

## 房地产

2024年09月26日

# 存量房贷降息尘埃落定，房贷利率中枢进一步下探

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

齐东（分析师）

胡耀文（分析师）

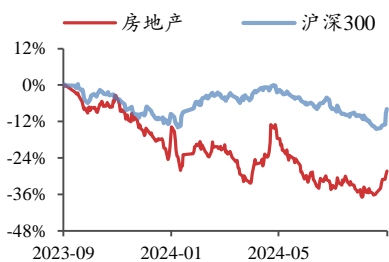
qidong@kysec.cn

huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790524070001

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《存量房贷降息落地，多举措推动房地产去库存——行业点评报告》-2024.9.25

《过往可鉴，存量房贷降息翘首而望——行业点评报告》-2024.9.23

《土地成交面积同比增长，9月LPR利率维持不变——行业周报》-2024.9.22

### ● 存量房贷降息落地，前两轮调整有所成效

9月24日，国新办举行新闻发布会，存量房贷降息落地。加上本次存量按揭利率下调，我国经历过三轮下调，分别在2008、2023及2024年。从覆盖面来看，2023年8月调整只针对首套房贷，本轮房贷利率降息更进一步，没有区分首套、二套存量贷款利率，惠及5000万户家庭，预计平均每年减少家庭的利息支出总数大概1500亿元。从调整幅度看，2023年8月调整的23万亿存量首套房贷调整后平均利率为4.27%，2024年二季度新发放住房贷款利率为3.45%，中间相差82BPs。这其中，有35BPs源自于LPR本身的调整，而剩余47BPs则是存量住房贷款利率的潜在可调降空间。本次央行明确提出将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均下降幅度在0.5个百分点左右，与我们测算基本相符。

### ● 效果复盘：有效缓解提前还贷、持续提升居民消费

从下调力度看，2008年住房贷款利率的下限从0.85倍调低至0.7倍，同时放开了转按揭。以当时的按揭贷款利率7.47%（此处取5年以上中长期贷款利率）计算，此次调整力度为112BPs。2023年8月的存量贷款利率下调针对的是存量首套房贷，超过23万亿元存量首套房贷款利率平均下调0.73个百分点。从覆盖面看，23万亿存量首套房贷覆盖了存量按揭的约60%。从政策效果看，2023年8月存量房贷利率调降政策执行力强，实施效果较好，主要体现在两方面：（1）有效缓解提前还贷现象；（2）持续提升居民消费能力。

### ● 存量房贷现状及降息后续进展

据央行数据，截至2024Q2，我国存量按揭贷款规模37.79万亿元，同比下降2.9%，个人房贷利率也降至历史最低的3.45%，本次央行计划将7天期逆回购操作利率下调0.2pct，预计带动LPR同步下调0.2pct，带动房贷利率继续压降。就业和收入预期的下降是压制住房需求释放的重要因素，预期下行导致购房意愿不足的恶性循环还在演绎，但我们也要看到，在整体缩表的态势下，同期低利率的住房公积金贷款余额仍快速增长，从这个角度看，应对提前还贷，降息是有效的。

### ● 投资建议

存量房贷利率下调可以减轻居民的负债压力，刺激消费和投资，减轻提前还贷压力，稳定住房消费预期，提振购房信心，政策利率下调也预示后续房贷利率中枢进一步下移。过往两次存量按揭利率调整均有所成效，我们认为本轮调整虽然不能直接促进市场去库存，但短期市场信心或将得到改善，后续政策持续性仍值得关注。在宽松的货币政策支持下，经济保持稳健增长，购房信心修复企稳，市场销售数据有望筑底，促进房地产行业平稳健康发展。我们持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企。推荐标的：（1）保利发展、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产等优质央国企；（2）万科A、绿城中国、滨江集团、新城控股等财务稳健的民企和混合所有制企业。

### ● 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

1、 存量房贷降息落地，前两轮调整有所成效.....	3
1.1、 三轮调整政策初衷不同 .....	3
1.2、 2008 年调整：实际落地在 2009 年初，估算调整力度约 112BPs.....	4
1.3、 2023 年调整：覆盖 60% 的存量房贷，平均下调 73BPs.....	4
1.4、 2024 年调整：降至新发放贷款附近，预计下调 50BP.....	5
1.5、 政策效果复盘：有效缓解提前还贷、持续提升居民消费 .....	6
2、 存量房贷现状及降息后续进展 .....	8
2.1、 房贷规模减少，利率持续降低 .....	8
2.2、 购房意愿不足，预期修复是企稳关键.....	9
2.3、 公积金贷款增配，降息或仍然有效.....	10
3、 投资建议 .....	11
4、 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1： 从历史来看房贷利率和商品房销售面积增速成反相关.....	6
图 2： 理财产品收益率持续走低，与个人住房贷款利率差异越来越大（%） .....	7
图 3： 2023 年降低存量房贷利率后早偿率有所回落（%） .....	7
图 4： 个人住房贷款规模自 2023 年一季度以来持续回落.....	8
图 5： 后续 LPR 仍有进一步下降空间（%） .....	8
图 6： 居民新增中长期贷款自 2022 年开始有所减少.....	9
图 7： 居民对于房价涨幅预期较弱，倾向于更多储蓄（%） .....	9
图 8： 居民对于未来收入信心和就业预期自 2023 年以来均转弱（%） .....	10
图 9： 2023 年以来居民杠杆率环比涨幅快速回落.....	10
图 10： 2024 年 5 月个人住房公积金贷款利率创造新低（%） .....	11
表 1： 央行三次降低存量住房贷款利率政策初衷不同.....	3
表 2： 2008 年部分商业银行房贷利率执行 0.7 倍下限细则.....	4
表 3： 各个省份执行存量按揭贷款调整的规模和幅度有差异.....	5
表 4： 部分一二线城市首套与二套房贷利率降至历史低位.....	6
表 5： 2023 年住房公积金贷款保持增长而按揭贷款余额出现下降.....	11
表 6： 受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企 .....	12

## 1、存量房贷降息落地，前两轮调整有所成效

9月24日，国新办举行新闻发布会，提出将存量房贷利率降至新发放附近，存量房贷降息落地。回顾过往，加上本次存量按揭利率下调，我国经历过三轮下调，分别在2008、2023及2024年。三轮下调的背景有所不同，第一次是在2008年次贷危机的大背景下，所以政策着重于“扩大内需、改善民生”；第二次发生在房地产行业波澜的2023年，居民部门出现了一些提前还贷、贷款置换的现象，所以政策着重于“引导借贷双方有序调整优化资产负债，规范住房信贷市场秩序”；第三次发生在以“去库存”为主基调的2024年，新发放贷款利率在市场报价利率基础上减点幅度扩大，利率水平大幅下降，再一次拉大新老房贷的利差。

### 1.1、三轮调整政策初衷不同

第一轮，2008年10月，央行扩大商业性个人住房贷款利率下限幅度。

2008年10月22日，央行发布通知，自2008年10月27日起，商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的0.7倍，此前为0.85倍。央行规定，对居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房的贷款需求，金融机构可在贷款利率和首付比例上按优惠条件给予支持。

第二轮，2023年8月，央行对首套个人住房贷款利率。

此前存量按揭利率下调，覆盖面较广，但仍有空白地带。2023年8月31日，央行、国家金监总局发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，主要对两类情形下的按揭利率进行了调降：（1）首套个人住房贷款；（2）认房不认贷后，符合首套住房标准的个人住房贷款。

第三轮，2024年9月，央行引导银行降低存量房贷利率。

2024年9月24日，央行行长潘功胜表示，5月17日全国层面房贷利率下限取消，新发放贷款利率在市场报价利率基础上减点幅度扩大，利率水平大幅下降，再一次拉大新老房贷的利差。因此央行拟指导银行对存量房贷利率进行批量调整，将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均下降幅度在0.5个百分点左右。

表1：央行三次降低存量住房贷款利率政策初衷不同

时间	2008年10月	2023年8月	2024年9月
政策目标	发挥房地产扩大内需、改善民生的重要作用，国家及时出台相关政策，促进房地产市场健康发展。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，引导商业性个人住房贷款借贷双方有序调整优化资产负债，规范住房信贷市场秩序。	缩小新老房贷的利差，促进扩大消费和投资，也有利于减少提前还贷行为，同时还可以压缩违规置换存量房贷的空间，维护房地产市场平稳健康发展。
覆盖范围	居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房的贷款需求	（1）首套个人住房贷款； （2）认房不认贷后，符合首套住房标准的个人住房贷款。超过23万亿存量首套房贷，占存量房贷的约60%	全部存量房贷
存量按揭规模	2.98万亿 (2008年底)	38.40万亿 (2023年三季度末)	37.79万亿 (2024年二季度末)
下调力度及执行情况	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	按揭利率调整至贷款发放时的利率下限，调整后的加权平均利率为4.27%，平均下调73BPs	存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近(2024年二季度新发放住房贷款平均利率3.45%)，平均下调50BPs左右

时间	2008年10月	2023年8月	2024年9月
对消费的促进情况	未提及	减少居民利息支出约 1700 亿元	惠及 5000 万户家庭，1.5 亿人口，平均每年减少家庭的利息支出总数大概 1500 亿元左右
对转按揭的态度	有条件放开，各个银行自主制定细则。	未提及	初期会先在本行内实施转按揭，下一步再考虑是否需要跨行转按揭。

资料来源：央行、中国区域金融运行报告、券商中国、开源证券研究所

## 1.2、2008 年调整：实际落地在 2009 年初，估算调整力度约 112BPs

截至 2008 年底，存量按揭规模仅有 2.98 万亿。从下调力度看，住房贷款利率的下限从 0.85 倍调低至 0.7 倍，以当时的按揭贷款利率 7.47%（此处取 5 年以上中长期贷款利率）计算，此次调整力度为 112BPs。

2008 年 10 月的存量住房贷款下调不是全覆盖的，各家银行在执行细则上设置了一定的门槛。

**表2：2008 年部分商业银行房贷利率执行 0.7 倍下限细则**

银行	房贷利率执行 0.7 倍下限细则
工商银行	2008 年 10 月 27 日前发放的执行基准利率 0.85 倍的个人住房贷款；借款人在近 2 年内没有连续 2 期(含)以上违约记录、在工商银行其他贷款无不良记录，2009 年 2 月 10 日起无需申请自动享受贷款利率 7 折优惠。
农业银行	借款人贷款额在 30 万元以上，以往享受房贷 8.5 折优惠的已自动转为 7 折。贷款额不足 30 万元的，需向银行提出申请。
招商银行	2008 年 10 月 27 日以前发放的，已执行基准利率下浮 15% 的存量个人住房贷款，拟调整贷款当前无逾期拖欠情况，2009 年 2 月 1 日起利率自动调整为 7 折。2008 年 10 月 27 日之后发放的贷款，则需要贷款人向银行申请，符合条件后可转为 7 折优惠。

资料来源：重庆晨报、开源证券研究所

## 1.3、2023 年调整：覆盖 60% 的存量房贷，平均下调 73BPs

2023 年 8 月的存量贷款利率下调针对的是存量首套房贷，央行 2023 年四季度货币政策执行报告对政策效果进行了说明，“超过 23 万亿元存量首套房贷款利率平均下调 0.73 个百分点，每年减少借款人利息支出约 1700 亿元”。从覆盖面看，23 万亿存量首套房贷覆盖了存量按揭的约 60%。但政策仍留有一定空间，主要是在存量二套房贷以及下调幅度上。

从各个省份的执行情况看，政策执行非常高效，我们从央行报告中获取了部分省份的执行情况，列示如下：

**表3: 各个省份执行存量按揭贷款调整的规模和幅度有差异**

省份	涉及存量按揭贷款调整的规模介绍	下调幅度
黑龙江	共为 63 万户家庭下调存量首套住房个人住房贷款利率	48 BPs
上海	截至 2023 年末, 上海地区已认定的需要调整利率的存量首套住房贷款余额为 2693 亿元, 27.19 万笔; 已调整的存量首套住房贷款余额为 2692 亿元, 27.18 万笔, 占比均超 99.9%	54 BPs
甘肃	未提及	54 BPs
吉林	未提及	66 BPs
湖北	全省完成 224 万笔、8605 亿元存量房贷利率下调	91 BPs
广西	累计为 198 万户居民家庭降低首套房贷款利率	101 BPs
深圳	3735 亿元存量房贷利率完成下调, 每年减少房贷借款人利息支出 15 亿元。	未提及
重庆	累计为 190 万笔、7582 亿元贷款调降利率。	未提及
广东	累计为全省超 460 万客户办理存量首套房贷款利率下调业务	未提及
山东	为 396 万笔、1.6 万亿元存量首套房贷调降利率, 为借款人节约利息支出约 1450 亿元。	未提及
福建	已为 160.3 万笔、金额 8697.7 亿元的存量房贷下调利率	未提及
河南、四川、江西	未提及	超过 90BPs

资料来源: 央行各省市分行、开源证券研究所

### 1.4、2024 年调整: 降至新发放贷款附近, 预计下调 50BP

从覆盖面来看, 2023 年 8 月调整只针对首套房贷, 本轮房贷利率降息更进一步, 没有区分首套、二套存量贷款利率, 惠及 5000 万户家庭, 预计平均每年减少家庭的利息支出总数大概 1500 亿元。

从调整幅度看, 2023 年 8 月调整的 23 万亿存量首套房贷调整后平均利率为 4.27%, 2024 年二季度新发放住房贷款利率为 3.45%, 中间相差 82BPs。这其中, 有 35BPs 源自于 LPR 本身的调整, 而剩余 47BPs 则是存量住房贷款利率的潜在可调降空间。本次央行明确提出将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近, 预计平均下降幅度在 0.5 个百分点左右, 与我们测算基本相符。

2024 年 5 月, 央行发布相关通知, 已经取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。截至 9 月中旬, 除北京、上海、深圳三个城市以外, 绝大多数城市已经不再设定按揭政策利率下限。而核心城市过往加点幅度较高, 新发放按揭贷款和原来存量按揭贷款之间的利差更大, 因此本轮调整后核心一二线城市存量房贷利率降幅或高于 50BP。

2024 年以来, 伴随 LPR 的调降, 按揭贷款利率持续下行, 特别是部分房地产市场承压的城市, 利率更是下调到较低水平, 如苏州、佛山首套最低按揭利率已经下调至 2.95%, 等价于 LPR-90BPs。从市场竞争情况看, 不同城市按揭利率差异较大, 即使是同一个城市中, 各家商业银行定价也各有不同。本次央行表示初期会先在本行内实施转按揭, 下一步再考虑是否需要跨行转按揭。

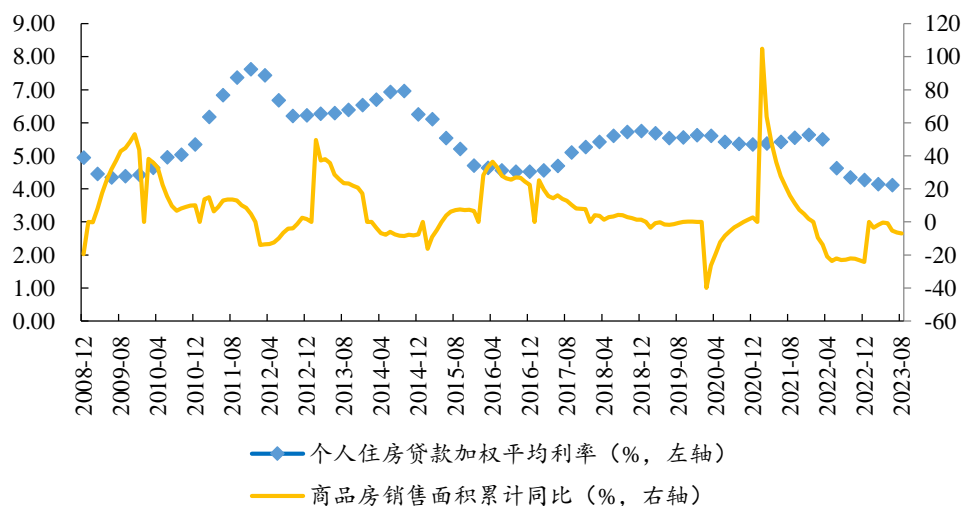
**表4：部分一二线城市首套与二套房贷利率降至历史低位**

能级	城市	首套房贷利率下限	首套最低按揭利率	二套房贷利率下限	二套最低按揭利率
一线城市	北京	LPR-45BP	3.40%	五环内 LPR-5BP 五环外 LPR-25BP	3.60%
	上海	LPR-45BP	3.40%	主城 LPR-5BP 郊区 LPR-25BP	3.60%
	深圳	LPR-45BP	3.40%	LPR-5BP	3.80%
	广州	无	3.05%	无	3.65%
二线城市	杭州	无	3.15%	无	3.25%
	成都	无	3.25%	无	3.55%
	天津	无	3.25%	无	3.80%
	武汉	无	3.15%	无	3.25%
	郑州	无	3.35%	无	3.45%
	苏州	无	2.95%	无	3.10%
	重庆	无	3.45%	无	3.80%
	济南	无	3.35%	无	3.85%
	佛山	无	2.95%	无	3.05%
	南京	无	3.05%	无	3.05%

数据来源：南方都市报、第一财经等、开源证券研究所

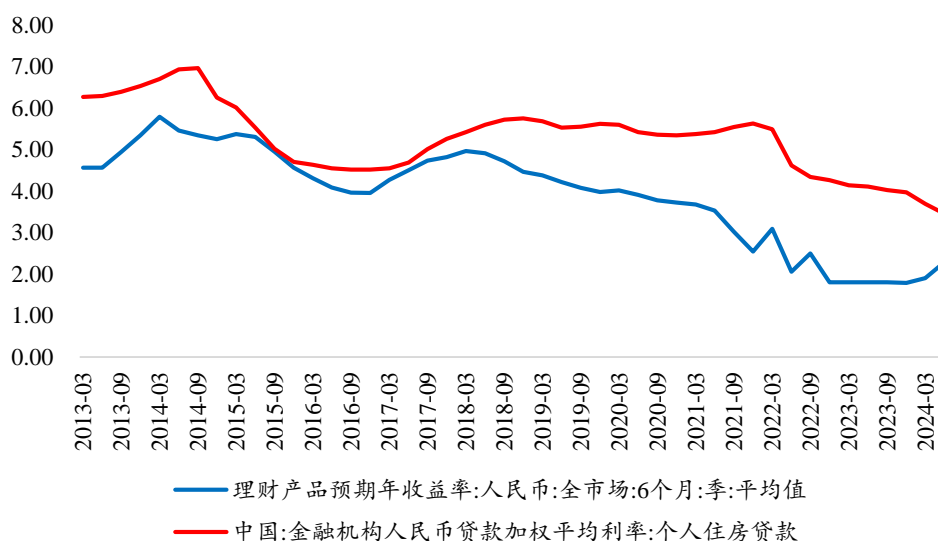
### 1.5、政策效果复盘：有效缓解提前还贷、持续提升居民消费

从历史来看，个人住房贷款加权利率和商品房销售面积增速成反相关。我们认为在当前销售下行仍为筑底的环境下，调降存量房贷利率有望提振居民市场信心，进一步释放居民购买力。

**图1：从历史来看房贷利率和商品房销售面积增速成反相关**


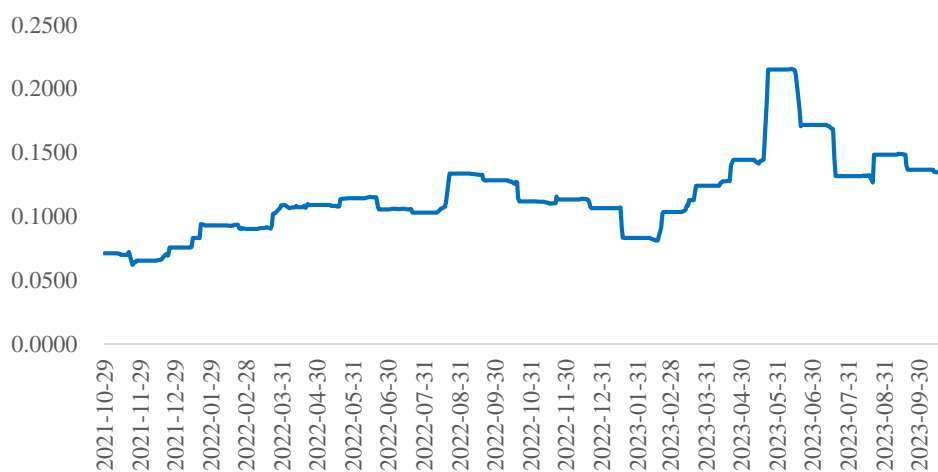
数据来源：Wind、开源证券研究所

从政策效果看，2023年8月存量房贷利率调降政策执行力强，实施效果较好，主要体现在两方面：（1）有效缓解提前还贷现象；（2）持续提升居民消费能力。

**图2：理财产品收益率持续走低，与个人住房贷款利率差异越来越大（%）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

从提前还贷情况看，2021年以来，伴随理财收益率的下行，以及居民对经济和收入增长的信心有待进一步巩固，提前还贷愈发普遍。

**图3：2023年降低存量房贷利率后早偿率有所回落（%）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

根据央行数据，2023年8月，全国个人住房贷款提前还款额达到4324.5亿元。8月31日存量住房贷款降息政策出台后，9-12月，房贷月均提前还款金额较政策出台前（2023年8月）下降10.5%。利率调降幅度较大的地区，提前还贷现象放缓更加明显，如湖北、河南、江西9-12月月均提前还款金额分别较8月下降42.1%、27.5%、22.2%。

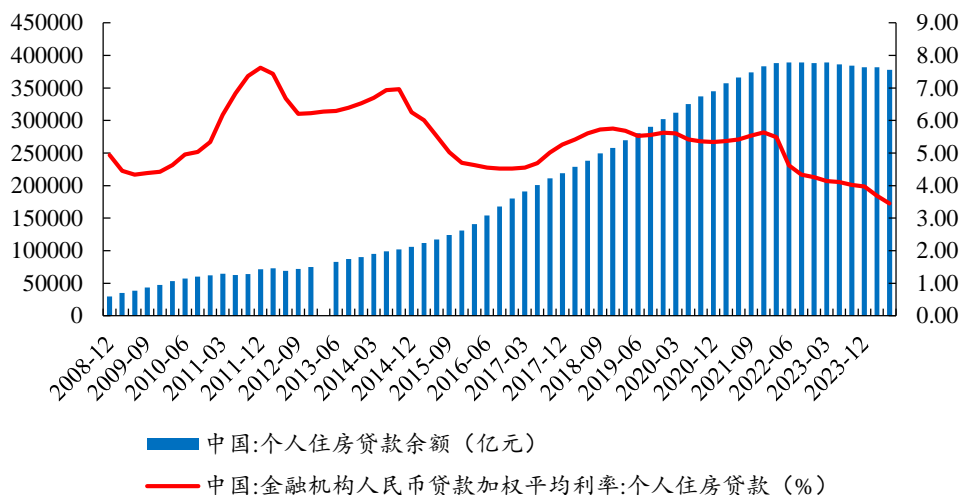
根据央行数据，超过23万亿元存量首套房贷利率调整每年减少借款人利息支出约1700亿元，这将对居民消费提供一定支撑。

## 2、存量房贷现状及降息后续进展

### 2.1、房贷规模减少，利率持续降低

截至 2024 年二季度末，个人住房贷款余额达 37.8 万亿元，同比下降 2.9%，自 2023 年一季度以来持续回落，个人房贷利率也自 2021 年四季度后持续下降，至 2024 年二季度末降至历史最低的 3.45%，往后看存量利率下调后，个人房贷利率仍有下降空间。

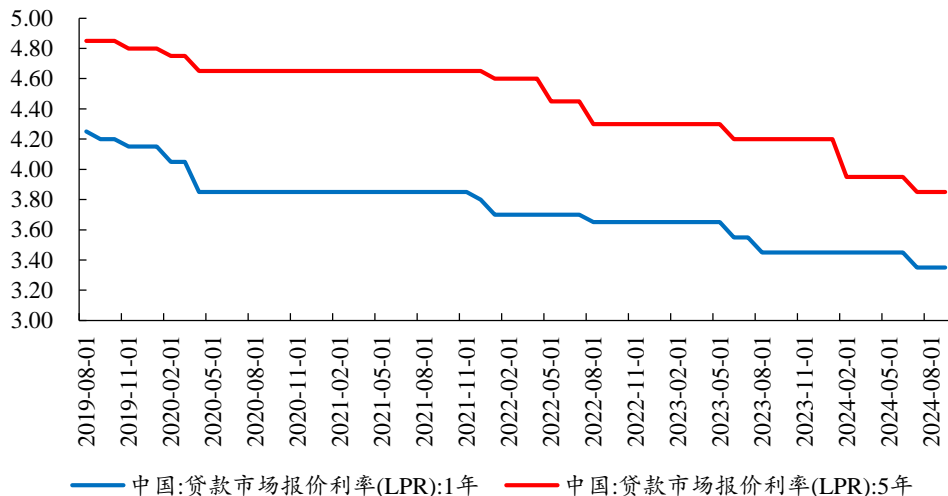
图4：个人住房贷款规模自 2023 年一季度以来持续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

本次央行计划将 7 天期逆回购操作利率下调 0.2pct，预计带动 LPR 同步下调 0.2 pct，后续 LPR 仍有进一步下降空间，带动房贷利率继续压降。

图5：后续 LPR 仍有进一步下降空间 (%)

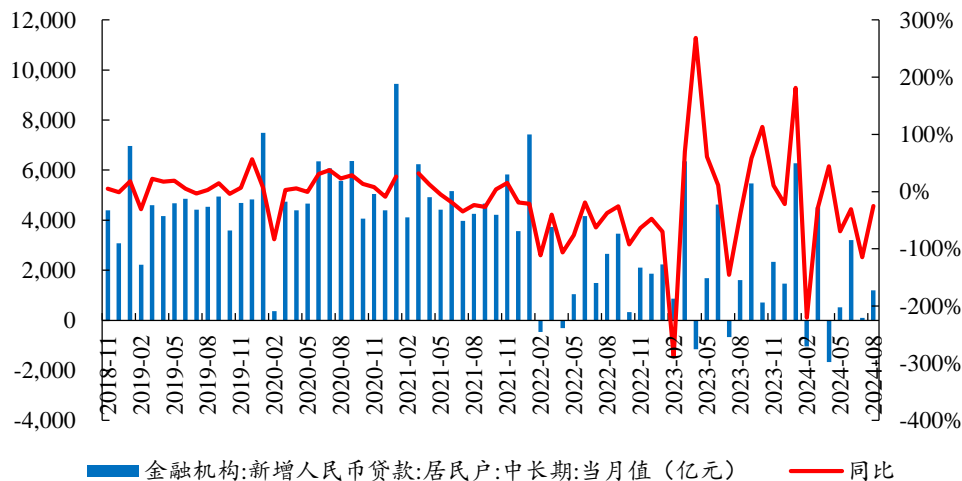


数据来源：Wind、开源证券研究所



从居民新增中长期贷款当月新增规模来看，2022 年开始明显回落，部分月份贷款规模增量为负数，意味着新增按揭贷款低于提前还贷规模，地产销售回暖节奏依然曲折。

**图6：居民新增中长期贷款自 2022 年开始有所减少**

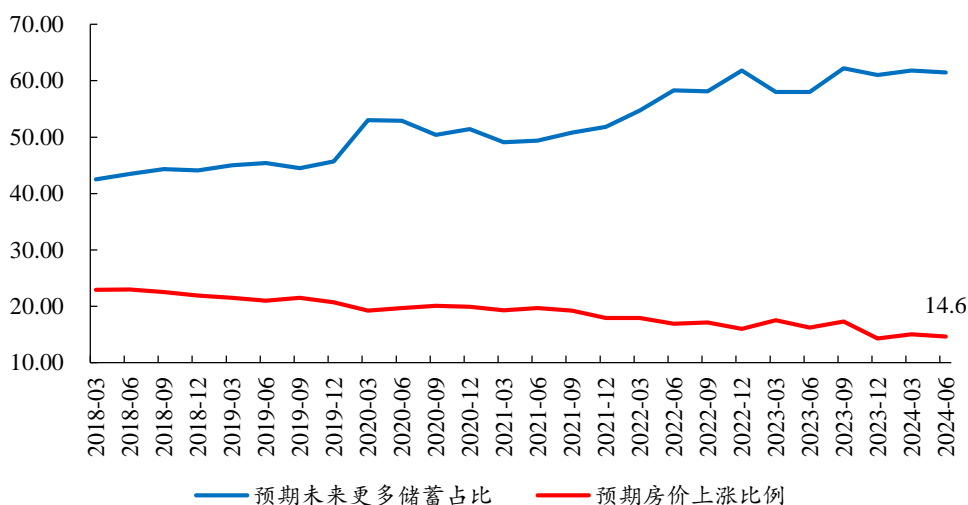


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2、购房意愿不足，预期修复是企稳关键

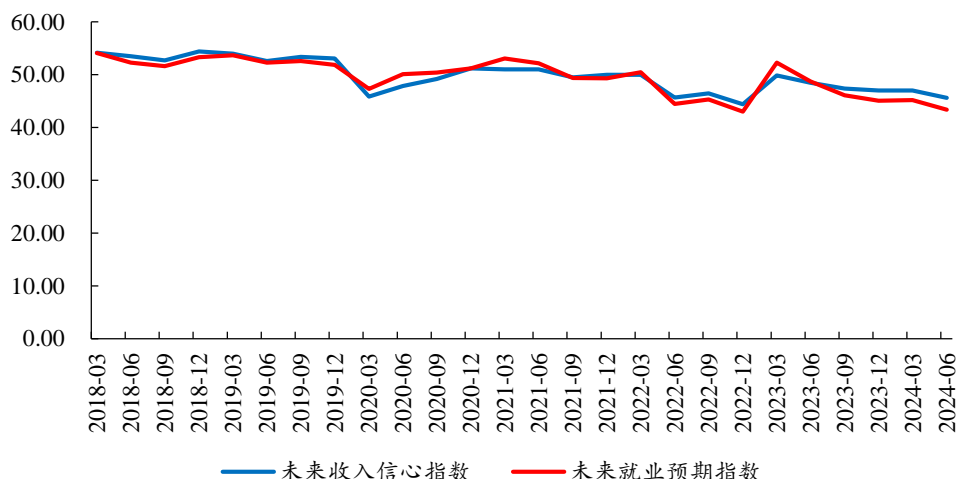
就业和收入预期的下降是压制住房需求释放的重要因素。根据央行发布的 2024 年第二季度城镇储户问卷调查报告，当期收入减少占比提升至 19.0%，未来收入信心指数和就业预期指数均环比下降，预期未来更多储蓄占比维持高位，而房价预期短暂修复后再次下行，房价预期上涨比例降至 14.6%，预期下行导致购房意愿不足的循环还在演绎。

**图7：居民对于房价涨幅预期较弱，倾向于更多储蓄 (%)**



数据来源：Wind、开源证券研究所

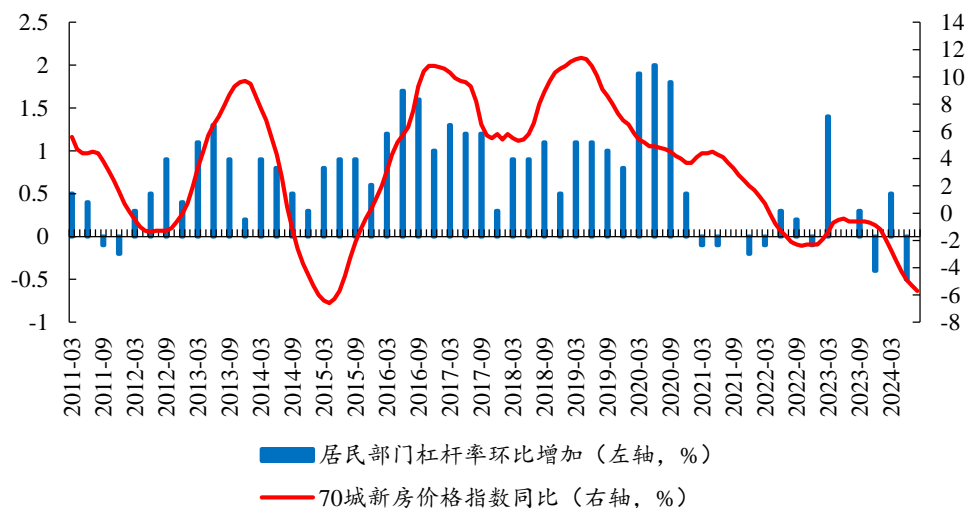
图8：居民对于未来收入信心和就业预期自 2023 年以来均转弱 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

从居民杠杆来看，2016-2020 年房价高速上涨时期，居民部门杠杆率环比增幅稳定，而在 2021 年市场开始下行后，房价涨幅放缓，进入下跌周期，居民部门杠杆率环比增速大幅放缓甚至转负，仅 2023 年 3 月小阳春有所增长，购房意愿不足。截至 2024 年二季度末，中国居民部门的杠杆率 63.5%，环比降低 0.5%，增速再创新低，贷款利率不断下降，居民加杠杆意愿仍有限。

图9：2023 年以来居民杠杆率环比涨幅快速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.3、公积金贷款增配，降息或仍然有效

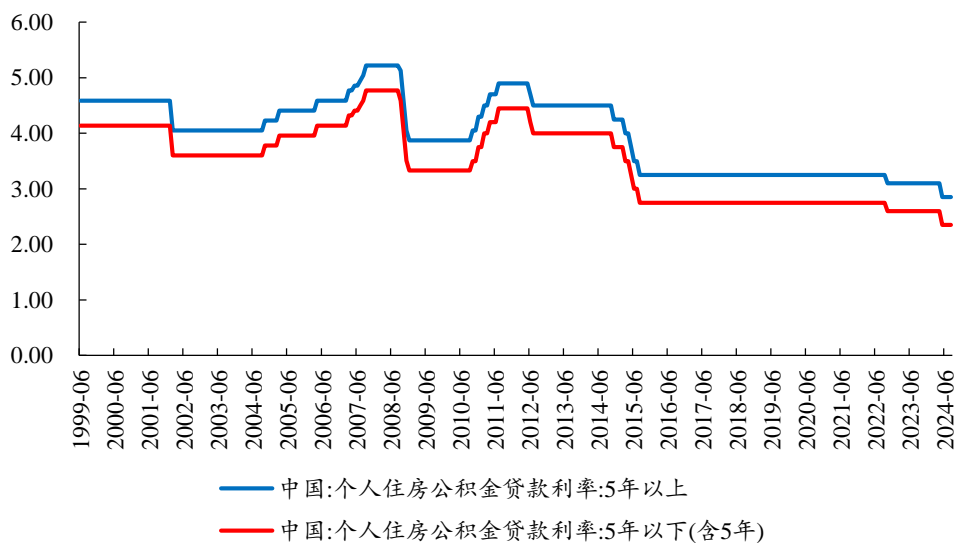
2021 年以来，伴随理财收益率的下行，以及居民对经济和收入增长的信心有待进一步巩固，提前还贷现象愈发普遍。2023 年按揭贷款的余额甚至出现了负增长，较 2022 年末下降 6300 亿元，同比下降 1.6%。但我们也要看到，同期住房公积金贷款的余额仍保持快速增长，2023 年末，住房公积金贷款的贷款余额为 7.81 万亿，同

比增长 7.0%。居民部门对利率是敏感的，在整体缩表的态势下，仍然选择了增加配置利率上具备相对优势的公积金贷款。从这个角度看，应对提前还贷，降息是有效的。

**表5：2023 年住房公积金贷款保持增长而按揭贷款余额出现下降**

指标名称	中国住房公积金贷款余额 (亿元)	同比增速	中国个人住房贷款余额 (亿元)	同比增速
2016	40,535.23	23.3%	180,000.00	37.4%
2017	45,049.78	11.1%	219,000.00	21.7%
2018	49,845.78	10.6%	258,000.00	17.8%
2019	55,883.11	12.1%	302,000.00	17.1%
2020	62,313.53	11.5%	345,000.00	14.2%
2021	68,931.12	10.6%	383,000.00	11.0%
2022	72,984.33	5.9%	388,000.00	1.3%
2023	78,060.74	7.0%	381,700.00	-1.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：2024 年 5 月个人住房公积金贷款利率创造新低 (%)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

从降低居民还贷负担、提振消费潜能和抑制提前还贷角度看，我们认为对存量住房贷款降息是有其合理性的。

### 3、投资建议

存量房贷利率下调可以减轻居民的负债压力，刺激消费和投资，减轻提前还贷压力，稳定住房消费预期，提振购房信心，政策利率下调也预示后续房贷利率中枢进一步下移。过往两次存量按揭利率调整均有所成效，我们认为本轮调整虽然不能直接促进市场去库存，但短期市场信心或将得到改善，后续政策持续性仍值得关注。

在宽松的货币政策支持下，经济保持稳健增长，购房信心修复企稳，市场销售数据有望筑底，促进房地产行业平稳健康发展。我们持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企。推荐标的：（1）保利发展、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产等优质央国企；（2）万科 A、绿城中国、滨江集团、新城控股等财务稳健的民企和混合所有制企业。

**表6：受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企**

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	
			2024/9/26	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
A 股											
600048.SH	保利发展	买入	1,091.7	120.7	132.0	142.5	151.6	9.0	8.3	7.7	7.2
000002.SZ	万科 A	增持	896.1	121.6	-60.5	0.8	27.5	7.4	-14.8	1,188.0	32.5
001979.SZ	招商蛇口	买入	956.8	63.2	63.9	70.3	74.3	15.1	15.0	13.6	12.9
600153.SH	建发股份	买入	262.3	131.0	50.5	64.3	78.0	2.0	5.2	4.1	3.4
601155.SH	新城控股	买入	267.5	7.4	11.8	16.7	21.6	36.3	22.7	16.0	12.4
600383.SH	滨江集团	买入	204.1	25.3	30.8	38.3	44.1	8.1	6.6	5.3	4.6
港股											
0688.HK	中国海外发展	买入	1,416.6	256.1	278.8	298.5	316.5	5.5	5.1	4.7	4.5
1908.HK	建发国际集团	买入	260.3	43.4	53.2	64.5	78.3	6.0	4.9	4.0	3.3
0123.HK	越秀地产	买入	192.8	31.9	35.2	39.7	44.3	6.1	5.5	4.9	4.4
3900.HK	绿城中国	买入	173.7	30.9	36.5	44.0	50.7	5.6	4.8	4.0	3.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2024 年 9 月 26 日，港元汇率 1 港元=0.92 人民币）

## 4、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。

## 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。

## 分析师承诺

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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
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。

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。

## 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，已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

地址：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  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn