

房地产开发与经营业(011001)

行业评级

持有

前次评级

持有

限购影响大，楼市量跌价有望松动

徐军平 分析师

电话: 021-68829441

eMail: xjp@gf.com.cn

赵强 分析师

021-68829698

zhaoq@gf.com.cn

沈爱卿 分析师

020-87555888-637

saq@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260210040021

S0260210030007

S0260209080530

近期,我们调研了上海市房地产市场,拜访了中原地产和中房信的行业专家,以及万科营销部门人士,主要的结论是:“新国八条”中,“从严版”的限购令对楼市影响重大,其力度远大于房产税;专家预计,未来半年时间内,一、二线城市商品住宅成交量将大幅下滑,三、四城市影响相对较轻;但同时需要关注两会前后的政策风向及后续地方政府对调控政策的实际执行力度,以判断限购令的持续时间。若限购持续、成交量低位,房价可能在下半年松动。

上海万科营销人士观点:

上海万科营销管理部人士认为,限购对市场影响最大,冰冻期将由以往的 3 个月延长至 6 个月,上海成交量或将下跌 45%,房价可能平稳略降。开发商将会调整产品结构,加大对中小户型的开发比例以应对政策调控。

上海中原地产观点:

中原地产陶总和宋总认为,新国八条主要是抑制投资投机购房需求,而这部分需求去年已基本被挤出市场,目前新政的出台大约还能影响 20%左右的购房需求;对于房价而言,如果限购持续、成交量低迷,房价可能在下半年松动。但由于供应增加及房价略降缓解供求关系,今年地产形势不会太差。

中房信专家观点:

陈啸天认为,此次政策调控与以往不同,中央政府态度很坚决,4 类城市限购对市场打击较大;需要着重跟踪两会后的政策基调变化及地方政府的实际执行力度;看好三四线城市,不看好二线城市,一线城市核心区域房价难跌。

风险提示: 宏观经济下滑致调控政策放松,地方政府实际执行力度风险

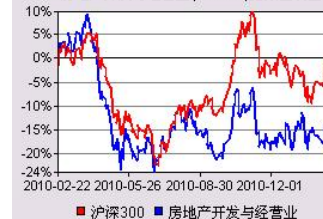
重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		09	10E	11E	09	10E	11E			
万科 A	8.13	0.48	0.63	0.80	16.77	12.82	10.19	0.42	10.5	买入
保利地产	12.33	0.77	1.05	1.64	16.03	11.73	7.54	0.30	17.0	买入
金地集团	6.41	0.40	0.62	0.82	16.14	10.40	7.84	0.28	8.0	持有
招商地产	16.30	0.96	1.26	1.59	17.03	12.96	10.24	0.45	19.0	持有
金融街	6.47	0.45	0.55	0.72	14.34	11.87	9.00	0.39	7.5	持有
中天城投	13.34	0.50	0.76	1.23	26.46	17.61	10.81	0.31	17.0	买入
福星股份	11.67	0.47	0.74	0.83	24.71	15.71	14.02	0.38	16.0	买入
浦东金桥	9.62	0.39	0.48	0.59	24.81	20.08	16.30	1.35	12.0	买入
中国国贸	9.95	0.29	0.14	0.55	34.61	69.12	17.96	2.14	13.0	买入
凤凰股份	7.72	0.40	0.25	0.56	19.46	30.32	13.76	1.18	9.0	买入

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

行业走势

房地产开发与经营业(011001)指数曲线图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	3.80%	3.26%	-15.24%
沪深 300	9.01%	3.11%	-0.17%

近期，我们组织客户调研了上海市房地产市场。我们拜访了上海中原地产（上海中原）和中国房产信息集团（中房信）的行业专家以及上海万科营销部门的人士。同时，我们还实地考察了万科、保利、金地在上海的在售楼盘。

通过调研，我们得出以下的主要结论：“新国八条”中，“从严版”的限购令对楼市影响重大，其力度远大于房产税；专家预计，未来半年时间内，一、二线城市商品住宅成交量将大幅下滑，三、四城市影响相对较轻；但同时需要关注两会前后的政策风向及后续地方政府对调控政策的实际执行力度，以判断限购令的持续时间。

以下，我们摘录了部分调研过程中所获取的信息，供投资者参考：

上海万科营销部人士观点

2月17日上午，我们拜访了上海万科营销管理部的相关人士，与其交流了对最近房地产新政的看法和对市场走势的预判。对方主要观点是：限购对市场影响最大，楼市冰冻期将由以往的3个月延长到6个月以上，上海的商品住宅成交量或将下跌45%，房价可能平稳趋降，具体访谈纪要如下：

对新国八条影响性分析

对于新国八条的分析，上海万科营销部人士主要是从影响严重程度方面解读：

（1）影响较大的是限购令。新国八条中的限购令加强版的限购令，限购城市扩大到四类城市（直辖市、省会城市、计划单列市、房价上涨过快城市），直接限制了购房需求，影响最大；

（2）影响中等程度的是购房成本和地方政府问责。提高购房成本，如提高首付成数，85折优惠利率的取消，营业税征收的调整，以及房产税的落实等，这些会加大购房者的购房压力；地方政府问责，房价调控目标等将使得地方政府有动力落实调控政策。

（3）影响较弱的是保障房供应，该部分与商品住宅需求不重叠。

对2011年上海楼市的预判

住宅成交量或将下跌严重。上海万科营销管理部人士预计，此次政策出台后，上海的成交量可能会下降45%，楼市的冰冻期也会较2010年4月份政策调控后的冰冻期要长，当时楼市的冰冻期是3个月，这次新国八条政策后的冰冻期应该会在6个月以上。

房价可能平稳趋降。到目前为止，市场没有出现降价的举动，一般政策出台后，都要等楼市成交量低迷2到3个月之后，到那时才会有房价下降的趋势，比如国有房地产企业响应号召或者部分资金紧张的房地产企业开始降价等。

从以往的经验来看，2011年的房价可能平稳略微下降。如2009年，当时市场行情火爆，到2010年4月份之后，政府开始一系列的政策调控，但2010年的房价相对于2009年仍上涨了10%多；而目前开发商资金相对充裕，因此，2011年房价可能平稳略微下降。

开发商将调整产品结构应对。政策出台后，受影响较小的是首次置业和首次改善的产品，受影响最大的是高端产品，受影响居中的是中端产品，那么，在这种情况下，未来开发商将会调整产品结构，加大对中小户型的开发比例；部分开发商降价，或者拉长销售周期。大开发商将更加关注发展战略，而小开发商主要关注价格走势。

上海万科2011年销售计划

上海万科2010年销售额约为100亿元，目前2011年计划的销售额要超100亿元，在新政出台前的销售预期更高。2011年初，预估今年可以上市销售的货值约有200亿元（库存+新增供应）。

上海中原地产观点

2月15日下午，我们拜访了中原集团研究部陶琪先生及的上海中原地产研究部总监宋会雍先生，他们的主要观点是认为目前新政主要是抑制投资投机性购房需求，而这部分需求去年就已基本上被挤出市场，目前新政大约还能影响20%左右的购房需求，不过这部分需求将来仍然可能释放，类似2009年的井喷状态可能会再现；对于房价而言，如果投资性购房持续在低位，房价可能在下半年松动。

陶总对市场的解读

对新政的分析

目前的新国八条调控是国十条的细化和延续。思路是增加有效供给、抑制需求来影响供需关系。当时国十条出台的背景是：供求矛盾紧张，投资氛围比较重。

政策调控影响，首先对量的影响，一般4到6个月消化调控影响，价格也会在半年左右的时间里反映；再经过3个月价格就会上涨。

从2009年政策调控之后，房地产市场调控力度越来越强，目前来看，新国八条是史上最严的调控政策，但楼市并没有想象中的差。去年调控出台后，大家比较紧张，但实际情况是，3个月后市场明显反弹，深圳在3周之后成交量就回升，4个月之后价格有所下跌，下跌幅度有限，也就10%左右。

房价下跌的例子并不多，上海在2005年调控，中原领先指数下跌20%多，个别盘跌30%；之后2006年及2007年就比较温和，2007年下半年疯涨；2008年下跌15%，2010年初下跌7%，政策调控导致房价下跌幅度越来越小。

对市场的预判

2011年土地供应会较多。新国八条有一条是关于地价的，即：限房价，竞地价；同时对土地供应数量要求，即不低于前两年土地出让面积的均值，因此，预计2011年土地投放是比较多的。

开发商会视情况开盘。由于2010年的投资新开工面积比较多，与2009年新开工平滑的话，复合增长也在30%左右。因此，业界认为2011年供应大，对抑制房价有好处；但开发商会根据当时的客户情况去开发，而不会乱开盘，例子就是2008年，预售证是7年来最少的一次，就是因为市场不好，之后就会慢推盘、慢开发。

购房需求仍然存在，2011年形势不会太差。目前这种状况，购房需求还是存在的，只是目前没有释放出来，因此，类似2009年的井喷状态有可能会再现；对于2011年的形势预计不会太差，原因是，一方面是供应增加，缓解供求关系；另一方面是价格可能会有一定的下跌。

主要问题交流

问：什么样的情况会使房价下跌20%以上？

答：根据国十条经验型判断，在上海和深圳有下跌20%的事例，部分楼盘跌幅更多，

在2008年，深圳部分楼盘甚至跌了60%；不过整体上，房价要下跌20%的可能性小，只有当经济状况不好的情况下，房价才会有问题。

问：国十条是可以再买一套，而目前是限制购买，如果持续限购，未来需求会不会下降？

答：当时国十条也有限购，当时是只能再买一套；而当时的深圳市限制只能有两套，与目前的限购是类似的。国家的调控政策是没有限制最后期限，这是为了留有余地，而地方政府的细则有时间限制，如济南市，到今年为止，他们可以根据情况来调整政策；同时，我们认为调控政策不会持续很久。短期内，信贷政策有效；长期内还是供求关系；当供不应求，增加交易成本会转嫁到买房者身上。当房价平稳之后，政策就会慢慢放松，中原地产对政策调控影响需求不是很担心。

图1：中原地产研究部陶琪先生做演讲



资料来源：广发证券研究发展中心

中原宋总对上海市场的看法

对目前政策的分析

上海房地产市场，从去年开始的连续几轮调控，根据数据来看，2011年的起步不算差，1月份一手成交了8500套，二手成交2万套，与去年1月份相比是大幅拉高，二手房成交是2010年4月份以来的新高，因此，2011年起步较稳。

目前加息对购房者的影响不大，基本上不影响决策。影响最大的是8.5折优惠利率的取消，相当于4次加息；从中原数据来看，真正由于加息影响需求的情况不到5%。

就限购令，第一版的限购较为宽松，即不管以前有多少房产，可以再买一套；而第二版限购令是不允许买第三套，相对较严。宋总认为，限购令的影响不大，原因在于，对比各个主要城市，如北京在去年5月份就开始限购，而上海在4月至10月份是没有限购的，通过对比当时两个城市的一手和二手房成交来看，北京的限购没有太大影响；而对

比深圳严厉版的限购（相当于目前新国八条的程度），基本上影响也不大。

对于房产税而言，给予了人均60平方米的免纳税面积，3口之家就相当180平方米免纳税，大约相当于2套的面积，这个免征面积与限购令相符合；对于一个正常家庭都够用，因此影响不大。目前房产税的影响都是心理层面的东西，并且很多细则及执行方法都没有细化，如评估家庭套数及适用税率（涉及到2010年的成交均价）。

因此，从加息、限购及房产税，我们看出，中央的态度就是限制投资投机活动。

市场需求结构变化及新政影响

去年4月份政策出台前，当时各类购房者的比例分别是：首套住房需求占4成，改善需求占3成，投资投机需求占3成；

从2010年4月份开始调控，至2010年8月份，各类购房需求结构发生了变化，其中首套置业需求为4成不变，改善性需求提升至5成，投资投机性需求下降至1成；

在2010年9月份之后，这个需求结构就稳定下来了，至今都是这样的需求结构。

在中原地产跟踪的数据中，改善性需求中，大约有7成购房者是一次性付款，因此即便信贷政策严格调控，也就是影响占5成的改善性需求的30%，也就是大约影响15%的总需求比例。

图2：中原地产研究部宋会雍先生做演讲



资料来源：广发证券研究发展中心

对2011年市场的预判

需求依然旺盛，终究会释放。根据市场情况，中原认为市场需求仍然旺盛，影响到的也就是20%左右；目前政策影响到的需求迟早会释放出来，这部分需求没有受到政策影响，只是受到情绪影响而已。

在多轮调控之后，市场对调控力度及地方政府等方面会有较好的把握，心态也就发生变化，认为政策会比较连续，但力度较缓。

我们可以从数据看出，去年4月份的行业调控，上海二手房下滑大约8成；到十月份的二次调控之后，市场成交量大约下降了3到4成；到今年来看，市场对房价难跌的看法比较统一，因此，春节之后，门店来客在逐渐增加，目前基本恢复到年前的6到7成。

对房价的判断。投资投机性需求由以前的3成下降至目前的1成，这是对房价很大的利空，如果投资性购房继续在低位，那么房价还是会下跌的。从2010年8月份，成交结构就调整过来了，如果这种成交结构能够持续1年，那么房价就会有松动的可能，也就是在2011年下半年至年底房价可能会松动。

中房信专家观点

2月16日上午，我们与中房信专家陈啸天先生交流，其主要观点是：（1）这次政策调控坚决，与以往不同，4类城市限购对市场打击较大；（2）着重跟踪两会后的政策基调变化及地方政府的实际执行力度，以判别未来市场走向；（3）看好三四线城市的，不看好二线城市，一线城市核心区域房价难跌。

对政策的分析

从这次新国八条政策本身来看，政策是很坚决的，原因在于，1月份的4类城市限购，其实提前半个月就有风声；而这次新国八条的出台很少有人听到风声，这就说明新国八条的出台反映了政府调控态度的坚决，担心这次调控真的不一样。

从目前往后看，从中原跟踪的58个城市的调研数据来看，主要的时间节点还是要看3月和两会之后的地方政府的实际行动；目前调控基调已定，要保证两会的市场氛围。因此，两会之前的市场情况好不了，比如从新闻报道看，说上海和重庆的存量房的房贷优惠利率要上调，尽管会有很大争议，但这就反应了市场调控的基调。

在两会之前，市场不会有积极的信号，在3月至5月，更多的是观望，主要关注以下主要因素：

（1）跟踪两会和两会之后的政策风向是否会发生变化；

（2）关注地方政府的实际行动。今年的调控和去年的一样，2010年4月的调控，开始市场下降厉害，但到3个月后（即7月份），市场就回升了，其主要原因在于，一方面，地方政府的执行问题；另一方面是市场的原因，如通胀预期，流动性等。

对市场的看法

这次调控，限购的四类城市（省会城市、直辖市、计划单列市、房价上涨过快城市）有35个（37个城市减掉台湾和拉萨，有35个）。根据统计的287个城市，其中35个核心城市的销售面积占35%，销售金额占51%，因此，全面限购的影响面较大。

对房地产企业而言，统计的销售面积和销售金额都前30强的企业，大约有33个企业，这些企业进入了150个城市，他们的销售面积占80%，销售金额占83%。

去年是限购一套，所以很多房子卖的好，而今年是不允许买，因此，如果严格执行，打击面会比较广，好多企业会受到很大影响，企业业绩会比较差。因此，从这个时点来看，我们是相对比较看空，不过主要看3月4月和5月的情况变化。

对成交量的判断。从今年上半年来看，市场销量不抱有太大的希望，不过一些城市还是有机会的；如一、二线城市被限购，钱会被压住，但三四线城市没有限购，因此，泡沫可能会加大，价格可能会上升较快。

下半年可能会有机会。因为，对于一、二线城市而言，需求还是客观存在的，都是一直在按惯性释放，这些需求都被累计起来了，但以后肯定会释放，只是时间的问题。

对价格的判断。未来，三、四线城市的价格，由于大规模资金的介入（一、二线被限制的资金进入），价格会上涨；一线(北京、上海、深圳、广州)，价格全面松动蛮难的，外围可能松动，但中心区域没问题；最担心的是二线城市，如重庆、武汉、长沙等地，中心城区楼盘多，价格差距也没有拉开，价格具有风险性，（而上海等地中心楼盘小，价格差距也大，各个梯队的的需求都得到满足了）。

因此，中房信的专家认为，在一线二线城市业务比较多、中高端楼盘比较多的企业，今年的压力会比较大；若在三、四线城市业务较多的企业，则相对较好。

调控之下，未来下面三种企业受益。

（1）高周转的房产企业肯定受益，从排名第一名到第四名的企业，基本上没压力，成长也好；中高端的楼盘，可能会有些问题；三四线的企业更加受益。

（2）专注三四线城市的企业。

（3）央企可能还会有一个大抄底的机会，市场占有率提升。

图3：中房信陈啸天与投资者交流



资料来源：广发证券研究发展中心

主要问题交流

问：三、四线城市需求能否持续？

答：目前，三、四线城市还处于需求释放阶段，甚至很多城市还处在改善的阶段，如太原市，原来房价都是3至5千元每平米；后来发展到第二阶段，恒大地产和富力地产等进入，物业管理好，很多改善性需求进入，房价就上升到8000元/平；发展到了第三阶段，星河湾进入，很多煤老板等开始购买这些高端产品。很多三、四线城市的多元化需求还没有被打开，这同时也就说明这些市场还不成熟，因此未来需求释放的规模还是很大的。

问：对商业地产的判断？

答：对酒店类比较担心，因为住宅具有刚性，而酒店并不是绝对刚性，近期酒店上马的项目多，而且投资周期长，因此对酒店市场相对担心。看好三线城市的城市综合体，在很多三线城市相对较好；在一线城市的综合体土地不好拿了；不看好二线城市的综合体，因为二线城市受调控影响大。酒店式公寓，这种销售很好，受调控限制少。

楼盘调研情况简介

除了与专家访谈以外，我们还实地考察了宝山顾村美兰湖板块和青浦赵巷板块的一些在售项目，包括：宝山的保利叶上海、万科琥珀臻园，青浦的金地天御、万科锦源，主要调研情况如下：

保利叶上海

保利叶上海位于宝山区顾村板块。顾村是上海重点规划的一城九镇之一，也是一个配套商品房的建设基地。除了地铁7号线通过以外，政府在绿化、医院、学校等各个方面给予支持，因此近年来成为上海外环线外的热点开发区域之一。

保利叶上海在区域内的位置较好，与顾村公园三期相对。该项目建筑面积约为50万方，产品类型以小高层和别墅，目前一期已经交付使用；二期的别墅项目年底交付（剩余41套未售），高层2012年交付（高层剩余4栋未售）。别墅开盘当时的售价约400万/套，目前售价上涨至500至700万/套，。

在保利叶上海的东南面，保利地产还有一个保利叶语项目。该项目于2010年12月首次开盘，当时售价相对较为理性，单价约在1.4至1.9万/平，一抢而空。当前，虽然受到限购政策影响，但预计3、4月份的开盘价也会略有上涨。总体上看，保利地产的这两个项目无论在选址、开发、销售还是后期服务方面，都非常成功。

图4：保利叶上海项目沙盘介绍



资料来源：广发证券研究发展中心

新国八条保利叶上海的影响:

据介绍,新政之后的来人来访问量是新政之前的一半左右;从周六周日的访问量看,目前单日来访问量大约30组,其中10组看别墅,一般能成交1组。新政对别墅的销售还是有影响的,如果没有新政的影响,估计别墅项目早就售完了。房产税对项目的销售影响不大,限购影响大,直接限制了客户能不能买。

销售策略方面,就保利叶语而言,开盘价格不会低开,平开的可能性都小。目前新政对蓄客的影响程度一般,蓄客已经完成,3到4月份开盘,将会推出“别墅和公寓”约200套,整个项目计划2011年去化80%。

图5: 保利叶上海和万科琥珀臻园的地理位置



资料来源: 广发证券研究发展中心

万科琥珀臻园

该项目位于美兰湖板块,距离市中心的距离比顾村更近些。虽然,地铁7号线的向北延伸改善了区域的交通条件,但从政府支持的力度和配套成熟度等方面,比顾村要差不少。

该项目临河,是五层花园洋房,精装修交付,一二层叠加,面积在170平至190平,售价2.5至2.8万/平;3到5层为平层,售价为2.2至2.5万/平。去年6月开盘,推550套,剩余140套;

当时该项目的楼面地价是7000元/平,目前该板块已经没有多少地可以供应,周边的远洋地产拿的地楼面地价是2万多/平,说明大家看好这里的房价走势。

在琥珀臻园附近,还有万科的琥珀郡园,项目主要为100平/套的公寓房,精装修交付,售价1.8至2万/平;一期548户已2010年上半年交付;二期,1月份已经推出,约推196套,目前剩余2套;后期(3月底至4月初)将推115至140平/套的房源,预计销售均价会在2.1万/平(产品设计相对高档些,带地暖)。

图6：万科琥珀臻园沙盘介绍



资料来源：广发证券研究发展中心

金地天御项目

金地天御项目地处青浦徐泾赵巷板块，概念上属于大虹桥交通枢纽辐射板块。随着地铁2号线的沿伸及未来地铁20号线的通车，赵巷板块的交通条件大幅改善。同时，配套设施也逐步完善，板块越来越成熟。

天御是金地集团第一次进入上海高端市场的楼盘，公司将其定位在与绿城、仁恒的高端项目相比肩的层次上，大户型产品的每套单价在1000-1700万元左右。该项目的特点是特色是宽景大平层、高品质精装修的基础上，通过巧妙的户型设计，增加了花园和地下室的空间。该项目首次开盘是在去年的12月份，一面世即受到客户追捧。

从客群构成来看，外籍人士占购房需求的30%左右，来自古北区域的客户较多，一次性付款的占4成。限购对高端项目影响较大，项目200平以上户型的客户，基本上都是3次以上的购房者；购买90平的房源的人，过半的是投资客。

该项目相对周边其他楼盘价格要贵很多，如90公寓价格约2.6万/平（带6000装修），而周边楼盘售价约为1.3万/平；项目平墅的价格在4.5万/平以上，带8000元/平装修。尽管楼盘销售价格贵，但依然比周边楼盘销售要好。项目当时推盘90公寓，推出了176套，当日就去化了128套，后期推盘价格会上升至3万元/平左右。

图7: 金地天御实景照片



资料来源: 广发证券研究发展中心

图8: 万科锦源和金地天御地理位置



资料来源: 广发证券研究发展中心

万科锦源项目

万科锦源项目也位于青浦徐泾赵巷板块, 距离金地天御项目约10分钟车程, 但位置更加偏远。对该项目形成支撑的利好是未来地铁20号线通车后交通条件的改善。按计划, 2013年至2014年左右将开通20号线(从2号线的徐泾东站开出, 到朱家角), 项目在赵巷镇站附近。

万科锦源项目的体量不大，大约只有4-5万平米。因此，小区的布局较为紧凑，售楼处和样板房的展示略显局促，但也体现了万科的成本控制意识。

万科锦源的产品是5层洋房，1、2层为复式楼，带地暖，售价约为2.5万/平；其他为90公寓，90平的房子约占三分之二，大约400套，目前已经开盘的房源都已经售罄；下一期约170套90平公寓要开盘，价格约2万/平，新政之后已蓄客了50%左右。

购买该项目的人主要以刚性需求为主，二套房占50%以上（三套房15%以上），首套50%以下。

图9：万科锦源实景照片



资料来源：广发证券研究发展中心

广发房地产行业研究小组

赵强，分析师，复旦大学工商管理硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名、2009 年第五名、2008 年第三名，2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名，2010 年“中国最佳证券分析师”房地产行业最佳分析师，2009 年“水晶球最佳分析师”房地产行业第五名、2008 年第三名，2009 年“金手指奖”房地产行业第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

沈爱卿，分析师，中南财经政法大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年“中国最佳证券分析师”之“最佳独立见解分析师”、入围 2009 年房地产行业最佳分析师，2007 年进入广发证券发展研究中心。

徐军平，分析师，上海财经大学金融学硕士，2010 年“新财富最佳分析师”房地产行业第三名（团队），2010 年“中国证券分析师金牛奖”房地产行业第二名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

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。

	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	深圳市民田路华融大厦 2501 室	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	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。