

房价涨幅收窄，按揭利率开始下行

房地产行业

推荐 维持评级

投资要点:

一、一周行业热点

- 1、新年房企融资千亿，利率仍处高位
- 2、去年全国土地流拍1808块，三四线城市流拍量远超一二线城市
- 3、土地成交溢价率创新低 延续下行趋势

二、最新观点

1、上周(2019.1.12-2019.1.18)，我们重点关注的35城新房成交量同环比分别为-2.7%/-5.2%，相较前一周，成交同比、环比跌幅均收窄。我们重点关注的15城上周二手房成交量同环比分别为+20.1%/+12.5%，同比数据较上周涨幅增大，环比涨幅收窄。供应方面，第3周(2019.01.14-2019.01.20)100大中城市住宅类用地供应20宗，合计建面308万平方米，其中，一线城市5宗51万平，二线城市9宗190万平，三线城市6宗67万平。

2、1月16日，国家统计局发布2018年12月70城房价指数，总体来看，70城新房价格总体平均环比涨幅为0.8%，为去年6月以来的最低；值得注意的是按揭利率开始下行。2018年12月全国首套房贷款平均利率为5.68%，相当于基准利率1.159倍，环比11月下降3BP。25个月以来，按揭利率首次环比下降。分线城市来看：一线城市下调较为明显。二线城市杭州、武汉、南京等也有较多回调。初步预计全国地区将会有其他城市跟进下调，不过总体幅度不会过大，市场基调仍是以稳为主。

3、投资建议：投资层面，我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响，预计房地产投资增速将缓慢下滑，全年增速预计为5%-7%。龙头房企销售速度仍有望保持15%以上的正增长。集中度提升逻辑不变，龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势，获取更多高性价比的土地储备。一二线城市市场有望在2019年中期企稳回暖，对冲三四线市场下跌风险。中小房企将加速退出市场。我们推荐业绩确定性强，资源优势明显，市占率有较大提升空间的万科A(000002)、保利地产(600048)、新城控股(601155)。

三、风险提示：房价大幅下跌风险，棚改不及预期风险等。

需要关注的重点公司

投资组合	公司代码	公司名称	周涨跌幅	累计涨跌幅	相对收益率
核心组合	000002	万科A	1.82%	-24.96%	6.78%
	601155	新城控股	5.93%	-18.41%	13.34%
	600048	保利地产	0.67%	-21.62%	10.12%

资料来源：中国银河证券研究院

分析师

潘玮 房地产行业分析师

☎: (8610) 6656 8212

✉: panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511070002

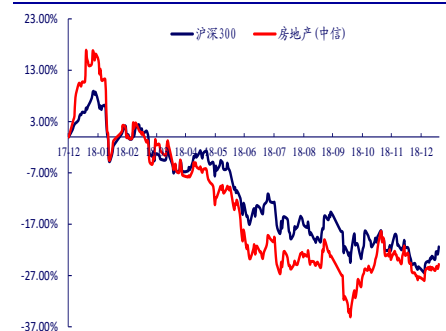
特别鸣谢

王秋蓓

☎: (8610) 83574699

✉: wangqiuhe_yj@chinastock.com.cn

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河地产潘玮】房地产行业周报：库存仍处低位，政策适度宽松将支撑未来销售 -2019.1.14

【银河地产潘玮】房地产行业周报：2018销售靓丽收官，关注政策结构化宽松 -2019.1.08

【银河地产潘玮】房地产：需求向好，供给稳定，静待政策结构化宽松 -2018.12.29

【银河地产潘玮】房地产行业周报：整体融资环境逐步好转 -2018.12.10

目 录

一、一周行业动态及热点	2
二、最新观点	3
(一) 房地产市场整体状况分析	3
(二) 房价涨幅收窄，按揭利率开始下行	3
(三) 行业估值及国际估值比较	4
(四) 投资建议	10
三、投资组合	10
(一) 核心组合	10
四、风险提示	11
附录:	12
一、房地产行业数据跟踪	12
(一) 新房成交同比跌 2.7%，环比跌 5.2%	12
(二) 新增供应总体稳定，一二三线城市去化周期均稳定	13
(三) 二手房成交高位继续，中原数据低位徘徊，量升价稳预期不变	14
(四) 一线土地供升求降，二三线供地减小，成交缩量继续	16
二、板块市场行情	17
(一) 板块市场表现	17
(二) 个股市场表现	19

一、一周行业动态及热点

表 1: 热点事件及分析

重点事件	我们的理解
<p>1 月以来,地产行业仍旧延续了去年底融资回暖的局面。截至目前,超过 10 家房企已发布境内外融资计划,总规模已接近 1000 亿元。中国奥园、中骏集团、世茂股份、华夏幸福、富力集团、新城控股、力高地产、金科股份、电建地产超过 10 家上市房企纷纷发布企业发行优先票据、中期票据、公司债、可换股债券、超短期融资券等各类融资计划。据不完全统计,1 月前半段,上市房企已公布近 40 笔融资计划,合计融资额度接近 1000 亿元。1 月也有望成为继去年 11 月来房企年末出现一波融资高峰后的又一个小高潮。与 2018 年底房企集中融资时成本大幅上升不同,今年 1 月,多家企业公布的融资成本均比之前有所降低。甚至还出现了企业债利率不足 4% 的融资。同时,包括富力等企业完成了大额度企业债。</p> <p>(http://news.dichan.sina.com.cn/2019/01/17/1264929.html)</p>	<p>与去年 11-12 月类似,房企融资渠道正在打开。从楼市调控政策看,最严格的时候已经过去,政策底部逐渐形成,房企融资难度有所降低,房地产业最近几个月资金情况出现了缓解。对房企而言,当前楼市销售逐渐放缓,回款难度加大。再叠加企业前期过度投资对资金需求的上涨压力,房企对融资的诉求明显上涨。融资利率水平能体现房企融资成本和难度大小。房企融资压力也有所缓解,反映出各界对地产行业的整体预期有所调整。总体而言,2018 年是房企最近几年资金压力最大的一年,2019 年企业依然持续面临资金压力。我们认为,即便近期房企融资回暖,融资成本有所下滑,但行业总体融资成本仍处高位。</p>

<p>数据显示,2018 年全国土地流拍数达 1808 块,同比增长 93.16%。部分一线城市流拍数量打破近十年记录;三四线城市流拍数量远超一二线总和。中国指数研究院数据显示,部分城市流拍现象突出。以北京地区为例,2018 年流拍 7 宗,流拍率达到 10%。而 2013 年-2017 年,北京宅地总流拍数量仅为 6 宗。2018 年 12 月,深圳市宝安区西乡铁岗地区地块因无企业报价而流拍,为深圳近十年来首次流拍的住宅用地。值得注意的是,一线城市 2018 年共推出土地 620 块,而 2017 年推出土地 640 块。</p> <p>(http://news.dichan.sina.com.cn/2019/01/15/1264884.html)</p>	<p>流拍的土地一般具有三点共性。第一,位置偏僻,未来营销压力大;第二,地价较贵,盈利空间有限;第三,出让条件较为严格。房地产市场下行,房企现金流压力大,拿地更为谨慎。同时,地价越来越高,能拿地的房企较少,而供地规模不减。三四线城市流拍现象严重,主要因为三四线城市整体进入补库存阶段,供地增多。同时,房地产政策整体收紧,影响了部分房企拿地节奏。目前房地产市场基调整体有所转变,预计三四线城市土地流拍数据阶段性的。2019 年房地产市场整体平稳,房企现金流压力会有所缓解。由于 2018 年流拍率走高,预计地方政府的土地出让节奏会更加谨慎。</p>
--	---

<p>2018 年全年土地市场降温趋势明显。近日,易居(博客)房地产研究院公布的数据显示,2018 年全年受监测的 40 个典型城市全年累计土地成交建筑面积 56789 万平方米,自 2018 年 10 月份以来同比增速快速回落。截至 2018 年 12 月末,40 个典型城市土地成交均价为 4246 元/平方米,环比上涨 1.3%,同比下跌 13.7%。从历史数据来看,40 城土地成交均价涨幅自 2016 年 9 月达到峰值之后便一路震荡回落,2018 年 3 月进入负区间,同年 10 月份以来由于一线城市土地成交建筑面积有所增长,成交结构变化</p>	<p>一线城市正在执行严厉的调控措施,在部分城市总供地量和核心位置地块供地量增加的情况下,近几个月来成交面积和成交均价有所上涨,但总体溢价率维持在较低水平。部分热点二线城市也在继续执行较为严厉的调控措施,二线城市土地市场下半年来整体表现出量价齐跌的态势。三线城市的土地成交面积基本平稳,成交均价则连续两个月下跌,有所降温。值得一提的是,由于一二线城市全年土地均价降幅超过一成,2018 年全年,40 个典型城市</p>
--	---

导致 40 城地价同比跌幅有所收窄。
(<http://news.dichan.sina.com.cn/2019/01/15/1264889.html>)

土地出让金收入同比下降 1.2%，为 24113 亿元。从 40 城土地出让金收入同比增速走势来看，基本与土地成交面积走势一致，6 月份以来下跌趋势明显。预计 2019 年一季度，随着土地市场的降温，土地出让金收入的同比降幅将继续扩大。

资料来源：中国银河证券研究院

二、最新观点

(一) 房地产市场整体状况分析

商品房市场：上周（2019.1.12-2019.1.18），我们重点关注的 35 城新房成交量同环比分别为 -2.7%/-5.2%，相较前一周，成交同比、环比跌幅均收窄。上周新房成交量约 41386 套，低于 2019 年周均水平 44437 套，前 3 周累计同比上升 2%，累计涨幅较上周有所收窄。分一二三线城市来看，同比方面，一二三线周成交量同比涨跌幅分别为 4.3%/-14.6%/+9.3%，相较于前一周，一线同比涨幅收窄，二线同比跌幅收窄，三线上涨。环比方面，一二三线周成交量环比涨跌幅分别为 -4.5%/-6.3%/-4.4%，相较于前一周，一二线成交环比跌幅均收窄，三线环比跌幅小幅扩大。

二手房市场：上周（2019.1.12-2019.1.18），我们重点关注的 15 城上周二手房成交量同环比分别为 +20.1%/+12.5%，同比数据较上周涨幅增大，环比涨幅收窄。前 3 周二手房成交量累计涨幅 13.7%，较上周涨幅略有扩大。北京深圳一线两城成交量上周同比下降 5.3%，二线上涨 37.4%，三线上涨 15.7%，一二线二手房周成交量增加，三线微跌。从二手房中原报价指数来看，截止 1 月 18 日，6 个受监测的重点城市报价指数继续维持在 50% 以下，其中天津最低，仅为 28.36%。（中原报价指数：当中原报价指数高于 50% 时，说明报价上调房源占比高于报价下跌房源的占比，房价上升的可能性较大；低于 50% 时，说明报价下跌房源的占比高于报价上调房源占比，房价很可能会下跌。）由此可见，总体上看，二手房成交继续维持前期高水平。我们认为，一方面，因新房市场供不应求，大量积压刚需及改善型需求逐渐放弃观望态度，转向二手房市场释放，另一方面，新增供给水平增加，也使得购房需求外溢二手房市场。

土地市场：供应方面，第 3 周（2019.01.14-2019.01.20）100 大中城市住宅类用地供应 20 宗，合计建面 308 万平方米，其中，一线城市 5 宗 51 万平，二线城市 9 宗 190 万平，三线城市 6 宗 67 万平。成交方面，第 3 周 100 大中城市住宅类土地成交 27 宗，合计建面 410 万平方米，其中，一线城市成交 7 宗 52 万平方米，二线城市 16 宗 66 万平方米，三线城市 4 宗 52 万平方米。一线城市土地供应量上升，二三线土地供应减少，一二线城市累计成交缩量继续。

(二) 房价涨幅收窄，按揭利率开始下行

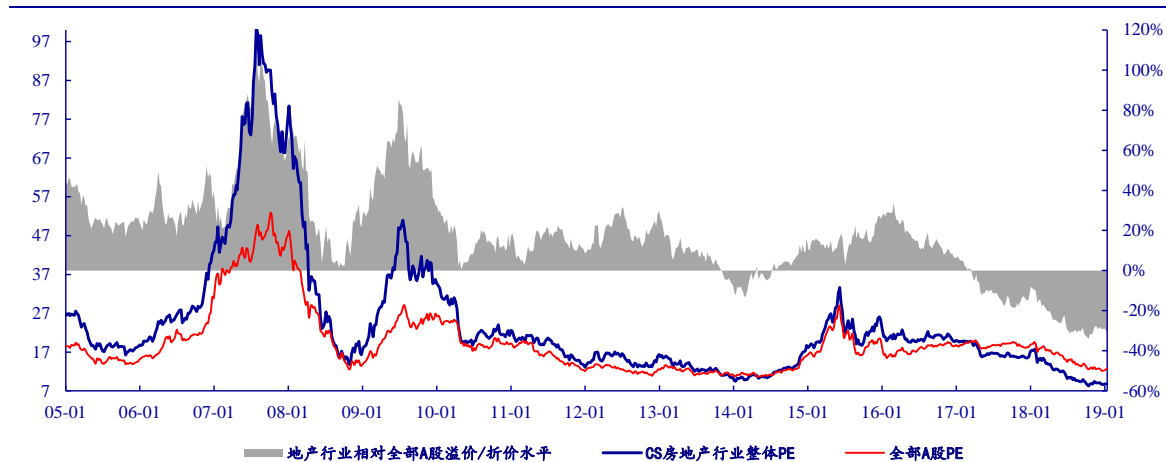
房价方面，新房和二手房的价格涨幅均收窄，房价下降城市的数量均增加。1 月 16 日，国家统计局发布 2018 年 12 月 70 城房价指数，总体来看，70 城新房价格总体平均环比涨幅为 0.8%，为去年 6 月以来的最低；其中，环比下降的城市有 8 个，数量创 2018 年 5 月以来的新高。二手房价格平均环比涨幅为 0.3%，为去年 3 月以来的最低。值得注意的是按揭利率开始下行。2018 年 12 月全国首套房贷款平均利率为 5.68%，相当于基准利率 1.159 倍，环比 11 月下降 3 BP。25 个月以来，按揭利率首次环比下降。分线城市来看：一线城市下调较为明显，北京首套房贷款平均利率为 5.45%，环比回落 2BP；上海为 5.09%，环比回落 10BP；广州为

5.55%，环比回落 7BP；深圳为 5.57%，环比回落 4BP。二线城市杭州、武汉、南京等也有较多回调。初步预计全国地区将会有其他城市跟进下调，不过总体幅度不会过大，市场基调仍是以稳为主。

（三）行业估值及国际估值比较

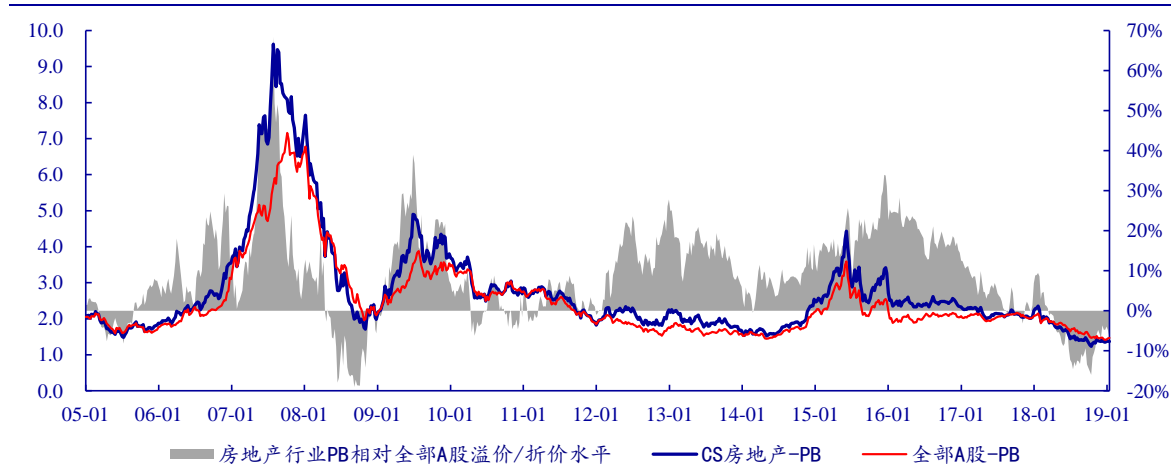
1、房地产板块 PE、PB 估值比较

图 1：地产股 PE 估值及溢价/折价分析



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 2：地产股 PB 估值及溢价/折价分析



资料来源：wind，中国银河证券研究院

PE 估值：

截止到 2019 年 1 月 18 号，房地产行业 TTM 市盈率（历史整体法）为 8.8X，与前一周持平；全部 A 股 TTM 市盈率为 12.7X，相对前一周 12.6X 上升 0.2 个单位，地产行业估值相对全部 A 股折价水平为 -30.63%，较前几周折价水平有所上升。

我们还统计了过去 13 年的房地产行业 TTM 市盈率趋势，可以发现，大部分历史时间里，房地产行业市盈率相对 A 股是处于溢价水平，07-08 年平均溢价达到 60%，最高达 100% 的水

平，只有在 2014 年上半年出现了半年多的折价，幅度最高达折价 12%，其次就是 2017 年二季度至今，地产板块相对 A 股市盈率处于溢价平均值 18.36% 的状态，当前折价 30.63%，处于历史低位。

过去 13 年房地产行业 TTM 市盈率平均值为 24.3X，当前房地产板块市盈率为 8.8X，较历史均值折价在 63.8%。全部 A 股市盈率平均值为 19.4X，当前房地产板块及全部 A 股市盈率仍均低于历史平均，我们认为房地产板块未来仍有较大的估值修复空间。

PB 估值:

截止到 2019 年 1 月 18 号，房地产行业 PB（整体法，最新）为 1.4X，相较前一周持平；全部 A 股 PB 为 1.5X，较前一周的 1.4X 上升了 0.1 个单位。房地产行业 PB 估值相对全部 A 股估值的折价水平为 -6.56%，折价水平较前略有扩大。

过去 13 年房地产行业 PB 平均值为 2.8X，当前地产板块市盈率为 1.4X，较历史均值折价在 50%。全部 A 股 PB 平均值为 2.5X，当前 A 股 PB 为 1.5X，较历史均值折价 41.0%。当前地产板块及全部 A 股市盈率均低于历史平均，我们认为行业 PB 估值未来也有较大上升空间。

我们统计了过去 13 年的房地产行业 PB 趋势，从 2005 年到 2013 年，大部分时间房地产行业 PB 相对于全部 A 股是处于溢价水平，溢价率 10-20% 之间，除了 08 年到 09 年之间出现了一年左右的折价时间，溢价率均值在 9.53%。2012 年至今，地产行业 PB 估值相对于全部 A 股一直处于溢价均值为 9% 的水平，当前折价水平 6.56%，未来进一步反弹可期。

2、房地产板块 PE、PB 国际估值比较

PE 比较:

我们比较了 A 股、美股、港股房地产板块 2006 年至今的历史 TTM 市盈率，截止到 2019 年 1 月 18 日，当前房地产 A 股房地产板块市盈率为 8.8X，较前一周持平；美股为 12.8X，较前一周（12.6X）上升了 0.2 个单位；港股为 6.4X，较前一周（6.3X）上升 0.1 个单位。

美股地产企业重点公司平均市盈率高于 A 股和港股，原因是中美资本市场发展阶段不同，行业公司面临的社会环境不同。美股地产板块的构成中房地产基金以及 REITS 占相当一部分比例，这部分企业市场给予的估值偏高，拉高了整体美股地产股的市盈率水平。

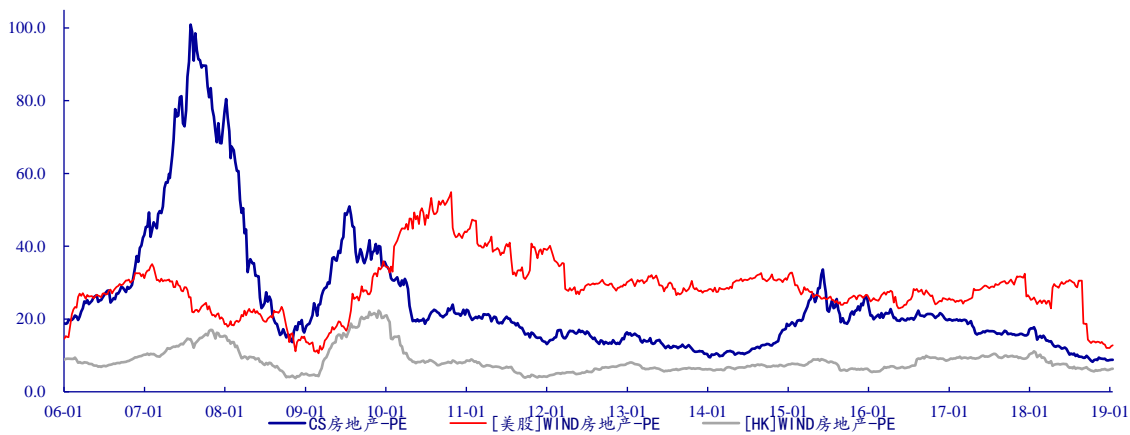
港股地产企业重点公司当前市盈率为 6.9X。港股房地产板块市盈率低于 A 股，原因我们认为有三点：一是在于内地的资本管制。香港作为国际金融中心，货币可以自由兑换，港股的投资者大多是国际投资者，其投资可以在不同的市场灵活转换，而内地由于外汇管制，投资者的投资相对不那么灵活，导致 A 股的估值要比对应的 H 股要高；二，港股市场的机构投资者占比较高，尤其是资金来源于欧美成熟市场的资金，其目的不仅是投资增值获利，也是为了多样化资产配置，这类资金较为追求资金安全性，因此对公司的估值更为苛刻。

A 股、美股、港股地产板块 PE 的历史均值（2006 至 2018 年）分别为 24.6X、28.7X、8.6X，当前美股 PE 与历史均值折价 55.2%，A 股房地产股 PE 较历史均值折价 64.2%，港股房地产股 PE 较历史均值折价为 25.8%，我们认为 A 股从 PE 相对估值角度处于历史低位，具有较大的估值修复空间。

PB 比较:

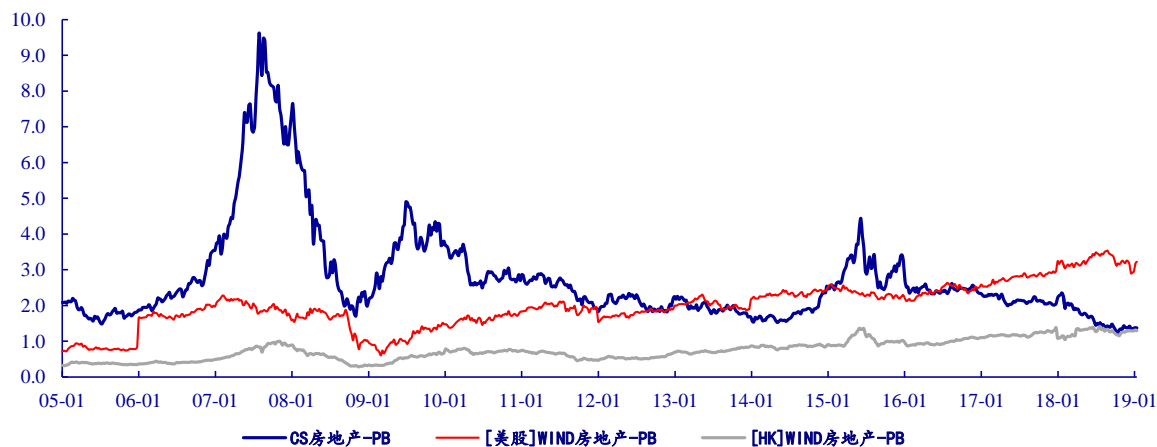
国内房地产板块市净率高于港股，低于美股。以 2019 年 1 月 18 日收盘价计算，国内地产板块的市净率为 1.4 倍，较上周（1.4 倍）持平，同期美国地产板块为 3.2 倍，较上周持平，港股地产板块为 1.3 倍，较上周持平。以 CS 房地产对各国房地产板块的 PB 溢价率/折价率计算，国内相对美国房地产板块的溢价率较历史平均水平低 116 个百分点，当前值为-57.44%，历史均值为 58.92%。国内相对港股房地产板块的溢价率较历史平均水平低 309 个百分点，当前值为 6.0%，历史均值为 315.1%。国内地产指数市净率估值水平处于历史低位，未来提升空间较大。

图 3: A 股、美股、港股房地产板块 PE 比较



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: A 股、美股、港股房地产板块 PB 比较

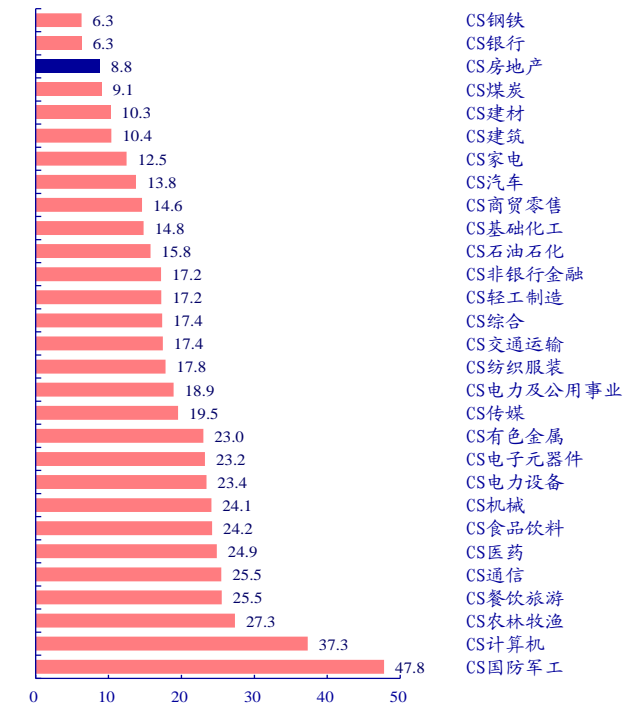


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

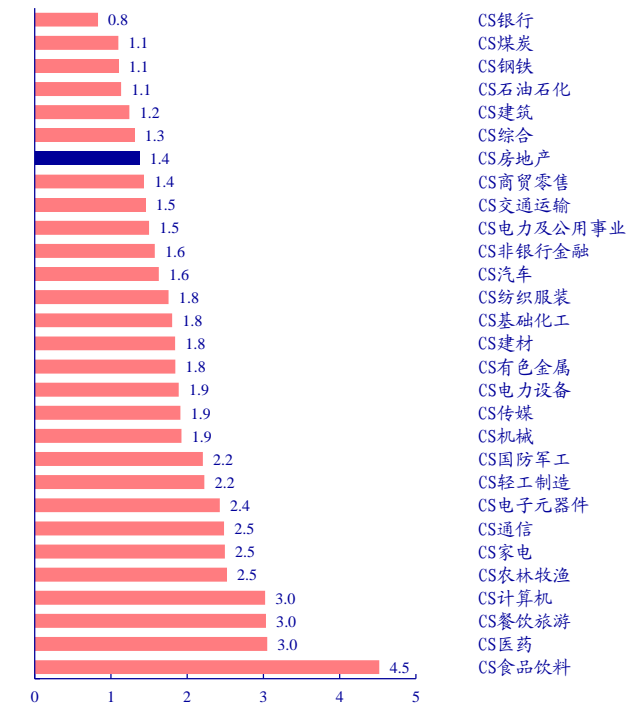
3、房地产板块与各行业 PE、PB 估值比较

按照中信一级行业分类，我们统计了各行业的 PE 情况，截止到 2019 年 1 月 18 日，PE 最低的是钢铁行业，仅 6.3 倍市盈率，房地产行业 PE 为 8.8X，排名倒数第三，在所有行业分类中房地产的相对估值是偏低的。

同样按照中信一级行业分类，我们统计了各行业的 PB 情况，截止到 2019 年 1 月 18 日，PB 最低的是银行业，仅 0.8 倍 PB，其次是煤炭行业，房地产行业排倒数第七，市净率为 1.4X，从行业纵比的角度来看房地产的 PB 估值也是偏低的。

图 5: 中信一级行业各行业 PE 比较 (统计时间 2019.1.18)


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 6: 中信一级行业各行业 PB 比较 (统计时间 2019.1.18)


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

4、国际与国内重点公司估值比较

我们计算了美股主流房地产公司 2018 年前三季度及前一年度的收入、净利润增速及估值等。从收入角度看，18 年前三季度收入增速平均为 24.26%，中位数为 19.93%；前一年度收入同比增速平均为 18.58%，中位数为 15.49%。从净利润角度看，18 年前三季度净利润增速平均为 56.40%，中位数为 43.01%；前一年度净利润同比增速平均为 25.36%，中位数为 21.78%。而其所对应的估值（以 2019.1.18 日计）平均数为 10.01 倍，估值中位数为 8.59 倍，多数处于 10-25 倍之间。

A 股市场，我们列示国内市值居前的 30 只房地产行业重点覆盖公司如下表。从收入角度看，其 18 年前三季度收入增速平均为 24.46%，中位数为 30.27%；前一年度收入平均增速为 37.19%，中位数为 17.13%。从净利润角度看，18 年上半年净利润增速均值为 47.17%，中位数为 31.82%；前一年度的净利润平均增速为 94.52%，中位数为 36.16%。而观察其目前的估值水平（以 2019.1.18 日计），市盈率平均为 7.14 倍，中位数为 7.69 倍，主要位于 10-25 倍区间。

表 2: 美股房地产公司业绩增速与估值 (截止 2019 年 1 月 18 日) (市值单位: 亿美元)

证券代码	证券简称	净利润同比增速%		收入同比增速%		市盈率 TTM	当前市值
		18Q3	Y17	18Q3	Y17	2019/1/18	2019/1/18
DHL.N	霍顿房屋(HORTON DR)	37.10	17.16	16.42	15.90	9.58	139.90
LEN.N	莱纳房产(LENNAR)	79.62	-11.12	59.27	15.49	8.59	142.39
LEN_B.N	莱纳房产(LENNAR)B 类股	79.62	-11.12	59.27	15.49	6.91	142.39
NVR.N	NVR	36.85	26.40	15.14	8.30	13.05	90.03
PHM.N	普尔特房屋(PULTE)	112.10	-25.80	24.32	11.80	8.76	74.68
TOL.N	托尔兄弟	27.23	40.15	23.79	12.49	6.80	50.85
BLD.N	TOPBUILD CORP	81.02	117.80	24.19	9.38	8.53	17.16
TMHC.N	Taylor Morrison	185.58	73.37	7.11	9.44	9.57	20.96
TPH.N	TRI POINTE GROUP INC	50.68	-4.09	26.66	16.79	7.29	17.83
KBH.N	KB HOME	-23.61	70.99	7.87	21.58	11.37	17.94
IBP.N	INSTALLED BUILDING PRODUCTS INC	26.11	7.04	18.04	31.28	24.76	12.15
MTH.N	MERITAGE HOMES	40.99	-4.20	8.89	6.08	8.58	16.08
MDC.N	MDC HOLDINGS INC	33.06	37.42	14.56	10.78	9.32	16.89
CVCO.O	卡寇工业	0.00	62.04	0.00	12.59	17.22	13.58
LGIH.O	LGI HOMES INC	45.02	51.01	26.53	50.06	8.52	12.63
WLH.N	William Lyon Homes	57.65	-19.37	21.81	27.77	6.44	4.45
CCS.N	CENTURY COMMUNITIES INC	112.27	1.52	66.19	43.18	7.34	6.42
MHO.N	MI 家居	33.91	27.33	16.68	16.00	7.56	6.89
	均值	56.40	25.36	24.26	18.58	10.01	44.62
	中位数	43.01	21.78	19.93	15.49	8.59	17.50
	最大值	185.58	117.80	66.19	50.06	24.76	142.39
	最小值	-23.61	-25.80	0.00	6.08	6.44	4.45

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 3: 港股房地产公司业绩增速与估值 (截止 2019 年 1 月 18 日) (单位: 亿港元)

证券代码	证券简称	净利润同比增速%		收入同比增速%		市盈率 TTM	当前市值
		18H1	Y17	18H1	Y17	2019/1/18	2019/1/18
2202.HK	万科企业	24.94	33.44	55.15	3.69	9.0	3,279.8
0016.HK	新鸿基地产	59.89	27.91	18.43	-13.94	7.2	3,592.5
0001.HK	长和	13.20	6.34	11.23	-4.36	8.2	3,054.1
2007.HK	碧桂园	72.50	126.31	69.05	48.94	5.6	2,101.8
3333.HK	中国恒大	63.56	378.73	60.15	47.03	7.0	2,997.5
0688.HK	中国海外发展	7.22	10.12	1.74	3.72	7.2	3,045.8
1113.HK	长实集团	65.30	55.16	-41.97	-16.96	5.9	2,343.5
0012.HK	恒基地产	14.97	38.86	2.64	-4.35	5.9	1,899.1
1109.HK	华润置地	96.07	18.03	40.34	8.36	7.7	2,159.0
1997.HK	九龙仓置业	107.73	73.62	-14.57	24.05	6.7	1,515.1

1972.HK	太古地产	43.64	125.63	-35.08	10.47	4.1	1,661.4
0960.HK	龙湖地产	23.26	37.65	46.53	31.82	8.4	1,355.0
	均值	49.36	77.65	17.80	11.54	6.9	2,417.0
	中位数	51.76	38.25	14.83	6.04	7.1	2,251.2
	最大值	107.73	378.73	69.05	48.94	9.0	3,592.5
	最小值	7.22	6.34	-41.97	-16.96	4.1	1,355.0

资料来源: wind, 中国银河证券研究院 (港股三季报数据未出, 暂时列示半年报数据)

表 4: A 股主要房地产公司业绩增速与估值 (截止 2019 年 1 月 18 日)

证券代码	证券简称	净利润同比增速%		收入同比增速%		市盈率 TTM	当前市值
		18Q3	Y17	18Q3	Y17	2019/1/18	2019/1/18
000002.SZ	万科 A	26.09	33.44	50.32	1.01	9.19	2829.39
600048.SH	保利地产	16.04	25.80	25.67	-5.45	7.64	1435.73
600383.SH	金地集团	131.21	8.61	60.27	-32.15	4.69	460.94
002146.SZ	荣盛发展	33.98	38.88	40.89	26.39	5.46	366.55
000981.SZ	银亿股份	-5.53	134.76	-25.03	29.10	6.40	122.05
000540.SZ	中天金融	185.77	-29.18	-25.43	-11.90	4.99	257.09
000732.SZ	泰禾集团	15.35	24.43	22.51	17.38	7.50	173.73
000671.SZ	阳光城	155.55	67.63	67.13	69.22	7.20	217.89
000656.SZ	金科股份	131.26	43.67	48.79	7.82	9.63	312.91
000402.SZ	金融街	-27.91	7.20	-45.39	28.54	7.84	204.14
000537.SZ	广宇发展	225.09	275.54	49.89	135.68	3.16	137.27
002244.SZ	滨江集团	-35.83	22.35	88.38	-29.19	9.07	119.48
600376.SH	首开股份	89.62	24.26	36.23	22.74	5.90	187.53
600823.SH	世茂股份	5.76	5.17	24.27	36.17	6.35	146.30
600266.SH	北京城建	39.09	0.87	8.47	20.77	7.85	129.12
600094.SH	大名城	-91.53	68.04	71.19	16.88	11.63	92.59
600325.SH	华发股份	85.85	59.11	2.72	49.76	5.78	137.24
000031.SZ	中粮地产	72.67	31.27	-7.39	-22.10	6.84	90.87
601155.SH	新城控股	56.69	99.68	47.10	44.89	8.28	592.62
000517.SZ	荣安地产	-15.01	263.75	-40.24	146.82	16.54	77.69
000918.SZ	嘉凯城	45.68	398.39	-18.37	-59.06	5.00	122.14
000718.SZ	苏宁环球	7.64	7.15	-28.55	-30.06	7.99	94.98
600240.SH	华业资本	-114.94	-18.08	41.04	-25.78	-89.09	39.59
600622.SH	光大嘉宝	29.66	84.40	105.87	30.45	10.59	68.29
000620.SZ	新华联	27.70	63.63	66.50	-0.99	8.65	79.47
002016.SZ	世荣兆业	45.38	875.09	-9.54	116.70	6.78	74.03
600185.SH	格力地产	-6.34	3.94	-17.22	0.27	14.44	86.32
600733.SH	SST 前锋	56.13	123.12	63.21	612.13	60.00	266.41
600641.SH	万业企业	-42.35	136.48	31.18	-34.25	7.74	79.16
600675.SH	中华企业	272.42	-43.75	29.36	-46.10	30.05	266.71

均值	47.17	94.52	25.46	37.19	7.14	308.94
中位数	31.82	36.16	30.27	17.13	7.69	137.26
最大值	272.42	875.09	105.87	612.13	60.00	2829.39
最小值	-114.94	-43.75	-45.39	-59.06	-89.09	39.59

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(四) 投资建议

行业需求端, 城镇化率仍存在上升空间, 真实潜在需求旺盛, 但由于房价高企, 总体有效需求仍然不足; 行业供给端, 房地产投资维持高位, 新开工增幅收窄, 拿地热度理性增长, 房企业绩向好且分化加剧, “去库存”政策及供给侧改革进入新阶段。预计整体房价涨幅 1%; 全年销售面积增速预计为-4%到-6%之间; 销售金额同比增速-2%到-4%; 投资层面, 我们综合考虑了土地成交、棚改和统计口径改变的影响, 预计房地产投资增速将缓慢下滑, 全年增速预计为 5%-7%。龙头房企销售速度仍有望保持 15%以上的正增长。集中度提升逻辑不变, 龙头房企能够发挥融资、品牌及运营管理优势, 获取更多高性价比的土地储备。一二线城市市场有望在 2019 年中期企稳回暖, 对冲三四线城市下跌风险。中小房企将加速退出市场。我们推荐业绩确定性强, 资源优势明显, 市占率有较大提升空间的万科 A(000002)、保利地产(600048)、新城控股(601155)。

三、投资组合

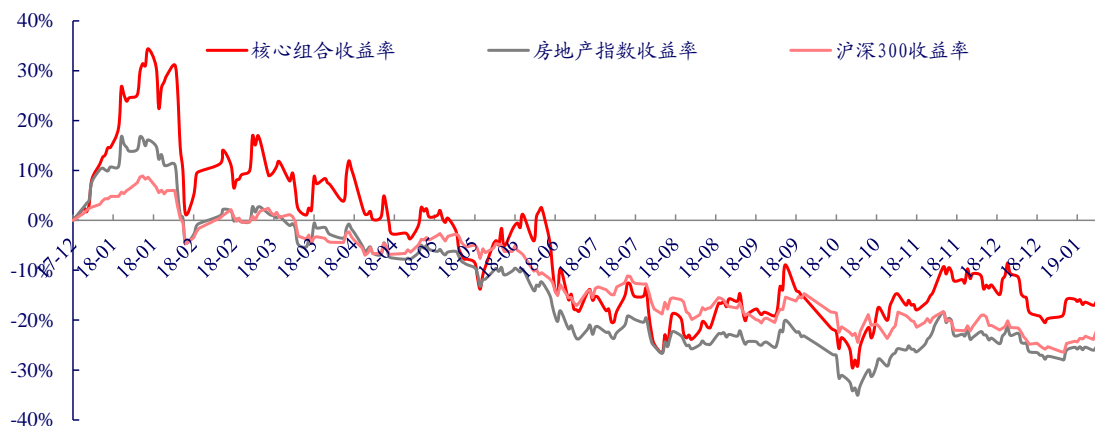
(一) 核心组合

表 5: 核心组合个股组成及推荐理由

投资组合	公司代码	公司名称	推荐理由	周涨跌幅	累计涨跌幅	相对收益率	持仓比例	累计收益率
核心组合	000002	万科 A	低估龙头; 受益市占率提升; 主要布局重点一二线城市, 看好 2018 年一二线城市销量增长	1.82%	-24.96%	6.78%	33%	-14.05%
	601155	新城控股	二线低估白马; 规模快速扩张	5.93%	-18.41%	13.34%	33%	
	600048	保利地产	低估龙头; 受益市占率提升; 主要布局重点一二线城市, 看好 2018 年一二线城市销量增长; 央企平台, 资源优势凸显	0.67%	-21.62%	10.12%	34%	

资料来源: 中国银河证券研究院 (相对收益率是指相对于 CS 房地产中信行业指数的收益率)

图 7: 投资组合总回报示意图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

房地产行业指数周涨跌幅 0.79%，2018 年初至今（2019.1.18）累计收益率-31.74%。2018 年初至上周五（2019.1.18），银河房地产核心组合累计收益率-14.05%。在累计方面，核心组合跑赢行业指数（-31.74%），核心组合跑赢沪深 300 指数（-24.71%）。单看上周（2019.1.14-2019.1.18），银河房地产核心组合收益率为 2.79%，跑赢房地产行业指数（0.79%）2.0 个百分点。

四、风险提示

房地产价格大幅下跌风险，调控政策超出预期风险，棚改进程低于预期。

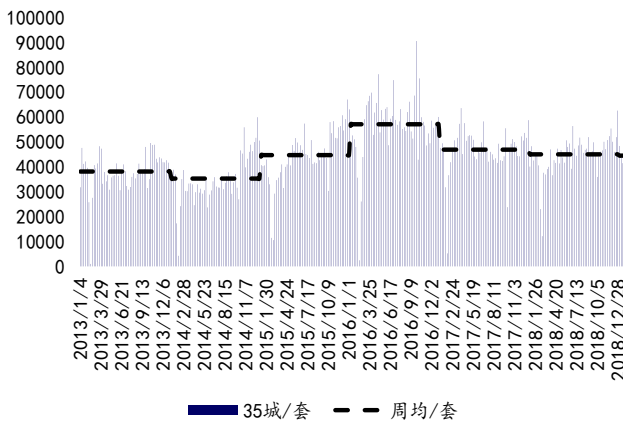
附录:

一、房地产行业数据跟踪

(一) 新房成交同比跌 2.7%，环比跌 5.2%

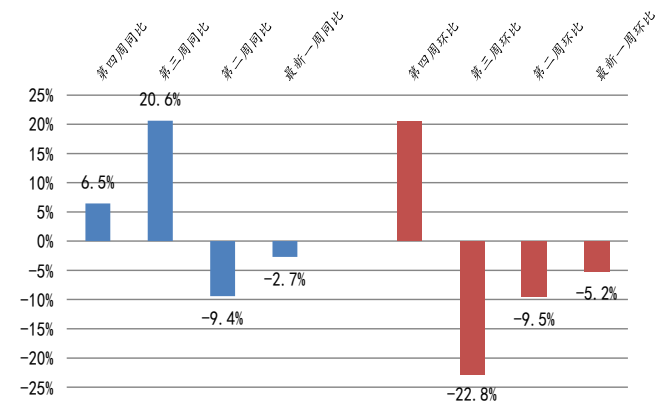
上周(2019.1.12-2019.1.18),我们重点关注的 35 城新房成交量同环比分别为-2.7%/-5.2%，相较前一周，成交同比、环比跌幅均收窄。上周新房成交量约 41386 套，低于 2019 年周均水平 44437 套，前 3 周累计同比上升 2%，累计涨幅较上周有所收窄。分一二三线城市来看，同比方面，一二三线城市周成交量同比涨跌幅分别为 4.3%/-14.6%/+9.3%，相较于前一周，一线同比涨幅收窄，二线同比跌幅收窄，三线上涨。环比方面，一二三线城市周成交量环比涨跌幅分别为 -4.5%/-6.3%/-4.4%，相较于前一周，一二线成交环比跌幅均收窄，三线环比跌幅小幅扩大。

图 8: 重点 35 城新房成交情况



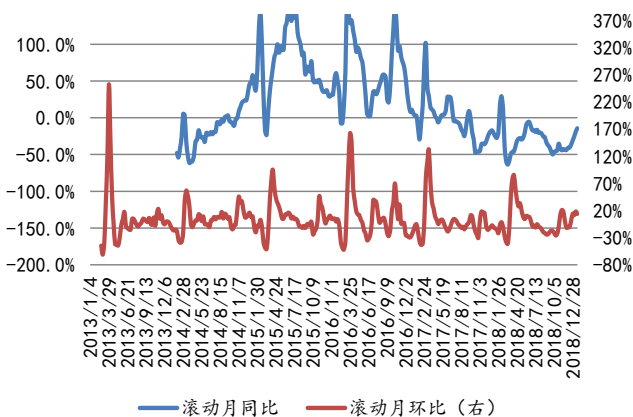
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 9: 重点城市周成交同比及环比



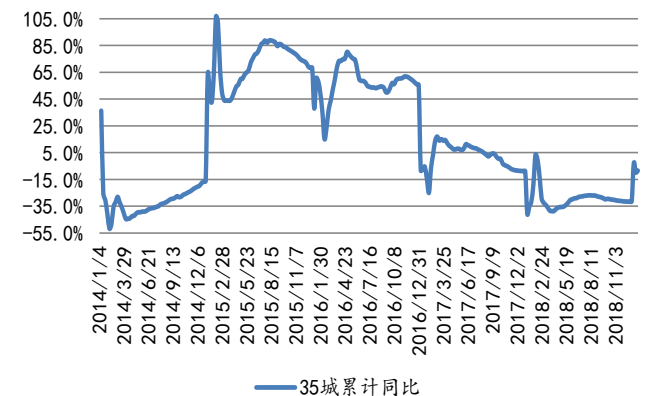
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 10: 重点城市周成交滚动月同比及月环比



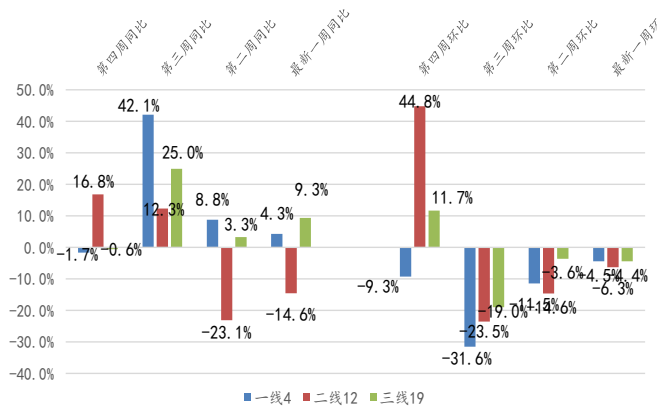
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 11: 重点城市累计同比



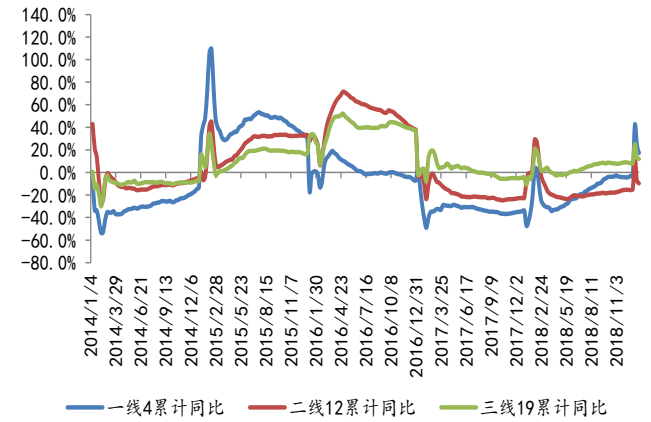
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 12: 重点一二三线城市成交量同比及环比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 13: 重点一二三线城市成交量累计同比

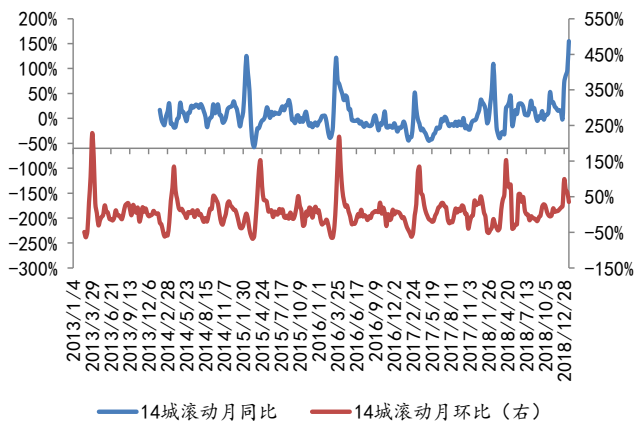


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 新增供应总体稳定, 一二三线城市去化周期均稳定

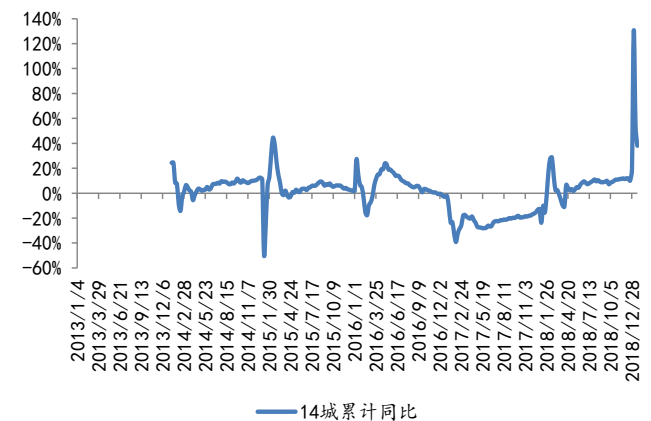
上周新增供应总体上继续呈现稳定。重点 14 城本周新增供给同环比分别为 8.8%/-5.9%，相较前一周，同比涨幅小幅上升，环比跌幅收窄。2019 年截止到上周（2019 年 1 月 18 日）新增供给累计增长 38%，增长幅度较前继续呈现收窄态势。其中，一二三线城市周新增供给同比为 40%/-33%/57%，同上周相比一三线同比由跌转涨，二线同比转跌。截至上周，一二三线新增供应累计同比为+11%/+35%/+69%，一线累计同比由跌转涨，二三线累计同比涨幅下降。重点 14 城去化周期 8.8 个月，较前基本持平。一二三线城市去化周期 8.80/9.99/17.68 个月，较前一周基本持平。

图 14: 重点城市新增供给滚动月同比及月环比



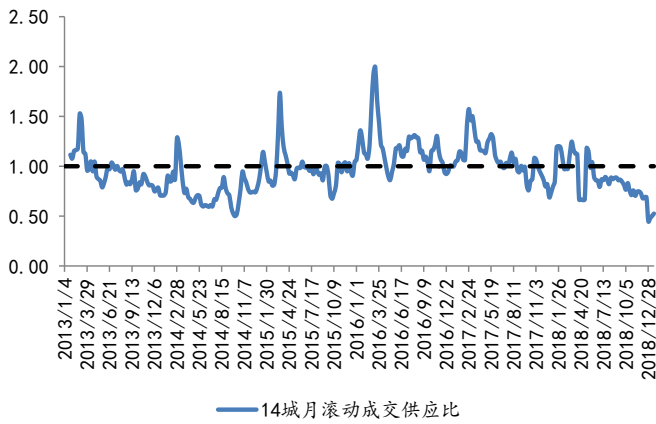
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 15: 重点城市新增供给累计同比



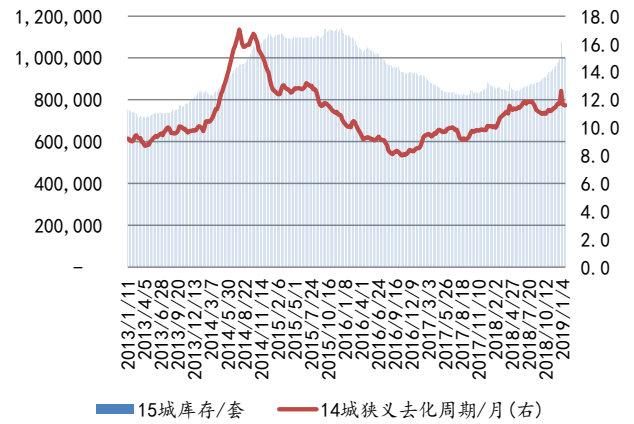
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 16: 重点城市月滚动成交供应比



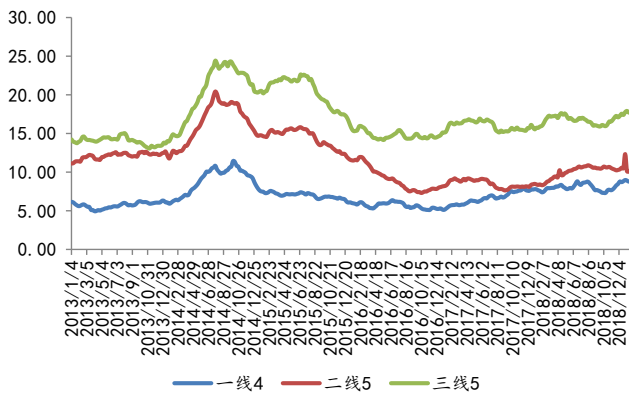
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 17: 重点城市库存及狭义去化周期



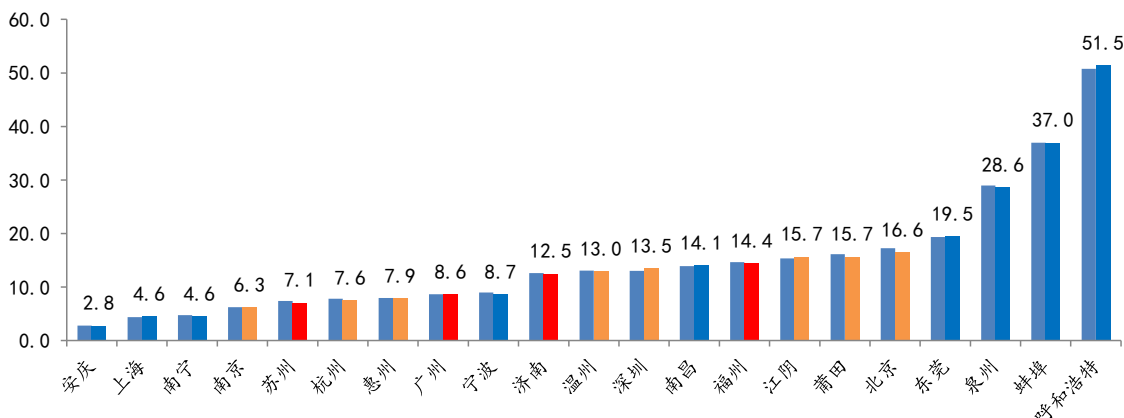
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 18: 重点一二三线狭义去化周期



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 19: 重点城市最新两周周末库存及狭义去化周期/月

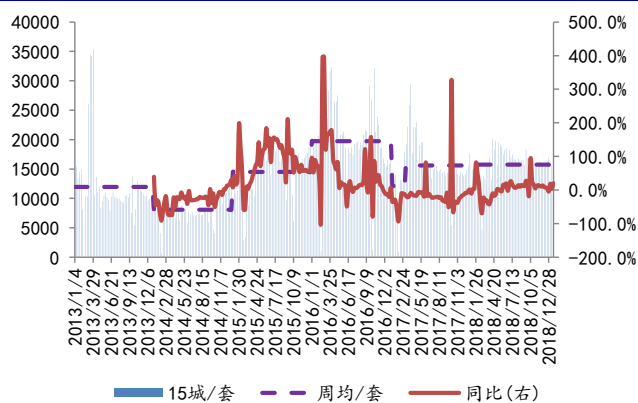


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 二手房成交高位继续, 中原数据低位徘徊, 量升价稳预期不变

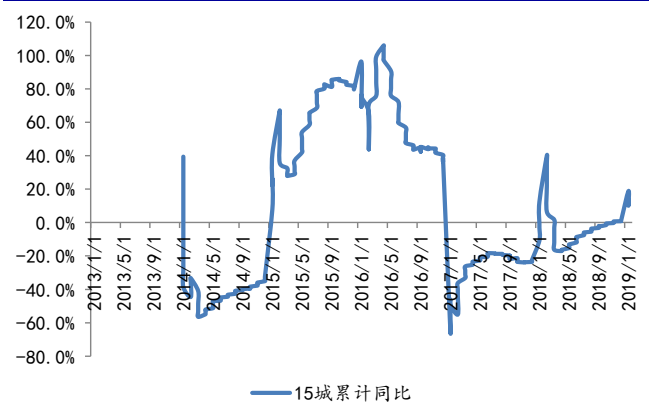
重点 15 城上周二手房成交量同环比分别为+20.1%/+12.5%，同比数据较上周涨幅增大，环比涨幅收窄。前 3 周二手房成交量累计涨幅 13.7%，较上周涨幅略有扩大。北京深圳一线城市成交量上周同比下降 5.3%，二线上涨 37.4%，三线上涨 15.7%，一二线二手房周成交量增加，三线微跌。从二手房中原报价指数来看，截止 1 月 18 日，6 个受监测的重点城市报价指数继续维持在 50% 以下，其中天津最低，仅为 28.36%。（中原报价指数：当中原报价指数高于 50% 时，说明报价上调房源占比高于报价下跌房源的占比，房价上升的可能性较大；低于 50% 时，说明报价下跌房源的占比高于报价上调房源占比，房价很可能会下跌。）由此可见，总体上看，二手房成交继续维持前期高水平。我们认为，一方面，因新房市场供不应求，大量积压刚需及改善型需求逐渐放弃观望态度，转向二手房市场释放，另一方面，新增供给水平增加，也使得购房需求外溢二手房市场。

图 20：重点城市二手房周成交情况



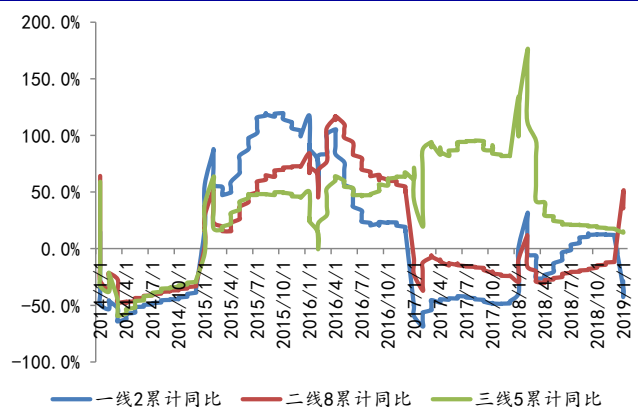
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 21：重点城市二手房成交累计同比



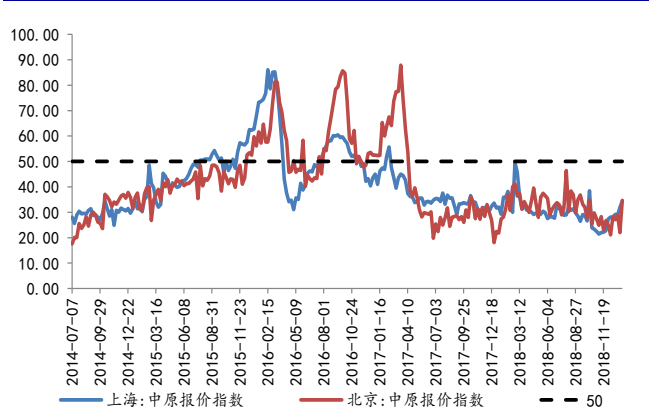
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 22：一二三线城市二手房成交累计同比



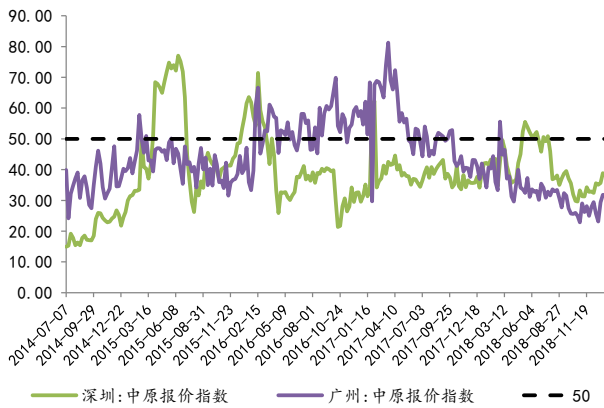
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 23：北京上海二手房中原报价指数



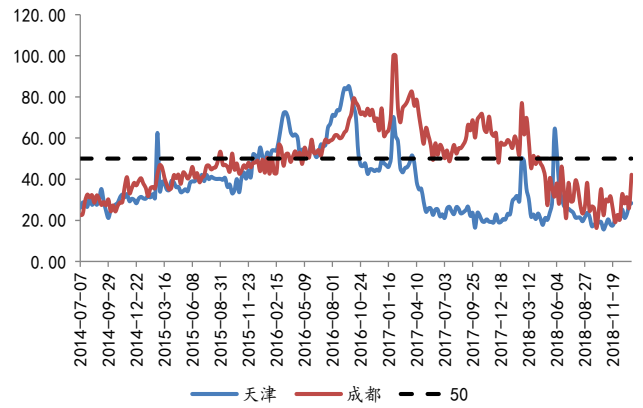
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 24: 深圳广州二手房中原报价指数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 25: 天津成都二手房中原报价指数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(四) 一线土地供升求降, 二三线供地减小, 成交缩量继续

供应方面, 第 3 周 (2019.01.14-2019.01.20) 100 大中城市住宅类用地供应 20 宗, 合计建面 308 万平米, 其中, 一线城市 5 宗 51 万平, 二线城市 9 宗 190 万平, 三线城市 6 宗 67 万平。累计方面, 2019 年累计供应 148 宗, 相比 2018 年同期的 241 宗减少 93 宗, 累计供应建面 308 万平米, 同比下降 34.69%; 分一二三线城市看, 一线城市土地供应累计上升 6 宗, 建面上升 423.31%, 二线城市下降 35 宗, 建面减少 39.54%, 三线城市减少 64 宗, 建面减少 34.91%。累计方面, 一线城市土地供应量上升, 二三线土地供应减少。

成交方面, 第 3 周 100 大中城市住宅类土地成交 27 宗, 合计建面 410 万平米, 其中, 一线城市成交 7 宗 52 万平米, 二线城市 16 宗 66 万平米, 三线城市 4 宗 52 万平米。累计方面, 2019 年前 3 周累计成交 138 宗, 相比 2018 年同期 251 宗减少 113 宗, 累计成交建面 1540 万平米, 同比下降 47.99%; 分一二三线城市看, 一线城市土地成交累计减少 9 宗建面降 60.56%, 二线城市降 31 宗建面降 30.45%, 三线城市降 73 宗建面增 59.96%, 一二线城市累计成交缩量继续。

表 6: 100 大中城市住宅土地供应情况

	供应宗数	周平均	累计	供应建面	周平均	累计	同比
2014 年第 3 周	76	102	328	835	1225	3827	-16.54%
2015 年第 3 周	138	93	422	1287	1074	4731	23.62%
2016 年第 3 周	83	85	271	1012	1009	3123	-33.99%
2017 年第 3 周	45	99	323	441	1164	4198	34.44%
2018 年第 3 周	79	114	241	806	1377	2796	-40.55%
2019 年第 3 周	20	49	148	308	609	1826	-34.69%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 7: 2018 年第 35 周一二三线城市住宅土地供应情况

	上年累计宗数	今年累计宗数	上年累计建面(万平方米)	今年累计建面(万平方米)	同比
一线	3	9	17	89	423.31%
二线	109	74	1543	933	-39.54%
三线	129	65	1237	805	-34.91%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 8: 100 大中城市住宅土地成交情况

	成交宗数	周平均	累计	成交建面(万平方米)	周平均	累计	同比%	溢价率
2014 年第 3 周	166	87	497	2469	1057	6231	22.41%	24.47
2015 年第 3 周	88	76	342	1125	900	4859	-22.03%	15.71
2016 年第 3 周	84	71	346	721	844	4353	-10.41%	32.19
2017 年第 3 周	69	92	388	700	1107	4882	12.16%	54.72
2018 年第 3 周	99	93	251	1089	1104	2961	-55.04%	19.05
2019 年第 3 周	27	46	138	410	513	1540	-47.99%	10.44

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 9: 2018 年第 35 周一二三线城市住宅土地成交情况

	上年累计宗数	今年累计宗数	上年累计建面(万平方米)	今年累计建面(万平方米)	同比	上年累计楼面均价(元/平方米)	今年累计楼面均价(元/平方米)
一线	23	14	281	111	-60.56%	13023	9755
二线	97	66	1027	839	-30.45%	8202	6375
三线	131	58	1474	590	59.96%	2647	2383

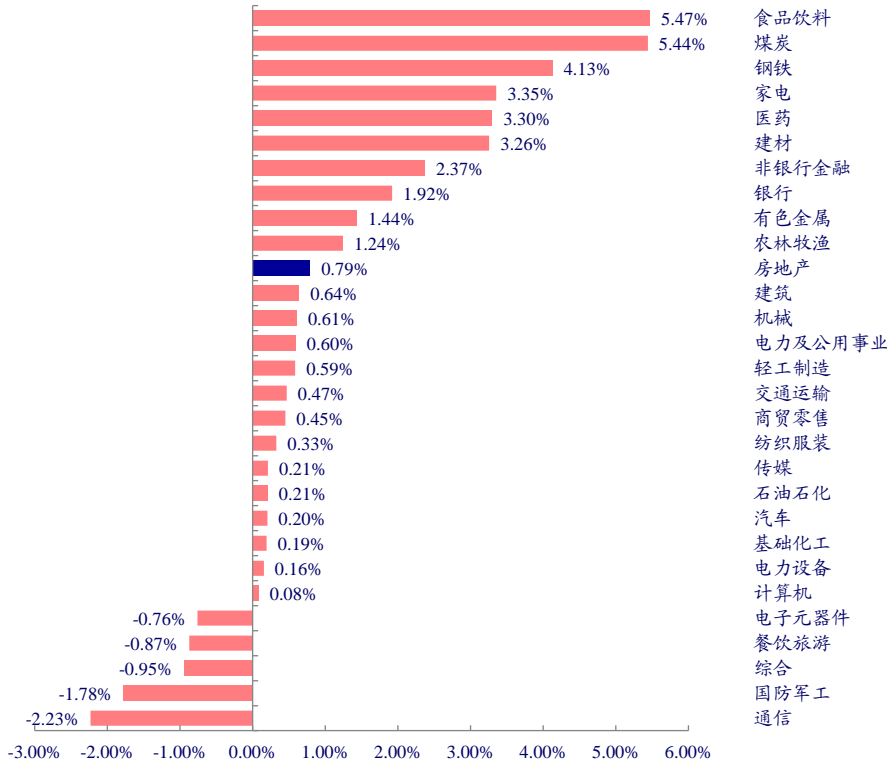
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

二、板块市场行情

(一) 板块市场表现

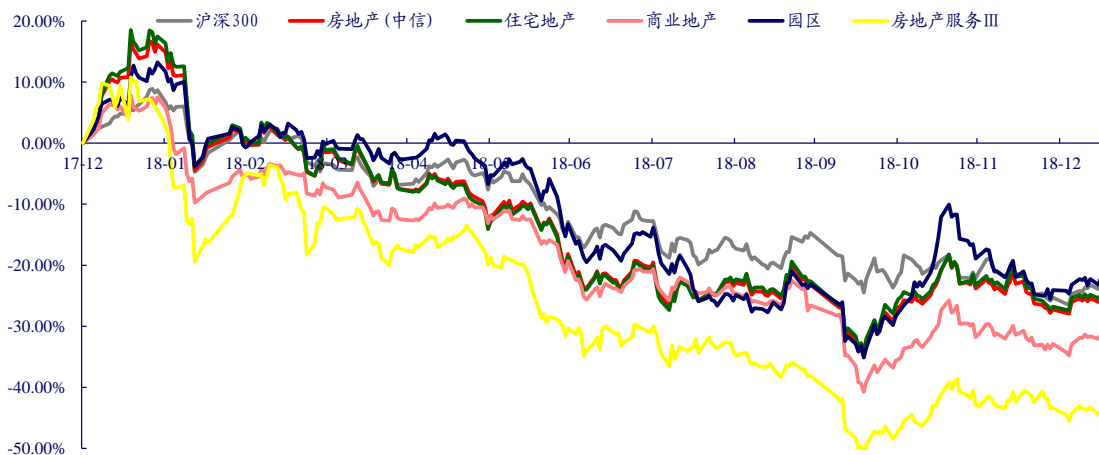
1 月 14 日至 1 月 18 日(上周), 以中信一级行业统计的本周各行业板块以上涨为主, 其中房地产板块涨幅 0.79%, 同期上证综指涨幅 1.65%, 沪深 300 涨幅 2.37%, 房地产行业跑输上证综指和沪深 300, 在 29 个一级行业中排名第十一。

图 26: 上周各一级行业表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 27: 年初至今房地产各子行业表现图

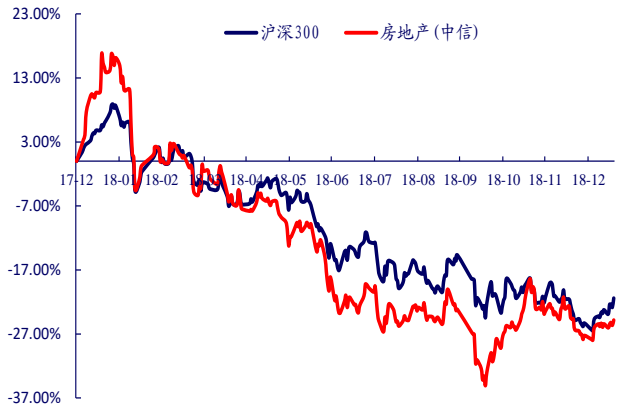


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

本周各子行业指数呈现反弹。各子行业表现来看, 2018 年初至 2019 年 1 月 18 日, 房地产中信一级行业指数跌幅为 24.83%, 住宅地产指数跌幅 24.34%, 商业地产指数跌幅 31.67%, 园区指数跌幅 19.87%, 房地产服务指数跌幅 44.92%, 相比前一周, 各子行业中园区地产子板

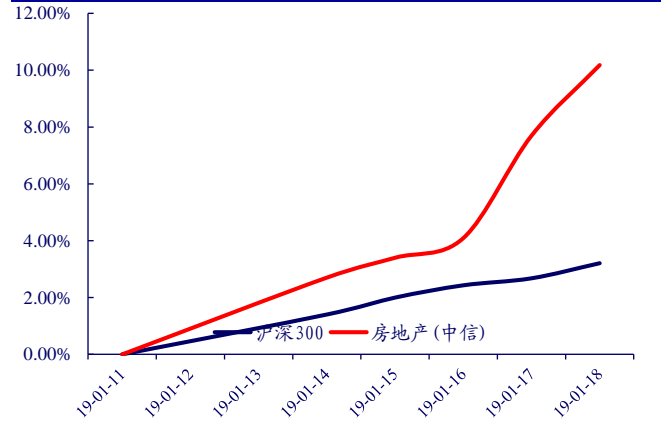
块表现好于其他。同期沪深 300 跌幅 21.40%。上周，房地产指数涨幅为 10.18%，沪深 300 指数涨幅 3.21%，房地产指数跑赢沪深 300。

图 28: 房地产行业指数相对于沪深 300 表现 (2018 年初至今)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 29: 房地产行业指数相对于沪深 300 表现 (上周)

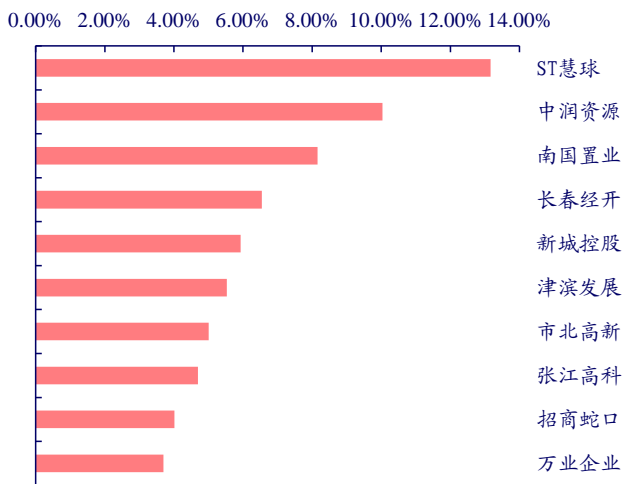


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 个股市场表现

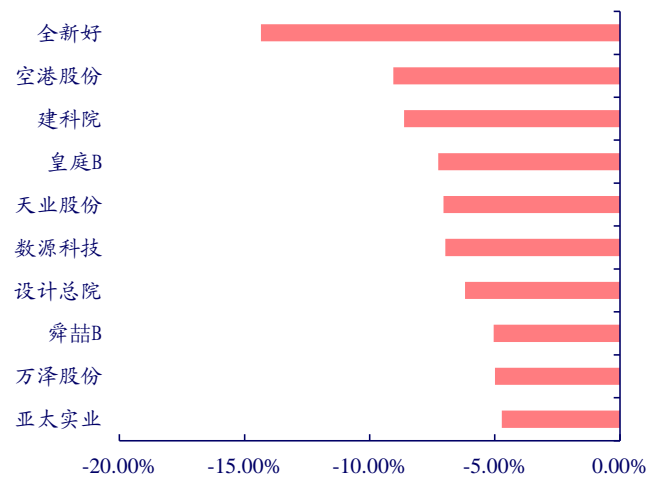
截至 1 月 18 日，上周房地产板块个股涨跌互现。本周房地产板块个股涨幅排名前三的是 ST 慧球 (600556.SZ) (+13.16%)、中润资源 (000506.SZ) (+10.03%)、南国置业 (002305.SZ) (+8.16%)；个股涨幅排名靠后的是全新好 (000007.SZ) (-14.34%)、空港股份 (600463.SH) (-9.06%)、建科院 (300675.SH) (-8.63%)。

图 30: 地产行业周涨幅排名前十的个股



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 31: 地产行业周跌幅排名前十的股票



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 11: 重点公司估值表格 (截止到 2019 年 1 月 18 日)

股票代码	股票简称	股价/元	EPS/元			PE			PB	投资评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
000002.SZ	万科 A	25.76	2.54	3.2	4.01	10.1	8.0	6.4	2.0	推荐
600048.SH	保利地产	12.07	1.32	1.7	2.02	9.1	7.2	6.0	1.2	推荐
600383.SH	金地集团	10.21	1.52	1.8	2.16	6.7	5.6	4.7	1.1	推荐
002146.SZ	荣盛发展	8.43	1.32	1.8	2.24	6.4	4.8	3.8	1.2	推荐
000540.SZ	中天金融	3.67	0.45	0.5	0.65	8.2	7.2	5.6	1.3	推荐
000732.SZ	泰禾集团	13.96	1.71	2.0	2.28	8.2	6.9	6.1	0.8	推荐
000671.SZ	阳光城	5.38	0.51	0.8	1.09	10.5	6.9	4.9	1.3	推荐
000656.SZ	金科股份	5.86	0.35	0.5	0.68	16.7	10.9	8.6	1.6	推荐
000402.SZ	金融街	6.83	1.01	1.1	1.32	6.8	5.9	5.2	0.7	推荐
000537.SZ	广宇发展	7.37	1.29	1.5	1.87	5.7	5.1	3.9	1.3	推荐
002244.SZ	滨江集团	3.84	0.55	0.6	0.79	7.0	6.4	4.9	0.8	推荐
600376.SH	首开股份	7.27	0.73	1.0	1.23	9.9	6.9	5.9	0.9	推荐
600823.SH	世茂股份	3.90	0.59	0.7	0.75	6.6	5.9	5.2	0.6	推荐
600266.SH	北京城建	8.24	0.93	1.1	1.37	8.9	7.3	6.0	0.7	推荐
600094.SH	大名城	3.81	0.57	0.7	0.75	6.7	5.9	5.1	0.8	推荐
600325.SH	华发股份	6.48	0.77	1.0	1.26	8.4	6.3	5.1	1.1	推荐
600622.SH	光大嘉宝	5.92	0.61	0.6	0.72	9.7	10.0	8.3	1.2	推荐
000620.SZ	新华联	4.19	0.45	0.5	0.66	9.3	7.7	6.4	1.2	推荐
002016.SZ	世荣兆业	9.15	1.13	1.7	2.22	8.1	5.5	4.1	3.0	推荐
均值								5.6	1.2	

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 地产股 PE 估值及溢价/折价分析	4
图 2: 地产股 PB 估值及溢价/折价分析	4
图 3: A 股、美股、港股房地产板块 PE 比较	6
图 4: A 股、美股、港股房地产板块 PB 比较	6
图 5: 中信一级行业各行业 PE 比较 (统计时间 2019.1.18)	7
图 6: 中信一级行业各行业 PB 比较 (统计时间 2019.1.18)	7
图 7: 投资组合总回报示意图	11
图 8: 重点 35 城新房成交情况	12
图 9: 重点城市周成交同比及环比	12
图 10: 重点城市周成交滚动月同比及月环比	12
图 11: 重点城市累计同比	12
图 12: 重点一二三线城市成交量同比及环比	13
图 13: 重点一二三线城市成交量累计同比	13
图 14: 重点城市新增供给滚动月同比及月环比	13
图 15: 重点城市新增供给累计同比	13
图 16: 重点城市月滚动成交供应比	14
图 17: 重点城市库存及狭义去化周期	14
图 18: 重点一二三线狭义去化周期	14
图 19: 重点城市最新两周周末库存及狭义去化周期/月	14
图 20: 重点城市二手房周成交情况	15
图 21: 重点城市二手房成交累计同比	15
图 22: 一二三线城市二手房成交累计同比	15
图 23: 北京上海二手房中原报价指数	15
图 24: 深圳广州二手房中原报价指数	16
图 25: 天津成都二手房中原报价指数	16
图 26: 上周各一级行业表现图	18
图 27: 年初至今房地产各子行业表现图	18
图 28: 房地产行业指数相对于沪深 300 表现 (2018 年初至今)	19
图 29: 房地产行业指数相对于沪深 300 表现 (上周)	19
图 30: 地产行业周涨幅排名前十的个股	19
图 31: 地产行业周跌幅排名前十的股票	19

表格目录

表 1: 热点事件及分析.....	2
表 2: 美股房地产公司业绩增速与估值(截止 2019 年 1 月 18 日)(市值单位: 亿美元).....	8
表 3: 港股房地产公司业绩增速与估值(截止 2019 年 1 月 18 日)(单位: 亿港元).....	8
表 4: A 股主要房地产公司业绩增速与估值(截止 2019 年 1 月 18 日).....	9
表 5: 核心组合个股组成及推荐理由.....	10
表 7: 100 大中城市住宅土地供应情况.....	16
表 8: 2018 年第 35 周一二三线城市住宅土地供应情况.....	17
表 9: 100 大中城市住宅土地成交情况.....	17
表 10: 2018 年第 35 周一二三线城市住宅土地成交情况.....	17
表 11: 重点公司估值表格(截止到 2019 年 1 月 18 日).....	20

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

潘玮，房地产行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：	尚薇	010-83574522	shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：	王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：	舒英婷	010-66561317	shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：	何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn