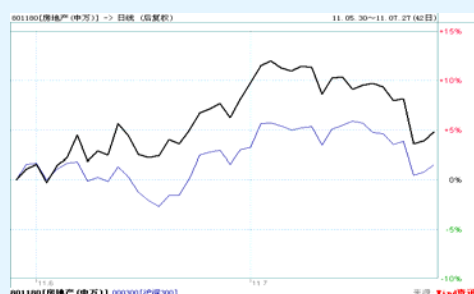


限购范围难以扩大到二、三线城市

市场数据 2011-07-28

房地产行业平均市盈率	17.61
上证指数	2700.98
深圳成指	12034.86

行业指数与上证指数对比：



研究员：黄鹏

执业证书编号：S0270200010025

电话：020-37865150

EMAIL：huangpeng@wlzq.cn

联系人：李宇嘉

电话：020-37865100

EMAIL：liyj@wlzq.cn

报告日期：2011-07-28

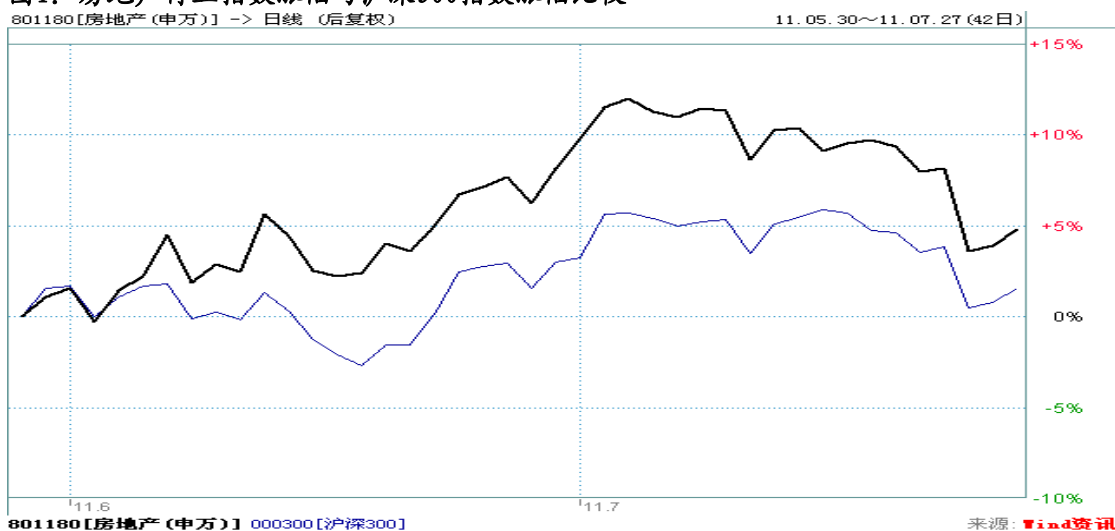
投资要点：

- 限购是房地产调控最为有效的政策，这一政策对于总需求釜底抽薪的作用在一线城市得到应验，限购范围扩大的政策信号是近期地产板块下跌的主因。
- 在新的、稳定的财源还没有形成的情况下，未来，包括保障房、市政交通水利、投融资平台贷款本息偿还、教育和社保等支出的绝对增加，加上“三公”支出无法控制，地方政府对于土地出让、房地产相关税收的依赖度进一步提高。
- 二、三线城市财政收入来源单一，对于土地财政的依赖度不断增加，通过发展房地产，增加土地出让收入和规模已经成为这些城市扩大建设保障房、发展工商业和吸引国内外投资的主要途径。限购将直接影响这些城市房地产的总需求，进而将连锁反应到城市经济的发展。
- 限购政策的实施需要完善的信息系统，需要房管部门与金融监管、民政、公安和社保等部门的信息共享和合作。将限购政策实施范围扩大到二、三线城市不具有技术基础，如果考虑到地方政府对于这一政策的抵制，政策之效果可能已如强弩之末。
- 在中央和二、三线城市地方政府多次博弈后妥协的限购政策的一般特点是：限购政策的力度较小、实行范围局限于主城区或环线以内、区域范围可能将圈定于一线城市周边的二、三线城市。
- 我们认为，市场对于国家将限购范围扩大到房价过快上涨的二、三线城市的政策信号反应过度了。在房地产调控政策没有放松、货币信贷环境依旧紧张的情况下，地产股短期内并没有趋势性的机会，但基于近期估值底部承压能力较强和一、二线城市房企中期业绩良好的考虑，我们仍旧维持同步大市的行业评级。

1. 限购政策在一线城市的验证及扩大信号是近期板块下跌的主因

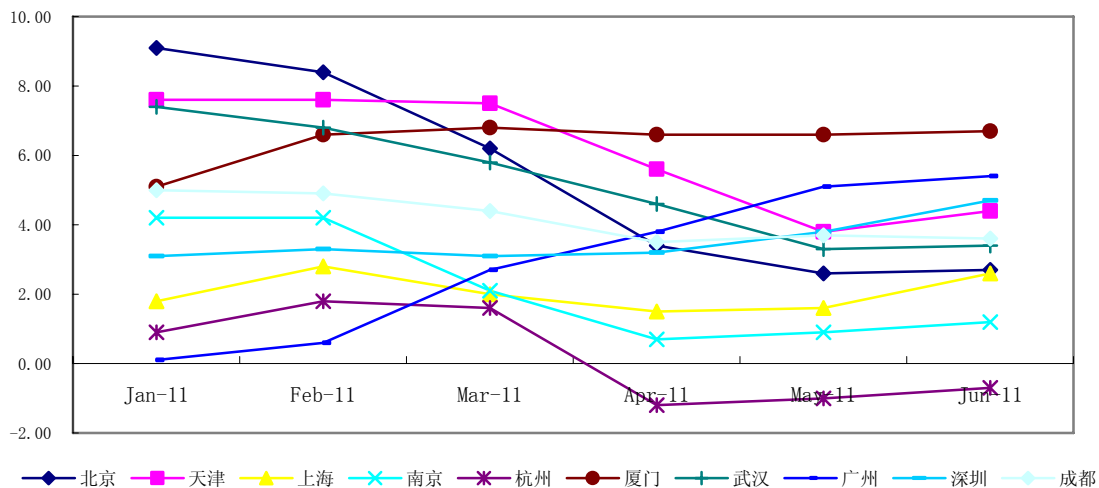
在本轮反弹行情中，受货币政策微调和代表性房企中期业绩良好的刺激，地产股一度成为A股上涨的中流砥柱。但是，7月15日温总理关于“房价上涨过快的二、三线城市也要采取必要的限购措施”的表态严重打击了地产股做多的热情。7月15日，申万房地产指数超额收益率跑输大盘3.00%，为7月份以来相对大盘收益率的最大跌幅，之后这一数值一直在1.5%-3%之间波动，市场做空地产板块趋势明显。

图1：房地产行业指数涨幅与沪深300指数涨幅比较



从2003年央行发布121号文开始实施房地产调控以来，屡次调控均陷入“越调越长”、“越调越高”的悖论中（2007年底至2009年房价下调是金融危机所致，而非调控政策所致），唯独2010年国发10号文发布，规定房价上涨过快城市实施“限购”的政策以来，受“限购”城市房价上涨势头得到明显遏制：6月份，10个代表性限购城市新建商品住房价格指数同比上涨为3.40%，传统的京沪广深新建商品住房价格指数同比上涨为3.85%，远低于未限购城市4.66%同比涨幅的平均值，而70个大中城市中所有限购城市新建商品住房价格指数同比涨幅的平均值也仅为4.23，这说明限购政策在遏制房价过快上涨，特别是一线城市和主要二线城市房价过快上涨方面起到了积极的作用。

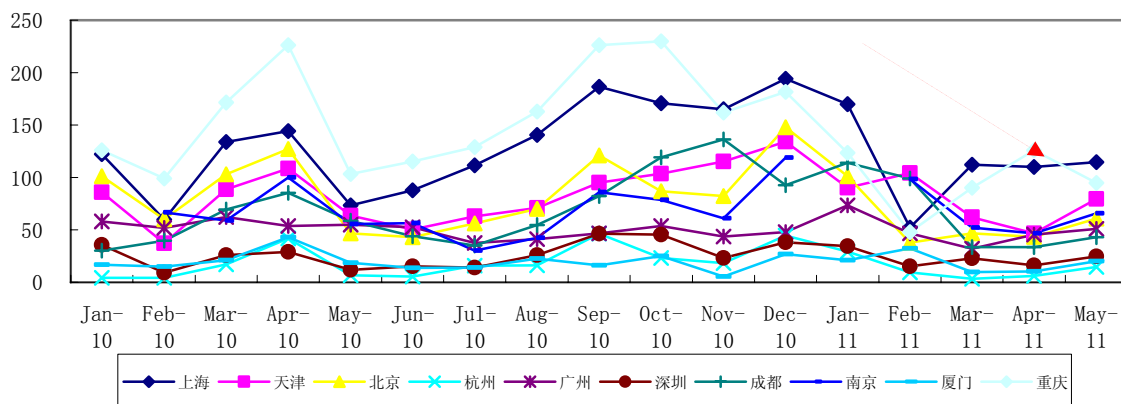
图2：2011年1-6月10个代表性限购城市新建商品住房价格同比增长率（%）



数据来源：国家统计局，万联证券研究所

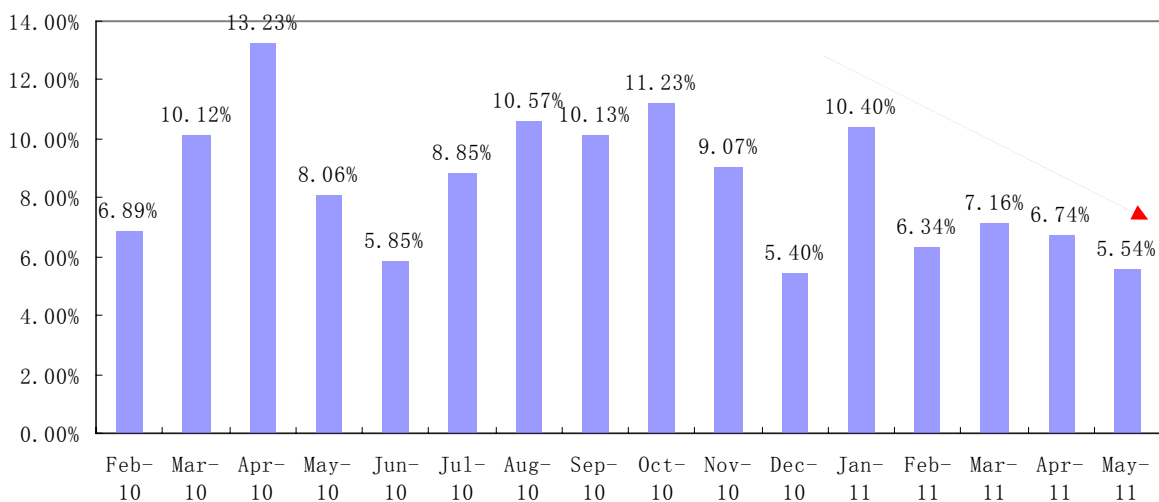
由于限购直接作用于需求端而起到釜底抽薪的作用，限购城市新建商品住房销售规模明显回落：今年上半年，北京、上海、广州、深圳、天津、杭州、成都和重庆等10个城市加起来月均500万平方米左右的商品住宅成交总规模已经接近2008年下半年至2009年初的近年来最低水平（450万平方米）。今年以来，北京、上海、广州、深圳、天津、杭州、成都和重庆等10个主要城市商品住宅成交规模占全国商品住宅成交规模的比例从年初的10%下降到5月份的5.54%。

图3：2010年以来10个代表性限购城市商品住房销售规模月度值（万平方米）



数据来源：WIND，万联证券研究所

图4：2010年以来10个代表性限购城市新建商品住房销售规模占比



数据来源：WIND，万联证券研究所

但与此同时，部分二、三线城市房价则出现了快速上涨。国家统计局统计数据显示，今年1至6月，70个大中城市新建商品住宅价格同比涨幅达到及超过5%的城市分别有44个、45个、42个、38个、33个、39个，均为二线乃至三线城市。今年6月，新建商品住宅价格同比上涨幅度位居前列的城市，包括石家庄、长沙、乌鲁木齐、丹东、洛阳、牡丹江、兰州、昆明、南昌、沈阳、西宁、秦皇岛等，均为二、三线城市。其中，房价涨幅最高的为乌鲁木齐，为9.3%；秦皇岛、兰州和长沙紧随其后，涨幅分别为8.6%、8.42%、8.3%。显然，领涨楼市的已经不再是“京沪广深”这样的一线城市，而是未被限购或者限购政策执行不严的城市。同样，5月份，全国70个大中城市中，京沪广深四大一线城市房价涨幅只有3.2%，明显低于其他城市房价5.5%的平均涨幅。

表 1: 2011 年 1-6 新建商品住房价格同比上涨幅度最大的十个城市

月份	城市及房价涨幅									
1 月	岳阳	海口	三亚	赣州	丹东	兰州	石家庄	秦皇岛	安庆	长沙
	22%	21.6%	19.1%	12.4%	12.3%	12.0%	11.7%	11.5%	10.1%	10.0%
2 月	丹东	岳阳	石家庄	兰州	秦皇岛	郑州	牡丹江	赣州	南昌	西宁
	14.3%	12.1%	11.5%	11.4%	11.1%	10.3%	10.3%	9.9%	9.6%	9.5%
3 月	丹东	石家庄	兰州	乌鲁木齐	秦皇岛	牡丹江	西宁	襄樊	赣州	包头
	15.4%	11.5%	10.9%	10.1%	10.0%	9.7%	9.2%	8.65	8.3%	8.3%
4 月	丹东	乌鲁木齐	秦皇岛	牡丹江	吉林	沈阳	赣州	郑州	襄樊	西宁
	11.3%	9.4%	8.8%	8.8%	8.5%	8.0%	8.0%	7.9%	7.9%	7.7%
5 月	丹东	乌鲁木齐	秦皇岛	牡丹江	长沙	兰州	吉林	西宁	岳阳	昆明
	9.8%	9.1%	8.6%	7.9%	7.8%	7.8%	7.8%	7.6%	7.5%	7.3%
6 月	乌鲁木齐	秦皇岛	兰州	长沙	南昌	洛阳	石家庄	牡丹江	昆明	西宁
	9.3%	8.6%	8.4%	8.3%	8.2%	8.2%	7.8%	7.5%	7.2%	7.2%

数据来源: 国家统计局, 万联证券研究所

在限购政策的作用下, 前期上涨过快的城市, 特别是一线城市的房价确实得到了遏制。从政策机理上来讲, 具有完全行政干预的“限购”从需求端直接入手, 降低投资、投机性需求和部分改善性需求(不合理住房消费需求)的总量, 部分达到釜底抽薪的效果。而我国目前房价过快上涨的原因之一就在于包括改善性需求、投资性需求在内的市场总需求过于旺盛, 并借助前期宽松货币政策和通胀一再自我实现。

因此, 当国家再次祭出“限购”这一史上最严厉、已经在一线城市和部分二线城市显著见效的政策大旗时, 市场做空的反应可想而知。在中短期内, 在紧缩的货币政策难以见底的情况下, 房地产调控政策已经成为左右地产股板块波动的最重要的决定因素了。而限购作为史上最为严厉、效果最为明显的政策能否大范围扩展到所有二、三线城市, 政策力度是否像一线城市那么大, 将直接决定下一阶段地产板块的走势。

2. 制约限购政策实施范围扩大的因素

业内普遍认为, 不考虑保障房的利好效应, 以扩大限购范围为标志的政策加码将在中短期内制约地产板块的走势。我们认为, 尽管中短期内地产板块并无趋势性投资机会, 但限购范围扩大的信号影响有限且需理性对待, 当前市场对于这一政策反应过度, 理由如下:

1.1 地方土地财政依赖度提高不支持限购范围扩大

财政税收制度弊病积重难返且难以在短期内解决现实, 决定了地方政府对于土地出让收入的依赖度难以下降。这一老生常谈的话题在当前有了趋势性强化的内容, 那就是包括今年在内的“十二五”时期, 包括保障房建设、市政交通水利建设、投融资平台贷款本息偿还高峰期、教育和社保等支出的绝对增加, 加上“三公”支出无法控制, 进一步提高了地方政府对于土地出让、房地产相关税收的依赖度。在长期的以重化工和基建投资为重点的粗放型增长模式下对于民生工程的欠账, 以及经济转型的紧迫性已经严重影响到政治和社会的稳定, 影响到了经济可持续发展。可以肯定的是, 这些方面的支出在未来具有刚性。

地方财政赤字从2001年的3960亿元增加到2009年的28441亿元, 占地方财政收入的比重由2001年的51%上升到2009年的87.2%。在近年来强化民生工程建设的背景下, 地方政府兼具经济发展职能和民生建设职能。2010年, 用于市政建设、交通运输、土地收储整理、科教文卫及保障性住房、农林水利建设等项目的支出占地方政府性债务的86.54%。未来, 由于水利、保障房、教育、社保等公益性和基础设施建设方面的支出将增加, 加上从2011年开始每年平均1万亿的债务偿还、居高不下的“三公支出”、“十二五”时期新增的项目建设(很多地方政府提出了本地“十二五”时期GDP翻番的目标), 地方政府支出有增无减。由于国家对于城投公司在贷款和发债方面的控制, 地方政府自主债务发行遥遥无期(自身负债比例也限制债务发行), 中央转移支付不可能大幅度增加, 土地成为地方政府增加财源的主要渠道。而土地作为预算外收入不仅数额巨大(在很多城市财政收入的比例超过50%)、可以灵活控制, 还能够以其作抵押获得贷款。在短期内无法开辟新的、稳定的收入来源(如资源税、房产税)的情况下, 地方政府对土地出让的依赖度将居高不下。

目前, 财政收支状况较差的基本上是内地及中西部省份, 而今年房价过快上涨的城市也基本上集中在这些区域。扩大限购范围将直接影响二、三线城市房地产市场的需求总量和市场规模, 打击开发商对于市场前景的预期, 从而直接影响地方土地出让收入。房产税名存实亡, 即使开征资源税, 也只局限于部分省区, 在地方新

的、稳定的财源大多只停留在“概念”中（如新兴产业），而支出却只增不减的情况下，扩大限购范围到今年房价快速上涨的所有二、三线城市只存在道理上的理由。

表 2：2009 年各省财政收支状况综合评分

省份	财政收入	财政收入增长率	建设性支出比例	财政支出弹性	财政自给率	总分	排名
北京	10	3	1	3	10	27	3
天津	3	5	5	3	7	23	7
河北	7	3	1	1	3	15	15
山西	3	5	5	0	3	16	14
内蒙古	3	5	5	3	3	19	9
辽宁	7	3	3	3	7	23	8
吉林	0	3	3	3	3	12	22
黑龙江	3	1	3	3	3	13	18
上海	10	1	5	3	10	29	2
江苏	10	5	3	3	10	31	1
浙江	10	3	3	1	10	27	4
安徽	3	5	3	1	3	15	16
福建	3	3	1	3	7	17	10
江西	3	3	3	1	3	13	19
山东	10	3	3	3	7	26	6
河南	7	3	3	1	3	17	11
湖北	3	3	1	1	3	11	23
湖南	3	3	1	3	3	13	20
广东	10	3	1	3	10	27	5
广西	3	3	1	3	3	13	21
海南	0	5	1	0	3	9	26
重庆	3	5	3	3	3	17	12
四川	7	3	1	3	3	17	13
贵州	0	3	1	1	3	8	28
云南	3	3	1	1	3	11	24
西藏	0	3	5	3	0	11	25
陕西	3	5	3	1	3	15	17
甘肃	0	3	3	1	0	7	30
青海	0	5	3	0	0	8	29
宁夏	0	3	5	1	0	9	27
新疆	0	3	3	0	0	6	31

数据来源：国家发展改革委中国经济导报社、万联证券研究所

1.2 保障房建设的硬任务也不支持限购范围扩大

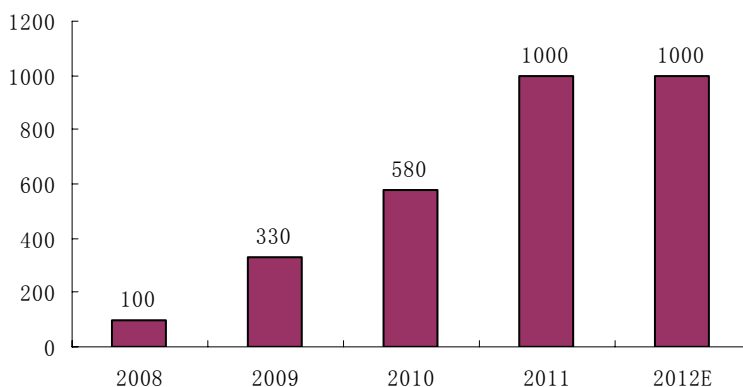
保障房建设提速是今后几年内最为重要的民生项目，党和国家领导人的一再表态也预示着保障房建设任务

必将完成。从建设区域结构上看，黑龙江、重庆、陕西、内蒙古、河南、湖南、吉林、云南、安徽、江苏、湖北和河北等省区的建设规模位居前列，而上半年房价过快上涨的很多二、三线城市也在上述省区，当然这也是上述省区增加保障房建设规模的原因；从建设时序上看，根据“前紧后送”、“留足空间”的策略，今明两年将是建设任务最重的两年，分别新开工建设1000万套。

表3：2011年保障房建设区域分布（单位：万套）

黑龙江	83	广西	29
重庆	49.5	山西	18.2
陕西	47.4	福建	25.2
内蒙古	44.6	新疆	34
河南	42.1	上海	22
湖南	44	广东	31
吉林	41.3	贵州	23.6
云南	40	天津	23
安徽	40	北京	20
江苏	39	甘肃	15.9
湖北	37.9	青海	18.8
河北	35	新疆兵团	13.8
四川	35	海南	9.5
辽宁	34.9	宁夏	9.1
山东	32.8	浙江	18.5
江西	33.1	浙江	

图5：近年来保障房建设时序结构（单位：万套）



数据来源：住建部、万联证券研究所

从建设策略上讲，以增加商品房用地出让规模获得足够的土地出让收入以支撑保障房建设资金需求，或者以地方政府让利土地，由开发商开发建设已经成为保障房建设的主要模式，而无论哪一种模式都离不开土地出让。2011年全国31个省市区中有24个省市区商品住房用地供应比2010年增长了，增长在50%以上的有11个省市区，而这些地区也是保障房建设集中的区域。因此，完成保障房建设任务需要增加地方土地出让收入，而增加土地出让收入需要市场形成对于土地市场良好的前景预期，而这种良好的前景预期是建立在房地产市场快速发展的基础之上，市场需求的规模是这种发展最主要的考量指标。因此，从保障房的角度再一次申明，扩大限购范围到今年房价快速上涨的所有二、三线城市只存在道理上的理由。

表4：2011年部分省市区商品住房计划用地增长率

省、区或直辖市	2010年计划	2011年计划	2011年增长率
湖南	1855.1	5780.8	211.62%
吉林	2625.2	7169.4	173.10%
河南	4099.3	11165.4	172.37%
陕西	1859.3	4258.0	129.01%
黑龙江	4328.8	9169.8	111.83%
海南	1107.82	2162.8	95.23%
新疆	2240.84	3979.0	77.57%
河北	7037.88	11786.6	67.47%
宁夏	1325.07	2196.1	65.74%
湖北	4225.7	6498.3	53.78%
四川	6093.3	9212.7	51.19%
山西	2343.0	3470.6	48.12%
江西	3032.4	4340.5	43.14%
北京	1470.0	2120.0	44.22%
江苏	8780.0	11731.9	33.62%
安徽	6520.8	8693.3	33.32%
辽宁	10050.6	13130.4	30.64%

注：2010年计划=总计划数-廉租房用地-经适房用地-棚改居用地

2011年计划=总计划数-廉租房用地-经适房用地-棚改居用地中廉租房和经适房用地-公共租赁住房用地

数据来源：国土资源部、万联证券研究所

1.3 二、三线城市发展房地产的愿望也不支持限购范围扩大

我国经济发展不平衡除了产业之间、城市与乡村、沿海和内地、东部和西部等方面外，还有大中小城市之间。改革开放30多年来，各类资源有从小城市向大城市集中，大城市向特大城市和省会城市集中的趋势。二、三线城市财政收入来源渠道单一，支出却五花八门。近年来，房地产市场的起步和发展已经成为这些城市发展经济、增加财政收入、发展工商业、开展项目建设、吸引国内外企业投资的主要途径，近年来到任何一个内地城市都可以看到房地产业蓬勃发展的景象。以房地产税收和土地出让金为主要内容的土地财政占财政收入的比例一般都超过了50%，以土地获得的抵押贷款收入也超过了50%。2007年以来，随着房地产市场的快速发展，我们认为上述比例进一步上升了。

表5: 1999-2007各地土地财政占财政收入比重的估算

地区	土地财政 I	土地财政 II	其中：非税收	土地财政 III	其中：抵押收入
河北	0.25	0.51	0.25	1.00	0.50
山西	0.21	0.31	0.10	0.47	0.16
内蒙古	0.26	0.34	0.08	0.55	0.21
吉林	0.28	0.49	0.21	0.68	0.20
黑龙江	0.26	0.37	0.11	0.46	0.09
河南	0.23	0.39	0.16	0.80	0.41
湖南	0.30	0.56	0.24	1.13	0.56
湖北	0.32	0.57	0.28	1.10	0.53
海南	0.24	0.78	0.53	1.60	0.82
重庆	0.37	0.76	0.39	2.00	1.24
青海	0.26	0.33	0.07	1.20	0.87
新疆	0.25	0.36	0.11	0.72	0.37
安徽	0.30	0.60	0.30	1.15	0.55
江西	0.24	0.50	0.25	1.39	0.89
广西	0.22	0.59	0.37	2.26	1.68
四川	0.37	0.92	0.55	1.68	0.76
贵州	0.23	0.35	0.12	0.63	0.27
云南	0.28	0.37	0.09	0.89	0.52
西藏	0.40	0.57	0.17	0.93	0.36
陕西	0.25	0.42	0.17	0.55	0.50
甘肃	0.28	0.36	0.07	1.17	0.20
宁夏	0.32	0.48	0.16	1.17	0.69

注：土地税收收入为土地财政 I，土地财政 I 加土地非税收入（主要是土地出让金）构成土地财政 II；土地财政 II 加土地抵押收入和其他收入为土地财政 III。

数据来源：华南农业大学教授罗必良学术文章《我国土地财政规模估算》

因此，扩大限购范围到今年房价快速上涨的所有二、三线城市，不仅影响很多城市的房地产市场发展（有些城市房地产市场刚刚起步），更为主要的是影响这些城市的经济增长、财政收入、工商业发展、项目建设、吸引国内外企业投资。因此，扩大限购范围将会遭到这些城市主管官员的强烈反对。同时，今年以来二、三线城市房价快速上涨的一个主要原因是一线城市限购后投资资金流向这些城市。有的城市主管官员向我们反映，“我们的房地产刚刚起步，一线房企刚刚进来，还没有来得及发展就遭到限购，这是不合理的。再说，本地房价部分也是一线城市游资超高的，为何将这个板子却打在我们身上？”中央和地方政府博弈是房地产发展的主要矛盾之一。凡是不得不地方政府支持的政策在执行中必将打折扣，即使是中央政策执行信念最高的限购在近期部分城市也在变相放松，更别谈地方政府强烈反对的政策。

1.4 二、三线城市信息系统建设现状也不支持限购范围扩大

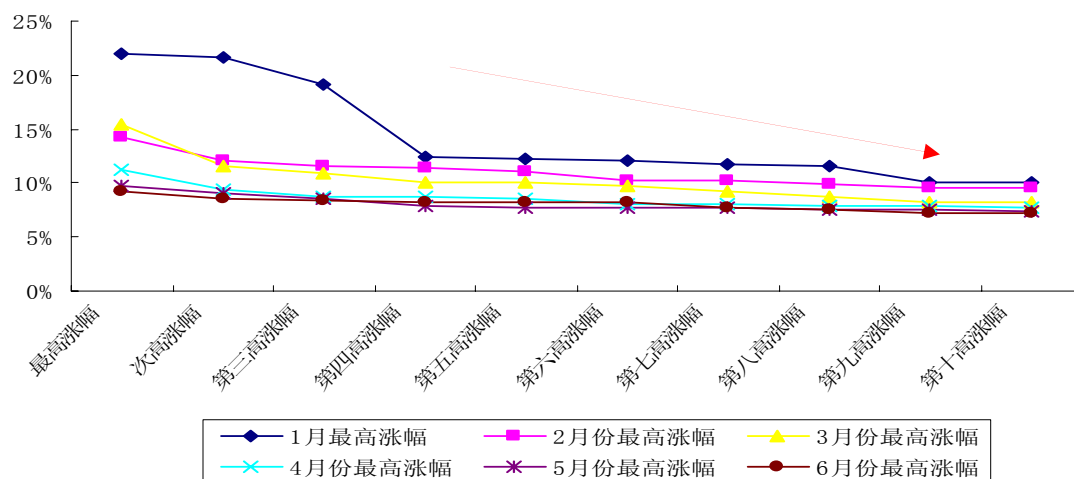
限购政策的实施，不管是户籍与非户籍的区别对待，还是常住与非常住的区别对待，需要首先建立和完善房地产信息系统，需要房管部门与金融监管部门、民政部门、公安部门和社会保障部门的信息共享和建立合作机制。即使在深圳、北京和上海等房地产信息系统非常完善的城市，限购政策实施后，通过“假离婚”、“假社保”、“委托中介”，甚至“公关办文窗口”等逃避限购的案例屡见不鲜。深圳在2010年10月1日实施限购令以来，数次采取补救措施来完善信息系统以防止假社保、假离婚获得购房资格。二、三线城市的房地产信息系统建设非常滞后且信息散乱和缺失现象很严重，需要房管部门与金融监管部门、民政部门、公安部门和社会保障部门的合作机制更是无从谈起。实施限购所需的技术基础还不具备，而建立和完善这一基础还尚待时日。因此，即使国家扩大限购范围到今年房价快速上涨的所有二、三线城市，在实际执行过程中漏网之鱼占比将非常大，如

果考虑到地方政府对于这一政策的抵制，限购政策之效果可能已如强弩之末。

1.5 二、三线城市房价过快上涨得到缓解也不支持限购范围扩大

今年以来，尽管二、三线部分城市房价出现了快速上涨的势头，但是在国家各项紧缩政策的作用下，特别是紧缩信贷供应规模和严格控制不合理住房需求、投资投机性住房需求的作用下，1-6月二、三线城市房价过快上涨的势头得到了有效的控制。我们将今年1-6月国家统计局公布的新建商品住房价格指数进行了整理后发现，尽管各月房价上涨最快的十个城市均为二、三线城市，但上涨幅度在明显地趋缓：最高涨幅从1月份岳阳22%的水平下降到6月份乌鲁木齐的9.3%；次高涨幅从1月份石家庄的19.10%下降到6月份秦皇岛的8.6%。在今年经济增速回落已成定局，反映市场后续发展的投资和新开工增速连续下滑的情况下，出台限购政策可能存在超调的风险。

图：1-6月份新建商品住房价格10大最高涨幅



数据来源：国家统计局、万联证券研究所

3. 结论及投资策略

关于国家将扩大限购范围到今年房价快速上涨的所有二、三线城市的研究结论是：在本届政府任期内的政治承诺和维护政局、社会稳定的压力下，在调控只有泛化目标而无可量化目标的情况下，在房价一上涨就挑动百姓“不满进而宣泄”神经的情况下，扩大限购范围是国家被动的、短期的、情绪化的政策选择。由于上述诸多的“不支持限购范围扩大”的理由，我们认为，最后限购范围扩大仅限于一线城市周边今年以来房价过快上涨的部分中小城市，也不排除向乌鲁木齐这样的上轮未限购的城市，但非常少数，关注京津冀区域、长三角区域、珠三角区域房价过快上涨的部分代表性中小城市，以及在这些区域布局项目较多的上市地产公司。从这个角度来讲，并非是限购范围扩大到二、三线城市，而是这些一线城市限购范围的扩大。因为，从历史上来讲，美国旧金山、洛杉矶、芝加哥、纽约等城市房价上涨均导致了市区居民的住所向周边城市迁移，进而带动了周边城市房价的上涨。在中央和地方多次博弈后妥协的限购政策的一般特点将是，限购政策的力度较小（对于限购群体范围的规定较为狭窄且不明确），实施范围较小（如主城区或环线以内，在很多城市主城区房地产市场大多为拆迁市场后，这一影响力将较为有限），区域范围较窄（如一线城市周边的中小城市）。

在投资策略上，我们认为，目前市场对于国家将限购范围扩大到房价过快上涨的二、三线城市政策信号反应过度了。尽管在房地产调控政策没有放松、货币信贷环境依旧紧张的情况下，地产股短期内并没有趋势性的机会，但基于近期估值底部承压能力较强和一线房企中期业绩良好的考虑，我们维持同步大市的行业评级。

证券研究报告投资评级说明：

公司投资评级：

买入	未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上
增持	未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%
观望	未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%
卖出	未来6个月内公司相对大盘跌幅大于5%

行业投资评级：

强于大市	报告日后6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
同步大市	报告日后6个月内，行业指数表现介于市场指数-10%~10%之间
弱于大市	报告日后6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

风险提示：

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深 300 指数

免责条款：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

万联证券是一家覆盖证券经纪、证券投资咨询、证券承销与保荐、证券自营等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权归本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络万联证券研究所，并注明出处为万联证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

万联证券研究所

地址：广州市中山二路 18 号电信广场 36 层

邮编：510081

公司客户服务热线：400-8888-133