



# “好房子”形成品质代差，拓宽房地产增量需求

## ——2025年房地产行业中期投资策略

姓名 齐东（分析师）

证书编号：S0790522010002

邮箱：qidong@kysec.cn

姓名 胡耀文（分析师）

证书编号：S0790524070001

邮箱：huyaowen@kysec.cn

姓名 杜致远（联系人）

证书编号：S0790124070064

邮箱：duzhiyuan@kysec.cn

# 核心观点

- 1. 供求关系发生变化，本轮周期量价下行时间更长：**2023年7月，中央政治局会议提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，正式进入去库存周期。比较三轮地产下行周期，本轮周期住房和库存规模都更大，2024年以来房地产政策宽松力度已经非常大，货币政策宽松力度已和前两轮周期相当，财政政策支持力度也相对更大。本轮周期销售量价数据连续下降月份均已超30个月，高于前两轮宽松周期，整体规模收缩明显。因此我们认为，本轮房地产周期量价表现压力较大，去库存是实现市场止跌回稳的必要选择。
- 2. “好房子”形成品质代差，政策引导改善型需求释放：**我国的住房发展已经进入了一个新阶段，从“有没有”转向“好不好”。2024年12月，全国住房和城乡建设工作会议提出：增加改善性住房特别是好房子供给；2025年3月，政府工作报告中提出：完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。住房和城乡建设部在2025年3月31日发布国家标准《住宅项目规范》，新规范为强制执行规范，在层高、隔声、通讯、供暖、电梯、配套等多方面加强了住宅建设要求，预计未来新建住宅品质将持续提升。
- 3. 从有到优，拓宽房地产增量需求：**从七普数据来看，截至2020年，我国居民户均住房间数3.18间，人均住房建筑面积37.76平米，人均住房间数1.07间；相较于六普2010年时候的水平，已经有了长足的进步，我国房地产市场的矛盾正从“有没有”转向“好不好”。从住房房龄看，中国居民住房房龄集中在1990-2014年。按户数比例看，2000-2009年、2010-2014年、1990-1999年分别占比为30.34%、21.46%、20.55%。房龄老龄化后，也会带来持续的置换和更新需求。
- 4. 投资建议：**我们认为，房地产“去库存”定调主要由于当前供求关系逆转、销售数据下滑导致商品房供过于求，库存去化周期拉长。预计后续将有更多积极的财政及货币政策出台，同时叠加“好房子”系列新政，将能进一步挖掘和释放改善型需求，助力行业稳健发展。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、善于把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、新城控股、龙湖集团；（3）二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳-W、我爱我家。
- 5. 风险提示：**宏观经济下行、资金到位不及预期、行业竞争加剧。

# 目录

## CONTENTS

- 1 供求关系发生变化，本轮周期量价下行时间更长
- 2 “好房子”形成品质代差，政策引导改善型需求释放
- 3 从有到优，拓宽房地产增量需求
- 4 投资建议
- 5 风险提示

# 1.1 中央层面定调去库存，住宅供应成交均下滑

- 2023年7月，中央政治局会议提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，正式进入去库存周期。2024年4月和7月中央政治局会议提出“消化存量和优化增量住房”，去库存措施加速出台。2024年9月，政治局会议在去库存政策外，提出“促进房地产市场止跌回稳”，在去库存周期中仍然要保持量价平稳。

表1：2023年7月以来中央政治局会议涉及去库存的表述较多

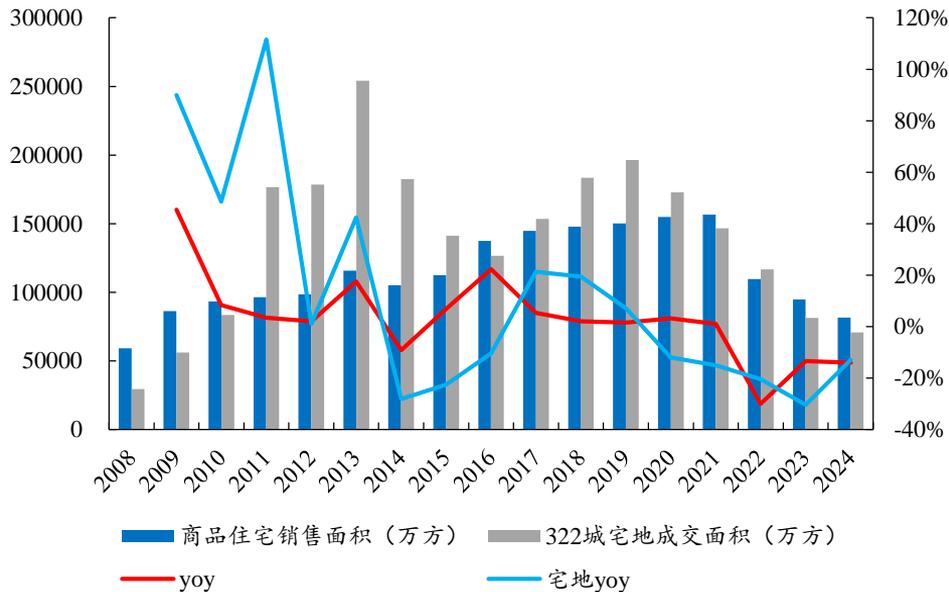
日期	政治局会议去库存表述
2023/7/24	适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2024/4/30	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
2024/7/30	要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。
2024/9/26	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
2024/12/9	稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击。
2025/4/25	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。

资料来源：经济日报、新华社等、开源证券研究所

# 1.1 中央层面定调去库存，住宅供应成交均下滑

➢ 新房层面，Wind 322城宅地成交面积自2019年达到峰值19.6亿平米后开始逐步下降，2024成交7.1亿平，同比-13%；商品住宅销售面积自2021年达到峰值15.7亿平后开始下滑，2024年成交8.15亿平，同比-14%。

图1：2021年后宅地和商品住宅成交均下降



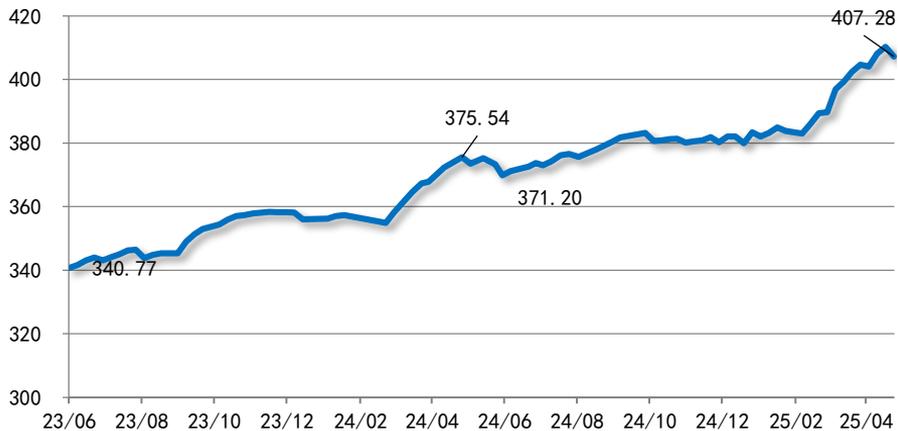
数据来源：Wind、开源证券研究所



# 1.1 中央层面定调去库存，住宅供应成交均下滑

➤ 二手房层面，挂牌量自2023年6月以来不断攀升，截至2025年4月底，我们跟踪的60城挂牌量达407.28万套，较2023年6月挂牌量增长19.5%，整体库存较大，供过于求的情况下，开发商和二手业主在避险趋势下降价出售，导致房价持续下跌。

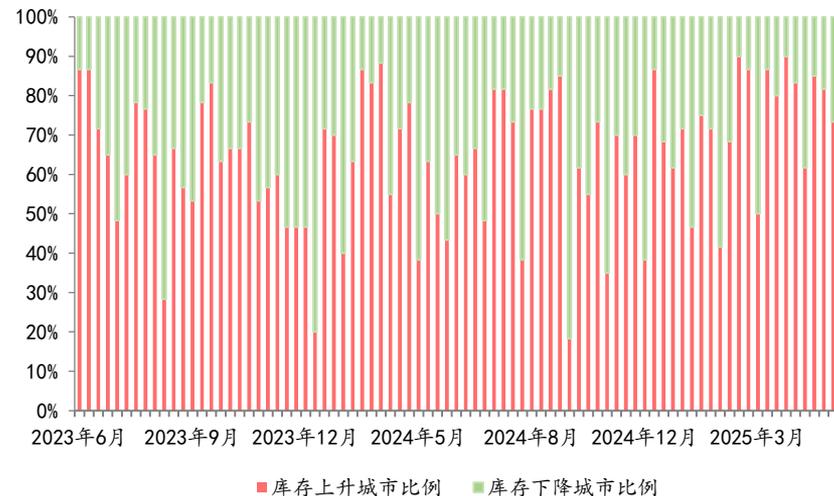
图4：二手房挂牌量自2023年6月以来不断攀升



— 60城市整体挂牌量 (万套)

数据来源：链家网、开源证券研究所

图5：二手房挂牌库存上升比例维持高位



■ 库存上升城市比例 ■ 库存下降城市比例

数据来源：链家网、开源证券研究所

## 1.2 地产政策持续出台、接连不断，本轮周期量价下行时间更长

- 从房地产政策来看，比较三轮地产周期，2023年以来房地产政策宽松力度已经非常大。目前的政策下，限购仅京沪深三城仍有较大限制，首付比例和房贷利率均为历史最低，税费和普宅认定标准也进一步优化。

表2：2023-2024年周期房地产政策持续出台、接连不断

房地产政策	2008-2009年周期	2014-2015年周期	2023-2024年周期
需求端：放松限购	无限购政策	北上广深、三亚未取消限购；其他城市放开限购	北上深均有所放松，广州和其他二三线城市放开限购
需求端：放松限贷	下调首套首付比例最低至20%	二套认贷不认房，不限购城市商贷首套房最低首付比例25%，二套最低40%。将公积金贷款申请条件从连续12个月放宽至连续缴存6个月	首套最低15%，二套最低15%（一线城市为20%）
需求端：放松限价	无限价政策	无限价政策	取消地价上限，取消限价（但政府仍审核预售证）
需求端：放松限售	无限售政策	无限售政策	除京沪外基本取消限售
需求端：放松税费	对个人首次购买90平方米及以下普通住房的，契税税率暂统一下调到1%；对个人销售或购买住房暂免征收印花税；对个人销售住房暂免征收土地增值税。将现行个人购买普通住房超过5年免征营业税改为超过2年免征营业税。	个人购买普通住房超过5年免征营业税改为超过2年免征营业税。	增值税征免年限从5年调整为2年 享受契税优惠的面积界限下调至90平 一线城市增值税解绑普宅 土增税预征率统一下调0.5个百分点
需求端：放松普宅标准	无普宅认定标准	一线城市开始设置普宅标准；二三线城市无	取消普宅认定标准
供给端：压缩供给	无限制供给政策	有供、有限，合理安排住房和其用地供应规模	库存周期超36个月暂停供地

资料来源：央行、新华社、财政部等、开源证券研究所

## 1.2 地产政策持续出台、接连不断，本轮周期量价下行时间更长

- 从货币政策来看，本轮新发放贷款利率由2021年四季度5.63%降至2024年四季度3.09%，累计下调254BPs，较前两轮地产放松周期更多。对存量按揭利率调整看，本轮周期经历了2023、2024年两次调整，降息效果能够每年减少借款人利息支出约3200亿元。本轮公积金贷款利率也下调至历史最低的2.85%，货币政策宽松力度已和前两轮周期相当。

表3：2023-2024年周期货币政策宽松力度已和前两轮周期相当

货币政策	2008-2009年周期	2014-2015年周期	2023-2024年周期
存量按揭利率降幅	个人住房贷款利率的下限从0.85倍调低至0.7倍。参考5年以上中长期贷款利率7.47%，调整力度为112BPs	未进行调整	2023年：已有超过23万亿元存量房贷的利率完成下调，调整后加权平均利率为4.27%，平均降幅73个基点，每年减少借款人利息支出约1700亿元，惠及5325万户、约1.6亿人 2024年：目前存量房贷利率批量调整已经完成，惠及超5000万户家庭、1.5亿人口，每年减少借款人房贷利息支出1500亿元
新发放按揭贷款利率	基准利率由7.83%下调至5.94%，考虑下限调整，累计下降249BPs	6.96%（2014Q3）下行至4.55%（2016Q2），累计下降241BPs	5.63%（2021Q4）下行至3.09%（2024Q4），累计下降254BPs
公积金贷款利率降幅	5年以上0.09%，5年以内0.18%（2008.9.16） 0.27%（2008.10.9） 0.27%（2008.10.27） 0.54%（2008.11.27）	0.25%（2015.3.1） 0.25%（2015.6.28） 0.25%（2015.8.26）	0.25%（2024.5.18）
准备金率	1.0%（2008.9.25） 0.5%（2008.10.15）	0.5%（2014.6.16） 0.5%（2015.2.5） 0.5%（2015.9.6） 0.5%（2015.10.24）	0.5%（2024.2.5） 0.5%（2024.9.27）

资料来源：央行、新华社、Wind、开源证券研究所

## 1.2 地产政策持续出台、接连不断，本轮周期量价下行时间更长

- 从财政政策对于去库存的支持来看，前两轮周期分别有4万亿投资和棚改去库存政策，而本轮周期住房和库存规模都更大，财政政策支持力度也相对更大，包括3000亿元保障性住房再贷款资金、100万套城中村改造货币化安置等。

表4：2023-2024年周期财政政策支持规模相对更大

财政政策	2008-2009年周期	2014-2015年周期	2023-2024年周期
去库存措施	4万亿投资计划	棚改去库存，PSL规模从2015年5月6459亿元，增长至2018年12月的33795亿元	2024年5月17日，人民银行宣布设立3000亿元保障性住房再贷款，激励银行发放商业贷款，支持收购已建成未出售商品房用作配售型或配租型保障性住房。 2024年10月17日，住建部宣布未来将通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。

资料来源：央行、新华社、财政部等、Wind、开源证券研究所

- 从三轮周期量价下行持续的时间来看，本轮周期销售量价数据连续下降月份均已超30个月，高于前两轮宽松周期，整体规模收缩明显。因此我们认为，本轮房地产周期量价表现压力较大，去库存是实现市场止跌回稳的必要选择。

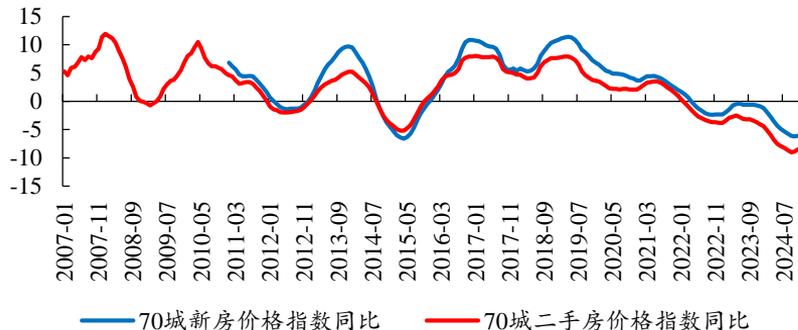
表5：2023-2024年周期房地产指标下行周期更长

	2008-2009年周期	2014-2015年周期	2023-2024年周期
新开工下行时间（月）	8	21	38
商品房销售下行时间（月）	12	15	32
70城新房价格下行时间（月）	-	15	32
70城二手房价格下行时间（月）	4	13	34

图6：2023-2024年周期新开工和销售面积降幅持续时间更长（%）



图7：2023-2024年周期房价下行降幅持续时间更长（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

- 1 供求关系发生变化，本轮周期量价下行时间更长
- 2 “好房子”形成品质代差，政策引导改善型需求释放
- 3 从有到优，拓宽房地产增量需求
- 4 投资建议
- 5 风险提示

- 我国的住房发展已经进入了一个新阶段，从“有没有”转向“好不好”。2024年12月，全国住房和城乡建设工作会议提出：增加改善性住房特别是好房子供给；2025年3月，政府工作报告中提出：完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。

表6：2024年开始，房地产政策开始着眼于高品质“好房子”

出台时间	发布机构/会议	相关内容
2024年8月23日	国新办新闻发布会	现在城镇人均住房建筑面积已经超过40平方米，人民群众对住房的功能、质量有了新期待。要将新一代的信息技术、绿色低碳技术、新型的建造技术等新技术，以及新产品、新材料、新工艺应用到房屋建设中去，引导房地产业和建筑业从过去注重速度、数量，转向追求高质量、新科技、好服务，使房地产业和建筑业能够真正转型发展。
2024年12月24-25日	全国住房和城乡建设工作会议	着力优化和完善住房供应体系，加快发展保障性住房，满足城镇住房困难工薪群体刚性住房需求支持城市政府因城施策， <b>增加改善性住房特别是好房子供给</b> 。
2025年3月5日	政府工作报告	有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范， <b>推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”</b> 。
2025年4月25日	政治局会议	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式， <b>加大高品质住房供给</b> ，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。

数据来源：中国政府网、共产党员网、每日经济新闻、新京报、开源证券研究所

- 2024年8月23日，国新办举行“推动高质量发展”主题新闻发布会上，对人民群众普遍关注的“好房子”，住房和城乡建设部部长倪虹给出了他的答案：绿色、低碳、智能、安全。

图8：国新办举行“推动高质量发展”主题新闻发布会上，倪虹部长对好房子特征的归纳：绿色、低碳、智能、安全



## 绿色

“好房子”要让人能够感到舒适，这就需要把房子设计好、建造好



## 低碳

质量好、性能优、使用寿命长，而且在全生命周期使用环节上能够更加节水、节电、节气、节能



## 智能

成为一个不动的更大智能终端



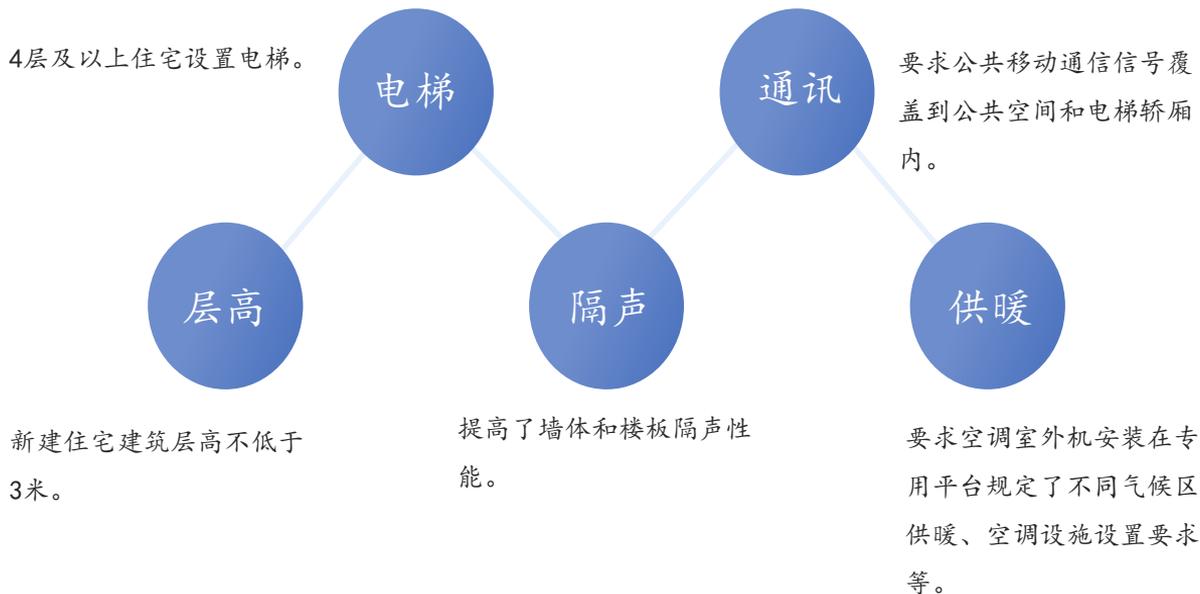
## 安全

要让居民住得安心和放心。包括房屋的本体安全、设施设备的使用安全、使用人的安全

数据来源：新京报、开源证券研究所

- 住房和城乡建设部在2025年3月31日发布国家标准《住宅项目规范》，要求住宅项目建设应以安全、舒适、绿色、智慧为目标，遵循“经济合理、安全耐久，以人为本、健康舒适，因地制宜、绿色低碳，科技赋能、智慧便利”的原则。新规范在层高、隔声、通讯、供暖、电梯等多方面加强了要求。

图9：住建部2025年3月31日发布国家标准《住宅项目规范》



数据来源：中国政府网、开源证券研究所

## 2.2 各地跟进出台住宅品质新推，新房市场向“高品质化”转型

- 2025年2月，北京市规划和自然资源委员会印发《北京市平原多点地区“好房子”规划管理相关技术要点（试行）》通知，对平原多点地区多个居住建筑规范审批管理进行了统一规范。

图10：2025年2月北京市发布了平原多点地区“好房子”规划管理相关技术要点



数据来源：北京市规划和自然资源委员会、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

- 1 供求关系发生变化，本轮周期量价下行时间更长
- 2 “好房子”形成品质代差，政策引导改善型需求释放
- 3 从有到优，拓宽房地产增量需求
- 4 投资建议
- 5 风险提示

## 3.1 从有到优，拓宽房地产增量需求

- 从七普数据来看，截至2020年，我国居民人均住房间数3.18间，人均住房建筑面积37.76平方米，人均住房间数1.07间；相较于六普2010年时候的水平，已经有了长足的进步，我国房地产市场的矛盾正从“有没有”转向“好不好”。。
- 李强总理在参观调研中国建筑科技展时曾指出，未来的房地产要“以提升居民居住品质和幸福感为导向，从功能、质量、体验等方面出发，充分考虑不同居住习惯、不同年龄段、不同经济能力等群体的需求，特别是适老化、儿童友好等新需求，因地制宜推进好房子建设。”

表7：我国居民住房人均规模持续提升

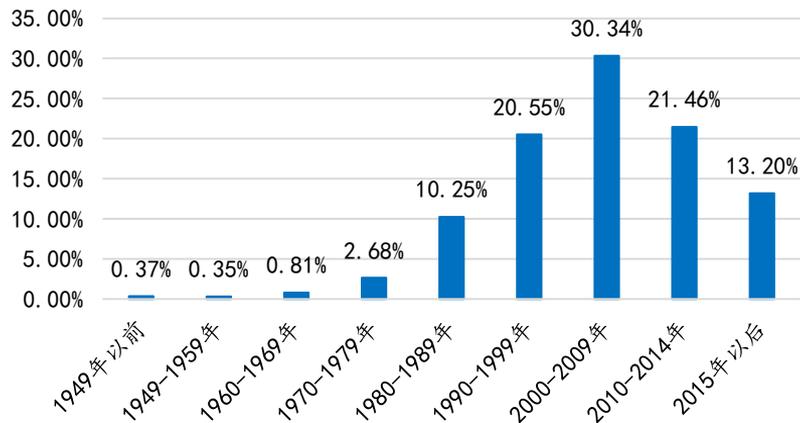
普查	平均每户住房间数(间/户)	人均住房建筑面积(平方米/人)	人均住房间数(间/人)
第七次人口普查 (2020年)	3.18	37.76	1.07
第六次人口普查 (2010年)	3.29	31.40	1.01
第五次人口普查 (2000年)	2.82	23.86	-

数据来源：国家统计局、开源证券研究所

## 3.1 从有到优，拓宽房地产增量需求

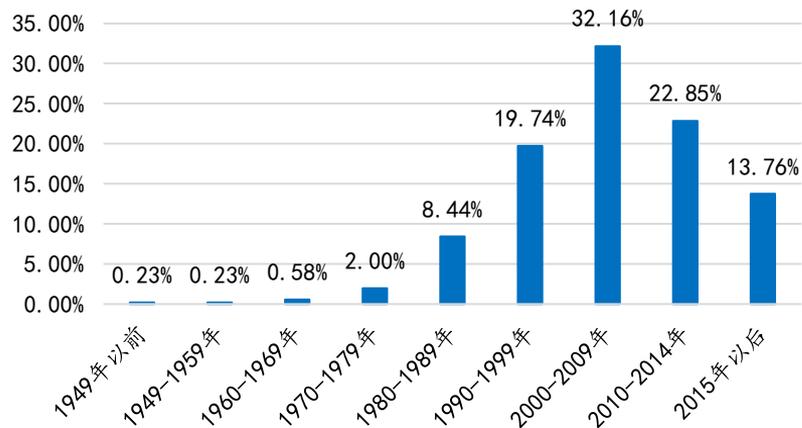
- 从住房房龄看，中国居民住房房龄集中在1990-2014年。按户数比例看，2000-2009年、2010-2014年、1990-1999年分别占比为30.34%、21.46%、20.55%。后续伴随房龄老化，也会带来持续的置换和更新需求。

图11：中国居民住房房龄集中在1990-2014年（按户数比例口径）



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图12：中国居民住房房龄集中在1990-2014年（按面积比例口径）



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

- 中国指数研究院此前对27774个居民进行了调研，居民对“好房子”有诸多期待。在户型设计层面，居民选择的设计痛点占比前三为：户内承重墙多，空间不易改造、室内层高太低、动静不分区，受访者选择比例分别为33%、31%、27%；居民选择的设计期待占比前三为户型全明设计、空间便于灵活改造、动静分区，受访者选择比例分别为31%、28%、26%。

表8：2024年开始，房地产政策开始着眼于高品质“好房子”

居民对户型设计的痛点和期待	受访者选择比例
户型设计痛点：	
户内承重墙多，空间不易改造	33%
室内层高太低	31%
动静不分区	27%
户型设计期待：	
户型全明设计	31%
空间便于灵活改造	28%
动静分区	26%

数据来源：中国指数研究院、开源证券研究所

- 在社区配套需求方面，居民选择的需求占比前三为：社区会客空间、小型运动场、环形跑道，受访者选择比例分别为48%、37%、30%。
- 在智能安防需求方面，居民选择的需求占比前三为：智能安防系统、智能家居控制系统、智慧社区系统，受访者选择比例分别为59%、34%、30%。

表9：2024年开始，房地产政策开始着眼于高品质“好房子”

居民对社区配套和智能安防系统的期待	受访者选择比例
社区配套需求：	
社区会客空间	48%
小型运动场	37%
环形跑道	30%
智能安防系统需求：	
智能安防系统	59%
智能家居控制系统	34%
智慧社区系统	30%

数据来源：中国指数研究院、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

- 1 供求关系发生变化，本轮周期量价下行时间更长
- 2 “好房子”形成品质代差，政策引导改善型需求释放
- 3 从有到优，拓宽房地产增量需求
- 4 **投资建议**
- 5 风险提示

- 我们认为，房地产“去库存”定调主要由于当前供求关系逆转、销售数据下滑导致商品房供过于求，库存去化周期拉长。预计后续将有更多积极的财政及货币政策出台，同时叠加“好房子”系列新政，将能进一步挖掘和释放改善型需求，助力行业稳健发展。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、善于把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、新城控股、龙湖集团；（3）二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳-W、我爱我家。

表10：受益标的为布局城市基本面较好、善于把握改善型客户需求的强信用房企、住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策的房企

股票代码	公司名称	评级	总市值 (亿人民币)					归母净利润 (亿元)				P/E			
			2025/5/5	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E				
A股															
001979.SZ	招商蛇口	买入	829.1	40.4	59.7	64.7	70.1	20.5	13.9	12.8	11.8				
600153.SH	建发股份	买入	307.4	29.5	40.1	45.2	50.6	10.4	7.7	6.8	6.1				
601155.SH	新城控股	买入	305.4	7.5	10.5	15.1	17.6	40.6	29.2	20.3	17.4				
600383.SH	滨江集团	买入	193.2	25.5	38.3	44.1	50.1	7.6	5.0	4.4	3.9				
000560.SZ	我爱我家	买入	74.4	0.7	1.6	2.7	3.2	101.4	46.5	27.7	23.0				
H股															
1109.HK	华润置地	买入	1,750.6	255.8	289.9	317.0	349.1	6.8	6.0	5.5	5.0				
0688.HK	中国海外发展	买入	1,410.0	156.4	198.8	215.4	224.9	9.0	7.1	6.5	6.3				
0960.HK	龙湖集团	买入	680.9	104.0	68.7	72.6	76.4	6.5	9.9	9.4	8.9				
1908.HK	建发国际集团	买入	305.9	48.0	53.0	57.3	58.6	6.4	5.8	5.3	5.2				
3900.HK	绿城中国	买入	238.5	16.0	33.3	45.4	54.3	14.9	7.2	5.3	4.4				

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至2025年5月5日，港元汇率1港元=0.94人民币；盈利预测均来自开源证券研究所）

# 目录

## CONTENTS

- 1 供求关系发生变化，本轮周期量价下行时间更长
- 2 “好房子”形成品质代差，政策引导改善型需求释放
- 3 从有到优，拓宽房地产增量需求
- 4 投资建议
- 5 风险提示

- (1) 宏观经济下行：经济下行或将导致收入和购买力下降，购房需求受到冲击。
- (2) 资金到位不及预期：各地配售型保障房建设资金不到位，整体建设进度滞后。
- (3) 行业竞争加剧：竞争加剧可能导致价格下行，侵蚀企业利润，行业分化加剧。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

**北京：**北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

**深圳：**深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

**西安：**西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券