

# 房地产

## 趋势延续，降速趋缓——地产开发 24 年三季度报综述

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

王雯

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521120005  
wangwena@tfzq.com

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《行业研究周报: 房地产》2024-11-03
- 《房地产-行业研究周报: 风险偏好修复, 持仓显著回升——24 年三季度基金持仓点评》2024-10-27
- 《房地产-行业研究周报: 五部委“组合拳”促回稳, 四季度基本面迎改善》2024-10-21

盈利: 亏损扩大, 短期业绩压力延续

24 年前三季度, 样本房企 (样本选取 113 家 A 股上市房企, 其中 7 家大型、28 家中型、78 家小型房企) 财报主要指标表现如下:

**营业收入:** 24 年前三季度, 样本房企实现 12131 亿元, 同比-24.90% (24H1: 同比-20.62%), 分梯度来看, 大型、中型、小型房企同比增速分别为-13.06%、-26.71%、-38.89% (24H1: 分别同比-13.3%、-24.10%、-25.85%)。**归母净利润:** 24 年前三季度, 样本房企归母净亏损 386 亿元 (24H1: 亏损 352 亿元), 同比转负。分梯度来看, 大型、中型房企同比增速分别为-116.38%、-71.85%, 小型房企亏损扩大 45.07%。整体来看, 三季度房企营收增速表现较中期继续下滑, 利润累计亏损较中期加大, 但单季亏损幅度边际缩小。我们认为, 房企业绩继续走弱原因仍是销售整体偏弱, 叠加房价走弱, 造成结转利润及存货净值下行。10 月以来, 房企销售显著好转, 我们认为或对未来价格预期平稳及结转营收回升构成利好, 但作用效果不在当下, 近期较大折扣促销力度或使得全年房企利润端压力持续, 亏损幅度或继续加大。行业业绩见底的前提仍是价格触底企稳。**毛利率:** 24 年前三季度, 样本房企毛利率为 14.89% (24H1: 14.78%), 较去年同期下行 2.36 个百分点。分梯度来看, 大型、中型、小型房企分别为 12.82%、16.43%、16.29% (24H1 分别为: 12.87%、17.08%、14.59%), 和去年同期相比, 分别-6.01%、-0.11%、+0.25 个百分点。三季度房企毛利率较中期小幅回升, 但较去年同期下滑明显, 我们认为结转收入下滑、结转利润率下行、资产及信用减值计提增加是主要原因, 背后反映行业前期“量价齐跌”状况。考虑 Q4 通常为业绩结转及计提高峰期, 不排除 Q4 毛利率继续走弱可能, 但 24Q3 较上半年亏损幅度减小, 毛利率稳中有升或一定程度说明业绩大幅下探的空间有限。

经营: 销售回款降幅收窄, 投资及劳务支出降幅扩大

**销售商品、提供劳务收到的现金:** 24 年前三季度, 样本房企销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 33.90% (24H1: -37.14%), 分梯度来看, 大型、中型、小型房企同比增速分别为-27.33%、-37.48%、-40.76% (24H1: 分别为-31.84%、-40.84%、-40.86%)。**购买商品、接受劳务支付的现金:** 24 年前三季度, 样本房企购买商品、接受劳务支付的现金同比下降-27.22% (24H1: -22.73%), 分梯度来看, 大型、中型、小型房企同比增速分别为-21.34%、-30.08%、-34.33% (24H1: 分别为-16.85%、-27.76%、-24.48%)。**预收账款与合同负债:** 24 年前三季度, 样本房企预收账款与合同负债合计同比下降 29.95%。分梯度来看, 大型、中型、小型房企同比增速分别为-22.73%、-24.44%、-50.33%。三季度大中小型房企销售回款现金流同比降幅均有收窄, 反映行业需求下滑趋势得到一定缓解。大型房企销售回款现金、预收账款与合同负债同比降幅最小, 反映其更强的销售韧性。但各梯队房企购买商品、接受劳务支付的现金同比下行幅度较中期继续扩大, 与销售回款增速趋势相逆, 或反映销售下行对房企投资的抑制仍未缓解, 我们认为行业投资信心改善仍需时间。展望四季度, 得益于市场回暖我们预计上市房企销售回款表现或继续改善, 大型房企销售、投资端优势延续, 行业市占率继续提升。

扩张: Q3 经营性现金流改善, 筹资性现金流下滑

**经营活动现金流净额:** 24 年前三季度, 样本房企经营活动现金流净额为-155 亿元 (24H1: -535 亿元), 较 23 年同期减少 1700 亿元, 分梯度来看, 大型、中型、小型房企分别为-51、91、-196 亿元 (24H1: 分别为-198、-60、-278 亿元), 较 23 年同期分别减少-437、-795、-468 亿元。**筹资活动现金流净额:** 24 年前三季度, 样本房企筹资活动现金流净额为-1283 亿元 (24H1: -374 亿元, 较 23 年同期增加 944 亿元, 分梯度来看, 大型、中型、小型房企分别为-498、-422、-363 亿元 (24H1: -30、-102、-242 亿元), 较 23 年同期分别增加 474、257、213 亿元。样本房企现经营性现金流净额继上半年首度转负后, 三季度净流出幅度有所缩减, 反映行业 Q3 现金流状况边际改善。样本房企筹资活动现金流净额较 24 年中期大幅扩大, 反映行业融资端压力仍存, 但较 23 年同期修复幅度同样较大, 反映房企获益于融资政策支持, 通过增量借款对冲经营性现金流快速收缩的压力, 其中大型房企筹资净额增加规模最大, 或反映其融资端受益空间更大。

**投资建议:** 政治局会议表态“促进房地产行业止跌企稳”, 基本面拐点或将近, 增量政策预期持续。交易端, 市场“底部共识”增强, “短线政策博弈+中长期估值修复”逻辑更加顺畅, 未来顺周期地产股弹性空间同样较大。标的方面, 建议关注 1) 未出险优质非房企: 龙湖集团、金地集团、新城控股、万科 A、绿城中国、滨江集团等。2) 地方国企: 越秀地产、城建发展、建发国际集团等。3) 龙头央企: 中国海外发展、招商蛇口、保利发展、华润置地等; 4) 优质物管: 中海物业、保利物业、华润万象生活、万物云、招商积余; 5) 租赁企业: 贝壳。

**风险提示:** 行业信用风险蔓延; 行业销售下行超预期; 因城施策力度不及预期

## 内容目录

1. 盈利：亏损扩大，短期业绩压力延续.....	3
2. 经营：销售回款降幅收窄，投资及劳务支出降幅扩大.....	5
3. 扩张：Q3 经营性现金流改善，筹资性现金流下滑.....	6
4. 投资建议.....	8
5. 风险提示.....	8

## 图表目录

图 1：样本房企 24 年前三季度营收同比.....	3
图 2：样本房企 24 年前三季度营收同比-分梯度.....	3
图 3：样本房企 24 年前三季度归母净利润同比.....	3
图 4：样本房企 24 年前三季度归母净利润同比-分梯度.....	3
图 5：样本房企 24 年前三季度毛利率.....	4
图 6：样本房企 24 年前三季度毛利率-分梯度.....	4
图 7：样本房企 24 年前三季度归母净利率.....	4
图 8：样本房企 24 年前三季度归母净利率-分梯度.....	4
图 9：样本房企 24 年前三季度加权 ROE.....	4
图 10：样本房企 24 年前三季度加权 ROE -分梯度.....	4
图 11：样本房企 24 年前三季度销售商品、提供劳务收到的现金同比.....	5
图 12：样本房企 24 年前三季度销售商品、提供劳务收到的现金同比-分梯度.....	5
图 13：样本房企 24 年前三季度购买商品、接受劳务支付的现金同比.....	5
图 14：样本房企 24 年前三季度购买商品、接受劳务支付的现金同比-分梯度.....	5
图 15：样本房企 24 年前三季度预收账款及合同负债同比.....	6
图 16：样本房企 24 年前三季度预收账款及合同负债同比-分梯度.....	6
图 17：样本房企 24 年前三季度经营性现金流净额.....	7
图 18：样本房企 24 年前三季度经营性现金流净额-分梯度.....	7
图 19：样本房企 24 年前三季度筹资活动现金流净额.....	7
图 20：样本房企 24 年前三季度筹资活动现金流净额-分梯度.....	7
图 21：样本房企 24 年前三季度有息负债同比.....	7
图 22：样本房企 24 年前三季度有息负债同比-分梯度.....	7
表 1：A 股重点标的估值与盈利预测.....	8
表 2：H 股重点标的估值与盈利预测.....	8

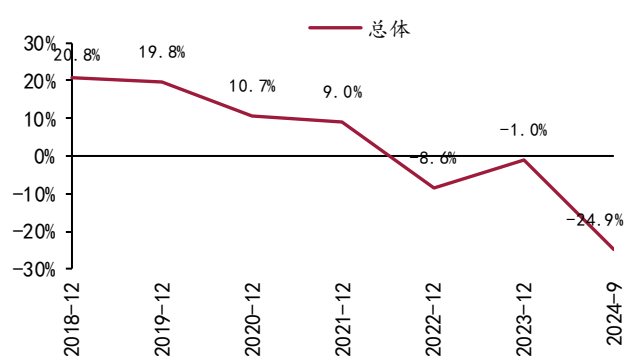
## 1. 盈利：亏损扩大，短期业绩压力延续

24 年前三季度，样本房企（样本选取 113 家 A 股上市房企，其中 7 家大型、28 家中型，78 家小型房企）财报主要指标表现如下：

**营业收入：**24 年前三季度，样本房企实现 12131 亿元，同比-24.90%（24H1：同比-20.62%），分梯度来看，大型、中型、小型房企同比增速分别为-13.06%、-26.71%、-38.89%（24H1：分别同比-13.3%、-24.10%、-25.85%）。**归母净利润：**24 年前三季度，样本房企归母净亏损 386 亿元（24H1：亏损 352 亿元），同比转负。分梯度来看，大型、中型房企同比增速分别为-116.38%、-71.85%，小型房企亏损扩大 45.07%。

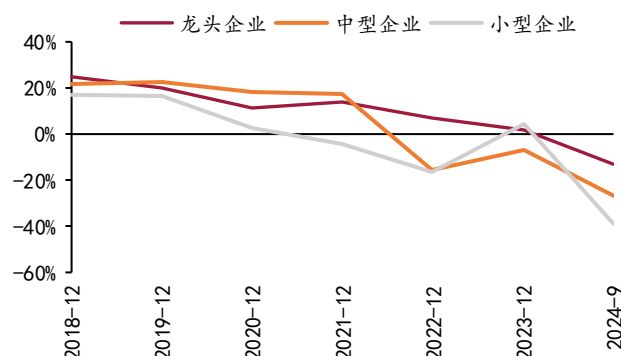
整体来看，三季度房企营收增速表现较中期继续下滑，利润累计亏损较中期加大，但单季亏损幅度边际缩小。我们认为，房企业绩继续走弱原因仍是销售整体偏弱，叠加房价走弱，造成结转利润及存货净值下行。10 月以来，房企销售显著好转，我们认为或对来年年价格预期平稳及结转营收回升构成利好，但作用效果不在当下，近期较大折扣促销力度或使得全年房企利润端压力持续，亏损幅度或继续加大。行业性业绩底的前提仍是价格触底企稳。

图 1：样本房企 24 年前三季度营收同比



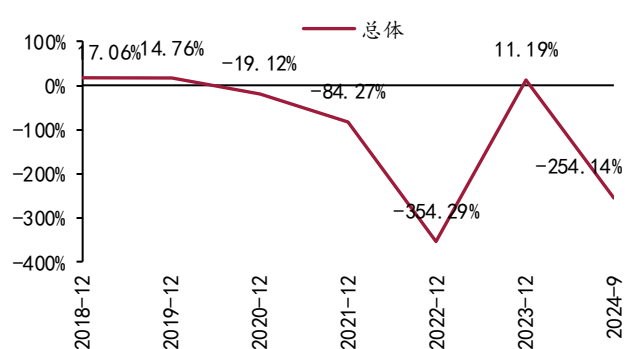
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：样本房企 24 年前三季度营收同比分梯度



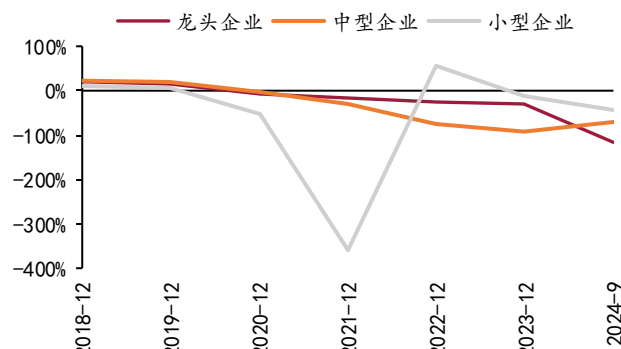
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：样本房企 24 年前三季度归母净利润同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：样本房企 24 年前三季度归母净利润同比分梯度



资料来源：Wind，天风证券研究所

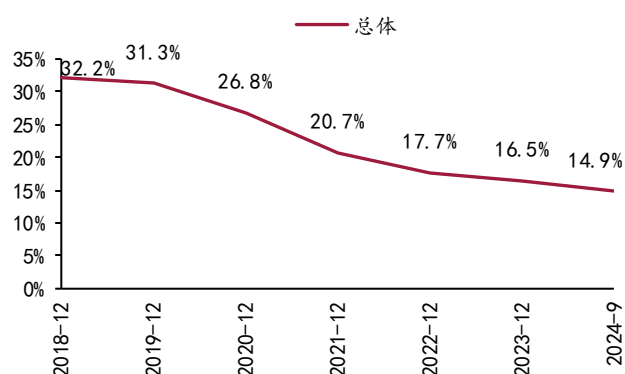
**毛利率：**24 年前三季度，样本房企毛利率为 14.89% (24H1: 14.78%)，较去年同期下行 2.36 个百分点。分梯度来看，大型、中型、小型房企分别为 12.82%、16.43%、16.29% (24H1 分别为：12.87%、17.08%、14.59%)，和去年同期相比，分别-6.01、-0.11、+0.25 个百分点。

**净利率：**24 年前三季度，样本房企归母净利率为-3.18% (24H1: -3.18%)，较去年同期下行 4.74 个百分点。分梯度来看，大型、中型、小型房企分别为-1.08%、1.12%、-15.00%(24H1: 0.08%、1.11%、-17.75%)，和去年同期相比，分别-6.80、-1.80、-8.68 个百分点。

**加权 ROE：**24 年前三季度，样本房企加权 ROE 为-2.51% (24H1: -2.28%)，较上年末上升 2.87 个百分点，分梯度来看，大型、中型、小型房企分别为-0.88%、0.82%、-12.62%。

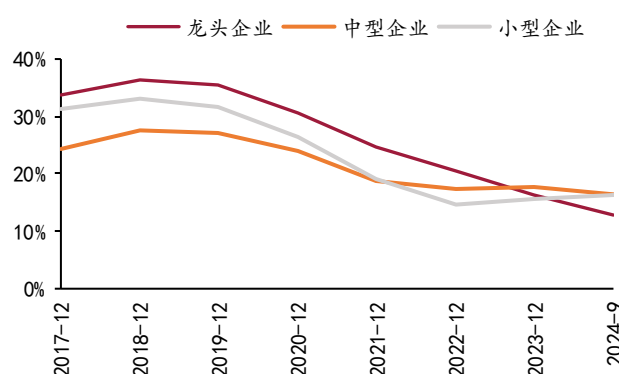
三季度房企毛利率较中期小幅回升，但较去年同期下滑明显，我们认为结转收入下滑、结转利润率下行、资产及信用减值计提增加是主要原因，背后反映行业前期“量价齐跌”状况。大型房企毛利率下滑较多，或主要因其为维持市场份额，采取“以价换量”方式，影响结转利润率，同时此前 22 年前地价较高或同样仍有拖累。考虑 Q4 通常为业绩结转及计提高峰期，不排除 Q4 毛利率继续走弱可能，但 24Q3 较上半年亏损幅度减小，毛利率稳中有升或一定程度说明业绩大幅下探的空间有限。

图 5：样本房企 24 年前三季度毛利率



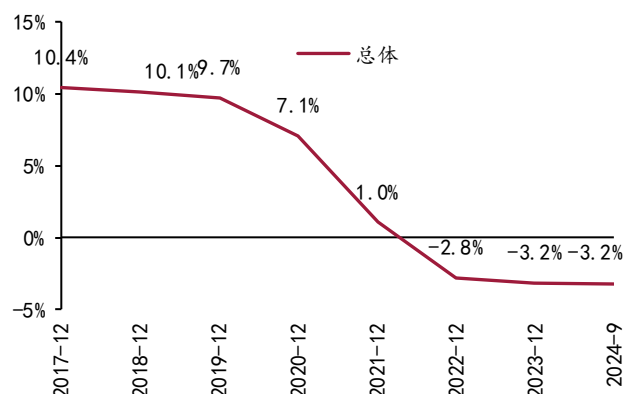
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：样本房企 24 年前三季度毛利率-分梯度



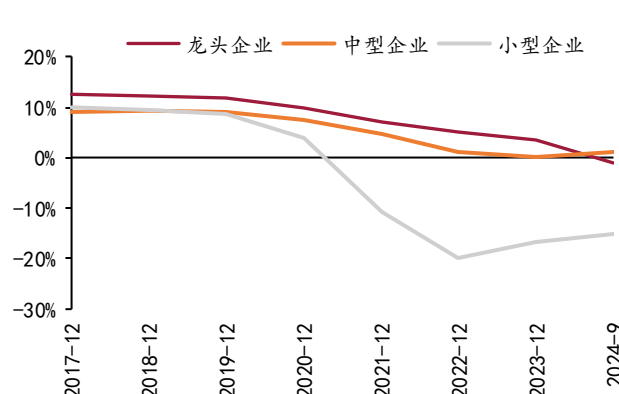
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：样本房企 24 年前三季度归母净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

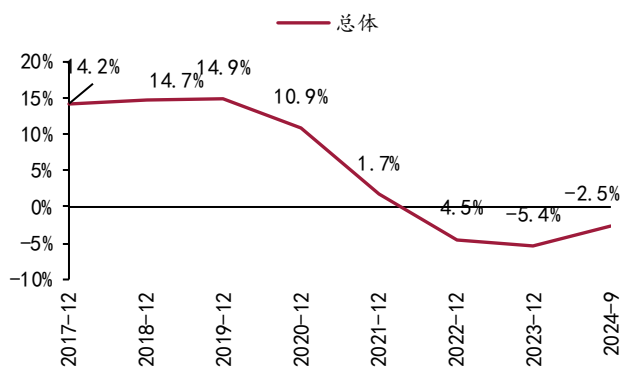
图 8：样本房企 24 年前三季度归母净利率-分梯度



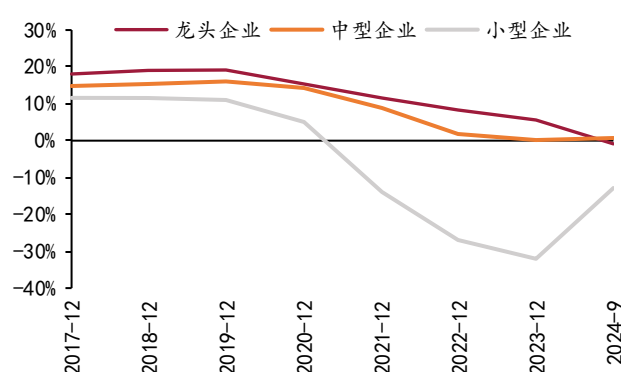
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：样本房企 24 年前三季度加权 ROE

图 10：样本房企 24 年前三季度加权 ROE-分梯度



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2. 经营：销售回款降幅收窄，投资及劳务支出降幅扩大

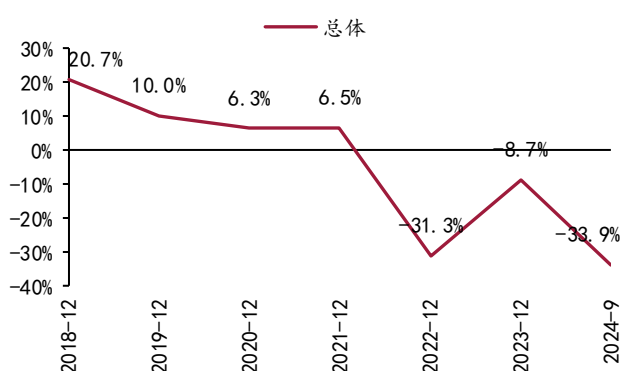
**销售商品、提供劳务收到的现金：**24 年前三季度，样本房企销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 33.90% (24H1: -37.14%)，分梯度来看，大型、中型、小型房企同比增速分别为 -27.33%、-37.48%、-40.76% (24H1: 分别为 -31.84%、-40.84%、-40.86%)。

**购买商品、接受劳务支付的现金：**24 年前三季度，样本房企购买商品、接受劳务支付的现金同比下降 27.22% (24H1: -22.73%)，分梯度来看，大型、中型、小型房企同比增速分别为 -21.34%、-30.08%、-34.33% (24H1: 分别为 -16.85%、-27.76%、-24.48%)。

**预收账款与合同负债：**24 年前三季度，样本房企预收账款与合同负债合计同比下降 29.95%。分梯度来看，大型、中型、小型房企同比增速分别为 -22.73%、-24.44%、-50.33%。

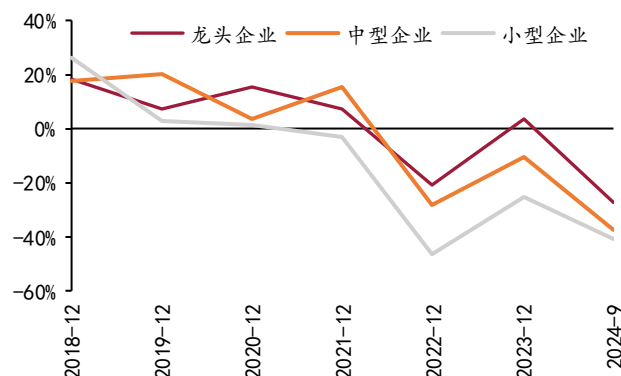
三季度大中小型房企销售回款现金流同比降幅均有收窄，反映行业需求下滑趋势得到一定缓解。大型房企销售回收现金、预收账款与合同负债同比降幅最小，反映其更强的销售韧性。但各梯队房企购买商品、接受劳务支付的现金同比下行幅度较中期继续扩大，与销售回款增速趋势相逆，或反映销售下行对房企投资的抑制仍未缓解，我们认为行业投资信心改善仍需时间。展望四季度，得益于市场回暖我们预计上市房企销售回款表现或继续改善，大型房企销售、投资端优势延续，行业市占率继续提升。

图 11: 样本房企 24 年前三季度销售商品、提供劳务收到的现金同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

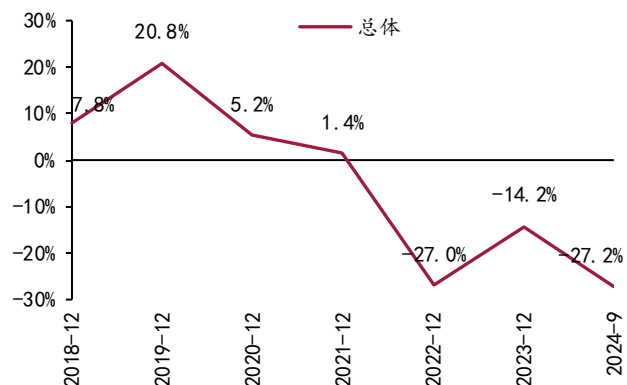
图 12: 样本房企 24 年前三季度销售商品、提供劳务收到的现金同比-分梯度



资料来源: Wind, 天风证券研究所

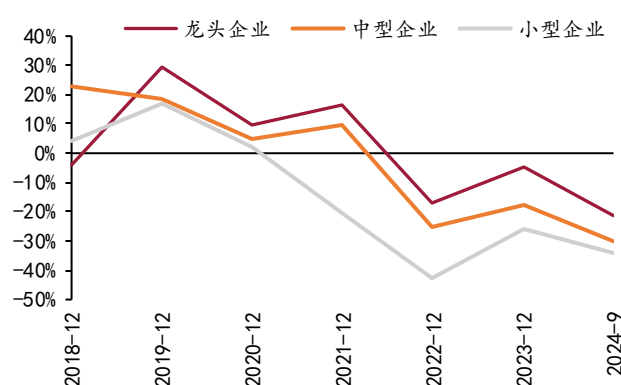
图 13: 样本房企 24 年前三季度购买商品、接受劳务支付的现金同比

图 14: 样本房企 24 年前三季度购买商品、接受劳务支付的现金同比-分梯度



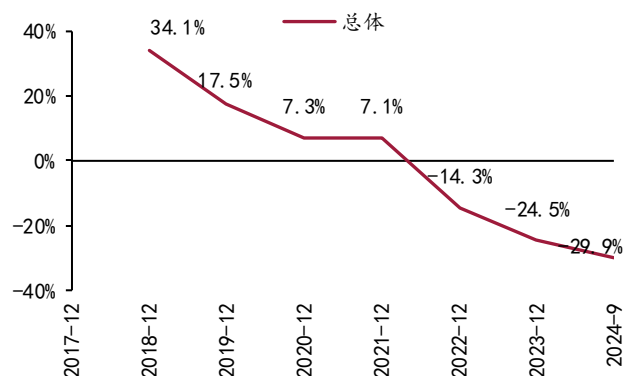
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 样本房企 24 年前三季度预收账款及合同负债同比

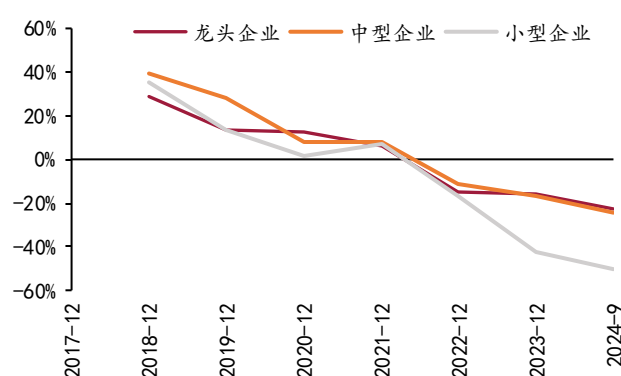


资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 样本房企 24 年前三季度预收账款及合同负债同比-分梯度



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

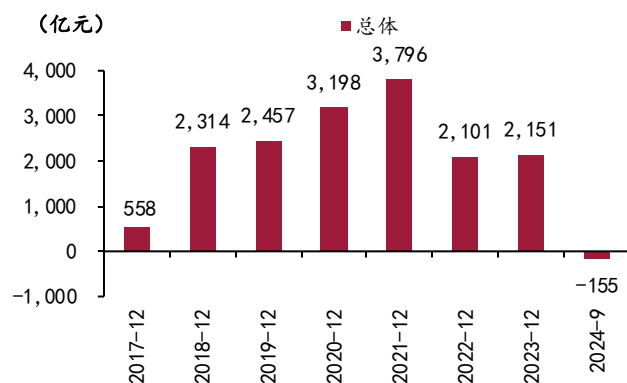
### 3. 扩张: Q3 经营性现金流改善, 筹资性现金流下滑

**经营活动现金流净额:** 24 年前三季度, 样本房企经营活动现金流净额为-155 亿元( 24H1: -535 亿元), 较 23 年同期减少 1700 亿元, 分梯度来看, 大型、中型、小型房企分别为-51、91、-196 亿元( 24H1: 分别为-198、-60、-278 亿元), 较 23 年同期分别减少-437、-795、-468 亿元。

**筹资活动现金流净额:** 24 年前三季度, 样本房企筹资活动现金流净额为-1283 亿元( 24H1: -374 亿元, 较 23 年同期增加 944 亿元, 分梯度来看, 大型、中型、小型房企分别为-498、-422、-363 亿元( 24H1: -30、-102、-242 亿元), 较 23 年同期分别增加 474、257、213 亿元。

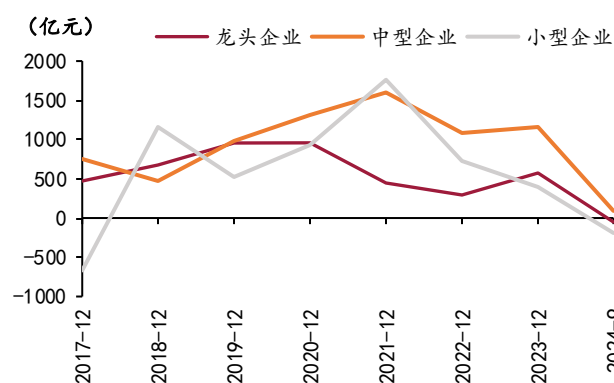
样本房企现经营性现金流净额继上半年首度转负后, 三季度净流出幅度有所缩减, 反映行业 Q3 现金流状况边际改善。样本房企筹资活动现金流净额较 24 年中期大幅扩大, 反映行业融资端压力仍存, 但较 23 年同期修复幅度同样较大, 反映房企获益于融资政策支持, 通过增量借款对冲经营性现金流快速收缩的压力, 其中大型房企筹资净额增加规模最多, 或反映其融资端受益空间更大。

图 17：样本房企 24 年前三季度经营性现金流净额



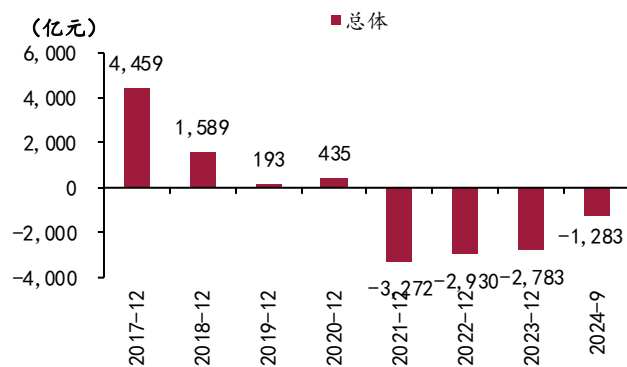
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：样本房企 24 年前三季度经营性现金流净额-分梯度



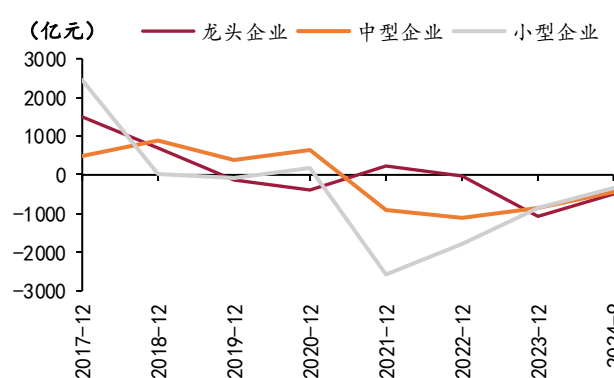
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：样本房企 24 年前三季度筹资活动现金流净额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：样本房企 24 年前三季度筹资活动现金流净额-分梯度

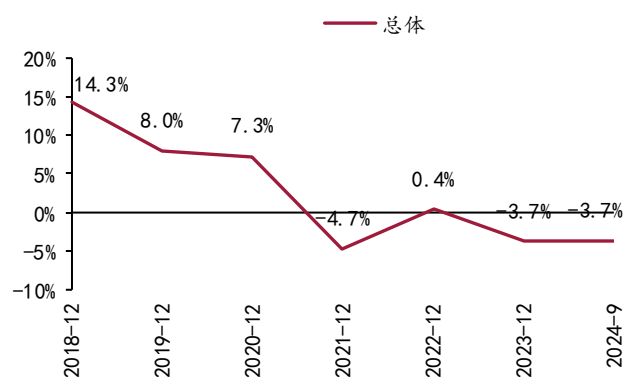


资料来源：Wind，天风证券研究所

**有息负债：**24 年前三季度，样本房企有息负债同比下降 3.70% (24H1：-2.34%)，分梯度来看，大型、中型、小型房企同比增速分别为 2.18%、-2.48%、-9.78% (24H1：分别为 3.81%、-3.59%、-5.97%)。

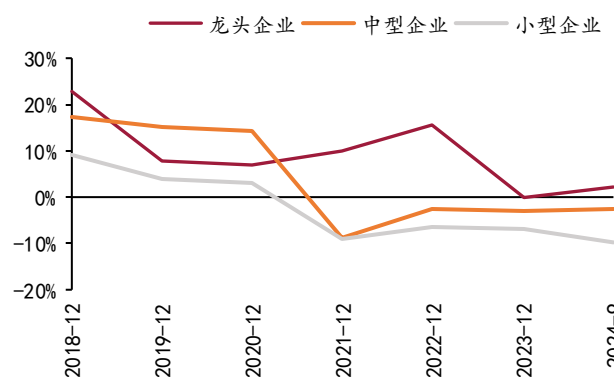
三季度行业整体有息负债规模收缩幅度扩大，去杠杆趋势明显。我们认为缩债和去库存短期或仍是多数房企主要策略，未来整体债务端仍具下行空间，大型房企具备相对逆周期加杠杆能力，下滑幅度预计将继续小于其他梯度房企。

图 21：样本房企 24 年前三季度有息负债同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：样本房企 24 年前三季度有息负债同比-分梯度



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 投资建议

政治局会议表态“促进房地产行业止跌企稳”，基本面拐点或将近，增量政策预期持续。交易端，市场“底部共识”增强，“短线政策博弈+中长期估值修复”逻辑更加顺畅，未来顺周期地产弹性空间同样较大。配置方向上，我们建议优先考虑①非国央企受益于化债、政策纾困、需求改善等多重逻辑下的困境反转；②具备投资及改善产品优势的龙头房企独有的周期韧性；③区域型企业其城市基本面分化及市占率提升逻辑；④二手中介受益于存量交易景气度提升。其中，低估值优质非国企及地方型企业受益于融资、收储等政策的弹性空间或更大。

标的方面，建议关注 1) 未出险优质非国央企：龙湖集团、金地集团、新城控股、万科 A、绿城中国、滨江集团等。2) 地方国企：越秀地产、城建发展、建发国际集团等。3) 龙头央企：中国海外发展、招商蛇口、保利发展、华润置地等；4) 优质物管：中海物业、保利物业、华润万象生活、万物云、招商积余；5) 租赁企业：贝壳。

表 1：A 股重点标的估值与盈利预测

股票代码	公司名称	最新日报价 (元)	最新日市值 (亿元)	月初至今 涨跌幅	年初至今 涨跌幅	EPS (元)				PE (TTM)					归母净利润增速			
						2021A	2022A	2023A	2024E	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2021A	2022A	2023A	2024E
<b>A 股</b>																		
000002.SZ	万科A	9.50	1,133	2.4%	-9.2%	1.9	1.9	1.0	-0.9	8.2	6.0	9.2	9.3	-11.1	-45.7%	0.4%	-46.2%	-183.8%
600048.SH	保利发展	11.34	1,357	5.0%	20.3%	2.3	1.5	1.0	1.0	6.7	6.4	6.7	11.2	11.7	-5.4%	-33.0%	-34.2%	-3.9%
001979.SZ	招商蛇口	12.40	1,124	9.8%	34.7%	1.1	0.5	0.7	0.7	8.0	6.4	14.0	17.8	18.8	-15.3%	-58.9%	48.2%	-5.6%
601155.SH	新城控股	15.70	354	8.0%	37.6%	5.6	0.6	0.3	0.5	5.8	4.0	4.6	48.0	31.8	-17.4%	-88.9%	-47.1%	50.9%
600383.SH	金地集团	6.30	284	2.9%	45.3%	2.1	1.4	0.2	-0.7	6.3	6.7	4.9	32.0	-9.0	-9.5%	-35.1%	-85.5%	-454.5%
600325.SH	华发股份	7.07	195	1.4%	3.8%	1.2	0.9	0.7	0.6	4.7	4.0	5.9	10.6	11.2	10.1%	-19.3%	-28.7%	-5.7%
002244.SZ	滨江集团	10.67	332	7.7%	48.4%	1.0	1.2	0.8	0.9	8.6	5.2	7.3	13.1	12.0	30.1%	23.6%	-32.4%	9.1%
001914.SZ	招商积余	11.80	125	2.1%	0.6%	0.5	0.6	0.7	0.8	48.0	43.8	27.0	17.0	15.4	17.9%	15.7%	24.0%	10.2%
600266.SH	城建发展	6.77	141	4.3%	43.5%	0.3	-0.4	0.3	0.5	10.1	10.8	-15.0	25.1	14.2	-48.0%	-244.4%	-160.3%	77.1%

盈利预测结果为 Wind 一致预期，数据统计时间截止 2024 年 11 月 6 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：H 股重点标的估值与盈利预测

股票代码	公司名称	最新日报价 (港元)	最新日市值 (亿港元)	月初至今 涨跌幅	年初至今 涨跌幅	EPS (港元)				PE (TTM)					归母净利润增速			
						2021A	2022A	2023A	2024E	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2021A	2022A	2023A	2024E
<b>H 股</b>																		
0688.HK	中国海外发展	15.56	1,703	4.7%	20.0%	4.5	2.4	2.6	2.4	4.1	3.8	5.3	6.0	6.9	11.9%	-46.9%	8.3%	-6.6%
0960.HK	龙湖集团	13.40	923	6.2%	9.7%	4.9	4.5	2.3	1.8	13.7	8.8	5.5	5.9	7.9	68.1%	-7.1%	-49.9%	-20.7%
1109.HK	华润置地	26.60	1,897	2.9%	0.8%	0.0	0.0	4.9	4.4	7.6	6.2	7.3	5.5	6.2	-	-	-	-8.9%
0123.HK	越秀地产	6.61	266	2.8%	10.3%	1.4	1.4	0.9	0.9	6.1	3.9	8.4	7.0	8.6	34.3%	0.8%	-34.0%	-8.3%
1908.HK	建发国际集团	15.24	307	3.7%	-1.2%	3.1	2.9	2.6	2.6	8.2	7.6	9.2	5.9	7.2	169.9%	-6.3%	-10.5%	0.5%
3900.HK	绿城中国	10.32	261	0.0%	38.9%	1.6	1.1	1.3	1.4	21.9	9.3	7.8	7.7	9.1	6.0%	-28.2%	17.9%	1.9%
9979.HK	绿城管理控股	3.47	70	-0.6%	-28.1%	0.4	0.4	0.5	0.6	19.7	15.1	15.7	6.4	6.4	62.3%	19.9%	27.1%	8.2%
6049.HK	保利物业	33.60	186	4.2%	20.7%	1.9	2.3	2.8	3.1	53.6	36.9	22.2	12.1	11.6	53.7%	20.2%	23.1%	10.3%

盈利预测结果为 Wind 一致预期，数据统计时间截止 2024 年 11 月 6 日，EPS 汇率采用历史汇率。

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) 行业信用风险蔓延，影响整个地产行业的再融资、销售和竣工预期；
- 2) 行业销售下行超预期，带动行业开发投资、新开工、拿地、施工等指标快速下行；
- 3) 因城施策力度不及预期。



## 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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com