

房地产开发

证券研究报告

2021年05月13日

人口数据深度分析：家庭观巨变对房地产趋势的影响

2021年5月11日，国家统计局发布《第七次人口普查公报》，全国总人口达到14.12亿，城镇化率63.9%，劳动人口占比降至68.5%，老龄人口占比提升至13.5%，户均人口降至2.6。

总人口增速下降——主要是婚姻观和生育观的改变，同时也意味着房地产的增量空间将逐步见顶：1) 年均增速0.53%延续了1970年以来的下降，增速不但低于发展中国家还低于发达国家：2020年的14.1亿相比2010年的13.4亿增长5.38%，年均增长0.53%；这一增速不仅低于印度、印尼、越南、巴西等发展中国家，还低于加拿大1.11%、英国0.71%、美国的0.68%等发达国家，人口形势严峻。2) 离婚率升至2.9%、出生率降至12‰、婚姻观和生育观发生巨大变化：中国有两轮生育高峰，一轮是1963-1973年，年均出生2720万人，其后是1982-1992年，年均出生2284万人，近年随着婚姻观和生育观的改变，离婚率提升至2.9%、出生率下降至12‰，新增人口增速持续下行，新增人口的持续下行也意味着房地产增量开发逐步见顶。

城镇化加速提升——对标国际有11年空间，人口流入的都市圈化及圈内二线城市房产机会大：1) 城镇化率年均提升1.4%至63.9%，城镇化有所加速，对标国际的80%仍有11年空间：全球主要经济体的2018年末的城市化率均超过80%（美国82%、英国83%、法国80%、日本91%、韩国81%），以过去十年平均速度算中国还有11年就能赶上；2) 人口流向都市圈以及省内流动占比提升：中国流动人口近3.76亿，其中省内流动比例已经升至67%，粤港澳和长三角两大都市圈人口增速明显高过全国，复合平均为1.9%和1.1%，这意味着都市圈内城市房产更有投资机会。

老龄化持续深化——人口红利向人才红利转变，老龄化和养老观改变催生新住房需求：劳动人口占比出现明显下降，从2010年的74.5%下降至68.5%，人口红利进入消退期，65岁以上老年人口占比提升至13.5%，未富先老趋势显现，但人口素质显著提升，文盲率降至2.67%，中国逐步从人口红利向人才红利转变趋势明显。

家庭小型化趋势明显——婚姻观、生育观和养老观加速家庭给小型化，独身主义兴起，提升房地产行业需求总量：1) 户均人口跌破3：由家庭观改变等因素导致的小型化家庭趋势催生新需求，根据目前家庭户数测算，户均人口每下降0.1人，有望平均新增2000万套住房需求；2) 独身主义兴起：一人户家庭占比提升，北京、上海、广东等发达地区的该比例分别为22.9%、23.8%、26.7%，单人户家庭的持续上升对住房需求具有显著促进作用。

不可忽视的货币因素——人口到顶并不意味着房价到顶：1) 货币过度超发是应对衰退的常态：各国政府均采取了大力的货币宽松手段以应对疫情冲击，导致实际通胀M2(增速)-GDP明显上行，实体经济流动性过多导致各类资产价格上涨；2) 利率下行以及核心资产效应将提高优质房产的长期价值：稀缺的优质房产的租金收益率在预期报酬率下行时凸显优势，更少的优质房产和更多的流动性支持将使得房地产的核心资产效应持续性凸显，严格的限购限贷政策抑制过多的购房需求，包括合理的投资需求，相较于海外国际性城市并不限购，我国对过度需求的压制主要是为未来房价下跌提供支撑。

投资建议：婚姻观和生育观的改变使得全国总人口增速持续下行，这也意味着房地产行业增量空间也逐渐接近峰值，但是我们注意到了城镇化还有足够的空间，大都市圈化趋势也非常明显，随着婚姻观、生育观以及养老观的持续变化，独居人口持续增长，家庭小型化趋势有望持续，这将有效支持大量住宅需求，且因为货币超发、利率下行、核心资产效应以及需求过度压制等因素，优质房产价格言顶尚早，看好布局核心都市圈的开发商、商业地产和物业管理公司。

风险提示：货币政策不及预期，城镇化进程不及预期，购房政策趋向严格

投资评级

行业评级 强于大市(首次评级)

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 《房地产开发-行业点评:再配地产正当时、三月高基数效应及政策利空缓解》2018-04-11
- 2 《房地产开发-行业点评:投资超预期,销售符合预期,资金低于预期——2018年1-2月房地产数据点评》2018-03-15
- 3 《房地产开发-行业点评:销售拿地超预期,投资符合预期,销售回款带动到位资金回暖,持续看好龙头和优质成长》2018-01-21

内容目录

1. 总人口增速下降：主要是婚姻观和生育观的改变，也意味着房地产增量空间已经逐步接近峰值	4
1.1. 平均增速 0.53%延续了 1970 年以来的下降趋势	4
1.2. 人口增速持续下滑，主要是国民婚姻观和生育观的巨大变化	5
2. 城镇化加速提升：对标国际仍有 11 年空间，人口流入的都市圈及圈内二线城市房产机会大	6
2.1. 城镇化率 63.9%：近十年年均提升 1.4%略高于过去，距离发达国家城镇化率有大约 11 年	6
2.2. 人口流动：城镇化迈向大都市圈化、省内流动大过跨省流动意味着大都市圈二线城市房地产机会更大	7
3. 老龄化持续深化：人口红利向人才红利转变，老龄化和养老观改变催生新住房需求 ...	9
3.1. 劳动人口占比降至 68.5%，人口红利向人才红利转变	9
3.2. 老龄化率提升至 13.5%，养老观的改变有望催生新的住房需求	9
4. 家庭小型化趋势明显：婚姻观、生育观和养老观加速家庭小型化，独身主义兴起，提升房地产行业需求总量	10
4.1. 户均人口跌破 3：家庭小型化趋势明显，催生新需求，每户下降 0.1 口人新增 2000 万套住房需求	10
4.2. 独身主义兴起：一人户家庭占比持续提升，发达地区尤为明显，对房地产需求形成支撑	11
5. 不可忽视的货币因素：人口到顶并不意味着房价到顶	12
5.1. 货币超发是常态且每次应对衰退时容易过度超发	12
5.2. 利率下行以及核心资产效应将提高优质房产的长期价值	13

图表目录

图 1：全国人口及增长率	4
图 2：全国人口及增长率	4
图 3：全球主要国家近十年人口增速（%）	4
图 4：全国离婚率地图	5
图 5：全国出生率地图	6
图 6：全国城镇化率	6
图 7：全球主要国家城镇化率（%）	7
图 8：中国四大都市圈人口增速	7
图 9：全国各省市人口增长率	8
图 10：省内流动持续	8
图 11：中国人口教育程度持续提升	9
图 12：中国老龄化趋势明显	10
图 13：全国户均人口趋势	10
图 14：全国各省市户均人口地图	11
图 15：全国一人户家庭占比地图	11
图 16：中国 M2 及增速	12

图 17: 美国 M2 及增速	12
图 18: 日本 M2 及增速	13
图 19: 德国 M2 及增速	13
表 1: 家庭小型化对住房需求的影响测算 (假定所有其余项不变)	10

2021年5月11日，国家统计局发布《第七次人口普查公报》，全国总人口增速下降，城镇化加速提升，老龄化持续深化，家庭小型化趋势明显……这些人口趋势反映的是国民家庭观（婚姻、生育、养老）的巨大变化，对房地产而言城镇化还有空间，但增量空间越来越小，主要集中在人口流入明显的都市圈及圈内二线城市。

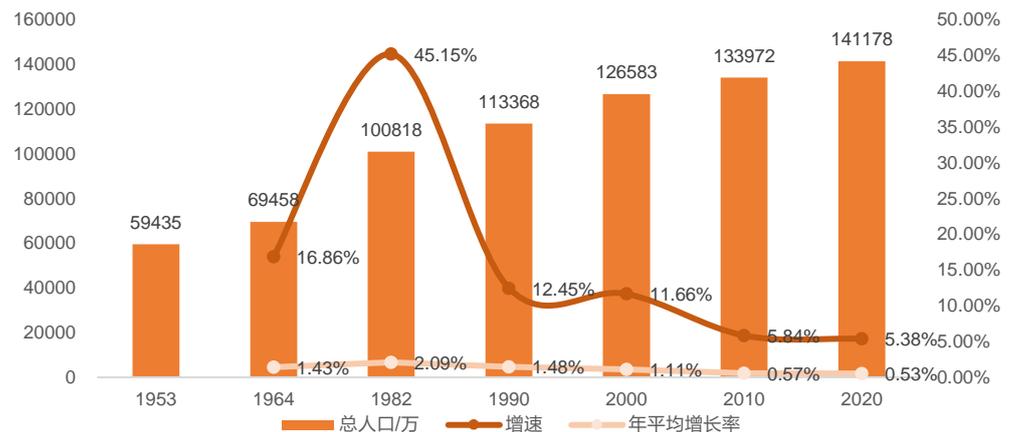
我们认为，家庭观巨变(导致家庭小型化)、持续性货币超发（资产价格系统性上涨）以及核心资产效应（资产配置预期报酬率下降和流动性要求提高）是当前核心城市房价居高不下不下三大原因。

1. 总人口增速下降：主要是婚姻观和生育观的改变，也意味着房地产增量空间已经逐步接近峰值

1.1. 平均增速 0.53%延续了 1970 年以来的下降趋势

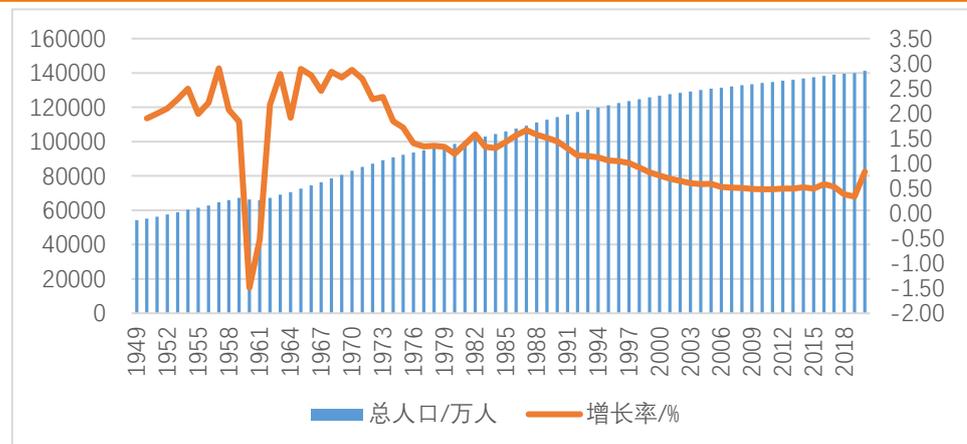
全国七普人口2020年为14.1亿，比六普2010年的13.4亿增长5.38%，年均增长0.53%，增速进一步下降，这一趋势其实从1970年就开始了，1970年中国人口年均增长2.88%，自此以后一路下降，1998年跌破1%，直至2019年的0.33%的最低增速。据世界银行公布的各国人口增速，近十年平均增速最高的为马来西亚1.41%、其次为印尼1.26%和印度1.15%；我们近十年平均增速0.53%不仅低于印度、印尼、越南、巴西等发展中国家，还低于加拿大1.11%、英国0.71%、美国的0.68%等发达国家，人口形势严峻。

图 1：全国人口及增长率



资料来源：国家统计局、WIND、天风证券研究所

图 2：全国人口及增长率



资料来源：国家统计局、WIND、天风证券研究所

图 3：全球主要国家近十年人口增速（%）

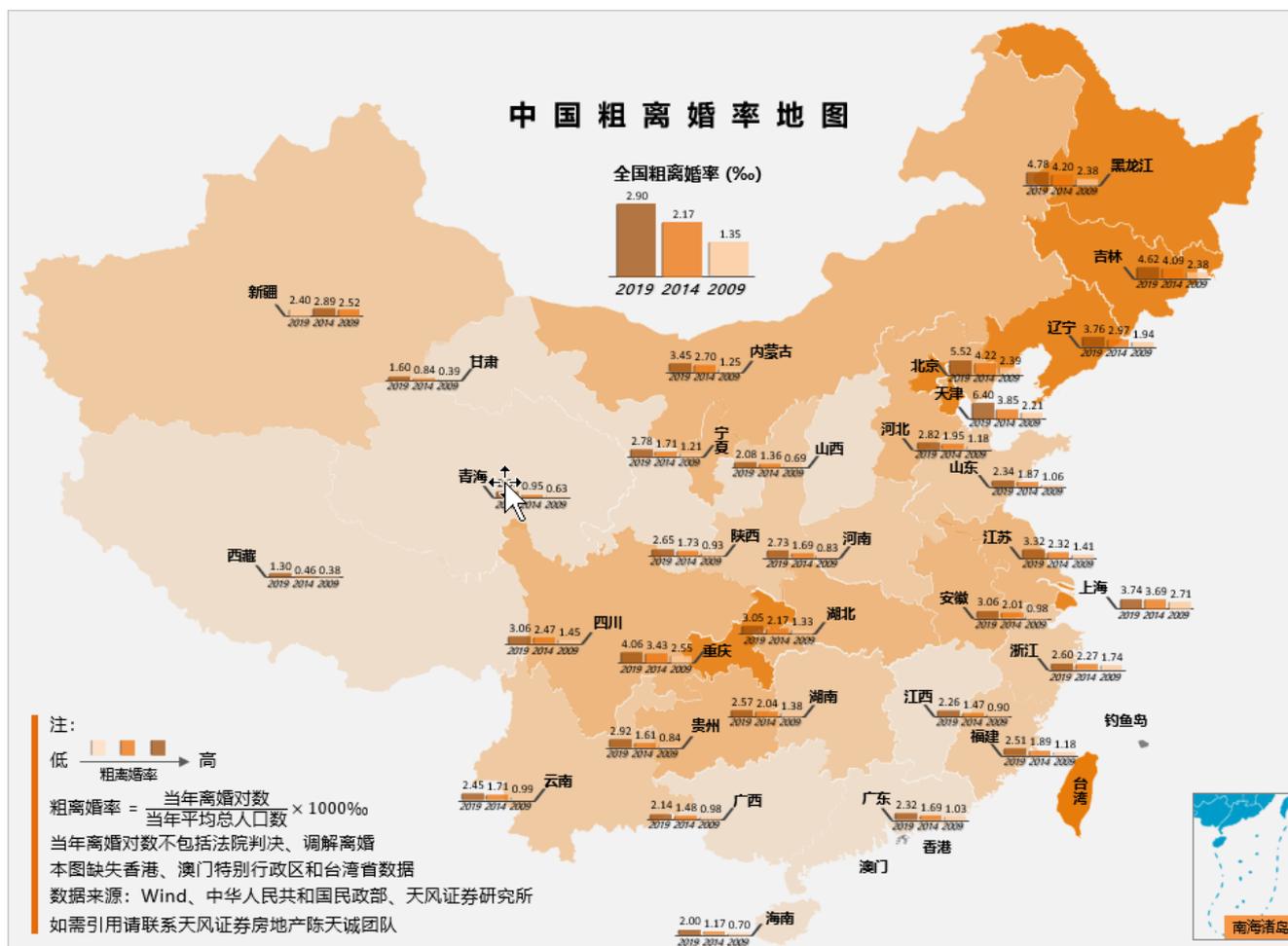
	印度	日本	印尼	韩国	马来西亚	越南	法国	德国	意大利	俄罗斯	英国	加拿大	美国	巴西
2010	1.35	0.02	1.34	0.50	1.69	1.00	0.49	-0.15	0.31	0.04	0.78	1.11	0.83	0.94
2011	1.29	-0.19	1.35	0.77	1.56	1.02	0.48	-1.85	0.17	0.08	0.78	0.98	0.72	0.92
2012	1.23	-0.16	1.35	0.53	1.45	1.04	0.48	0.19	0.27	0.17	0.70	1.09	0.73	0.89
2013	1.18	-0.14	1.34	0.46	1.37	1.05	0.51	0.27	1.16	0.21	0.67	1.06	0.69	0.87
2014	1.15	-0.13	1.31	0.63	1.34	1.05	0.47	0.42	0.92	0.22	0.74	1.01	0.73	0.86
2015	1.12	-0.11	1.27	0.53	1.34	1.04	0.36	0.87	-0.10	0.19	0.79	0.75	0.73	0.84
2016	1.09	-0.12	1.22	0.40	1.36	1.03	0.26	0.81	-0.17	0.17	0.76	1.13	0.72	0.82
2017	1.06	-0.16	1.18	0.28	1.36	1.02	0.21	0.37	-0.15	0.11	0.68	1.19	0.63	0.81
2018	1.04	-0.20	1.13	0.48	1.35	0.99	0.15	0.30	-0.19	-0.01	0.61	1.40	0.52	0.78
2019	1.02	-0.21	1.10	0.20	1.33	0.96	0.14	0.27	-0.21	-0.07	0.56	1.42	0.47	0.75
近十年平均	1.15	-0.14	1.26	0.48	1.41	1.02	0.36	0.15	0.20	0.11	0.71	1.11	0.68	0.85

资料来源：世界银行、WIND、天风证券研究所

1.2. 人口增速持续下滑，主要是国民婚姻观和生育观的巨大变化

婚姻观是家庭三观的重要组成部分，婚姻观的变迁深刻的影响一个社会的趋势，中国的婚姻观从传统的“父母之命，媒妁之言”到后来的强调“自由恋爱”，再到如今的“没有物质基础的婚姻是一盘散沙”，物质基础（房和车）在婚姻中扮演着越来越重要的角色，而且就算有物质基础，没有爱情大家也越来越愿意选择单身，婚姻不再是人生的必选项，大家希望两个人在一起能比一个人的时候更开心，才有必要走入婚姻，而不是为了结婚而结婚。此外，大家对于离婚的接受程度也越来越高，以前的一纸休书往往是男休女，而随着女性经济越来越独立，对男性的依赖越来越小，婚姻的自主权也越来越高，男女主动离婚的比例显著提升，中国的粗离婚率已经从 2009 年的 1.35% 上升至 2.9%。

图 4：全国离婚率地图



资料来源：国家统计局、WIND、天风证券研究所

中国有两轮生育高峰，一轮是 1963-1973 年，年均出生 2720 万人，其后是 1982-1992 年，年均出生 2284 万人。2019 年年均出生人口持续下降至 1465 万人左右。

这主要是伴随着婚姻观的改变，生育观也随之改变，因为婚姻的稳定性下降以及育儿成本的大幅上行，国民的生育观也发生了深刻的变化，“多子未必多福”逐渐成为年轻人的共识，生的越多带来的生活和经济压力越大，导致出生率持续下降，中国的出生率从 2008 年的 12.9‰ 下降至 12‰。新增人口的持续下行也意味着房地产增量开发逐步见顶。

图 5：全国出生率地图



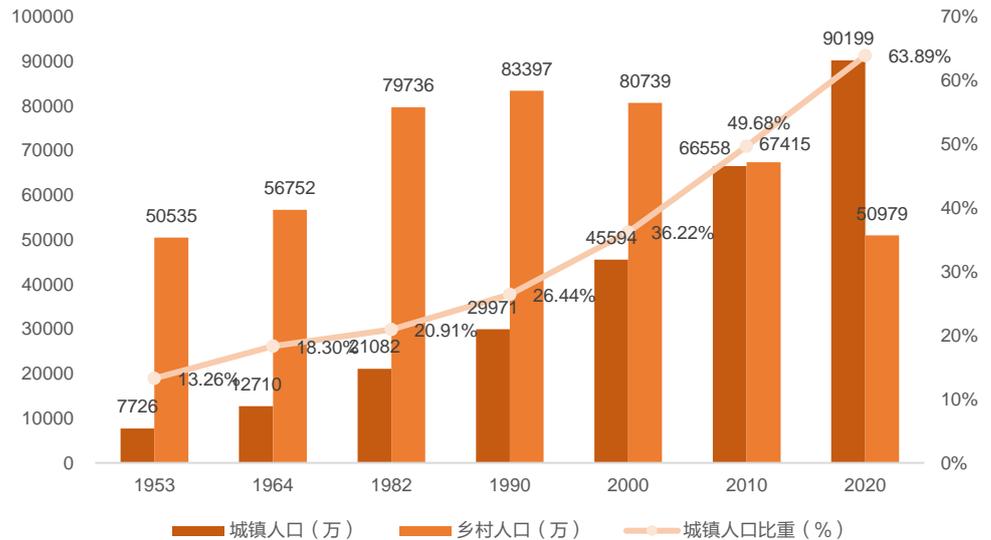
资料来源：国家统计局、WIND、天风证券研究所

2. 城镇化加速提升：对标国际仍有 11 年空间，人口流入的都市圈及圈内二线城市房产机会大

2.1. 城镇化率 63.9%：近十年年均提升 1.4%略高于过去，距离发达国家城镇化率有大约 11 年

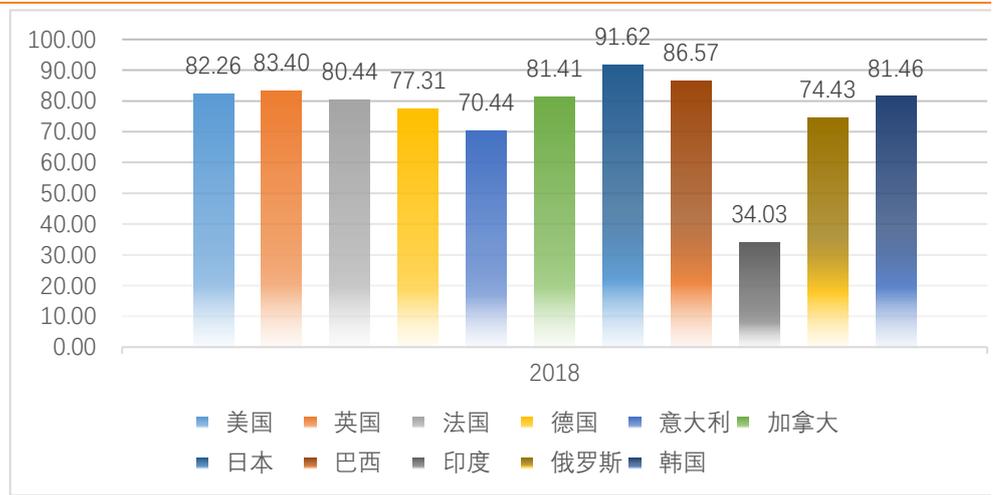
2020 年全国城镇化率 63.89%，比 2010 年提升 14.21%，年均提升 1.4%，高于 2000-2010 年间的平均 1.3%，略有加速，主要得益于政府对户籍改革、农民工进城等问题的持续关注和政策支持。横向对比，全球主要经济体的 2018 年末的城市化率均超过 80%（美国 82%、英国 83%、法国 80%、日本 92%、韩国 81%），我们假设中国未来能接近 80%的城镇化率，以目前的增速算，大约还有 11 年我们就能接近发达国家经济体，这或许也是房地产行业最后十年重要的增量开发周期。

图 6：全国城镇化率



资料来源: 国家统计局、WIND、天风证券研究所

图 7: 全球主要国家城镇化率 (%)



资料来源: 联合国、WIND、天风证券研究所

2.2. 人口流动: 城镇化迈向大都市圈化、省内流动大过跨省流动意味着大都市圈二线城市房地产机会更大

中国城镇化水平不断提高, 细分来看, 都市圈的吸引力更强, 其中以广东为代表的大湾区十年以来复合增幅高达 1.91%和以上海为代表的长三角地区复合增速则高达 1.1%, 显示这两个区域强大的人口吸附能力, 显著高过全国平均水平。

从人口复合增速角度, 广东 1.91%、浙江 1.72%、海南 1.52%、福建 1.19%、北京 1.11%、重庆 1.06%、上海 0.78%、江苏 0.75%、山东 0.58%等也都高过全国平均增速。从绝对量角度, 从 2010 到 2020 年, 广东省人口增加最多, 为 2171 万, 第二为浙江 1014 万、江苏 609 万、山东 573 万, 北京和上海分别增加 228 万和 185 万。

图 8: 中国四大都市圈人口增速

区域	人口数量			人口变动		复合增速	
	2000年	2010年	2020年	2000-2010	2010-2020年	2010-2020年	2000-2020年
京津冀	90102344	104405271	110369339	14302927	5964068	0.56%	1.02%
江浙沪	135381962	156107028	174186499	20725066	18079471	1.10%	1.27%
广东	85225007	104320459	126012510	19095452	21692051	1.91%	1.97%
成渝	112861059	109263698	115729025	-3597361	6465327	0.58%	0.13%

资料来源：国家统计局、WIND、天风证券研究所

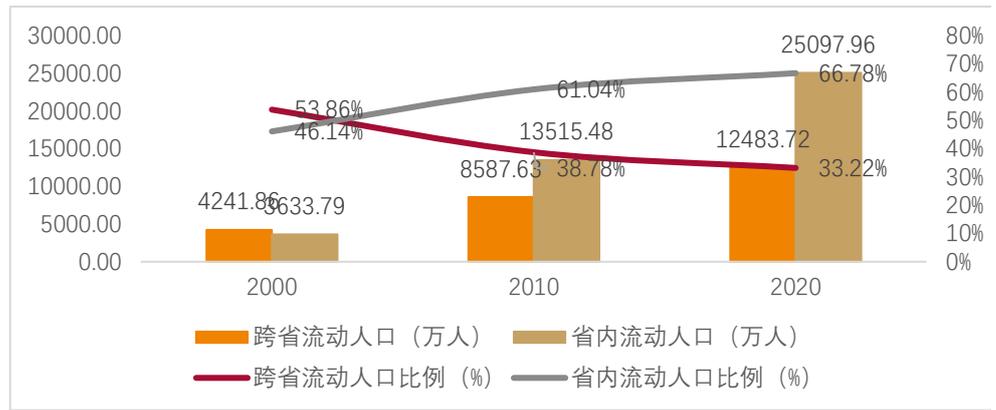
图 9：全国各省市人口增长率

	人口数量			复合增速	
	2000年	2010年	2020年	2010-2020年	2000-2020年
西藏	2616329	3002165	3648100	1.97%	1.68%
广东	85225007	104320459	126012510	1.91%	1.97%
浙江	45930651	54426891	64567588	1.72%	1.72%
新疆	18459511	21815815	25852345	1.71%	1.70%
海南	7559035	8671485	10081232	1.52%	1.45%
宁夏	5486393	6301350	7202654	1.35%	1.37%
福建	34097947	36894217	41540086	1.19%	0.99%
北京	13569194	19612368	21893095	1.11%	2.42%
重庆	30512763	28846170	32054159	1.06%	0.25%
贵州	35247695	34748556	38562148	1.05%	0.45%
广西	43854538	46023761	50126804	0.86%	0.67%
上海	16407734	23019196	24870895	0.78%	2.10%
江苏	73043577	78660941	84748016	0.75%	0.75%
天津	9848731	12938693	13866009	0.69%	1.73%
山东	89971789	95792719	101527453	0.58%	0.61%
陕西	35365072	37327379	39528999	0.57%	0.56%
全国	1242612226	1332810869	1409778724	0.56%	0.63%
河南	91236854	94029939	99365519	0.55%	0.43%
青海	4822963	5626723	5923957	0.52%	1.03%
四川	82348296	80417528	83674866	0.40%	0.08%
河北	66684419	71854210	74610235	0.38%	0.56%
云南	42360089	45966766	47209277	0.27%	0.54%
安徽	58999948	59500468	61027171	0.25%	0.17%
江西	40397598	44567797	45188635	0.14%	0.56%
湖南	63274173	65700762	66444864	0.11%	0.24%
湖北	59508870	57237727	57752557	0.09%	-0.15%
甘肃	25124282	25575263	25019831	-0.22%	-0.02%
山西	32471242	35712101	34915616	-0.23%	0.36%
辽宁	41824412	43746323	42591407	-0.27%	0.09%
内蒙古	23323347	24706291	24049155	-0.27%	0.15%
吉林	26802191	27452815	24073453	-1.31%	-0.54%
黑龙江	36237576	38313991	31850088	-1.83%	-0.64%

资料来源：国家统计局、WIND、天风证券研究所

从人口流动结构来看，除了大都市圈化的趋势在继续，省内人口的流动明显超过跨省人口流动，省内流动人口 2.51 亿，占比 67%，跨省流动 1.25 亿，占比 33%，这意味着非一线城市的核心城市，比如省会及计划单列市逐渐成为人口流动的方向，二线城市的房地产开发空间或许更优。

图 10：省内流动持续



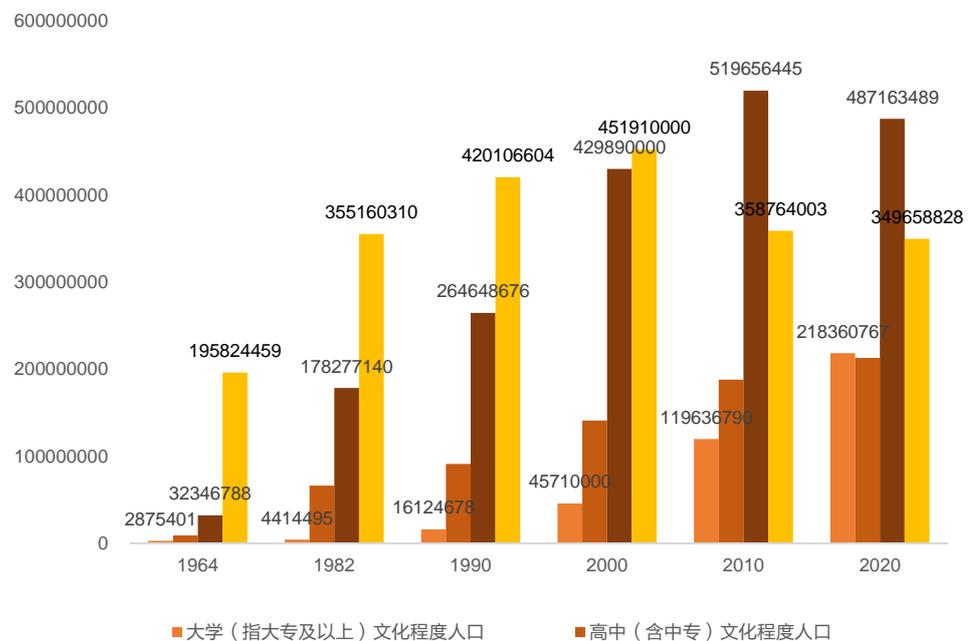
资料来源：国家统计局、WIND、天风证券研究所

3. 老龄化持续深化：人口红利向人才红利转变，老龄化和养老观改变催生新住房需求

3.1. 劳动人口占比降至 68.5%，人口红利向人才红利转变

对比六普时期，被视为人口红利的关键指标——劳动人口（15-64岁）占比出现明显下降，从2010年的74.5%下降至68.5%，人口红利进入消退期，人多便宜不再是中国人口红利的关键；我们观察，七普的文盲率从4.08%下降至2.67%，每10万人大学文化水平人数从8930大幅提升至15467人，提升近6.5pct，中国逐步从人口红利向人才红利转变趋势明显。

图 11：中国人口教育程度持续提升



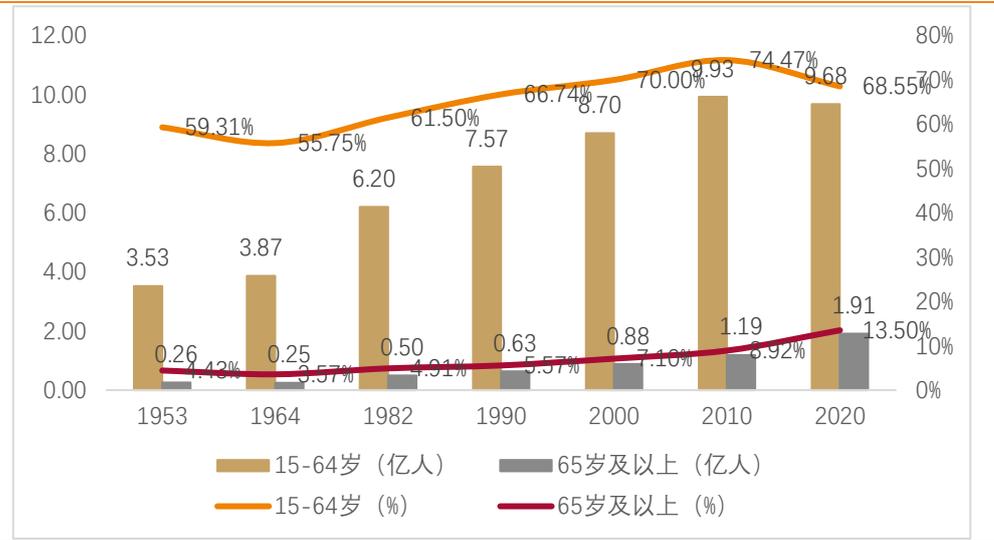
资料来源：国家统计局、WIND、天风证券研究所

3.2. 老龄化率提升至 13.5%，养老观的改变有望催生新的住房需求

此次普查，65岁以上老年人口占比13.5%，较2010年提升近4.6pct，老龄化有所加速，未富先老局面出现。但老龄化并不意味着不需要住房，也不意味着房价要趋势性下跌。

中国的突然富裕和快速老龄化，将深刻改变中国未来趋势，中国老年人从过去的“养儿防老”观念逐渐变迁，未来的中国老年人有更高的财富水平、更高的教育水平、更高的消费意愿，这使得未来老年人更需要独立的空间，更不愿意和子女同住，更注重给自己精神和健康需求，这反而催生了新的和更多的住房需求，比如养老地产、老年人友好型住宅产品。

图 12: 中国老龄化趋势明显



资料来源: 国家统计局、WIND、天风证券研究所

4. 家庭小型化趋势明显：婚姻观、生育观和养老观加速家庭小型化，独身主义兴起，提升房地产行业需求总量

4.1. 户均人口跌破 3：家庭小型化趋势明显，催生新需求，每户下降 0.1 口人新增 2000 万套住房需求

全国家庭户 4.9 亿户，相比 2010 年增长近 23%，户均人口则从 2010 年的 3.1 下降至 2.6 人，家庭小型化趋势较为明显。造成家庭小型化的原因是一个复杂的过程，但国内外都有小型化家庭的趋势，这和家庭观的改变有较大的关系。

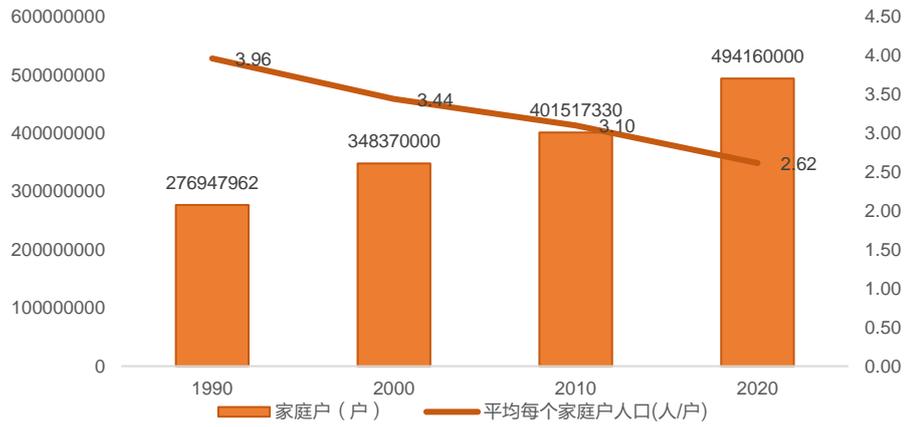
如果其他因素保持不变，只考虑家庭裂变（离婚、单身、老人独居等），户均人口从 2.62 降低至 2.32，意味着家庭户数将增加至 55725 万户，新增 6381 万套住房需求。以目前家庭户数测算，户均人口每下降 0.1 人，有望平均新增 2000 万套住房需求（租或者买）。

表 1: 家庭小型化对住房需求的影响测算（假定所有其余项不变）

家庭户数/万人	129281						
户均人口/人	2.62	2.52	2.42	2.32	2.22	2.12	2.02
家庭户数/万户	49344	51302	53422	55725	58235	60982	64000
新增户数/万套		1958	2120	2303	2510	2747	3019

资料来源: WIND、天风证券研究所

图 13: 全国户均人口趋势



资料来源：国家统计局、WIND、天风证券研究所

图 14：全国各省市户均人口地图



资料来源：国家统计局、WIND、天风证券研究所

4.2. 独身主义兴起：一人户家庭占比持续提升，发达地区尤为明显，对房地产需求形成支撑

我们根据统计局公布的抽样数据，全国的一人户家庭比例从 2004 年的 7.8% 上升至 2018 年的 16.7%，在发达地区比例更高，北京 22.9%、上海 23.8%、广东 26.7%，这种独身主义有被动原因（离婚和孤老），也有主动原因（独身主义）的兴起，不管什么原因，单人户家庭的持续上升对住房需求是显著的促进。

图 15：全国一人户家庭占比地图



资料来源: 国家统计局、WIND、天风证券研究所

5. 不可忽视的货币因素：人口到顶并不意味着房价到顶

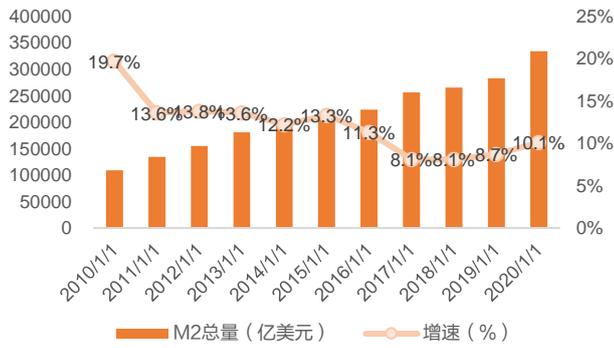
很多人简单的将人口到顶或者销量到顶理解为房价到顶，我们认为这种关联过于简单，一来忽略了货币这一关键变量，二来忽略了结构性的特征。

5.1. 货币超发是常态且每次应对衰退时容易过度超发

回看历史，尤其是最近的 2020 年，面对突如其来的疫情冲击，各国政府均采取了货币宽松手段，而这种相机抉择往往过度，因为担心经济陷入衰退，货币宽松的力度往往比实际需求会更大，这样导致实际通胀 M2 (增速) - GDP 明显上行，实体经济流动性过剩然后溢出到各个核心资产端，导致各类资产价格上涨，我们也可以简单的将 M2 (增速) - GDP 理解为房价合理的涨幅，一旦 M2 超发，位于核心位置的流动性好的房产价格将明显上涨，而同期大家的收入没涨甚至下跌。

图 16：中国 M2 及增速

图 17：美国 M2 及增速



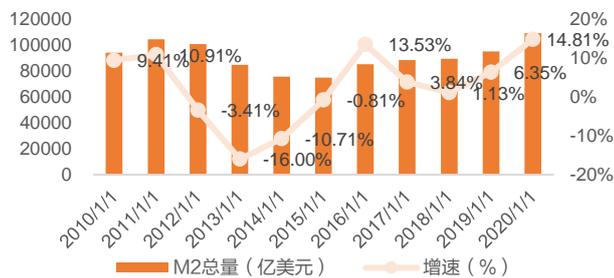
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 18: 日本 M2 及增速



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 19: 德国 M2 及增速



资料来源: WIND、天风证券研究所



资料来源: WIND、天风证券研究所

5.2. 利率下行以及核心资产效应将提高优质房产的长期价值

- 1) **利率的长期下行趋势使得就算名义房价不涨，房产依旧可能值得投资：**假如名义房价不允许上涨，优质房产（租金稳定和买卖容易）仍旧值得持有，这是因为随着潜在经济增速的下行，利率势必长期面临下行趋势，在 6% 预期报酬率时期 1.5% 的租金收益并不具备较强吸引力，更多的是资产增值；但如果预期报酬率下行至 3% 那么 1.5% 的租金收益率将显得很有吸引力，届时优质房产反而会更加稀缺。
- 2) **房地产核心资产效应将持续凸显，因为钱越来越多而可选城市房产越来越少：**在城镇化的早期，我们 20 万亿级别 M2 可能需要投向全国所有城镇买房，而未来在 200 万亿 M2 级别，我们能投的城市可能缩小到 10 个，此外，中国的人民币目前并无法自由兑换，导致流动性大部分仍旧只能留在国内，更少的资产更多的流动性支持将使得房地产的核心资产效应持续性凸显。
- 3) **中国房地产有过多的需求压制，包括合理的投资需求：**中国的限购限贷政策极其严格，本国居民并没有投资房产的自由（这是一种合理需求），政府考虑到民生只允许合理的居住需求，而对比国际性城市不但不对本国居民限购甚至对国外居民也不限购，这种过度的需求压制其实为未来房价的下跌提供支撑，如果核心城市房价下跌，可以通过适度放松限购来支持。

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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