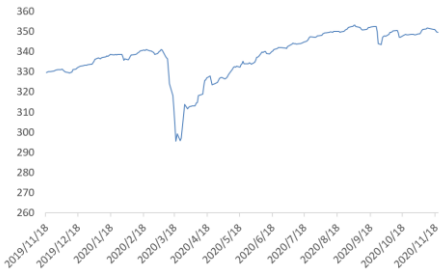
地产行业方法论框架：宏观和企业行为视角下的地产新旧周期之变

房地产行业研究

评级：

指数最近收盘价	349.47
报告日期	2020-11-20

Markit iBoxx 亚洲(除日本)房地产指数



研究员： **刘少杰**
+86 010 8741 2914
Shaojie.Liu@yff.com

研究助理： **林浩睿**
+86 010 8741 2928
allen.liu@yff.com

核心结论

地产旧周期向新周期转换的标志和信号

监管层对地产行业实施的“三道红线”政策，无疑对地产行业发展是一个重要的标志性事件。随着政府一系列融资管控政策的出台和“因城施策”理念的落实，使得货币对地产周期的驱动力逐渐减弱，我们认为未来支撑地产发展的新周期因素将逐渐回归行业内生的供需驱动。

地产旧周期是基于金融货币周期驱动

过往历次房地产销售量价的上涨背后都有货币作为驱动力，原因在于政府通过宽松货币刺激投资达到“稳增长”的目标。在货币供给驱动地产周期的背景下，金融资本的刺激及内部管理激励机制导致房企投资行为体现顺周期性，在上升周期中通过有息杠杆和无息杠杆的最大化利用是实现规模快速增长。

宏观环境叠加库存波动形成地产旧周期的量价传导机制。通过预判经济增速和通胀可判断货币政策，而资金量价是房地产销售量价的主要驱动力，政策导致资金宽松后往往伴随销售量价的上升，销售回款的增加和融资来源的宽裕会刺激房企的投资需求，使得土地溢价率和土地成交量上升。

地产新周期是库存周期主导下的销售量价重回供需驱动

房地产长效治理机制的提出熨平房地产旧周期波动，“因城施策”理念的落实使城市量价波动区间收窄，“三道红线”及其他融资管控政策的密集出台将加速房地产与金融体系脱钩。在新周期里，房企提升净资产收益率的关键在于提升资产负债率和经营现金流的管理。

随着房地产与金融周期脱钩，货币对地产的驱动力将减弱。在新周期里，销售端的供需关系将有所扭转，地方政策调控和企业推盘节奏将成为房地产新库存周期下的两个主要驱动要素，我们基于这两个驱动要素进行了行业基本面推演及地产周期预判方法论的迭代。

风险提示

政策收紧超预期；行业供需关系恶化；

目录

一、地产新周期转换的宏观背景与动力机制 3

二、基于货币周期驱动的地产旧周期波动 4

2.1 行业周期：货币周期是驱动销售量价的核心驱动力 4

2.2 微观层面：货币推动供需的背景下，房企通过加杠杆实现弯道超车 5

2.3 宏观环境叠加库存波动形成地产旧周期的量价传导机制 6

三、房地产长效治理机制下的周期嬗变 10

3.1 宏观因素：因城施策和融资管控熨平房地产周期波动 10

3.2 企业经营行为：从推动有息杠杆向运营无息杠杆转变 11

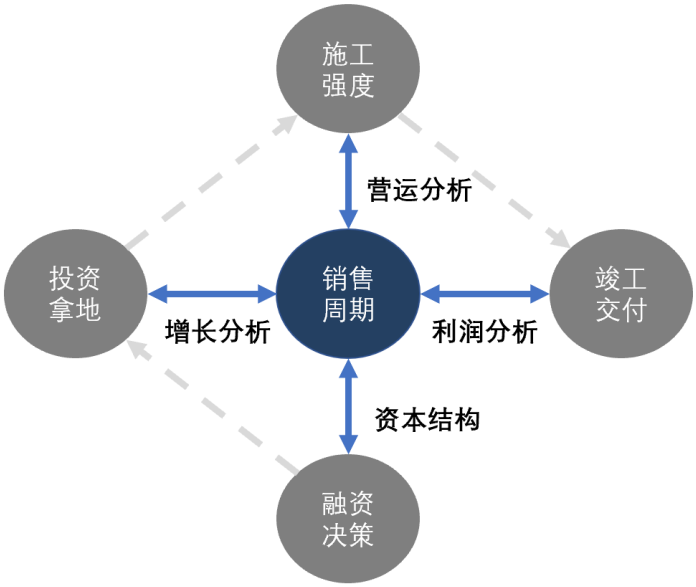
四、地产新周期启动：库存周期主导下销售量价重回供需驱动 13

一、地产新周期转换的宏观背景与动力机制

监管层对地产行业实施的“三道红线”政策，无疑对地产行业发展是一个重要的标志性事件。随着政府一系列融资管控政策的出台和“因城施策”理念的落实，使得货币对地产周期的驱动力逐渐减弱，我们认为未来支撑地产发展的新周期因素将逐渐回归行业内生的供需面。

销售量价的变化是观测房地产新周期的核心变量。销售量价是影响房企运营决策的重要变量，销售回款和债务是房企现金流的两大来源，因此销售去化决定了房企的投融资决策。一般而言，房企倾向于在市场高景气度时加速推货冲刺规模，在竣工交付时，利润率和现金流也与销售时的量价周期息息相关。因此销售量价是连接行业环境和企业行为的纽带，是影响房企财务状况和现金流的重要变量。所以我们以销售量价为轴，在地产旧周期中剥离宏观货币影响因素，分析蕴含在旧周期中的行业内生驱动逻辑。并通过实证验证不同因素之间的影响机制，最终归纳地产行业新旧周期演变规律，尝试以此预判未来的房地产周期及发展趋势。

图1：销售是影响房企营运决策的重要变量



资料整理：云锋金融

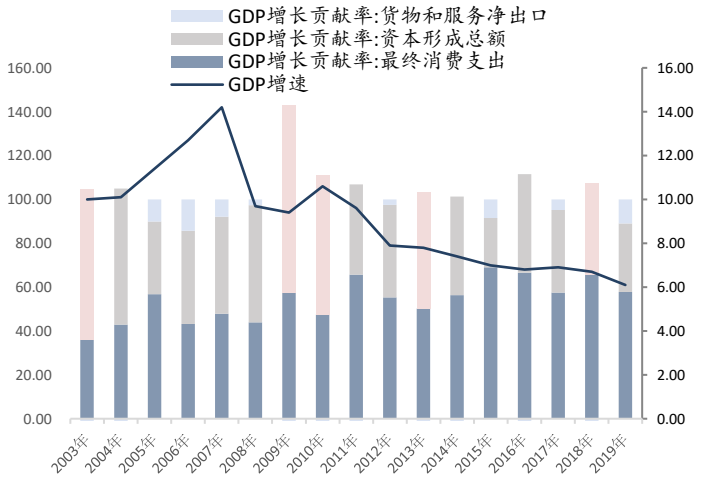
二、基于货币周期驱动的地产旧周期波动

2.1 行业周期：货币周期是驱动销售量价的核心驱动力

在地产旧周期中，房地产投资和基建投资共同形成经济增速托底的抓手。房地产发展的20年也是中国高速城镇化的20年，人口快速从农村往城市迁移，导致城市中适用于居住生活的基础设施有巨大的发展空间，因此中国的投资需求广阔，通过投资拉动经济是兼顾民生福祉和逆周期调节的合意措施。

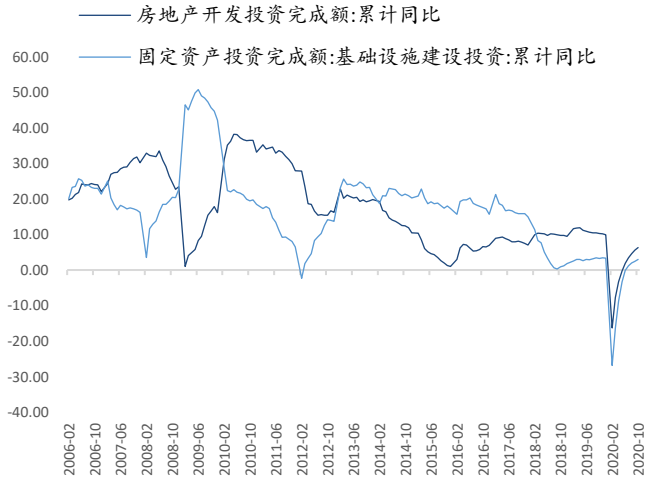
当经济实际增速偏离潜在增速出现产出缺口时，政府往往会通过放松货币的手段刺激投资，将潜在的投资需求提前释放，拉动经济增速重回合理区间。制造业投资更多体现出顺周期性，因此逆周期调节经济的抓手是房地产投资和基建投资。

图 2：历次经济偏离潜在增速时投资是填补产出缺口的主要推动力



数据来源：Wind，云锋金融

图 3：房地产投资和基建投资是政府实行有效逆周期调节政策的抓手

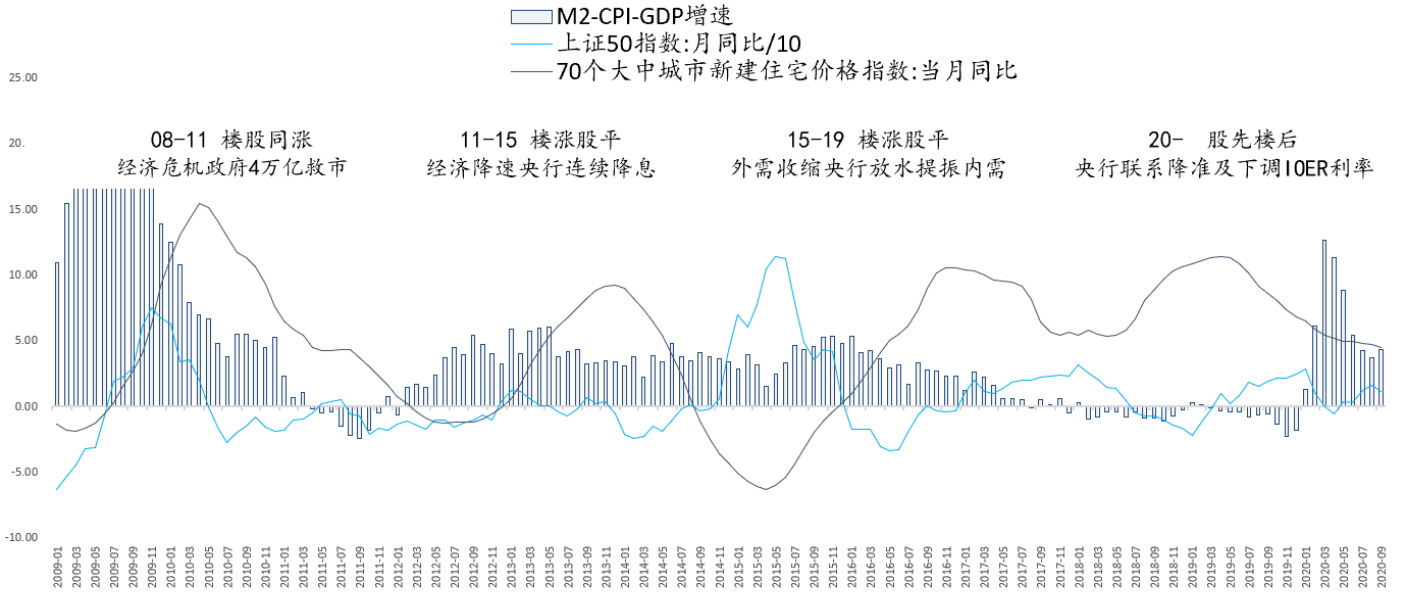


数据来源：Wind，云锋金融

货币宽松拉动投资的影响机制是通过影响供需两端提升行业景气度拉动投资需求，每一轮房地产销售量价的上涨背后都有货币作为驱动力。资金对于房地产销售量价的影响路径有三种：(1)货币超发导致房地产贷款利率下行，按揭贷款是购房的主要方式，房贷利率下降增加了居民的购买力，刺激需求；(2)货币优先在还款能力强、抵押品价值高的富人手中衍生，富人阶层消费倾向小于投资倾向，因此倾向于投资不动产；(3)货币超发导致通货膨胀，供给有限的资产在通货膨胀中往往收益率表现更为突出，房地产因土地出让权被政府控制，因此供给量受限，是优质的抵御通胀资产。

从历史货币宽松下资产的轮动情况可以验证上述观点。房地产的金融属性使其成为货币宽松的蓄水池，如果将货币增速高于实体的融资需求表述为货币宽松，那么货币宽松往往会刺激资产价格上升，每次货币宽松均会引起不动产及其他资产的价格波动。

图4：房地产作为大类资产的一种，在每次流动性宽裕时均会引起不动产及其他资产的价格波动



数据来源：Wind，云锋金融

2.2 微观层面：货币推动供需的背景下，房企通过加杠杆实现弯道超车

房企的激励机制和投资推动导致投资行为的顺周期性。在流动性宽松引发销售量回暖后，库存的快速去化导致销售回款的上升，并且市场上的资金往往优先流入盈利能力强，有土地使用权作为优质抵押物的房地产行业，销售回款和金融机构授信扩张共同刺激了房企的土地投资需求。房企中以团队投资额、融资额为考核指标的激励方式也自下而上地决定了投资和融资的顺周期性。

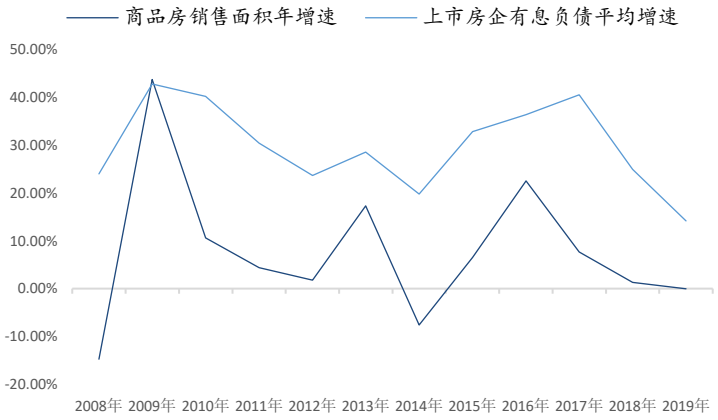
债务杠杆的使用是实现规模快速增长的途径。债务杠杆又分有息债务杠杆和无息债务杠杆，有息债务杠杆包括信托、资管为主要资金来源的土地前融借款，也包括开发贷和债券融资，而无息负债包括预售账款和工程应付款。过去周期中房企通过扩张杠杆实现销售规模的弯道超车，从财报统计数据来看，15-19 年销售规模扩张，销售排名跃迁的房企有息负债增速均超过行业平均值，并且部分房企通过布局三四线城市，利用低能级城市的低预售门槛从而增加无息杠杆。

图5：行业销售景气度高时，销售回款和金融机构授信扩张共同刺激了房企的土地投资需求



数据来源：Wind，云锋金融

图6：行业的顺周期特性体现在房企往往在高景气度时加杠杆扩张



数据来源：Wind，云锋金融

图7：房企通过扩张财务杠杆实现销售规模的“弯道超车”

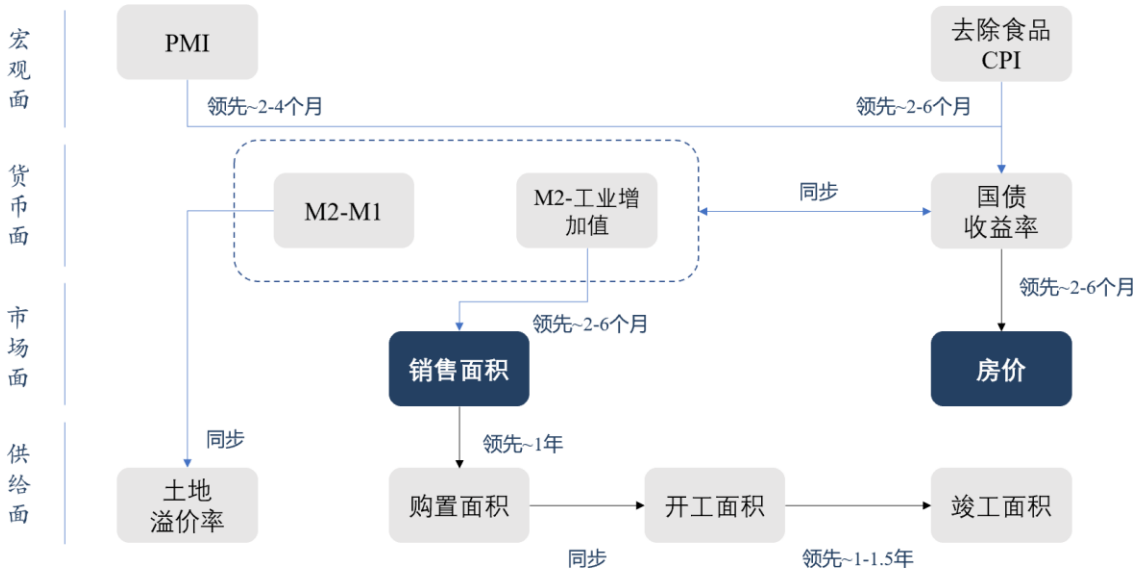
	15年-19年销售排名提升	2015年有息负债增速	2016年有息负债增速	2017年有息负债增速	2018年有息负债增速	2019年有息负债增速	5年平均有息负债增速
奥园	68	35%	42%	97%	55%	61%	58%
蓝光	20	100%	39%	31%	67%	25%	53%
阳光城	15	40%	89%	83%	18%	14%	49%
金科	14	17%	12%	55%	43%	34%	32%
旭辉	10	67%	40%	65%	58%	33%	53%
行业平均		33%	36%	40%	25%	14%	30%

数据来源：Wind，克而瑞，云锋金融

2.3 宏观环境叠加库存波动形成地产旧周期的量价传导机制

在旧周期中，货币周期是对房地产周期预判的领先指标。央行应对经济变化而出台的货币政策是预判货币周期的关键，货币供应量和利率又分别影响房价和房屋销售量。销售量价是房地产周期的关键变量，可以从销售量价出发推演整个产业链的变动趋势。我们根据以上的规律从历史周期中归纳对房地产行业的预判框架，除了定性对于房地产周期的联动关系做推演外，我们还选取的历史上相关性较为显著的宏观和行业定量指标印证我们的框架，希望可以根据上述指标的走势推演房地产周期。

图8：自上而下的房地产旧周期分析框架

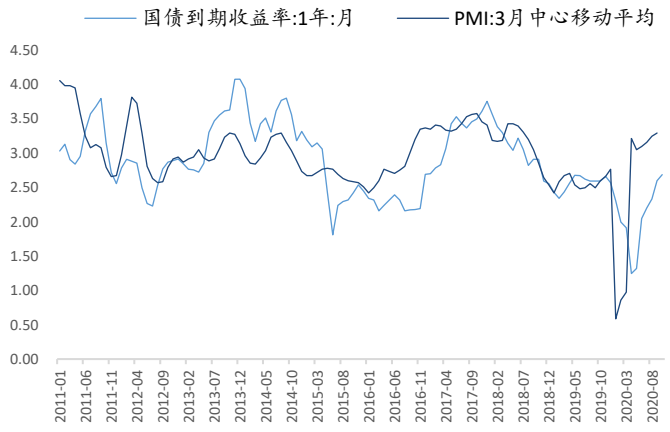


资料来源：云锋金融

经济增速和通胀是货币政策的信号灯。维持经济的合理增速和保持物价稳定是央行的重要的两个工作目标，因此可以通过分析当今的宏观环境对货币政策进行预判。08、12、15、18年货币政策的宽松均因为经济增速收到外生变量的冲击（08年金融危机、12年经济失速、15年外贸规模收缩、18年贸易战），因此观察经济增速的代理指标是预判货币政策一个角度，其中PMI是与国债收益率（货币价格的代理指标）相关度较高的代理指标。

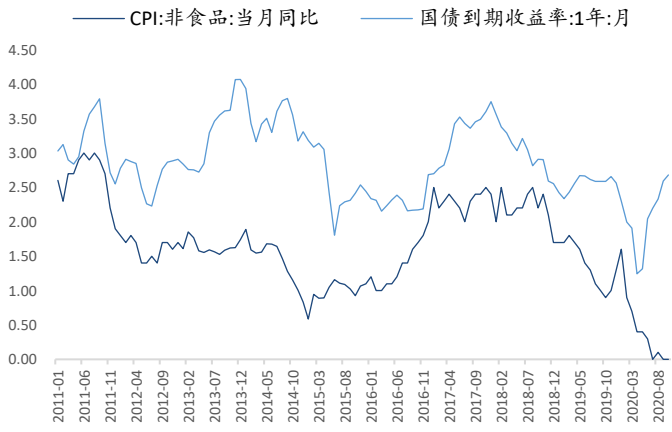
保持物价稳定也是央行的宏观目标之一，政策利率的上升往往是因为通胀的上行。因为CPI增速容易受到食物因素的扰动，我们选取去除食品的CPI增速预判货币周期的宏观指标，从历史来看，去除食物CPI增速也与国债收益率有较好的相关性。

图9：PMI与国债到期收益率存在2-4个月的领先关系



数据来源：Wind，云锋金融

图10：非食品CPI增速与国债收益率存在2-6个月的领先关系

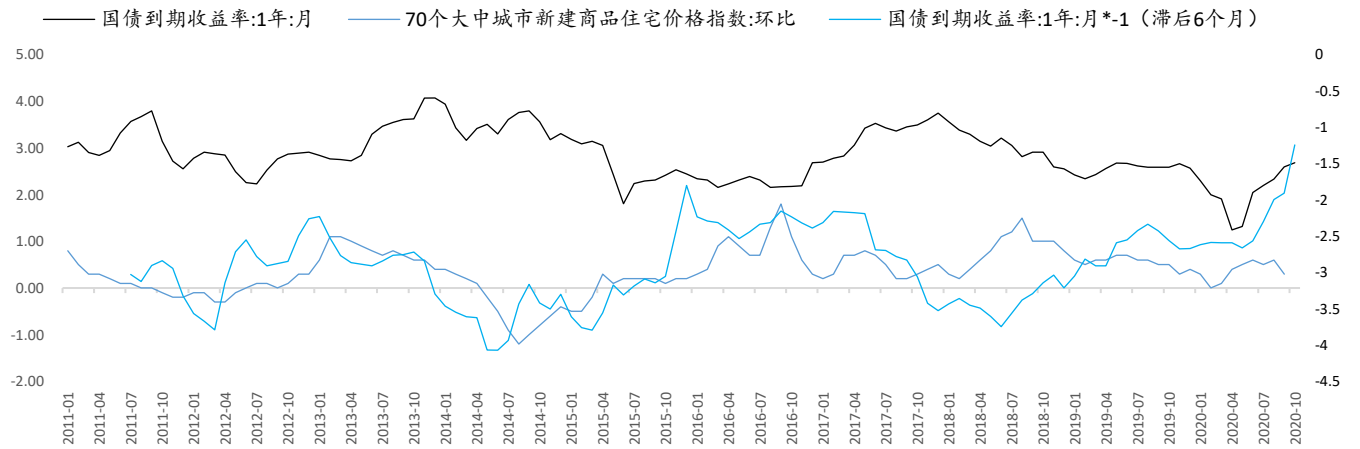


数据来源：Wind，云锋金融

资金量价是房地产的销售量价的领先指标。前文分析了货币流动性对房地产销售量价的影响机制，我们选取了四个指标来体现这一核心关系，其中四个指标两两对应分成价组和量组。在价组中，选取上述国债收益率作为利率的代理指标，选取统计局的70城新建商品住宅价格指数作作为房价的代理指标。可以看到，利率与房价呈明显的负相关关系，其在12-13年、15-16年这两个周期中表现得尤为明显。18年后，利率和房价的领先滞后关系有所减弱，一方面是因为融资管控使得金融和房地产有所脱钩，另外一方面是因为18-19年房价周期的驱动因素一部分是政策性的棚改货币化刺激购房需求上升，这与衡量银行系统流动性宽裕度的国债收益率存在偏差。

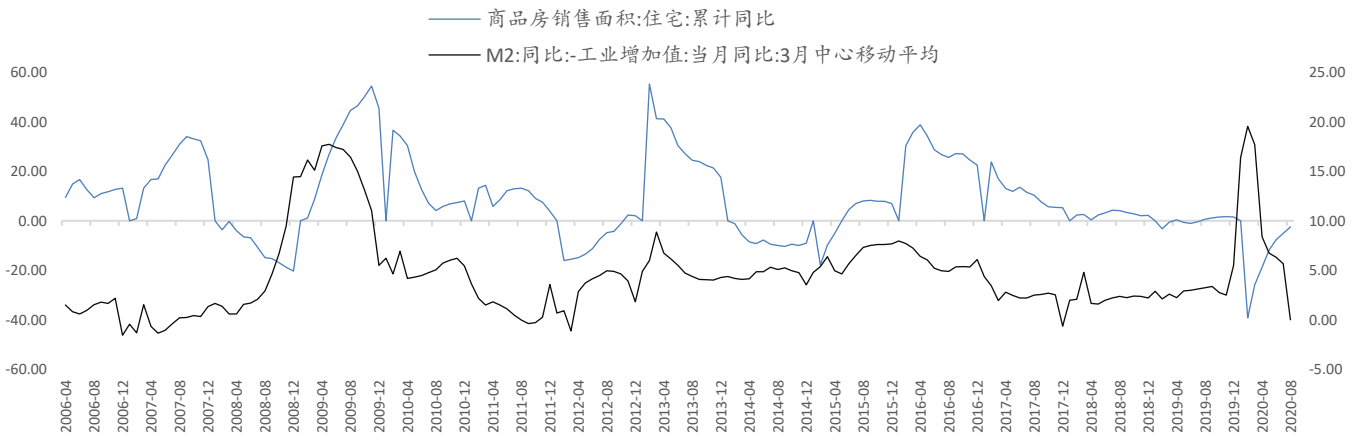
在量组中，我们使用M2同比-工业增加值同比衡量超出实体经济融资需求的货币供应量，房地产的销量对这部分货币供应量最为敏感，使用统计局的商品住宅销售面积同比作为衡量销量的指标，可以看到M2同比-工业增加值同比和商品房销售面积呈稳定的正相关关系。

图11：国债到期收益率与房价存在2~6个月的负相关领先关系



数据来源：Wind，云锋金融

图12：M2相对工业增加值的增速差与商品房销售面积存在2-6个月的正相关领先关系



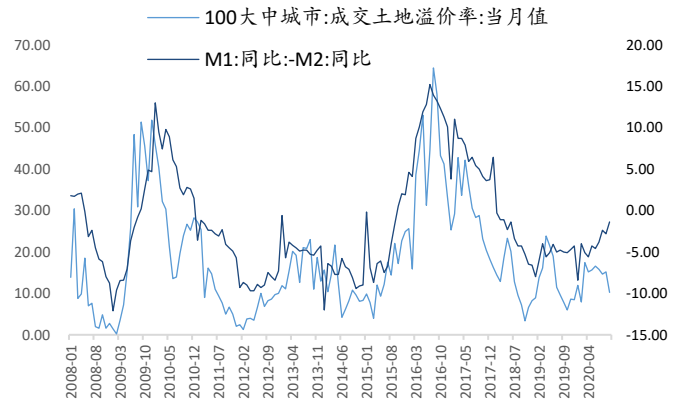
数据来源：Wind，云锋金融

资金来源的宽裕催化土地溢价率上升。除销售量价会受货币流动性的影响外，资金宽裕也会从供给端影响土地溢价率，我们选取 M1 同比-M2 同比作为货币面的指标，M1 的组成中并不包含居民的活期账款，因此 M1 增速的上升代表经济中企业货币资金的上升。从历史可以看到，每次 M1 相对 M2 的增速差均与土地溢价率的增幅高度匹配。原因可能在于房地产行业的货币占款在全行业中占比较高，房企通过信托资管等方式从金融系统融资，并且通过销售房屋将居民存款大量转化成企业的货币资金，当房企货币资金宽裕时，会有较大的投资需求，但土地供给量在短期内呈刚性，因此每次 M1 增速上升均刺激土地溢价率的上行。

政府土地供应滞后于房地产销售周期使得地产销售量是土地成交量的领先指标。在土地财政仍占政府收入主要来源的前提下，政府有动力在销售市场景气，房企投资需求上升的情况下扩大土地挂牌量，从历史数据上看，销售量领先土地成交量一年以上。周期的错位主要是因为政府的推地主要由每年的供地计划决定，因此每年政府会根据上一年的销售情况规划下年的推地计划，而不是在销售市场上行的时候立即决定供地。

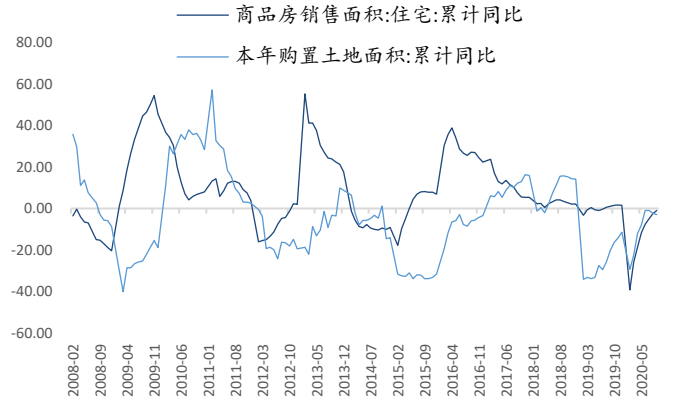
从每年中央的预算收支规划文件可以看到，往往本年规划土地出让收入和实际出让收入会因为销售市场的波动出现差额，在下年的预算收支规划中，政府会根据上一年的实际土地出让量动态调整规划土地出让金，这就会影响到下年的推地节奏，因此地产销售量是土地成交量的领先指标。

图13：M1、M2的增速差与土地溢价率的增幅匹配



数据来源：Wind，云锋金融

图14：销售量领先土地成交量一年以上



数据来源：Wind，云锋金融

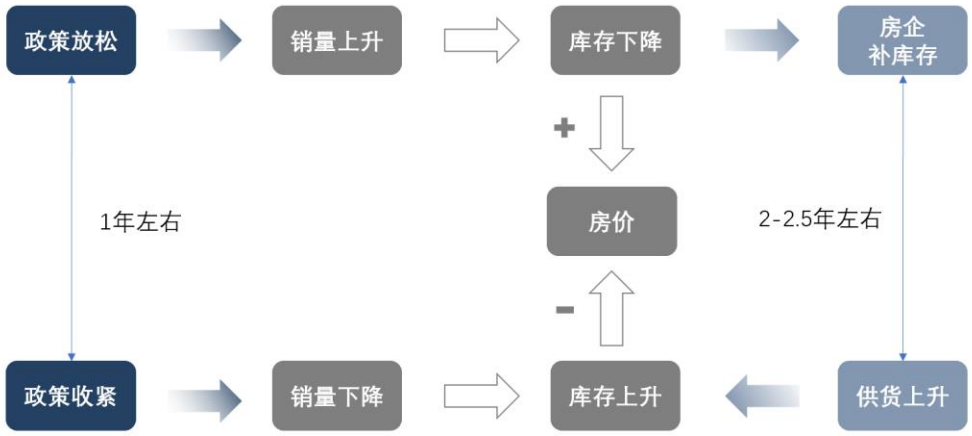
图15：每年政府会根据上一年的销售情况规划下年的推地计划

	规划土地出让金（亿元）	实际土地出让金（亿元）	差额（亿元）	当年住宅销售面积增速
2012	27,010	28,517	1,507	2%
2013	27,404	41,250	13,846	17.5%
2014	36,371	42,606	6,235	-9.1%
2015	39,452	32,895	-6,557	6.9%
2016	28,428	37,457	9,029	22.4%
2017	38,568	52,059	13,491	5.3%
2018	54,661	65,095	10,434	2.2%
2019	67,707	72,584	4,887	1.5%

数据来源：Wind，云锋金融

外部变量与供需周期的不匹配导致行业周期大起大落。历史上货币政策和调控政策是行业供需系统的外部变量，外部变量的放松在短时间内刺激需求上升引发量价上升，销售量上升后库存下降，带动行业补库存。当房价涨幅过高后，政策收紧导致需求加速衰减，供需关系变化销售量价下跌。政策放松和政策收紧的时间在过去的周期中为 1 年左右，但行业补库存周期为 2-2.5 年左右，因此过去房价调控的因素是政策快变量而不是供给慢变量，当政策调控收紧叠加后续供应的逐步上升，使得房价加速回调。

图16：政策松紧节奏和行业供应节奏不匹配导致周期波动



数据来源：Wind，云锋金融

三、房地产长效治理机制下的周期嬗变

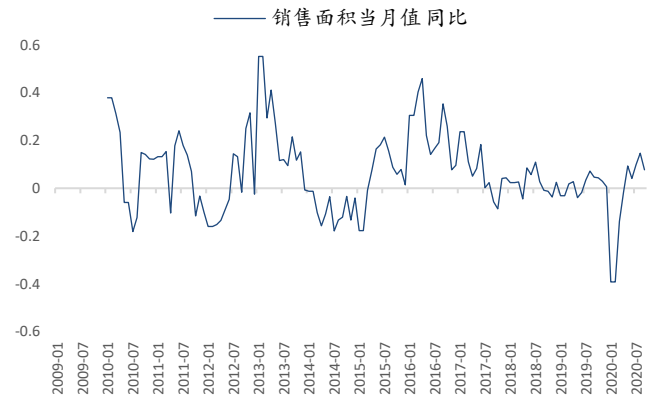
3.1 宏观因素：因城施策和融资管控熨平房地产周期波动

随着房地产长效治理机制的提出，因城施策和融资管控逐步落实。因城施策使得地方政府可以根据城市房地产的供需情况制定房地产的行政调控政策，改变了过去全国性调控政策使得全国量价大起大落的现象。融资管控自 2017 年开始加速落地，分别从债券、信托、银行等方面限制资金违规流入房地产。因此中国的房地产的全国性量价周期被因城施策熨平，投资行为因融资管控也逐步与信贷周期脱钩。

“因城施策”下城市量价波动区间收窄使得全国房地产市场走势平稳。无论从统计局的商品房销售面积的角度还是土地溢价率的角度，2018 年后出现的三个短波微幅小周期，其峰值均远未达到 2013 年或 2016 年的高度，原因在于因城施策下的治理框架下，量价异常的城市往往会受到中央的重点“关注”，地方政府在上层压力下出台调控政策，由此当地房地产市场得以迅速降温。

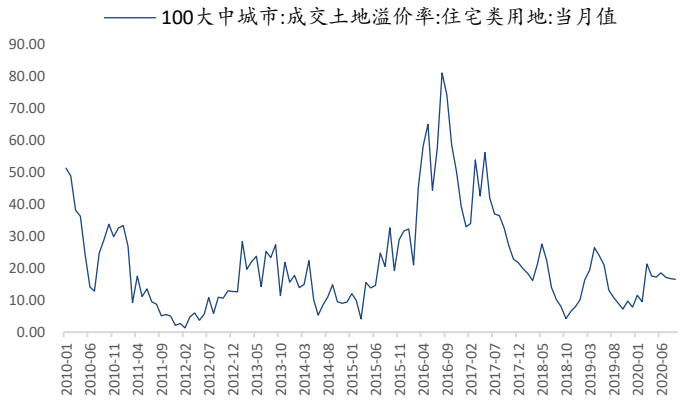
“三道红线”及其余融资管控政策的密集出台加速房地产与金融脱钩。土地溢价涨幅降低的另外一个原因在于融资管控政策在 17 年后更为密集的出台，大部分融资管控的矛头直指土地前融业务，土地前融业务受限使得房企只能通过自有资金或者销售回款拍地，降低了土地投资的资金杠杆，而“三道红线”的出台更是严格限制了房企负债端的无序扩张，使房企提速降杠杆减负债。过去房地产行业较高的财务杠杆使得房地产的景气度与信用周期息息相关，因此每轮央行货币政策的宽松均会从供需两端刺激到房地产。融资政策收紧后，中央严防资金流入房地产使财务杠杆难以因流动性的充裕而扩张，使房地产行业与金融货币周期逐步脱钩。

图17：2018年后销售量的波动逐渐收窄



数据来源：Wind，云锋金融

图18：2018年后土地溢价率的波动逐渐收窄



数据来源：Wind，云锋金融

图19：融资管控在2017年后开始加速出台

时间	类别	规定	影响
2017年5月	信托	《2017年信托公司现场检查要点》	此轮检查直接导致地产信托渠道融资进入速冻状态。
2017年12月	信托	《关于规范银信类业务的通知》	将银行对地产进行表外、通道类融资的常规路径进行了封堵。
2018年1月	资管	《商业银行委托贷款管理办法》	银行委贷业务向地产的投放额大量限缩
2018年1月	银行	《关于规范开展并购贷款业务的通知》	银行开始管控开发贷规模的风向标
2018年4月	资管	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	资管新规禁止多层嵌套和规范通道业务，明确了穿透式监管，加大了房企的前融难度
2019年5月	信托	《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》	禁止信托公司向资质不达标的开发项目直接提供融资，禁止直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资
2019年7月	信托	银保监会约谈部分房地产信托业务增速过快的信托机构	控制业务增速，将房地产信托业务增量和增速控制在合理水平
2019年8月	银行	窗口指导	银行开发贷批贷速度有所下降
2020年9月	综合	央行、住建部召集部分地产公司面谈，相关部门出台关于限制融资的“三条红线”	根据房企偿债指标分档控制有息负债增速

资料来源：中国人民银行、银保监会、证监会、交易所官网，网络资料，云锋金融

3.2 企业经营行为：从推动有息杠杆向运营无息杠杆转变

从历史周期来看，房企提升净资产周转率的关键在于提升资产负债率。我们拆解房企增长的主要因素，从历史来看，房企的净资产收益率除了 2014，2015 年短暂转负外，其余年份稳中趋降。从细分项看，行业净利润率不断下行，资产周转率较为稳定，而净资产收益率的主要支撑来自于资产负债率的不断上升。

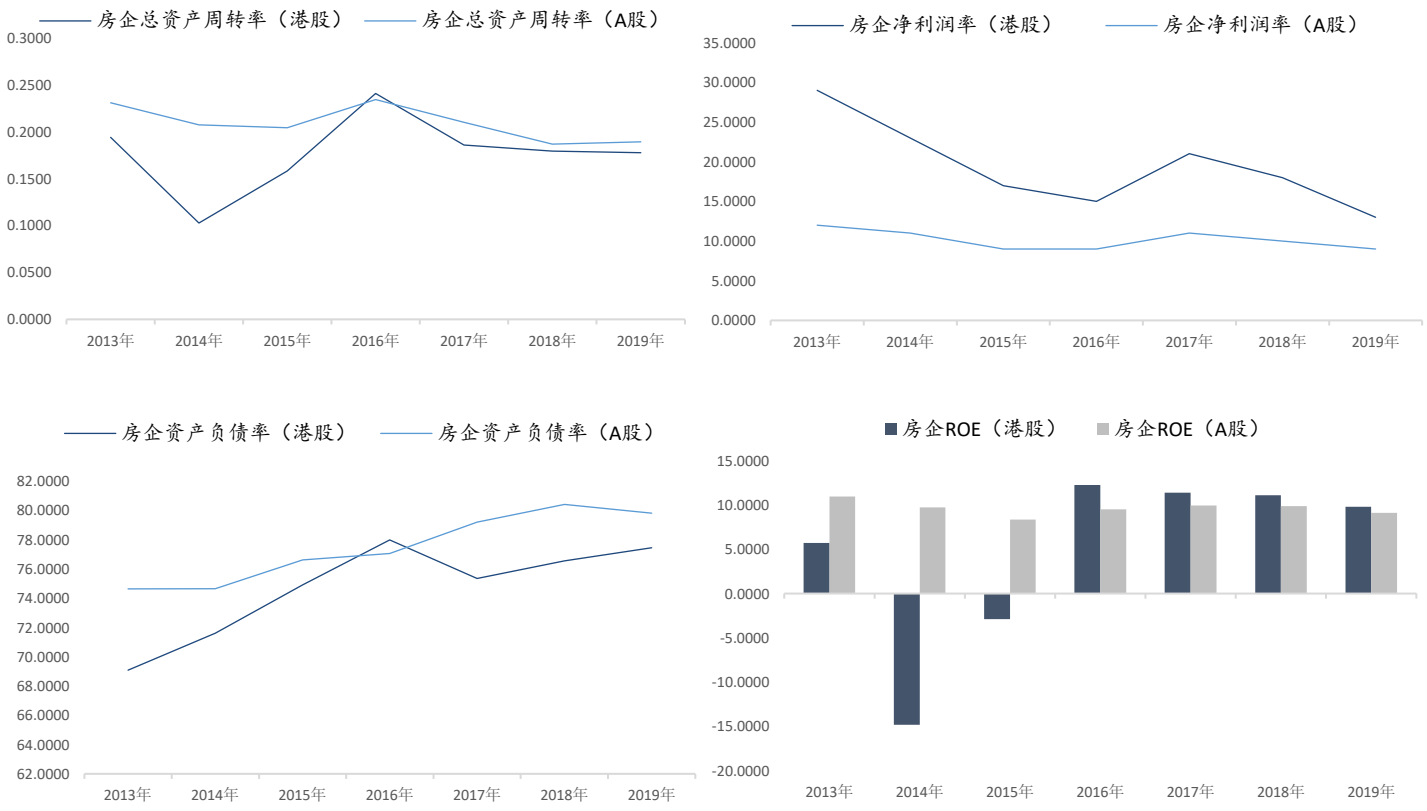
在提升投资城市能级的行业共识下，房企经营的关键仍是保持稳定的资产负债率。首先行业净利润率难以上升。房地产开发是充分竞争的行业，除少数房企能实现产品溢价外，其余房企通过布局低能级城市从而实现利润率的增长，但如今随着城镇化率的上涨，人口持续流出的三四线城市的愈发难以支撑当地房地产市场，因此布局一二线高能级城市是大部分房企的共识。但是一二线高能级城市往往存在限价的因素，因此在产品售价存在天花板的情况下，行业的净

利润率难以提升；其次周转率的上升也愈发乏力，主要原因在于高能级城市的预售门槛较低能级城市高，在工程进度难以提升的前提下，拿地到预售的过程难以提速使周转率存在瓶颈。

房企在有息负债降低的前提下，成长的关键在于经营现金流的管理。维持资产负债率的稳定在于维持负债的合理增长。负债又分有息负债和无息负债，“三条红线”下房企的有息负债将收缩，但是仍然可以通过扩张自身的无息杠杆保持负债的合理增长。无息杠杆的增长首先可以通过扩大预售账款，意味着需要提升房企的去化率和推货速度，其次可以通过扩大应付账款，意味着需要增强供应商的合作关系，将账期延长。

17-19 年新开工和竣工的增速差扩大可作为房企有意识地扩张自身的无息杠杆的验证。房企从投资到回款的过程大部分存在于拿地-开工-预售的过程中，但预售-竣工交付的过程中只有经营资金的支出并无流入，因此 17-19 年行业融资收紧后，房企开始对经营现金流进行管理使得新开工和竣工的增速差扩大。

图20：过去6年A股、H股房企ROE增长驱动因素的拆分，净利润率和资产周转率难以趋势性上升，未来ROE的支撑还需维持稳定的资产负债率



数据来源：Wind，云锋金融

图21：销售回款和应付款在房地产开发资金来源的占比中不断上升

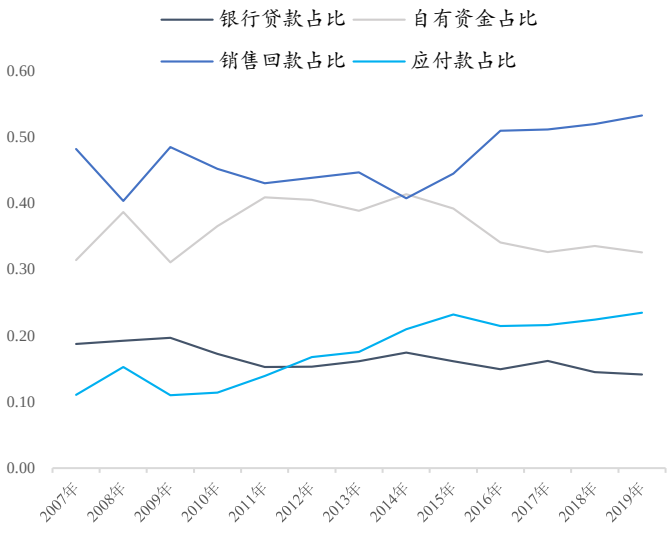
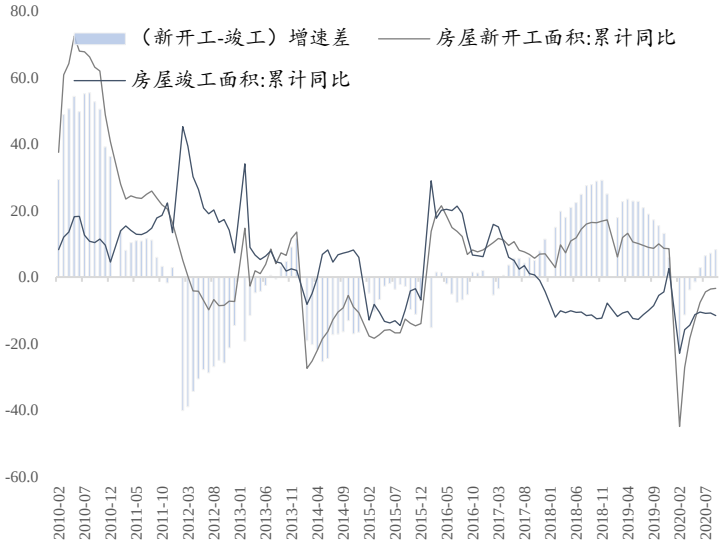


图22：2018-2019年的开工竣工增速差可能在于房企在主动地进行现金流的管理

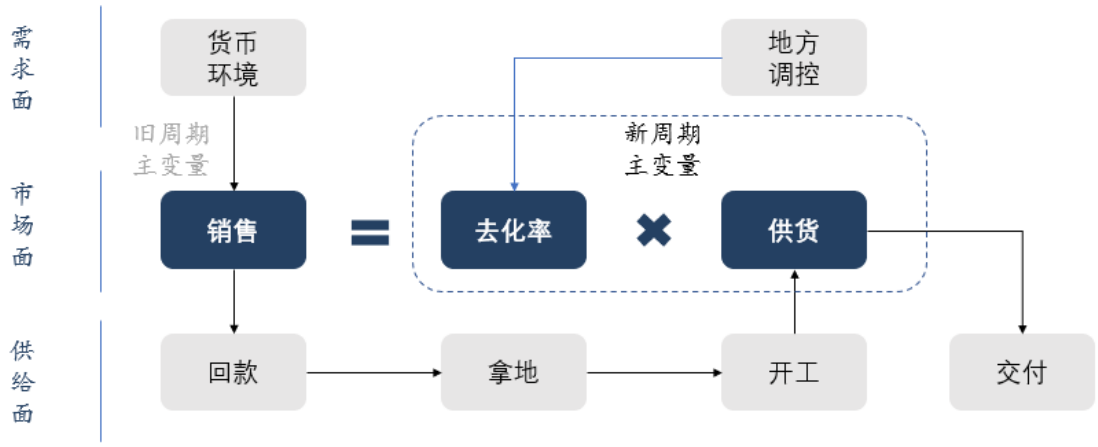


数据来源：Wind，云锋金融

四、新周期启动：库存周期主导下销售量价重回供需驱动

房地产长效机制逐步落实后，房地产周期将由货币主导向供需主导转换。我们继续将销售量价作为房地产周期研究的核心，当金融逐渐和房地产脱钩后，购房需求与货币政策的敏感度下降将降低销售量价受外部刺激而带来的异动，使得量价主导因素重回供需的基本面。

图23：量价主导因素重回供需的基本面

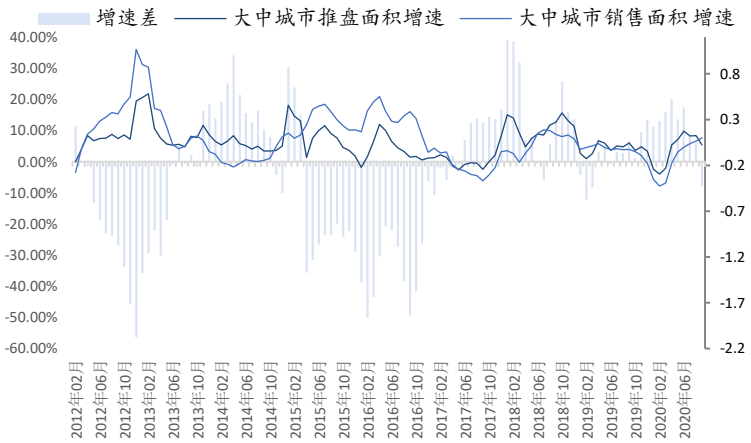


资料整理：云锋金融

未来影响销售量价的供给侧主变量是供给节奏。新开工量和销售量已经到达历史的低位，未来融资管控下预计新开工量将持续下降，行业供给预计持续呈现下降趋势。因此房地产销售市场的供需关系将逐渐扭转，从货币和政策的需求推动转向供给推动，因此未来推盘节奏是预判销售量的关键变量。从大中城市的推盘面积和销售面积的增速差的角度也可以印证，增速差

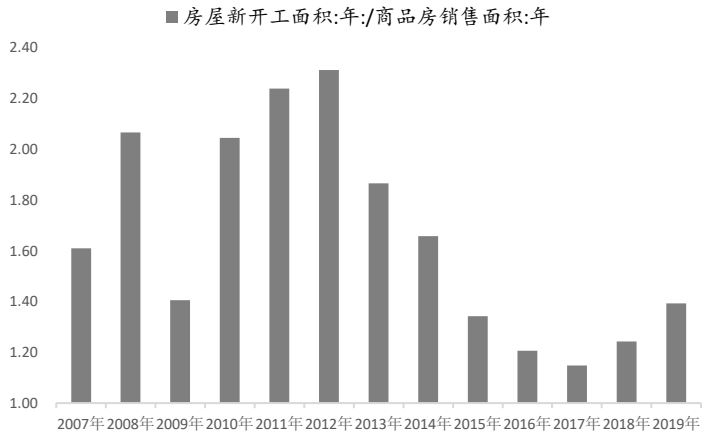
的波动区间收敛体现了销售和供货逐渐同步。因此未来地产销售周期向库存周期演变，供给端的作用愈发显著，而新开工面积和推盘面积是未来供给端的主变量。

图24：大中城市房地产推盘节奏和销售节奏趋同



数据来源：Wind，云锋金融

图25：新开工面积和销售面积的比值处于历史低位



数据来源：Wind，云锋金融

因城施策下的地方政策调控是影响销售量价的需求侧主变量。政府调控的方式是导致周期波动的主要因素。过去的周期中，中央出台全国性的调控政策导致房地产周期长波宽幅，在因城施策逐渐落地后，政策的调控方式转向了中央发出信号，地方根据本地的销售市场出台具体调控政策的模式，因城施策也使得周期趋向小波微幅化。从历史的地方调控政策里来看，地方政府的政策调控工具箱有财税政策、公积金政策、人口政策、限价政策等，可根据当地销售市场的景气度出台对应政策进行微调，未来也可从政策出台的角度去关注地方政府对房地产调控态度的转变。

图26：因城施策框架下房地产调控趋向高频的地方政策微调



资料整理：云锋金融

图27：地方政策调控房地产的政策工具箱

地方政府需求侧政策工具整理		地方政府供给侧政策工具整理	
首付比例及限贷	央行规定的最低首付比例，部分城市出于服从调控的需求会进一步限贷	拿地相关支出	地方政府可以在土地出让环节予以边际放松
房贷利率	央行规定定价方式及下限，各地有一定灵活调整空间	预售证发放	国家预售证发放对形象进度未制定统一要求，各地有一定灵活调整空间
财税政策	地方政府可适当调节交易环节的税收	预售资金监管	关于预售资金的监管（预售资金何时转给房地产商），基本由各地房地产管理部门自行制定政策
人才新政	人才新政实际上是对限购政策的松动	商住比例	各地有一定权限调整土地的调整商住比例
限售政策	限售政策的放松与收紧基本取决于各地政府，各地可灵活调整	限价政策	地方政府可在现价上做适当的微调
住房公积金的使用	住建部的硬性规定较松，各地自行调整住房公积金相关政策	银行贷款融资支持	地方政府可发布文件适当加大房企的金融支持

资料整理：云锋金融

未来房地产周期将向“库存周期”转变，未来驱动房地产呈现周期变动的原因在于库存周期下供需的错位。政府作为需求的驱动力，在因城施策的环境下，只有当销售量价显著处于回落期和土地价款实际下降后才有空间调节需求。当需求恢复后供需关系逐渐逆转，此时量价从低谷出现拐点，此后房企意识到市场回暖此时主动加库存。根据历史的观察，此时政府也会加大土地挂牌量，最终市场顺周期上升。当量价显著处于过热期和土地价款实际上升后，政府会收紧政策，此时量价出现拐点回落，导致去化率下降，土地市场降温，市场开始寻底。

我们认为未来房地产周期将重复这种有规律的扩张和收缩，并且行业的演变将趋向传统的库存周期。我们进行了房地产库存周期四个阶段的推演，并且我们认为上一个周期的变量可以用来作为判断下个周期的信号，从而预判行业的景气度变化。

图28：地产库存周期下基本面推演及预判方法论

周期变化	被动去库存	主动加库存	被动加库存	主动去库存
基本面推演				
供需关系	供小于求，量价复苏	供小于求，量价上升	供大于求，量价衰减	供大于求，量价下降
政府端	卖地回款下降，需求调控	加大土地挂牌量	卖地回款上升，收紧政策	降低土地挂牌量
企业端	产品去化率上升	土地投资上升	产品去化率下降	土地投资下降
领先指标				
政策	放松房地产政策	稳定	收紧房地产政策	稳定
供销比（去化率）	回升	趋稳	转降	趋稳
确认指标				
销售面积增速	复苏	上升	转降	下降
房价指数	企稳	上升	回落	下降
房屋推盘量	复苏	上升	转降	下降
土地溢价率	企稳	上升	回落	下降
土地出让量增速	下降	复苏	上升	转降

资料整理：云锋金融

评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%-20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%-5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%-10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

联络公司	云锋金融集团有限公司
地址	香港中环康乐广场 8 号交易广场 1 座 3201-3204 室
联系电话	+852 2843 1488

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

其他声明

本研究报告由云锋证券有限公司或其附属机构制作。

法律主体声明

香港特区:本研究报告在香港由云锋证券有限公司（受香港证券及期货事务监察委员会监管,中央编号: AYT670）分发。

对于本研究报告所评论的证券及金融工具，云锋证券有限公司及其附属机构, (i)没有需要披露的财务权益;(ii)没有在过去的 12 个月内就企业融资服务曾收到任何补偿或委托;(iii)没有雇员担任高级人员; (iv)没有未进行的做市活动。

一般性声明

供指明的接收者之用 - 不供分发

投资涉及风险

敬请投资者注意，证券及投资的价值可升亦可跌

过往的表现不一定可以预示日后的表现

本报告由云锋证券有限公司或其关联机构制作。本报告在香港由云锋证券有限公司（受香港证券及期货事务监察委员会监管,中央编号: AYT670）分发。任何使用本报告和查阅内容的人士，均有责任自行遵守其有关司法管辖区的所有适用法例及规例。如对本报告或内容有任何疑问，阁下应咨询其律师、会计师或其他专业顾问。

本报告可能以若干假设为基础，仅供参考之用途，会因经济、市场及其他情况而随时更改而毋须另行通知。因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法，本报告可与云锋证券有限公司或其它业务部门、单位或关联机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。云锋证券有限公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。云锋证券有限公司通过信息隔离墙控制云锋证券有限公司内部一个或多个领域的信息向云锋证券有限公司其他领域、单位、集团及其他关联机构的流动。本报告并不用作投资的一般指南，或作为任何具体投资建议的来源，及不视作任何暗示或明确的建议。此报告的每位接收者同意将此报告视为保密。尽管为确保本报告提供的数据之准确性作出合理的努力，但由于本报告所提供的数据报含或并入由第三方提供或撰写的信息、数据或文件（包括意见、数字、数据或其他文件），我们不会就本报告所载任何资料、预测及／或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性，以及任何该等预测及／或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺而负责或承担法律责任。本报告中如有类似前瞻性陈述之内容，此等内容或陈述不得视为对任何将来表现之保证，且应注意实际情况或发展可能与该等陈述有重大落差。本报告并不应被诠释为邀请或游说购买或销售任何证券、任何投资产品或投资决策之依据，亦不应被诠释为专业意见。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。阅览本报告的人士或在作出任何投资决策前，应完全了解其风险以及有关法律、赋税及会计的特点及后果，并根据个人的情况独立地决定投资是否切合个人的投资目标，以及能否承担有关风险，必要时应寻求适当的专业意见。”