



房地产

2011.01.27

国八条彰显调控决心，量价调整将成必然

1月26日国务院“新国八条”新政点评

	孙建平	李品科
	021-38676316	010-59312815
	sunjianping@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
	S0880511010044	S0880511010037

本报告导读：

第三次调控落地，对行业影响负面，对股价负面偏中性。

摘要：

事件：

国务院1月26日再次出台房地产调控政策，包括二套房首付比例提高至六成、限购范围扩大、加大保障房力度等（参见附文）。

点评：

- 新政表明中央政府“将房地产调控进行到底”的坚定决心，尤其在现阶段坚决控制通胀为大局下的坚强意志，我们维持10年4月以来对政策目标是房价真正下跌的判断。9月底二次调控4个月后再出台新调控政策，其背景是10年二三四线城市价量暴涨，进而在11月开始拉动一二线重点城市房价上涨，两会前民意及舆论压力再次增大。
- 新政对行业量价基本面影响负面，量价调整将成为必然，至少可以明确销量明显下降将成共识和必然，数据的明显体现可能开始于3月下旬，10年没有受限购影响的二三线城市销量将受到显著的负面冲击。限购城市扩大、二套房首付提高等与流动性收缩和加息周期相叠加，最终必然会落实到行业量价调整上。限购对一二线重点城市销量影响10年已可看出大概（地方执行力度时间上松紧有别，附图）。
- 未来行业政策基调仍将趋紧，我们简单概括为房价不跌，政策不松；房价若涨，政策必出。
- 首置与小户型比例更高、区域布局更合理、供应节奏靠前的高周转公司受影响相对较小，我们看好万科、保利、首开的相对收益（表2）。
- 新政对地产股股价影响负面偏中性，预计股价跌幅将有限。本次政策出台时机超出资本市场预期，行政控制的力度超出市场预期，但因前期地产股股价已经反应了部分三次调控的预期、这次新政后未来3个月政策面利空出尽（春节后沪渝房产税试点视为利空出尽）、主流地产股估值仍然处于低位（11年10倍PE，且10家龙头公司11年30%左右业绩增速在10年财报上将锁定70%以上）。
- 若地产股价出现15%跌幅或以上的超跌，建议考虑参与高周转、业绩锁定强的龙头公司。假设11年销售下降25%导致12年公司业绩相比11年下降30%，则相当于12年为13.3倍PE，股价再下跌15%则意味着12年PE降低到11.3倍，对于高周转且11年业绩锁定比例超过70%的公司，当股价下跌15%以上时是可以参与的。
- 行业维持中性评级和标配建议，维持《从延安到西柏坡》年度策略报告观点，行业趋势性投资机会尚未到来，反转或超配行情需等基本面向下调整和政策面回归正常，下半年或更晚时间条件更成熟。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：

中性

细分行业评级

房地产经营

房地产开发

相关报告

房地产：《山雨欲来风满楼——沪渝房产税试点或启动》

2011.01.24

房地产：《逐渐进入两会前的政策敏感期》

2011.01.18

房地产：《上海“土地使用权期满无偿收回”为个案》

2011.01.17

房地产：《三四线房价猛涨，关注3-4月政策敏感期》

2011.01.10

房地产：《继续坚定看好短期的反弹机会》

2011.01.05

《8月26-27日深圳房地产行业专题策略会议纪要》，2010.8.30

行业深度研究报告《中国房地产行业和商业模式的前景和出路》，2010.8.26

行业专题研究报告《高度关注深圳前海开发和城市更新进程》，2010.08.25

《首开股份：10年销售超预期 高速增长 晋身一线龙头》，2010.8.17

《万科：疾风知劲草，淡市显龙头》，2010.8.9

《中国商业地产系列研究报告之一：保险资金投资不动产对商业地产影响分析》，2010.3.30

《保障房开发对房地产投资和GDP的影响——政策系列研究之一》，2010.5.21

《房价定乾坤——2009年房地产行业投资策略》，2008.12.05

附：商品房营业税政策变化历史：

1. 2005/06/01: 所有住房购买时间住房不足2年，按销售总价全额征收营业税；普通住房超过2年（含2年）免征营业税；非普通住房超过2年（含2年）按买卖差价征收营业税。
2. 2006/06/01: 所有住房购买时间不足5年，按销售总价全额征收营业税；普通住房超过5年（含5年）免征营业税；非普通住房超过5年（含5年）按买卖差价征收营业税。
3. 2008/12: 普通住房超过2年（含2年）免征营业税；不足2年按买卖差价征收营业税。非普通住房超过2年（含2年）转让按买卖差价征收营业税；不足2年销售总价全额征收营业税。
4. 2009/12: 5年以上普通住房转让免征营业税，非普通住宅按买卖差价征收；5年以内普通住宅按买卖差额征收，非普通住宅按销售总价全额征收。
5. 2011/01: 对个人购买住房不足5年转手交易的，统一按销售收入全额征税。（相比此前执行的变化只是：5年内非普通住宅由差价征收恢复为全额征收。）

表 1：直辖市、计划单列市、大部分省会城市 2011 年新房价格控制目标可能考虑的部分指标

区域 分类	城市	09A GDP 增速	09A CPI	09A PDI 增速	09A 房 价涨幅	10A 房 价涨幅	08A 房价	09A 房价	10A 房价	08A 城镇 居民 PDI	09A 城镇 居民 PDI
直辖 市	上海	8.2	-0.4	8.11	56.7	12.1	8195	12840	14399	26675	28838
	北京	10.2	-1.5	8.14	11.1	28.9	12418	13799	17781	24725	26738
	天津	16.5	-1	10.33	14.5	19.0	6015	6886	8196	19423	21430
	重庆	14.9	-1.6	0.25	23.6	24.3	2785	3442	4280	15709	15749
省会 城市	杭州	10	-2.5	9.06	25.5	33.9	8409	10555	14132	25317	27610
	广州	11.5	-1.4	9.06	2.5	27.5	9123	9351	11920	25317	27610
	南京	11.5	0.1	10.3	40.6	33.1	5109	7185	9565	23123	25504
	福州	12.8	-0.8	6.73	20.1	27.0	5516	6625	8411	19009	20289
	海口	10.8	-0.1	7.68	17.9	50.0	4533	5344	8014	14150	15237
	太原	2.6	-0.1	2.48	20.4	49.1	4013	4830	7200	15230	15607
	济南	12.2	0.33	9.23	17.2	27.8	4179	4897	6258	20802	22722
	成都	14.7	0.3	10.13	1.4	20.5	4857	4925	5936	16943	18659
	合肥	17.3	-0.9	10.05	17.7	39.6	3592	4228	5904	15591	17158
	武汉	13.7	-0.6	10.01	11.5	7.9	4781	5329	5751	16712	18385
	沈阳	14.1	-0.1	7.31	8.2	21.2	4127	4464	5411	17295	18560
	长春	13	0.2	8.90	11.4	25.7	3793	4226	5310	14589	15887
	哈尔滨	15	-0.2	7.13	18.7	25.0	3489	4142	5178	15003	16072
	郑州	12	-0.2	8.80	9.4	15.3	3928	4298	4957	15732	17117
	西安	14.5	-0.3	24.70	-0.4	14.4	3906	3890	4452	15207	18963
	长沙	14.7	-0.5	10.70	10.9	21.1	3288	3648	4418	18282	20238
	贵阳	13.3	-2.3	8.86	19.5	17.2	3149	3762	4409	13817	15041
	兰州	10.8	-0.4	9.28	15.2	16.7	3145	3624	4228	11677	12761
	呼和浩特	15.9	0.1	10.51	42.3	5.6	2731	3887	4103	20267	22397
	石家庄	11.1	0.3	10.26	44.3	3.2	2610	3765	3885	15062	16607
	昆明	12.8	0.8	13.91	1.5	-3.8	3750	3807	3662	14482	16496
计划 单列 市	深圳	10.7	-1.3	9.41	15.4	31.2	12665	14615	19170	26729	29245
	珠海	6.6	-3	9.12	-3.9	28.9	8231	7912	10201	20949	22859
	厦门	8	-2.7	9.12	51.3	11.7	5256	7951	8883	23948	26131
	大连	15	0.2	8.65	8.2	12.7	5774	6249	7043	17500	19014
	青岛	12.2	0.5	9.30	9.5	18.0	5094	5576	6579	20464	22368

注：（1）1月26日国务院“新国八条”中第一条规定：2011年各城市人民政府要根据当地经济发展目标、人均可支配收入增长速度和居

民住房支付能力，合理确定本地区年度新建住房价格控制目标，并于一季度向社会公布。（2）表中房价指新建商品房销售金额除以销售面积的均价，每年均价受销售楼盘高、中、低档结构性影响较大。数据来源：中指数据库，国泰君安证券。

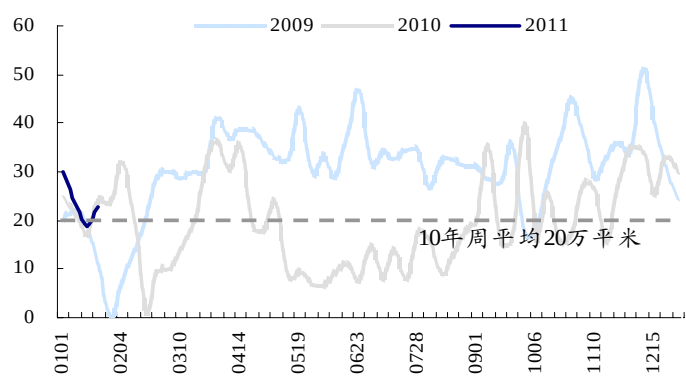
表 2：以优秀的行业龙头公司为例测算已经或将可能受限购政策影响（单位：万平方米）

股票简称	总项目储备建面	直辖市		计划单列市		省会		非直辖、单列和省会但已限购城市		已经或将可能受限购影响	
		建面	占比	建面	占比	建面	占比	建面	占比	建面	占比
万科 A/B	6340	989	16%	914	14%	2148	34%	257	4%	4308	68%
保利地产	4705	703	15%	165	4%	2427	52%	246	5%	3541	75%
金地集团	2134	363	17%	117	5%	1259	59%	0.8	0%	1740	82%
招商地产	1218	435	36%	147	12%	262	21%	106	9%	950	78%
首开股份	1231	515	42%	39	3%	349	28%	69	6%	971	79%

注：项目储备面积包括在建开工项目，以上建筑面积统计数据为概算，与实际结果可能会有出入。

2010 年 4 月中旬开始限购的部分一二线重点城市 2010 年商品住宅成交量比较：销量受到了政策的负面影响

图 1 北京一手住宅成交量



注：单位为万平方米，下同。数据来源：国泰君安证券研究

图 2 上海一手住宅成交量

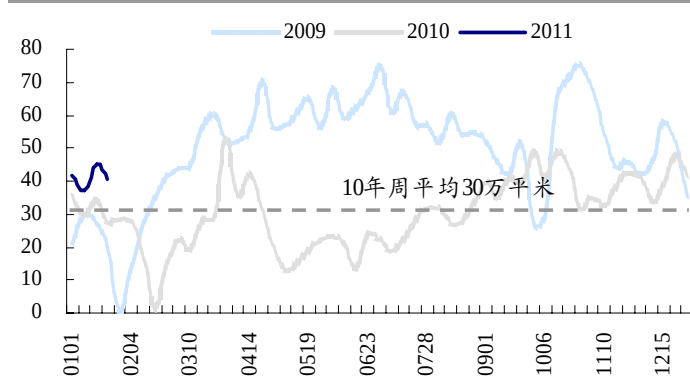


图 3 深圳一手房成交量

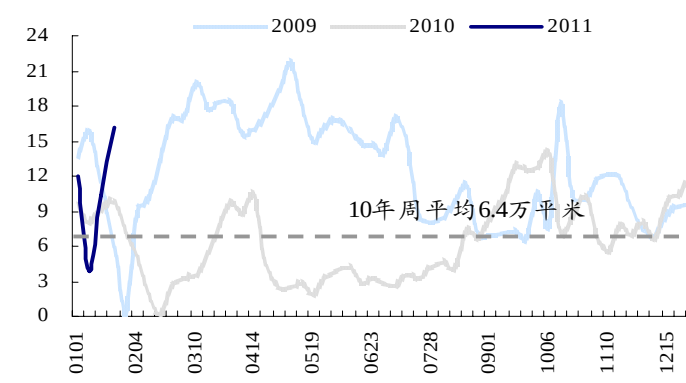


图 4 广州一手房成交量

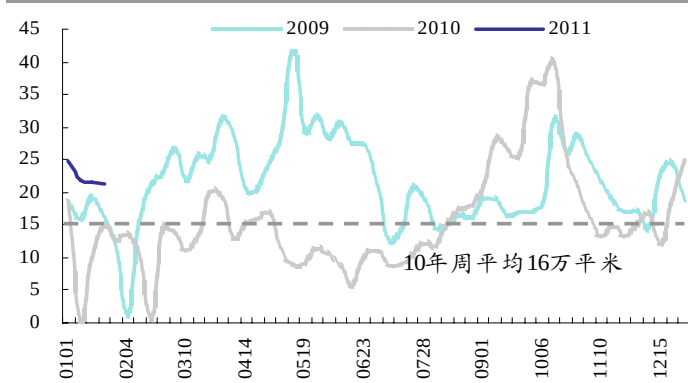


图 5 杭州二手房成交量

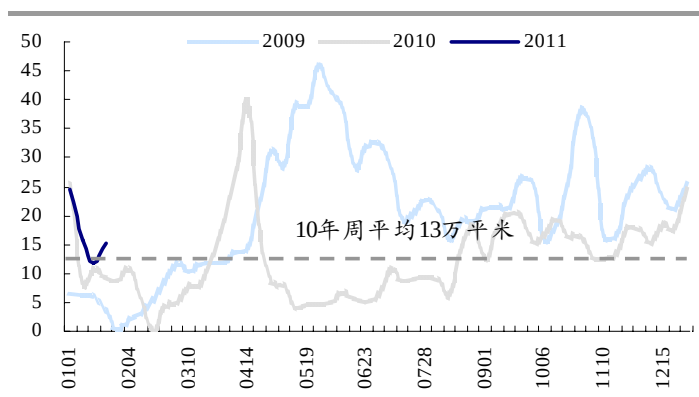


图 6 天津二手房成交量

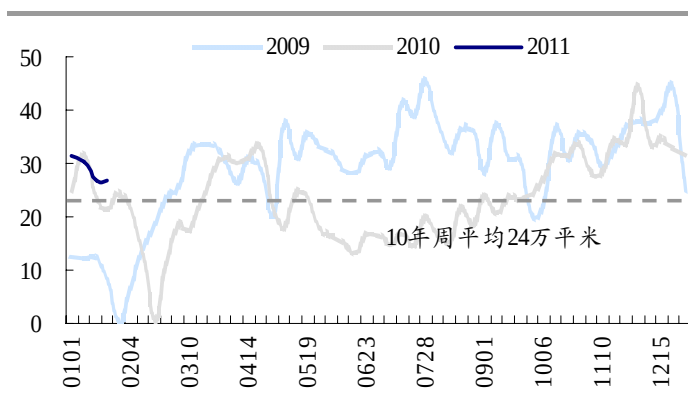


图 7 北京二手成交量：环比下降30%，同比上升15%

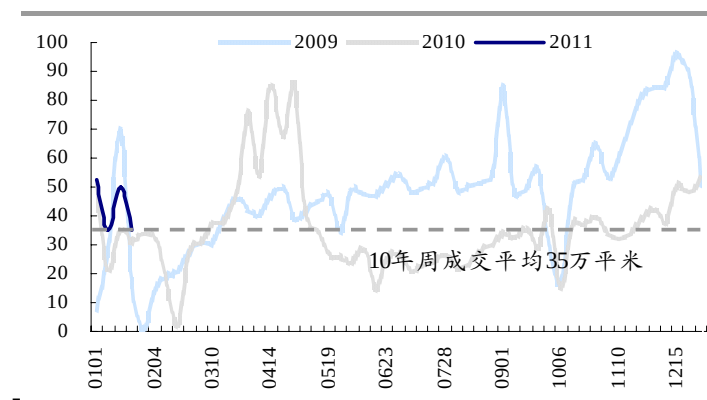


图 8 深圳二手房成交量：环比下降7%，同比上升32%

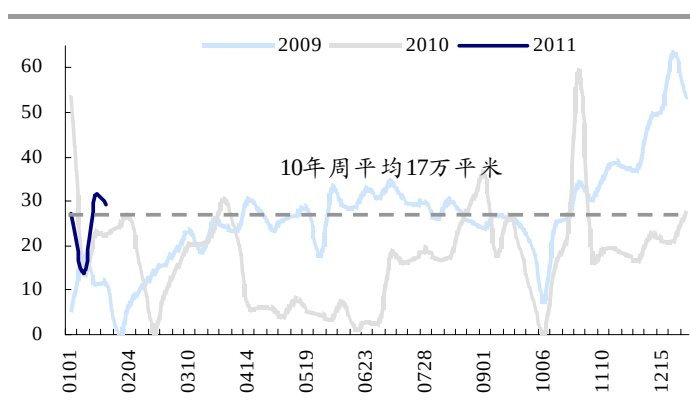


图 9 杭州二手房成交量：环比下降25%，同比上升73%

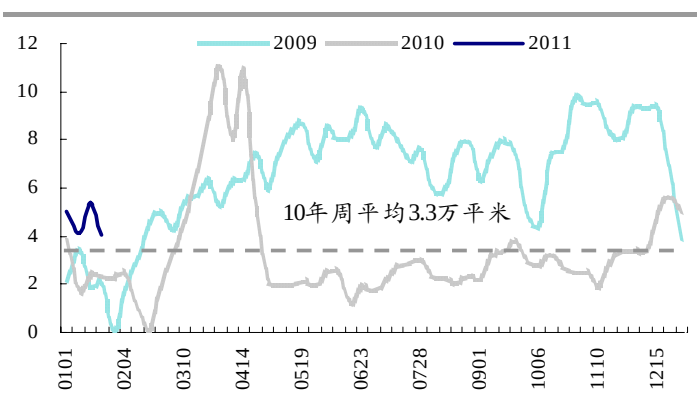
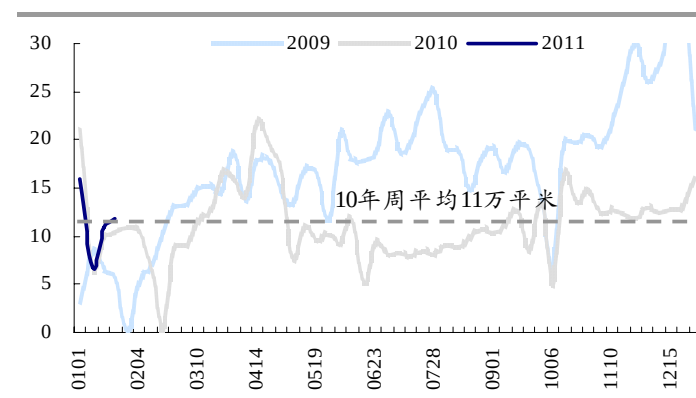


图 10 天津二手房成交量：环比上升10%，同比上升14%



附件：国务院总理温家宝 26 日主持召开国务院常务会议，研究部署进一步做好房地产市场调控工作

会议指出，自去年 4 月份《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》印发后，房地产市场出现积极变化，房价过快上涨势头得到初步遏制。为巩固和扩大调控成果，逐步解决城镇居民住房问题，继续有效遏制投资投机性购房，促进房地产市场平稳健康发展，必须进一步做好房地产市场调控工作。会议确定了以下政策措施：

(一) 进一步落实地方政府责任。地方政府要切实承担起促进房地产市场平稳健康发展的责任。2011 年各城市人民政府要根据当地经济发展目标、人均可支配收入增长速度和居民住房支付能力，合理确定本地区年度新建住房价格控制目标，并于一季度向社会公布。

(二) 加大保障性安居工程建设力度。各地要通过新建、改建、购买、长期租赁等方式，多渠道筹集保障性住房房源，逐步扩大住房保障制度覆盖面。加强保障性住房管理，健全准入退出机制，切实做到公开、公平、公正。有条件的地区，可以把建制镇纳入住房保障工作范围。努力增加公共租赁住房供应。

(三) 调整完善相关税收政策，加强税收征管。调整个人转让住房营业税政策，对个人购买住房不足 5 年转手交易的，统一按销售收入全额征税。加强对土地增值税征管情况的监督检查，重点对定价明显超过周边房价水平的房地产开发项目，进行土地增值税清算和稽查。加大应用房地产价格评估技术加强存量房交易税收征管工作的试点和推广力度，坚决堵塞税收漏洞。严格执行个人转让房地产所得税征收政策。各地要加快建立和完善个人住房信息系统，为依法征税提供基础。

(四) 强化差别化住房信贷政策。对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于 60%，贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍。人民银行各分支机构可根据当地人民政府新建住房价格控制目标和政策要求，在国家统一信贷政策的基础上，提高第二套住房贷款的首付款比例和利率。加强对商业银行执行差别化住房信贷政策情况的监督检查，对违规行为严肃处理。

(五) 严格住房用地供应管理。各地要增加土地有效供应，落实保障性住房、棚户区改造住房和中小套型普通商品住房用地不低于住房建设用地供应总量的 70% 的要求。在新增建设用地年度计划中，单列保障性住房用地，做到应保尽保。今年的商品住房用地供应计划总量原则上不得低于前 2 年年均实际供应量。大力推广以“限房价、竞地价”方式供应中低价位普通商品住房用地。加强对企业土地市场准入资格和资金来源的审查，参加土地竞买的单位或个人，必须说明资金来源并提供相应证明。对擅自改变保障性住房用地性质的，坚决纠正，严肃查处。对已供房地产用地，超过两年没有取得施工许可证进行开工建设的，及时收回土地使用权，并处以闲置一年以上罚款。依法查处非法转让土地使用权行为。

(六) 合理引导住房需求。各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市，在一定时期内，要从严制定和执行住房限购措施。原则上对已有 1 套住房的当地户籍居民家庭、能够提供当地一定年限纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，限购 1 套住房；对已拥有 2 套及以上住房的当地户籍居民家庭、拥有 1 套及以上住房的非当地户籍居民家庭、无法提供一定年限当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，暂停在本行政区域内向其售房。

(七) 落实住房保障和稳定房价工作的约谈问责机制。未如期确定并公布本地区年度新建住房价格控制目标、新建住房价格上涨幅度超过年度控制目标或没有完成保障性安居工程目标任务的省(区、市)人民政府，要向国务院作出报告，有关部门根据规定对相关负责人进行问责。对于执行差别化住房信贷、税收政策不到位，房地产相关税收征管不力，以及个人住房信息系统建设滞后等问题，也纳入约谈问责范围。

(八) 坚持和强化舆论引导。对各地稳定房价和住房保障工作好的做法和经验，要加大宣传力度，引导居民从国情出发理性消费。对制造、散布虚假消息的，要追究有关当事人的责任。来源：国务院办公厅

附表：行业重点公司和关注公司业绩预测及财务估值（单位：百万元，亿元）

证券简称	1.21 股价	2010E EPS	2011E EPS	2010 PE	2011 PE	PB	RNAV	溢价比例	总市值	总股本	投资评级	年初以来涨幅
------	---------	-----------	-----------	---------	---------	----	------	------	-----	-----	------	--------

万科 A	8.4	0.64	0.95	13.2	8.8	2.3	10.46	-19.9	921.40	10995.21	增持	1.95
深振业 A	7.3	0.54	0.70	13.5	10.4	2.7	7.10	3.2	55.76	760.77	谨慎增持	5.17
中国宝安	16.2	0.41	0.57	39.7	28.5	7.3	14.70	10.1	176.59	1090.75	增持	-3.46
招商地产	16.6	1.23	1.59	13.5	10.4	1.6	24.02	-31.1	284.21	1717.30	增持	3.76
中粮地产	6.1	0.26	0.36	23.6	16.8	2.2	7.43	-17.5	111.18	1813.73	谨慎增持	-1.61
华联控股	3.7	0.32	0.46	11.6	8.1	2.8	8.10	-54.1	41.81	1123.89	增持	-5.34
深长城	17.2	1.41	1.77	12.2	9.7	1.8	17.30	-0.8	41.12	239.46	谨慎增持	-1.04
中航地产	11.9	0.35	0.45	33.9	26.5	1.5	7.99	48.7	26.41	222.32	中性	-3.73
泛海建设	8.1	0.22	0.35	36.7	23.0	2.4	16.55	-51.2	184.12	2278.66	中性	-10.02
华侨城 A	12.6	0.93	1.21	13.5	10.4	3.3	14.80	-15.0	390.92	3107.48	增持	3.54
深天健	10.2	0.78	1.46	13.0	7.0	1.3	17.06	-40.5	46.35	456.64	增持	-14.49
中天城投	12.5	0.85	1.15	14.7	10.8	8.1	11.50	8.3	113.72	913.44	增持	-9.32
亿城股份	4.8	0.52	0.69	9.3	6.9	1.7	6.50	-25.8	47.87	993.22	谨慎增持	-5.86
名流置业	3.0	0.26	0.37	11.5	8.1	1.6	5.82	-48.5	76.79	2559.59	增持	-0.33
苏宁环球	8.9	0.59	0.90	15.1	9.9	4.4	8.84	0.7	151.54	1702.66	谨慎增持	-4.81
中国武夷	5.6	0.21	0.26	26.8	21.3	1.9	5.78	-2.6	21.93	389.45	中性	-7.55
嘉凯城	8.9	0.94	1.29	9.5	6.9	4.5	9.38	-4.9	160.93	1804.19	增持	14.07
中南建设	11.1	0.71	0.98	15.6	11.3	3.0	11.67	-4.8	129.75	1167.84	增持	-2.80
荣盛发展	13.4	0.68	0.85	19.6	15.7	4.4	12.17	9.7	191.39	1433.60	增持	-1.77
滨江集团	11.2	0.76	1.07	14.7	10.5	4.0	12.04	-7.0	151.42	1352.00	增持	-0.71
保利地产	13.5	1.05	1.38	12.8	9.8	2.3	14.22	-5.2	616.80	4575.64	增持	6.14
浙江广厦	4.7	0.58	0.68	8.2	7.0	2.0	6.50	-27.2	41.24	871.79	谨慎增持	-2.87
冠城大通	9.0	0.69	1.04	12.9	8.6	3.5	7.62	17.7	65.97	735.50	增持	3.10
建发股份	6.2	0.64	0.85	9.7	7.3	2.6	6.52	-4.4	139.41	2237.75	增持	-4.89
香江控股	4.8	0.41	0.59	11.6	8.1	2.9	6.51	-26.8	36.62	767.81	谨慎增持	-3.64
卧龙地产	6.1	0.40	0.60	15.2	10.1	3.3	8.12	-25.2	44.02	725.15	增持	-2.41
新湖中宝	5.7	0.34	0.50	16.7	11.6	4.0	8.30	-30.8	294.66	5133.48	增持	-4.33
鲁商置业	8.1	0.65	0.92	12.5	8.8	11.1	11.70	-30.4	81.48	1000.97	增持	9.41
华业地产	7.5	0.43	0.75	17.2	10.0	2.2	11.76	-36.3	48.31	645.00	增持	0.54
北京城建	12.2	1.09	1.25	11.2	9.7	2.2	15.50	-21.5	108.13	889.20	增持	-0.41
天房发展	4.7	0.22	0.32	21.1	14.7	1.3	4.67	-0.4	51.42	1105.70	中性	2.65
华发股份	10.2	1.11	1.45	9.2	7.0	1.6	15.56	-34.7	83.01	817.05	增持	0.20
首开股份	16.5	1.15	1.63	14.3	10.1	1.9	21.01	-21.5	189.71	1149.75	增持	-2.08
金地集团	7.2	0.60	0.83	12.1	8.6	2.0	8.03	-10.5	321.50	4471.51	增持	16.34
中铁二局	9.7	0.61	0.79	15.9	12.2	3.1	10.99	-11.9	141.25	1459.20	中性	6.61
万业企业	6.9	0.43	0.56	16.1	12.2	2.0	7.77	-11.1	55.71	806.16	谨慎增持	-5.21
城投控股	7.6	0.40	0.53	19.1	14.3	1.5	9.25	-17.4	175.57	2298.10	谨慎增持	-3.90
信达地产	5.7	0.55	0.72	10.3	7.9	1.6	10.17	-44.2	86.58	1524.26	增持	-7.19
中华企业	6.6	0.57	0.73	11.6	9.0	2.4	7.58	-12.8	93.49	1414.44	增持	-4.48
京投银泰	6.5	0.39	0.49	16.6	13.2	3.1	5.42	19.4	47.93	740.78	谨慎增持	-9.38
苏州高新	4.8	0.38	0.51	12.6	9.5	1.6	7.59	-36.7	42.32	881.57	谨慎增持	-8.40
上实发展	7.7	0.35	0.51	21.9	15.1	3.3	10.73	-28.5	83.09	1083.37	谨慎增持	-4.96
开发类均值	8.79	0.61	0.83	13.5	10.1	2.95	10.59	-17.0	146.99	1701.34	---	-1.51

金融街	6.6	0.57	0.72	11.7	9.1	1.3	9.99	-33.9	199.79	3027.08	增持	-0.15
阳光股份	7.2	0.67	0.77	10.6	9.3	2.2	7.50	-4.4	53.77	749.91	增持	0.00
中国国贸	9.3	0.14	0.42	69.1	22.4	2.2	17.90	-47.8	94.08	1007.28	增持	-7.34
外高桥	12.3	0.43	0.59	28.6	20.8	2.9	11.85	3.7	124.22	1010.78	中性	-11.77
浦东金桥	9.0	0.49	0.60	18.3	15.0	2.4	12.47	-28.2	83.22	928.83	谨慎增持	-1.75
陆家嘴	16.8	0.67	0.74	25.1	22.6	3.1	18.79	-10.6	313.58	1867.68	中性	-0.06
世茂股份	13.1	0.55	0.77	23.8	16.9	2.2	15.10	-13.3	153.23	1170.60	谨慎增持	-3.11
张江高科	8.8	0.59	0.78	14.9	11.3	2.3	13.26	-33.6	136.44	1548.69	增持	0.34
北辰实业	3.4	0.19	0.22	17.6	15.7	1.3	6.16	-44.5	115.15	3367.02	中性	-2.29
出租类均值	9.61	0.48	0.62	18.3	15.7	2.22	12.56	-23.5	141.50	1630.87	---	-2.90
整体均值	8.94	0.59	0.80	14.7	10.4	2.82	10.94	-18.3	146.02	1688.91	---	-1.76

注：RNAV 测算以 10 年一季度均价测算。数据来源：WIND、国泰君安证券房地产研究。

作者简介:

孙建平:

S0880511010044

021-38676316

sunjianping@gtjas.com

经济学硕士，毕业于南开大学金融学系，2004 年 1 月进入国泰君安证券研究所，从事宏观经济、房地产行业研究。荣获 2006 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名，2007 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名（团队），2008 年、2009 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2010 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名（团队）。

张伟明（贡献作者）:

S0880111010273

02138674672

zhangweiming008304@gtjas.com

双学士，毕业于天津大学电子工程系、南开大学金融学系，2004 年 7 月至 2010 年 2 月就职于万科企业股份有限公司，曾先后在天津分公司、上海分公司、总部董事会办公室、总部战略投资部工作，2010 年 2 月进入国泰君安证券研究所，从事房地产行业研究。

李品科:

S0880511010037

010-59312815

lipinke@gtjas.com

工学硕士，毕业于清华大学土木工程系，2008 年 3 月进入国泰君安证券研究所，从事房地产行业研究。荣获 2010 年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名（团队）。

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		