

## 专题策略

2011 年 11 月 8 日

## 执地产投资牛耳看相关行业盈利

## 核心结论

房地产行业正进入去库存阶段，房地产投资增速将加速回落，历史周期看，谷底至少在2012年一季度之后，并可能出现单月个位数增长。由此将带来需求收缩和PPI回落，相关行业盈利将受影响。目前看，销量敏感的工程机械、钢铁、玻璃净利增速已经明显回落，但离历史低谷仍有距离；价格敏感的水泥、煤炭、有色净利增速较高，未来压力来自需求收缩下商品价格涨幅的大幅回落，风险更大；后周期的纯氯碱净利润增速仍在高位，风险在于地产投资带动经济增速回落下的需求萎缩。

## 主要逻辑

**第一，房地产行业正进入去库存阶段，房地产投资增速将加速回落。**1) 房地产商的现金、库存恶化；2) 保障房的对冲效应逐步弱化；3) 核心城市房地产投资增速已经回落；4) 微观数据（商品混凝土产量）显不良征兆。

**第二，本轮房地产投资低谷待2012年一季度之后。**参考过去历史经验，回顾房改13年来的2次房地产投资调整周期2004-06、2007-09，从调整时间看有1.5-2年，从回调幅度看有30-40个百分点。本轮房地产投资增速高点是10年5月的40%左右，以过去推算，本轮低谷至少在2012年一季度之后，并可能出现单月个位数增长。

**第三，房地产投资影响工业利润增长。**房地产投资与经济增长波动同步性强，且随着需求的回落，PPI滞后回落，最终的影响是，工业利润增速明显回落。今年以来，工业利润增速已经从2010年11月的49.4%回落到27%，但仅略低于2001年来的均值30%，有继续回落压力。

**第四，相关行业盈利受地产投资增速回落影响。**历史数据显示，地产投资链相关行业收入增速和ROE明显跟随房地产投资增速波动。目前，收入增速整体较2010年高点已有所回落，但仍在30%以上的相对高位；ROE整体仍处较高水平，未见明显回落。从三季报看，销量敏感的**工程机械、钢铁、玻璃**净利润增速已经明显回落，但离历史低谷有距离；价格敏感的**水泥、煤炭、有色**净利润增速仍较高，未来需求收缩导致商品价格涨幅大落带来的压力更大；后周期的**纯氯碱**净利润增速仍在高位，风险在于地产投资带动经济增速回落下的需求萎缩。

## 风险提示

- 1) 政府放松房地产调控政策，房地产投资增速维持高位；
- 2) 大规模推进保障房建设，对冲商品房投资增速回落。

## 相关研究

《PMI 指标监测景气：上游行业恶化明显》111102

《回到未来 1：以史为鉴，寻找滚雪球的长坡——成长股研究系列》110830

《寻找较大概率环比改善——2011 年三季度行业比较》110704

《人口三大趋势：婴儿回声潮、劳动高峰渐去、老年化加速——第六次人口普查新起点看未来》110506

策略高级分析师

荀玉根

SAC 执业证书编号：

S0850511040006

电话：(021) 23219658

Email: xyg6052@htsec.com

## 目录

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 1. 前言：房地产，绕不开的话题 .....  | 4  |
| 2. 房地产投资周期.....         | 4  |
| 2.1 房地产投资增速为何会降？ .....  | 4  |
| 2.2 波谷在哪？借鉴过去经验 .....   | 6  |
| 3. 地产投资链盈利的影响.....      | 7  |
| 3.1 房地产投资影响工业利润增长 ..... | 7  |
| 3.2 历史周期中相关行业盈利变化 ..... | 8  |
| 3.3 还有多大坡要滑？ .....      | 10 |
| 4. 结 论 .....            | 13 |

## 图目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1 地产销量增速大幅回落，投资仍在较高水平 .....      | 4  |
| 图 2 地产公司现金在消耗 .....                | 5  |
| 图 3 地产贷款受限 .....                   | 5  |
| 图 4 房屋库存上升 .....                   | 5  |
| 图 5 地产商库存压力上升 .....                | 5  |
| 图 6 经济使用房投资增速已回落 .....             | 5  |
| 图 7 商品混凝土产量增速 9 月大幅回落 .....        | 5  |
| 图 8 北京地产投资增速已随销量增速回落 .....         | 6  |
| 图 9 上海地产投资增速已随销量增速回落 .....         | 6  |
| 图 10 房地产投资增速 .....                 | 6  |
| 图 11 房地产投资占固定资产投资 23% .....        | 7  |
| 图 12 房地产投资与经济增长波动同步性强 .....        | 7  |
| 图 13 房地产投资与工业利润波动同步性强 .....        | 8  |
| 图 14 房地产投资领先 PPI .....             | 8  |
| 图 15 投资链结构图 .....                  | 8  |
| 图 16 房地产投资回落期，相关行业收入增速回落 I .....   | 9  |
| 图 17 房地产投资回落期，相关行业收入增速回落 II .....  | 9  |
| 图 18 房地产投资回落期，相关行业 ROE 回落 I .....  | 9  |
| 图 19 房地产投资回落期，相关行业 ROE 回落 II ..... | 9  |
| 图 20 地产投资对水泥需求影响大 .....            | 10 |
| 图 21 需求和 PPI 回落时水泥价格有压力 .....      | 10 |
| 图 22 地产投资对工程机械需求影响大 .....          | 11 |
| 图 23 钢价回落有助工程机械毛利 .....            | 11 |
| 图 24 地产投资对棒材需求影响大 .....            | 11 |
| 图 25 需求和 PPI 回落时钢价有压力 .....        | 11 |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 26 地产投资对玻璃需求影响大 .....         | 11 |
| 图 27 玻璃价格较稳定 .....              | 11 |
| 图 28 地产投资对纯碱需求影响不太显著 .....      | 12 |
| 图 29 地产投资对氯碱需求影响不太显著 .....      | 12 |
| 图 30 需求和 PPI 回落时有色金属价格有压力 ..... | 12 |
| 图 31 需求和 PPI 回落时煤炭属价格有压力 .....  | 12 |

## 表目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 表 1 历次房地产投资调整周期 .....    | 7  |
| 表 2 房地产投资链行业营业收入增速 ..... | 9  |
| 表 3 房地产投资链行业 ROE .....   | 10 |
| 表 4 房地产投资链行业净利润增速 .....  | 12 |

## 1. 前言：房地产，绕不开的话题

对中国经济而言，房地产的意义重大，经过近两年来的政策调控，当前房地产市场正处于重要关口，未来房价、房屋销售、房地产投资增速的变化，对经济增长和股市的影响非常重大。

海通宏观部近期报告《房地产投资：风险有多大？》分析了房地产投资目前的困境，并预测了 2012 年的增速。作为策略分析师，我们还需深入一步分析，房地产投资的周期性波动，及对相关行业盈利的影响。我们前期报告《3 季报概览：整体下滑，中上游恶化，消费和银行稳定，TMT 不及预期》中分析了业绩分化的趋势，本文着重分析地产投资链相关行业盈利受房地产投资增速变化的影响。

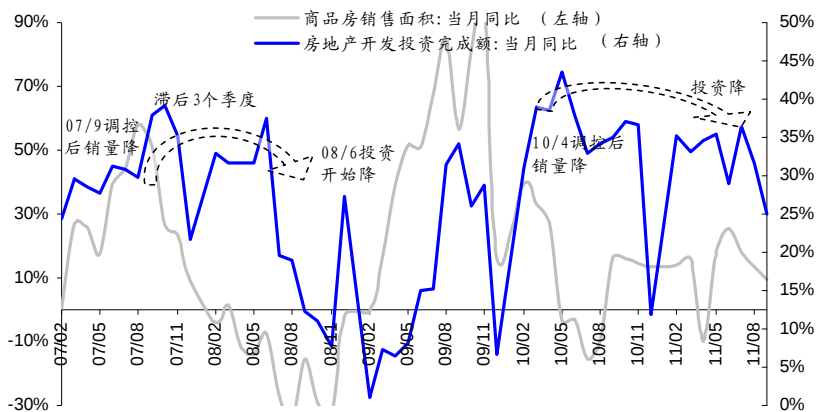
## 2. 房地产投资周期

### 2.1 房地产投资增速为何会降？

**房地产销量增速领先投资增速的规律？**从过去历史经验看，房屋销售增速通常领先房地产投资增速。尤其是 2007 年地产调控带来的销售、投资增速回落。2007 年 9 月二套房政策后销量增速回落，2008 年 6 月投资增速开始回落，滞后大约 9 个月。2010 年 4 月国十条后销量增速回落，但房地产投资增速今年来整体维持在高位，9 月才出现明显回落。

我们判断，房地产行业正进入去库存阶段，在银行贷款、信托融资受限的背景下，房地产投资增速回落趋势将持续。做出这个判断，主要基于以下四点。

图 1 地产销量增速大幅回落，投资仍在较高水平

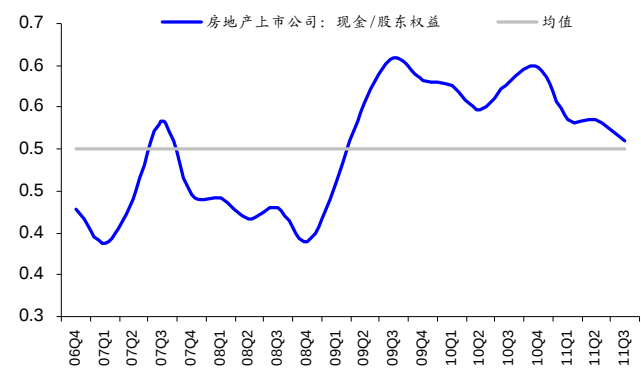


资料来源：Wind，海通证券研究所

**第一，房地产商的现金、库存恶化。**我们反思，房地产投资增速之所以迟迟不降，可能源于 2009 年房屋大卖后开发商资金充裕，且今年信托产品红火，地产商 11 年的资金现状远优于 2008 年。但时过境迁，银行表外管理不断趋紧、开发商库存和资金压力不断上升，情况正在悄然生变。

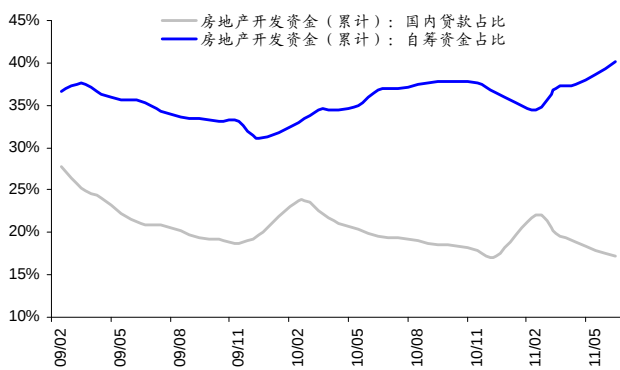
我们跟踪的反映房地产现金流的指标——上市公司现金/股东权益，已经回到 2006 年四季度来的均值水平；库存指标——上市公司存货/过去 4 个季度营业成本、滞后 1 年新开工 - 销售面积 (TTM)，均创新高。

图2 地产公司现金在消耗



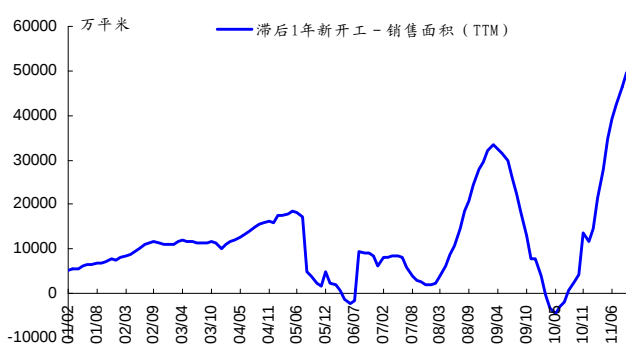
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 地产贷款受限



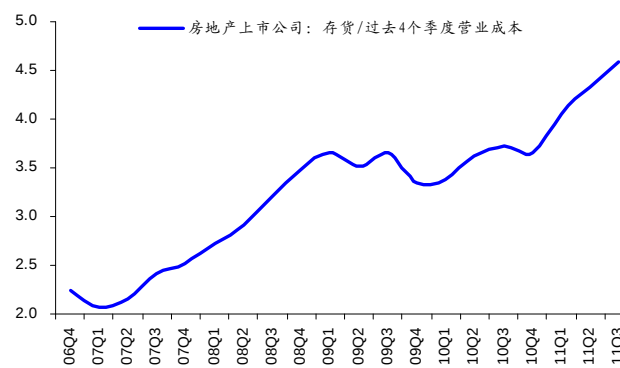
资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 房屋库存上升



资料来源：Wind，海通证券研究所

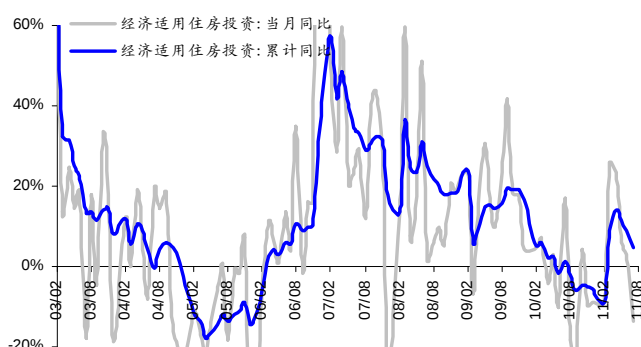
图5 地产商库存压力上升



资料来源：Wind，海通证券研究所

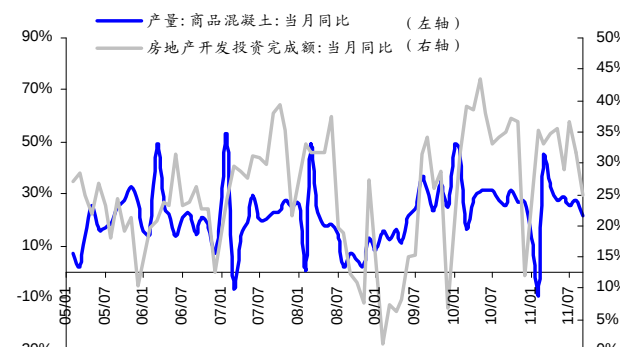
**第二，保障房的对冲效应逐步弱化。**今年来房地产投资增速居高不下，1000万套的保障房起到对冲作用。但截止9月，保障房开工率已达到98%，开工任务完成使四季度保障房施展空间有限，对于商品房投资下滑的对冲效应将大幅减弱，具有参考意义的经适房投资增速已经回落。2012年的保障房目标尚不明确，但比较确定的是增速肯定低于2011年。

图6 经济适用房投资增速已回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 商品混凝土产量增速9月大幅回落

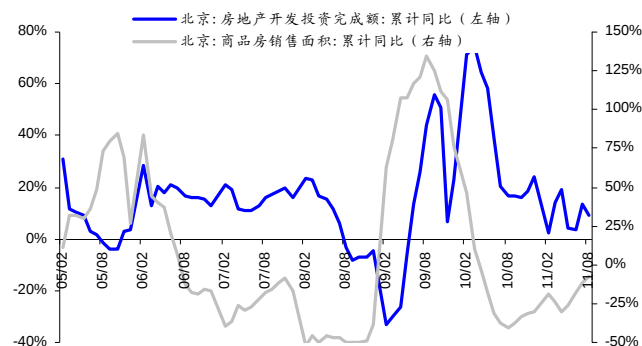


资料来源：Wind，海通证券研究所

**第三，核心城市房地产投资增速已经回落。**限购最早的上海、北京等核心城市看，房地产投资增速今年来已经大幅回落，这对二三线城市有一定的指示意义。

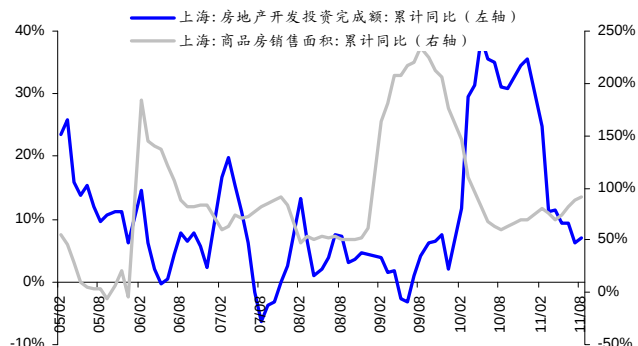
第四，微观数据显不良征兆。另外，从微观数据，商品混凝土产量增速今年3月来，已持续回落，9月大幅从27%大幅回落到21%，是一个不良趋势的征兆。

图8 北京地产投资增速已随销量增速回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 上海地产投资增速已随销量增速回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

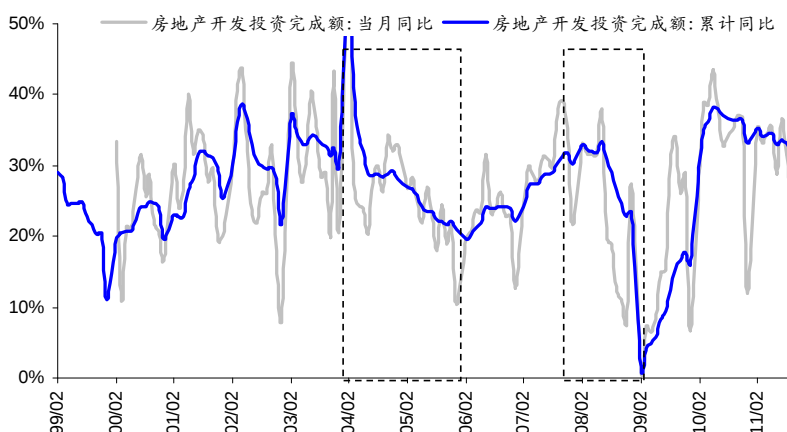
## 2.2 波谷在哪？借鉴过去经验

这轮房地产投资周期调整时间和空间有多大？海通宏观组报告《房地产投资：风险有多大？》中预测2012年房地产投资增速为10.5%至16.4%。

除了全年数据，我们还需观察波谷和调整时长。由此，我们参考过去历史经验。回顾房改13年来的2次房地产投资调整周期2004-06、2007-09，从调整时间看有1.5-2年，从回调幅度看有30-40个百分点，最低点往往出现个位数增长。

本轮房地产投资高点是，10年5月的40%左右增速，以过去推算，本轮房地产投资的谷底至少在2012年一季度之后，并可能现单月个位数增长。

图10 房地产投资增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 1 历次房地产投资调整周期

| 地产投资 | 2004-2006    |              | 2007-2009    |              | 2010 - ?     |              |
|------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|      | 累计同比         | 当月同比         | 累计同比         | 当月同比         | 累计同比         | 当月同比         |
| 波峰   | 04/02: 57.1% | 04/02: 57.9% | 08/06: 33.5% | 07/10: 39.2% | 10/05: 38.2% | 10/05: 43.5% |
| 波谷   | 06/02: 19.7% | 05/12: 4.1%  | 09/02: 1.0%  | 09/02: 1.0%  | Now: 32.0%   | Now: 25.0%   |
| 波幅   | 37.4 个百分点    | 53.8 个百分点    | 32.5 个百分点    | 38.2 百分比     | 至今 6.2 个百分点  | 至今 18.5 个百分点 |
| 历时   | 24 个月        | 22 个月        | 8 个月         | 16 个月        | 至今 16 个月     | 至今 16 个月     |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3. 地产投资链盈利的影响

#### 3.1 房地产投资影响工业利润增长

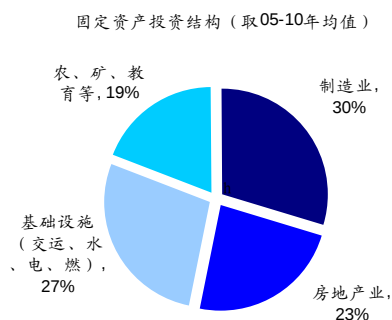
房地产投资对需求和企业盈利有何影响? 中国经济增长中固定资产投资贡献很大, 而房地产投资占固定资产比重达 23%, 未来房地产投资增速回落必将对经济增长和企业盈利产生负面影响。

历史看, 房地产投资与经济增长波动同步性强, 房地产投资增速与工业增速同步回落, 且随着需求的回落, PPI 滞后回落, 最终的影响是, 工业利润增速明显回落。

2004 - 06 年房地产投资增速回落周期中, 工业利润增速 2005 年 4 - 5 月回到 15 - 16% 的低点; 2007 - 09 年房地产投资增速回落周期中, 工业利润增速在 2009 年 2 月见到最低的 - 37.3%。今年来, 工业利润增速已经从 2010 年 11 月的 49.4% 回落到 27%, 但仅略低于 2001 年来的均值 30%, 后续回落压力仍在。

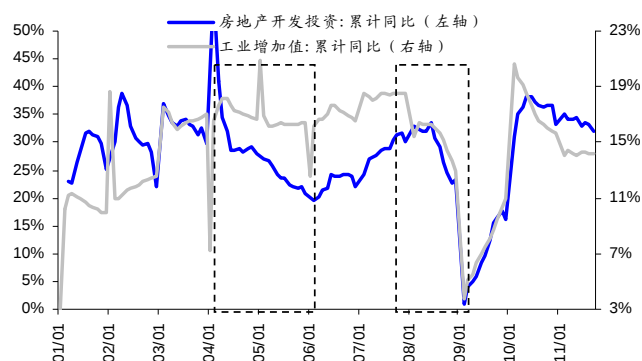
除了总量上看, 未来房地产投资增速回落会影响工业企业利润, 我们还要对应到中观的行业分析。我们行业比较分析框架中, 从投资链、消费链、出口链、石油链、农产品链、金融链划分行业。与房地产投资相关较大的是水泥、工程机械、钢铁、玻璃、纯碱、有色、煤炭。

图 11 房地产投资占固定资产投资 23%



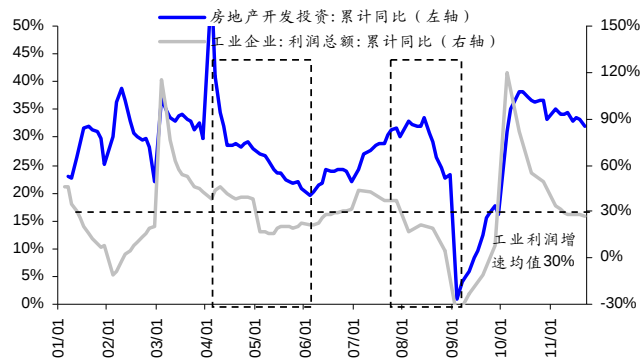
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 12 房地产投资与经济增长波动同步性强



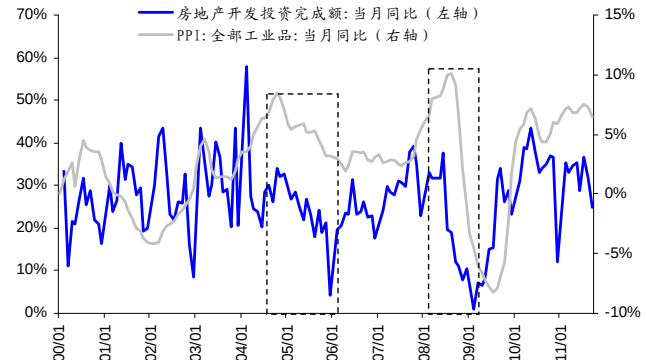
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 13 房地产投资与工业利润波动同步性强



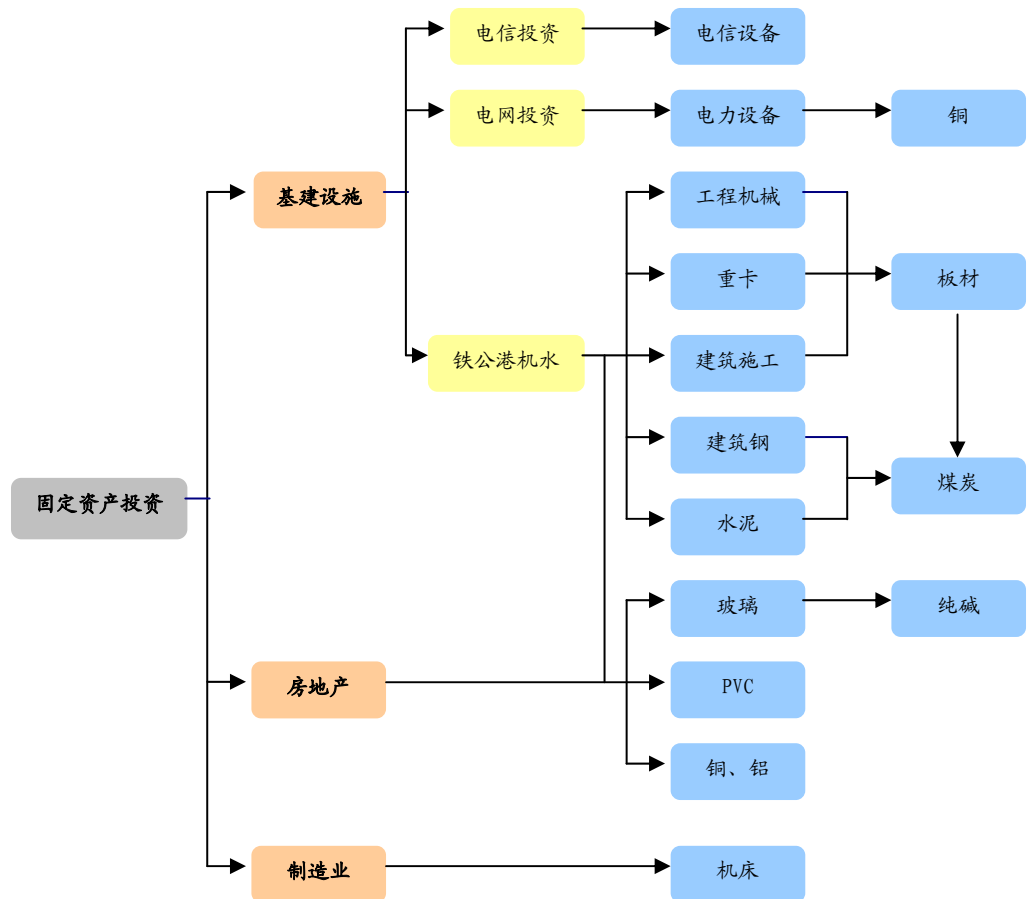
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 14 房地产投资领先 PPI



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 15 投资链结构图



资料来源：海通证券研究所

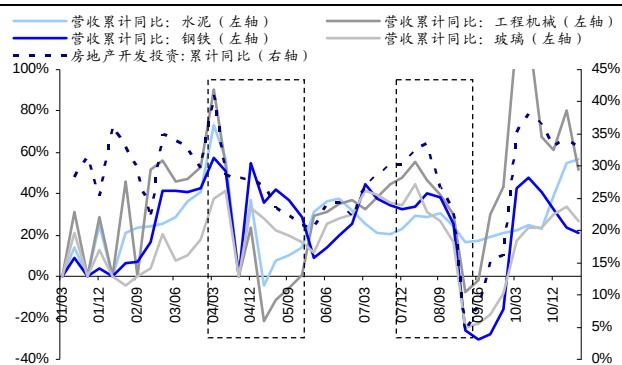
### 3.2 历史周期中相关行业盈利变化

从需求角度看，房地产投资增速回落将使得水泥、工程机械、钢铁、玻璃、纯氯碱、有色、煤炭下游需求萎缩。从营业收入增速指标看，2004-06年房地产投资增速回落周期中，大部分行业收入增速从40%以上的高位回落到个位数，甚至负增长，2007-09年房地产投资增速回落周期中，大部分行业收入增速从40%以上的高位回落到-20%以下。

从盈利能力看，房地产投资增速回落阶段，随着需求的萎缩，伴随原物料、商品价格回落（PPI 回落），相关行业的 ROE 收窄。2004 - 06 年房地产投资增速回落周期中，大部分行业 ROE 从 20% 以上回到个位数，2007 - 09 年房地产投资增速回落周期中，大部分行业 ROE 从 20% 以上回落 0% 以下。

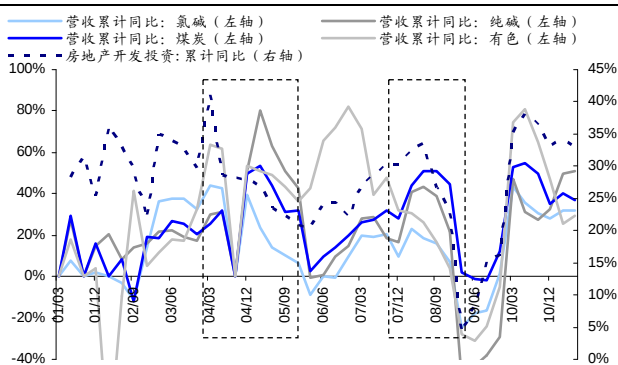
目前，地产投资链相关行业收入增速较 2010 年高点已有所回落，但仍在 30% 以上的相对高位；ROE 整体仍处较高水平，未见明显回落。

图 16 房地产投资回落期，相关行业收入增速回落 I



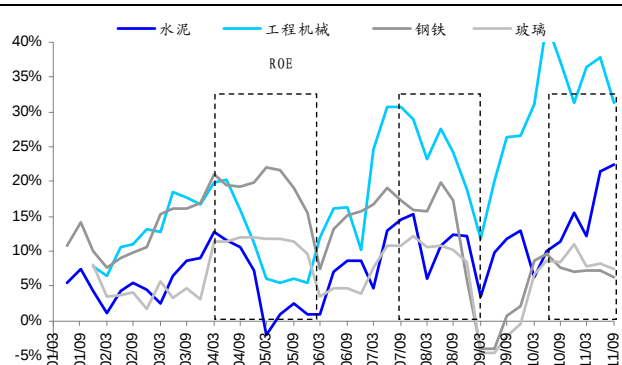
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 17 房地产投资回落期，相关行业收入增速回落 II



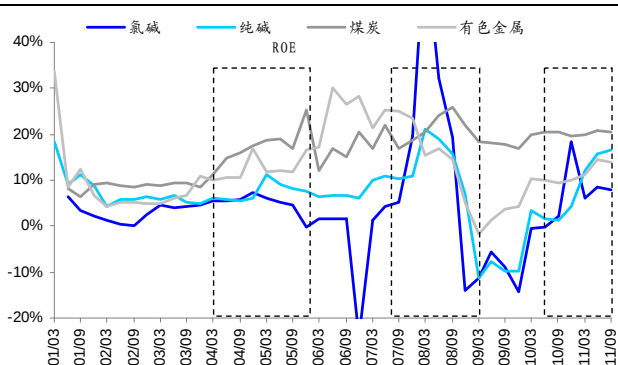
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 18 房地产投资回落期，相关行业 ROE 回落 I



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 19 房地产投资回落期，相关行业 ROE 回落 II



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 房地产投资链行业营业收入增速

| 营业总收入同比增长 | 2004 年-2006 年 |        | 2007 年-2009 年 |        | 2010 年至今 |       |
|-----------|---------------|--------|---------------|--------|----------|-------|
|           | Max           | Min    | Max           | Min    | Max      | Now   |
| 水泥        | 73.0%         | -4.2%  | 30.5%         | 16.8%  | 56.5%    | 50.7% |
| 工程机械      | 90.3%         | -21.6% | 55.5%         | -7.6%  | 118.1%   | 71.3% |
| 钢铁        | 57.1%         | 8.8%   | 44.5%         | -30.5% | 47.7%    | 20.5% |
| 玻璃        | 41.6%         | 11.4%  | 44.4%         | -24.7% | 33.8%    | 21.8% |
| 氯碱        | 44.2%         | -8.7%  | 22.7%         | -24.9% | 43.5%    | 34.0% |
| 纯碱        | 80.5%         | -0.6%  | 43.6%         | -49.7% | 51.1%    | 48.3% |
| 煤炭        | 53.6%         | 2.7%   | 51.2%         | -1.8%  | 54.6%    | 38.8% |
| 有色金属      | 82.0%         | 36.1%  | 71.5%         | -31.1% | 81.2%    | 35.9% |

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 3 房地产投资链行业 ROE

| ROE  | 2004 年-2006 年 |        | 2007 年-2009 年 |        | 2010 年至今 |       |
|------|---------------|--------|---------------|--------|----------|-------|
|      | Max           | Min    | Max           | Min    | Max      | Now   |
| 水泥   | 12.7%         | -2.1%  | 15.4%         | 3.4%   | 22.5%    | 22.5% |
| 工程机械 | 20.2%         | 5.5%   | 30.8%         | 11.8%  | 42.8%    | 31.3% |
| 钢铁   | 22.0%         | 7.4%   | 20.0%         | -4.1%  | 9.6%     | 6.3%  |
| 玻璃   | 12.0%         | 3.4%   | 12.1%         | -4.5%  | 11.1%    | 7.4%  |
| 氯碱   | 7.3%          | -24.3% | 61.8%         | -14.3% | 18.4%    | 7.8%  |
| 纯碱   | 11.1%         | 5.5%   | 21.0%         | -11.4% | 16.5%    | 16.5% |
| 煤炭   | 25.2%         | 11.2%  | 25.8%         | 16.9%  | 20.9%    | 20.5% |
| 有色金属 | 30.2%         | 10.0%  | 25.4%         | -1.8%  | 14.5%    | 13.9% |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

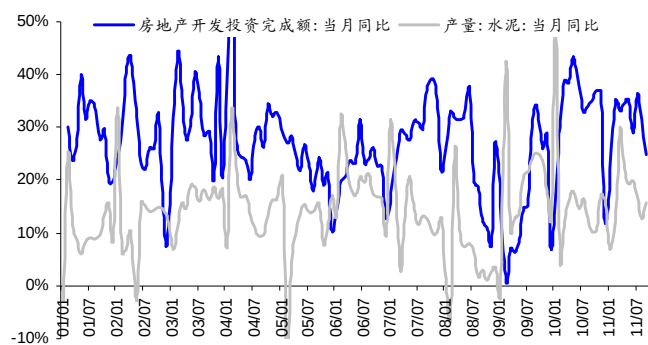
### 3.3 还有多大坡要滑?

与房地产投资相关较大的行业, 我们分成两大类, 一是水泥、工程机械、钢铁、玻璃, 与房地产投资相关度较高, 商业景气上属于早周期; 二是纯氯碱、有色、煤炭, 下游相对分散, 与房地产投资相关度略低, 商业景气上属于晚周期。

对于相关度高的早周期行业, 水泥、工程机械、钢铁、玻璃, 产销量增速波动与房地产投资增速相关度大, 且目前增速已有所回落。同时, 水泥、钢铁利润与产品价格密切相关, 而需求回落趋势下, 未来价格增速回落将对利润下滑再加一层压力。相比而言, 工程机械的毛利可能受益钢铁价格回落。而玻璃的价格相对稳定, 需求是更主要的因素。

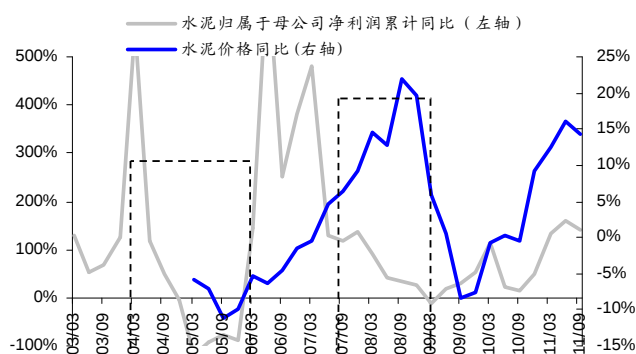
从三季报看, 销量**工程机械、钢铁、玻璃**净利润增速已经明显回落, 但离历史低谷有距离, **水泥**净利润增速仍在高位未明显回落, 未来水泥价格涨幅回落带来的压力将较大。

图 20 地产投资对水泥需求影响大



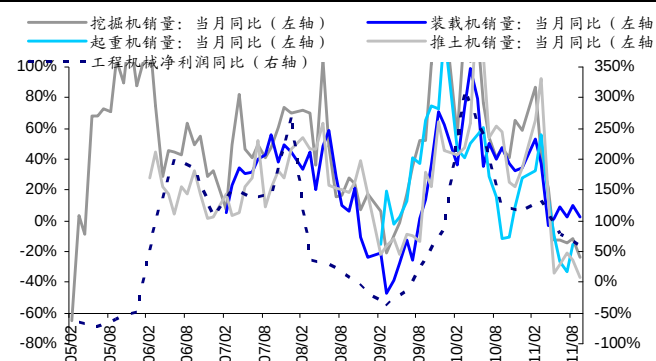
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 21 需求和 PPI 回落时水泥价格有压力



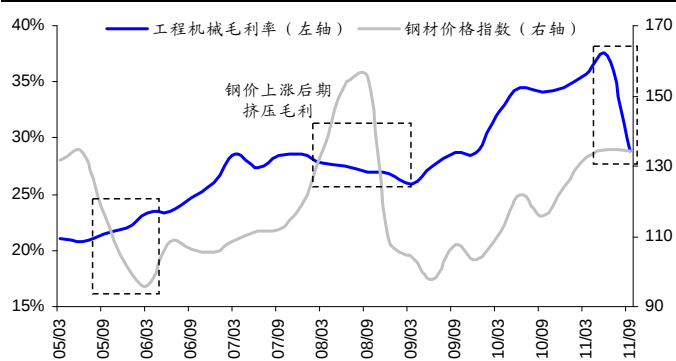
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 22 地产投资对工程机械需求影响大



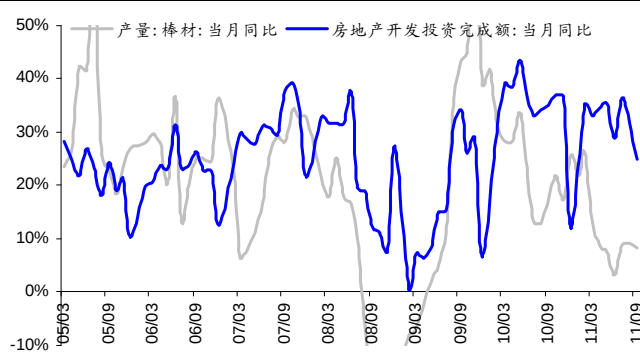
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 23 钢价回落有助工程机械毛利



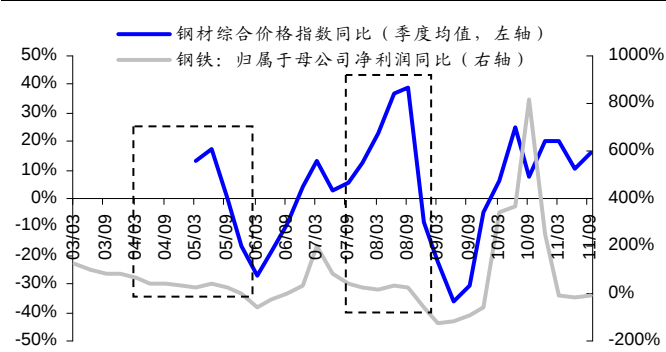
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 24 地产投资对棒材需求影响大



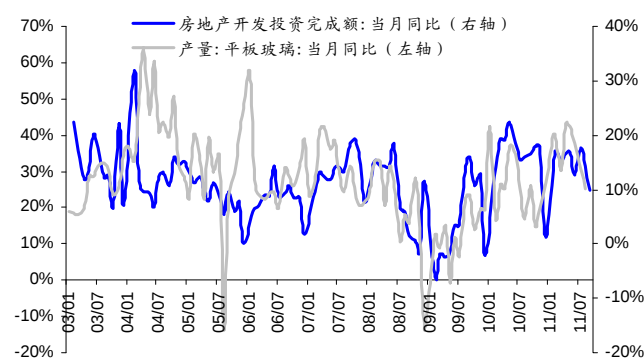
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 25 需求和PPI回落时钢价有压力



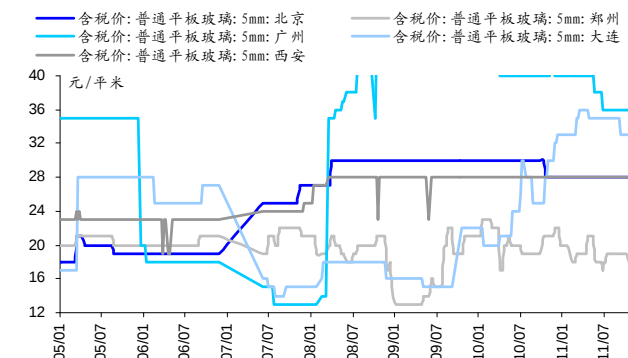
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 26 地产投资对玻璃需求影响大



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 27 玻璃价格较稳定

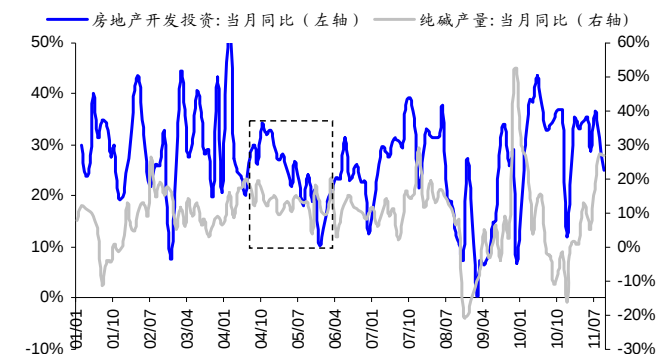


资料来源：Wind，海通证券研究所

后周期行业中，纯碱因为下游需求相对分散，因此受房地产投资波动的影响相对较小，2004-06年房地产投资增速回落周期中，它们产量的增速回落不显著。资源属性强的煤炭、有色，净利润增速与商品价格高度相关，2004-06及2007-09两个周期看，房地产投资增速回落时，商品价格增速均大幅回落。

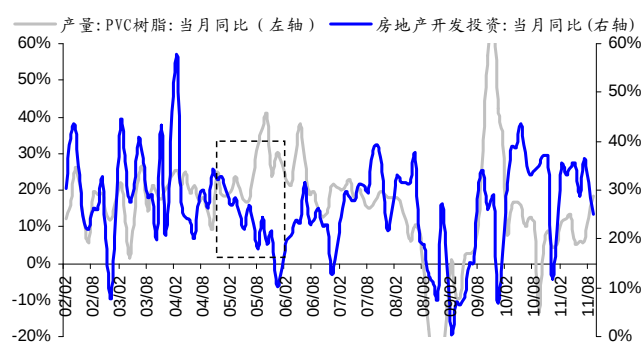
从三季报看，纯碱净利润增速仍维持在高位，风险在于地产投资带动经济增速回落下的需求萎缩；煤炭、有色净利润增速有所回落，等仍较高，未来回落压力来自于商品价格涨幅的大幅回落。

图 28 地产投资对纯碱需求影响不太显著



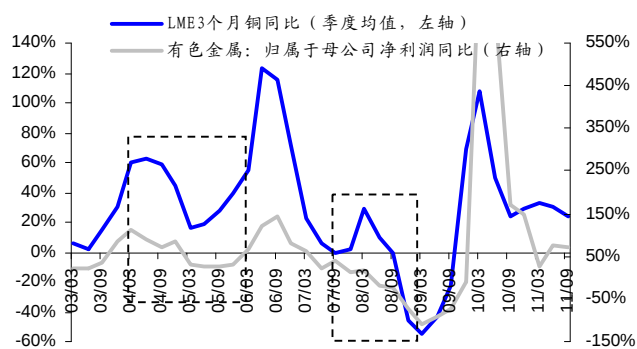
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 29 地产投资对氯碱需求影响不太显著



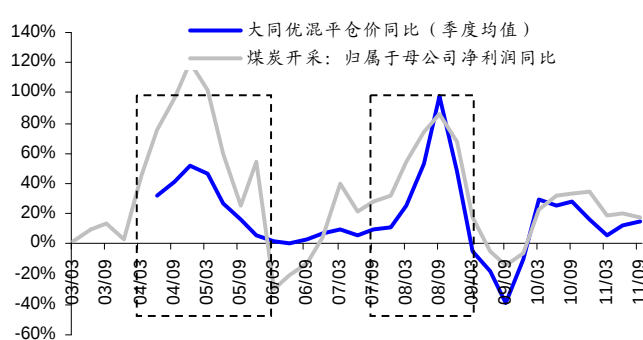
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 30 需求和 PPI 回落时有色金属价格有压力



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 31 需求和 PPI 回落时煤炭属价格有压力



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 4 房地产投资链行业净利润增速

| 净利润同比 | 2004 年-2006 年 |           | 2007 年-2009 年 |         | 2011 年前 3 季 | 2011 年第 3 季 |
|-------|---------------|-----------|---------------|---------|-------------|-------------|
|       | Max           | Min       | Max           | Min     |             |             |
| 水泥    | 677.9%        | -117.6%   | 480.0%        | -10.8%  | 140.2%      | 112.1%      |
| 工程机械  | 198.9%        | -70.9%    | 273.7%        | -39.6%  | 58.8%       | 15.7%       |
| 钢铁    | 66.5%         | -58.0%    | 201.4%        | -125.9% | -12.0%      | 24.7%       |
| 玻璃    | 303.4%        | -69.6%    | 239.8%        | -145.1% | 3.1%        | -23.8%      |
| 氯碱    | 44.8%         | -12452.6% | 6643.3%       | -184.3% | 410.8%      | 148.7%      |
| 纯碱    | 91.5%         | -37.4%    | 163.1%        | -243.0% | 1488.7%     | 4906.1%     |
| 煤炭    | 120.1%        | -29.5%    | 85.7%         | -14.0%  | 18.2%       | 16.1%       |
| 有色金属  | 145.0%        | 26.3%     | 64.0%         | -111.6% | 72.4%       | 66.9%       |

资料来源：朝阳永续一致预期，海通证券研究所

## 4. 结 论

**第一，房地产行业正进入去库存阶段，房地产投资增速将加速回落。**1) 房地产商的现金、库存恶化；2) 保障房的对冲效应逐步弱化；3) 核心城市房地产投资增速已经回落；4) 微观数据（商品混凝土产量增速）显不良征兆。

**第二，本轮房地产投资底谷待 2012 年一季度之后。**参考过去历史经验，回顾房改 13 年来的 2 次房地产投资调整周期 2004 - 06、2007 - 09，从调整时间看有 1.5 - 2 年，从回调幅度看有 30 - 40 个百分点。本轮房地产投资增速高点是 10 年 5 月的 40% 左右，以过去推算，本轮底谷至少在 2012 年一季度之后，并可能出现单月个位数增长。

**第三，房地产投资影响工业利润增长。**房地产投资与经济增长波动同步性强，且随着需求的回落，PPI 滞后回落，最终的影响是，工业利润增速明显回落。今年来，工业利润增速已经从 2010 年 11 月的 49.4% 回落到 27%，但仅略低于 2001 年来的均值 30%，有继续回落压力。

**第四，相关行业盈利受地产投资增速回落影响。**历史数据显示，地产投资链相关行业收入增速和 ROE 明显跟随房地产投资增速波动。目前，收入增速整体较 2010 年高点已有所回落，但仍在 30% 以上的相对高位；ROE 整体仍处较高水平，未见明显回落。从三季报看，销量敏感的**工程机械、钢铁、玻璃**净利润增速已经明显回落，但离历史底谷有距离；价格敏感的**水泥、煤炭、有色**净利润增速仍较高，未来需求收缩导致商品价格涨幅大落带来的压力更大；后周期的**纯碱**净利润增速仍在高位，风险在于地产投资带动经济增速回落下的需求萎缩。

## 信息披露

### 分析师声明

海通策略研究团队 荀玉根

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。