

2018年11月5日

財富管理-投資策略

## 策略

### 政策給年內最強反彈加持

核心結論：①政策給年內最強反彈加持，近期政策重心微變，聚焦中小民企是亮點，民企癥結在於融資，資本市場要發揮更多作用，側重穩增長也有助減緩市場對基本面的擔憂。②時間上政策底領先市場底領先業績底，7月以來政策底顯現，估值底也出現，市場的歷史大底還需反復打磨。③行穩致遠，步步為營。反彈期啞鈴型配置，金融地產加科技股龍頭，考慮未來回落反復築底，重視高股息率個股。

政策重心微妙變化，支持民企和中小企業。①政策重心微妙變化，中小民企是亮點重點。梳理近期政策可以發現重心正在發生微妙變化，解決中小民企融資困境是近期政策亮點重點。聚焦中小民企困境的會議規格越來越高，這背後的事實是在整個經濟體系中，民營經濟貢獻了50%以上的稅收、60%以上的GDP、70%以上的技術創新、80%以上的城鎮勞動就業。重視中小民企意味著對經濟下行的重視，穩經濟政策將修復市場情緒，減緩對未來基本面下行擔憂，我們預計這輪政策決心很強，未來一段時間仍可能推出持續維穩政策。②民企問題癥結在融資，資本市場要發揮更多作用。中小民企因其規模性質限制，傳統銀行信貸體系很難滿足其融資需求，融資難融資貴問題突出。近期政策是長短拳組合，短期緩解中小民企股權質押風險，防止大量失血，長期則通過減稅降負，加大銀行體系支持民企力度，擴大金融市場准入，借助股市等資本市場擴大股權融資，以激發民企活力。

年內最強反彈在路上。①政治局會議加持年內最強反彈。從近期市場表現看，我們前期看多的邏輯正在不斷得到驗證：估值和情緒處於歷史底部、快速大幅急跌後政策利好不斷。跌幅深、估值低是反彈的背景，估值、破淨率、風險溢價、換手率、大類資產比價等各個角度，均顯示當下市場情緒已非常低迷。反彈的催化是政策利好不斷。政治局會議表明政策重心是穩經濟、穩就業、穩中小企業，激活資本市場是重要手段，前期系列政策本質上都是為了解決中小企業融資難及舒緩股權質押風險。②中期視角看，目前市場處於第五輪週期底部，16年1月底上證綜指2638點以來市場構築W型底，背景類似02/1-05/6，即基本面築底、資金面偏緊，16-17年類似02-04年初是W左側底後的上漲，18年2月以來處於W右底探底期，這個底本身比較複雜，7月政策底開始顯現，估值處於歷史底部，短期反彈後，市場未來還會反復築底。真正市場底的大拐點出現需多管齊下：一是確認盈利回落的幅度有多深，二是去杠杆拐點帶來資金供求改善。

行穩致遠，步步為營。①短期反彈，啞鈴型配置，金融地產加科技股龍頭。短期繼續維持前期看多邏輯，政策利好下的反彈繼續，從兩個角度借鑒歷史反彈幅度，2010、12、13、16年均出現過政策微調催化的反彈行情，反彈平均漲幅25%，持續時間接近3個月。年度角度，統計弱市年份的反彈區間上證綜指漲幅，每年都有漲幅超過15%的反彈行情，期間上證綜指漲幅均值23%，持續時間也接近

3個月。這次有望出現力度可觀的反彈。②反彈期我們建議啞鈴型配置，一頭是以金融、地產為代表的大藍籌，他們是維護股市穩定的基石，而且整體估值低，公募基金持倉少。另一頭是科技類龍頭代表的成長股，解決中小企業融資難、化解股權質押風險對它們是利好，而且前期跌幅大。中期行穩致遠，市場回落築底時關注高股息個股。

風險提示。經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

## 金融工程

### 多重利好驅動下A股反彈有望延續

從趨勢模型上看，Wind全A指數短期均線和長期均線的距離為-11.36%，相對前一周（-10.20%）繼續下降，低於-3%的閾值，市場處於下跌市，指數重新突破20日均線。

從量化指標上看，基於滬深300指數的流動性衝擊指標相對前一周（-1.18）小幅上升，一周均值為-1.06，意味著當前市場的流動性低於過去一年平均水平1.06倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率先升後降，週五為0.77，低於前一周（0.79），投資者對上證50ETF短期走勢仍然樂觀。漲停板封板率全周均值為60%，賺錢效應高於前一周（57%）。上證綜指和Wind全A五日平均換手率分別為0.55%和0.81%，處於2005年以來的29.8%和31.7%分位點，交易活躍度相對前期大幅提升。從宏觀因子上看，1. 10月官方製造業PMI為50.2，低於預期和前值，但財新PMI為50.1，高於預期和前值。2. 在岸和離岸人民幣匯率周漲幅分別為0.88%和0.76%，匯率貶值壓力得到有效緩解。3. 9月CPI同比小幅上行至2.5%，PPI同比回落至3.6%，PPI-CPI剪刀差收斂，下游企業利潤或將改善。日曆效應上，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在十一月的上漲概率為62%、54%、69%和63%，漲幅均值為1.19%、1.54%、2.16%和1.88%，漲幅中位數為1.86%、0.91%、2.07%和2.44%，中證500和創業板指表現較好。

事件驅動上，1. 中央政治局會議於10月31日召開，會議指出當前經濟下行壓力有所加大，強調要“堅持兩個毫不動搖”，解決民營企業、中小企業發展中遇到的困難，加強資本市場制度建設，激發市場活力，加大改革開放力度等。會議釋放政策暖風，“政策底”得到進一步確認。雖然從歷史經驗來看，市場底與政策底之間存在時滯，但市場底出現後的向上空間遠大於政策底出現後的向下空間。2. 中美兩國領導人互通電話，市場預期貿易摩擦有望緩和。3. 美股上周大幅反彈，三大指數周漲幅分別為2.36%、2.42%和2.65%，VIX指數下降至19.51。從歷史經驗來看，當A股自身估值處於底部，同時受到政策支撐時，可以擺脫美股影響。例如在2008年的全球金融危機中，上證綜指率先於2008.10.28見底，而道指則於2009.3.9見底，在此期間二者漲幅分別為19.6%和-27.8%。4. 證監會11月2日未核發IPO批文，而前一周為2家14億元。5. 上周流動性小幅轉緊，上交所七天回購利率上行9.5BP。

技術分析上，上證綜指日線級別反彈的一筆仍在延續，關注2703點缺口壓力；30分鐘級別上同樣處於向上的一筆中，若回調不入中樞，有望形成第三類買點。

風險提示：市場系統性風險、海外市場波動風險、模型誤設風險。

## 行業研究

### 石油化工：從財務報表看美國葉岩油完全成本

當我們談論起葉岩油，為什麼要說美國葉岩油？

根據EIA，美國葉岩油資源豐富，技術可采資源量約580億桶，占全球的16.8%，其葉岩油開發走在全球前列，2016年葉岩油產量占全球的90%左右。葉岩油氣開採是美國實現能源獨立，保障能源安全的重要途徑，2017年美國葉岩油產量約為2.35億噸/年，近10年複合增速27%，遠高於國內原油消費增速（6.5%），占美國國內原油總產量的50%左右。

2014年下半年至今，美國葉岩油生產經歷了什麼？

根據EIA，2014年下半年，油價從110美元/桶左右開始暴跌，至2016年初跌至30美元/桶以下，油價下跌對美國原油及葉岩油生產造成一定影響。油價暴跌時期，美國葉岩油主要產區鑽機數量下滑78%，新井和完井數量下滑70%左右，但美國原油產量下滑11.4%，葉岩油產量下滑12.3%。葉岩油氣完全成本包括哪些？

油氣完全成本主要包括：1) 生產成本，一般包括油井租賃、運輸費用、幹井成本及其他成本；2) 勘探成本；3) 資產減值；4) 折舊損耗及攤銷；5) 管理費用；6) 與收入無關的稅，主要是產量稅和從價稅；7) 利息費用等。

美國葉岩油完全成本是多少？

我們選取EOG、APC、CLR和PXD等四家大型葉岩油氣生產企業，得到4家企業2017年葉岩油平均完全成本在52美元/桶左右，2017年WTI價格與各公司銷售油價相近，因此可用WTI價格近似用於衡量葉岩油企業是否達到平衡油價，我們認為WTI油價52美元/桶左右是葉岩油生產的平衡油價。美國葉岩油產量能增加到多少？

EIA預計基準情形下，美國葉岩油產量到2035年有望增加到800萬桶/日（2017年470萬桶/日），並維持該水平到2050年。如果沒有技術進步，高油價無法獨立支撐葉岩油產量長期增加。短期來看，Permian地區管輸能力限制該地區產量增速，EIA和IEA都預計運力限制將持續到2019年中期。相關投資機會

根據我們的研究，美國葉岩油完全成本對應WTI原油52美元/桶左右，2018年前三季度WTI均價為66.71美元/桶。目前葉岩油產量保持穩定，全球原油供應的邊際變量為伊朗原油出口量的下滑以及OPEC+的增產，我們預計長期油價有望保持在70-80美元/桶。建議關注以下幾類投資機會：1) 擁有

油氣開採業務的公司，包括中國石油、中國石化、新奧股份；2) 國內油服公司，包括傑瑞股份、石化機械、中海油服、海油工程、通源石油等；3) 優質煤化工企業，包括華魯恒升、廣匯能源等；4) C2/C3產業鏈公司，衛星石化等。

風險提示：油價大幅回落；重大技術進步推動葉岩油成本下降；下游需求不及預期等。

### 紡織與服裝：基金三季報總結：機構持倉仍處低位，低配比例縮窄

核心結論：①18Q3紡織服裝行業占A股市值比為0.82%，機構持倉占比0.66%，行業維持低配狀態，且在申萬一級行業中位列27位，處於相對較低水平。②18Q3機構持倉低配比例呈縮窄趨勢，其中QFII、保險持倉低配比例縮窄。③18Q3紡織服裝行業QFII持倉占比為0.71%，高於同期機構持倉比例。

機構持倉仍處低位，低配比例縮窄。以申萬行業分類為標準，18Q3紡織服裝行業機構持股占比0.66%，位列第27位，處於相對較低水平。18Q3紡織服裝行業機構持倉占比環比降低0.1pct，紡織服裝行業占A股市值比為0.82%，與之相較機構持倉占比低配0.16pct，低於18Q2低配比例（0.37pct），低配比例有所收窄，因為18Q3紡織服裝行業市值為4460億元，較18Q2降低23.46%，紡織服裝行業占A股市值比較18Q2降低0.31pct，行業市值占比降幅超過機構持倉占比降幅。

基金持倉降低，維持低配狀態。18Q3紡織服裝行業基金持倉市值占比0.54%，位列第27位，較18Q2降低0.39個百分點，基金持倉占比低配0.28pct，高於18Q2低配水平（0.21pct），低配比例呈擴大趨勢。

QFII持倉持續提升，低配比例縮窄。18Q3紡織服裝行業QFII持倉占比0.71%，位列第18位，較18Q2提升0.33個百分點；相較於行業占A股市值比，紡織服裝行業QFII持倉占比低配0.11pct，低於18Q2低配比例（0.74oct），低配比例呈縮窄趨勢。

保險持倉降低，低配比例縮窄。18Q3紡織服裝行業保險持倉占比0.02%，位列第28位，較18Q2降低0.01個百分點；相較於行業占A股市值比，紡織服裝行業保險持倉占比低配0.8pct，低於18Q2低配比例（1.11oct），低配比例呈縮窄趨勢。

製造基金持倉提升其餘均降，維持超配狀態。18Q3，製造/女裝/男裝/休閒服飾/家紡/電商/鞋類板塊基金持倉市值占比分別為0.05%、0.03%、0.02%、0.07%、0.02%、0.21%和0.02%，其中製造板塊基金持倉占比較18Q2微升，其餘子板塊基金持倉占比均降。從超配或低配角度來看，18Q3各子板塊均維持超配狀態。從持股基金數來看，18Q3製造/女裝/男裝/休閒服飾/家紡/電商板塊持股基金數分別為16家、20家、28家、50家、19家、80家，較18Q2分別減少11家、12家、7家、76家、49家、18家，僅鞋類板塊持股基金數維持18Q2水平，為6家。

基金持股前十，近半持倉增加。18Q3南極電商維持持倉市值最大。相較於18Q2，紡織服裝行業基金持倉前10大股票中，百隆東方、比音勒芬、開潤股份和華孚時尚股票持倉增加，持股市值分別為3.7億元、3.4億元、2.6億元和1.2億元，環比增加33.9%、2.9%、11.3%、87.7%；南極電商、奧康國際股票持倉小幅下降，持股市值減至27.6億元和2.9億元，環比分別減少1.0%和1.8%；其餘股票持倉市值均有不同程度環比降幅。

持股基金數前十，持有基金數量均降。18Q3南極電商持股基金數最大，從18Q2的第二名升至第一。相較於18Q2，紡織服裝行業個股持股基金數前10大股票中，南極電商、歌力思、比音勒芬、開潤股份、七匹狼持股基金數小幅下降，持股基金數分別減至46家、19家、16家、10家、6家，較上季度分別減少3家、2家、1家、5家、3家；其餘股票持股基金數均有所減少。

重倉持股占比提升顯著。18Q3，紡織服裝行業基金重倉持股占流通股比例前五的個股分別為南極電商、比音勒芬、開潤股份、歌力思、奧康國際。相較於18Q2，18Q3南極電商、比音勒芬、開潤股份占比增幅最為顯著，分別提升21.52、8.69、8.02個百分點；安正時尚、太平鳥、九牧王占比降幅最為顯著，分別下降2.64、0.32、0.31個百分點。

風險提示。終端需求下滑。零售環境惡化，居民收入水平下降，行業競爭加劇。

### 紡織與服裝：18Q3 三季報總結：品牌服飾收入增速放緩，紡織製造淨利提升

18Q3服裝家紡收入端表現優於紡織製造。SW紡織服裝業企業中，18Q3收入、淨利潤增速位於0-30%的公司合計分別為59、33家，分別占板塊公司總數66%、37%。從子板塊來看，SW服裝家紡子板塊收入、淨利潤增速中位數分別為12.3%、11.2%，SW紡織製造板塊二者增速中位數為11.2%、14.3%，服裝家紡收入端表現優於紡織製造。

製造淨利增速顯著提升。18年前三季度製造板塊實現營收、歸母淨利潤396.20、34.28億元，同比分別增13.6%、14.33%，較18H1分別降低1.65、5.73pct，18Q3製造板塊收入同比增10.65%，較18Q2增速降低1.97pct，18Q3歸母淨利潤同比增26.90%，較18Q2增速提升15.39pct。板塊利潤端表現優於收入端主要由於1)板塊龍頭前期儲棉較為充分，企業合理控制營業成本（18Q3同比11.21%，較18Q2降低5.37pct），2)匯兌收益拉動淨利潤增長，18Q3匯兌淨收益為2778萬元，高於18Q2。

女裝收入、淨利潤增速與18Q2基本維持穩定。18年前三季度女裝板塊實現收入、歸母淨利潤131.13、10.76億元，同比分別增11.15%、18.83%，較18H1分別降低4.72、5.94pct，毛利率63.88%，同比降0.87pct，淨利率為8.21%，同比提升0.53pct。18Q3女裝板塊收入同比增2.37%，較18Q2增速降低0.68pct，收入增速放緩主要系零售端消費增速有所放緩且部分企業子品牌仍處於調整期，18Q3歸母淨利潤同比增5.09%，較18Q2增速提升1.58pct，毛利率、淨利率較18Q2降低3.38、1.17pct，淨利率降幅低於毛利率降幅，因為18Q3財務費用率較18Q2降低2.53pct。



男裝利潤端表現優於收入端。18年前三季度男裝板塊實現營收、淨利潤74.32、8.41億元，同比分別增18.32%、30.74%，淨利潤同比增速較18H1降低9.16pct。營收增速維持18H1水平，作為較為穩定的板塊，在不斷年輕化過程中保持一定規模增長。前三季度毛利率53.71%，較去年同期提升0.95pct，銷售、財務費用率分別為26.33%、-0.04%，較去年同期分別提升1.30pct、0.86pct，管理費用率為9.28%，較去年同期降低1.25pct，淨利率11.31%，同比增1.07pct。

休閒服飾收入增速放緩。18前三季度營收、淨利潤分別為283.71、43.02億元，同比分別增11.43%、13.22%，較18H1增速分別下降1.87、3.38pct，毛利率為43.46%，較17年同期提升1.20pct，淨利率為15.16%，較去年同期提升0.24pct。18Q3收入、淨利潤同比分別增7.75%、6.04%，較18Q2增速分別降低4.25、8.16pct，主要系零售端消費增速有所放緩，毛利率為46.05%，較18Q2提升3.70pct，淨利率為14.08%，較18Q2降低1.52pct，是因為銷售費用率、管理費用率、財務費用率較18Q2分別提升0.44、0.38、0.34pct至16.99%、5.81%和0.13%。

風險提示。零售環境疲弱，行業競爭加劇，原材料價格波動，匯率波動等。

## 機場服務：機場行業研究框架：乘消費之風，扶搖直上

本輪機場行業行情自2017年4月啟動，至今龍頭公司上海機場相對上證指數收益率顯著，白雲機場區間最大收益率亦較為明顯。本文期待構建一個邏輯框架來分析機場行業的投資邏輯，並對本輪機場龍頭公司上海機場做了重點分析，同時，我們在正文最後一部分對本輪機場行情啟動至今的事件做了複盤，期待能有更深入的思考，並期待對之後機場行業的投資、研究有所啟發。

機場如何賺錢？通過對上市機場毛利率的整理，我們發現，為機場貢獻利潤的大多為非航空性業務，以免稅、廣告、商業為最，絕大多數機場的航空性業務處於虧錢狀態，航空性收入僅作為成本抵消項。且機場在滿產甚至超產時最賺錢。

機場是不是好行業？機場商業模式特點：①區域壟斷。一個地區一般只有一個機場；②巨額政府補貼。修建、擴建機場時，政府會撥給機場建設資本金，民航發展基金亦會撥款支持；政府為機場修建的地鐵、輕軌、高速等投資亦不需要機場出資；③產能、盈利週期明顯。機場在擴建投產當年由於巨額折舊，導致利潤顯著下滑，其後逐漸增長。④可經營年限遠高於其靜態回收期所需年限。機場可經營年限30-40年（或更長），靜態回收期一般10年左右。機場的中長期邏輯：①我國人均乘機次數還很低；②未來飛機，特別是寬體機需求巨大。

什麼樣的機場是好機場？總結下來，我們認為好機場需具備以下要素：需求旺盛、供給充足、單客消費高、運營效率高。①需求端，樞紐機場由於主基地航司支持、吸引全球旅客中轉、腹地經濟強勁等特質，需求旺盛；②供給端：地面資源可通過擴建獲得，但空域目前整體都較緊張，梳理政策，我們認為2020年空域狀況或將緩解，5年後空域結構將會出現質的變化。③收入質量：國際旅客占比越高，收入質量越好。而樞紐機場承擔國際、中轉職能，因此，樞紐機場收入質量最高。④運營效率：機場最大的風險之一來自資產的不完整性，需關注與集團關聯交易的情況，以及上市公司和集團未來的資金訴求。

什麼時點投資機場？通過我們對本輪機場行情的複盤，我們發現，標誌性事件“首都機場免稅商業價值翻倍”正式開啟機場行業向上週期，而機構資金亦是在這一時點選擇投資上海機場和白雲機場，屬發現行業拐點性機會，博弈大概率事件。而過去，機場投資者傾向於在機場大型資本開支對利潤的基數效應消失之後投資機場股。

風險提示：①市內免稅衝擊；②上海第三機場開建後，集團資金訴求；③整體時刻收緊，空域釋放進度不及預期。

## 房地產：房地產行業2018年三季報綜述：集中度攀解放緩，行業杠杆和負債率繼續上行

2018年以來，行業集中度攀升，但提升速度有所放緩，杠杆率繼續上行：2018年1-9月，龍頭公司市占率相對2017年繼續攀升。截至2018年1-9月，四家A股龍頭地產企業全市場銷售金額占比為9.20%，銷售面積占比為5.08%。從市占率情況看，2018年1-9月，TOP20位企業銷售金額佔據行業38.79%的市場份額，相對2017年上行，但提升速度有所放緩。行業杠杆率，即全行業土地購置金額占銷售金額比值繼續回升。該數據從2016年的15.96%相對低點逐步攀升至2018年1-9月的25.7%。當期銷售和現金流。2018年前三季度A股地產企業銷售商品、提供勞務收到的現金為1.94萬億元，同比增加27.6%；2018年前三季度A股地產企業經營活動現金流為-139.4億元，籌資活動現金流為2440.9億元。隨著央行從2018年7月5日起下調存款準備金率0.5個百分點，以及企業加快推盤以來，企業資金壓力有所好轉。

存貨和預收款。2018年前三季度A股地產企業累計存貨為5.36萬億元，增速達到26.5%，庫存絕對值繼續創出新高。這主要是由於2018年以來新開工上升而去化持續走低所致。

對重點關注企業的分析。我們同時對重點房地產企業的收入、淨利潤、存貨、預收賬款和銷售商品、提供勞務所接受的現金流變化趨勢等做了比較和分析。

投資建議。截至2018年10月31日，A股滬深300動態PE為10.74倍，地產動態PE為8.44倍。我們認為，關於當前板塊藍籌，三大邏輯帶來優勢：1) 利空預期充分，價格風險已在釋放，庫存處於歷史低位水平。2) 估值合理，藍籌增速不改。當前估值和市場情緒，已反映降價帶來利潤率壓力。3) 政策否極泰來。我們認為，一旦地產投資增速下行，後續跟進政策值得期待。繼續看好地產五虎組合【萬科A、保利地產、新城控股、藍光發展、陽光城】，18年新增推薦招商蛇口、華夏幸福、中南建設、光大嘉寶。

風險提示。調控加碼和行業基本面下行風險。

## 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 – 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，僱員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及僱員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。