

行业研究 / 深度研究

2016年01月12日

行业评级:

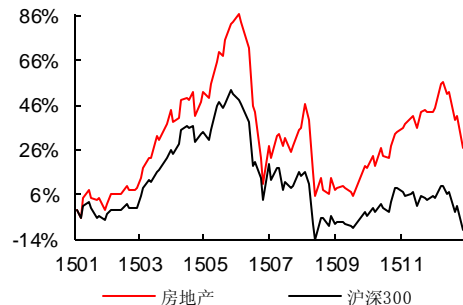
房地产 增持(维持)

谢皓宇 执业证书编号: S0570515070001
研究员 010-56793955
xiehaoyu@htsc.com

相关研究

- 1《房地产:库存去化的起点(二)》2015.12
- 2《房地产:选择未来的王者,而非历史的霸主》2015.12

行业走势图



因去库存引起的地与人

地产三重器系列研究之库存篇(一)

投资要点:

◆ **地产库存大而不能倒, 28亿平方米穷途面临了三大困难**

库存 28 亿平方米, 对应非户籍但常住的城镇人口为 人均 11 平方米, 看似迎刃而解的问题, 在财富转移(流动人口带来的上一代人的财富转移)、公共资源共享(教育资源和医疗资源向更多的人开放)、开发商资金链可承受时间(我们测算开发商容忍时间为 3.8 年, 但考虑未来的新增土地出让, 去化时间将达到 5 年)三方面来说, 面临了较大困难。

更需要关注的是, 当前的房地产市场已经从总量矛盾过度到结构矛盾, 二线城市面临的问题潜在超过了三线城市, 对比 2008 年, 2011~2014 年间, 二线、三线城市新增库存分别为 1.86、1.90 倍, 但由于二线城市拥有众多较好表现的城市, 例如武汉、南京等, 如此, 二线城市的结构分化使得部分去化难度更大。

◆ **去库存的深层次难题在于去土地**

对于存量库存, 《限制土地处置办法》使得开发商在过去为“新开工”这个指标贡献了巨大的数据, 所以, 尽管是当前库存大, 其根本在于土地存量。同时, 房地产市场给予了囤土地房企极大的宽容度, 也即下一个房价周期的低点都超过了上一个房价周期的高点, 也就是说在任何时候拿地, 只要是现价评估、并支撑过了一个房地产周期(平均 2 年), 那么都能够顺利解套并获利。

对于新增土地供给, 中国的供给制度为单一供给主体+招拍挂制度, 也就意味着, 政府不能够脱离土地经济。然而, 政府 GDP 考核, 会使得其主动申报投资项目, 这就需要新城来承接, 进一步加大对土地需求, 要在新增供给的市场进行削减, 对于 GDP 来说是难题。

◆ **中国“真实”城镇化率达到 66%, 即将进入缓慢增长期**

我们测算中国的非农人口占比为 66%, 按照国际经验, 超过 70%后, 增速将严重下降, 平均为每 5 年增长 2%。未来通过城市扩张使得农民被城镇化的进程将大幅减少, 也就意味着农民进城的过程大幅减缓, 新增需求需要通过已在城镇的农民固化来消化。目前, 中国农民收入中, 仅有 42%来自于经营外收入, 对比国外, 这样的比重使农民不具备购房能力, 将引发政府对农民购房的反哺。

去库存是长期过程, 对房地产形成阶段性机会, 真正的行业觉醒, 等待大鱼吃小鱼的真行业集中度提升时。当前, 继续看转型与蓝筹共进的格局。

正文目录

1、市场：库存穷途	4
1.1、目前住宅库存=28亿平方米.....	4
1.2、分布上，一线：二线：三线=1:8:14.....	5
1.3、不担心能否出清，而担心出清的时间会拖多长.....	6
2、政府：意愿末路	8
2.1、去库存=去土地	8
2.2、单一出让主体+招拍挂制度=政府离不开土地	9
2.3、去土地+政府离不开土地=去库存难.....	10
3、农民：买单有“理”	12
3.1、再算城镇化率，当前 66%vs.70%后每 5 年增 2%	12
3.2、仅 42%的经营外收入，拿什么来买房.....	13
4、三重器系列的说明：为精品而生.....	15

图表目录

图 1:	截止 2015 年 11 月住宅库存为 28 亿平方米, 其中已开工未拿证未 18 亿平方米....4
图 2:	土地购置集中在 2006~2014 年, 对应现在均为价廉质优土地.....4
图 3:	新增库存上, 一线: 二线: 三线 \approx 1:8:14, 二线真实情况比三线城市更加恶劣.....5
图 4:	春运始发点和终点站图鉴.....5
图 5:	返乡城市集中了大量二线城市.....5
图 6:	2.6 亿常住非户籍人口消化 28 亿平方米库存, 人均 11 平方米.....6
图 7:	教育是为了未来的隐形财富, 城镇和农民工收入差距巨大.....6
图 8:	定点就医的三级医院, 病床使用率破 100%.....6
图 9:	利息费用的存在要求开发商 4 年内去化, 但是实际可能需要超过 5 年.....7
图 10:	2008 年以来, 销售增速一直低于拿地增速, 直到 2013 年情况才逆转过来.....8
图 11:	过去房地产市场对房企的无限宽容, 第二个周期底高过上一个周期顶.....9
图 12:	2014 年全国土地出让金为 3.3 万亿元.....9
图 13:	84 个重点城市 2014 年土地抵押金额 1.7 万亿元.....9
图 14:	招拍挂超过协议出让价格 5 倍, 开始出现房地产投资、到政府投资的良性循环.10
图 15:	不管是集体土地入市还是国有土地供应, 其供给主体依然是政府.....10
图 16:	土地供给中, 招拍挂占比低于 60%.....11
图 17:	2005~2014 年, 土地供给, 但未形成建成区的部分达到 29080 平方公里.....11
图 18:	六普数据测算和推移, 中国“真实”城镇化率为 66%, 高出常住人口口径 11% 12
图 19:	行政区域扩大带来的城镇化 vs 人口自由流动带来的城镇化, 各持一半.....12
图 20:	大部分国家在城镇化率过 70% 后, 进程大幅放缓, 大约每 5 年增长 2%.....13
图 21:	边际购买力决定资产价格, 农民处在收入 28 原则末端, 房价收入比高达 101...13
图 22:	日本农民收入有 80% 来自农业外, 主要是征地补偿.....14
图 23:	我国农民非经营性收入占比仅 42%, 且对比房价太低.....14
图 24:	集体建设用地入市户均补偿 12 万元, 也无法解决农民购买力问题.....14
表格 1:	商品房预售条件要高于闲置土地认定条件, 所以存在大量已开工未销售库存.....8

开篇就是思考，思考就是抛砖引玉，如果说数据是论据，那么，这一开篇是讲述数据背后的成因。既然作为未来5年规划的重心，房地产行业在去库存中迎来了自己的“盛世”，有必要厘清究竟什么是库存，去库存去的是什么。欲知，如下。

本系列将打造我们的2016传统房地产行业研究的精品长篇系列，这里有行业、有城市、有企业，一切以思考出发。

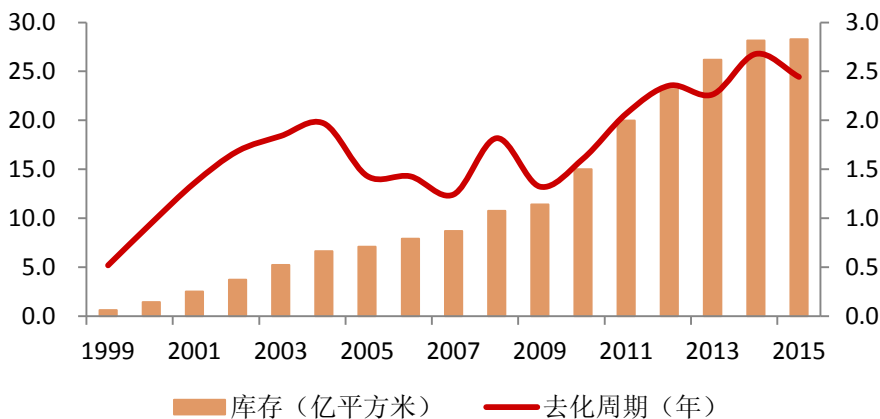
与去库存相关的“降房价”、“需求哪里来”的问题，请关注后续系列。

1、市场：库存穷途

1.1、目前住宅库存=28亿平方米

我们前期报告中提到，我们测算98年房改以来的已开工未销售数据，全国隐含住宅库存为28亿平方米，按照目前去化速度隐含去化周期2.4年，远超所谓的8~16个月的正常区间。如果按照通常市场上统计的房管局已拿证未销售库存，当前周期处在11个月，对比出来，可以看出存在大量的已开工未拿证项目，按照比例计算约18亿平方米。

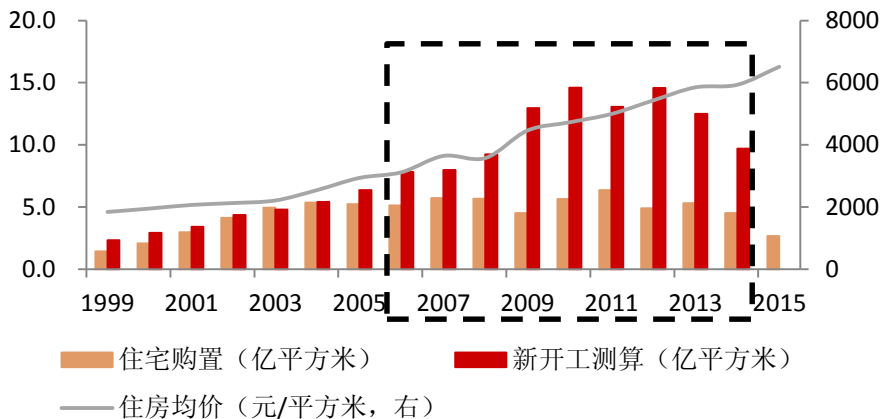
图1：截止2015年11月住宅库存为28亿平方米，其中已开工未拿证未18亿平方米



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

由于均为早年拿地，在经历楼市牛市，这些项目从是否赚钱的角度来说均很赚钱，同时，越早拿地，越靠近当前的市区，位置也更好，但是问题出在去化上，也即开发后无法售出，考虑到已开工地块大多通过四大资产管理公司、房地产信托、房地产私募基金等金融机构做抵押融资，可能会出现较多隐形坏账，具备品牌溢出效应的公司未来可通过与相关金融机构合作的形式来进行处理。”

图2：土地购置集中在2006~2014年，对应现在均为价廉质优土地

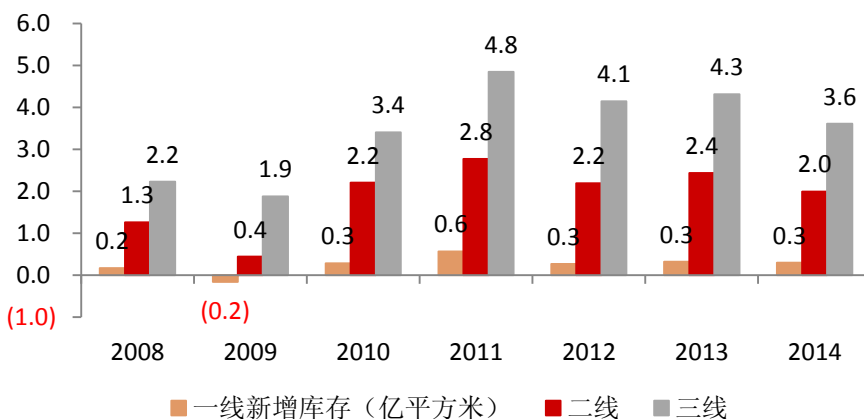


资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

1.2、分布上，一线：二线：三线=1:8:14

库存增量基本都在二三线城市，单从去化角度，二线城市的情况更加严重。继续按照上面的测算，一线城市的库存并不明显，特别是在2009年还出现过供不应求。从新增库存情况来看，以2008年为基数，2011~2014年间，二线、三线城市新增库存为2008年的1.86和1.90倍，同时在销售端，二线、三线城市销售比变化也几乎完全一致，也就是说，二线和三线城市的库存情况几乎同样，如果再考虑到二线城市中存在部分非常好的城市，例如武汉、南京、苏州等，排除这些城市后，可以看出二线城市的真实情况比三线城市更加严重。

图3：新增库存上，一线：二线：三线 ≈ 1:8:14，二线真实情况比三线城市更加恶劣



资料来源：CEIC、华泰证券研究所

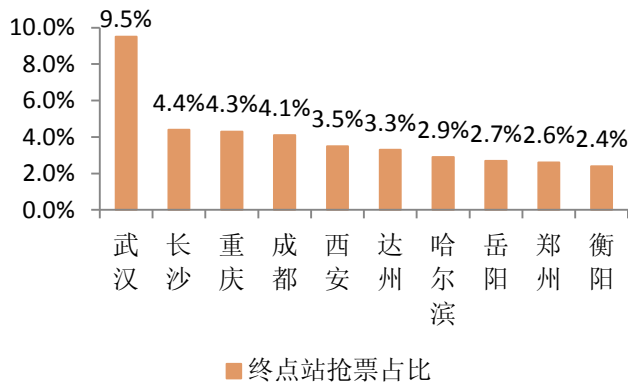
二线城市的问题不仅在于库存，更是在于因人口流动带来的财产转移。由于我们统计的二线城市均为省会城市和计划单列市，所以从经济状况来看，基本都为所属省的核心，天生的无法避免经济增长的高投入，然而与之对应的购买力在人口流动中出现不匹配，一方面，本市人口向经济密度更高的区域流动，例如一线城市，而这会带走上一代的财富，另一方面，周边人口进来，而他们甚至不能带来财富，因为他们需要依靠自己去创造财富补贴家用。这样，就使得二线城市反而成为库存累计严重的地方。

图4：春运始发点和终点站图鉴



资料来源：《2015年春运中国人口流动分析报告》、华泰证券研究所

图5：返乡城市集中了大量二线城市

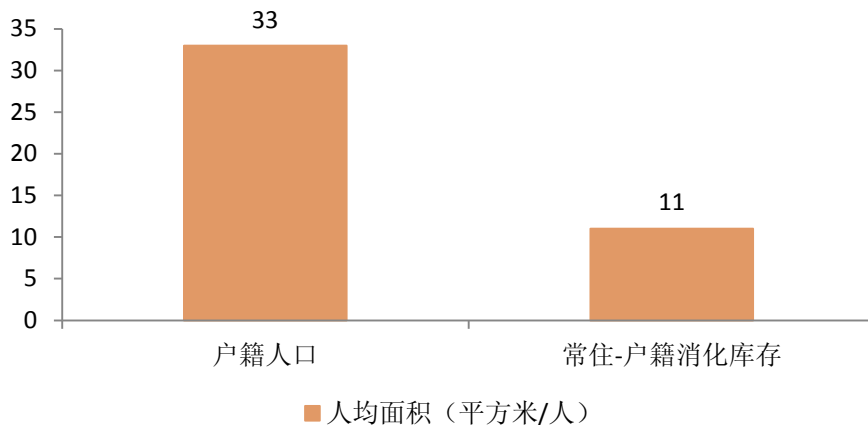


资料来源：《2015年春运中国人口流动分析报告》、华泰证券研究所

1.3、不担心能否出清，而担心出清的时间会拖多长

之前的测算，28亿平方米的库存，从消化的角度来说没有任何问题。我们测算当前的户籍人口人均面积为33平方米，基本处在合理水平，按照常住人口口径计算的城镇人口还存在2.6亿人的住房需求，如果使他们去消化这28亿平方米的库存，对应的人均面积仅11平方米，所以，单从当前的看似过剩的住房供给总量是否能够消化，是担心过度了。

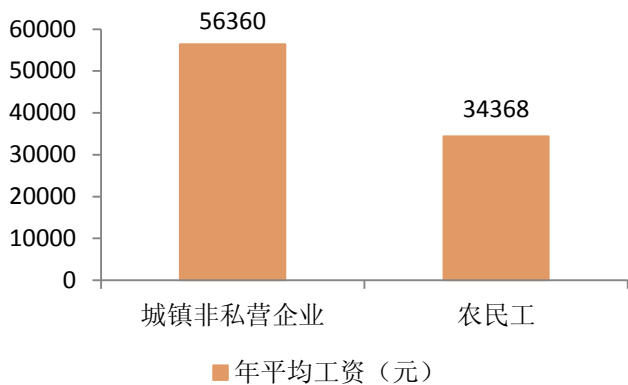
图6：2.6亿常住非户籍人口消化28亿平方米库存，人均11平方米



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

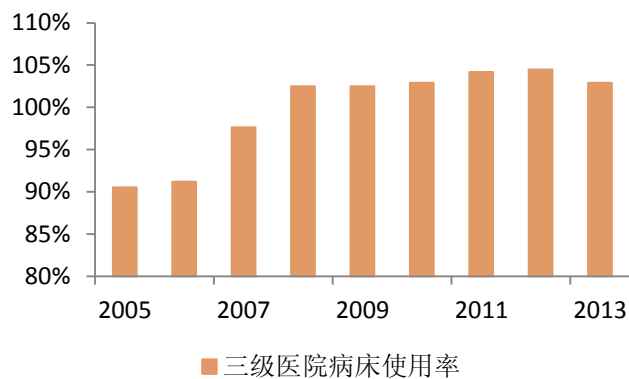
那么，需要考虑的就是结构和时间问题，结构上，就需要使人口固化，而非使人口流动。按照自然规律，经济密度和人口密度的差会使得人口自发的流动，而这却成为当前结构异常的房地产市场去库存的阻碍。依靠提高户籍城镇化率，相当于是将原本稀缺的公共资源服务拿出来共享，特别是教育和医疗资源，再辅之以活动范围管制，例如就近入学和定点就医。如果这能够做到，那么库存的结构问题就可以得到解决。

图7：教育是为了未来的隐形财富，城镇和农民工收入差距巨大



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

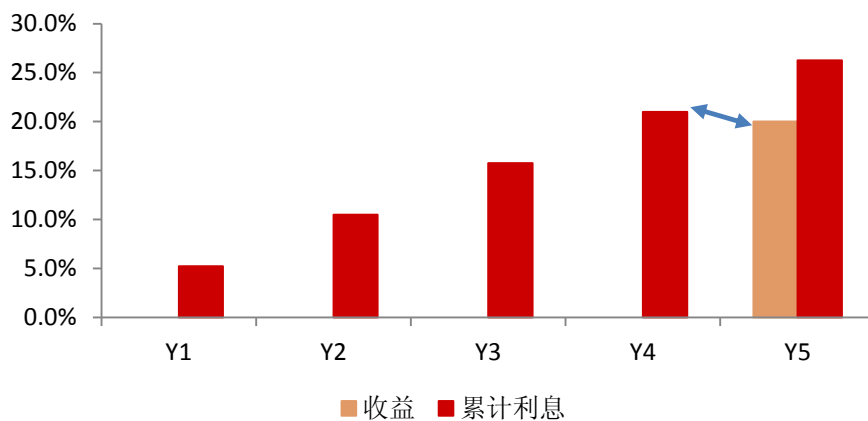
图8：定点就医的三级医院，病床使用率破100%



资料来源：卫生统计年鉴、华泰证券研究所

真正问题出在时间上，2.4年的库存去化时间，再考虑到新增土地出让，出清时间可能会达到5年之多，而对开发商来说，大约3.8年的借款利息将吞噬掉所有的利润。资金链问题是行业平稳的根本，无论是在2008年、2011年、2014年这3次楼市熊市，最终的解决手段都是放水让开发商融资，但这3次的背景都是房价上涨、所囤土地毛利率上升抵消掉利息，如果同样的事情再次发生，就需要毛利率再次上涨，但从现状来看，难度极大。我们测算，全行业的毛利率水平在20%，按照当前资产负债率75%和融资成本7%简单测算，大概3.8年将吞噬掉所有的收益，还不算可能有的其他支出，短于市场出清的5年时间。

图9: 利息费用的存在要求开发商4年内去化, 但是实际可能需要超过5年



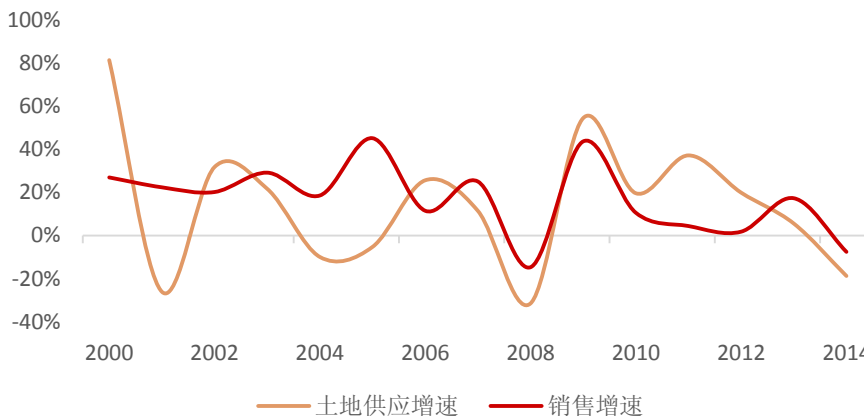
资料来源: 华泰证券研究所

2、政府：意愿末路

2.1、去库存=去土地

库存只是土地的代名词，去库存就是去土地，只不过是“闲置”土地。开发商的行为，在行业向好、房价上涨时，其最优策略是捂盘囤房、同时举牌拿地。有了这样的行为，库存大多以土地形式存在，这里的土地指仅应付掉闲置土地处置办法即可的那些。

图10：2008年以来，销售增速一直低于拿地增速，直到2013年情况才逆转过来



资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所

开工并不等于未来的供给，只是为了应付拿地之后的《闲置土地处置办法》。拿地之后在资金链不紧张的情况下，可以考虑先开工，而这部分开工无法形成真实供给，因为其没有达到预售条件，也就没有申请预售，同时，由于预售条件在各个城市大不相同，使得预售条件要求远远高过闲置土地认定条件的城市，累计的库存就更大。

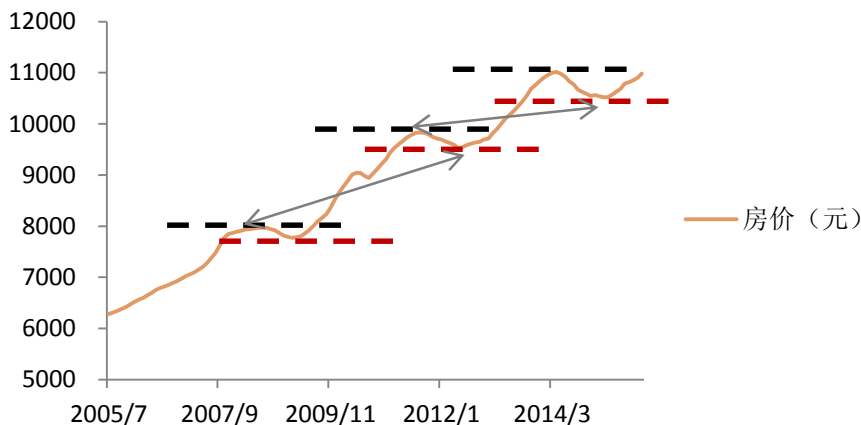
表格1：商品房预售条件要高于闲置土地认定条件，所以存在大量已开工未销售库存

商品房预售条件	闲置土地认定条件
1、已取得房地产开发资质证书、营业执照	1、超过国有土地有偿使用合同约定的动工开发建设日期，或者超过建设用地批准书规定的动工开发建设日期
2、已交付全部土地使用权出让金，并取得土地使用权证书，土地使用权未经抵押	2、国有土地有偿使用合同或者建设用地批准书未规定动工开发建设日期，自国有土地有偿使用合同生效或者土地行政主管部门建设用地批准书颁发之日起满1年未动工建设的
3、持有建设工程规划许可证	3、动工开发建设但开发建设的总面积不足应动工开发建设总面积的1/3，或者已投资额占总投资额不足25%，且未经批准中止开发建设连续满1年
4、开发商投入开发建设的资金应达到工程建设总投资的25%以上，并已经确定施工进度和竣工交付时间	4、法律、行政法规规定的其他情形
5、七层以下的达到主体工程封顶；七层以上的，主体工程须建到工程预算投资总额的三分之二以上层数；已经同金融机构签订预售款监管协议	
6、已向县级以上人民政府房产管理部门办理预售登记，并取得商品房预售许可证明	
7、法律、法规规定的其他条件	

资料来源：百度百科、新浪房产、华泰证券研究所

过去的时代，给予了无限的宽容，下一个周期的底部超过了上一个周期的顶部，所以，任何时候拿地都不会被套。在商品房作为资本品的时候，量价几乎是同步，且涨幅也类似，那么，房价上涨总能和销售互推互助，将商品房捏在手里开发商，只要能够制造房价上涨预期，就能将手头的商品房卖出。回顾历史，即便拿地特别高，也都在未来的第二个周期得以解套，而每个小周期的时间跨度也仅2年，也就是说，只要能熬过2年，几乎任何房企都不会破产。

图 11: 过去房地产市场对房企的无限宽容，第二个周期底高过上一个周期顶

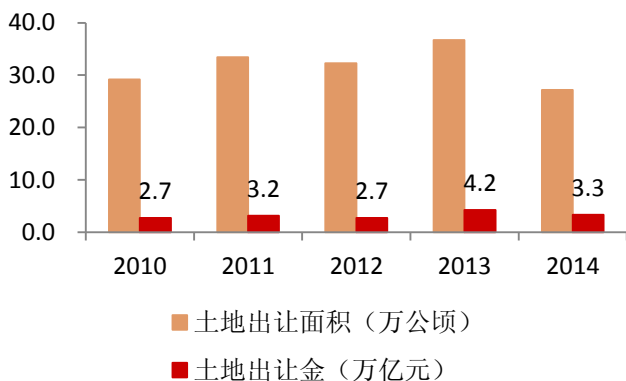


资料来源: CREIS、国家统计局、华泰证券研究所

2.2、单一出让主体+招拍挂制度=政府离不开土地

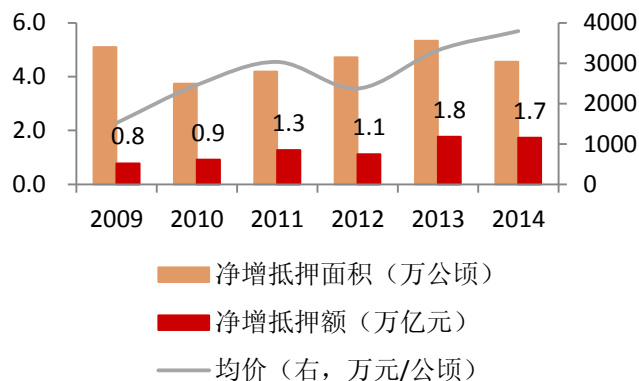
土地是政府的命。对于政府来说，土地有三种用途，一是出让、二是抵押、三是吸引后续投资。如果从比重来计算，三者大概是 1:1:0.5，只不过，出售最直接，看得见摸得着，抵押的要借债还钱，吸引后续投资要看招商引资效果。自然，土地出让是政府的最优选择。同时，过去 GDP 考核和官员任职期限，决定了每个官员都不需要对未来可能带来的隐患（例如当前需要去库存）负担任何责任，只需要做好在任期间的 GDP 即可。

图 12: 2014 年全国土地出让金为 3.3 万亿元



资料来源: 国土资源公报、华泰证券研究所

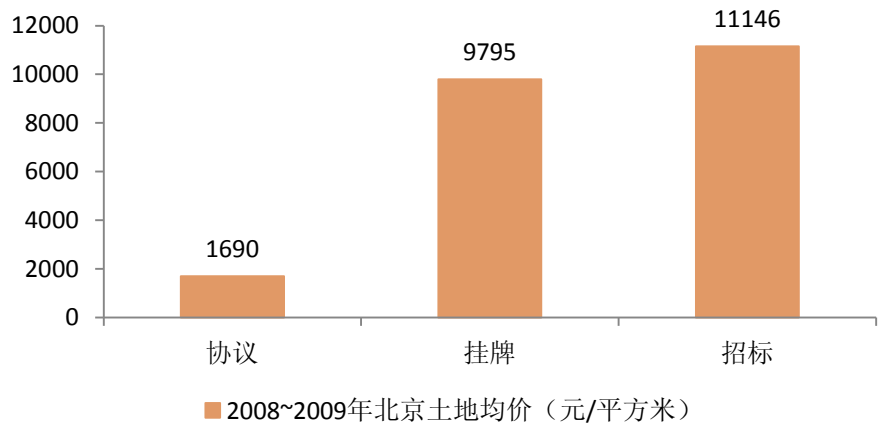
图 13: 84 个重点城市 2014 年土地抵押金额 1.7 万亿元



资料来源: 国土资源公报、华泰证券研究所

招拍挂这一外来制度强化了命题。相比于规划的协议出让，招拍挂引入了竞争机制，在 2004 年 8 月 31 日开始全国推行，直接反应的是政府“希望”看到地价的上涨，并在一定程度上，地王的出现反而成为良性循环的表征，因为其将带来地价上涨、土地出让金增加、基础设施建设完善、房价上涨、人口导入等一系列良性循环。在有符合购买力的需求下，这样的循环将一直持续下去。

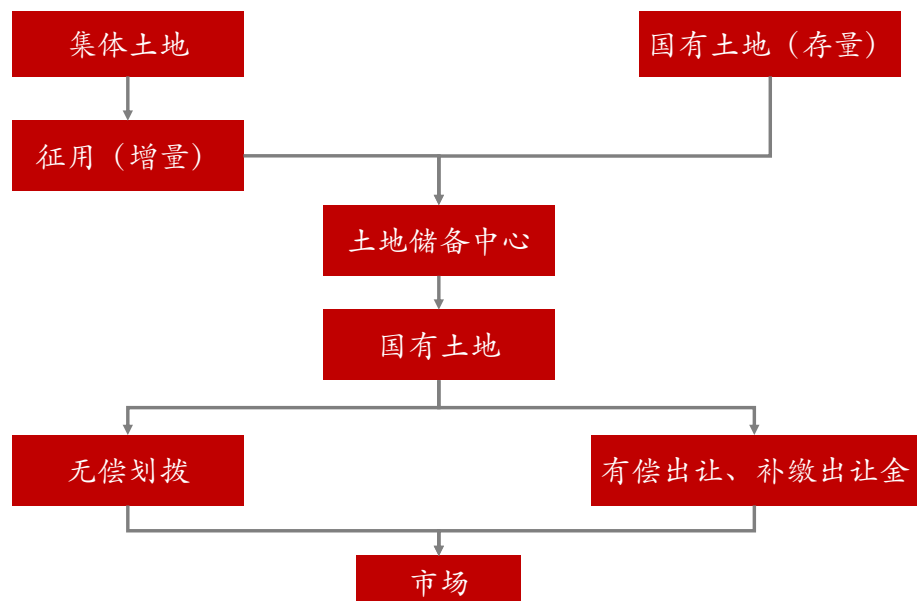
图14: 招拍挂超过协议出让价格5倍, 开始出现房地产投资、到政府投资的良性循环



资料来源: REICO、华泰证券研究所

土地供给主体单一, 使得政府在土地上拥有的利益极大。没有竞争, 就没有价格下降, 对于土地来说也是这样, 特别是当政府也“希望”看到地价上涨的情况下。卖出土地、地价上涨, 成为政府关心的问题。目前能够部分绕开政府这一供给主体的, 仅有深圳的城市更新, 这是经过政府批准下的权利主体和实施主体之间的用地性质转变。即便是重庆和成都试点最好的集体建设用地入市, 从根本上也没有绕开政府这一单一供给主体。

图15: 不管是集体土地入市还是国有土地供应, 其供给主体依然是政府

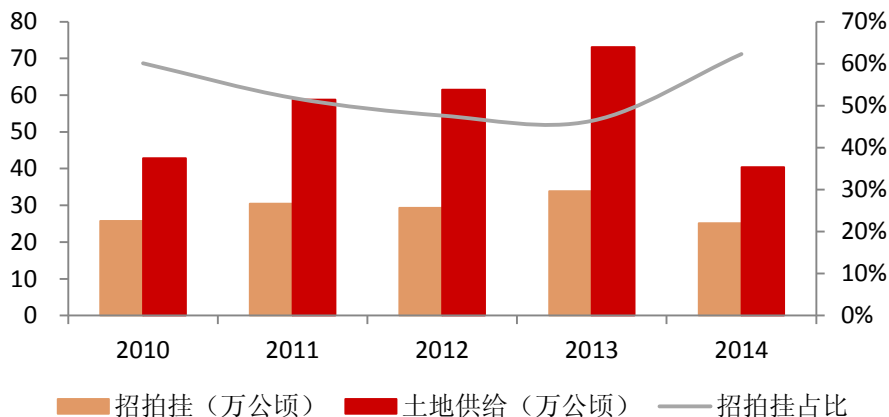


资料来源: 《土地调控中的中央与地方博弈》、华泰证券研究所

2.3、去土地+政府离不开土地=去库存难

相比于招拍挂的土地出让, 还有体量几乎等同的划拨土地“重新”入市。政府在申报项目时, 往往会向国家索要供地指标, 以进行项目落地。同时, 未来招商引资、或者建设某些特殊目的的项目, 通常会通过协议划拨的形式进行供地。这种方式, 一方面会减少政府的短期收入, 相当于政府让渡了地租利益, 另一方面, 给予了获得主体开发延迟的权利, 因为零土地成本就是零融资成本。若在未来, 项目规划有所变化, 则这部分土地就通过一定方式入市流通, 形成了招拍挂以外的土地供给, 而这部分隐含的量, 几乎等同于招拍挂。

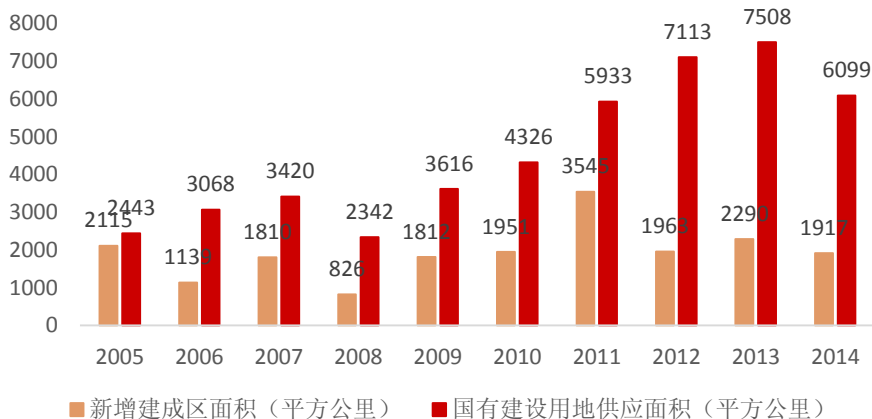
图16: 土地供给中, 招拍挂占比低于60%



资料来源: 华泰证券研究所

政府希望城市扩大, 自然就对土地依赖增强。每年地方政府上报的 GDP 目标, 均以投资为首, 而投资落地就需要找到落的这个“地”。按照中国建成区面积, 2004年~2014年间增长19366平方公里, 然而期间土地增加供给48447平方公里, 相当于有29080平方公里的土地没有形成实际城区。

图17: 2005~2014年, 土地供给、但未形成建成区的部分达到29080平方公里



资料来源: 国家统计局、Wind 资讯、华泰证券研究所

要抑制城市扩大, 只能通过改变利益结构, 但和盘活存量相违背。中国在2006年调整过土地的中央/政府收益分配, 大幅提高了地方需要上交的新增土地使用费, 并将土地出让收入上收至省级。这样一定程度上抑制了政府对土地的依赖, 特别是对新增土地的依赖。这种基本上是等同于税收调节的措施, 能够在一定程度上抑制土地的盲目扩大, 但是, 这和盘活存量、集约化土地利用又相违背。

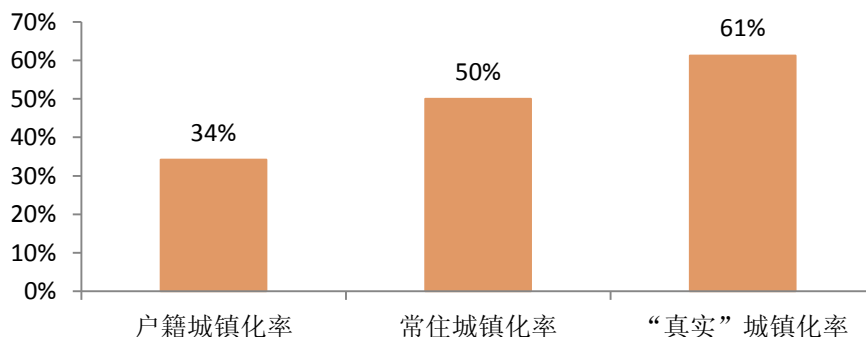
3、农民：买单有“理”

3.1、再算城镇化率，当前66%vs.70%后每5年增2%

我们测算中国的“真实”城镇化率超过60%，较统计局的常住人口口径城镇化率高出11%。再加上在农村中的一些老弱病残无法去到城市的，就是真实的城镇化率。按照西南财经大学的中国家庭金融调查，16~30岁的农村人口有58.7%进城、31~45岁的农村人口有50%进城，那么我们按照16~59岁的农村人口平均有55%进城、其他年龄组的人均在农村、人口总额按照第六次普查数据测算，中国的农村进城人口约3.6亿人，考虑到4.6亿的城镇户籍人口，我国的“真实”城镇化率为61%，如果将次数据推至2015年，粗略假设这个11%的差继续维持，那么对应当前的“真实”城镇化率已经达到66%。

图18：六普数据测算和推移，中国“真实”城镇化率为66%，高出常住人口口径11%

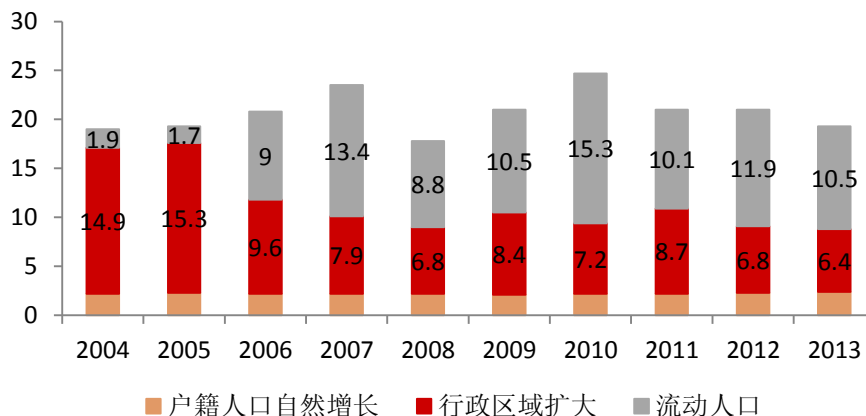
根据2010年第六次普查数据测算



资料来源：SWUFE、国家统计局、华泰证券研究所

和日本类似，中国的城镇化在过去除了来自于人口的流动以外，还有大量因城市扩张，导致从行政规划上从农村变成了城镇的部分。按照拆分¹，城镇人口在2004~2013年间，年均增长2070万人，其中，220万人来自于城镇人口的自然增长、920万人来自于行政区域面积扩大而导致的被城镇化、930万人来自于外来人口流入。也就是说，从城镇化的本质来说，仅有1150万人（220+930）是确实是因为经济密度高于人口密度而导致的城镇化，而这部分人才是具备购买力的城镇化新人。

图19：行政区域扩大带来的城镇化 vs 人口自由流动带来的城镇化，各持一半

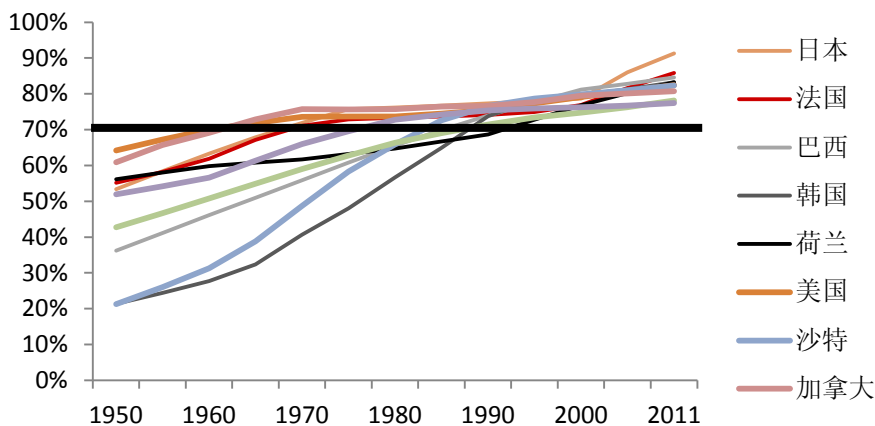


资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

¹ 以下数据引用自：http://blog.sina.com.cn/s/blog_4832b09c0102ec03.html

我们难以测算中国的稳态城镇化率是多少,但是可以按照国际经验来对比城镇化的增长速度,要继续依靠城镇化率提升来增加需求成为难题。由于户籍管控只存在中国,所以国外的城镇化可以说是自发形成的人口聚集,如此,和我们的“真实”城镇化率口径更加一致,以此作为对比,我们可以清晰的看到,绝大多数国家在城镇化率超过70%之后,其增速开始大幅下降,以每5年增长2%的速度增加,根据我们的测算,中国未来的城镇化进程可能大幅放缓,以此,依靠继续的城镇化率,将成为难度极大的课题。

图20: 大部分国家在城镇化率过70%后, 进程大幅放缓, 大约每5年增长2%

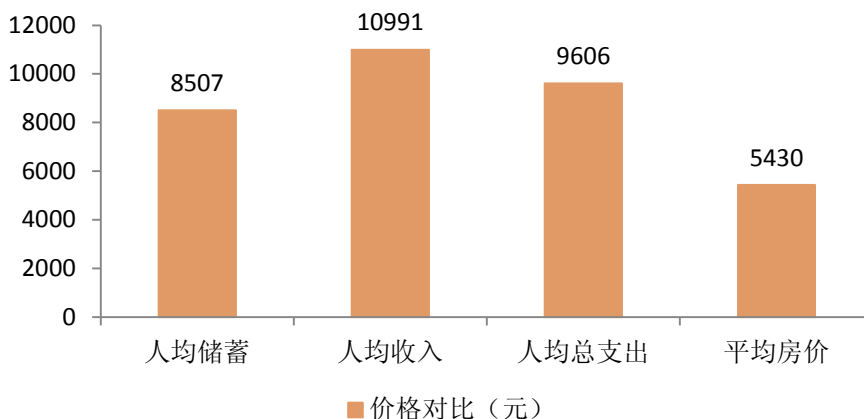


资料来源: 世界银行, 华泰证券研究所

3.2、仅42%的经营外收入, 拿什么来买房

在边际购买力决定的资产价格面前, 农民这样被28原则洗礼过的收入基本无力购房。按照农户的人均储蓄看, 中国人民银行数据显示仅为8507元, 即便考虑家庭, 并以3.9人/户计算, 也仅3.4万元, 再按照农民每年总收入10991元计算, 对于全国平均房价5430元来说, 仍然购买力不足。按照100平方米/套计算, 总价为54.3万元, 对应首付就需要农民在没有任何支出的情况下, 也需要2.5年的积累, 若考虑每年人均支出9606元, 房价收入比达到101。

图21: 边际购买力决定资产价格, 农民处在收入28原则末端, 房价收入比高达101

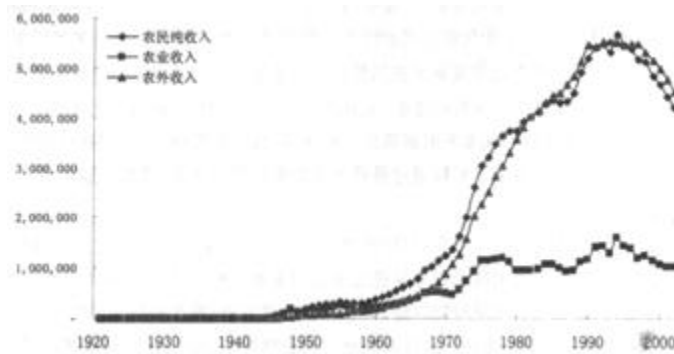


资料来源: 中国人民银行, 国家统计局, 华泰证券研究所

对比日本, 其在农村被迫进城时, 成为了土地增值的直接受益人, 收入的80%以上来自于土地被征收的补偿。在日本1970年经济转型后, 日本房价大幅上涨, 并持续至1990年, 究其原因, 主要有2个最重要的因素, 第一个是土地私有制带来的征地补偿, 这在城市半径

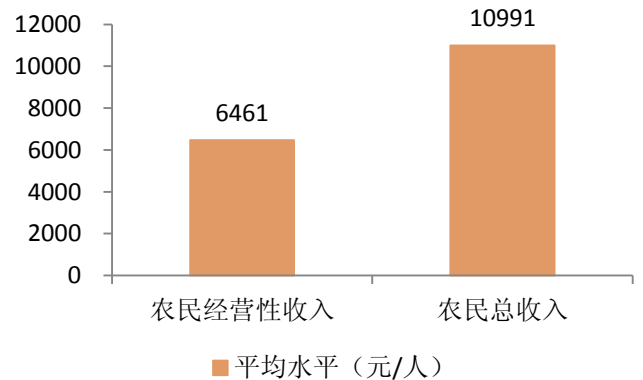
持续扩大的时候极大增强了农民的购买力，第二个是1985年的广岛协议，汇率升值使得热钱流入带来资产价格再次大幅上行。

图22: 日本农民收入有80%来自农业外，主要是征地补偿



资料来源:《工业化、城市化与农村土地制度演进的国际考察》、华泰证券研究所

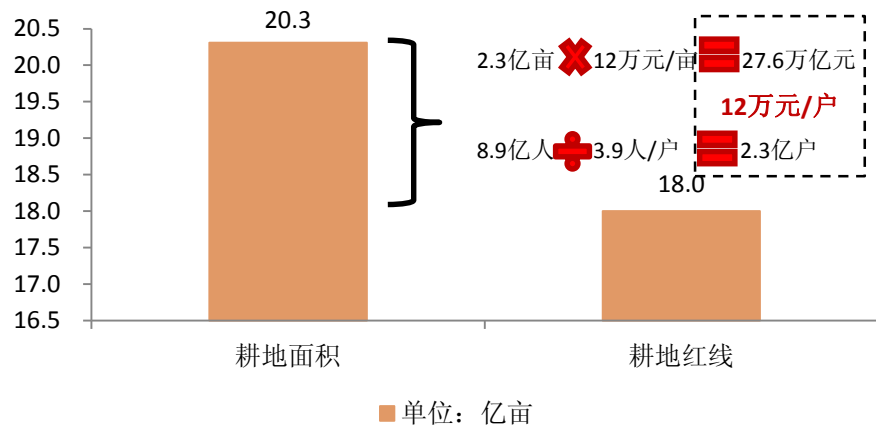
图23: 我国农民非经营性收入占比仅42%，且对比房价太低



资料来源: 国家统计局(2012)、华泰证券研究所

独有的集体建设用地体制，去除了农民享有的出让权，非经营收入的缺失也是农民收入少的一大原因。目前集体建设用地入市没有正式施行的文件，从目前试点的效果来看，以重庆为例，虽然85%的地票收益归农民所有，但由于设置了地票价格上限，农民最终能够获得的每亩收益为12万元（折合土地价格（不考虑容积率）为180元/平方米），根据土地二调结果，2012年的全国耕地面积为20.31亿亩，考虑到国家保住18亿亩耕地红线，也即能够拿出来的土地为2.31亿亩，按照当前户籍农民数量8.9亿人计算，人均仅0.26亩，对应以3.9人/户计算，每户可分得补偿刚好12万元，基本能够满足首付需求，但考虑到土地分布的不均和这是极限的情况，最终的结果将低于这个数据。

图24: 集体建设用地入市户均补偿12万元，也无法解决农民购买力问题



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

4、三重器系列的说明：为精品而生

本系列将打造我们的 2016 传统房地产行业研究的精品长篇系列，这里有行业、有城市、有企业，一切以思考出发。

与去库存相关的“降房价”、“需求哪里来”的问题，请关注后续的系列。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：8625 83389999/传真：8625 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86755 82493932/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
邮政编码：100032

电话：8610 63211166/传真：8610 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：8621 28972098/传真：8621 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com