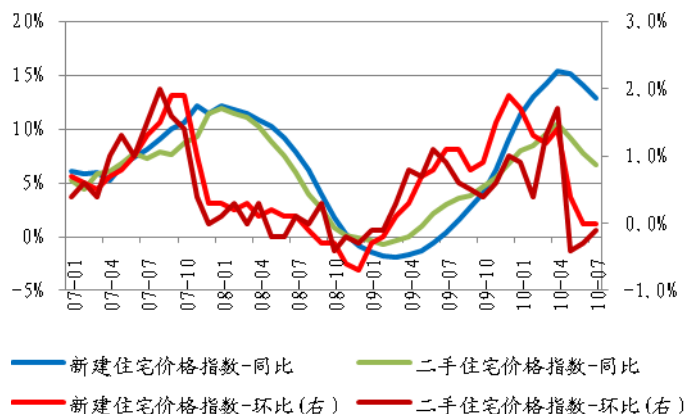
关联图表：土地购置和新开工滞后于销售！



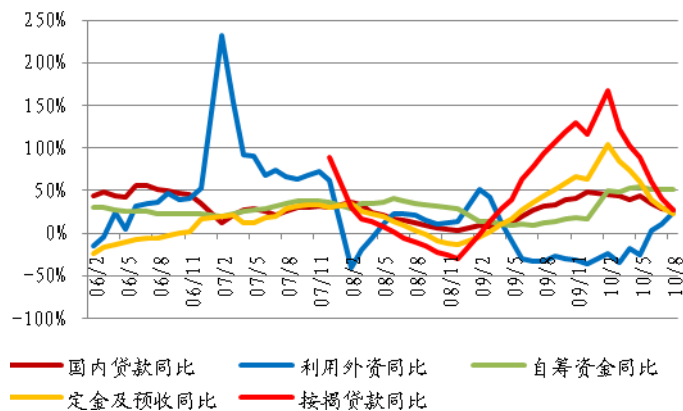
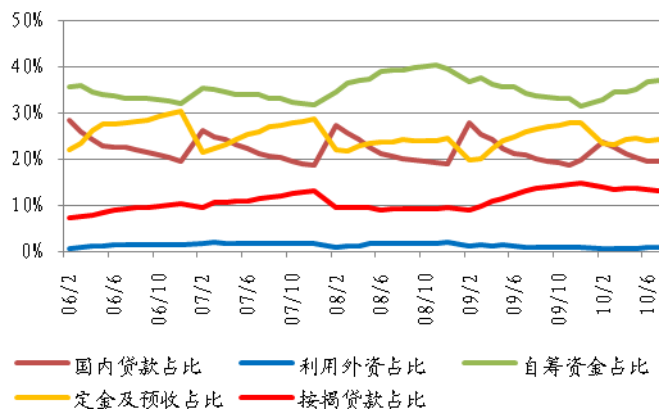
关联图表：价量同步、土地购置与新开工连续3月背离！



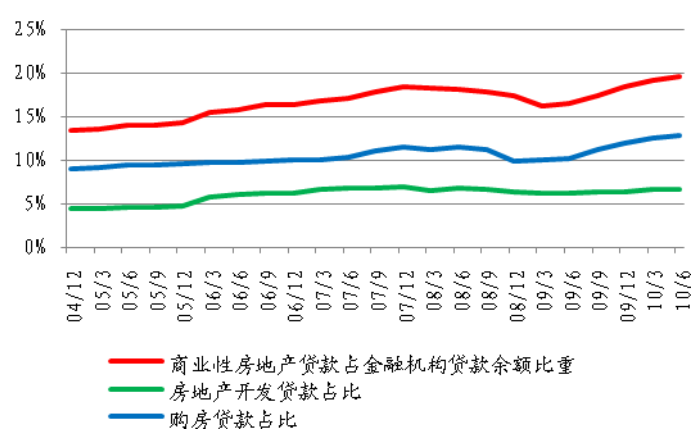
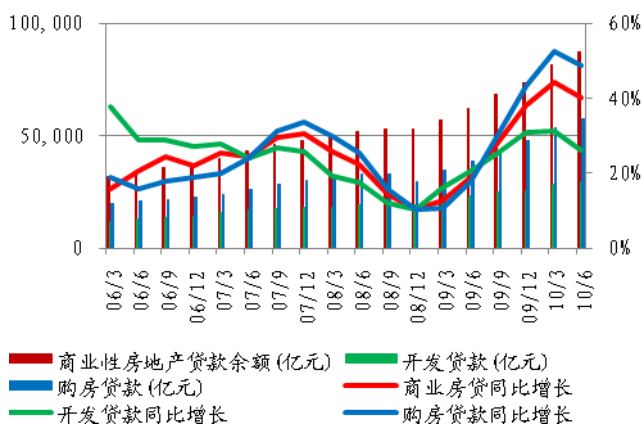
指数：指数仍处景气区间、新房售价连续 2 月不涨！



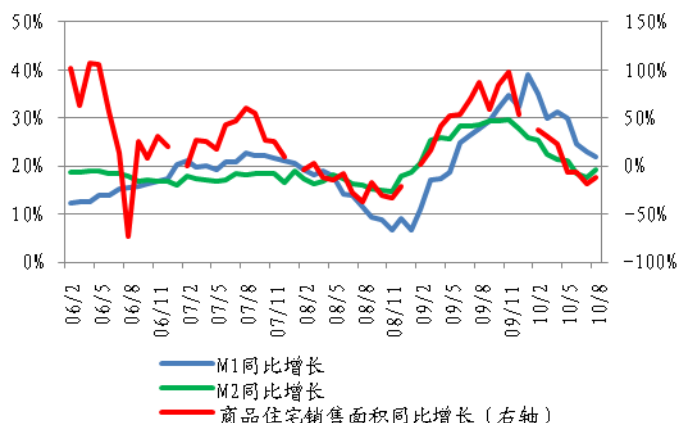
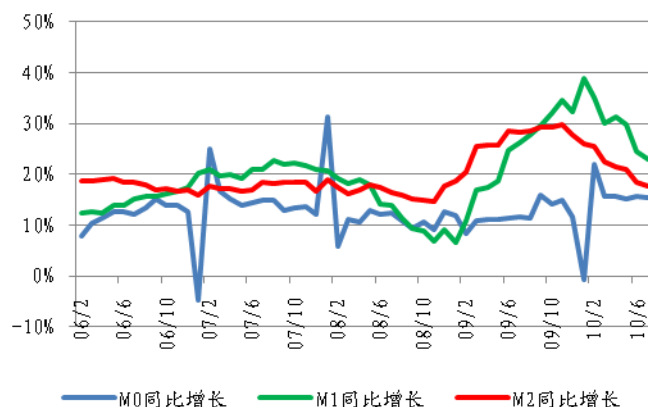
开发商资金来源：自筹资金占比逐月提升，外资同比增速大幅提高！



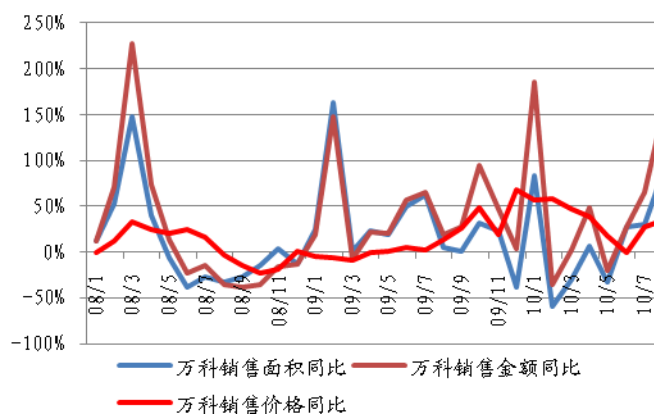
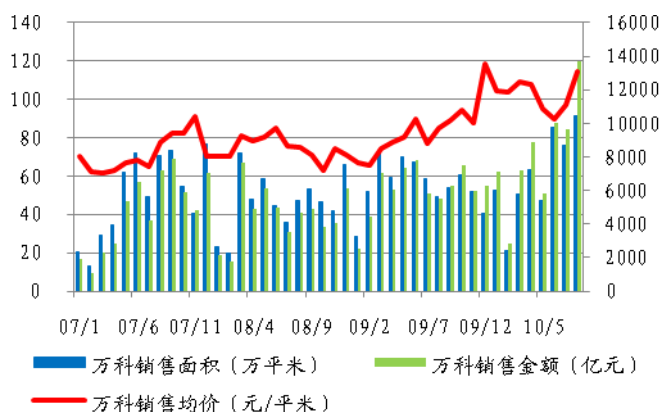
房地产贷款：2 季度房地产贷款增速回落！



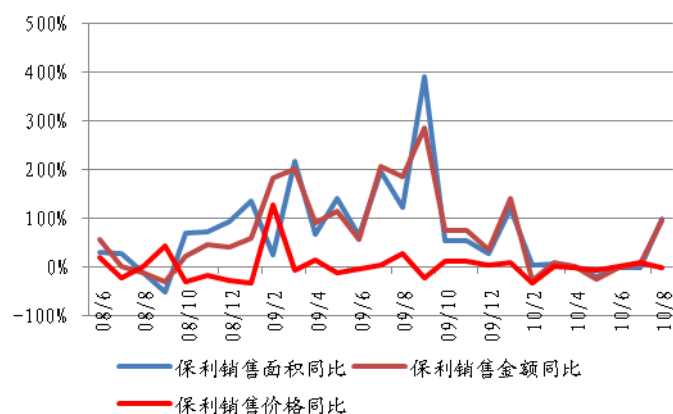
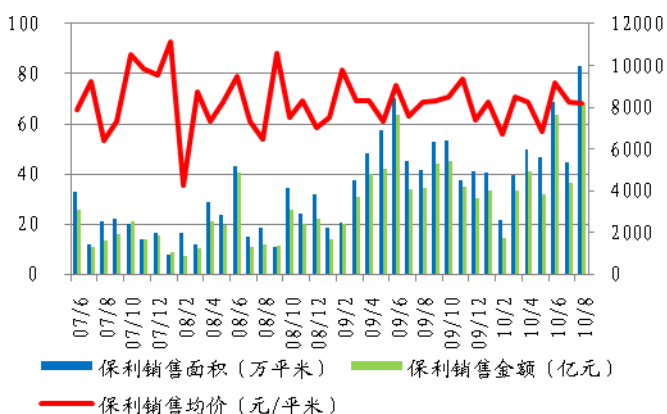
流动性：住宅成交量增速与 M1/M2 增速拟合度高、M1/M2 增速连续 3 月下滑！



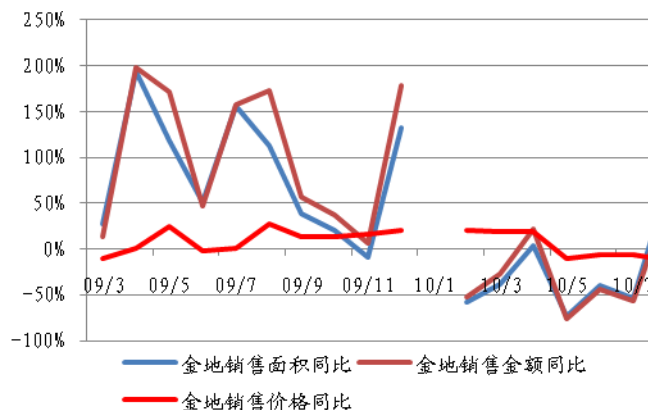
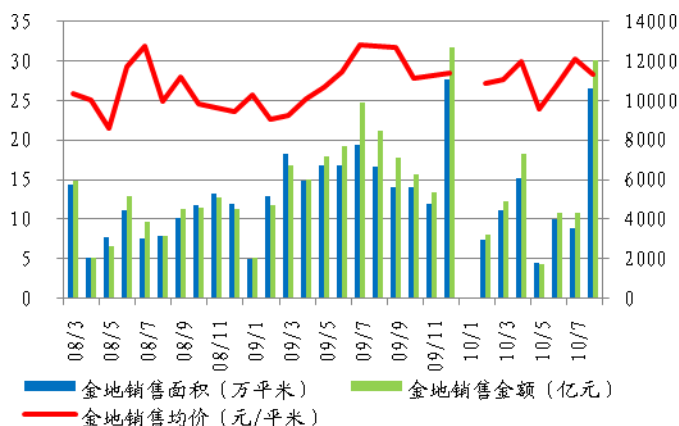
典型公司销售 - 万科：8 月销售过百亿，创造行业新纪录！



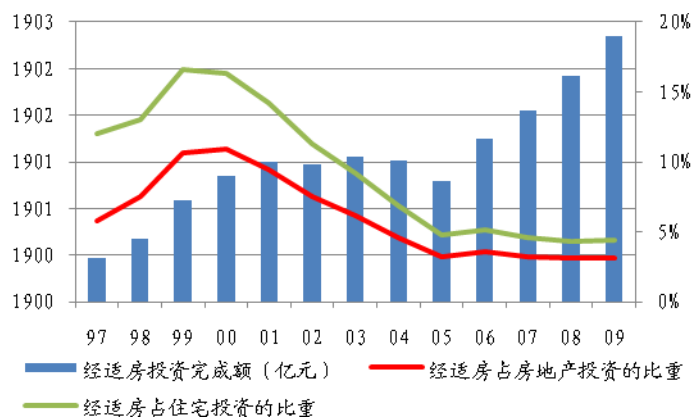
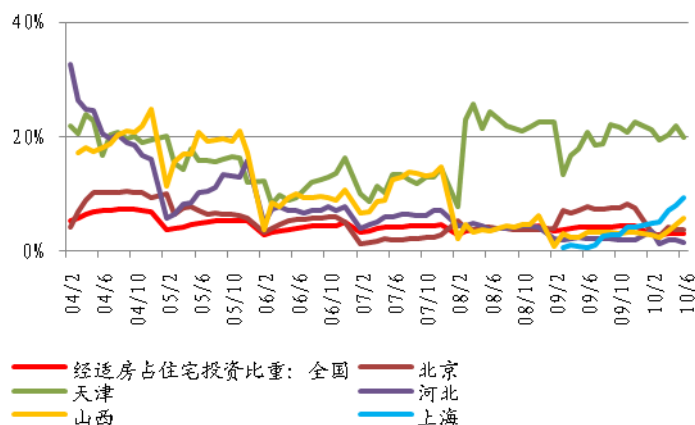
典型公司销售 - 保利：8 月销售创历史新高！



典型公司销售 - 金地: 8月销售历史次高!

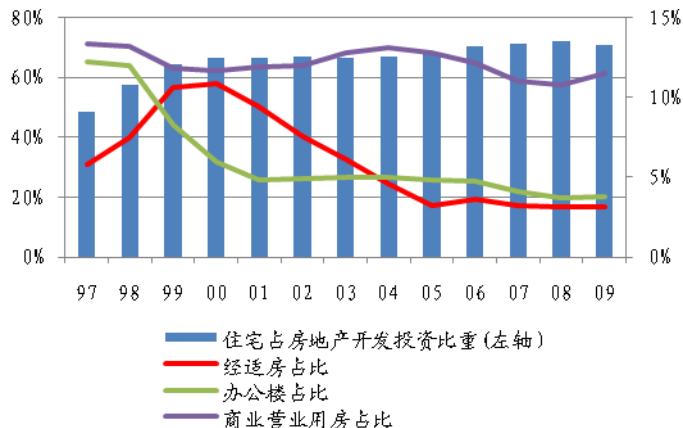
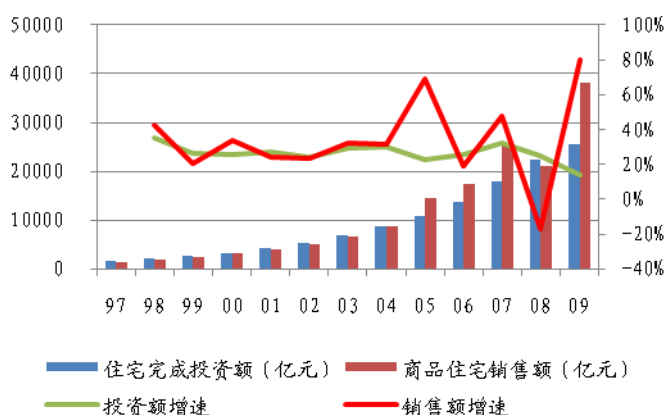


保障性住房: 全国经济适用房投资增速继续回升!

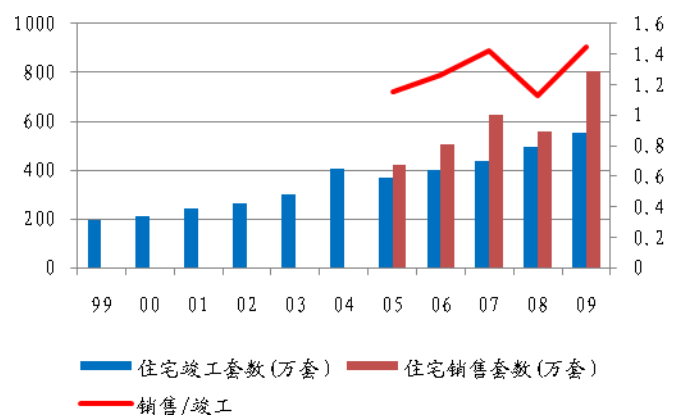
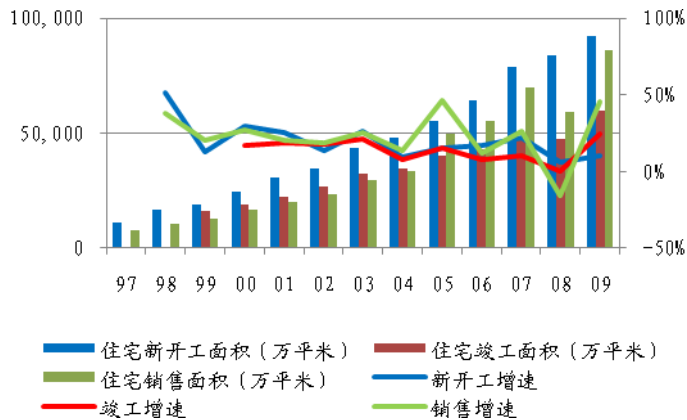


年度数据

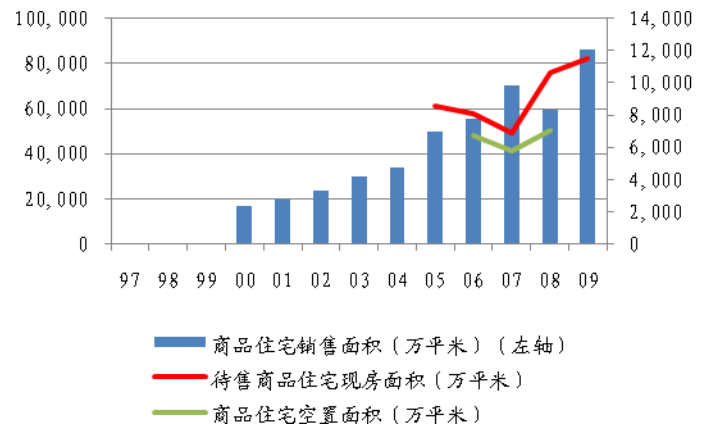
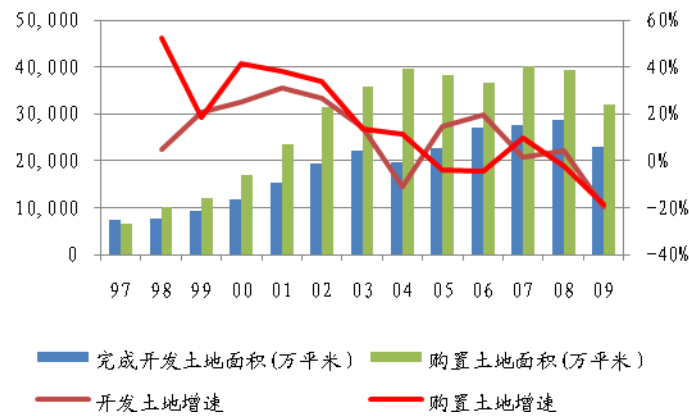
投资: 09年销售额远超投资额!



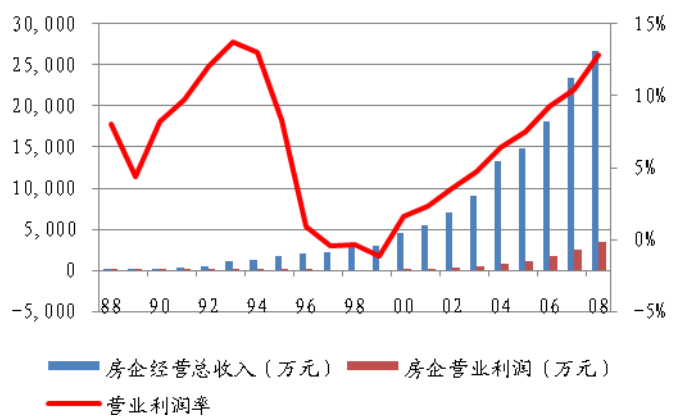
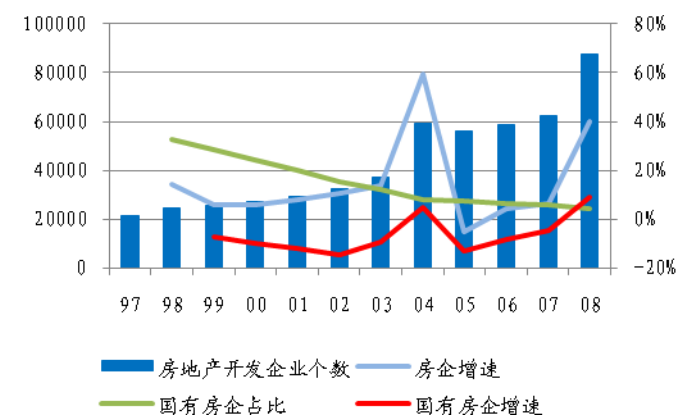
投资：05年后，销售波动远大于新开工和竣工



土地与销售：09 土地购置与土地开发降幅明显！



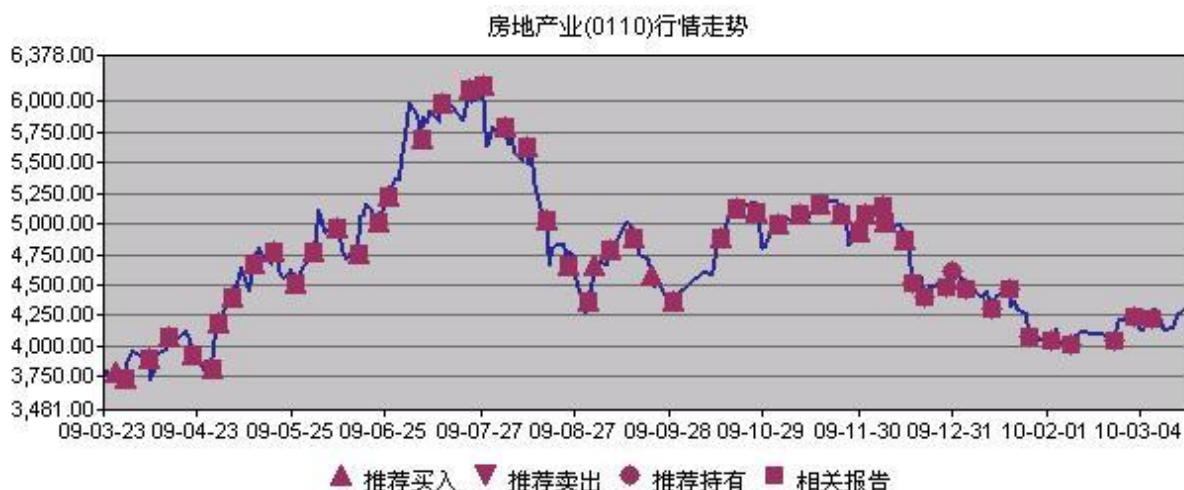
房企数量与利润率：08 年房企数量和报表利润率均有提升！



数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号 深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。