

报告类型 / 行业深度报告

2012 年下半年房地产行业投资策略报告

——政策容忍度决定行情的高度，关注政策拐点

同步大势

上次评级： 同步大势

报告摘要：

今年 1-5 月，房地产市场成交温和复苏，市场触底迹象明显。无论从全国商品房平均成交单价来看，还是从一线城市的二手房价格来看，房价自 3 月份起已开始止跌回升。本轮房地产市场回升与 2009 年有所不同，成交量在温和复苏阶段，房地产市场在供应充足的情况下，房价基本与成交量的回暖同步开始上涨。

土地市场价格亦在高位企稳回升，将会一定程度上影响开发商入市的积极性。

新房供应不足或将在 2013 年显现，房价上涨压力依然存在。

影响地产股走势的核心驱动因素仍然是房地产市场走势和政策。

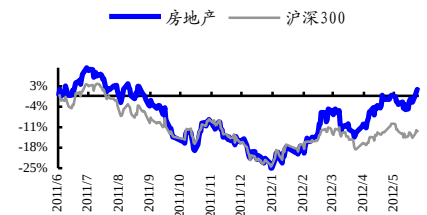
政策容忍度决定地产股行情的高度，需要密切关注政策拐点。

政策最有可能收紧的时机预判：一旦三季度宏观经济运行如预期的企稳回升，则政府进行宏观调控的空间开始增大，如果全国商品房销售面积回升到正的增长水平，或者说房价开始大面积回暖的话，我们认为政府很有可能随时出台新的紧缩政策，比如房产税等。

地产股走势预判：下半年地产股的上涨空间和高度将进入越来越难以把握的混沌阶段，如果下半年市场成交回暖越来越超预期，政策压力将会不期而至，地产股短期内会构成一个顶部；而当市场成交低于预期，地产股同样会由于市场的因素而面临阶段性调整，但该调整反倒可以提供增持的良机。

中国经济的长期潜在增长能力正在下降，实体经济对资金的吸引力在下降。在这样的背景下，都不会支撑房地产市场也好还是地产股也好走出一轮大的牛市行情，我们给予房地产行业同步大势的投资评级，建议标配地产股。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	3.03%	11.72%	2.89%
相对收益	2.81%	11.80%	15.21%

重点公司

投资评级

保利地产	推荐
万科 A	推荐
金地集团	谨慎推荐
信达地产	推荐
荣盛发展	谨慎推荐
首开股份	谨慎推荐
滨江集团	谨慎推荐

相关报告

《2012 年 4 月房地产行业月报》

2012-05-11

《2012 年 5 月房地产行业月报》

2012-06-09

证券分析师：高建

执业证书编号：S0550511020011

(021)20361169 gaoj@nesc.cn

目 录

1. 今年前五个月，房地产市场成交温和回暖，房价止跌回升.....	4
1.1. 今年 1-5 月，房地产市场成交温和复苏，市场触底迹象明显.....	4
1.2. 无论是新房还是二手房市场，房价均已止跌回升	5
1.3. 本轮房地产市场回升的特点与 2009 年有所不同.....	5
1.4. 土地市场价格高位企稳回升，将会一定程度上影响开发商入市的积极性。	6
1.5. 分地区来看，东部地区房价率先开始企稳、反弹；受限购影响较大的一线城市成交量较快回 暖 6	
2. 新房供应不足或将在 2013 年显现，房价上涨压力依然存在	8
2.1. 土地供应随着商品房销售情况大幅波动，房地产市场的过剩只能是短期的	8
2.2. 随着房地产市场成交的回暖，房地产开发投资增速将会在下半年触底回升	9
3. 政策容忍度决定地产股行情的高度，需要密切关注政策拐点.....	10
3.1. 影响地产股走势的核心驱动因素仍然是房地产市场走势和政策.....	10
3.2. 下半年需要密切关注政策拐点这个先行指标.....	11
3.3. 政策最有可能收紧的时机预判.....	12
4. 今年下半年房地产行业投资策略.....	13
4.1. 政策、市场和地产股走势分析.....	13
4.2. 地产股投资策略.....	13

图表目录

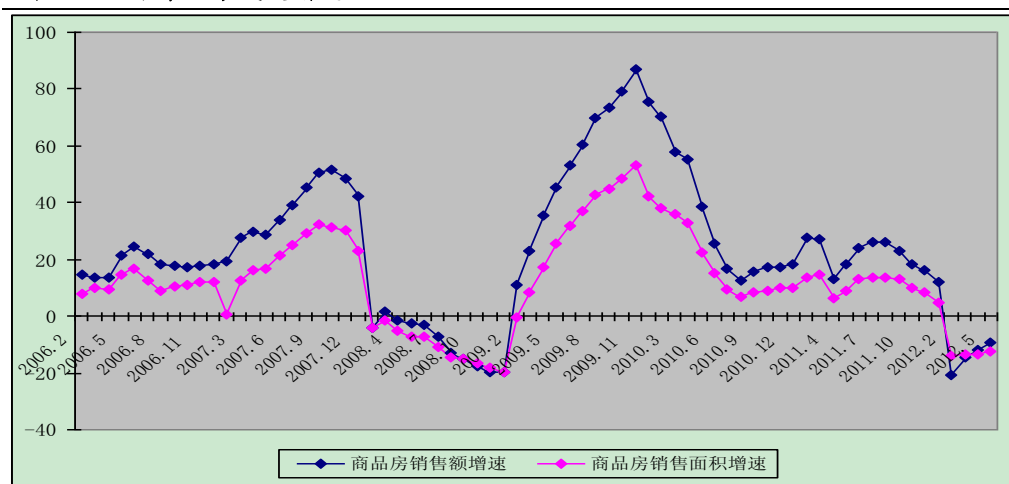
图 1: 全国商品房成交增速	4
图 2: 全国商品房月销售面积	4
图 3: 全国商品房平均销售单价	5
图 4: 一线城市二手房价格已经连升 3 个月	5
图 5: 全国新出让土地平均成交单价	6
图 6: 东、中、西部地区新房平均销售价格	6
图 7: 东、中、西部地区新房价格平均涨幅	6
图 8: 上海市商品房月成交面积	7
图 9: 北京市新房月认购面积	7
图 10: 杭州市新房月成交面积	7
图 11: 深圳市商品房月成交面积	7
图 12: 天津市商品房月成交面积	7
图 13: 南京市商品房月成交面积	7
图 14: 全国房地产开发企业本年土地购置面积和土地成交价款累计同比增速	8
图 15: 本年土地购置面积与销售面积增速对比	8
图 16: 商品房施工面积、新开工面积、竣工面积增速%	9
图 17: 固定资产投资与房地产开发投资增速%	9
图 18: 房地产开发投资与建筑业新签合同额同比	9
图 19: 房地产开发投资与资金来源变动	10
图 20: 房地产开发投资资金来源情况	10
图 21: 商品房销售、地产板块走势和政策变动对比	10
图 22: 国房景气指数变动情况	12
表 1: 2012 年来房地产行业主要政策	11
表 2: 重点公司盈利(EPS)预测及估值表 (2012 年 6 月 18 日):	14

1. 今年前五个月，房地产市场成交温和回暖，房价止跌回升

今年 1-5 月，房地产市场成交温和复苏，市场触底迹象明显

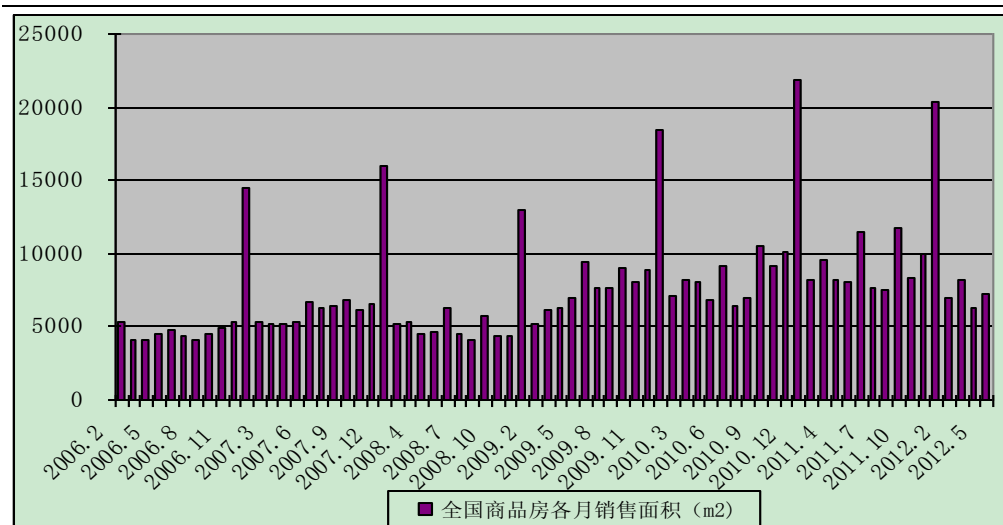
2012 年 1-5 月份，全国商品房销售面积 14098 万平方米，同比下降 14.1%，降幅比 1-4 月份缩小 1.4 个百分点；其中，住宅销售面积下降 13.5%，降幅比前 4 个月缩小 1.4 个百分点。商品房销售额 10259 亿元，下降 12.1%，降幅缩小 3.3 个百分点；其中，住宅销售额下降 10.6%，降幅缩小 2.9 个百分点。5 月份，全国房地产市场的成交环比比 4 月上升了 15.3%，主要是国内部分地区清明节不购房的习惯影响所致。6-8 月份一般是房地产销售的淡季，而央行在今年 6 月份进行了 3 年来的首次降息，降息是否可以有效改变购房者的心理预期，并使得房地产市场出现淡季不淡的市场走势，我们认为有一定的不确定性，尚需观察。中国房地产市场已经从一个高速增长阶段向低速增长阶段过渡，2007 年之前，全国商品房市场销售面积的复合增长率在 20% 左右，2008 年到 2011 年的复合增长率已经下降到 10% 左右，从 2012 年全年来看，我们认为下半年市场受调控政策的影响较大，全国商品房销售面积增速预计在正负 5% 范围的概率较大。

图 1：全国商品房成交增速



数据来源：东北证券，Wind

图 2：全国商品房月销售面积

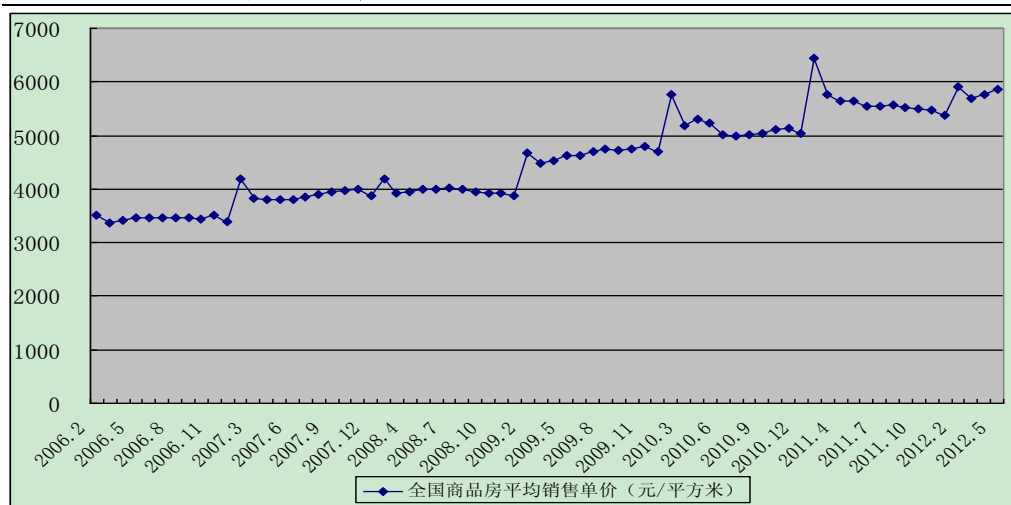


数据来源：东北证券，Wind

无论是新房还是二手房市场，房价均已止跌回升

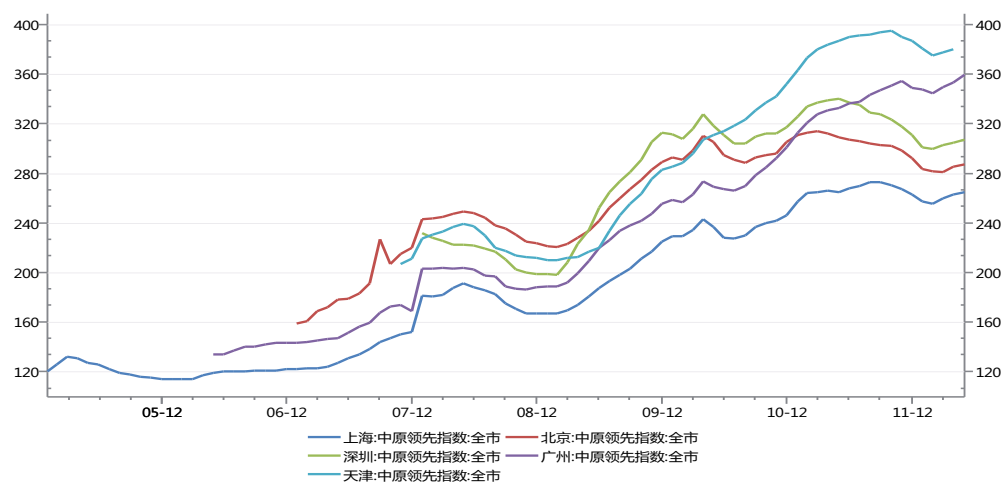
无论从全国商品房平均成交单价来看，还是从一线城市的二手房价格来看，房价自3月份起已开始止跌回升。

图 3: 全国商品房平均销售单价



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 一线城市二手房价格已经连升 3 个月



数据来源: Wind 资讯

数据来源: 东北证券, Wind

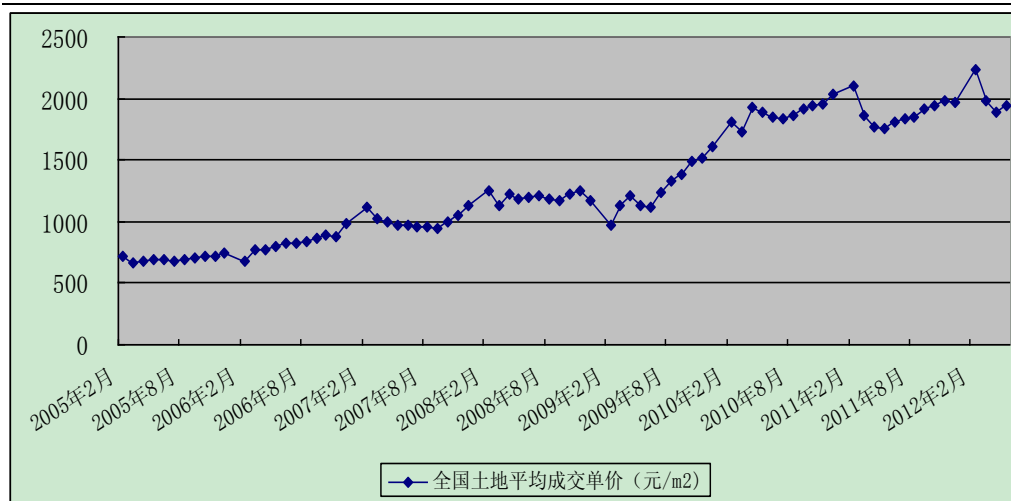
本轮房地产市场回升的特点与 2009 年有所不同

本轮房地产市场回升与 2009 年有所不同，其最主要区别在于，2009 年那轮复苏，是成交量快速回暖，伴随着库存的快速消化，住房供应不足造成了房价的大幅上涨。而今年的特点却是成交量在温和复苏阶段，房地产市场在供应充足的情况下，房价基本与成交量的回暖同步开始上涨。我们认为，这主要是由于本轮房价的下跌是在开发商成本高企，在开发商急需现金流来过冬的情况下，短期内对少量楼盘进行了低于成本价的促销，典型的如滨江地产在杭州的“曙光之城”项目。2009 年下半年以来，土地市场价格大幅上涨，开发商基于购地时的乐观预期，购地成本普遍较高，因此，一旦市场成交开始回暖，开发商一定会惜售并开始将价格逐步恢复到成本线以上。这也是我们在去年就判断 2012 年房价不会崩盘的原因之一。

1.4. 土地市场价格高位企稳回升，将会一定程度上影响开发商入市的积极性。

2012 年 1-5 月份，全国房地产开发企业土地购置面积 13532 万平方米，同比下降 18.7%，降幅比 1-4 月份缩小 0.6 个百分点；土地成交价款 2620 亿元，下降 10.0%，降幅缩小 3.7 个百分点。随着全国商品房销售的逐步温和复苏，开发商也在尝试着进入土地一级市场，但依然维持相对谨慎。而从土地市场平均成交单价来看，土地市场价格有所回升。我们认为，在宏观调控预期尚未明朗的情况下，地价的过快回升将会一定程度上影响开发商入市的积极性。

图 5: 全国新出让土地平均成交单价

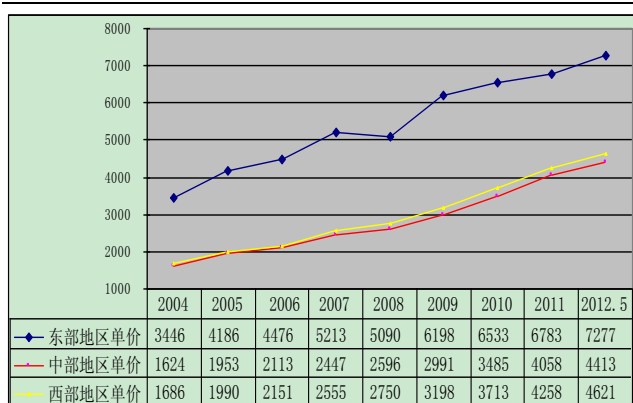


数据来源：东北证券，Wind

1.5. 分地区来看，东部地区房价率先开始企稳、反弹；受限购影响较大的一线城市成交量较快回暖

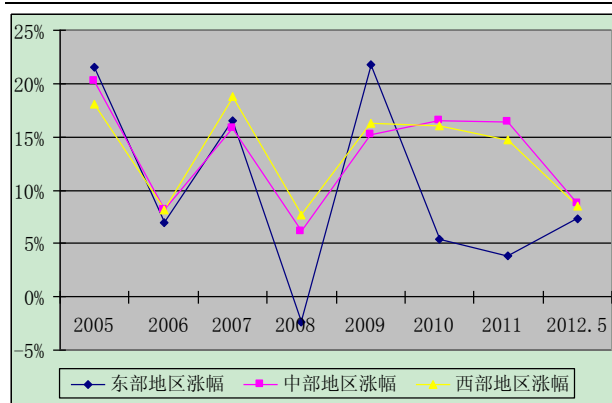
分地区看，本轮房地产市场的回暖基本类似于 2009 年。首先，东部地区房价对宏观调控的影响较为敏感，房价往往是率先进行调整，而市场一旦回暖，东部地区又是率先进行反弹。从今年前 5 个月的房价涨幅来看，东部地区前 5 个月的房价涨幅大幅上涨，而中西部地区房价涨幅继续回落。其次，受限购影响较大的城市的成交量回暖较为明显，比如限购较为严厉的北京、上海、深圳和杭州市，市场预期的改变，使这些城市积压已久的刚需集中释放。

图 6: 东、中、西部地区新房平均销售价格



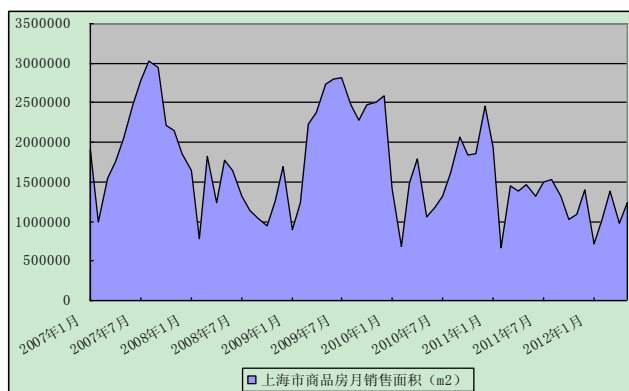
数据来源：东北证券

图 7: 东、中、西部地区新房价格平均涨幅



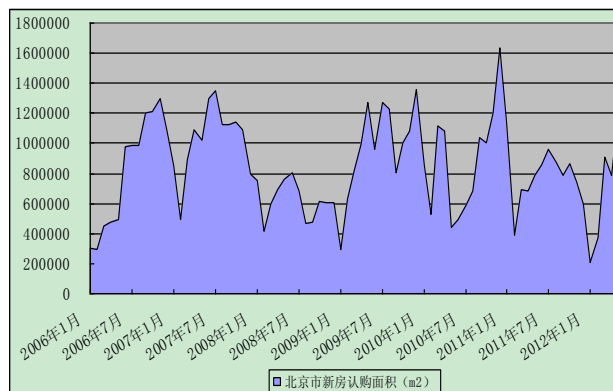
数据来源：东北证券

图 8: 上海市商品房月成交面积



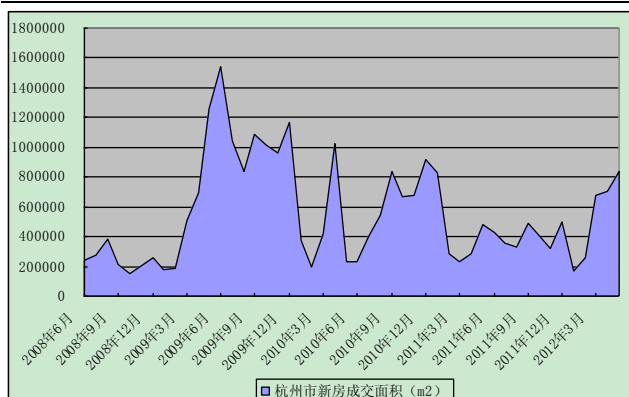
数据来源: 东北证券

图 9: 北京市新房月认购面积



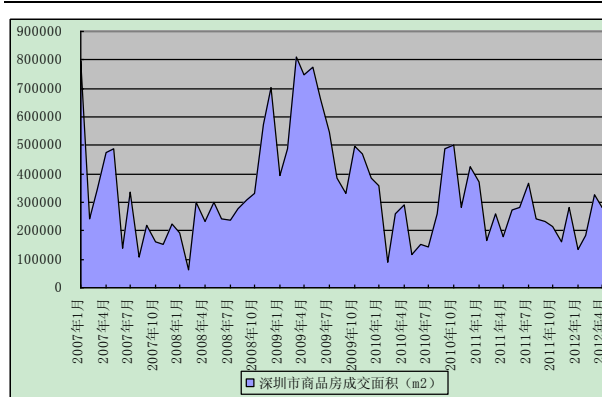
数据来源: 东北证券

图 10: 杭州市新房月成交面积



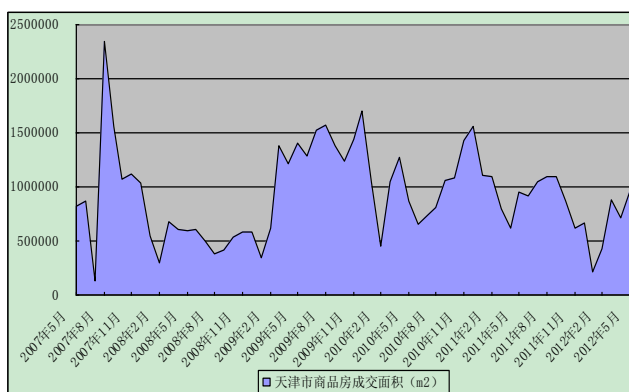
数据来源: 东北证券

图 11: 深圳市商品房月成交面积



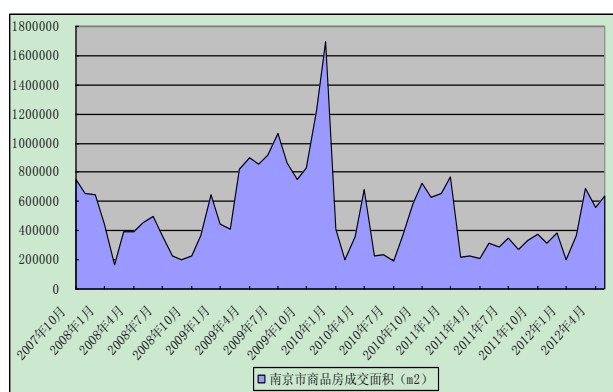
数据来源: 东北证券

图 12: 天津市商品房月成交面积



数据来源: 东北证券

图 13: 南京市商品房月成交面积



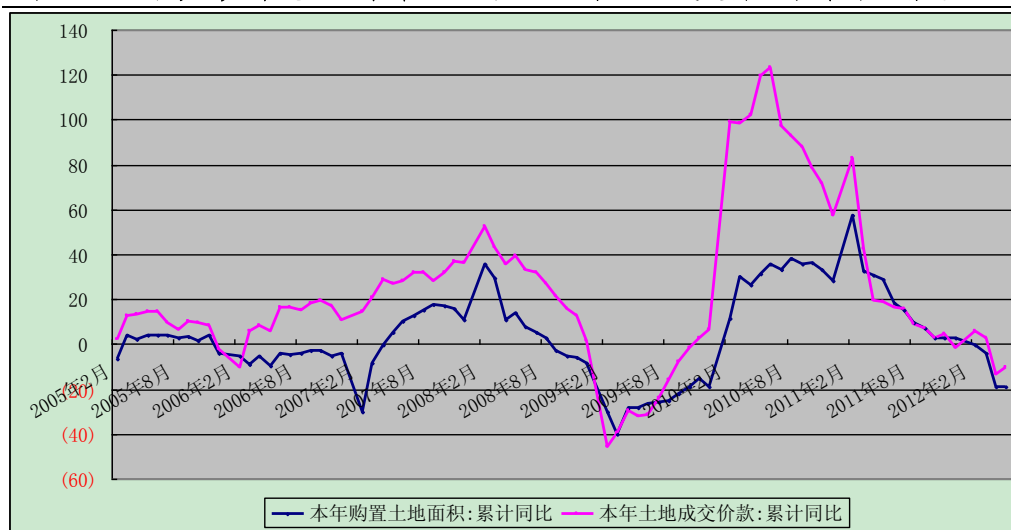
数据来源: 东北证券

2.新房供应不足或将在 2013 年显现，房价上涨压力依然存在

2.1. 土地供应随着商品房销售情况大幅波动，房地产市场的过剩只能是短期的

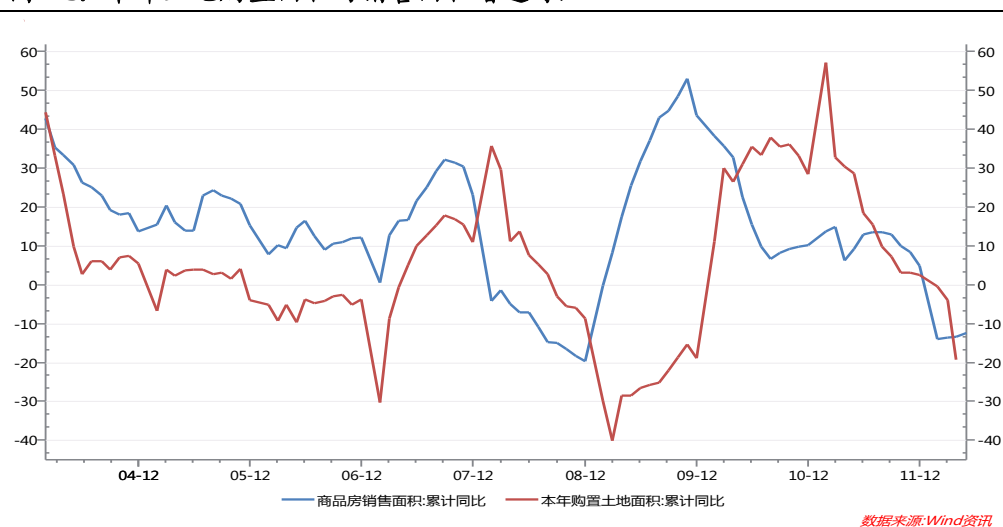
从房地产市场过去 10 多年的历史看，土地供应不足的问题始终未能得到有效解决。一旦房地产市场销售受宏观调控的影响出现增速下降，土地一级市场的供应也会出现大幅萎缩，比如，2011 年全国商品房销售面积增速为 4.9%，而当年的土地购置面积增速却快速萎缩到 2.6%；今年 1-5 月全国商品房销售面积增速为-12.4%，而同期土地购置面积增速为-18.7%。另外，当房地产市场销售受宏观调控的影响开始滞销之时，开发商对未来的预期也会变得谨慎，无论从新开工项目数量和面积上，还是新拓展土地项目储备上，都会相应减少，因此，房地产市场的过剩只能是短期的。从中长期来看，一旦房地产市场成交量出现持续回暖，则 2013 年房地产市场将会面临相对短缺，房价上涨的压力始终存在。

图 14: 全国房地产开发企业本年土地购置面积和土地成交价款累计同比增速



数据来源：东北证券，Wind

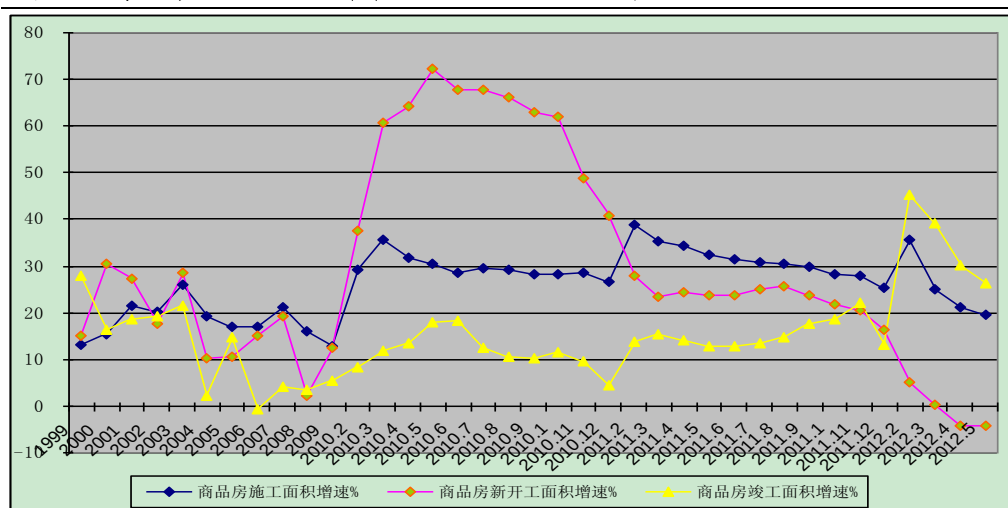
图 15: 本年土地购置面积与销售面积增速对比



数据来源：东北证券，Wind

数据来源: Wind 资讯

图 16: 商品房施工面积、新开工面积、竣工面积增速%

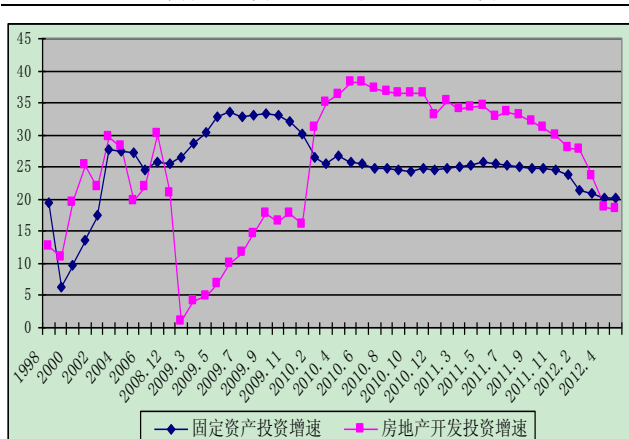


数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 随着房地产市场成交的回暖, 房地产开发投资增速将会在下半年触底回升

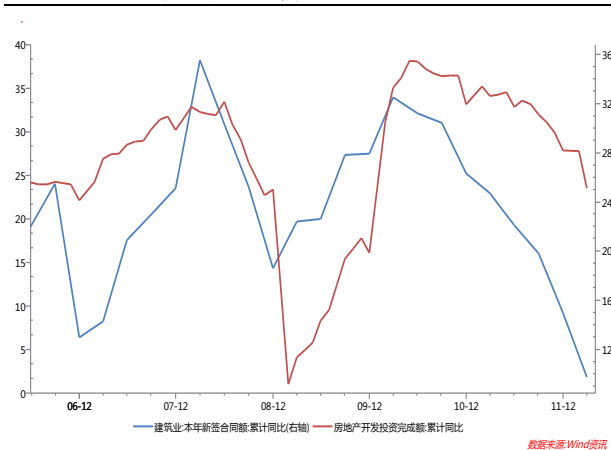
房地产开发投资属于房地产的滞后指标, 一般来说滞后于房地产市场销售面积指标和房地产开发资金来源指标, 同时, 我们注意到建筑业新签合同额也领先于房地产开发投资指标。今年 1-5 月, 全国完成房地产开发投资 22213 亿元, 同比增长 18.5%, 增速比 1-4 月份继续回落 0.2 个百分点。其中, 住宅投资 15098 亿元, 增长 13.6%, 增速回落 0.3 个百分点, 占房地产开发投资的比重为 68.0%。今年前 5 个月, 房地产开发企业本年到位资金 34171 亿元, 同比增长 5.7%, 增速比 1-4 月份提高 0.6 个百分点, 主要是由于定金及预收款和个人按揭贷款增速提高, 说明全国商品房销售连续 3 个月的温和回暖, 已经开始改善了房地产开发商的资金来源和结构。从房地产开发投资与房地产开发投资资金来源的变动情况看, 房地产开发投资资金来源一般要领先于房地产开发投资 2-3 个月的时间, 预计房地产开发投资增速可能会在 3 到 4 季度触底。我们认为, 房地产市场已经进入政策主导的时代, 宏观调控与市场的博弈将会长期存在, 预计 2012 年全年房地产开发投资增速较 2011 年下降较大, 全年增速估计会在 10%-15% 的区间。

图 17: 固定资产投资与房地产开发投资增速%



数据来源: 东北证券

图 18: 房地产开发投资与建筑业新签合同额同比



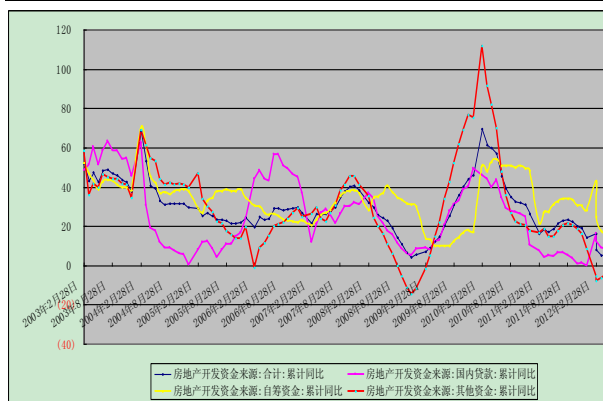
数据来源: 东北证券

图 19: 房地产开发投资与资金来源变动



数据来源：东北证券

图 20: 房地产开发投资资金来源情况



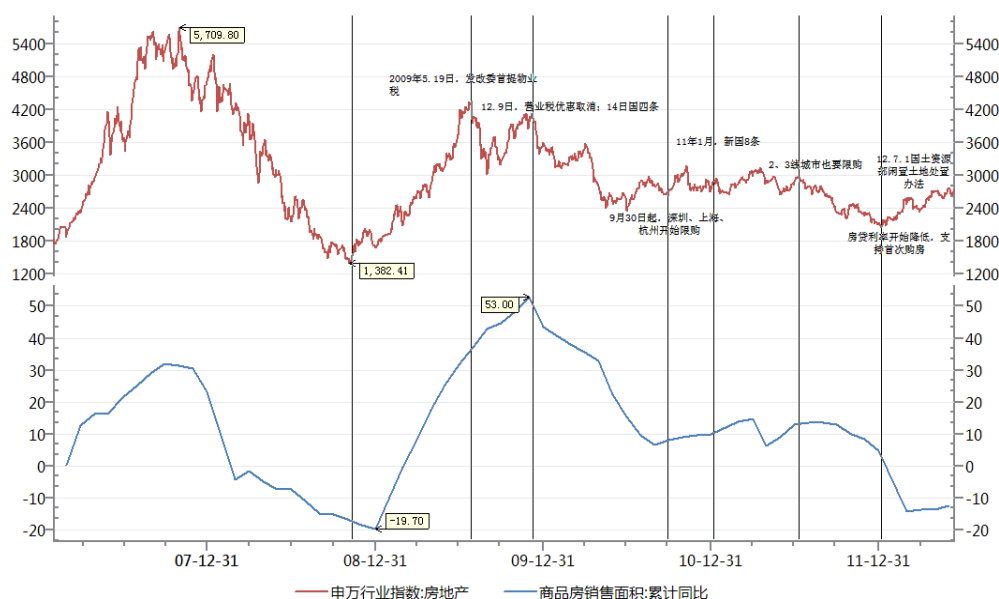
数据来源：东北证券

3.政策容忍度决定地产股行情的高度，需要密切关注政策拐点

3.1. 影响地产股走势的核心驱动因素仍然是房地产市场走势和政策

从近几年我们对地产股走势的跟踪结果来看，影响地产股走势的核心驱动因素仍然是房地产市场形势以及对政策的预期及政策实际变动。其中，对宏观调控政策的预期往往成为地产股走势的先行指标，2008 年 10 月份的市场底部、2009 年 7 月份的市场顶部以及去年年底的市场底部基本都是由政策变动预期形成的。而房地产市场成交不利变化往往是地产股破位的决定性因素。2010 年下半年到 2011 年上半年是典型的政策与市场博弈期，这期间，房地产市场表现出了极为旺盛的需求，在密集的调控政策面前，房地产市场成交似乎表现出强大的政策免疫能力，但是，正如我们预判的那样，政策最终战胜了市场，市场于 2011 年四季度破位下行，并引领地产股走出了一轮破位下跌的走势。

图 21: 商品房销售、地产板块走势和政策变动对比



数据来源：Wind 资讯

数据来源：东北证券，Wind

3.2. 下半年需要密切关注政策拐点这个先行指标

地产股于 2011 年底企稳，2012 年初开始上涨，其主要的驱动因素是对宏观调控政策预调、微调的预期以及预期得到兑现，包括：房贷利率有 2011 年普遍上浮 10% 以上到 2012 年的基准利率，然后是下浮到 9 折再到 85 折；货币政策环境的改善也对房地产市场触底起到的重要的作用，包括 2 次降低存款准备金率和 1 次降息。政策环境和货币市场环境的改善对开发商和购房者都形成正面支撑作用；而 3 月份以后刚需纷纷结束观望开始入市，也使得房地产市场成交开始活跃和回暖，地产股的上涨得到基本面的有力支撑。

虽然随着宏观经济的超预期调整，政府开始把稳增长放在更加重要的位置，相应地对房地产市场宏观调控的紧迫性可能会有所下降，但我们注意到本轮房地产市场回暖过程中房价的回升速度也很快，无论是新房还是二手房市场已经连续 3 个月上涨。从过去 2 年来政府对房地产市场的表述和定位来看，房价已经同 GDP 一样成为一个政治问题，中国政府已经深刻认识到“地产绑架经济”的危险性，在“去房地产化”方面的决心相当大，因此本轮房地产市场回暖到何种程度政府会重新开始介入，将会切实影响到下半年乃至明年的房地产市场。而从近期政策的相关动向上看，虽然政府尚未出台实质性的新的宏观调控措施，但已有迹象开始表面，政府对房地产市场的复苏以及房价上涨开始关注了，比如：近期发改委、央行、银监会以及住建部在几天内连续在其网站上公开对媒体的传言进行了辟谣和重新解读。

表 1: 2012 年来房地产行业主要政策

时间	政策名称	发布部门	主要内容和评述
2012.1.7	供地指标从严从紧	国土部领导讲话	供地指标要从严从紧投放。耕地保护要严而又严，没有讨价还价的余地
2012.2.10	满足首次购房家庭的贷款需求	央行	加大对保障性安居工程和普通商品住房建设的支持力度，并提出“满足首次购房家庭的贷款需求”。
2012.2.9 日起	芜湖市救市政策	芜湖市政府	在芜湖市区购买自住普通商品住房（含二手住房）将给予所纳契税 100% 的补助；购买新建自住商品住房面积在 90 平方米及以下的，再给予 50 元或 150 元/平方米购房补贴；高端人才最高可再享 300 元补贴；外地人购房可以落户。
2012.2.12	芜湖救市政策被迫暂停		
2012.2.28	上海市提高普通住房标准；重新解释外地人购房标准。	上海市政府	上海提高普通住房标准；外地人在上海购买 2 套房标准重新解释，媒体认为是放开
2012.3.13	上海外地人购买 2 套房重新按最严标准，不准买 2 套房。		
2012.3	温总理讲话		在二会上答记者问时，总理说房价远远没有达到合理价位，引发大盘和地产股的一轮调整。
2012.3.4 月	各地纷纷放宽公积金贷款额度	地方政府	成都、沈阳、信阳、郑州、武汉、南昌等多个城市宣布放宽公积金贷款额度。
2012.4	要求支持首套房消费需求	发改委、住建部	发改委和住建部要求支持首套房的消费需求，媒体报道住建部正在制定相关长期政策
2012.5.7	扬州市救市政策	地方政府	对个人购买成品住房进行奖励。对个人新购买的成品住房给予 4%-6% 的奖励。

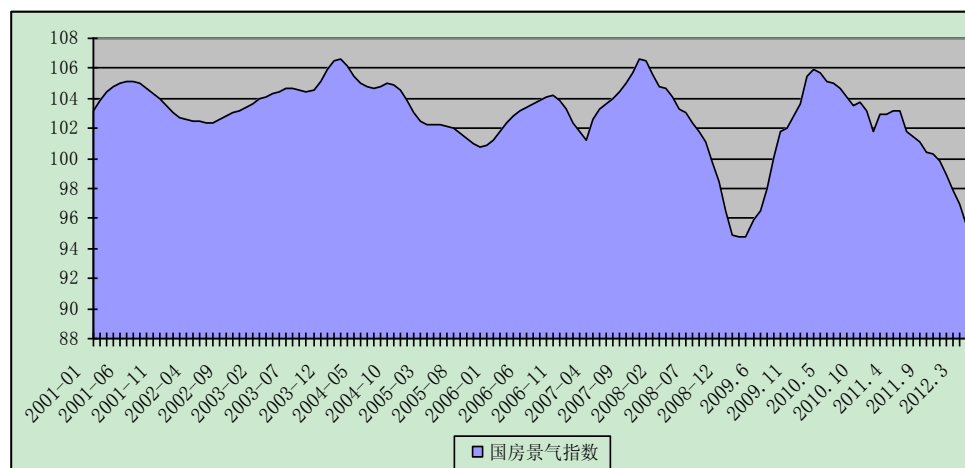
2012.5	上市公司试水再融资	媒体报道	5 月份相继有 ST 金果、运盛实业、万方地产、迪马股份、ST 祥龙等停牌，试水再融资。
2012.6.6	房地产调控不因稳增长而动摇	住建部	针对近期媒体关于一些城市以“稳增长”为名拟放松房地产市场调控政策的报道，住建部新闻发言人 5 日强调坚持房地产市场调控政策不动摇，将继续密切关注各地执行调控政策的情况，对于地方出台放松抑制不合理购房政策的，将及时予以制止或纠正。
2012.6	修订后的闲置土地管理办法开始实行	国土部	国土资源部公布修订后的闲置土地处置办法，对地方政府和开发商都有约束，用意在于增加供地。
2012.6.8	央行 3 年来首次降息	央行	央行 3 年来首次降息。
2012.6.12	发改委澄清市场传言。	发改委	发改委网站发表声明称，发改委最近无人接受过《投资者报》记者采访，6 月 10 日有关“地产松绑或是救市第二张牌”的报道纯属捏造。
2012.6.14	央行澄清市场传言	央行	个别媒体称“央行特急文件规定首套房贷款利率最低可七折”，有意曲解央行政策意图，有市场炒作之嫌
2012.6.14	银监会澄清市场传言	银监会	针对近日有媒体称“银监会降低了个人住房抵押贷款的风险权重”一事，银监会 14 日发布声明，称有关媒体报道“纯属误解”，风险权重为 50%，未做任何调整。
2012.6.18	住建部重申差别化住房信贷支持	住建部	调控不放松，重申差别化住房信贷扶持。

数据来源：东北证券整理

3.3. 政策最有可能收紧的时机预判

我们认为，政策最有可能收紧的时机需要看以下几个指标。一是，全国商品房销售面积增速指标，二是房价的上涨幅度，三是国房景气指数，四是宏观经济的运行情况，一旦三季度宏观经济运行如预期的企稳回升，则政府进行宏观调控的空间开始增大，如果全国商品房销售面积回升到正的增长水平，或者说房价开始大面积回暖的话，我们认为政府很有可能随时出台新的紧缩政策，比如房产税等。在目前阶段，还不能完全确定政策是否会收紧，需要密切关注。

图 22：国房景气指数变动情况



数据来源：东北证券，Wind

4. 今年下半年房地产行业投资策略

4.1. 政策、市场和地产股走势分析

首先，从政策面上看，除了中央层面上继续严格实施对部分城市的限购政策不放松以外，地方政府已经极尽所能地通过预调和微调来变相放松对房地产市场的调控力度，并成功地吸引了刚性需求的入市，房地产市场的成交量也连续3个月温和复苏，房价无论从新房还是二手房价格均开始企稳回升。但是，当房地产市场复苏变得如此轻而易举，并且回升力度超出政府的预期之时，政策这只手也许会再度走向前台。只是目前来看，当政府把稳增长放在更加重要的位置之后，政府对房地产市场回升的容忍度会有所提升，接下来需要密切关注政策的定向。

其次，从市场成交上看，除了4月份受清明节的影响，成交相对较为清淡外，上半年已经连续3个月房地产市场成交开始回暖。下半年的6-8月份一般是房地产市场的销售淡季，但是央行在6月初刚刚进行了降息，季度的市场成交是否仍然能够维持二季度的回升力度仍有待观察。

从地产股走势上看，节后地产股在政策面逐步宽松以及市场成交回暖的背景下，股价已大幅回升，地产板块指数年初以来已经上涨了近30%，地产股估值已由极度低估得到大幅的修复。我们认为，接下来地产股的上涨空间和高度将进入越来越难以把握的混沌阶段，即地产股将由政策和市场正向合力支撑股价阶段，向市场和政策逐步趋于博弈的微妙阶段转化。换句话说，如果说下半年市场成交回暖越来越超预期，政策压力将会不期而至，地产股短期内会构成一个顶部；而当市场成交低于预期，地产股同样会由于市场的因素而面临阶段性调整，但我们认为，如果由于下半年市场成交低于预期造成地产股的调整的话，反倒可以提供增持的良机。总体上看，地产股还有多大上涨空间，不仅取决于房地产行业销售情况的恢复和改善程度，同时还要看政策对市场回升的容忍程度来决定。

4.2. 地产股投资策略

首先，我们认为无论是地产股还是对房地产的投资都离不开宏观经济的大背景，眼下的经济大背景即中国以及世界经济正在经历新的经济再平衡过程，拉动中国经济增长的3架马车中投资和出口的持续高增长已经难以为继，中国经济的长期潜在增长能力正在下降，实体经济对资金的吸引力在下降。在这样的背景下，都不会支撑房地产市场也好还是地产股也好走出一轮大的牛市行情，尤其是政策主导作用非常强的情况下。这是我们对地产股走势的总体判断。因此，我们维持房地产行业同步大势投资评级，建议标配地产股。

在投资标的的选择上，我们建议投资者可从二方面考虑：一是建议投资者可持续跟踪、关注具有资金、规模、品牌和融资优势的快速周转类个股，推荐万科、保利地产、金地集团、荣盛发展、首开股份等个股作为优先配置；其二，是还有利好尚未兑现的个股，比如证监会放开再融资预期，则那些具有资产注入预期的公司值得关注，包括信达地产、广宇发展、世荣兆业等公司。

表 2: 重点公司盈利(EPS)预测及估值表 (2012 年 6 月 18 日):

公司简称	2012EPS	2013EPS	2012PE	2013PE	投资评级
保利地产	1.2	1.56	10.0	7.7	推荐
万科股份	1.12	1.37	8.2	6.7	推荐
金地集团	0.79	0.87	8.9	8.1	谨慎推荐
信达地产	0.3	0.35	16.4	14.1	谨慎推荐
滨江集团	0.93	1.37	10.5	7.1	谨慎推荐
首开股份	1.38	1.67	9.9	8.2	谨慎推荐
荣盛发展	1.13	1.32	10.5	9.0	谨慎推荐
华发股份	0.95	1.03	9.7	9.0	谨慎推荐
世荣兆业	0.25	0.28	31.8	28.4	谨慎推荐
广宇集团	0.6	0.54	8.7	9.7	谨慎推荐

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围国内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760