

房地产行业跟踪分析报告

成交量略有反弹

赵强 首席分析师 电话: 021-68829698 eMail: zhaoq@gf.com.cn 执业编号: S0260511020001	徐军平 分析师 电话: 021-68829441 eMail: xjp@gf.com.cn 执业编号: S0260511010010	沈爱卿 分析师 电话: 020-87555888-8637 eMail: saq@gf.com.cn 执业编号: S0260511020008
---	--	---

上周成交情况

成交量: 环比上涨 12.7%, 同比下跌 26.4%。上周我们监测的 33 个重点城市成交 3.6 万套, 总体成交量环比上涨 12.7%; 环渤海地区成交量表现最好, 环比上涨了 62.3%; 中部地区表现最差, 环比下跌了 14.4%。33 个重点城市同比下跌了 26.4%, 其中长三角、珠三角和中部地区同比下跌幅度远超过整体的下跌幅度, 分别下降 35.4%、38.5%和 36.4%; 渤海湾地区同比下降 5.1%, 西部地区下降 21.5%。整体上, 上周 57.6%的城市成交环比上涨, 24.2%的城市出现同比增长上涨。

可售库存继续创新高, 去化周期略有回落。上周 11 大城市存货总量达到 101.3 万套, 同比增长 101.4%, 继续创新高; 11 大城市去化周期为 15.24 个月, 较前一周 15.3 个月略有下降, 得益于上周成交量上涨。分城市看, 存销比最长的三个城市依然是大连 (36.6 个月)、重庆 (30.6 个月) 和杭州 (20 个月)。

上周政策、行业焦点

1、国家统计局公布 11 月份新建商品住宅价格变动数据点评

简评: 房价拐点趋势确立, 楼市进入寒冬。国家统计局公布 11 月份房价变动数据, 环比下跌的城市有 49 个; 与 10 月份相比, 房价下跌的城市增加了 15 个, 充分说明了房价下跌趋势已经确立, 楼市进入冬天。

2、中央经济工作会议及发改委工作会议涉及房地产内容点评

简评: (1) 无论是从经济工作会议, 还是发改委工作会议来看, 中央房地产行业调控不动摇, 但自住需求政策或微调。(2) 推进房产税改革试点, 有利于调控市场化, 也给予了市场对政策的明确预期; (3) 在政策不松动的背景下, 尽管地方政府等有腾挪的空间, 但是, 仍不足以抵消行业存货持续攀升、开发商资金链进一步收紧所带来的负面影响, 因此, 楼市调整仍将深入。

风险提示: 政策风险, 销售风险

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10	11E	12E	10	11E	12E			
万科 A	7.43	0.66	0.99	1.20	11.22	7.49	6.20	0.22	10.5	买入
保利地产	9.98	0.83	1.35	1.80	12.07	7.41	5.55	0.16	13.5	买入
金地集团	4.77	0.60	0.82	1.06	7.92	5.79	4.51	0.18	6.5	买入
招商地产	17.97	1.17	1.59	2.07	15.34	11.30	8.69	0.34	23.0	买入

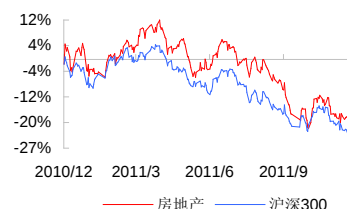
行业评级



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	-8.77	-16.27	-22.02
沪深 300	-10.49	-12.58	-26.02

目录索引

一、重点关注	3
(一) 上周政策焦点	3
(二) 行业、企业动态跟踪	3
(三) 一周成交数据	4
(四) 模拟组合	4
(五) 广发房地产研究	6
二、总体数据图表	7
三、主要城市成交情况	9
四、重点跟踪公司	18

图表索引

图 1: 模拟组合相对行业和沪深 300 的超额收益	5
图 2: 33 大城市周成交量及滚动月环比	8
图 3: 11 大城市存货及存销比	8
图 4: 11 大城市新增可售及单周去化率	8
图 5: 重点区域及三十三大城市成交情况 (单位: 套)	9
表 1: 广发房地产模拟组合	5
表 2: 广发房地产模拟组合 - 不考虑仓位	6
表 3: 广发地产一周研究	6
表 4: 33 大城市一周成交情况	7
表 5: 重点跟踪公司一览	18

一、 重点关注

（一） 上周政策焦点

1、 中央经济工作会议中：要坚持房地产调控政策不动摇

会议相关内容：12月12日至14日，召开中央经济工作会议，其中关于房地产的主要内容：财政政策和信贷政策都要注重加强与产业政策的协调和配合，充分体现分类指导、有扶有控，继续加大对“三农”、保障性住房、社会事业等领域的投入。。。要推进营业税改征增值税和房产税改革试点。。。要抓好保障性住房投融资、建设、运营、管理工作，逐步解决城镇低收入群众、新就业职工、农民工住房困难。要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归，加快普通商品住房建设，扩大有效供给，促进房地产市场健康发展。

2、 发改委工作会议：明年将巩固和扩大房地产市场调控成果，促进房地产市场健康发展。另据报道：明年要完善首套自住普通商品住房贷款优惠政策。

3、 北京市住建委：限购政策明年将会延续。

简评：中央调控不动摇，自住需求政策或微调。无论是从中央经济工作会议，还是从发改委工作会议来看，“要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归，促进房地产市场健康发展”是主要共识。这意味着，短期内房地产调控政策不可能放松。不过，地方政府在压力之下，可能对刚性需求进行适度的保护，如提高公积金贷款上限，银行信贷针对首套房利率优惠等，这也与明年要完善首套自住普通商品房贷款优惠政策相符合。

推进房产税改革试点，有利于调控市场化。经济工作会议提高，要推进房产税改革试点，结合10月27日人大召开的联席会议，未来房产税的推广和差别化信贷是限购政策的替代，这有利于行业调控由行政手段走向市场化手段，也给予了市场对政策的明确预期。

楼市调整将继续深入。在政策不松动的背景下，尽管地方政府等有腾挪的空间，但是，仍不足以抵消行业存货持续攀升、开发商资金链进一步收紧所带来的负面影响，因此，楼市调整仍将深入。

（二） 行业、企业动态跟踪

1、2011年12月18日，国家统计局：新建商品住宅价格变动，与上月相比，70个大中城市中，价格下降的城市有49个，持平的城市有16个。与10月份相比，11月份环比价格下降的城市增加了15个。环比价格上涨的城市中，涨幅均未超过0.2%。与去年同月相比，70个大中城市中，价格下降的城市有4个，比10月份增加了2个。涨幅回落的城市有61个，比10月份增加了2个。11月份，同比涨幅在5.0%以内的城市有61个，比10月份增加了4个。

2、2011年12月14日，北京晨报报道：北京市场房贷“松绑”态势开始显现，不少银行的贷款利率由原先的普遍上浮10%已回归至基准利率，甚至有消息传出，部分银行优质客户还能取得9折的优惠利率。

3、2011年12月12日，人民日报报道：放松限购的条件至少有两个：一是能否有政策可以接续或替代限购。二是建立起房地产市场健康运行的长效机制，住房制度改革大步跟上。

简评：房价拐点趋势确立，楼市进入寒冬。国家统计局公布11月份房价变动数据，环比下跌的城市有49个；与10月份相比，房价下跌的城市增加了15个，这充分说明了房价下跌趋势已经确立，楼市进入冬天。

（三）一周成交数据

成交量：环比上涨12.7%，同比下跌26.4%

整体成交量环比上涨12.7%：上周我们监测的33个重点城市成交3.6万套，总体成交量环比上涨12.7%；五大区域中，环渤海地区成交量表现较好，环比上涨了62.3%，主要得益于北京市成交量的大幅增加；中部地区表现最差，环比下跌了14.4%；长三角地区下跌7.9%，主要是受南京和杭州大幅下跌影响；珠三角和西部地区的一周成交量出现了不同程度的上涨。

整体成交量同比下跌26.4%：上周监测的33个重点城市同比下跌了26.4%，其中长三角、珠三角和中部地区同比下跌幅度远超过整体的下跌幅度，分别下降35.4%、38.5%和36.4%；渤海湾地区同比下降5.1%，西部地区下降21.5%。整体上，本周57.6%的城市成交环比上涨，24.2%的城市出现同比增长上涨。

可售及去化速度

可售库存继续创新高，去化周期略有回落。上周11大城市存货总量达到101.3万套，同比增长幅度为101.4%，继续创新高。不过，我们观察到，截止到上周末，11大城市的去化周期为15.24个月，较前一周15.3个月略有下降，这主要是得益于上周整体成交量的上涨。分城市看，存销比最长的三个城市依然是大连（36.6个月）、重庆（30.6个月）和杭州（20个月）。

（四）模拟组合

上周组合资产(考虑仓位)绝对收益率为-1.2%，累计绝对收益率为-3.5%；累计绝对收益相对行业的超额收益为18.9%，相对沪深300的超额收益为18.7%。

上周组合资产（不考虑仓位）收益率为-2.1%，累计收益率为-16.0%；累计收益相对行业的超额收益为4.8%，相对沪深300的超额收益为7.7%。

本周维持模拟组合不变。

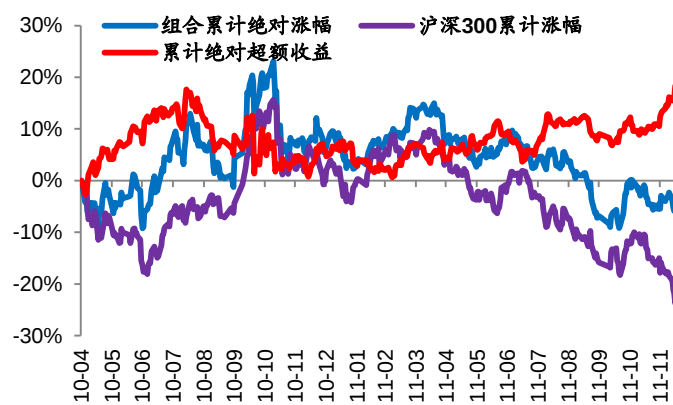
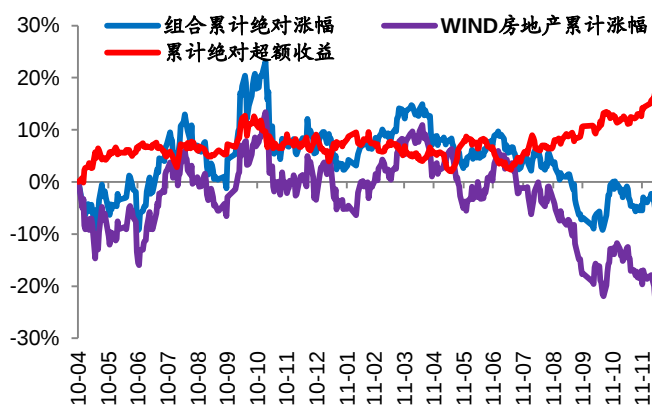
表 1: 广发房地产模拟组合

行业评级	持有			
初始资本金（百万元）	100			
最新股票仓位	55.5%			
模拟组合	持股数量（万股）	最新股价（元/股）	最新市值（百万元）	最新市值比重
万科	235	7.43	17	18.1%
保利地产	167	9.98	17	17.3%
金融街	120	6.08	7	7.5%
华侨城	77	7.09	5	5.6%
阳光股份	165	4.07	7	6.9%
合计	763		54	55.5%
总资产（百万元）	97			
总资产收益率	-3.5%			
WIND 房地产行业累计涨幅	-22.4%			
沪深 300 指数累计涨幅	-22.1%			
超额收益率（相对 WIND 房地产行业）	18.9%			
超额收益率（相对沪深 300 指数）	18.7%			

注：模拟组合起始日为 2010 年 5 年 4 日

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图 1: 模拟组合相对行业和沪深 300 的超额收益



注：模拟组合起始日为 2010 年 5 年 4 日

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表 2: 广发房地产模拟组合 - 不考虑仓位

行业评级			持有	
初始资本金 (百万元)			100	
模拟组合	持股数量 (万股)	最新股价 (元/股)	最新市值 (百万元)	最新市值比重
万科	365	7.43	27	32.3%
保利地产	269	9.98	27	31.9%
金融街	183	6.08	11	13.3%
华侨城	120	7.09	8	10.1%
阳光股份	257	4.07	10	12.5%
合计	1,194		84	100.0%
总资产 (百万元)			84	
总资产收益率			-16.0%	
WIND 房地产行业累计涨幅			-20.7%	
沪深 300 指数累计涨幅			-23.6%	
超额收益率 (相对 WIND 房地产行业)			4.8%	
超额收益率 (相对沪深 300 指数)			7.7%	

注: 模拟组合起始日为 2011 年 1 月 1 日

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

(五) 广发房地产研究

表 3: 广发地产一周研究

时间	报告	要点
----	----	----

数据来源: 广发证券发展研究中心

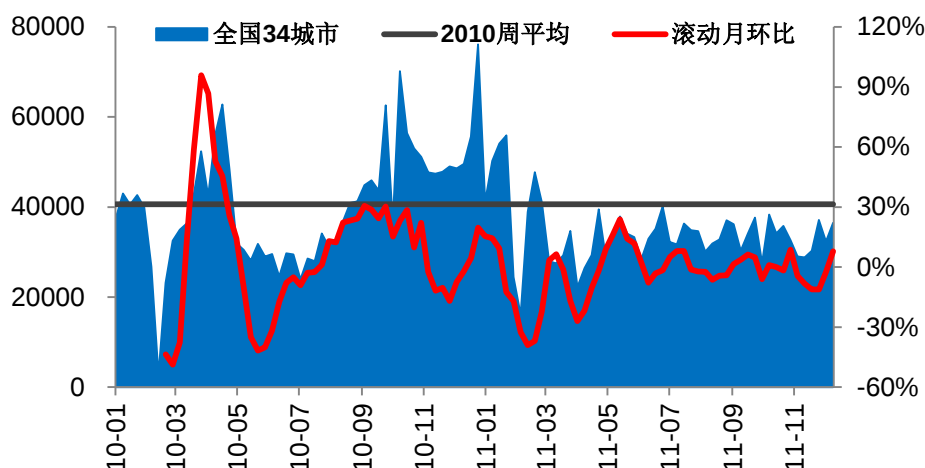
二、总体数据图表

表 4: 33 大城市一周成交情况

区域	城市	成交量			基准比较		去化速度	
		上周成交量(套)	同比增长	环比增长	2010年周平均成交量	上周成交量占2010均值比重	周成交量/周新增可售	总可售/半年月均成交量
长三角	上海	3256	-34.2%	1.7%	4005	81.3%	87.2%	4.4
	南京	614	-55.4%	-35.0%	951	64.5%	53.5%	17.6
	杭州	682	-59.0%	-26.3%	1108	61.5%	17.8%	20.1
	苏州	1213	30.9%	2.0%	900	134.8%	47.7%	6.9
	小计	5765	-35.4%	-7.9%	6965	82.8%		
环渤海	北京	5296	125.7%	366.6%	2145	246.9%	187.7%	17.4
	天津	745	-74.0%	-22.8%	1941	38.4%		
	大连	562	-35.4%	0.0%	878	64.1%	100.0%	36.6
	青岛	2332	-23.1%	-10.6%	2002	116.5%	118.6%	13.5
	济南	453	15.6%	13.3%	383	118.3%		
	石家庄	327	-55.3%	3.0%	888	36.8%		
	小计	9715	-5.1%	62.3%	8238	117.9%		
珠三角	广州	1203	1.6%	33.5%	1498	80.3%	64.6%	10.4
	深圳	688	-27.8%	11.7%	727	94.6%	18.4%	13.9
	佛山	360	-65.9%	0.3%	842	42.7%		
	惠州	343	-37.6%	21.6%	448	76.5%	6860.0%	9.9
	韶关	28	-60.6%	-24.3%	130	21.5%		
	汕头	74	-39.3%	-32.1%	113	65.7%		
	南宁	606	-60.1%	-9.1%	1043	58.1%		
	厦门	189	-30.5%	73.4%	374	50.6%		
	小计	3669	-38.5%	12.2%	5628	65.2%		
中部	武汉	3492	0.0%	18.5%	2747	127.1%		
	长沙	910	-80.5%	-34.8%	3525	25.8%		
	岳阳	151	-33.7%	98.0%	201	74.7%		
	南昌	395	-46.7%	1.3%	704	56.1%		
	襄樊	193	-25.7%	-45.3%	244	78.8%		
	长春	1708	25.8%	0.0%	1274	134.0%		
	哈尔滨	338	-59.5%	-78.2%	801	42.2%		
	包头	641	-16.5%	-12.1%	732	87.5%		
	安庆	84	-16.8%	-1.2%	136	61.9%		
	小计	7911	-36.4%	-14.4%	10365	76.3%		
西部	重庆	2488	-49.3%	0.0%	4613	53.9%	100.0%	30.6
	成都	1656	-34.4%	-10.7%	1744	94.9%		
	昆明	2688	31.1%	114.0%	1451	185.2%		
	泸州	375	-32.8%	0.9%	484	77.3%		
	兰州	183	-52.5%	-14.0%	229	79.9%		
	贵阳	2037	28.1%	42.5%	937	217.5%		
	小计	9426	-21.5%	23.9%	9458	99.7%		
合计或均值		36485	-26.4%	12.7%	40654	89.7%	75.7%	15.2
上涨城市占比			24.2%	57.6%				
房价一线城市		13697	-15.8%	38.7%	13276	103.2%		
房价二线城市		21182	-30.2%	1.7%	24779	85.5%		
房价三线城市		1607	-45.4%	-3.9%	2599	61.8%		
限购城市		35239	-26.1%	13.5%	38897	90.6%		
非限购城市		1247	-33.9%	-5.0%	1757	70.9%		

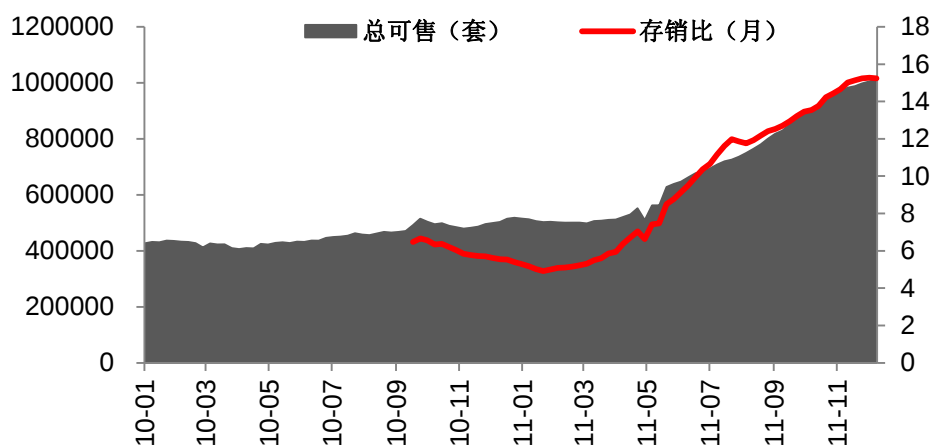
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 2: 33 大城市周成交量及滚动月环比



数据来源：广发证券发展研究中心

图 3: 11 大城市存货及存销比

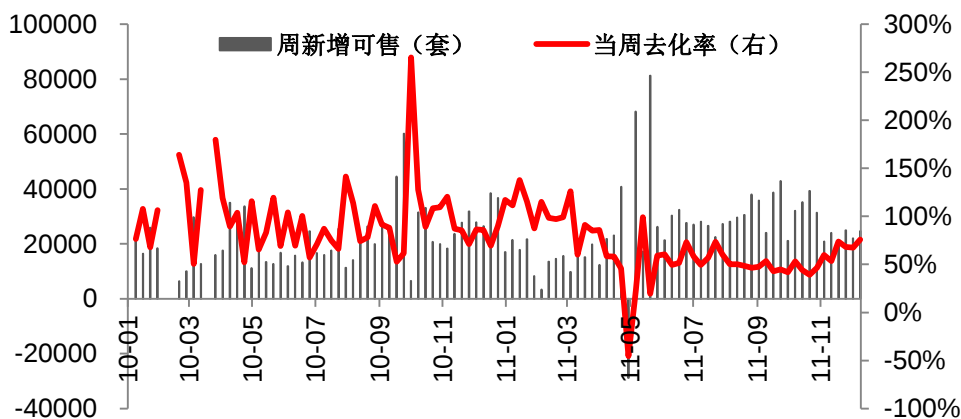


注：11 大城市分别为：上海、北京、深圳、广州、杭州、南京、重庆、苏州、大连、惠州、青岛

注：存销比 = 总可售 / 近半年来平均月成交量

数据来源：广发证券发展研究中心

图 4: 11 大城市新增可售及单周去化率



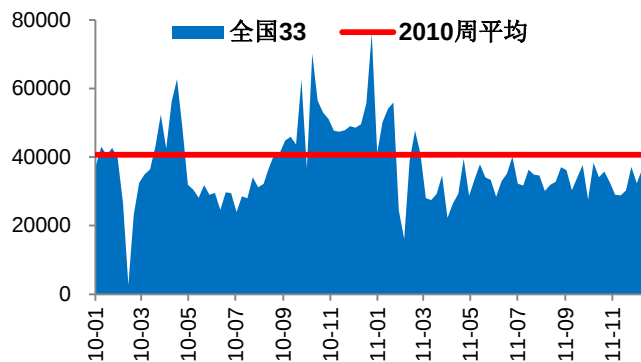
注：单周去化率 = 单周成交量 / 单周新增可售

数据来源：广发证券发展研究中心

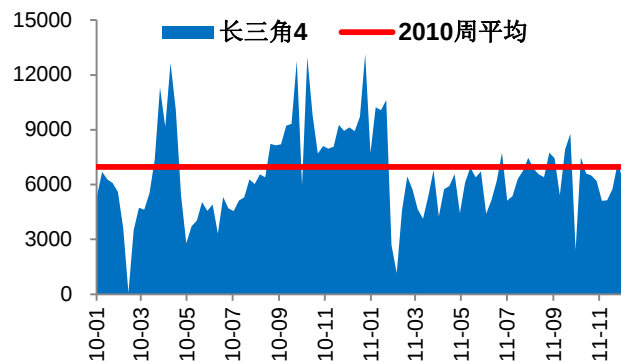
三、主要城市成交情况

图 5：重点区域及三十三大城市成交情况（单位：套）

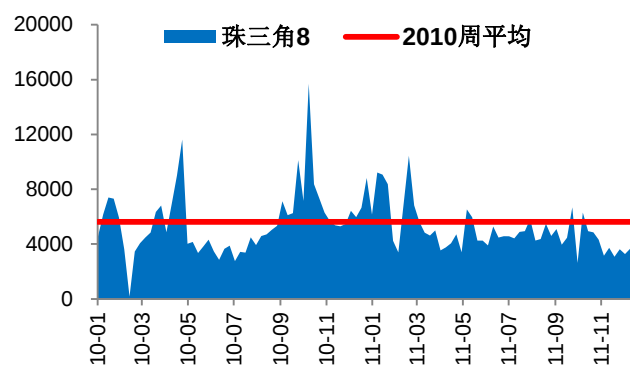
全国 33 城市



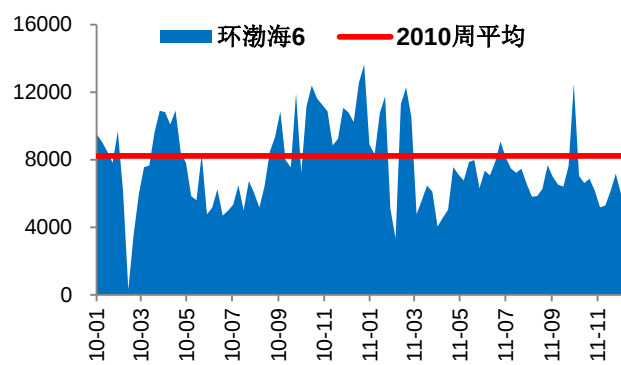
长三角区域



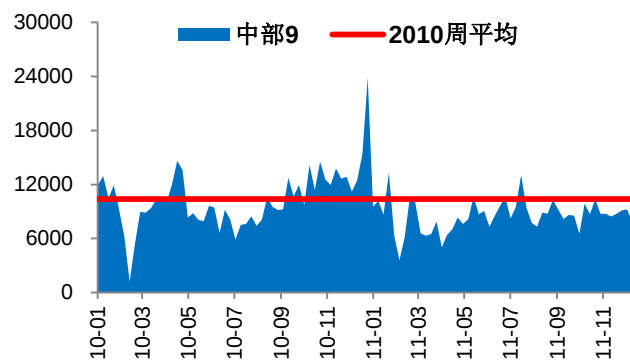
珠三角地区



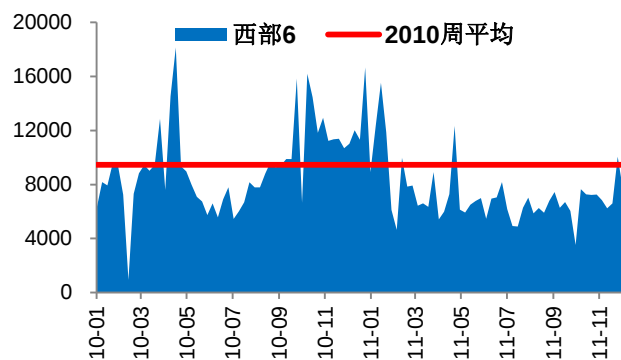
环渤海地区



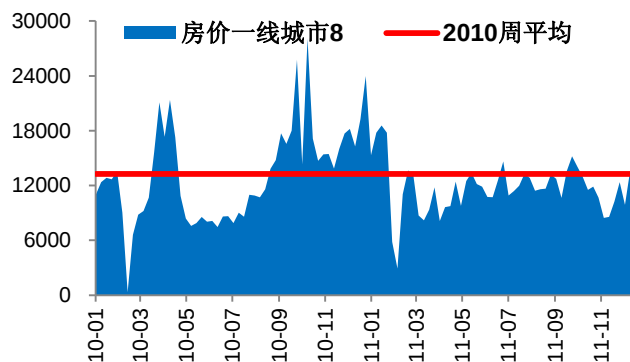
中部地区



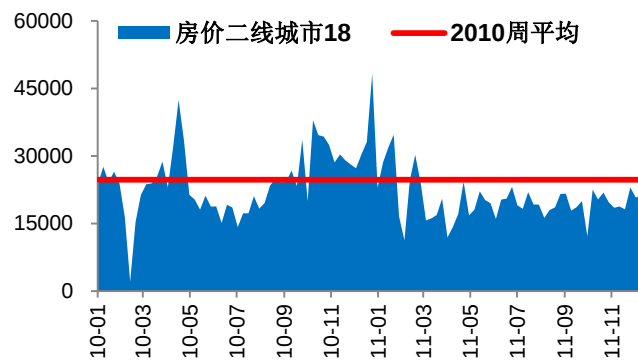
西部地区



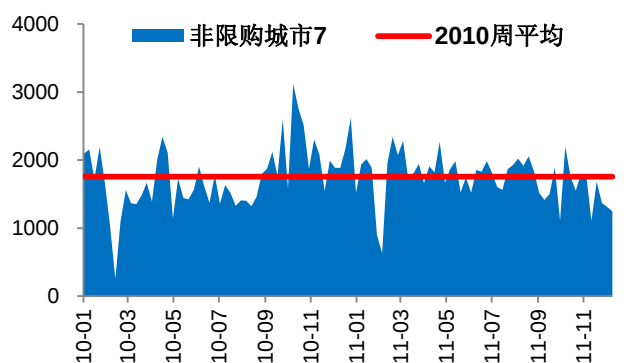
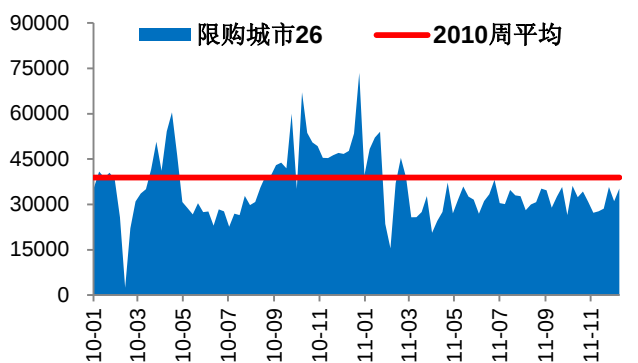
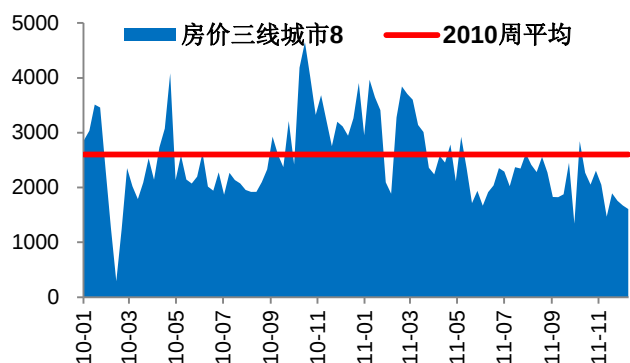
房价一线城市



房价二线城市

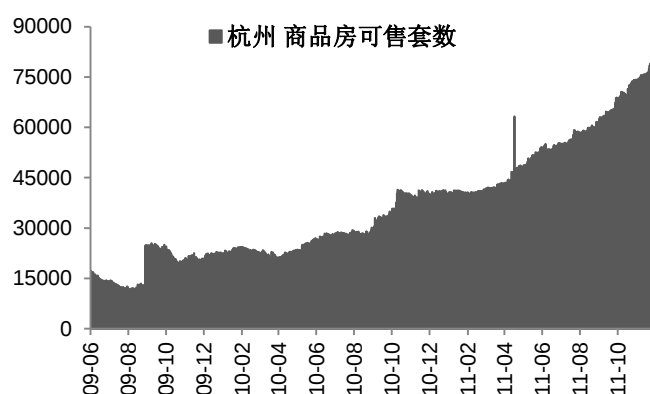
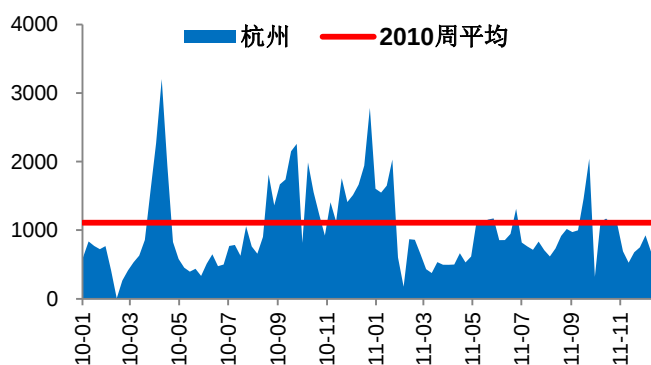
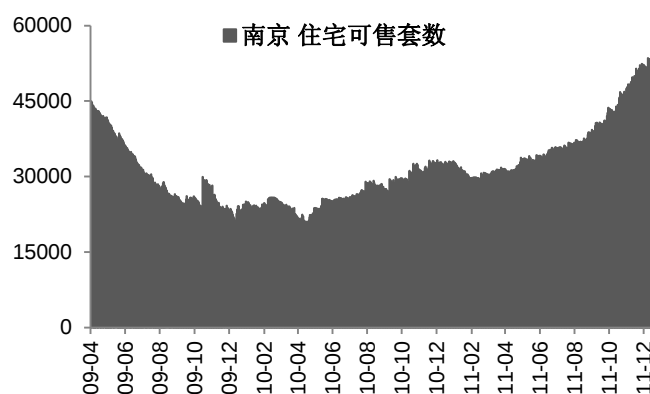
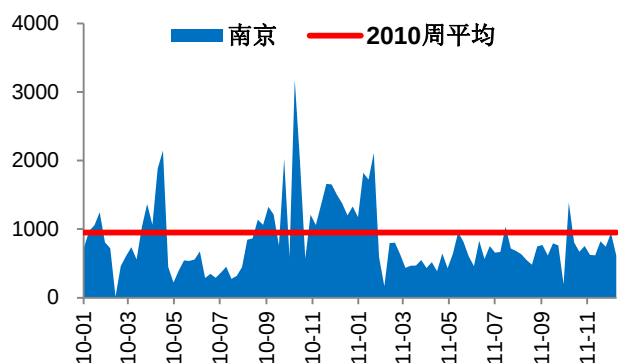
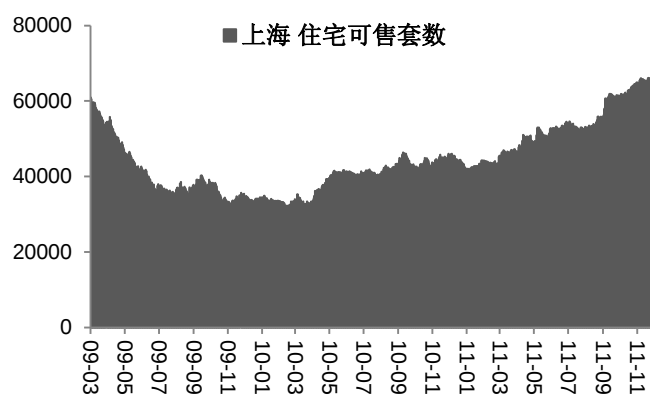
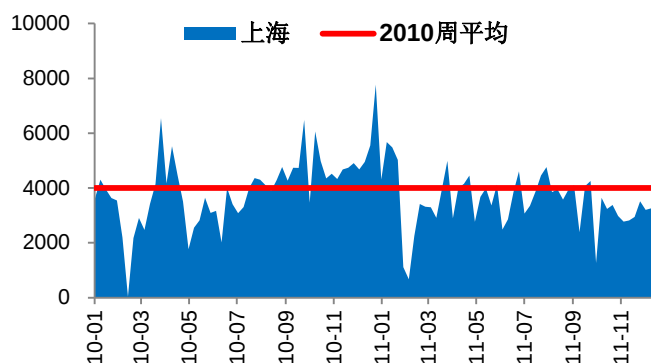


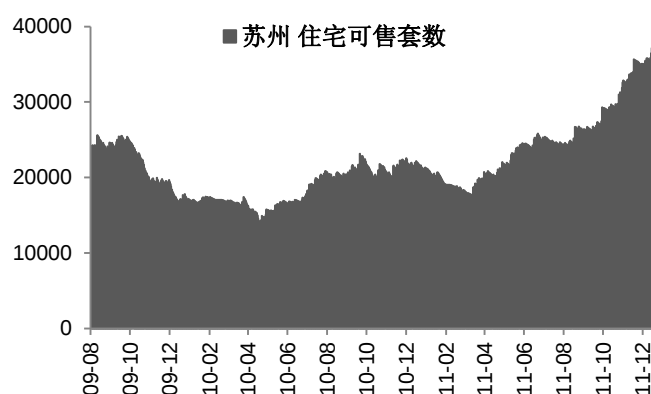
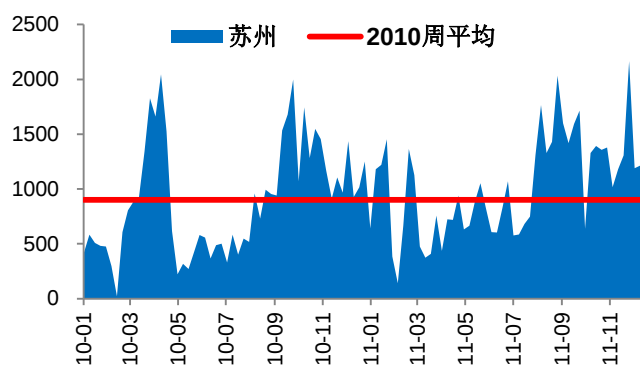
房价三线城市



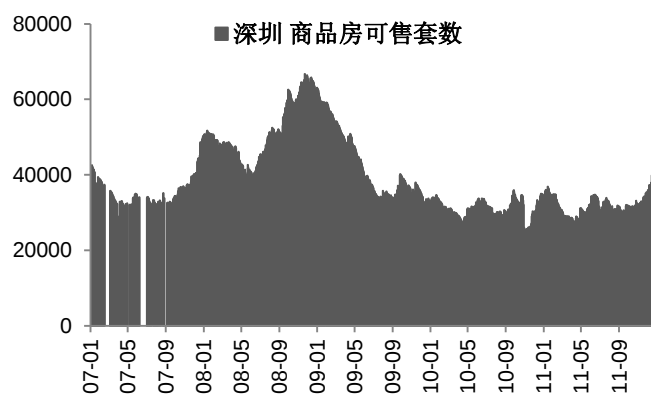
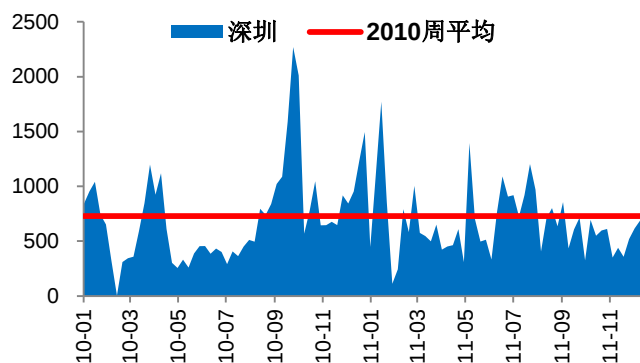
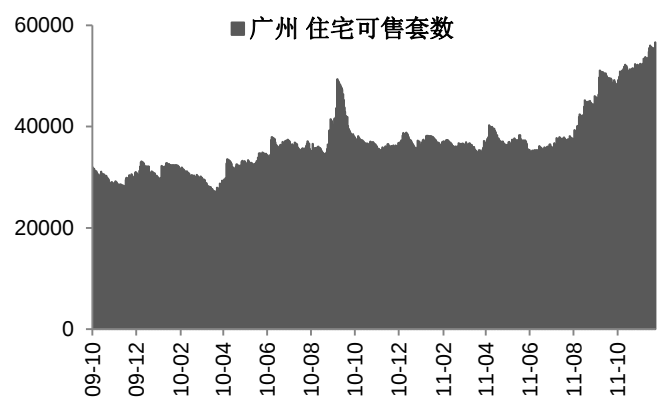
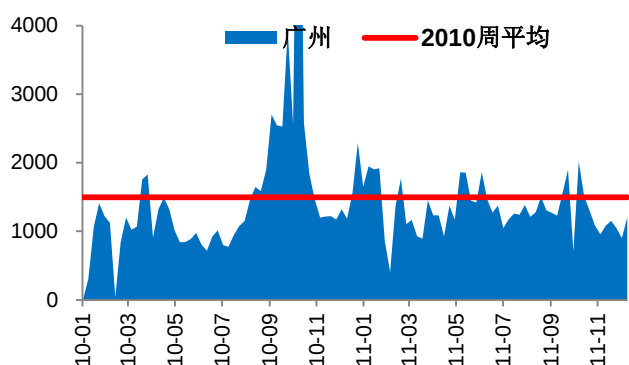
三十三大重点城市

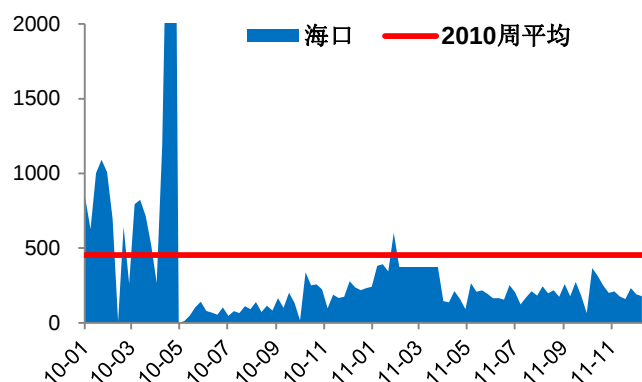
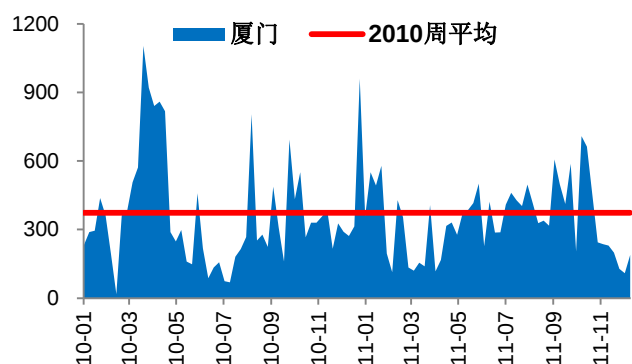
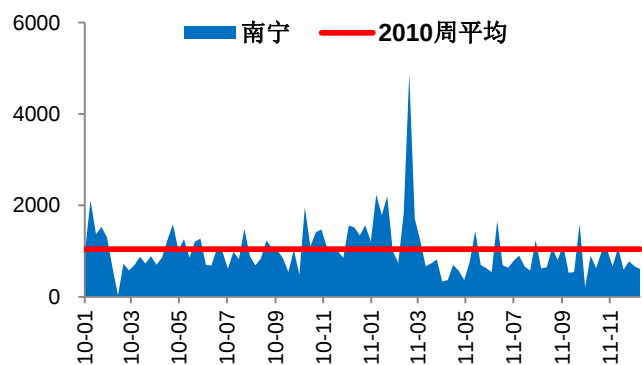
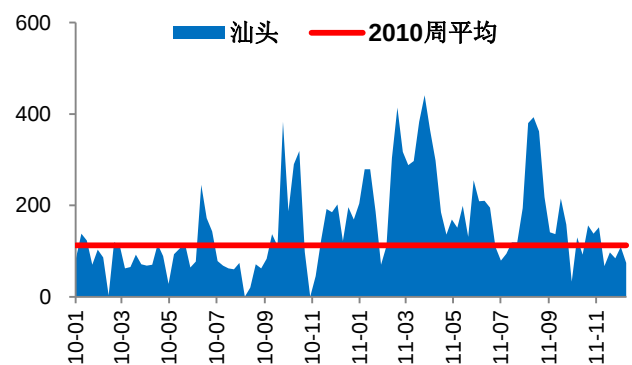
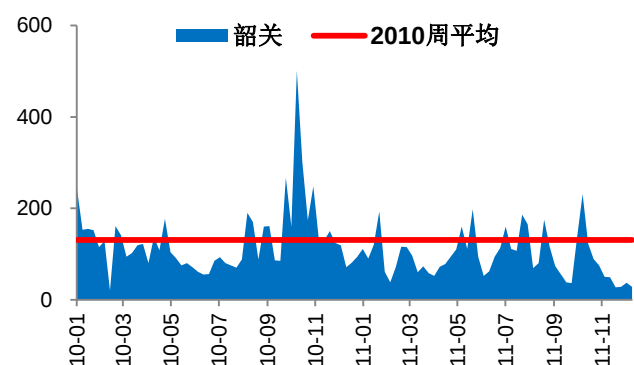
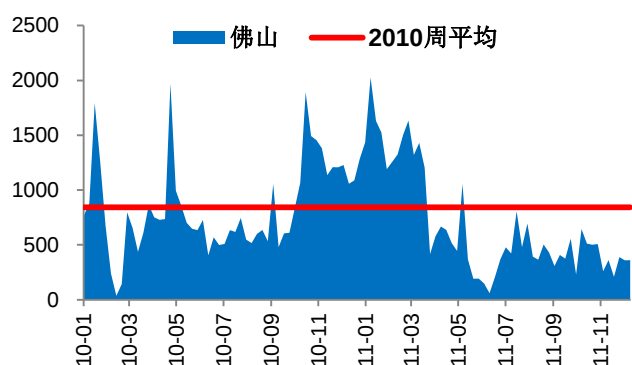
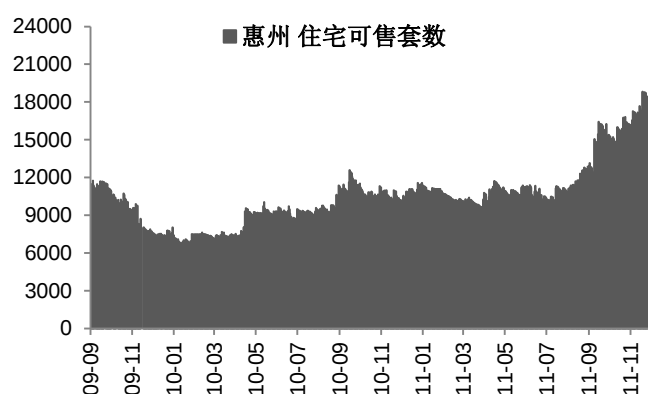
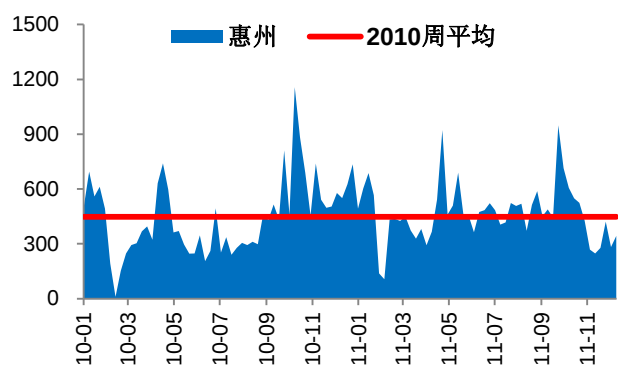
长三角地区



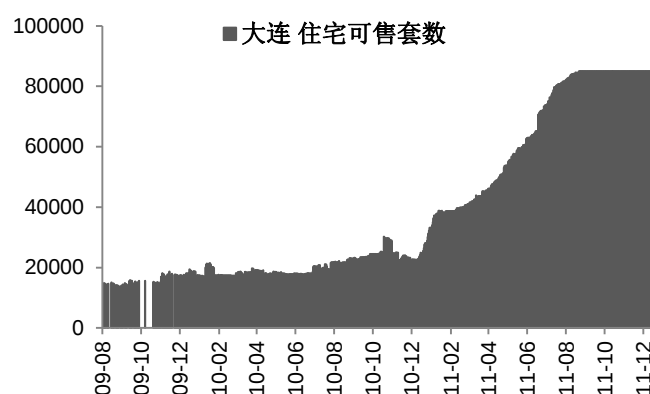
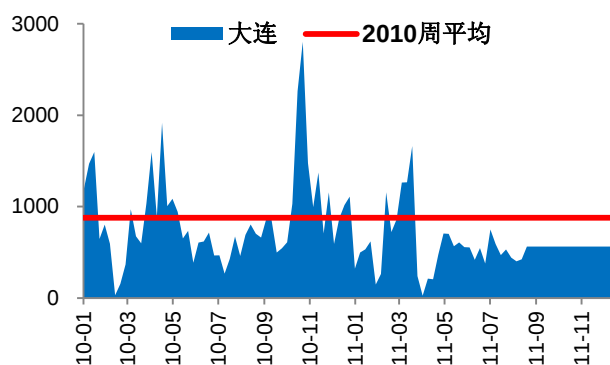
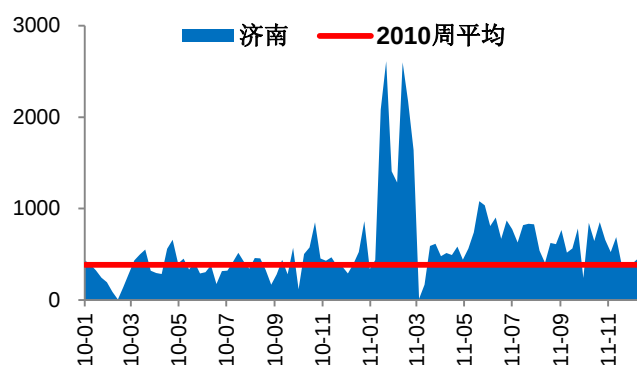
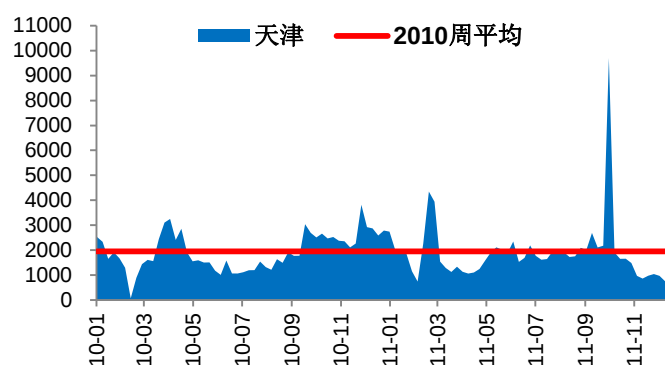
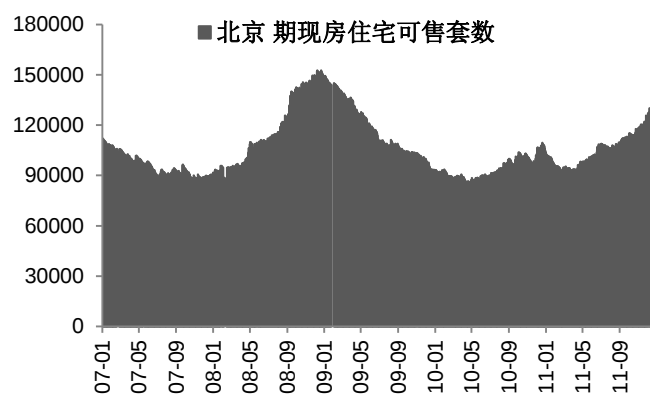
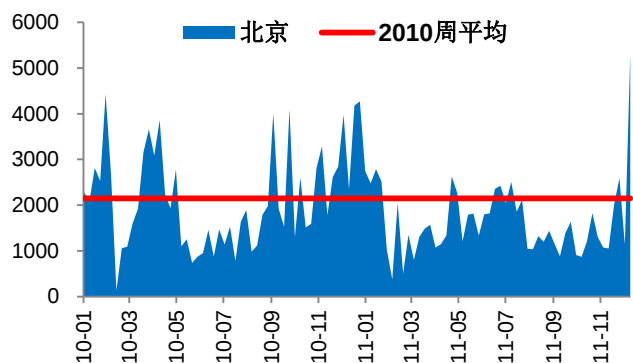


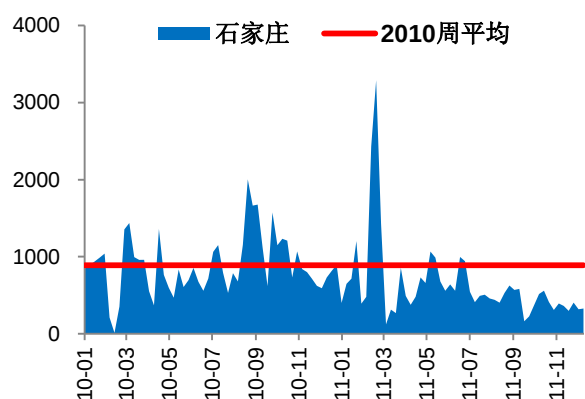
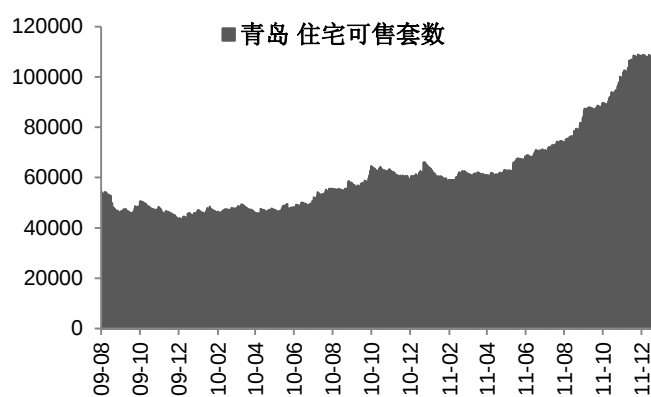
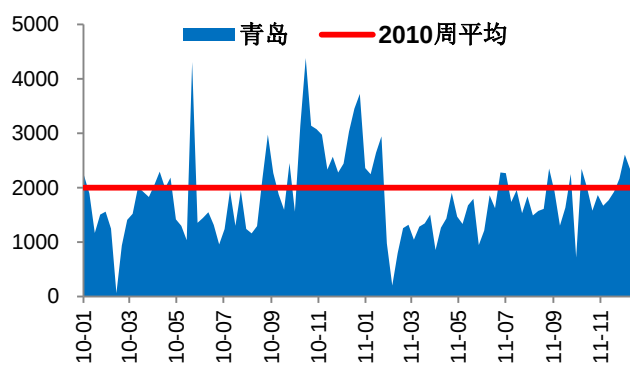
珠三角地区



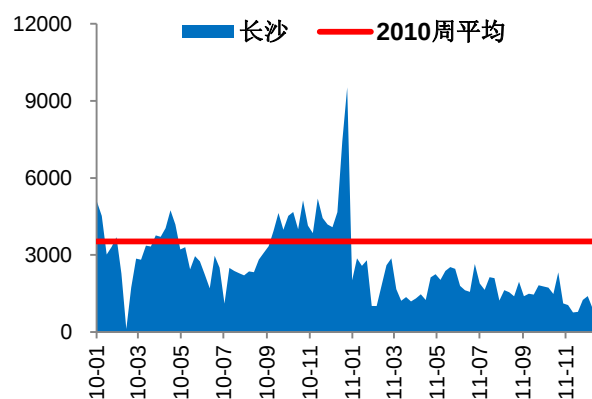
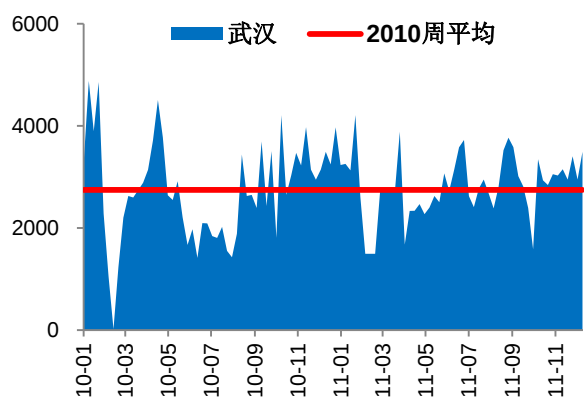


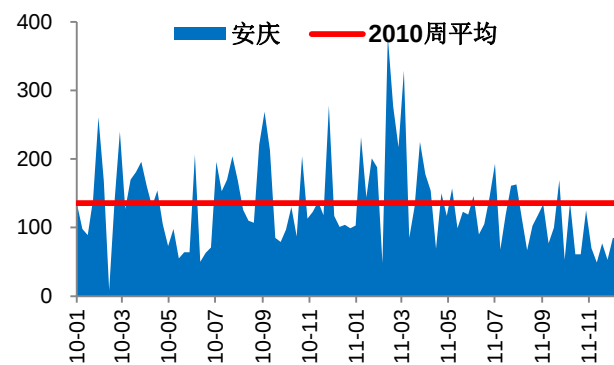
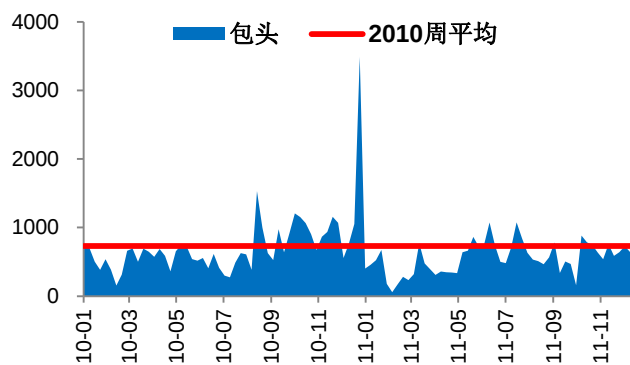
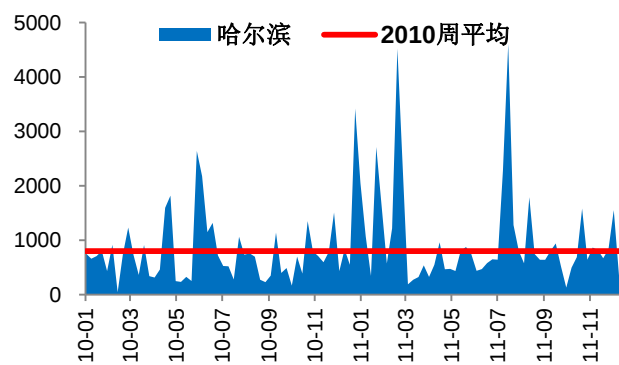
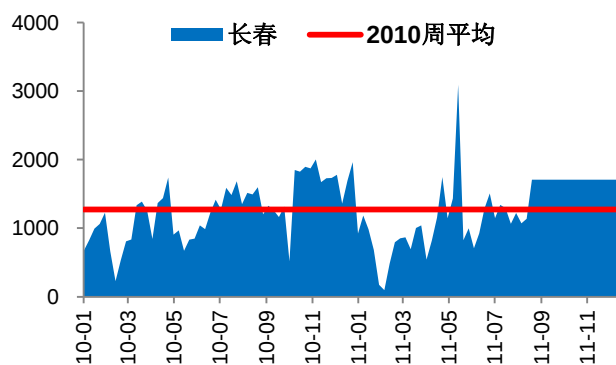
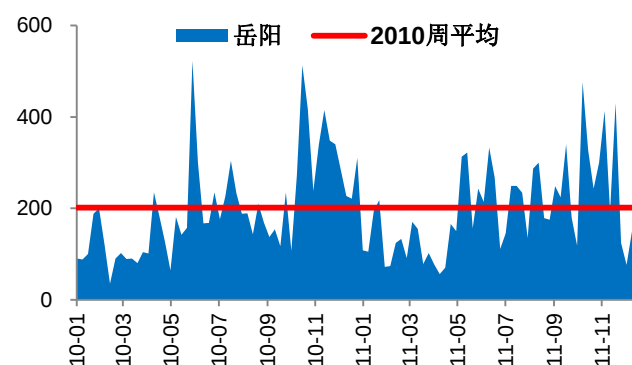
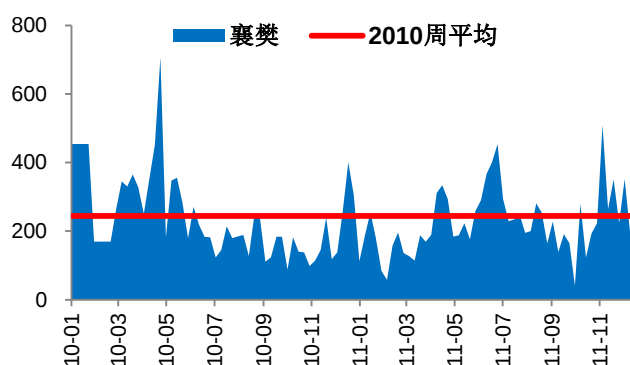
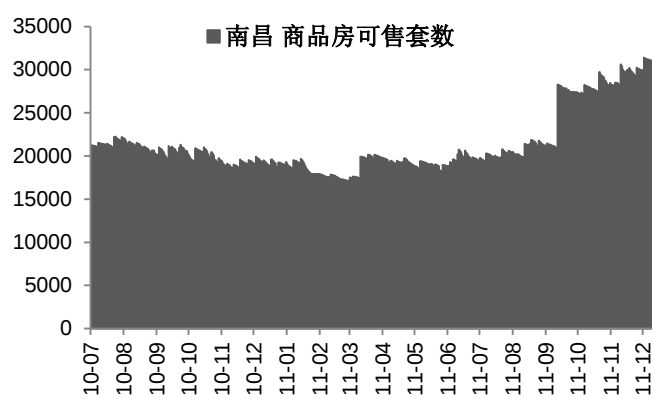
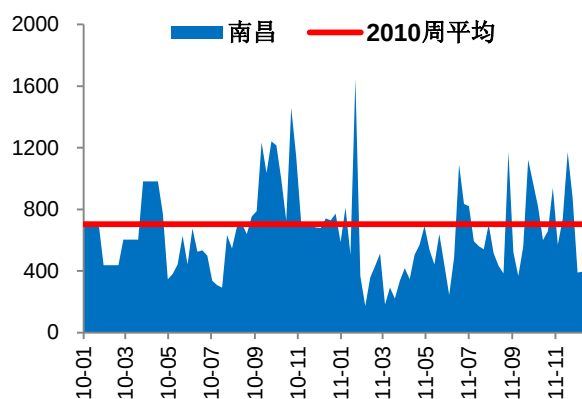
环渤海地区



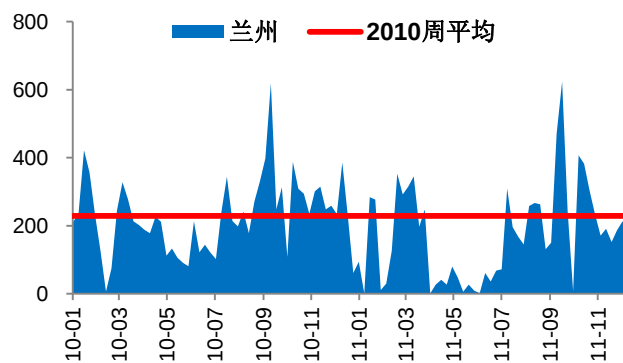
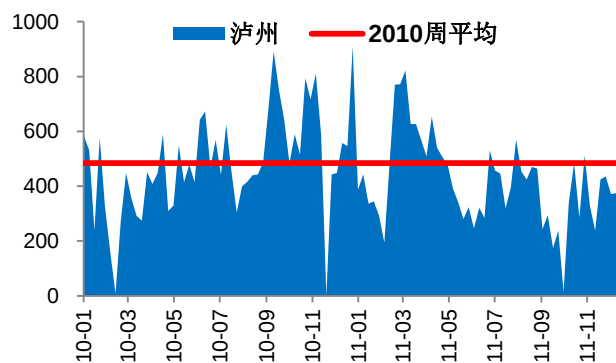
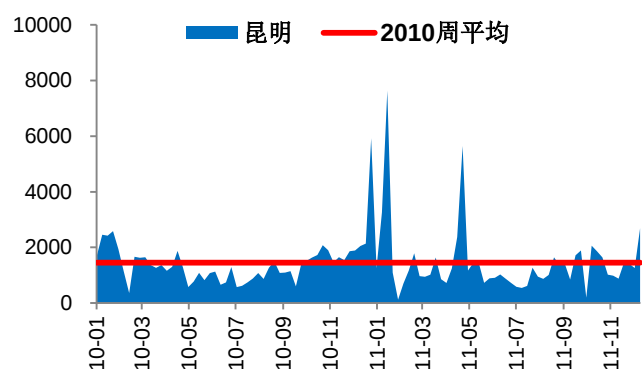
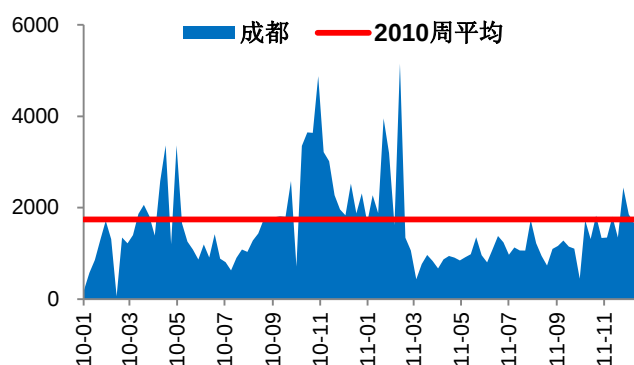
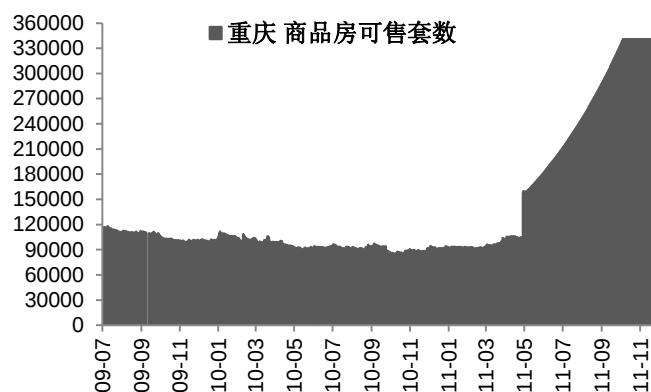
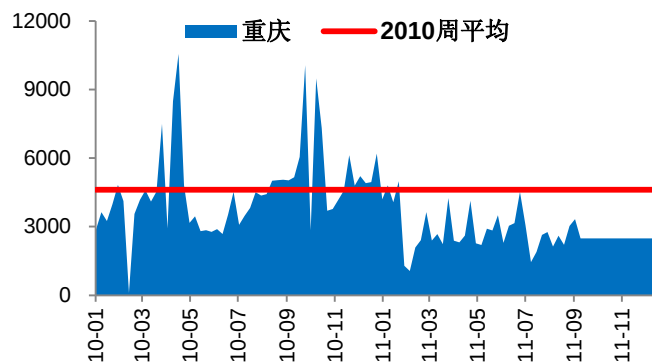


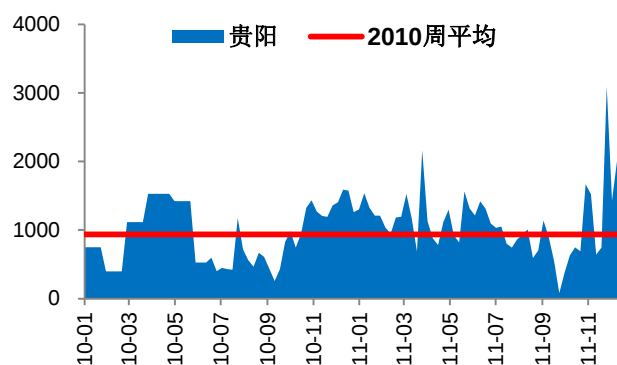
中部地区





西部地区





数据来源: wind、广发证券发展研究中心

四、重点跟踪公司

表 5: 重点跟踪公司一览

公司名称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB	NAVPS (元/股)	折价率	最新评级
		2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2011Q3			
住宅开发													
万科A	817	0.66	0.99	1.20	1.47	11.2	7.5	6.2	5.1	1.7	12.4	-40%	买入
保利地产	594	0.83	1.35	1.80	2.49	12.1	7.4	5.6	4.0	1.8	15.7	-36%	买入
金地集团	213	0.60	0.82	1.06	1.37	7.9	5.8	4.5	3.5	1.2	9.6	-50%	买入
荣盛发展	151	0.55	0.75	1.02	1.44	14.7	10.8	7.9	5.6	2.7	13.3	-39%	买入
苏宁环球	126	0.38	0.54	0.71	1.07	16.4	11.6	8.8	5.8	3.1	11.2	-45%	持有
首开股份	126	0.90	1.25	1.68	2.30	9.4	6.7	5.0	3.7	1.2	20.5	-59%	买入
滨江集团	100	0.71	0.82	1.53	2.58	10.3	8.9	4.8	2.9	2.3	14.9	-51%	买入
华丽家族	72	0.46	0.54	0.71	0.87	13.8	11.6	8.9	7.3	3.8	7.2	-13%	持有
华发股份	59	0.92	0.96	1.32	1.98	7.8	7.5	5.5	3.6	1.0	14.3	-50%	持有
亿城股份	39	0.46	0.47	0.52	0.61	7.2	6.9	6.3	5.3	1.2	6.4	-49%	持有
格力地产	31	0.25	0.53	0.74	1.11	21.2	10.0	7.2	4.8	1.5	10.9	-51%	持有
综合经营													
华侨城A	397	0.54	0.63	0.91	1.06	13.0	11.3	7.8	6.7	2.7	10.5	-32%	买入
招商地产	309	1.17	1.59	2.07	2.71	15.3	11.3	8.7	6.6	1.5	25.6	-30%	买入
新潮中宝	212	0.25	0.26	0.42	0.68	13.6	13.2	8.0	5.0	2.4	6.2	-45%	买入
建发股份	145	0.78	1.02	1.30	1.76	8.3	6.3	5.0	3.7	2.0	9.1	-29%	买入
中天城投	84	0.43	0.87	1.29	2.69	15.1	7.5	5.1	2.4	4.3	16.1	-59%	买入
中南建设	101	0.63	0.85	1.28	1.36	13.6	10.1	6.8	6.3	2.0	16.4	-47%	买入
嘉凯城	69	0.62	0.30	0.68	1.06	6.2	12.7	5.6	3.6	1.7	8.5	-55%	持有
福星股份	52	0.70	0.82	1.45	2.43	10.4	8.9	5.1	3.0	1.0	17.8	-59%	买入
南京高科	48	0.61	0.87	1.13	1.47	15.4	10.8	8.3	6.4	1.1	23.3	-60%	持有
商业地产													
金融街	184	0.59	0.72	1.00	1.36	10.3	8.5	6.1	4.5	1.0	10.7	-43%	买入
世茂股份	123	0.75	0.92	1.26	1.81	14.0	11.4	8.3	5.8	1.3	22.1	-53%	无
中国国贸	93	0.12	0.26	0.37	0.49	77.1	35.7	25.0	19.0	2.1	16.3	-43%	持有
浦东金桥	62	0.57	0.59	0.66	0.94	11.7	11.3	10.2	7.2	1.6	15.3	-56%	持有
凤凰股份	40	0.25	0.40	0.71	1.09	21.4	13.3	7.6	4.9	2.9	7.5	-28%	买入
阳光股份	31	0.58	0.42	0.45	0.35	7.0	9.8	9.0	11.5	1.2	6.2	-34%	买入

数据来源: 广发证券发展研究中心

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

房地产行业跟踪分析报告：政策不动摇、调整再深入	沈爱卿	2011-12-14
房地产行业跟踪分析报告：可售库存及去化周期创新高，楼市进入严冬	徐军平	2011-12-13
房地产月报（2011 年 11 月）：成交量破位下跌	沈爱卿	2011-12-06

广发证券—行业投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，行业指数强于大盘 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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

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。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。