

2020年05月09日

财务状况持续改善，预收覆盖夯实业绩

房地产行业 2019 年年报及 2020 年一季度总结及展望

报告摘要：

► 板块分析：业绩稳步释放，财务显著改善

2019 年及 2020 年一季度，房企业绩稳定增长，盈利能力保持高位，财务杠杆率下行，短期偿债能力加强，同时已售未结资源丰富，保障未来业绩持续增长。

► 市场分析：涨幅落后大盘，估值处于历史低位

今年年初至 4 月 30 日，申万房地产板块下跌 10.5%，跑输沪深 300 指数 6.0 个百分点，涨跌幅在 28 个行业中排名第 23。我们重点关注的房企中，金科股份（涨幅 3.65%）及保利地产（涨幅 0.37%）表现优于板块。从估值角度看，截止 2020 年 4 月 30 日，申万房地产板块市盈率（TTM，整体法，剔除负值）为 8.41，相比年初 9.55 倍的 PE 降低了 1.04，历史 PE 分位点为 4.90%，股息率为 3.18%，板块估值处于历史低位。

► 展望：政策主导，以“稳”为主

展望 2020 年第二季度，我们认为政策面依旧延续“因城施策”和“稳房价、稳地价、稳预期”的方针，房地产行业将继续保持平稳发展的态势。中央政策方面，发改委发布《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》，推动户籍制度改革。货币政策方面，年初以来央行数次降准，货币端的宽松有利于房企融资状况改善。从地方来看，多地在土地款缴纳、预售条件上有所放松，部分城市对限购限售政策有所放松。总体来说，我们认为 2020 年调控政策依旧稳字为主，但在房地产市场热度已经有所下降的背景下，各地对于房地产调控政策从加严多于放松转变为放松多于加严。关于房地产市场，预计房价也将保持平稳，不会出现大涨或者大跌。

► 投资建议

2019 年房地产板块业绩保持高速增长，盈利能力维持高位，财务杠杆有所优化。2020Q1 房地产业绩有所下滑，主要系疫情冲击导致。由于购房需求不会因为疫情消失，随着疫情基本得到控制，各地复工复产稳步推进，业绩与销售将逐步恢复。当前，行业估值仍处低位，业绩确定性强，股息高，政策宽松的情况下，估值有望持续修复，值得重点关注。我们重点推荐业绩确定性强的龙头房企万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、阳光城、招商蛇口、蓝光发展、华夏幸福。相关受益标的包括融创中国、龙湖集团、旭辉集团、中国奥园、中国恒大、中国金茂等。

► 风险提示

销售不及预期，调控政策放松不及预期。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：由子沛

邮箱：youzp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

研究助理：侯希得

邮箱：houxd@hx168.com.cn

盈利预测与估值

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	重点公司							
				EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000002.sz	万科A	26.26	增持	3.44	4.15	4.95	5.83	7.6	6.3	5.3	4.5
600048.sh	保利地产	15.89	增持	2.34	2.83	3.32	3.88	6.8	5.6	4.8	4.1
000656.sz	金科股份	8.14	买入	1.06	1.36	1.62	1.91	7.7	6.0	5.0	4.3
000961.SZ	中南建设	8.28	增持	1.12	1.93	2.43	2.8	7.4	4.3	3.4	3.0

资料来源：WIND、华西证券研究所

正文目录

1. 板块分析：业绩稳步释放，财务状况改善	4
1.1. 销售与业绩持续高增，盈利能力保持高位	4
1.2. 财务杠杆持续优化，短期偿债风险可控	8
1.3. 预收款保持高覆盖率，保障未来业绩增长	10
2. 市场分析：涨幅落后大盘，估值处于历史低位	11
3. 展望：“三稳”定位不变，地方政策边际改善	13
4. 投资建议	14
5. 风险提示	14

图表目录

图 1 板块营业收入及同比增速	4
图 2 15 家大中型房企营业收入及同比增速	4
图 3 板块归母净利润及同比增速	5
图 4 15 家大中型房企归母净利润及同比增速	5
图 5 板块销售商品、提供劳务收到的现金及增速	5
图 6 15 家大中型房企销售收到的现金及增速	5
图 7 板块销售毛利率及销售净利率	6
图 8 15 家大中型房企销售毛利率及销售净利率	6
图 9 板块期间费用率	7
图 10 15 家大中型房企期间费用率	7
图 11 板块少数股东损益及少数股东权益占比	8
图 12 15 家大中型房企少数股东损益及少数股东权益占比	8
图 13 板块货币资金及变动	8
图 14 15 家大中型房企货币资金及变动	8
图 15 板块现金短债比	9
图 16 15 家大中型房企现金短债比	9
图 17 板块资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率	10
图 18 大中房企资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率	10
图 19 板块净负债率	10
图 20 15 家大中型房企净负债率	10
图 21 年初至今申万房地产板块与其他行业板块涨跌幅比较（%，2020/4/30）	12
图 22 申万房地产板块估值变化	13

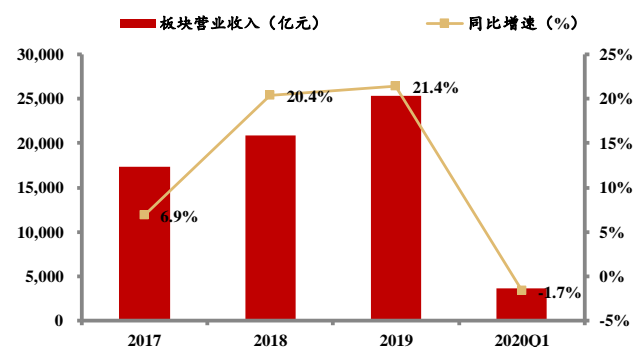
1. 板块分析：业绩稳步释放，财务状况改善

为了总结上市房企的业绩情况，我们选取申万房地产板块的 143 家公司，以 2019 年年报及 2020 年一季度数据作为板块数据的样本。另选取 15 家 A 股上市公司中销售排名 TOP40 的大中型房企，作为 15 家大中型房企进行着重分析，这 15 家包括：万科 A、保利地产、招商蛇口、新城控股、绿地控股、华夏幸福、金科股份、阳光城、大悦城、中南建设、华侨城 A、金地集团、蓝光发展、荣盛发展和首开股份。

1.1. 销售与业绩持续高增，盈利能力保持高位

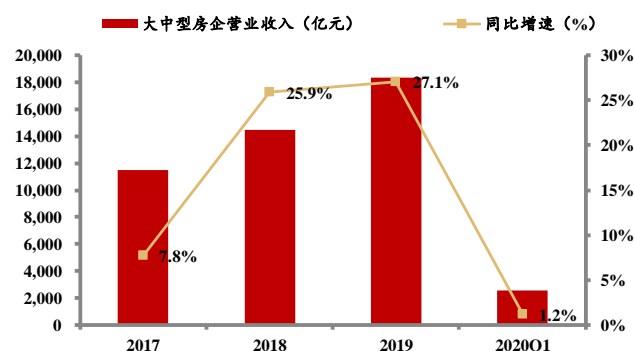
2019 年 A 股地产公司业绩稳步增长，板块整体营业收入增长 21.4%，归属母公司股东净利润同比增长 11.8%；2020 年一季度，板块整体营业收入同比减少 1.7%，归属母公司股东净利润同比减少 39.7%。2019 年 15 家大中型房企营业收入 27.1%，归属母公司股东净利润同比增长 24.5%；2020 年一季度，15 家大中型房企营业收入增长 1.2%，归属母公司股东净利润同比减少 8.5%。从营收来看，2019 年板块和 15 家大中型房企营业收入增速较去年分别提升了 1.0pct 和 1.2pct，主要系 2016 年-2018 年以来的高速增长的销售进入结算期，推动营收增速不断走高；2020Q1 营收出现明显放缓，主要系疫情冲击影响。从归母净利润来看，2019 年全年归母净利润增速有所下滑，2020Q1 归母净利润增速转负，同时归母净利润增速低于营收增速，其主要原因是：1) 结算项目毛利率下滑；2) 存货减值准备计提增加；3) 合作开发导致少数股东损益占比提高。整体来看，大中型房企业绩弹性优于板块，呈现强者恒强的趋势。

图 1 板块营业收入及同比增速



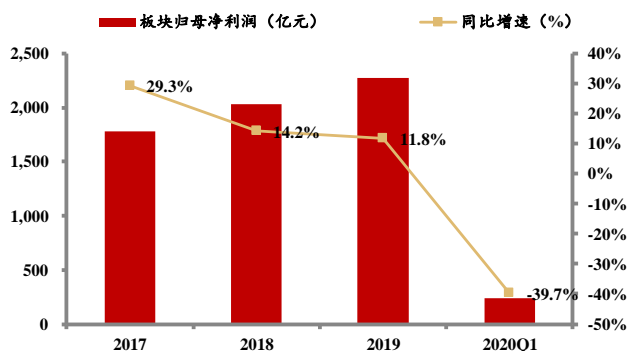
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 2 15 家大中型房企营业收入及同比增速



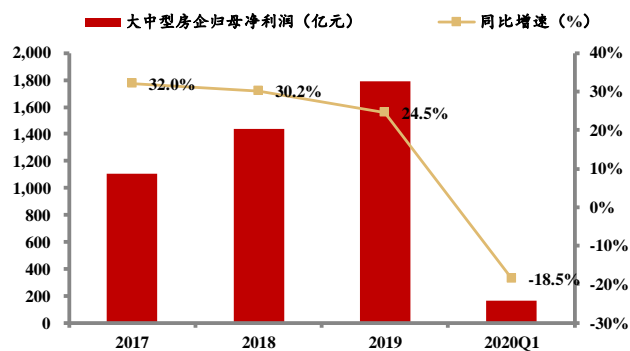
资料来源：WIND、华西证券研究所

图3 板块归母净利润及同比增速



资料来源：WIND、华西证券研究所

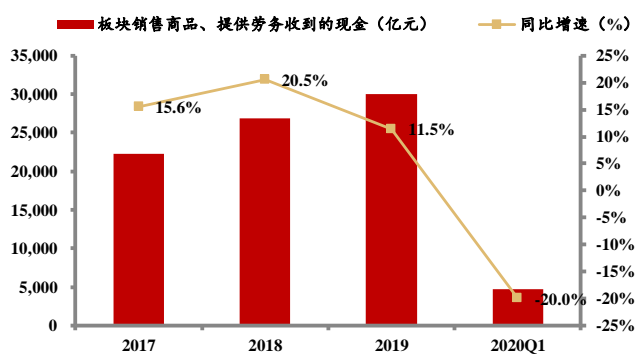
图4 15家大中型房企归母净利润及同比增速



资料来源：WIND、华西证券研究所

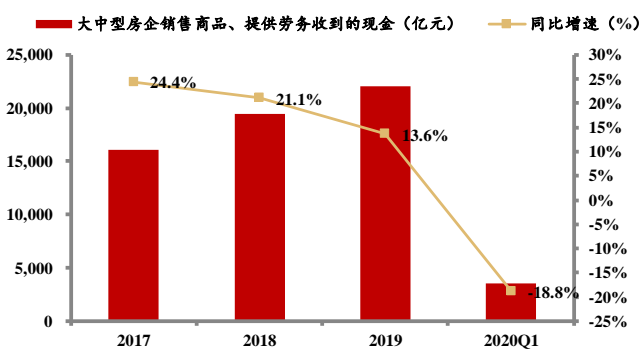
销售方面，我们通过“销售商品、提供劳务收到的现金”这个指标来观察整个板块的销售情况。2019年全年，板块销售商品、提供劳务收到的现金为29977亿元，同比增长11.5%，较2018年全年20.5%的增速下降9.0个百分点；2020年一季度，板块销售商品、提供劳务收到的现金为4701亿元，同比减少20.0%，同比转负。2019年全年，15家大中型房企销售商品、提供劳务收到的现金为22078亿元，同比增长13.6%，较2018年全年21.1%的增速下降7.4个百分点；2020年一季度，15家大中型房企销售商品、提供劳务收到的现金为3532亿元，同比减少18.8%，同比转负，其中招商蛇口、金科股份和新城控股逆市实现了正增长。整体来看，大中型房企销售情况优于整体板块，2019年全年增速较2018年有所放缓，2020Q1主要受疫情冲击同比转负。

图5 板块销售商品、提供劳务收到的现金及增速



资料来源：WIND、华西证券研究所

图6 15家大中型房企销售收到的现金及增速



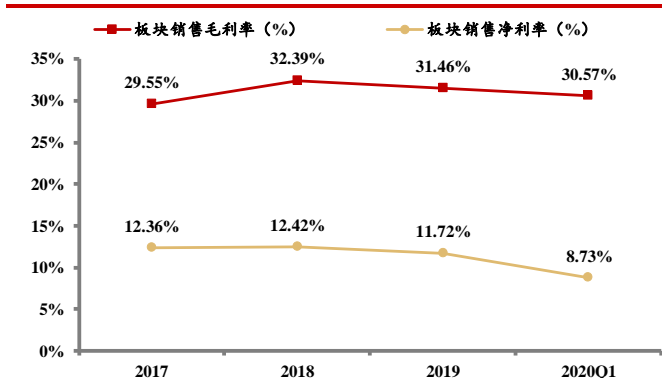
资料来源：WIND、华西证券研究所

从利润率情况来看，2019年板块整体销售毛利率为31.46%，较18年减少0.93个百分点，板块整体盈利能力略有下降，15家大中型房企销售毛利率为30.58%，较18年同期下降0.44个百分点，其中华侨城A、华夏幸福、大悦城及金地集团的销售毛利率分别为56.58%、43.68%、41.20%和40.50%，均显著高于大中型房企的平均水平。而2020年一季度，板块整体销售毛利率为30.57%，较19年同期降低1.61个百

分点，板块整体盈利能力有所下滑。15 家大中型房企销售毛利率为 28.79%，较 19 年同期下降 1.51 个百分点，其中华侨城 A、大悦城、华夏幸福及保利地产的销售毛利率分别为 64.78%、43.68%、42.41%和 39.78%，均显著高于大中型房企的平均水平；大中型房企中绿地控股的销售毛利率为 16.53%，由于绿地控股营收占 15 家大中型房企的比例较大，且营收中低毛利率基建业务占比较大，导致 15 家大中型房企销售毛利率低于板块销售毛利率；如剔除绿地控股的影响，其余 14 家大中型房企销售毛利率为 34.43%，高于板块 3.86 个百分点，盈利能力强于板块。

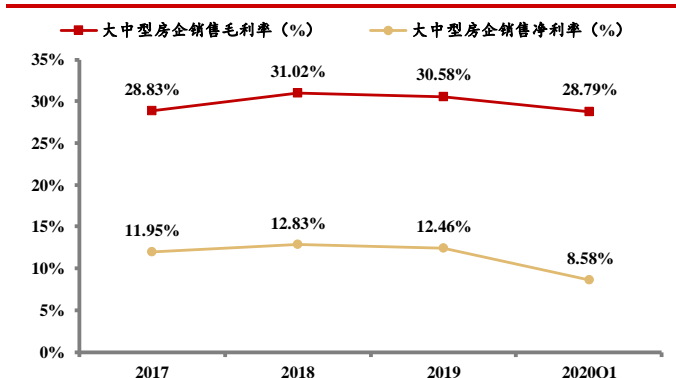
2019 年板块整体销售净利润率为 11.72%，较 18 年同期下降 0.70 个百分点；15 家大中型房企销售净利润率为 12.46%，较 18 年同期下降 0.37 个百分点，净利率水平高于板块；其中，金地集团、华侨城 A、招商蛇口及保利地产的销售净利率分别为 24.51%、23.89%、19.31%和 15.92%，均显著高于大中型房企的平均水平。2020 年一季度板块整体销售净利润率为 8.73%，较 19 年同期下降 4.40 个百分点；15 家大中型房企销售净利润率为 8.58%，较 19 年同期下降 2.11 个百分点，净利率水平略低于板块，同样主要系绿地控股的低净利率基建业务拖累；其中，金地集团、华夏幸福、保利地产及首开股份的销售净利率分别为 30.93%、15.75%、15.14%及 14.08%，均显著高于大中型房企的平均水平。总体来看，毛利率的下降使房企盈利能力小幅下滑。

图 7 板块销售毛利率及销售净利率



资料来源：WIND、华西证券研究所

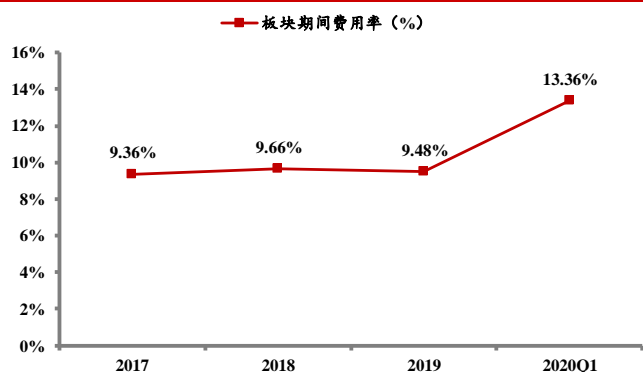
图 8 15 家大中型房企销售毛利率及销售净利率



资料来源：WIND、华西证券研究所

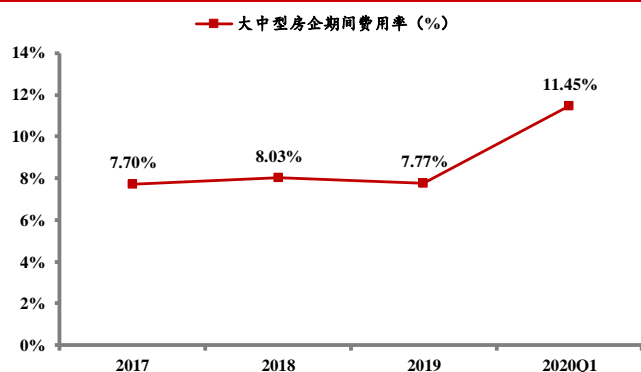
2019 年板块期间费用率为 9.48%，较 18 年同期下降 0.17 个百分点；15 家大中型房企期间费用率为 7.77%，较 18 年同期下降 0.26 个百分点，显著低于整体板块 1.71 个百分点，体现出大中型房企较强的成本管控能力。2020 年一季度，板块期间费用率为 13.36%，较 19 年同期上升 1.03 个百分点；15 家大中型房企期间费用率为 11.45%，较 19 年同期上升 0.76 个百分点，显著低于整体板块 1.91 个百分点。2019 年板块整体期间费用率有所下降，各房企优化了公司管理，对成本进行了有效管控。2020Q1 期间费用率的上升主要系营收受疫情冲击有所下滑，同时房企的部分期间费用支出如利息支出并不会对应减少，导致期间费用率有所抬升。我们预计随着疫情基本得到控制，公司生产经营恢复常态，期间费用率将逐渐下降。

图9 板块期间费用率



资料来源：WIND、华西证券研究所

图10 15家大中型房企期间费用率

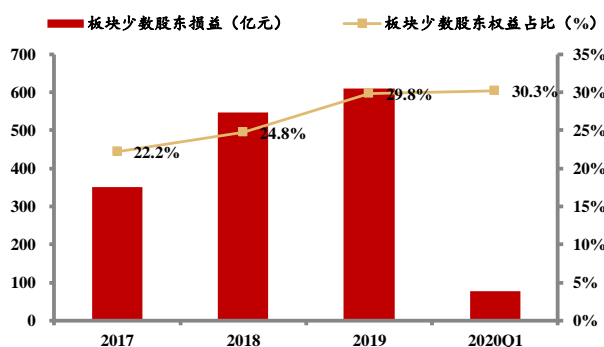


资料来源：WIND、华西证券研究所

2019 年板块少数股东损益为 611 亿元，同比增长 11.5%，少数股东权益占比为 29.8%，较上年同期提升 5.0 个百分点；15 家大中型房企的少数股东损益为 498 亿元，同比增长 19.6%，少数股东权益占比为 38.5%，较 18 年同期提升 6.0 个百分点，较板块占比更高，上升更明显；2020 年一季度，板块少数股东损益为 76 亿元，同比减少 -9.7%，少数股东权益占比为 30.3%，较 19 年同期提升 0.7 个百分点；15 家大中型房企的少数股东损益为 52 亿元，同比减少 19.5%，少数股东权益占比为 39.0%，较上年同期提升 0.8 个百分点。

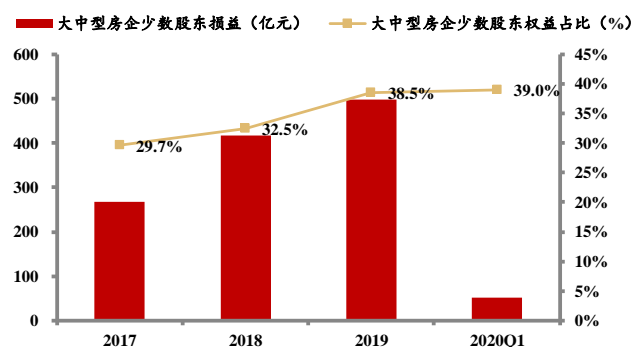
房地产开发企业采取合作拿地的形式进行开发有以下几点原因：（1）和其他公司形成优势互补，从而实现更大的收益。例如 A 房企产品设计能力较强，B 房企营销能力强，则可各自发挥优势，进行合作。（2）房企在进行全国化扩张进入新城市时，通过与在当地经营多年的房企进行合作开发，可以降低进入新城市的经营风险。（3）由于土地出让采取招拍挂的形式，房企进行合作开发可以降低竞争激烈程度，从而以较低的成本取得土地使用权。（4）当地块总价较高时，采取合作拿地的形式可以减轻单个房企拿地的资金压力。（5）当房企合同销售金额较大，销售排名较高时，其通常可以获取较低成本的贷款，从而降低融资成本。通过降低权益比，房企可以使销售金额规模提升得更快。基于以上几点原因，房企加大了相互之间合作开发的比例，使少数股东权益比例持续上升。

图 11 板块少数股东损益及少数股东权益占比



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 12 15 家大中型房企少数股东损益及少数股东权益占比

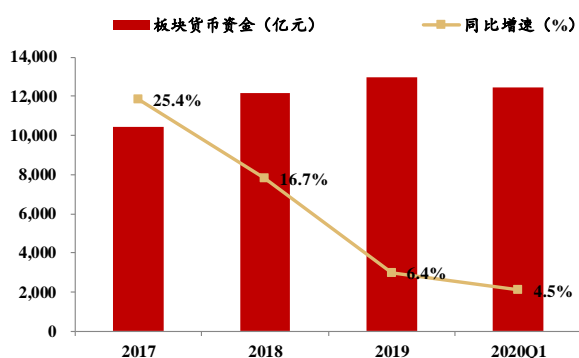


资料来源：WIND、华西证券研究所

1.2.财务杠杆持续优化，短期偿债风险可控

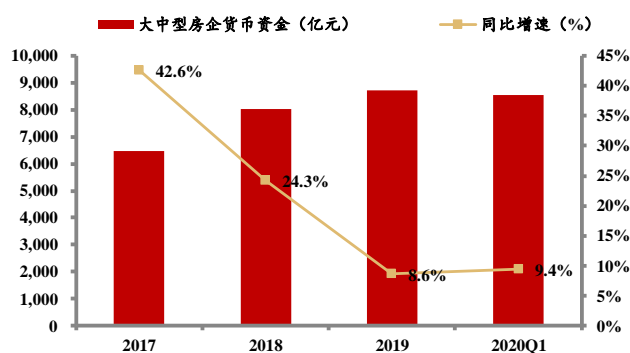
2019 年板块个股的货币资金为 12960 亿元，同比增长 6.4%；15 家大中型房企的货币资金为 8719 亿元，同比增长 8.6%，高于板块 2.2 个百分点。2020 年一季度，板块个股的货币资金为 12475 亿元，同比增加 4.5%；15 家大中型房企的货币资金为 8542 亿元，同比增长 9.4%，高于板块 4.9 个百分点。从短期还债的压力来看，2020 年一季度板块的现金短债比为 0.98，较 19 年同期下降 0.26；大中型房企的现金短债比为 1.24，较 19 年同期下降 0.26。总体来看，板块现金短债比风险可控，大中型房企在手货币资金能够覆盖短期债务，总体风险可控，大中型房企的短期还款能力强于板块。

图 13 板块货币资金及变动



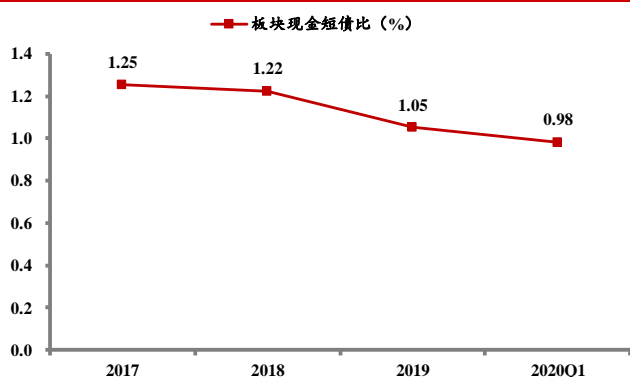
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 14 15 家大中型房企货币资金及变动



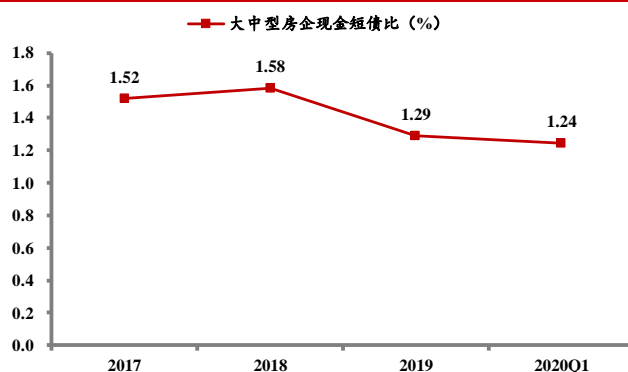
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 15 板块现金短债比



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 16 15 家大中型房企现金短债比

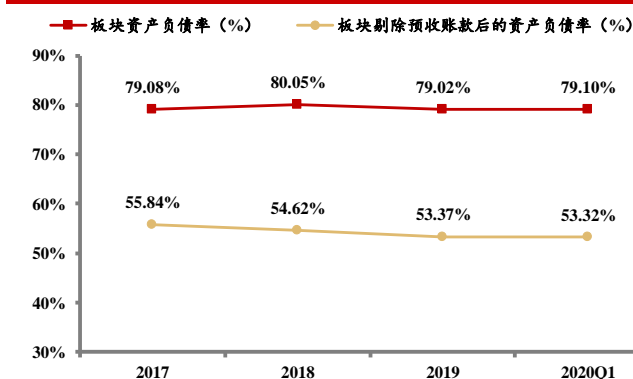


资料来源：WIND、华西证券研究所

2019 年板块整体资产负债率为 79.02%，较 19 年下降 1.03 个百分点；15 家大中型房企的资产负债率为 81.48%，较 18 年下降 1.67 个百分点，大中型房企杠杆率更高；板块剔除预收账款的资产负债率为 53.37%，较上年同期下降 1.25 个百分点；15 家大中型房企剔除预收账款的资产负债率为 51.02%，较 18 年末下降 1.09 个百分点，优于板块。板块的净负债率为 83.55%，较 18 年同期下降 10.72 个百分点；15 家大中型房企的净负债率为 77.04%，较 18 年同期下降 10.70 个百分点。

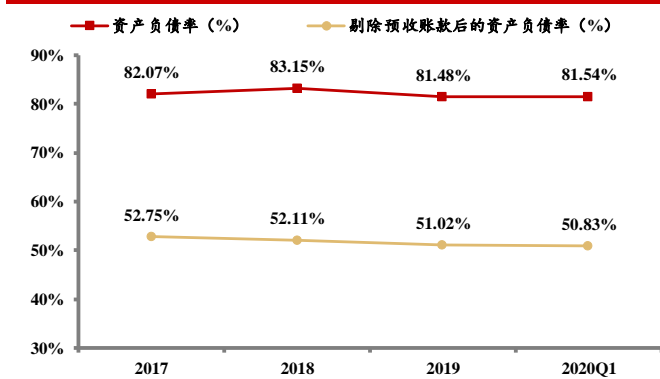
2020 年一季度，板块整体加权资产负债率为 79.10%，较 19 年同期下降 0.96 个百分点；15 家大中型房企的资产负债率为 81.54%，较 19 年同期下降 1.72 个百分点；板块剔除预收账款的资产负债率为 53.52%，较 19 年同期下降 0.50 个百分点；15 家大中型房企剔除预收账款的资产负债率为 50.83%，较 19 年同期下降 0.61 个百分点；板块的净负债率为 91.92%，较 19 年同期下降 8.38 个百分点；15 家大中型房企的净负债率为 85.86%，较 19 年同期下降 14.71 个百分点；虽然大中型房企的资产负债率高于整体地产板块，但预收账款较高使得剔除预收账款后的资产负债率低于板块。2020Q1 净负债率较 2019 年末有明显的上升，是由于疫情冲击使房企销售收入减少，在手货币资金减少所致。总体来看，在“去杠杆”的政策指引下，房企的负债情况普遍得到了改善。

图 17 板块资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率



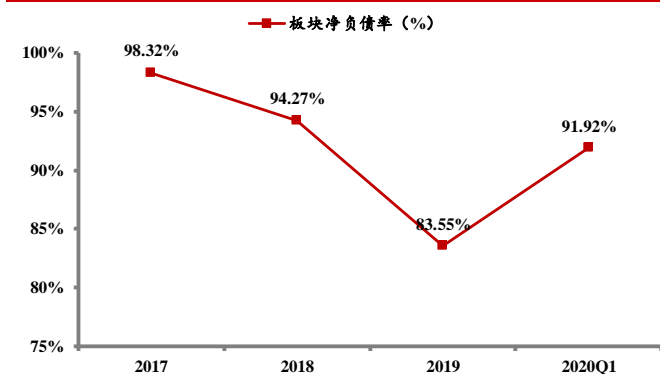
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 18 大中房企资产负债率及剔除预收款后的资产负债率



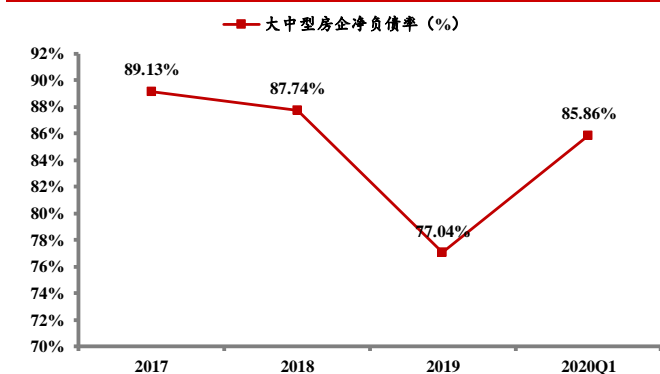
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 19 板块净负债率



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 20 15 家大中型房企净负债率



资料来源：WIND、华西证券研究所

1.3.预收款保持高覆盖率，保障未来业绩增长

业绩方面，房地产公司的收入和利润主要取决于其前期的销售与结算的节奏。鉴于 2018-2019 年大中型房企销售规模有所扩大，2020 年大中型房企的业绩增速仍有较大保障。结算节奏方面，15 家大中型房企 2019 年全年的预收账款加合同负债对营收的覆盖倍数平均为 1.33 倍，为未来的业绩增长夯实了基础。其中新城控股、蓝光发展、中南建设和金科股份的预收账款+合同负债覆盖倍数分别为 2.31、1.74、1.72 和 1.69，显著高于大中型房企的平均水平。

表 1 A 股 15 家大中型房企 2019 年预收账款+合同负债保障倍数

证券代码	证券简称	2019 营业收入 (亿元)	2019 预收账款 (亿元)	2019 合同负债 (亿元)	预收账款+合同 负债覆盖倍数
000002. SZ	万科 A	3679	8	5770	1.57
000031. SZ	大悦城	338	298	78	1.11
000069. SZ	华侨城 A	600	624	76	1.17
000656. SZ	金科股份	678	1147	0	1.69
000671. SZ	阳光城	610	801	0	1.31
000961. SZ	中南建设	718	1234	0	1.72
001979. SZ	招商蛇口	977	835	143	1.00
002146. SZ	荣盛发展	709	890	0	1.26
600048. SH	保利地产	2360	3278	9	1.39
600340. SH	华夏幸福	1052	1253	0	1.19
600376. SH	首开股份	476	685	0	1.44
600383. SH	金地集团	634	840	0	1.32
600466. SH	蓝光发展	392	682	0	1.74
600606. SH	绿地控股	4281	3811	0	0.89
601155. SH	新城控股	858	6	1977	2.31

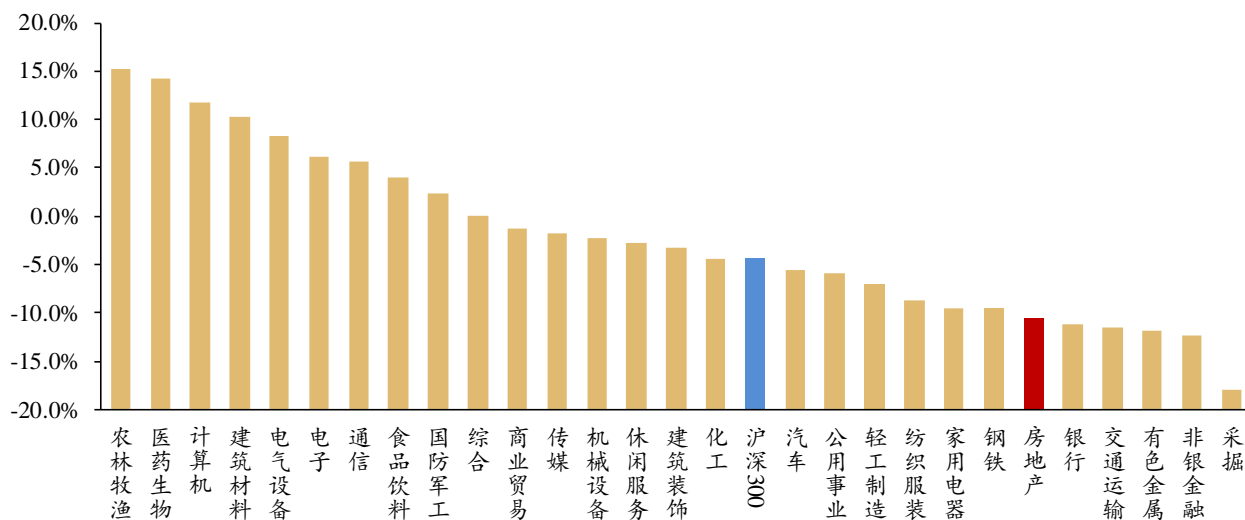
资料来源：WIND、华西证券研究所

2. 市场分析：涨幅落后大盘，估值处于历史低位

今年年初至 4 月 30 日，申万房地产板块下跌达 10.5%，跑输沪深 300 指数 6.0 个百分点，涨幅在 28 个行业中排名第 23。我们重点关注的房企中，金科股份（涨幅 3.65%）、保利地产（涨幅 0.37%）、金地集团（涨幅-7.38%）表现优于板块。

从估值角度看，截止 2020 年 4 月 30 日，申万房地产板块市盈率（TTM，整体法，剔除负值）为 8.41，相比年初 9.55 倍的 PE 降低了 1.04，历史 PE 分位点为 4.90%，股息率为 3.18%，板块估值处于历史低位。

图 21 年初至今申万房地产板块与其他行业板块涨跌幅比较（%，2020/4/30）



资料来源：WIND、华西证券研究所

表 2 年初至今申万房地产板块个股涨跌幅排名（2020/4/30）

公司名称	涨幅前 20	公司名称 2	跌幅前 20
万通地产	47.34%	ST 新光	-33.02%
大名城	38.63%	新华联	-31.85%
黑牡丹	38.21%	ST 银亿	-28.80%
招商积余	29.13%	泰禾集团	-28.46%
天健集团	20.57%	新黄浦	-28.35%
中迪投资	19.45%	大连友谊	-26.61%
宁波富达	16.18%	嘉凯城	-25.80%
光大嘉宝	15.90%	天津松江	-25.68%
中房股份	12.32%	大悦城	-24.93%
合肥城建	12.29%	世联行	-24.53%
*ST 津滨	10.00%	世荣兆业	-24.13%
亚太实业	9.73%	莱茵体育	-23.64%
阳光股份	8.92%	中南建设	-23.32%

ST 天业	8.86%	泛海控股	-23.08%
长春经开	6.71%	中珠医疗	-22.86%
浦东金桥	5.78%	蓝光发展	-21.03%
粤泰股份	4.44%	我爱我家	-20.88%
栖霞建设	4.18%	上海临港	-19.76%
中国武夷	3.72%	迪马股份	-19.27%
金科股份	3.65%	空港股份	-19.07%

资料来源：WIND、华西证券研究所

图 22 申万房地产板块估值变化



资料来源：WIND、华西证券研究所

3. 展望：“三稳”定位不变，地方政策边际改善

展望 2020 年第二季度，我们认为政策面依旧延续“因城施策”和“稳房价、稳地价、稳预期”的指导方针，房地产行业将保持平稳发展态势。从全国来看，2020 年 4 月 9 号发改委发布《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》，推动户籍制度改革，推动城区常住人口 300 万以上城市基本取消重点人群落户限制；同时，货币政策偏向宽松，2020 年 1 月 1 日、2020 年 3 月 13 日和 2020 年 4 月 3 日均下调了存款准备金，货币端的宽松有利于房企融资情况的改善。从地方来看，多地在土地款缴纳、预售条件上有所放松，部分城市对限购限售政策有所放松。

总体来说，我们认为 2020 年调控政策依旧稳字为主，但在房地产市场热度已经有所下降的背景下，各地对于房地产调控政策从加严多于放松转变为放松多于加严。关于房地产市场，预计房价也将保持平稳，不会出现大涨或者大跌。

4.投资建议

2019 年房地产板块业绩保持高速增长，盈利能力维持高位，财务杠杆有所优化。2020Q1 房地产业绩有所下滑，主要系疫情冲击导致。由于购房需求不会因为疫情消失，随着疫情基本得到控制，各地复工复产稳步推进，业绩与销售将逐步恢复。当前，行业估值仍处低位，业绩确定性强，股息高，政策宽松的情况下，估值有望持续修复，值得重点关注。我们重点推荐业绩确定性强的龙头房企万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、阳光城、招商蛇口、蓝光发展、华夏幸福。相关受益标的包括融创中国、龙湖集团、旭辉集团、中国奥园、中国恒大、中国金茂等。

5.风险提示

销售不及预期，调控政策放松不及预期。

分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。