

房地产

越南房地产深度观察：越南是十年前的中国吗？

证券研究报告
2019年01月18日

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:土地市场冷淡，供应成交均不活跃——房地产土地周报 20190113》 2019-01-13
- 2 《房地产-行业研究周报:销售持续低迷，但二线有所改善——房地产销售周报 0113》 2019-01-13
- 3 《房地产-行业专题研究:地产债专题 004：宏观调控视角下的房地产政策周期——20 年房地产调控安全复盘(下)》 2019-01-09

总结：木棉花开，冬不再来！近年来，越南成为实业和房产投资热点区域，2018 年进入胡志明楼市最多的外国人来自中国，占比近 30%，我们认为其中一个很重要的原因是经历了中国楼市暴涨的中国人，都想要有再来一次的机会，没买的重新买，买了的多买点。那到底越南是不是十年前的中国，越南的房产是否值得买呢，未来还有上涨空间吗？我们调研了胡志明市区 8 个楼盘，并调研了胡志明市开发商、房产中介及资产管理机构，并根据自己的深度观察寻找答案。从购房人口占比、人均收入水平、城镇化率、城市规划及交通建设、房价绝对水平等多方面来看，越南和十年前的中国非常接近，但是现在的越南是十年前的中国，十年后的越南却未必能达到今天中国的成就，因此最终高度不可直接对比，从买房角度，我们认为需要越南盾和美元两个视角去看，从本国居民角度，我们认为越南本币计价的胡志明房价上涨空间仍然较大，毕竟对于一个国家最大的经济都市还在建设第一条地铁线的情况下，当地居民在没有真正见到之前，是很难真正想象或者感受这些交通建设带来的巨变；但对于外国投资者来讲，需要注意的是汇率贬值以及杠杆损失(越南买房没法和在国内买房那样轻松借贷)都将压制最终收益率。

越南地产历史——历经三轮周期、振荡上涨趋势明显：1) 高速腾飞期(2004-2008)——需求强劲、量价暴涨、城镇化率 29%：2006 年 11 月越南加入 WTO，GDP 平均增长 7%，美元对越南盾汇率相对稳定 16000 左右，不过由于货币总量暴增，M2 五年平均增速超过 32%，CPI 同比增速在 2008 年达到惊人的 19.9%，居民购房保值意愿强烈且居民对经济前景大为看好，2007 年房地产销量创出天量，超过 1 万套，公寓均价突破 1 千美金/平，最高达到 1650 美金/平米左右，但当时汇率算，约 2801 万越南盾/平米。**2) 调整衰退期(2009-2013)——加息、加税、量价齐跌、城镇化率 32%：**2008 年加息以及 2009 年加税导致 2009 年房价大幅下跌 37% 至 1000 美金/平米左右，汇率大幅贬值近 26%至 20828；但 2009 年之后越南政府又持续大幅降息恢复至 9%的水平，同时 2010 年宣布鼓励越侨买房，销量在 2010 年一季度暴增至 1.3 万套左右，由于越侨精通信贷杠杆推升按揭利率上升至近 20%，使得 2011 和 2012 年大幅回落甚至腰斩至不足 5000 套水平。**3) 健康发展期(2009-2013)——货币稳定、量价缓涨、城镇化率 36%：**经历了金融危机和欧债危机的影响之后，越南经济重新回归增长，平均 GDP 增速也恢复到 6.4%的水平，政府在 2014 年推出 30 万亿越南盾的购房贷款计划，2015 年《住房法》修改放宽外国人买房条件大幅推升了地产销量，销量更是在 2015 年放宽当年爆冲至超过 3W 套，价格在 2018 年恢复至 1210 美金左右，需要注意的是，以美元计价并未创新高，但是如果以本币计价，由于 2008 和 2018 年的汇率分别是 16977 和 22825，对应本币价格 2018 年达到 3523 万越南盾/平米超过 2008 年的 2801 万越南盾/平米近 20%。

越南地产现状——供需两旺价格上涨、租金收益率高位略降：1) 供需两旺均在 3W 套、去化率高达 80%、按揭贷款利率较高近 10%；2) 库存量整体偏低不足一年、豪华住宅供应紧缺仅占 2%；3) 外国投资者逐渐增多、中国投资者占比最高：2018 通过 CBER 在越南购房的客户中，中国大陆占比 30%，韩国 22%、香港 11%是最高的三个地方。购房者的目的中，用于自己居住的占比约 20%，比 2016、2017 有明显下降，显示投资比例较高；其中准备转售(Buy-to-gain)的占比约 22%，准备转租(Buy-to-let)的占比约 58%；**4) 租金收益平均 6%、但高位略有下降：**胡志明平均租金收益率 6%，而新的开发区第二区(类似上海浦东新区)由于整体房价相对较低，租金收益率则最高达到 8%，对比国内 2%左右的租金收益率，这样的租金较难相信，但其实纽约等主流城市也有近 6%的租金收益率，但随着 2015-2018 年四年的销售量逐渐竣工交房，将使得买房用作租赁的面对更大的压力，租金收益率预计会持续下行。

越南地产趋势——像十年前的中国、房价上涨空间仍大、但最终高度不可直接对标：1) 越南人口结构接近 2007 年的中国：首次购房人口(25-44 岁)占比来看，越南 2016 年首次购房人口占比为 32.9%，与 2007 年中国(33.2%)接近；**2) 越南收入水平接近 2006 年的中国：**从人均 GDP 看，和中国 2004 年接近(1560 美元)；从可支配收入角度，越南 2016 年人均可支配收入水平为 1603 美元，和中国 2006 年接近(1739 美元)；**3) 越南城镇化水平接近 2000 年的中国：**越南 2018 年末的城镇化水平约 36%，相当于 2000 年中国的水平，我们预计城镇化的提升将会是未来越南房地产市场重要的驱动力；**4) 越南城市规划水平接近 1995 年的中国、地铁还在盖一条；5) 越南典型楼盘房价绝对价格水平接近 2006 年的中国。**

风险提示：越南经济不及预期、越南盾汇率贬值

木棉花开，冬不再来！自 2006 年加入 WTO 以来，经济高速发展，外资持续流入，今年，在中美贸易摩擦背景下又成为产业转移的目的地之一，越南这个东南亚国家近年俨然成了实业和房产投资的热点目的地。

2018 年进入胡志明楼市最多的外国人来自中国大陆地区，占比近 30%，我们认为其中一个很重要的原因是经历了中国楼市暴涨的中国人，都想要有再来一次的机会，没买的重新买，买了的多买点，而越南像极了十年前的中国，胡志明像极了十年前的上海，但十年后的越南能否达中国的高度，胡志明房价是否能超越上海，仍是未知之数，因此不能简单对比。

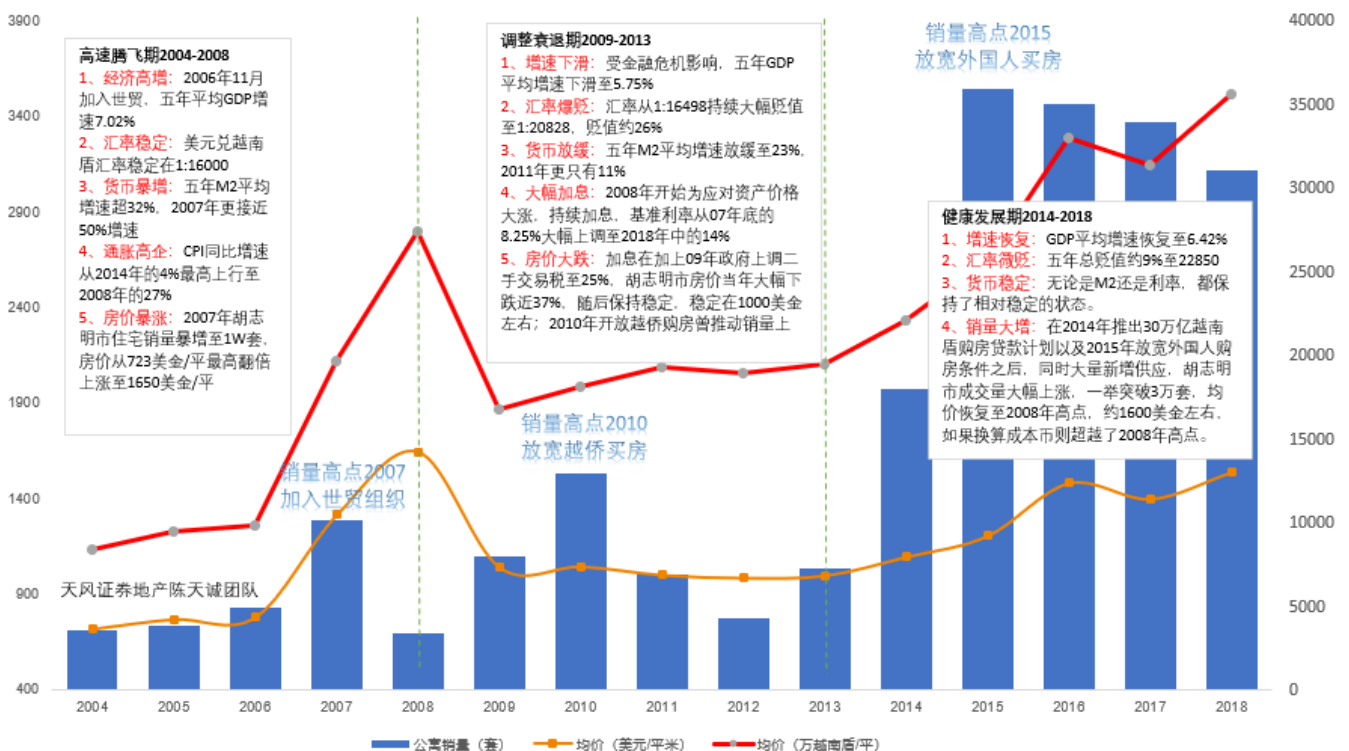
我们通过对越南的深度观察，发现越南商品住宅市场从无到有，经历了三轮大的周期：

1. 越南房地产历史：历经三轮周期、振荡上涨趋势明显

越南房地产市场其实主要是胡志明市场（53 亿年销售额规模）和河内市场（33 亿年销售额规模），我们以胡志明市作为越南楼市的代表，可以看到，越南商品住宅市场从无到有，经历了三轮大的周期：

1) 高速腾飞期（2004-2008）——需求强劲、量价暴涨、城镇化率 29%：2006 年 11 月越南宣布加入世界贸易组织，2004 至 2008 年五年 GDP 平均增速超过 7%，此时汇率相对稳定，1 美金对越南盾稳定在 16000 左右。不过由于货币总量暴增，M2 五年平均增速超过 32%，总量为 1514 万亿越南盾约 891 亿美元，CPI 同比增速在 2008 年达到惊人的 19.9%，居民购房保值意愿强烈且居民对经济前景大为看好，因此，入世后的第一年（2007 年）房地产销量创出天量，超过 1 万套，公寓均价突破 1 千美金/平，最高达到 1650 美金/平米左右，但当时汇率算，约 2801 万越南盾/平米。

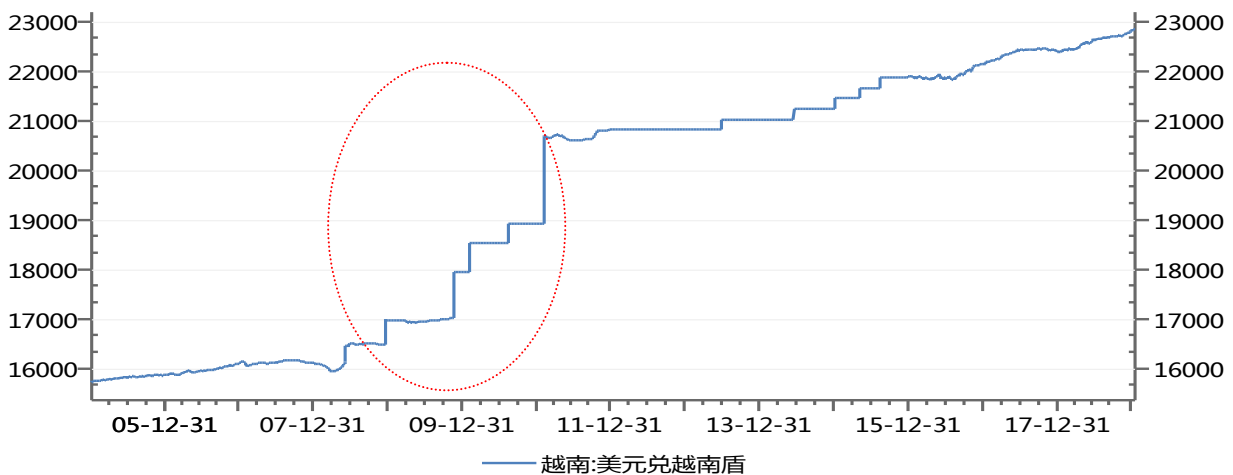
图 1：越南房地产周期及核心因素



资料来源：WIND、越南统计局、天风证券研究所

2) 调整衰退期 (2009-2013) ——加息加税、量价齐跌、城镇化率 32%: 为应对 2007-2008 年资产价格和 CPI 的大幅上行, 2008 年的持续加息基准利率上调近 6 个百分点, 从 2007 年底的 8.25% 上调至 2008 年中的 14%, 同时货币发行增速也放缓至 23% 甚至更低, 导致 2009 年房价大幅下跌, 同年, 越南政府又上调二手房交易所得税, 从 10% 上调至 25%, 加上越南盾对美元汇率持续大幅贬值近 26% 至 1:20828 的水平, 市场观望情绪浓厚, 导致市场迅速冷却, 量价齐跌, 价格大幅下跌 37% 至 1000 美金/平米左右, 需要注意的是, 由于全球金融危机的到来, 加息周期很短, 2009 年之后越南政府又持续大幅降息恢复至 9% 的水平, 同时 2010 年宣布鼓励越侨买房, 销量在 2010 年一度暴增至 1.3 万套左右, 由于越侨精通信贷杠杆推升按揭利率上升至近 20%, 使得 2011 和 2012 年大幅回落甚至腰斩至不足 5000 套水平, 不过整体而言, 这五年平均年销量为 7902 套比上一个五年的 5198 套上涨约 52%。

图 2: 越南盾对美元汇率持续走贬



资料来源: WIND、天风证券研究所

3) 健康发展期 (2014-2018) ——货币稳定、量价缓涨、城镇化率 36%: 经历了金融危机和欧债危机的影响之后, 越南经济重新回归增长, 平均 GDP 增速也恢复到 6.4% 的水平, 同时政府采取更为稳健的财政和货币政策, 保持 M2、利率和汇率都稳定在一个相对健康的水平。房地产方面, 经历过之前的量价齐跌, 政府在 2014 年推出 30 万亿越南盾的购房贷款计划, 支持贫困者和公务员优先购房, 2015 年《住房法》修改, 放宽外国人买房条件, 只要有合法签证就可以买 (但限制了单个楼盘外国人买房不得超过 30%), 这一措施大幅推升了地产销量, 日韩和中国投资者大幅增加, 销量更是在 2015 年放宽当年暴增至超过 3W 套, 价格 2018 年恢复至 1210 美金左右, 需要注意的是, 以美元计价并未创新高, 但是如果以本币计价, 由于 2008 和 2018 年的汇率分别是 16977 和 22825, 对应本币价格 2018 年达到 3523 万越南盾/平米超过 2008 年的 2801 万越南盾/平米近 20%。

总结: 越南房地产历经三轮大周期, 以本币计价的房价已经创出新高, 以美元计价的房价在也已经接近 2008 年高点, 从量上看, 销量更是十年前的 10 倍, 房地产市场振荡上涨的趋势较为明显, 更是反映出本地居民及外国投资者对越南经济及房地产中长期看好。

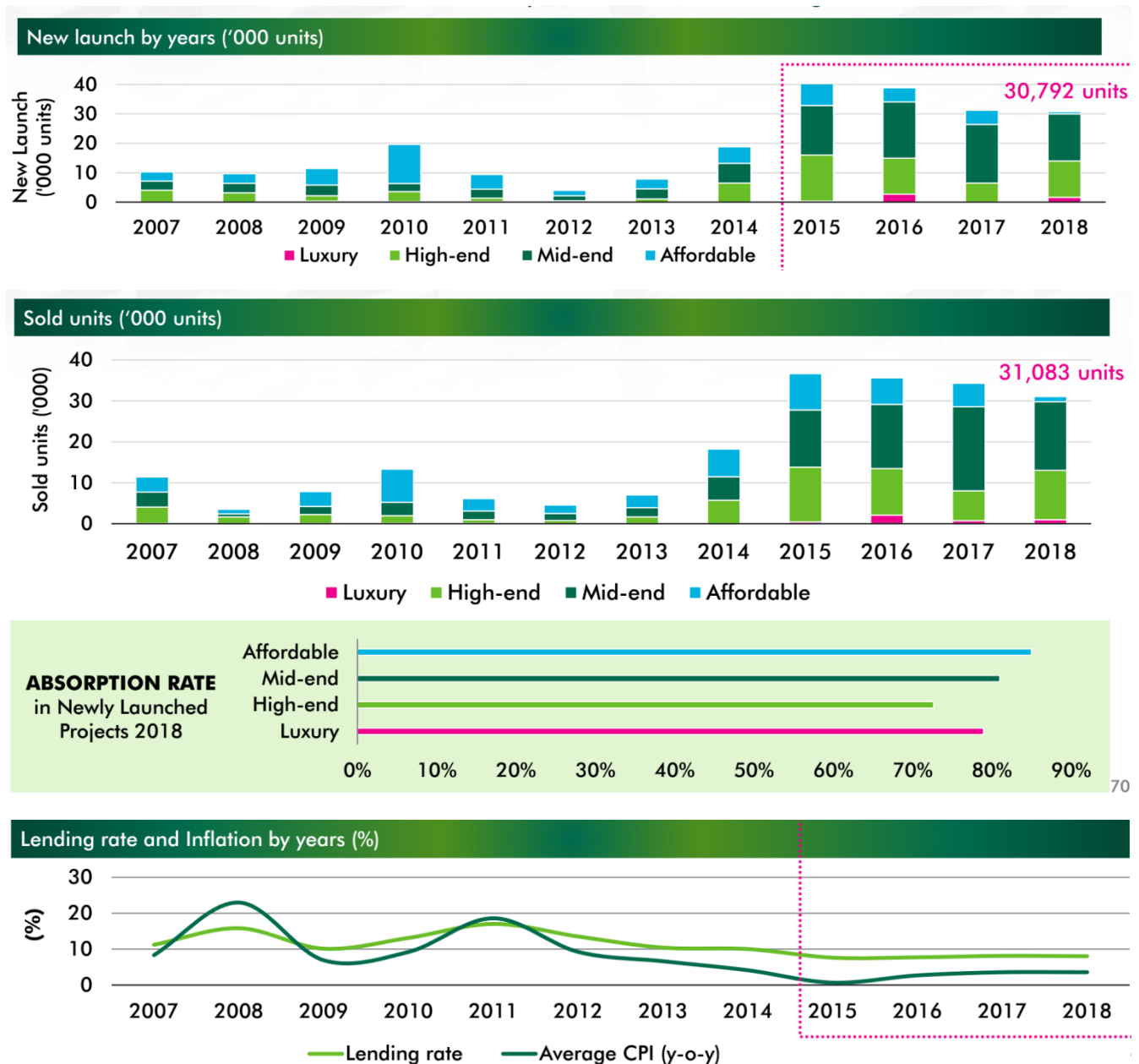
2. 越南房地产现状：供需两旺越高端越涨、租金收益率高位略降

由于数据可得性的缘故，我们采用 2019 年 1 月 9 日 CBRE 的公开报告《Vietnam Real Estate Market Outlook 2019》中的数据作为本文分析来源；该机构将越南的住宅市场分为四大类，豪华住宅（LUXURY）指的是均价在 3500 美元/平以上的，高端住宅（High End）指的是均价在 1500-3500 美元/平，中端住宅（Mid End）指的是均价在 800-1500 美元/平，普通住宅（Affordable）指的是价格低于 800 美元/平。

供需两旺、去化率高、按揭贷款利率较高：2015 年放宽外国人买房条件之后，市场放量上涨，供需两旺，2018 年胡志明市新推盘 30792 套，新推盘去化率 81%，全年销量 31083 套，销售均价 1714 美元/平，同比增长 10%。

另外，我们注意到在越南，本地居民购房可以首付 15-30%进行贷款；但外国购房者购房贷款较为困难，因为政府规定只能贷签证期限一样年限（1-5 年）因此贷款较少，且贷款利率较高，最高接近 20%，目前约 9%左右（见下图 3 最下部分）。

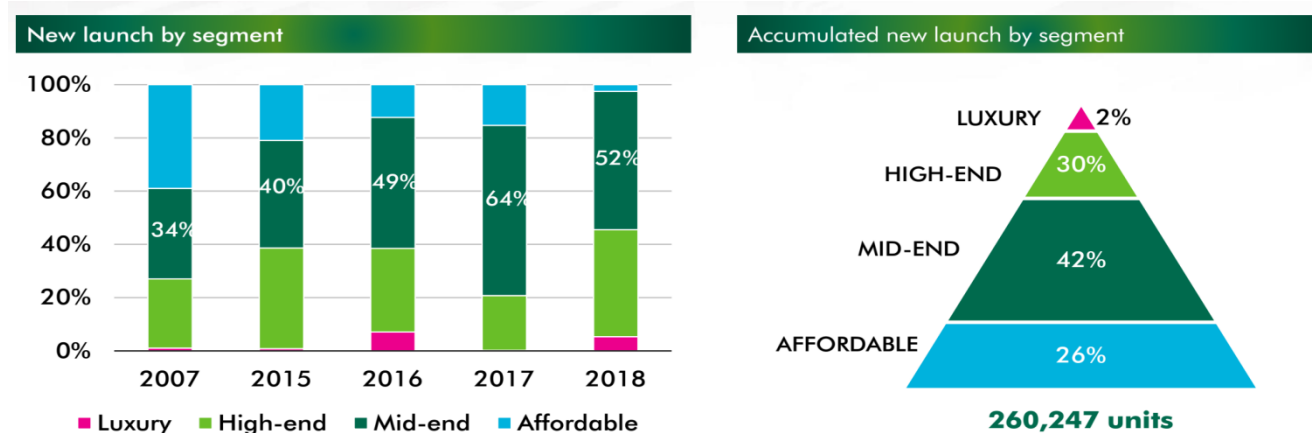
图 3：胡志明市场历年新推盘、销量及去化率、借款利率



资料来源：CBRE、天风证券研究所

库存量整体偏低、豪华住宅供应紧缺：从 2007 年至 2018 年，胡志明市累计新增供应 260247 套，从结构上看，主要以中高端为主，历年累计看，豪华:高端:中端:普通=2%:30%:42%:26%，豪华（3500 美元/平以上）住宅供应不足 2%。而据越南建设部住房及不动产市场管理局数据，截至 2017 年 11 月 20 日，不动产库存 25.7 万亿盾（约 11.3 亿美元），较 2013 年 1 季度的 102.8 万亿盾（约 45.3 亿美元）下降 80%；而按照 CBRE 的数据，2018 年胡志明销售额 53 亿、河内销售额 33 亿元，也就是目前新房库存不足一年。

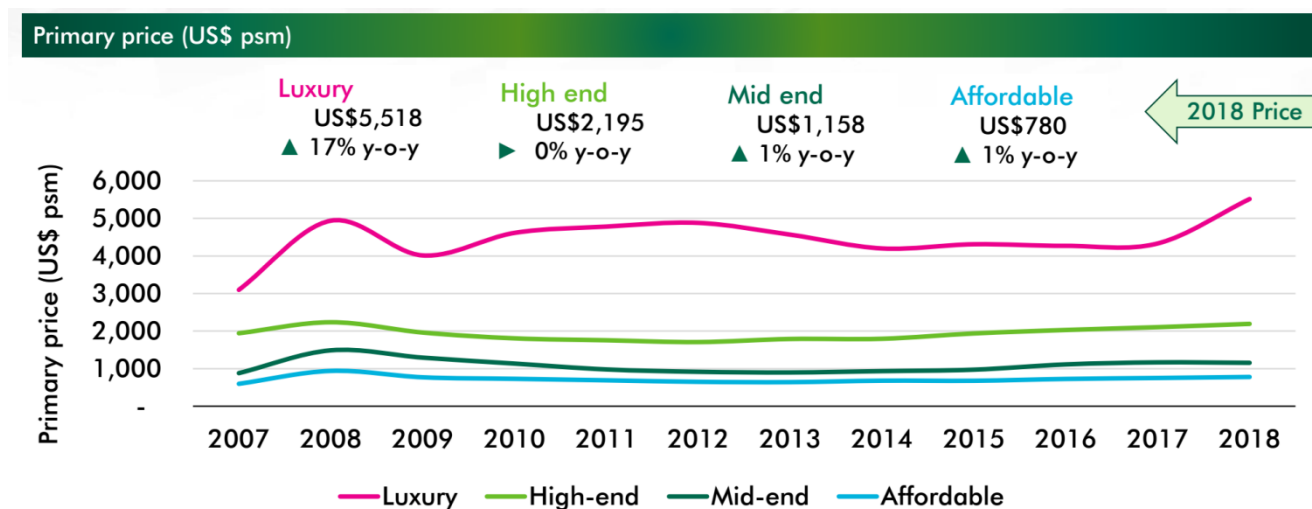
图 4：胡志明市场住宅供应结构



资料来源：CBRE、天风证券研究所

豪华住宅价格波动最大、高端住宅供应增加价格平稳：从历史来看，由于整体豪宅供应相对较少，因此历次价格波动较大，而占比最高的中高端住宅价格相对稳定；2018 年，豪华住宅的均价为 5518 美元/平，上涨 17%；高端住宅均价 2195 美元/平，同比 0%；中端住宅均价 1158 美元/平，同比 1%；普通住宅均价 780 美元/平，同比增长 1%。

图 5：胡志明各类型住宅价格趋势



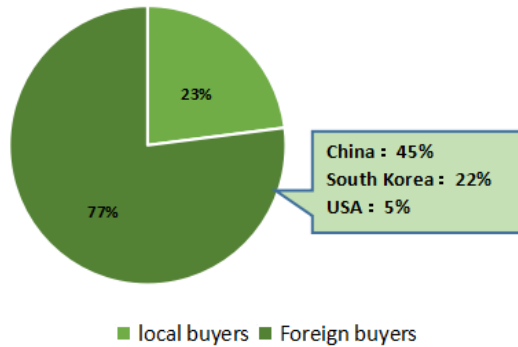
资料来源：CBRE、天风证券研究所

外国投资者逐渐增多、中国投资者占比最高：随着中美贸易摩擦升高以及越南经济基本面的稳健，越来越多企业家和个人在关注越南房地产的投资机会，根据 CBRE 的自己统计，2018 年通过该公司在越南购房的客户中，中国占比 45%，韩国 22%、美国 5% 是最高的三个地方。购房者的目的中，用于自己居住的占比约 20%，比 2016、2017 有明显下降，显示投资比例较高；其中准备转售（Buy-to-gain）的占比约 22%，准备转租（Buy-to-let）的

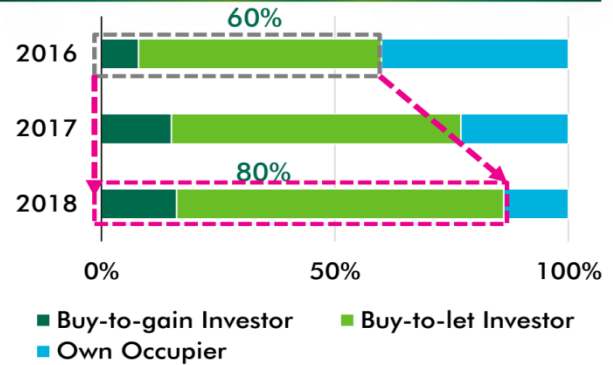
占比约 58%。

图 6：外国人购房占比（仅指通过 CBRE 进行购买，不是整个市场）

Buyer by Nationality, Based on CBRE Sales, 2018



Buyer by Purpose, Based on CBRE Sales, 2018

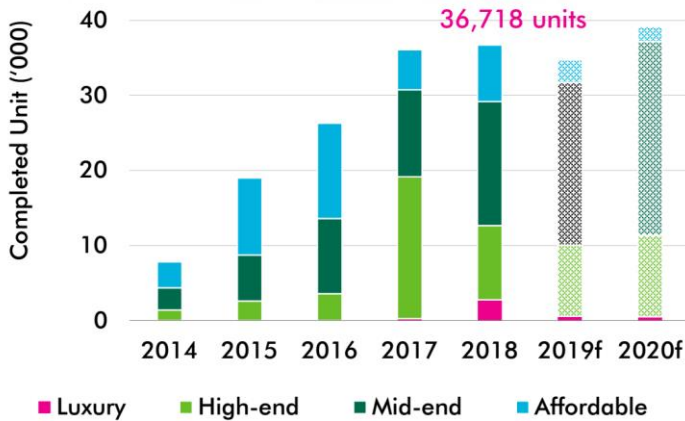


资料来源：CBRE、天风证券研究所

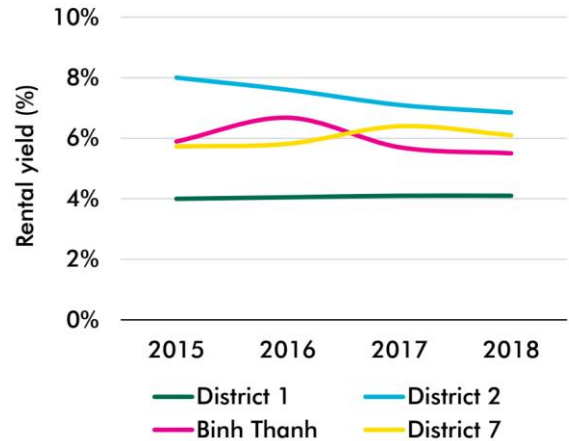
租金收益平均 6%、国内人都较难相信、但高位略有下降：从历史来看，公寓的租金收益率是相对较高的，房价最高的第一区租金收益率相对较低，但也维持在 4% 的水平，其余的租金收益率都在 6%，而新的开发区第二区（类似上海浦东新区）由于整体房价相对较低，租金收益率则最高达到 8%，但随着 2015-2018 年四年的销售量逐渐竣工交房，预计 2020 年将会是竣工高峰，将使得买房用作租赁的面对更大的压力，租金收益率预计会持续下行，目前平均在 6.7% 左右，预计未来将向第七区和平盛郡靠近。对比国内 2% 左右的租金收益率，这样的租金较难相信，其实纽约等主流城市也有近 6% 的租金收益率。

图 7：胡志明市竣工率及租金收益率

HCMC Condo, Handover Units by Year



HCMC Condo, Rental Yield of High-end/Luxury



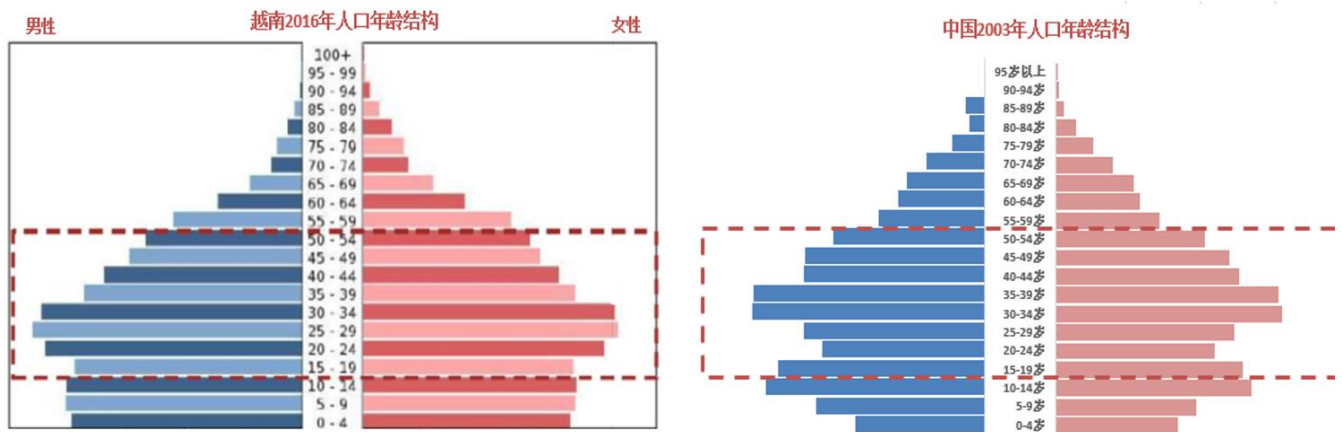
资料来源：CBRE、天风证券研究所

3. 越南房地产趋势：像十年前中国、房价上涨空间仍大、但最终高度不可简单直接对标

2018 年胡志明楼市最多的外国人来自中国，占比近 30%，我们认为其中一个很重要的原因是经历了中国楼市暴涨的中国人，都想要有再来一次的机会，没买的重新买，买了的多买点，而越南像极了之年前的中国，胡志明像极了十年前的上海，但十年后的越南能否达中国的高度，胡志明房价是否能超越上海，仍是未知之数，不能简单进行对比。

越南人口结构接近 2007 年的中国：从劳动人口（15-64 岁）占比来看，越南 2016 年劳动人口占比约 70.0%，接近中国 2003 年的水平(70.4%)，抚养比也接近约 42%；从房地产角度，首次购房人口（25-44 岁）占比来看，越南 2016 年首次购房人口占比为 32.9%，与 2007 年中国（33.2%）接近。

图 8：越南购房人口结构接近 2007 年的中国



资料来源：WIND、天风证券研究所

越南收入水平接近 2006 年的中国：从人均 GDP 看，越南 2017 年人均 GDP 约 3483 万元越南盾（1553 美元），这和中国 2004 年接近（1560 美元）；从可支配收入角度，越南 2016 年人均可支配收入水平为 1603 美元，和中国 2006 年接近（1739 美元）。

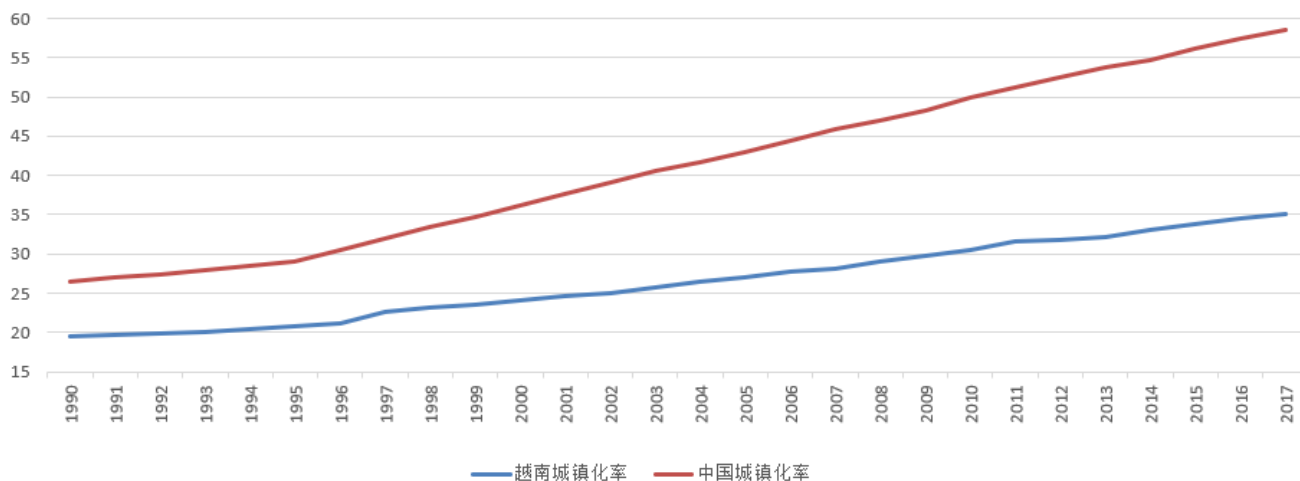
图 9：越南可支配收入水平接近 2006 年的中国

人均年收入--美元	1999	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2014	2016
WHOLE COUNTRY	153	184	250	329	515	718	1035	1364	1603
Urban	267	322	422	547	830	1102	1546	2051	2354
Rural	116	142	196	262	394	554	817	1054	1253
Red River Delta	146	185	258	345	551	817	1216	1689	2009
Northern midlands and mountains	103	123	169	229	340	468	651	834	1015
North Central area and Central Highlands	118	139	187	246	377	527	779	1025	1220
Central Highlands	178	126	202	270	411	563	850	1039	1224
South East	295	345	462	593	917	1192	1641	2134	2412
Mekong River Delta	177	192	244	325	486	645	930	1204	1437
同比增速	1999	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2014	2016
WHOLE COUNTRY		21	36	31	56	39	44	32	17
Urban		20	31	30	52	33	40	33	15
Rural		22	37	34	51	40	48	29	19
Red River Delta		27	39	34	60	48	49	39	19
Northern midlands and mountain areas		19	38	35	49	38	39	28	22
North Central area and Central coastal area		17	35	32	53	40	48	32	19
Central Highlands		-29	60	34	52	37	51	22	18
South East		17	34	28	55	30	38	30	13
Mekong River Delta		8	27	33	50	33	44	29	19
中国城镇人均可支配收入情况（已按1月13日汇率转化为美元）									
	1999	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2014	2016
城镇居民人均可支配收入	866	1139	1393	1739	2334	2826	3633	4266	4972
同比增速（%）		32	22	25	34	21	29	17	17

资料来源：越南统计局、天风证券研究所

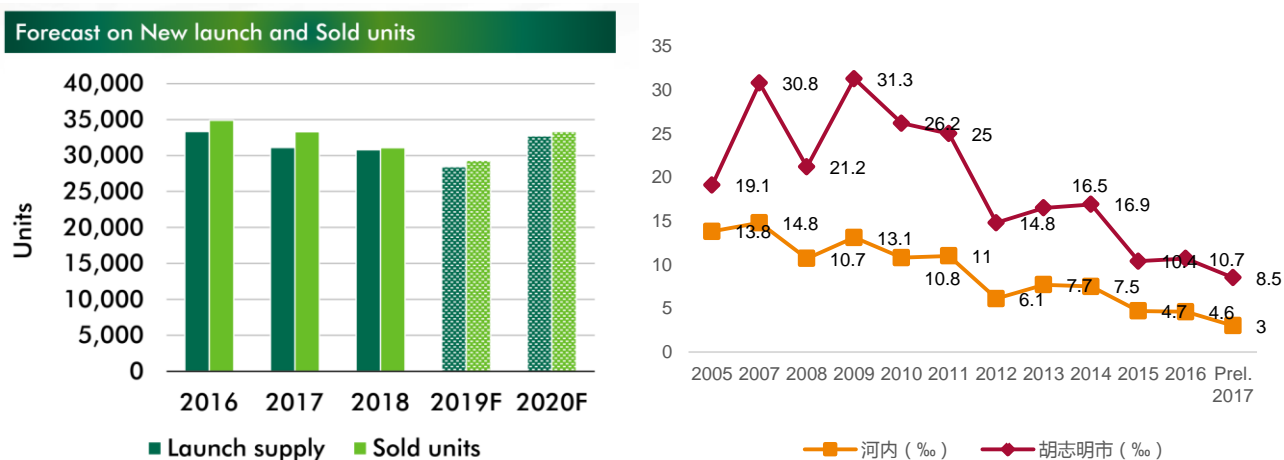
越南城镇化水平接近 2000 年的中国：越南 2018 年末的城镇化水平约 36%，相当于 2000 年中国的水平，我们预计城镇化的提升将会是未来越南房地产市场重要的驱动力，此外从短期人口迁徙来看，2015-2017 三年看胡志明市每年迁入人口约 10 万人，而胡志明市每年新增供应在 3 万套左右，考虑供需结构的错配，因此整体而言出现供不应求的概率较大。

图 10：越南城镇化水平相当于 2000 年的中国



资料来源：WIND、天风证券研究所

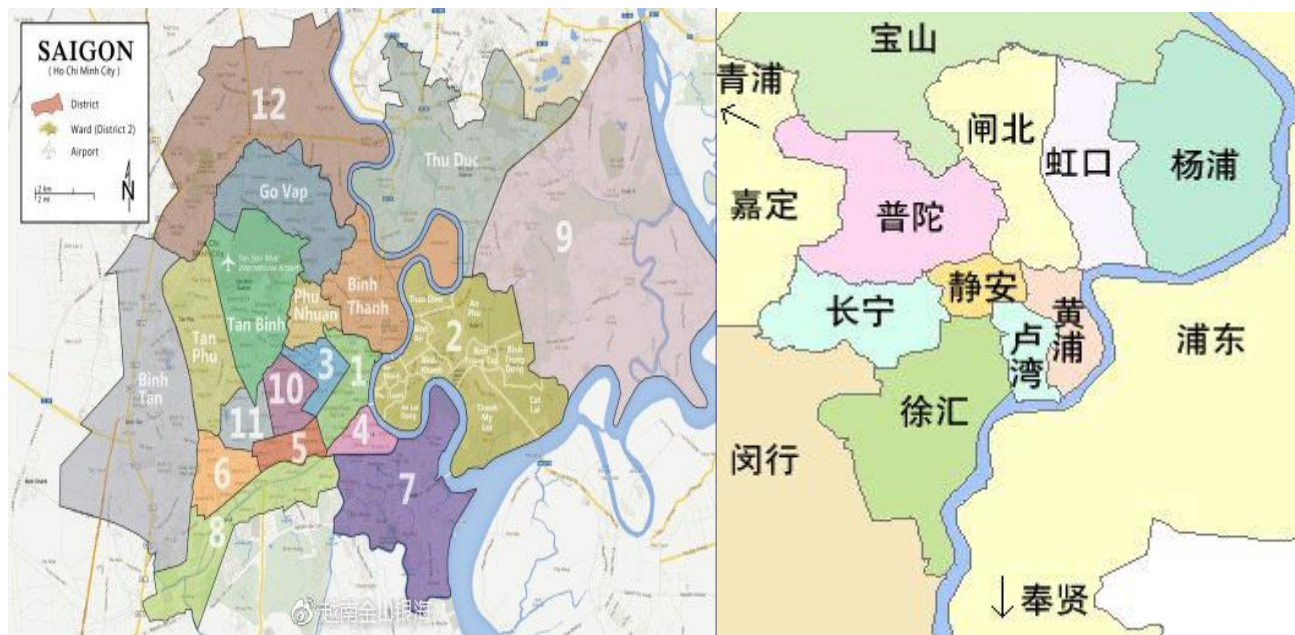
图 11：胡志明市 2015-2017 年每年迁入人口近 10 万、住宅市场供不应求



资料来源：CBRE、越南统计局、天风证券研究所（右图为人口年迁入率）

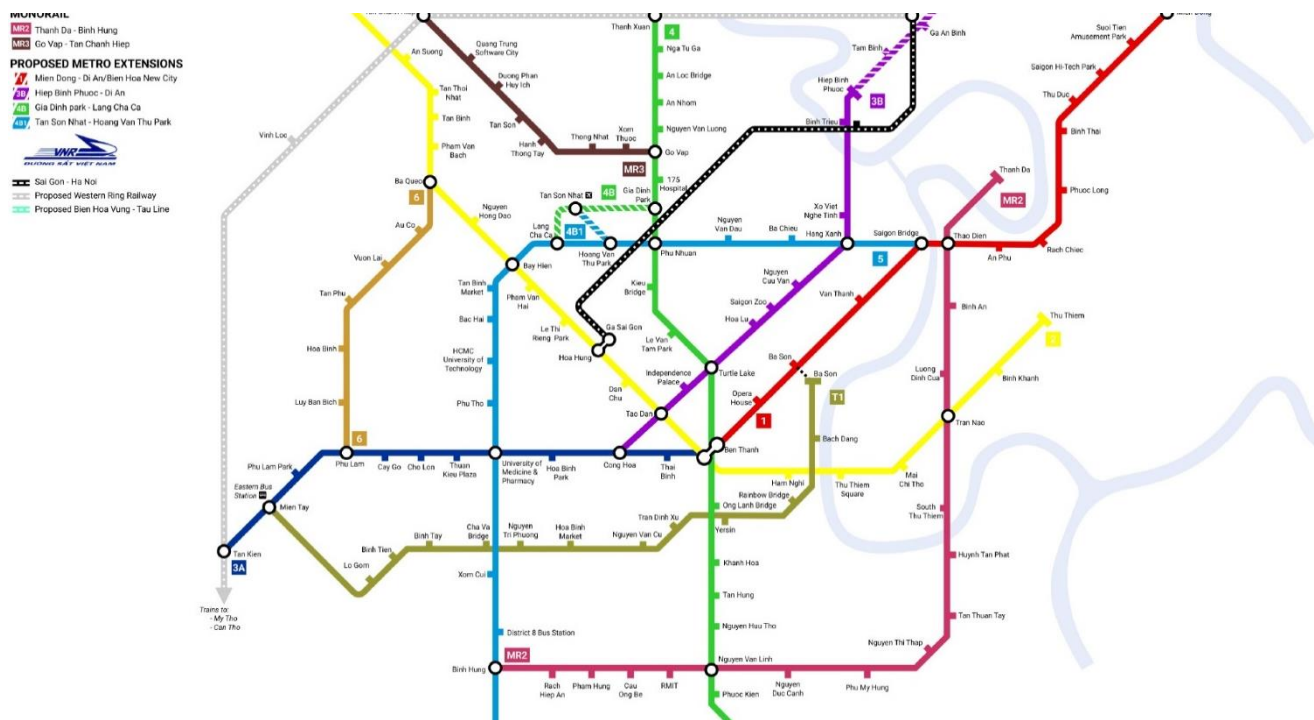
越南城市规划水平接近 1995 年的中国：越南胡志明市的城市建设几乎和上海一样，西贡河将胡志明分为东西两侧，类似黄浦江将上海分为浦东浦西，目前胡志明的第 1 郡类似上海的黄浦区，第 2 郡类似上海的浦东新区。而从城市交通规划来看，目前类似于上海 1995 年的水平，胡志明地铁 1 号线 2012 年动工，原计划五年后的 2017 年运营(目前尚未完工)，上海地铁 1 号线从 1990 年开工建设五年后的 1995 年试全线正式运营，从此处可以看出，同样是五年规划，中国按计划完工，而越南则受制于拆迁以及施工能力等原因一再拖后。不过，基于此，我们认为胡志明房价虽然有明显上涨，但和十年前的上海市民一样，在没有亲眼看到地铁开通之后对城市交通以及房地产带来的巨大影响之前，房价不会充分反映，对于一个国家最发达的城市还在建设第一条地铁线的情况下，未来房价上涨的可能性仍旧较大。

图 12：胡志明市城市规划大量参考上海



资料来源：胡志明轨道交通管理局、天风证券研究所

图 13：越南胡志明市地铁规划

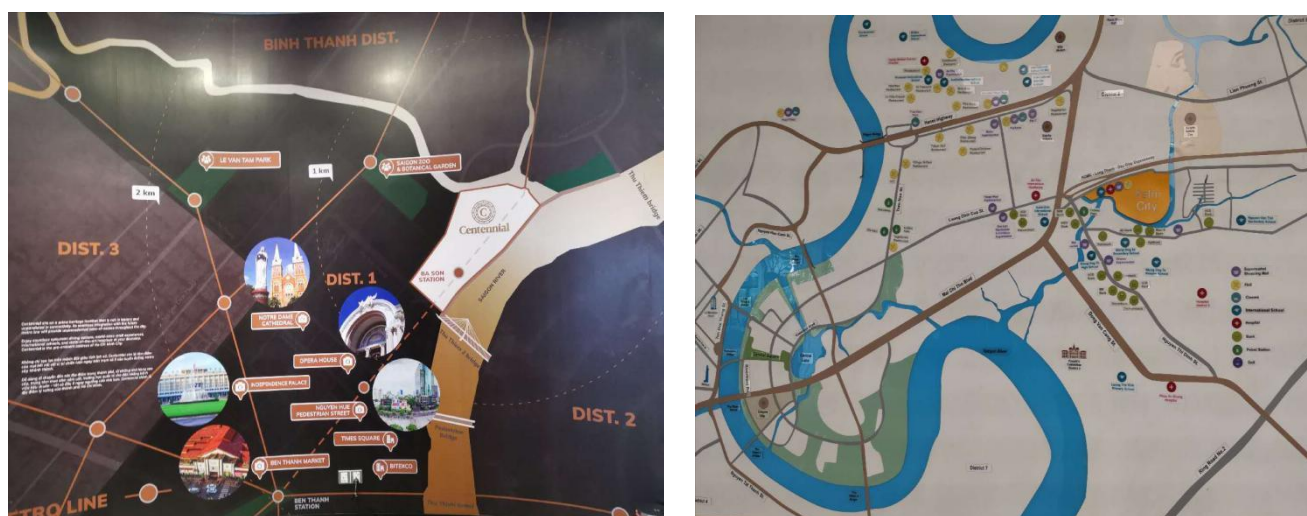


资料来源：胡志明轨道交通管理局、天风证券研究所

越南典型楼盘房价绝对价格水平接近 2006 年的中国：胡志明目前最贵的新房楼盘 CENTENNIAL，位于西贡河边，是西贡河边唯一一个成片开发的新房楼盘，目前售价最贵 1.3 万美金左右，约 8 万人民币，上海高端楼盘汤臣一品在 2005 年开盘时价格接近 11 万元；胡志明的第二郡位于类似浦东世纪公园附近的楼盘，平均售价在 2200 美金，折合人民币 1.4 万元左右，而 2006 年世纪公园的上海绿城 12286 元/平米、陆家嘴中央公寓价格为 14188 元/平米，也就是目前胡志明的绝对价格水平和 10 年前上海的绝对价格水平是

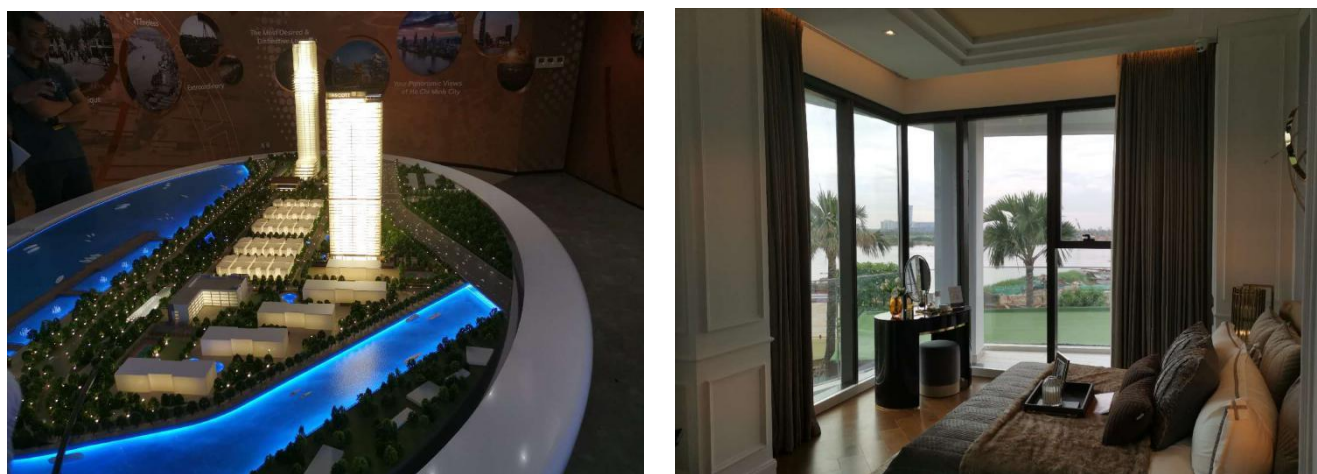
相对接近的，高端楼盘的均价都在 2200 美元左右。

图 14：胡志明市城市规划和上海相近



资料来源：天风证券研究所

图 15：越南最贵楼盘 CENTENNIAL 沙盘和样板房



资料来源：天风证券研究所

总结：从购房人口占比、人均收入水平、城镇化率、城市规划及交通建设、房价绝对水平等多方面来看，越南和十年前的中国非常接近，分别相当于中国的 2007 年、2006 年、2000 年、1995 年、2006 年，但是现在的越南是十年前的中国，十年后的越南却未必能达到今天中国的成就，比如越南城市规划及交通建设的速度明显比中国更慢，同样是建设第一条地铁，规划都是五年通车，中国准时通车，但越南则预计要拖后 2-3 年。从买房角度，我们认为需要越南盾和美元两个视角去看，从本国居民角度，我们认为越南本币计价的胡志明房价上涨空间仍然较大，毕竟对于一个国家最大的经济都市还在建设第一条地铁线的情况下，当地居民在没有真正见到之前，是很难真正想象或者感受这些交通建设带来的巨变；但对于外国投资者来讲，需要注意的是汇率贬值以及杠杆损失（越南买房没法和在国内买房那样轻松借贷）都将压制最终收益率。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com