

6月2日，青岛住建部发布一揽子地产政策，点燃市场对地产托底政策的乐观情绪。此次青岛地产政策组合包颇丰富，除松绑限购限售政策之外，还特别提到“鼓励各区（市）棚户区和中村改造征收补偿货币化安置，**试点房票制度**”。

2015 地方政府采用房票托底地产下滑，当下青岛推进试点房票制度若推广，能够起到多大地产托底效果，当下房票制度推行面临哪些现实约束，未来又将如何破局？

➤ **房票是货币化安置方式之一，可理解为政府发行的住房“消费券”。**

拆迁补偿有两种，实物安置和货币安置。实物安置是指房屋拆迁后，政府直接向被拆迁居民提供安置房；货币补偿，是政府直接向居民发放安置款或者房票，居民凭借安置款、房票自行购买住房。

房票微观运行涉及三个环节。发行环节，政府向被拆迁居民开具房票。使用环节，居民凭借房票购房。结算环节，房企售房得到房票后，将手中持有房票向政府兑换为现金。

房票有两层属性，对居民而言，这是地方政府发放的住房“消费券”；对房企而言，这是一笔面向地方政府的“应收账款”较于直接现金补贴，房票可以节约当期政府财政支出出现金，并可定向刺激住房需求。

➤ **历史上推行过两轮房票，第二轮效果不及首轮。**

第一轮房票安置出现在 2015-2018 年，该时期为棚改货币化高潮。当时全国多个城市实行房票政策（主要集中在浙江、山东、江苏、福建）。直到 2018 年，棚改货币化退坡，房票制度也随之降温。

第二轮房票安置主要集中在 2022 年二、三季度，当时地产销售过冷。2022 年初地产融资政策收紧，期房交付风险加大，2022 年开年商品房销售走弱。部分地区（集中在浙江、江苏、河南三个省份）于 2022 年二、三季度陆续重启房票安置。

不论是全国总量数据，还是观察地方经验，第二轮房票效果都弱于第一轮。这为我们带来启示：当下经济和地产现实更接近于第二轮房票使用时期，若不做政策调适，本轮房票推进或仍将面临之前一样的现实约束，效果或许较为有限。

➤ **对比上一轮房票推行，下面面临的现实约束颇为类似。**

约束一，当前棚改体量或有限。2018 年以后，老旧小区不再采用大拆大建的棚改模式，而更多转向局部改造，这决定了 2022 年以后棚改体量有限。房票是针对棚改项目发行，从这一点来看，当下房票能够撬动的规模有限，远不能与首轮房票推行相提并论。

约束二，房企、居民、政府三方对房票政策均有顾虑。房企担忧政府房票兑付时间过长，尤其当前地方财力偏弱，房企担忧加深。居民认为本轮房票奖励力度不及以往，房票吸引力下降。地方政府顾虑房票在短期内实质性加重地方政府广义财政压力。

➤ **以房票制度稳定地产运行，房票细节设计的三个层面或有突破。**

目前暂无信息表明房票会在全局层面广泛推广。但若后续政策试图用房票制度撬动住房需求，稳定地产运行，我们认为政策或在房票制度的三个层面上进行调适，以达期待效果。

其一，关注房票使用范围是否扩大，譬如城中村改造项目是否能够通过房票安置。

其二，关注 PSL 是否能够重启，减轻财政负担，同时也能提升企业对房票接受程度。

其三，关注房票的细节设计，譬如对居民补贴以及兑付时间，这将影响企业与居民使用房票积极性。

风险提示：地产政策力度超预期，货币政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 周信悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：政策带动情绪反转-2023/06/04
- 2.宏观事件点评：需求不足的政策应对-2023/06/04
- 3.流动性跟踪周报：短久期策略占优-2023/06/04
- 4.2023年5月PMI数据点评：5月PMI的成色-2023/05/31
- 5.流动性跟踪周报：当前债市博弈资金面-2023/05/29

目录

1 房票的微观运行机制	3
1.1 房票是一种货币安置形式	3
1.2 房票使用流程涉及三个重要环节	3
2 历史上两轮房票运行效果各异	4
2.1 历史上有过两轮房票安置	4
2.2 第二轮房票安置效果偏弱	7
3 当前房票制度面临四点现实约束	7
3.1 约束一，近年棚改规模逐步走低	8
3.2 约束二，房企对房票接受度降低	9
3.3 约束三，部分城市房票对居民吸引力降低	10
3.4 约束四，近期地方财政压力偏大	11
4 总结：推进房票制度的破局操作	12
风险提示	13
插图目录	14
表格目录	14

1 房票的微观运行机制

1.1 房票是一种货币安置形式

房票是补偿房屋被拆迁人的方式之一。

对于房屋被拆迁人，政府往往有**实物**和**货币**两种补偿方式。

所谓实物补偿，是指房屋拆迁后，政府直接向被拆迁居民提供安置房，具体位置可能是原地址，也可能异地。实物补偿方式的核心在于安置房由政府主持建造，并进而供给给居民部门。

所谓货币补偿，是政府直接向居民发放**安置款**或者**房票**，居民凭借安置款、房票自行购买住房。政府所给安置款以及房票面值没有统一标准，因地制宜。

表1：房票是补充房屋被拆迁人的方式之一

分类		原理
实物安置	政府主持新建安置房，根据被拆迁房屋的面积和确定安置房对接面积后，靠标准房型对被拆迁人进行安置的方式。	原地新建安置房
		异地新建安置房
货币安置	拆迁人以安置房屋的规定折算成安置款，由被拆迁人选购住宅房屋自行安置。	纯货币安置
		房票安置

征收（补偿）人直接给予货币补偿，由被征收（补偿）人自由支配
 房票安置是指被征收（补偿）人通过使用房票购买商品住房来解决安置住房的安置方式

资料来源：《国有土地上房屋征收与补偿条例》、国务院官网、泉州市、黄山市政府官网，民生证券研究院整理

1.2 房票使用流程涉及三个重要环节

房票的完整运转流程可分为**发行**、**使用**与**结算**三个环节。

环节一（发行环节），政府向被拆迁居民开具房票。

政府先与房屋被征收居民（下称“居民”）核准房屋拆迁补偿金额，依据补偿金额签订“补偿协议”，并开具房票（具体称作《住房征收市场化安置购房证明》）。

房票的票面金额由补偿金额和购房补贴两部分组成。购房补贴一般按补偿金额的一定比例计算，如果居民能够在指定期限内尽快购房，或者购房价款较高，则对应更高的补贴。

环节二（使用环节），居民凭借房票购房。居民拿到房票后，需要在一定期限内，在政府指定的房源范围内购房，并与房企签订“购房合同”。

房票使用期限一般在半年到三年，且期间不能向银行抵押套现（部分城市允许实名转让 1-3 次，譬如江西宜春允许转让 3 次、浙江宁波允许转让 1 次），若房

票逾期未用，则转换为纯货币补偿方式（不再有购房补贴）。

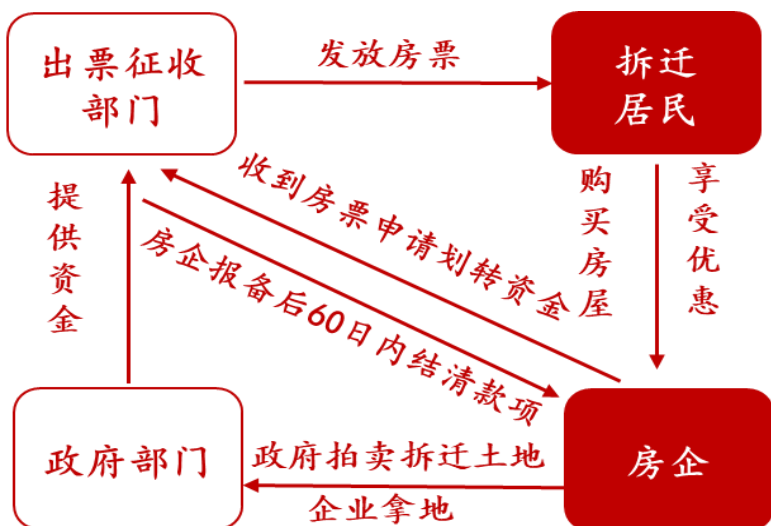
房源一般限定为商品房（现房、期房），部分城市（福建泉州、江苏盐城等）包括存量住房（二手房）以及政府的存量安置房。而且政府一般会设定购房价款要达到房票面额的一定比例，若购房款项超出房票面额，居民可以配套公积金及商贷购房。

环节三（结算环节），房企售房后，凭借房票向政府申请划转资金。

房企收到居民“房票”后，凭“购房合同”向政府结算兑现。对于现房，政府一般会在房企申请后 60 日内一次性结清款项，而对于期房，则会根据工期分期付款，且款项一般纳入预算监管账户。

政府兑现房票的资金来源多元，包括预算内的土地出让金、预算内的保障性住房资金，以及棚改专项债，也有来自预算外的政策行棚改专项贷款。

图1：房票的发行使用流程



资料来源：浙江台州市、河南郑州市等地方政府网站，民生证券研究院绘制。注：其中房企报备后 60 日内结清款项仅为举例，各地实际兑付时间存在差异。

2 历史上两轮房票运行效果各异

2.1 历史上有过两轮房票安置

第一轮房票安置出现在 2015-2018 年棚改货币化阶段。

2015 年以前，棚户区改造更多采用实物安置方式。

2015 年商品房库存偏高，中央开始推行“棚改货币化”。地方政府直接向拆迁居民发放安置款，居民可以在安置款基础上加杠杆购买商品房。

作为货币补偿的一种，棚户拆迁安置时“房票”政策就已经出现。

2016 年去库存，全国多个城市实行房票政策（主要集中在浙江、山东、江苏、福建）。直到 2018 年，棚改货币化权限收回，“房票”开始淡化。

表2：第一轮房票集中于 2015-2018 年推行

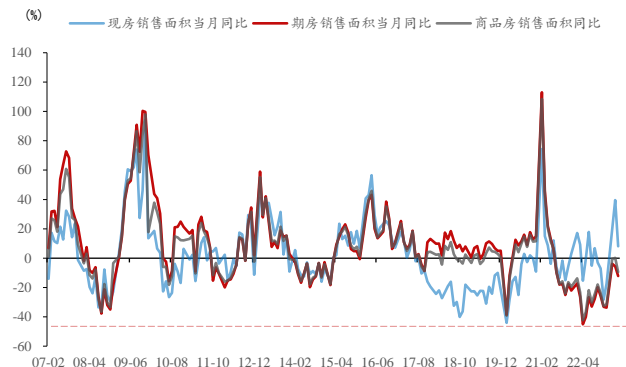
时间	省份	城市
2014 年 12 月	浙江省	衢州市
2015 年 8 月		湖州市
2016 年 4 月		慈溪市
2016 年 7 月		义乌市
2016 年 8 月		台州市
2018 年 5 月		丽水市
2016 年 7 月	山东省	淄博市
2016 年 7 月		济宁市
2017 年 3 月		烟台市
2017 年 4 月		德州市
2015 年 6 月	江苏省	铜陵市
2015 年 7 月		芜湖市
2016 年 11 月		张家港市
2018 年 8 月		盐城市
2016 年 10 月	福建省	平潭市
2017 年 6 月		泉州市
2015 年 9 月	安徽省	安庆市
2015 年 11 月		阜阳市
2016 年 3 月	内蒙古	鄂尔多斯市
2017 年 5 月	江西省	宜春市

资料来源：浙江台州市、山东济宁市、江苏铜陵市等地方政府官网，民生证券研究院整理

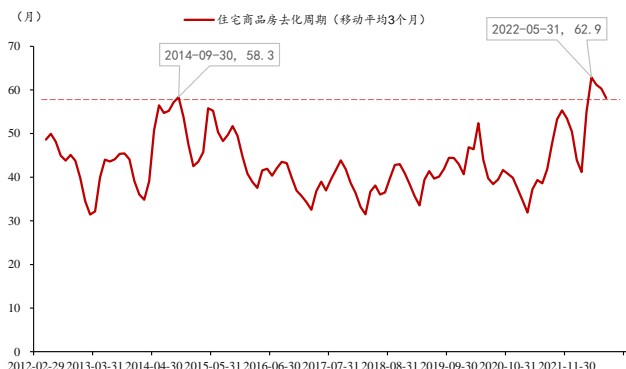
第二轮房票安置主要集中在 2022 年二、三季度。

地产融资政策收紧，期房交付风险加大，2022 年开年商品房销售走弱。2022 年一季度商品房销售同比达 -18.6%，二季度受华东疫情影响，商品房销售面积同比进一步下探至 -32.1%，7 月以后地产销售进一步下滑。商品房库存去化周期也同步走高，5 月达到 62.9 个月，为近十年最高水平，7 月达 58.1 个月，与 2014 年 9 月（即棚改货币化前夕）相当。

2022 年地产销售不振，去化周期持续走高，部分地区（集中在浙江、江苏、河南三个省份）于 2022 年二、三季度陆续重启房票安置。

图2：2022年下半年商品房销售同比持续走低


资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022年年中商品房去化周期较高


资料来源：wind，民生证券研究院

表3：第二轮房票集中于2022年二、三季度推行

发布时间	省份	城市
2022.5.31	浙江省	台州市 温岭市
2022.5.31		宁波市 奉化区
2022.7.5		宁波市 海曙区
2022.6.8		绍兴市
2022.6.10		丽水市
2022.6.16		嘉兴市 海宁市
2022.7.28		温州市 瑞安市
2022.4.22	江苏省	苏州市 常熟市
2022.5.16		无锡市 江阴市
2022.6.20		无锡市 宜兴市
2022.6.6		宿迁市 泗阳县
2022.6.19		苏州市 张家港市
2022.6.20		南京市 溧水区
2022.8.17		南京市 浦口区
2022.4.18	河南省	信阳市
2022.5.29		许昌市
2022.6.20		郑州市
2022.5.18	福建省	南平市 邵武市
2022.7.1		南平市 武夷山市
2022.5.5	安徽省	阜阳市 界首市
2022.1.16	四川省	宜宾市
2022.8.9	山东省	潍坊市
2022.6.16	湖北省	鄂州市

资料来源：浙江台州市、江苏苏州市、河南郑州市等地方政府官网，民生证券研究院整理

2.2 第二轮房票安置效果偏弱

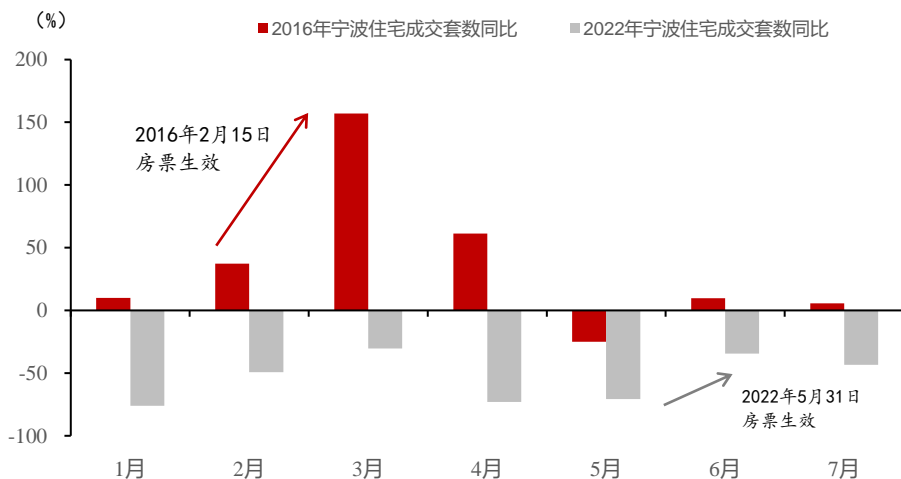
不论是全国还是地方视角，第二轮房票效果不及首轮。

全国层面，棚改期间，房票多数在 2016 年 4 月至 7 月推出，住宅销售同比表现则从 7 月份的 16.7%上行至 9 月份的 35.3%。随销售水平回暖，商品房库存去化周期也从 7 月的 43.5 个月降至 9 月的 39.9 个月。可见房票在当时可能加速了整个棚改进程。

而在第二轮房票推行时，大多数城市在 2022 年 6 月中旬推行房票，然而住宅销售同比表现却从 6 月的-21.8%降至 7 月的-30.3%，直至 12 月同比仍然为-31.5%。正因销售未有企稳，商品房库存也仍然维持高位，6 月广义库存去化周期达 39.5 个月，7 月达 76.8 个月，且直至年末仍然高达 52.8 个月。可见第二轮房票推行并未有效提振住房需求。

地方层面，浙江宁波奉化区推行过两轮房票，2016 年 2 月宁波奉化首次推行房票安置模式，次月宁波全市住宅成交套数同比超过 150%，较 2 月上行 120 个百分点，环比增加 4996 套。2022 年奉化于在 5 月 31 日开始推行房票，但宁波 6 月住宅成交套数同比仅较前置上行 36 个百分点达-34%，环比仅增加 1906 套，很明显第二轮房票安置效果不及首轮。

图4：宁波两轮房票效果有明显差异



资料来源：wind，民生证券研究院整理

3 当前房票制度面临四点现实约束

若青岛房票试点意味着新一轮房票制度展开，那么当前房票效果将会如何？

当下经济现状及地产运行与第二轮房票运行时期类似。第二轮房票推行过程

中所遇困难，可能同样也是本轮房票推行效果的制约因素。

回顾上一轮房票运行，共有四点约束使得这一轮房票运行效果偏弱。

3.1 约束一，近年棚改规模逐步走低

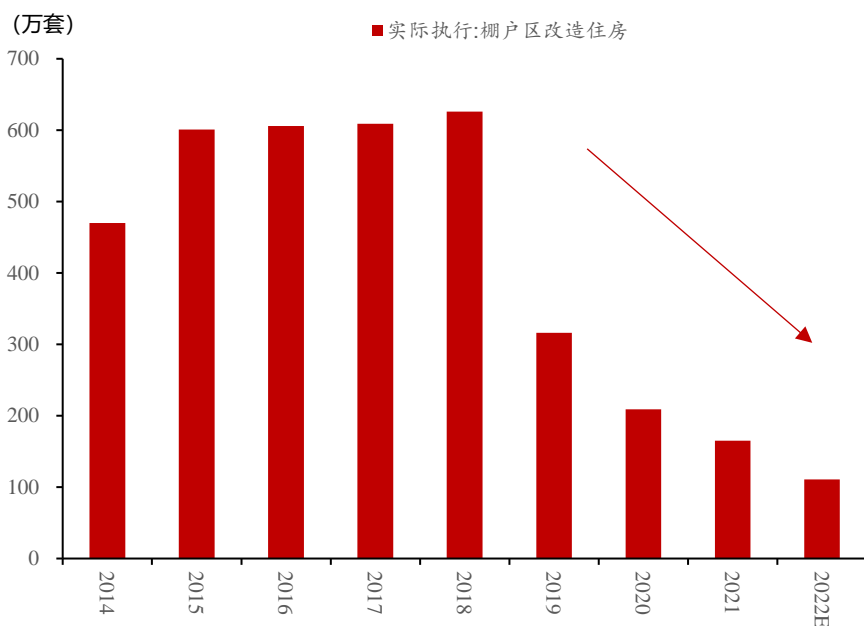
2022 年棚改项目数远不及 2015-2018 年棚改时期。

房票政策目前主要面向棚改项目，而自从国家 2018 年发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》后，旧改加速、棚改暂缓，2022 年我国棚户区改造任务仅为 111 万套，远不及 2015-2018 年年均 600 万套棚改规模。

2021 年年中中央再度发文，明确未来严格控制大规模拆除，严控大规模搬迁，未来棚改规模或进一步走弱，政策重心更多倾向城市更新（三旧一改）。

棚改规模缩减，决定了当前房票能够撬动的新增商品房需求体量有限。

图5：棚改开工面积于 2019 年及以后下行明显



资料来源：wind，民生证券研究院。注：其中 2022 年实际棚改数据不可得，此处用当年计划改造数替代。

表4：中央明确城市更新进程中防止“大拆大建”

建科〔2021〕63号明确防止“大拆大建”	
严格控制大规模拆除	·不大规模、成片集中拆除现状建筑，原则上城市更新单元（片区）或项目内拆除建筑面积不应大于现状总建筑面积的20% ·不短时间、大规模拆迁城中村等城市连片旧区，防止出现住房租赁市场供需失衡加剧新市民、低收入困难群众租房困难。

严格控制大规模搬迁	不大规模、强制性搬迁居民，不改变社会结构，不割断人、地和文化的关系。要尊重居民安置意愿，鼓励以就地、就近安置为主，改善居住条件，保持邻里关系和社会结构，城市更新单元（片区）或项目居民就地、就近安置率不宜低于 50%。
-----------	--

资料来源：国务院官网，民生证券研究院整理

3.2 约束二，房企对房票接受度降低

首轮房票发行时受央行 PSL 政策支持较大，而 2020 年后 PSL 规模缩减，第二轮房票资金主要来源于两项地方政府预算内资金兑付。

2014-2019 年，央行向政策行提供约 3.6 万亿抵押补充贷款（PSL），政策行再向地方投放棚改专项贷款。

棚改专项贷款占棚改货币化资金来源的 80% 左右，为房票安置提供雄厚的资金支撑，房企对于房票兑付问题的担忧相对较小。

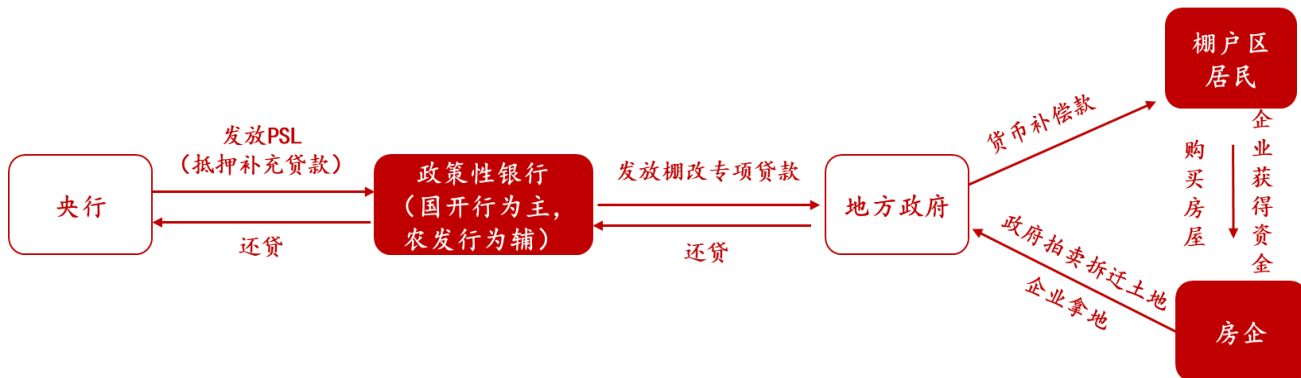
2020 年后 PSL 规模缩减，第二轮房票资金主要来源于两项地方政府预算内资金兑付，一是一般公共预算中的保障性住房预算资金，二是未来土地出让收入。2021 年四季度开始，土地市场活跃度降低，地方土地出让收入持续走弱，房企对房票的按时兑付存有担忧。

第二轮房票兑付期限，兑付时间普遍较长，房企参与积极性降温。

2015-2018 年棚改期间，曾有案例，房企因期房房票支付周期过长（6 个月到 12 个月）而拒收房票（安徽省铜陵市）。这一微观案例体现了房企在意房票的兑付时长。

第二轮房票推行过程中，部分城市不仅将期房尾款兑现时间设定在交房后（意味着期房的回款周期可能长于 12 个月），甚至现房房票的支付时间也延长至 3 个月。房企融资紧张现实之下，房企对房票兑付时间更加敏感，自然对该类房票接受度更低。

图6：首轮房票发行时受央行 PSL 政策支持较大



资料来源：民生证券研究院整理

表5：第二轮房票推行过程中，低能级城市房票兑付周期较长

地区	能级	现房支付政策	期房支付政策
河南省 郑州市	新一线	·10个工作日内将应付资金拨付到房票上注明的收款账户	·10个工作日内将应付资金拨付到项目监管资金账户内
河南省 许昌市、信阳市	三线	·商品房买卖合同生效并完成备案之日起2个月内拨付房票金额的60%；完成房屋所有权首次登记1个月内再拨付30%；余款于房屋交付被征收人后3个月内拨付	
浙江省 宁波市 海曙	新一线	·7个工作日内支付全款	·7个工作日内向房票记载人支付确定的金额汇入监管账户
浙江省 台州市 温岭	四线	·房屋交付被征收人后，城投集团60日内支付房票金额100%	·首期支付40%，主体结构封顶后交付50%，余款在房屋交付被征收人后支付 ·纳入预售资金账户监管
福建省 南平市	五线	·购房合同生效并完成备案后1个月内可兑付80%；交付后2个月内兑付20%	·购房合同生效并完成备案后1个月内可兑付30%；主体完工1个月后兑付50%；竣工验收合格后2个月兑付20%；

资料来源：河南郑州市、浙江宁波市、福建南平市等地方政府官网，民生证券研究院整理

3.3 约束三，部分城市房票对居民吸引力降低

部分城市第二轮房票面额以及补贴额度不及首轮，对居民吸引力下降。

2015-2018 棚改期间，部分城市（浙江奉化、山东济宁）给予购房补贴高达房屋评估价值的 20%-30% 甚至更高。例如奉化推行房票奖励，包括一次性补偿补助、一次性补偿搬迁费、6 个月临时过渡费补助、签约拆迁奖励、电梯公摊面积补

助加总，一张房票的优惠幅度达 40%。

第二轮房票安置期间，部分城市给予补贴力度减小。譬如浙江奉化给出的最高补贴仅达房票购房使用部分的 10%，且与房票使用快慢挂钩，奖励力度不如第一轮，对居民的吸引程度有限。

3.4 约束四，近期地方财政压力偏大

对于政府，房票大规模发行客观上增加地方财政压力。

从房票发行使用流程上来看，房票可以理解为地方政府发行的一笔住房“消费券”，居民首先凭房票购房，政府随后向企业兑付资金。

往年房票运转依托中央信用，地方先用国开行提供的棚改专项债贷款资金偿付。棚改专项贷款的偿还期限一般长达 5-10 年，地方政府可以依托未来的土地出让收入慢慢偿还，当时房票发行不会加重财政负担。

本轮房票由地方政府自己偿还，现房在交房后 2 个月内兑付，期房最长也要在 2 年内结清。如果没有给予一定量的特定融资工具支持，当下大规模房票发行或将加大地方政府后续财政压力。

表6：历史上两轮房票差异对比

不同点	2015-2018 年	2022 年
浙江		
期限	6-24 个月为主	6-36 个月
奖励政策	奖励力度较强 奉化赠送公摊面积 108% 补贴、拆迁补偿 台州货币补贴 15%+15% 购房奖励+教育+税收优惠	奖励力度适中，与购买时间挂钩 购房补贴（10% 以上）+利息
房源	住宅及商业用房、二手商品住宅及商业用房、政府允许出售的剩余安置房屋	购买商品房（现售、预售）， 不包括存量房
山东		
期限	以 6 个月为主	以 12 个月为主
奖励政策	有奖励，力度较大可达征收房屋价款的 30%，且不与新房购买时间挂钩	有奖励，力度较小，且与购买时间挂钩 自房票核发之日起 3 个月内签订商品房买卖合同的，一次性给予票面购房使用金额 12% 的补贴。
房源	安置房源的新建商品住宅和商业用房、符合法律法规要求的二手商品住宅和商业用房以及政府允许出售的剩余安置商品房	商品房（现房、期房）， 但不包括二手房

资料来源：浙江台州市、山东潍坊市等地方政府官网、《济宁市人民政府办公室关于印发济宁市中心城区棚户区改造“房票”使用方案的通知》、浙江在线新闻网，民生证券研究院整理

4 总结：推进房票制度的破局操作

房票有两层属性，对居民而言，这是地方政府发放的住房“消费券”；对房企而言，这是地方政府对企业的一项“应付账款”。相较于直接现金补贴，房票可以节约当期政府财政支出现金，并可定向刺激住房需求。

青岛本次政策中也明确通过房票安置“有助于缓解拆迁推进资金压力”。

通过对比前两轮房票效果我们发现，若不做政策细节设计的优化，本轮房票制度或有效果可类比于第二轮房票实行时期（2022年二、三季度），背后深层次的原因在于2022年年中至今属于同一轮地产下行周期，且地方财力均较为紧张。

这也意味着，若要广泛推进房票并取得一定政策效果，或许未来需要在三个方面做出政策优化。

其一，房票适用范围、体量未来是否扩容。当前房票仍然适用于棚改项目，而今年两会并没有明确棚改开工规模，但在4月末政治局会议中，提到要超大特大城市积极稳步推进城中村改造，后续或可关注城中村改造等其他政府拆迁项目纳入房票使用范围。

其二，PSL 融资工具是否会重启并用于支持棚改项目。地方政府若没有PSL提供的增量资金，考虑到财政金融风险，很难大范围发放房票，另外，房企对财力较弱地方政府开出的房票接受意愿较低。

其三，房票制度细节优化，主要优化补贴额度以及兑付时间。若补贴额度较少，对居民吸引力不足，若兑付时间长，房企接受度降低。

表7：房票是房市低迷，财政资金紧缺时合意的地产政策选择

不同点	房票安置	纯货币化安置	实物安置
补偿支付时点	在商品房销售完成后与房企结算	即时与被征收人结算	安置房建设时期持续投入
项目周期	短	短	长
使用区域	一般限制使用区域，资金外流风险降低	不限制使用区域，存在资金向高能级城市流动的风险	—
是否规定使用期限	要求一定期限内使用，逾期转为纯货币安置	无	无
优惠倾斜	有一定的优惠倾斜 ·高房价、尽快使用将有更高购房补贴 ·同步配套教育、税收等优惠	一般无	—
房源限制	商品房（现售、预售） 部分城市包括存量房	一般无硬性要求	—
能否配套商贷、公积金贷款	可以	可以	不可以

资料来源：江苏苏州市、浙江宁波市等地方政府官网，民生证券研究院整理

风险提示

1) **地产政策力度超预期。**后续月份其他地产需求政策持续松绑，房票或不成为主流刺激地产需求方式。

2) **货币政策超预期。**若地产对经济拖累进一步加深，不排除中央重新启用PSL的可能性。

插图目录

图 1: 房票的发行使用流程	4
图 2: 2022 年下半年商品房销售同比持续走低	6
图 3: 2022 年年中商品房去化周期较高	6
图 4: 宁波两轮房票效果有明显差异	7
图 5: 棚改开工面积于 2019 年及以后下行明显	8
图 6: 首轮房票发行时受央行 PSL 政策支持较大	10

表格目录

表 1: 房票是补充房屋被拆迁人的方式之一	3
表 2: 第一轮房票集中于 2015-2018 年推行	5
表 3: 第二轮房票集中于 2022 年二、三季度推行	6
表 4: 中央明确城市更新进程中防止“大拆大建”	8
表 5: 第二轮房票推行过程中, 低能级城市房票兑付周期较长	10
表 6: 历史上两轮房票差异对比	11
表 7: 房票是房市低迷, 财政资金紧缺时合意的地产政策选择	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026