政策端资金监管趋缓 市场探底仍需时间

——房地产行业研究周报

申港证券 SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

每周一谈：政策端资金监管趋缓 市场探底仍需时间

事件：房地产试点政策推出一周，申万房地产指数表现强烈，当周跌幅达-8.1%，尽管在政策层面，房产税利空已落地，资金层面监管层已表态合理的资金需求将得到满足，资金紧张情况将有所改善，市场仍然表现出悲观情绪。

- **在资金监管政策触底后，行业层面的资金风险在减轻，后续应更多关注公司层面的资金风险。而当前市场对整个行业表现出的悲观更多来源于对商品房市场走弱的担忧，以及部分房企债务违约事件带来的情绪释放。对此，应重点关注行业资金层面影响减弱后，商品房市场今年四季度及明年一季度走势，警惕房产税政策及近期行业整体下行导致的购房者整体购买意愿减弱**
- **时间进入 10 月，监管层在行业资金政策面频繁发声，预示着房地产行业层面资金最紧迫的时间已过去。10 月 25 日当代置业优先票据到期未能偿付，房企个体层面的资金紧张情况仍然存在，需关注企业级别的资金风险。**10 月 26 日当代置业公告称公司一笔当月 25 日到期的优先票据，未能按时偿还票据本金及其应计但未付利息，发生票据违约。10 月 29 日阳光城三季报发布后来自泰康保险的两名董事投反对票，股价当日跌停，体现出市场对房企资金层面的担忧之情。
- **近期房地产市场表现疲软，来自资金紧缩与购房者情绪层面产生共振。**本轮房地产市场走弱首先起于资金端房贷集中管理，一二手房贷款额度收紧，放款速度减缓导致整体市场出现明显热度下降。随着近期房企暴雷及房产税试点出台，部分置业需求及市场预期已出现一定影响，导致销售持续疲软。
- **市场对商品房置业需求下降最担忧，部分房企暴雷事件也影响着市场情绪。**
- **参考历史上三轮房地产市场调控，股票市场价格对政策敏感程度快于新房市场，政策虽逐步筑底，但调控力度仍在压制市场预期。以历史数据来看，调控放松往往出现在商品房销售市场持续累计同比负增长连续 7-8 个月时点。结合本轮调控的力度，对于政策进一步放宽的预期条件尚不充足。**
- **重点关注今年 11-12 月及明年 3-4 月商品房市场走势。**

数据追踪（10 月 24-31 日）：

- **新房市场：** 30 城成交面积单周同比及累计同比分别为-29PCT、+21 PCT，一线城市-18 PCT，+36 PCT，二线城市-30 PCT，+31PCT，三线城市-35 PCT，-2PCT。
- **二手房市场：**14 城二手房成交面积单周同比-45 PCT，累计同比-2 PCT。
- **土地市场：**100 城土地供应建筑面积累计同比-19PCT，成交建筑面积累计同比-17PCT，成交金额累计同比-5PCT，土地成交溢价率为 4%。
- **城市行情：**本周一线城市销售面积整体稳定，北京环比-5PCT、上海+2PCT，广州+5PCT、深圳网签数据未公布。二线城市青岛+43PCT，杭州+29PCT，南京+17PCT

投资策略：政策层面已出现底部特征，未来行业资金紧张的现状有望边际改善，但市场层面持续探底中，资金层面修复传导至新房销售市场仍需一定时间。建议关注自造血能力强行业龙头保利发展、万科 A，财务稳健的龙头民营企业龙湖集团。

风险提示：销售市场加速下行，个别房企出现债务违约暴雷，政策超预期调控。

评级 增持

2021 年 10 月 31 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

行业基本资料

股票家数	128
行业平均市盈率	8.32
市场平均市盈率	15.08

3

行业表现走势图



资料来源：wind 申港证券研究所

1、《房地产行业研究周报：房产税试点落地 政策空间灵活》2021-10-25

2、《房地产行业研究周报：物业服务及管理行业周报 万达商管赴港提交招股书》2021-10-24

3、《物业管理行业 2021 年中报综述：增收更增利 强者恒强：物业管理行业 2021 年中报综述：增收更增利 强者恒强》2021-09-11

内容目录

1. 每周一谈：政策端资金监管趋缓 市场探底仍需时间 3
1.1 行业层面资金紧张或将缓解 公司层面风险仍待释放 3
1.2 商品房市场销售疲软 部分房企债务违约影响市场情绪 4
1.3 历史来看 股票市场对政策变动敏感领先于新房市场 5
1.4 重点关注今年 11-12 月及明年 3-4 月商品房市场走势 6
1.5 投资策略 6
2. 本周行情回顾 6
3. 行业动态 8
4. 数据追踪 9
4.1 新房成交数据 9
4.2 二手房成交数据 10
4.3 土地成交数据 10
4.4 1-9 月房地产销售、投资及开发资金数据 11
4.5 部分重点城市周度销售数据 11
5. 风险提示 12

图表目录

图 1： 2021 年 11 月-2022 年 1 月房企到期美元债存量（亿美元） 4
图 2： 2020 及 2021 年 6-9 月全国商品房成交面积及同比增速（万平方米） 5
图 3： 2004-2021 年房地产开发资金、商品房销售额、申万房地产指数同比 5
图 4： 申万一级行业涨跌幅（%） 6
图 5： 本周涨幅前十（%） 7
图 6： 本周跌幅前十（%） 7
图 7： 房地产行业近三年 PE（TTM） 7
图 8： 房地产行业近三年 PB（LF） 7
图 9： 30 大中城市商品房周度成交面积及同比环比增速 9
图 10： 一二三线城市（30 城）周度成交面积同比 9
图 11： 一二三线城市（30 城）累计成交面积同比 9
图 12： 14 城二手房周度成交面积及同比环比增速 10
图 13： 14 城二手房周度成交面积累计同比增速 10
图 14： 100 大中城市土地成交及供应建筑面积累计同比 10
图 15： 100 大中城市土地成交总价累计同比及周度溢价率 10
图 16： 一线城市成交及供应土地建筑面积累计同比 10
图 17： 二三线城市成交及供应土地建筑面积累计同比 10
图 18： 一二三线城市成交土地总价累计同比 10
图 19： 一二三线城市成交土地周度溢价率 10
图 20： 1-9 月商品房销收开竣工面积及投资额累计同比 11
图 21： 1-9 月开发资金来源累计同比 11

表 1： 近期房地产资金相关政策/部门发声 3
表 2： 2021 年 11 月-2022 年 1 月房企到期美元债存量（亿美元） 4
表 3： 部分重点城市周度销售面积（万平方米） 11

1. 每周一谈：政策端资金监管趋缓 市场探底仍需时间

房地产试点政策推出一周，申万房地产指数表现强烈，当周跌幅达-8.1%，尽管在政策层面，房产税利空已落地，资金层面监管层已表态合理的资金需求将得到满足，资金紧张情况将有所改善，市场仍然表现出悲观情绪。

在资金监管政策触底后，行业层面的资金风险在减轻，后续应更多关注公司层面的资金风险。而当前市场对整个行业表现出的悲观更多来源于对商品房市场走弱的担忧，以及部分房企债务违约事件带来的情绪释放。对此，应重点关注行业资金层面影响减弱后，商品房市场今年四季度及明年一季度走势，警惕房产税政策及近期行业整体下行导致的购房者整体购买意愿减弱。

1.1 行业层面资金紧张或将缓解 公司层面风险仍待释放

时间进入 10 月，监管层在行业资金政策面频繁发声，预示着房地产行业层面资金最紧迫的时间已过去。10 月 20-21 日在多个公开会议上，包括中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤、中国人民银行发布行长易纲等人均表明房地产行业金融风险可控，合理的资金需求会被满足；26 日发改委同外汇局召集部分重点行业企业开展外债座谈会，摸排企业外债情况，会上表示将继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求。

表1：近期房地产资金相关政策/部门发声

日期	会议/政策	内容
10 月 20 日	G30 国际银行业研讨会	中国人民银行发布行长易纲发言表示，恒大问题总体而言是个案，金融负债总量有限，债权人分散，对金融行业的外溢性可控。
10 月 20 日	2021 金融街论坛年会	中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤表示，目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。 中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜指出，近期我国的房地产市场及相关的金融市场出现一些波动，这是市场主体在个别企业违约事件出现之后的应激反应。在金融管理部门的预期引导下，金融机构和金融市场风险偏好过度收缩的行为逐步矫正，融资行为和金融市场价格正逐步恢复正常。
10 月 21 日	国务院新闻办公室三季度银行业保险业数据信息暨监管重点工作发布会	中国银行保险监督管理委员会统计信息与风险监测部负责人刘忠瑞介绍未来主要的工作有五个方面：①督促银行落实房地产开发贷款、个人住房贷款监管要求；②保障好刚需群体信贷需求；③因城施策，指导派出机构配合地方政府做好房地产调控，促进各地房地产市场平稳健康发展；④严肃惩治违法违规行为；⑤稳妥做好对住房租赁市场的金融支持。
10 月 26 日	发改委外资司会同外汇局资本司部分重点行业企业外债座谈会	会上表示将继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，严格按照批准用途使用外债募集资金，自觉遵守财务纪律和市场规则，积极主动做好境外债券本息兑付准备，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序。

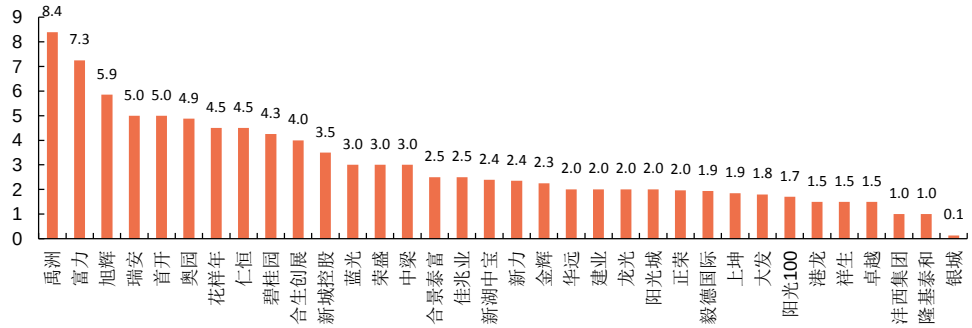
资料来源：wind 申港证券研究所

10 月 25 日当代置业优先票据到期未能偿付，房企个体层面的资金紧张情况仍然存在，需关注企业级别的资金风险。10 月 26 日当代置业公告称公司一笔当月 25 日到期的优先票据，未能按时偿还票据本金及其应计但未付利息，发生票据违约。10

月 29 日阳光城三季报发布后来自泰康保险的两名董事投反对票，股价当日跌停，网传虚假消息招商银行抽贷，但仍能体现出市场对房企资金层面的担忧之情。

市场的担忧不无道理，今年四季度至明年春节前 1 月，仍有多家房企面临境外债务到期。禹洲到期美元债 8.4 亿，富力 7.3 亿，旭辉 5.9 亿，瑞安 5 亿，首开 5 亿。重点关注近期负面消息较多的花样年、蓝光、阳光城等后续债务偿付情况。

图1：2021 年 11 月-2022 年 1 月房企到期美元债存量（亿美元）



资料来源：wind、申港证券研究所

表2：2021 年 11 月-2022 年 1 月房企到期美元债存量（亿美元）

房企	到期时间	存量金额	房企	到期时间	存量金额
银城	2021-11-03	0.14	阳光城	2022-01-11	2.00
首开	2021-11-03	5.00	合景泰富	2022-01-11	2.50
建业	2021-11-08	2.00	合生创展	2022-01-12	4.00
华远	2021-11-16	2.00	富力	2022-01-13	7.25
正荣	2021-11-18	1.97	金辉	2022-01-16	2.25
中梁	2021-11-22	0.50	荣盛	2022-01-18	3.00
瑞安	2021-11-28	5.00	大发	2022-01-18	1.80
港龙	2021-12-01	1.50	隆基泰和	2022-01-19	1.00
卓越	2021-12-05	1.50	奥园	2022-01-20	0.88
阳光 100	2021-12-05	1.70	上坤	2022-01-21	1.85
佳兆业	2021-12-07	2.50	祥生	2022-01-23	1.50
新城控股	2021-12-16	3.50	旭辉	2022-01-23	5.85
花样年	2021-12-17	1.50	仁恒	2022-01-23	4.50
花样年	2021-12-18	3.00	禹洲	2022-01-23	5.00
毅德国际	2021-12-19	1.94	奥园	2022-01-23	4.00
新湖中宝	2021-12-20	2.40	新力	2022-01-24	2.35
沣西集团	2021-12-27	1.00	禹洲	2022-01-25	3.40
龙光	2022-01-03	2.00	碧桂园	2022-01-27	4.25
蓝光	2022-01-10	3.00	中梁	2022-01-31	2.50

资料来源：wind 申港证券研究所

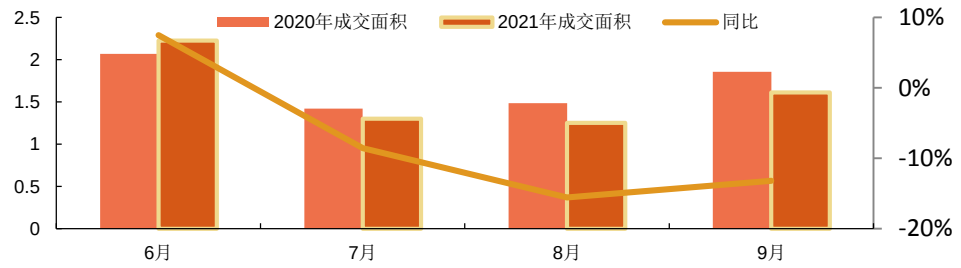
1.2 商品房市场销售疲软 部分房企债务违约影响市场情绪

近期房地产市场表现疲软，来自资金紧缩与购房者情绪层面产生共振。本轮房地产市场走弱首先起于资金端房贷集中管理，一二手房贷款额度收紧，放款速度减缓导致整体市场出现明显热度下降。然而随着近期房企暴雷及房产税试点出台，部分购

房者的置业需求及市场预期已出现一定影响，导致销售持续疲软。

我们认为市场对商品房置业需求下降最为担忧，部分房企暴雷事件也影响着市场情绪。当前市场最为担心的是在资金紧张的情况消退后，购房者的购房需求仍然无法恢复，随着房产税的试点推出以及本轮调控的持续发力，若购房者对房地产市场的信心及预期出现转向，则需要长时间恢复，部分城市出台限跌令，暴雷房企降价销售等均一定程度印证了市场的担忧。

图2：2020 及 2021 年 6-9 月全国商品房成交面积及同比增速（万平方米）



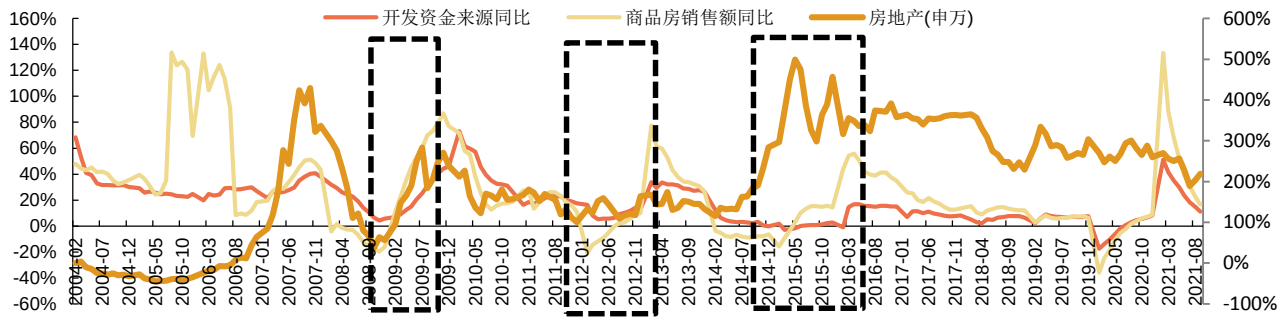
资料来源：wind、申港证券研究所

1.3 历史来看 股票市场对政策变动敏感领先于新房市场

参考历史上三轮房地产市场调控，股票市场价格对政策敏感程度快于新房市场，政策虽逐步筑底，但调控力度仍在压制市场预期。从历史上曾经出现过三轮房地产市场调控宽松期 2008 年 10 月-2009 年 11 月、2011 年 11 月-2013 年 2 月、2014 年 9 月-2016 年 5 月，新房市场分别在 2009 年 2 月、2012 年 1 月、2015 年 3 月出现触底反弹，落后政策 2 个月、2 个月、6 个月。而同期申万房地产指数在 2008 年 10 月、2011 年 12 月、2014 年 7 月即出现低点并逐渐上涨，基本与政策出台同期即开启上涨，甚至在第三轮宽松政策出台前 2 个月即出现上涨，对政策表现出高敏感度，甚至一定前瞻性的提前布局。

以历史数据来看，调控放松往往出现在商品房销售市场持续累计同比负增长连续 7-8 个月时点。第一轮调控放松出现在商品房销售额同比增长连续负增长 8 个月时间，第三轮出现在增长连续负增长 7 个月时间，第二轮主要为土地府国有土地出让收入的减少导致的，整体放松力度偏弱，放松内容为利率下调，改变普宅标准等温和手段，市场表现差异不大。按此时间来推算，2021 年 1-9 月商品房销售额累计同比增速为 17%，全年仍有机会保持在 5%以上，政策放松条件仍不充分。

图3：2004-2021 年房地产开发资金、商品房销售额、申万房地产指数同比



资料来源：wind、申港证券研究所

结合本轮调控的力度，对于政策进一步放宽的预期条件尚不充足。本轮调控力度较强，结合房产税试点落地，预计在不发生行业整体性风险的前提下，政策层面更倾向于让行业自行消化寄存的风险，暂时无大规模调控放松迹象，对于行业优先仍是关注当前政策平稳情况下未来的商品房市场走势。

1.4 重点关注今年 11-12 月及明年 3-4 月商品房市场走势

预计 11-12 月销售力度大而房贷资金压力减轻，市场表现可反应近期市场购房者情绪。本年度房企销售目标完成度较低，资金链压力大，预计 11-12 月销售力度将进一步加码，此外资金层面有所减缓，若销售表现仍不理想，可一定程度体现出当前消费者置业意愿仍有待提振。3-4 月为传统新房市场“小阳春”热销期，各银行房地产类贷款限额清零，资金面无压力，为近半年房地产市场预期内最佳销售期，重点关注市场表现及是否有政策调控进一步放松。

1.5 投资策略

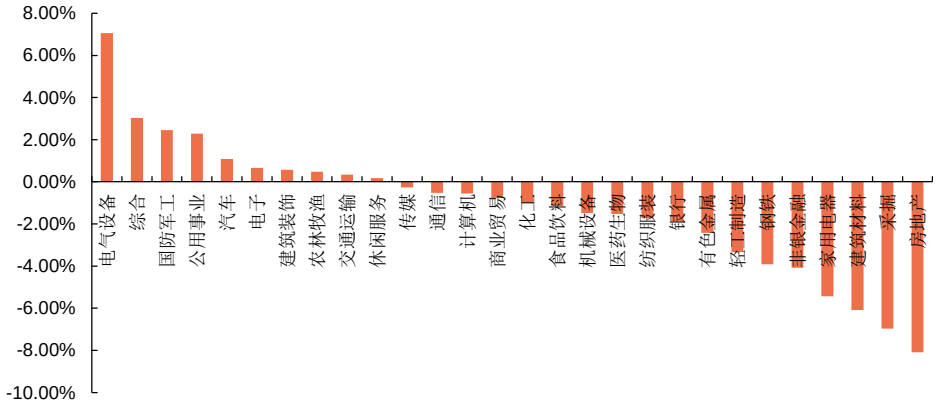
政策层面已出现底部特征，未来行业资金紧张的现状有望边际改善，但市场层面持续探底中，资金层面修复传导至新房销售市场仍需一定时间。建议关注自造血能力强行业龙头保利发展、万科 A，财务稳健的龙头民营企业龙湖集团。

2. 本周行情回顾

上周沪深 300 指数下跌 1.03%，在申万一级行业中，电气设备（+7.05%）、综合（+3.03%）、国防军工（+2.45%）等板块领涨，房地产（-8.1%）、采掘（-6.96%）、建筑材料（-6.09%）等板块跌幅最大。

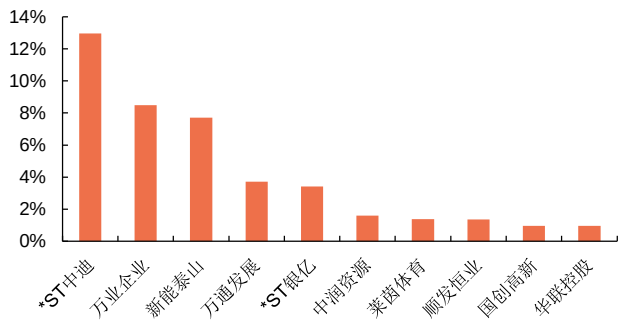
上周申万房地产板块涨跌幅-8.1%，在申万一级行业中排名 28/28，跑输沪深 300 指数 9.13 个百分点。具体个股方面，涨幅前五个股为*ST 中迪（+12.9%）、万业企业（+8.5%）、新能泰山（+7.7%）、*ST 银亿（+3.4%）、中润资源（+1.6%），跌幅前五个股为京投发展（-22.3%）、阳光城（-18.7%）、皇庭国际（-17.2%）、万科 A（-14.6%）、首开股份（-14.5%）。

图4：申万一级行业涨跌幅（%）



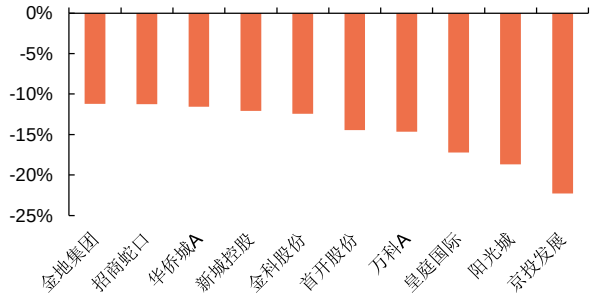
资料来源：wind 申港证券研究所

图5：本周涨幅前十（%）



资料来源：wind 申港证券研究所

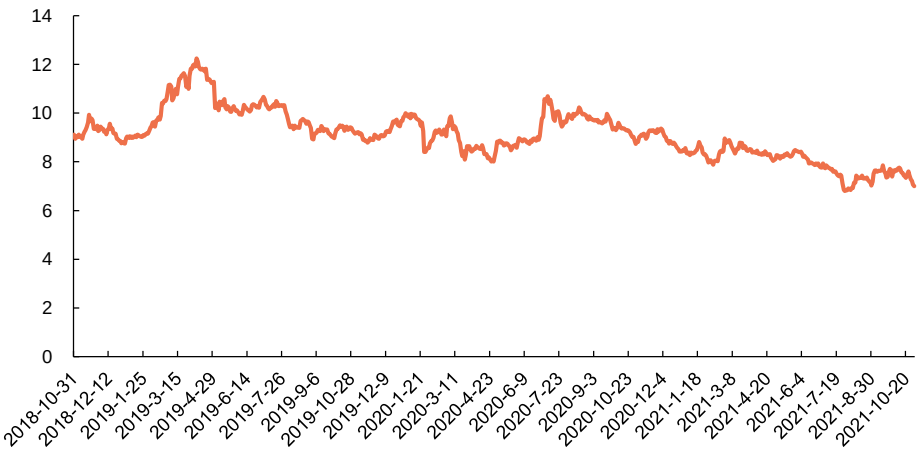
图6：本周跌幅前十（%）



资料来源：wind 申港证券研究所

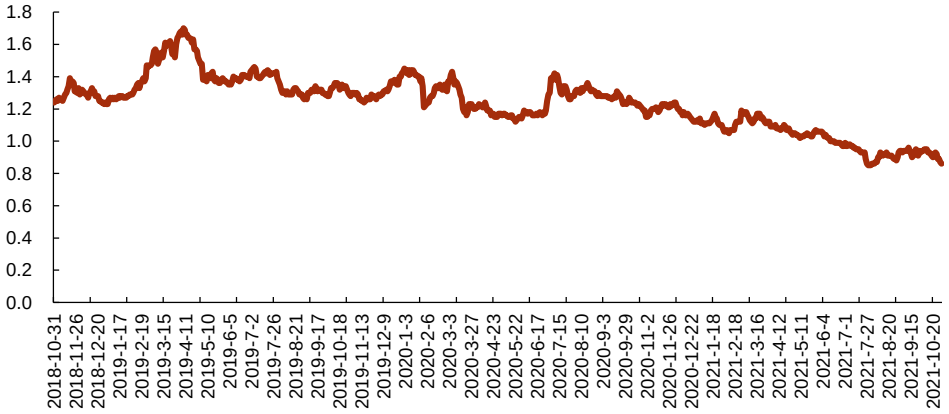
上周申万房地产行业 PE（TTM）为 7.0 倍，近三年均值为 9.1 倍；PB（LF）为 0.86 倍，近三年均值为 1.2 倍。估值较前一周出现大幅度下滑，反映出市场对当前房产税叠加商品房销售下行存在较大忧虑，行业估值重新逼近近三年历史低点。

图7：房地产行业近三年 PE（TTM）



资料来源：申港证券研究所

图8：房地产行业近三年 PB（LF）



资料来源：wind 申港证券研究所

3. 行业动态

阳光城三季报扣非净利润亏损 17.5 亿 两名董事对三季报投下反对票

10 月 28 日阳光城三季报出炉，公司三季度归母净利润 9.19 亿，扣非净利润亏损 17.52 亿元；前三季度，公司净利润 29.13 亿元，扣非净利润盈利 8670.14 万元。公司两名来自泰康保险的董事对公司三季度报告投下反对票。

10 月 29 日开盘后，阳光城股价一字跌停，收盘价 3.22 元，公司“20 阳城 01”、“20 阳城 04”两只债券同样出现暴跌。相比泰康保险于 2020 年 9 月入股阳光城每股 6.09 元，总投额 33.78 亿元，泰康保险浮亏已近 17 元。 此外网传招商银行对阳光城抽贷 30 亿情况为不实消息。

自有资金存压力 当代置业优先票据违约

10 月 26 日当代置业发布公告称，公司受房地产行业市场行情下行影响，外部融资难度加大，自有资金存在一定压力，于 10 月 25 日到期的优先票据，未能按时偿还票据本金及其应计但未付利息，发生票据违约。此前在 10 月 21 日公司股票以发布公告为由，已停牌股票交易，截止至 10 月 29 日仍未恢复交易。

房地产开发商天鸿中国控股拟赴港上市

天鸿中国控股有限公司在港交所披露招股说明书，未来金融为独家保荐人。天弘中国是中国河北省一家稳健性房地产开发商，主要专注于开发及销售住宅物业、一级土地开发以及物业管理服务。

截止至 2021 年 7 月 31 日公司拥有可销售建筑面积约为 67.7 万平方米，一级土地开发面积 78.9 万平方米，物业管理面积 27 万平方米。2021 年上半年 公司录得收益 1.68 亿元，纯利 3360 万元。

部分重点行业企业外债座谈会召开 会议指出将满足合理合规的外债置换偿付需求

10 月 26 日，发改委外资司会同外汇局资本司召开部分重点行业企业外债座谈会，

听取参会企业的经营情况、外债偿付计划和意见建议。

会议指出，将继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，严格按照批准用途使用外债募集资金，自觉遵守财务纪律和市场规则，积极主动做好境外债券本息兑付准备，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序。

《2021 年三季度金融机构贷款投向统计报告》发布 房地产贷款增速持续放缓

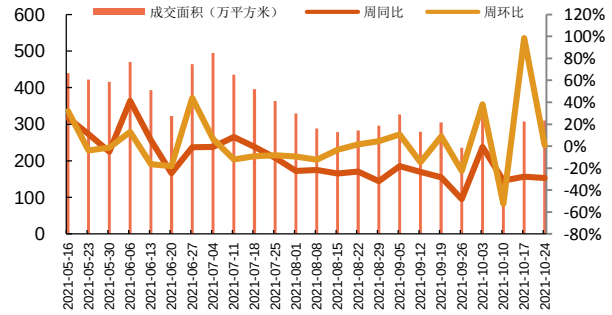
10 月 29 日，中国人民银行发布《2021 年三季度金融机构贷款投向统计报告》。2021 年三季度末，房地产贷款余额人民币 51.4 万亿元，同比增长 7.6%，增速下降 1.9 个百分点。前三季度增加 3.03 万亿元。

2021 年三季度末，房地产开发贷款余额 12.16 万亿元，同比增长 0.02%，增速比上季末低 2.8 个百分点。其中，保障性住房开发贷款余额 4.64 万亿元，同比减少 2%，降幅比上季末扩大 0.5 个百分点。个人住房贷款余额 37.37 万亿元，同比增长 11.3%，增速比上季末减少 1.7 个百分点。

4. 数据追踪

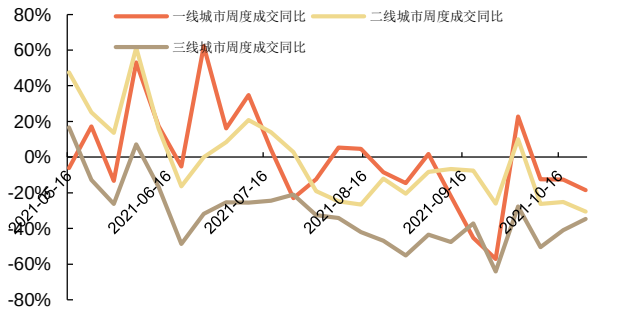
4.1 新房成交数据

图9：30 大中城市商品房周度成交面积及同比环比增速



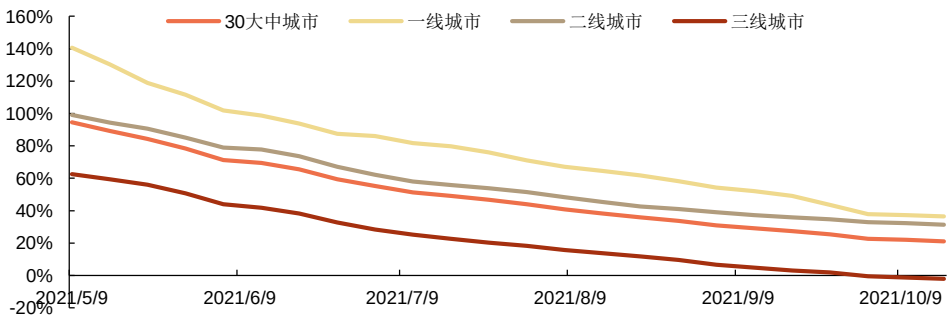
资料来源：wind 申港证券研究所

图10：一二三线城市（30 城）周度成交面积同比



资料来源：wind 申港证券研究所

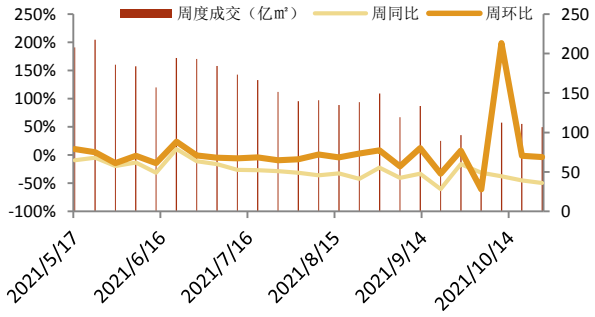
图11：一二三线城市（30 城）累计成交面积同比



资料来源：wind 申港证券研究所

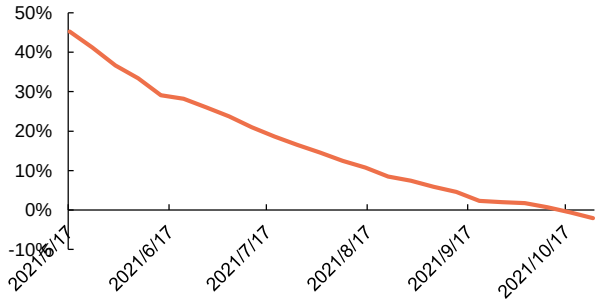
4.2 二手房成交数据

图12：14 城二手房周度成交面积及同比环比增速



资料来源：wind 申港证券研究所

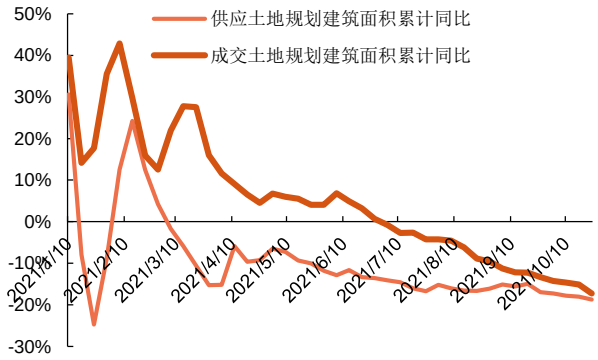
图13：14 城二手房周度成交面积累计同比增速



资料来源：wind 申港证券研究所

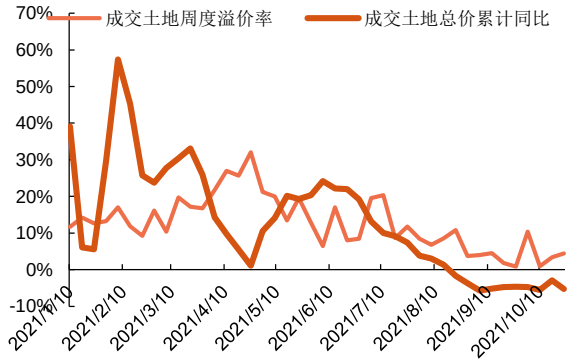
4.3 土地成交数据

图14：100 大中城市土地成交及供应建筑面积累计同比



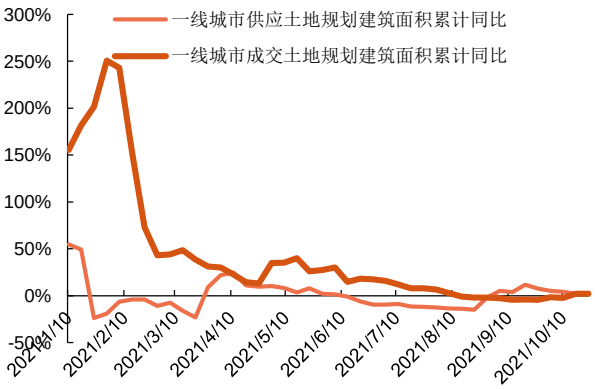
资料来源：wind 申港证券研究所

图15：100 大中城市土地成交总价累计同比及周度溢价率



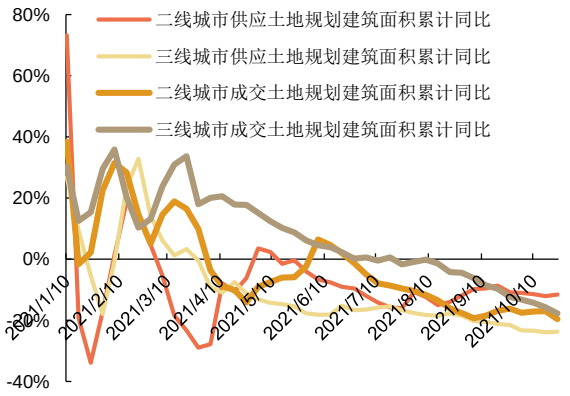
资料来源：wind 申港证券研究所

图16：一线城市成交及供应土地建筑面积累计同比



资料来源：wind 申港证券研究所

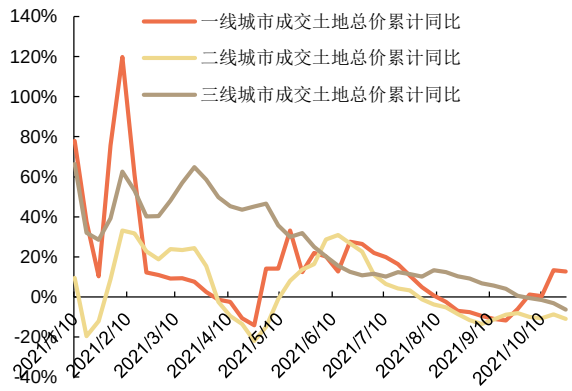
图17：二三线城市成交及供应土地建筑面积累计同比



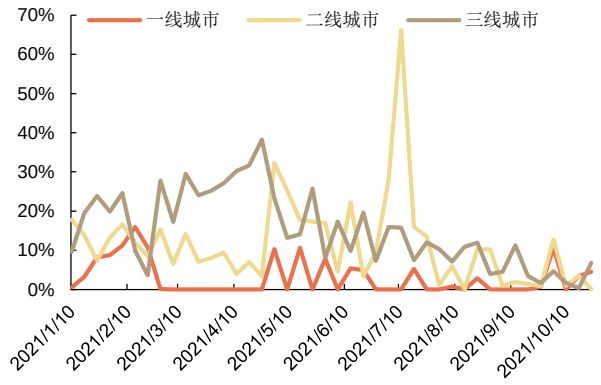
资料来源：wind 申港证券研究所

图18：一二三线城市成交土地总价累计同比

图19：一二三线城市成交土地周度溢价率



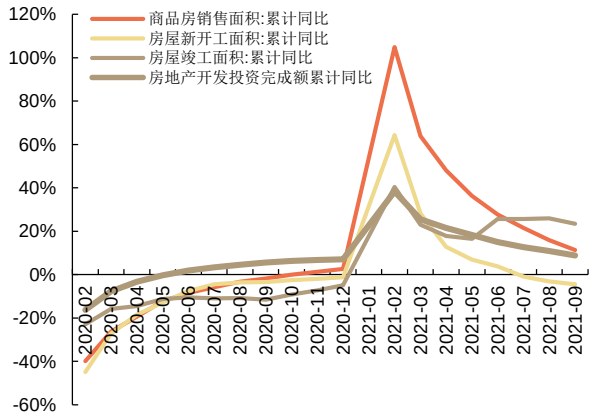
资料来源：wind 申港证券研究所



资料来源：wind 申港证券研究所

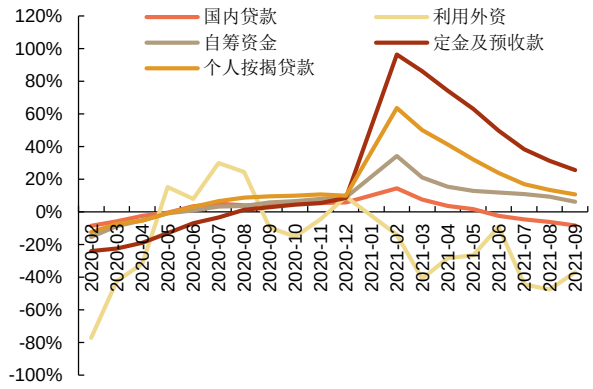
4.4 1-9 月房地产销售、投资及开发资金数据

图20：1-9 月商品房销收开竣工面积及投资额累计同比



资料来源：wind 申港证券研究所

图21：1-9 月开发资金来源累计同比



资料来源：wind 申港证券研究所

4.5 部分重点城市周度销售数据

表3：部分重点城市周度销售面积（万平方米）

城市	10.04-10.10	10.11-10.17	10.18-10.24	10.25-10.30	周度环比
北京	16.1	21.0	27.4	26.1	-5%
上海	16.8	35.9	53.5	54.7	2%
广州	14.1	25.6	23.9	25.2	5%
深圳	7.6	14.2	5.3	0.0	-100%
杭州	17.4	29.9	21.3	27.6	29%
南京	10.4	19.4	16.1	18.8	17%
武汉	20.7	57.8	44.4	34.1	-23%
成都	37.8	73.0	30.3	27.4	-9%
青岛	19.2	25.0	24.5	34.9	43%
苏州	7.3	16.3	19.5	17.4	-11%

资料来源：wind 申港证券研究所

5. 风险提示

销售市场加速下行，个别房企出现债务违约暴雷，政策超预期调控。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、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、意见或推测不一致的报告。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下作出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上