

房价 2025 年会止跌回稳吗？

证券研究报告

2025 年 01 月 17 日

2025 年度策略核心聚焦之房地产

摘要：2024 年，中央层面对房地产的政策重心经历了防风险→稳市场→稳房价三大阶段，地方层面优化限贷、调整公积金和购房补贴为主要手段。政策刺激带动销售回暖，24 年 10 月以来销售显著回暖。后续回暖持续性需要收入信心的恢复和房价预期的稳定。房价是 2025 年核心观察指标，当前一线城市住宅租金回报率-10 年期国债收益率差值持续上升，差值已处于 2010 年以来历史高位，“利率底”出现，房地产库存去化周期仍处高位，有待组合拳去库存，逐步推动房价止跌回稳。

2024 房地产政策脉络重心：防风险→稳市场→稳房价

2024 年，中央层面对房地产的政策重心经历了防风险→稳市场→稳房价三大阶段，对房地产政策定调更加积极。地方政策方面，2024 年以来各地出台约 800 条政策，优化限贷、调整公积金和购房补贴为主要政策举措。节奏上 5 月和 9 月因城施策出台频次明显增加，尤其是 24 年 5 月以来，优化限贷政策频次显著增加，降低居民购房门槛，更好满足居民购房刚需释放。

销售：销售降幅整体逐月收窄，持续性需收入信心恢复和房价预期稳定

2024 年商品房销售降幅整体呈逐月收窄趋势，尤其是 24 年 10 月以来，销售显著回暖。展望后续，收入预期和房价下跌预期是影响购房者入市的主要因素，销售回暖的持续性需要收入信心的恢复和房价预期的稳定。

经营：竣工交房和开工投资低迷，库存去化周期仍处高位

销售已显示筑底回暖趋势，但竣工交房和开工投资仍显低迷，库存去化周期仍处高位和资金回笼周期拉长或使开发商投资倾向保持谨慎。24 年施工面积已降至峰值（2021 年末）的 75%，新开工大幅萎缩，24 年新开工约 7.4 亿平，仅为 19 年峰值的 3 成左右，24 年竣工 7.4 亿平，较均值（19-23 年）下降 22%，24 年竣工开始大幅下行。从 24 年累计同比增速来看，销售面积>新开工面积>竣工面积，销售已筑底回暖，但竣工交房和开工投资仍显低迷。新开工面积大幅萎缩，施工面积降幅呈扩大趋势，显示出开发商投资态度偏谨慎。同时，销售端现房销售比例持续攀升，由 20 年 13%升至 24 年 11 月的 30%。现房销售比例攀升或导致开发商资金回笼周期拉长。库存方面，2011-2022 年短期去化周期约 4.4 个月，当前短期去化周期约为均值的 2 倍；当前长期库存绝对水平已低于 2011-2022 年均值，但去化周期为 44 个月，约为 2011-2022 均值的 1.4 倍。库存去化周期仍处高位和资金回笼周期拉长或使开发商投资倾向持续谨慎。

房价：“利率底”出现，有待组合拳去库存，逐步推动房价止跌回稳

24 年 10 月以来，新房和二手房价格环比降幅开始收窄。分能级来看，24 年 10 月开始一线城市新房价格同比降幅开始收窄，11 月开始二三线城市新房价格同比降幅开始收窄。历史数据显示，一线城市住宅租金回报率-10 年期国债收益率差值与住宅价格走势呈较强负相关关系，当前一线城市住宅租金回报率-10 年期国债收益率差值持续上升，差值已处于 2010 年以来历史高位，“利率底”出现，房地产库存去化周期仍处高位，有待组合拳去库存，逐步推动房价止跌回稳。

风险提示：宏观经济波动的不确定性；房地产政策的持续性和实施效果存在不确定性；居民收入信心及购房意愿恢复不及预期；开发商债务违约风险。

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

肖峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040003
xiaofeng@tfzq.com

相关报告

- 《投资策略：行业比较周报-2025 年度主线的三种可能性》2025-01-16
- 《投资策略：政策与大类资产配置周观察-特朗普“百日新政”将临》2025-01-14
- 《投资策略：投资策略-继续冬藏》2025-01-12

内容目录

1. 2024 房地产政策脉络重心：防风险→稳市场→稳房价	4
2. 销售：销售降幅整体逐月收窄，持续性需收入信心恢复和房价预期稳定	7
3. 经营：竣工交房和开工投资低迷，库存去化周期仍处高位	9
4. 土地：土地成交降幅收窄，住宅用地降幅更显著，土地成交热度或维持低位	11
5. 房价：“利率底”出现，有待组合拳去库存，逐步推动房价止跌回稳	13
6. 风险提示	15

图表目录

图 1：2024 房地产政策脉络重心：防风险→稳市场→稳房价	5
图 2：2024 年 5 月和 9 月因城施策出台频次明显增加	6
图 3：因城施策方面，优化限贷、调整公积金和购房补贴为主要政策举措，尤其是 24 年 5 月以来，优化限贷政策频次显著增加	6
图 4：24 年商品房销售面积降幅整体呈逐月收窄趋势	7
图 5：24 年商品房销售额降幅整体呈逐月收窄趋势	7
图 6：24 年 10 月以来，商品房销售显著回暖	7
图 7：30 大中城市销售套数高频跟踪	7
图 8：居民去杠杆放缓，商品房销售回暖	8
图 9：收入预期和房价下跌预期是影响购房者入市的主要因素	8
图 10：销售回暖的持续性需要收入信心的恢复	8
图 11：销售回暖的持续性需要房价预期的稳定	8
图 12：24 年施工面积已降至峰值（2021 年末）的 75%	9
图 13：新开工大幅萎缩，24 年新开工 7.4 亿平，仅为 19 年峰值的 3 成左右	9
图 14：19-23 年均竣工 9.5 亿平，24 年竣工 7.4 亿平，较均值下降 22%，24 年竣工开始大幅下行	9
图 15：现房销售比例持续攀升，开发商资金回笼周期拉长，开发商投资倾向或更谨慎	9
图 16：2011-2022 年短期去化周期约 4.4 个月，当前短期去化周期约为均值的 2 倍	10
图 17：当前长期库存绝对水平已低于 2011-2022 年均值，但去化周期为 44 个月，约为 2011-2022 均值的 1.4 倍	10
图 18：当前累计同比增速，销售面积>新开工面积>竣工面积，销售已筑底回暖，但竣工交房和开工投资仍显低迷	10
图 19：24 年成交土地楼面均价同比+12.7%，较近五年峰值-19.9%	11
图 20：24 年住宅类成交土地楼面均价同比-20.6%，较近五年峰值-20.6%	11
图 21：24 年成交土地建面同比-6.4%，降幅收窄 14PCT，较近 5 年峰值-32.6%	11
图 22：24 年住宅类成交建面同比-13.3%，降幅收窄 13PCT，较近 5 年峰值-63.8%	11
图 23：24 年成交土地总价同比-14.4%，降幅收窄 4.5PCT，较近 5 年峰值-47.1%	12
图 24：24 年一线/二线/三线城市成交土地总价同比-4.6%、-27.3%和-5.5%，较近 5 年峰值同比-45.9%、-59.8%和-43.9%	12
图 25：24 年成交住宅类土地总价同比-20.4%，降幅扩大 0.7PCT，较近 5 年峰值-55.2%	12
图 26：24 年一线/二线/三线城市成交住宅类土地总价同比-20.6%、-31.4%和-8.2%，较近 5 年峰值同比-45.6%、-63.8%和-54.4%	12

图 27: 成交土地溢价率维持低位	12
图 28: 成交土地流拍率继续降低	12
图 29: 截至 24 年 12 月, 新房价格指数较峰值下降 9.7%, 回到约 19 年 5 月水平, 二手房价格较峰值下降 16.4%, 回到约 17 年 4 月水平	13
图 30: 分能级来看, 24 年 10 月开始一线城市新房价格同比降幅开始收窄, 11 月开始二三线城市新房价格同比降幅开始收窄	13
图 31: 24 年 10 月以来, 新房和二手房价格环比降幅开始收窄	13
图 32: 2015 年 6 月新建住宅上涨城市数量由底部开始增加, 9 个月后超半数城市上涨, 2024 年 10 月新建住宅上涨城市数量从底部开始增加	14
图 33: 历史数据显示, 一线城市住宅租金回报率-10 年期国债收益率差值与住宅价格走势呈较强负相关关系, 当前差值处于 2010 年以来历史高位, “利率底”出现, 房地产库存去化周期仍处高位, 有待组合拳去库存, 逐步推动房价止跌回稳	14
图 34: 一线城市住宅租金回报率与 10 年期国债收益率差值持续收窄, 差值已处于 2010 年以来最高值, “利率底”出现, 房地产库存去化周期仍处高位, 有待组合拳去库存, 逐步推动房价止跌回稳	15

1. 2024 房地产政策脉络重心：防风险→稳市场→稳房价

2024 房地产政策脉络重心：防风险→稳市场→稳房价。2024 年，中央层面面对房地产的政策重心经历了防风险→稳市场→稳房价三大阶段，对房地产政策定调更加积极。

24 年 1-4 月，房地产政策定调核心为“防风险”。中央层面，24 年 3 月，2024 年政府工作报告提出对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，国常会提出推动城市房地产融资协调机制落地见效；4 月政治局会议提出持续防范化解重点领域风险，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任。**部委层面**，1 月住房和城乡建设部、金融监管总局《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》提出精准支持房地产项目合理融资需求，后续住建部召开城市房地产融资协调机制部署会；2 月央行《2023 年四季度中国货币政策执行报告》中强调积极稳妥防范化解金融风险的重要性；3 月发改委提出加强重大经济金融风险防控，牢牢守住不发生系统性风险的底线，加强在建项目预售资金监管。

24 年 5-8 月，房地产政策定调核心为“稳市场”。中央层面，24 年 6 月，国务院常务会议指出要充分认识到房地产市场供求关系的新变化，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施；7 月中央政治局会议强调要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合。**部委层面**，5 月各部委密集出台稳市场政策，央行推出四项政策措施，包括设立 3000 亿元保障性住房再贷款、降低房贷首付比例、取消房贷利率政策下限、下调公积金贷款利率，住建部提出打好商品房项目保交房攻坚战，自然资源部提出支持地方以合理价格收回、收购闲置存量住宅用地，金融监管总局提出对于不同所有制房企的“白名单”项目一视同仁，应贷尽贷；6 月住建部表示有效开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作；7 月金融监管总局强调，要坚持因城施策，以城市为主体、以项目为中心，分门别类采取有效措施，全力推进在建已售难交付商品房项目处置。

24 年 9-12 月，房地产政策定调核心为“稳房价”。中央层面，24 年 9 月，中央政治局会议强调要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量；12 月中央政治局会议强调，实施更加积极有为的宏观政策，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，推动经济持续回升向好，中央经济工作会议指出持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房。**部委层面**，9 月央行提出降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例；10 月，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行等多家银行发布公告，10 月 25 日起，将对存量个人房贷利率进行批量调整，住建部、财政部、自然资源部、中国人民银行、国家金融监督管理总局介绍，指导各地迅速行动，打出一套组合拳（四个取消、四个降低、两个增加），推动市场止跌回稳；11 月，财政部、税务总局、住建部发布《公告》，明确加大住房交易环节契税优惠力度，积极支持居民刚性和改善性住房需求；降低土地增值税预征率下限，缓解房地产企业财务困难；12 月，全国住房城乡建设工作会议指出，2025 年要持续用力推动房地产市场止跌回稳，推动构建房地产发展新模式，大力实施城市更新，打造“中国建造”升级版和建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子。

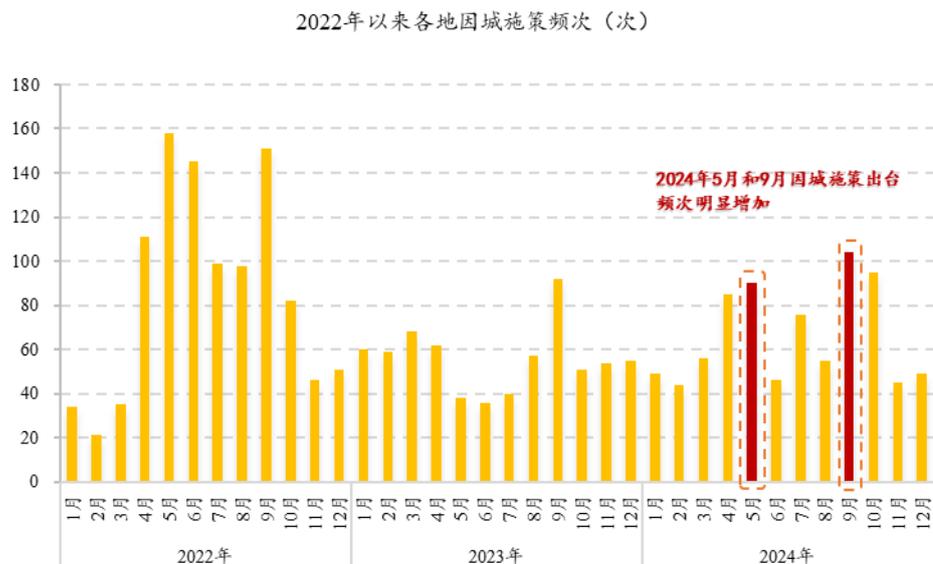
地方政策方面，优化限贷、调整公积金和购房补贴为主要政策举措，支持房地产平稳健康发展。2024 年以来各地出台约 800 条政策，节奏上 5 月和 9 月因城施策出台频次明显增加，措施主要为优化限贷、调整公积金和购房补贴。尤其是 24 年 5 月以来，优化限贷政策频次显著增加，降低了居民购房门槛，更好满足居民购房刚需的释放。

图 1：2024 房地产政策脉络重心：防风险—稳市场—稳房价



资料来源：中国政府网，央行官网，住建部官网，发改委官网等，天风证券研究所

图 2：2024 年 5 月和 9 月因城施策出台频次明显增加



资料来源：中指研究院公众号，天风证券研究所

图 3：因城施策方面，优化限贷、调整公积金和购房补贴为主要政策举措，尤其是 24 年 5 月以来，优化限贷政策频次显著增加



资料来源：中指研究院公众号，天风证券研究所

2. 销售：销售降幅整体逐月收窄，持续性需收入信心恢复和房价预期稳定

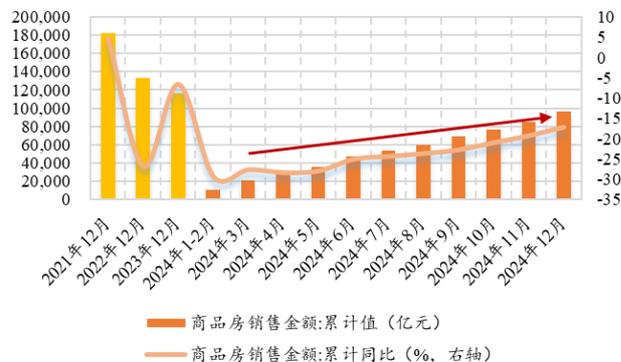
2024年商品房销售降幅整体呈逐月收窄趋势，尤其是24年10月以来，销售显著回暖。展望后续，收入预期和房价下跌预期是影响购房者入市的主要因素，销售回暖的持续性需要收入信心的恢复和房价预期的稳定。2024年1-12月，商品房销售面积累计同比下降12.9%，销售额累计同比下降17.1%，降幅虽较23年末有所扩大，但降幅整体呈逐月收窄趋势。尤其是10月以来，商品房销售降幅显著收窄，根据30城商品房销售数据，24年10月单月销售套数降幅为-4.1%，较9月大幅收窄29.0PCT，11月和12月单月增长20.4%和17.7%，恢复至正增长。从居民端来看，24年9月居民去杠杆放缓，商品房销售回暖。根据中指调查数据显示，当下收入预期和房价下跌预期是影响购房者入市的主要因素，销售回暖的持续性需要收入信心的恢复和房价预期的稳定。

图 4：24 年商品房销售面积降幅整体呈逐月收窄趋势



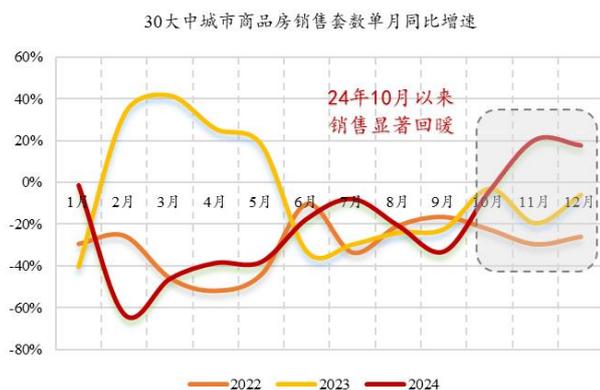
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：24 年商品房销售额降幅整体呈逐月收窄趋势



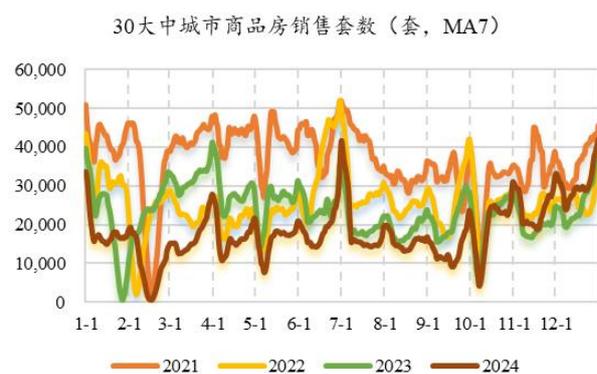
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：24 年 10 月以来，商品房销售显著回暖



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：30 大中城市销售套数高频跟踪



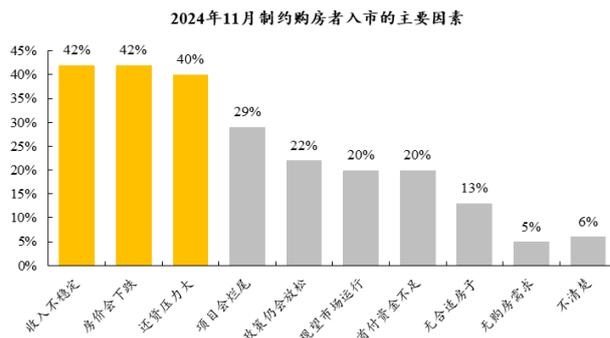
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：居民去杠杆放缓，商品房销售回暖



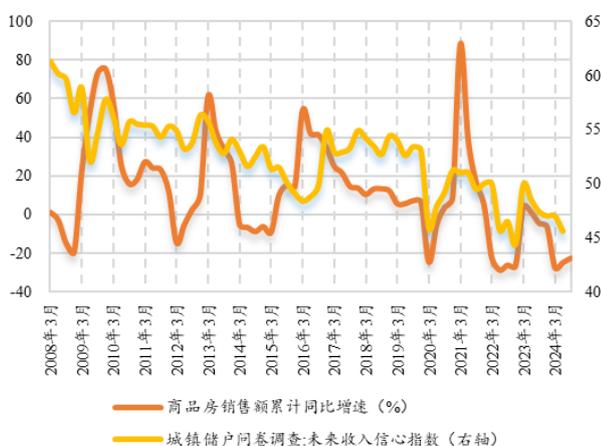
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：收入预期和房价下跌预期是影响购房者入市的主要因素



资料来源：中指调查，天风证券研究所

图 10：销售回暖的持续性需要收入信心的恢复



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：销售回暖的持续性需要房价预期的稳定

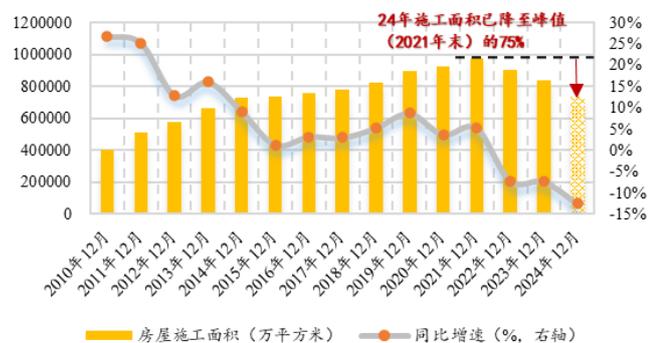


资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 经营：竣工交房和开工投资低迷，库存去化周期仍处高位

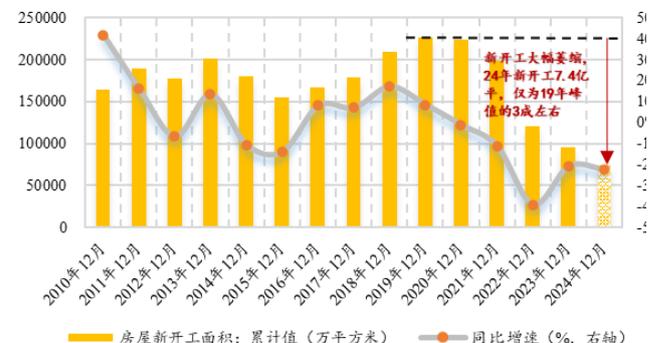
销售已显示筑底回暖趋势，但竣工交房和开工投资仍显低迷，库存去化周期仍处高位和资金回笼周期拉长或使开发商投资倾向保持谨慎。24 年施工面积已降至峰值（2021 年末）的 75%，新开工大幅萎缩，24 年新开工约 7.4 亿平，仅为 19 年峰值的 3 成左右，24 年竣工 7.4 亿平，较均值（19-23 年）下降 22%，24 年竣工开始大幅下行。从 24 年累计同比增速来看，销售面积>新开工面积>竣工面积，销售已筑底回暖，但竣工交房和开工投资仍显低迷。新开工面积大幅萎缩，施工面积降幅呈扩大趋势，显示出开发商投资态度偏谨慎。同时，销售端现房销售比例持续攀升，由 20 年 13% 升至 24 年 11 月的 30%。现房销售比例攀升或导致开发商资金回笼周期拉长。库存方面，2011-2022 年短期去化周期约 4.4 个月，当前短期去化周期约为均值的 2 倍；当前长期库存绝对水平已低于 2011-2022 年均值，但去化周期为 44 个月，约为 2011-2022 均值的 1.4 倍。库存去化周期仍处高位和资金回笼周期拉长或使开发商投资倾向持续谨慎。

图 12：24 年施工面积已降至峰值（2021 年末）的 75%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：新开工大幅萎缩，24 年新开工 7.4 亿平，仅为 19 年峰值的 3 成左右



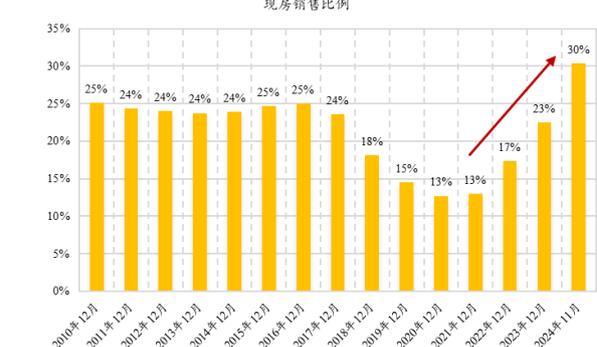
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：19-23 年均竣工 9.5 亿平，24 年竣工 7.4 亿平，较均值下降 22%，24 年竣工开始大幅下行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：现房销售比例持续攀升，开发商资金回笼周期拉长，开发商投资倾向或更谨慎



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2011-2022 年短期去化周期约 4.4 个月，当前短期去化周期约为均值的 2 倍



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：当前长期库存绝对水平已低于 2011-2022 年均值，但去化周期为 44 个月，约为 2011-2022 均值的 1.4 倍



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：当前累计同比增速，销售面积>新开工面积>竣工面积，销售已筑底回暖，但竣工交房和开工投资仍显低迷



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 土地：土地成交降幅收窄，住宅用地降幅更显著，土地成交热度或维持低位

土地成交整体降幅收窄，住宅用地降幅更显著，土地成交热度或维持低位。土地成交总价方面，24年成交土地总价同比-14.4%，降幅收窄 4.5PCT，较近 5 年峰值-47.1%，一线/二线/三线城市成交土地总价同比-4.6%、-27.3%和-5.5%，较近 5 年峰值同比-45.9%、-59.8%和-43.9%。24 年成交住宅类土地总价同比-20.4%，降幅扩大 0.7PCT，较近 5 年峰值-55.2%，一线/二线/三线城市成交住宅类土地总价同比-20.6%、-31.4%和-8.2%，较近 5 年峰值同比-45.6%、-63.8%和-54.4%。土地成交建面方面，24 年成交土地建面同比-6.4%，降幅收窄 14PCT，较近 5 年峰值-32.6%，住宅类成交建面同比-13.3%，降幅收窄 13PCT，较近 5 年峰值-63.8%。土地成交均价方面，24 年成交土地楼面均价同比+12.7%，较近五年峰值-19.9%，住宅类成交土地楼面均价同比-20.6%，较近五年峰值-20.6%。展望后市，9 月 26 日中共中央政治局会议强调要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要**严控增量**、优化存量、提高质量。当下，商品房销量探底企稳，房地产库存去化周期仍处于高位，预计土地供应和成交将继续处于相对低位。

图 19：24 年成交土地楼面均价同比+12.7%，较近五年峰值-19.9%



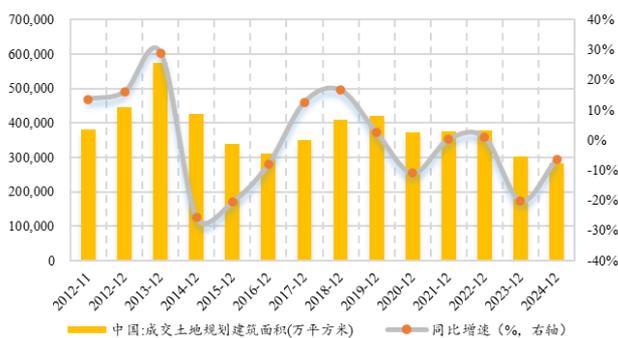
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：24 年住宅类成交土地楼面均价同比-20.6%，较近五年峰值-20.6%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：24 年成交土地建面同比-6.4%，降幅收窄 14PCT，较近 5 年峰值-32.6%



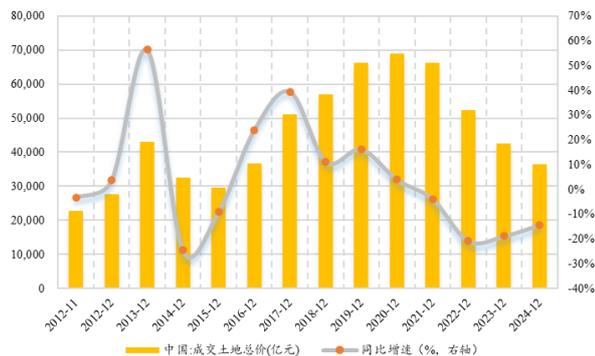
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：24 年住宅类成交建面同比-13.3%，降幅收窄 13PCT，较近 5 年峰值-63.8%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：24 年成交土地总价同比-14.4%，降幅收窄 4.5PCT，较近 5 年峰值-47.1%



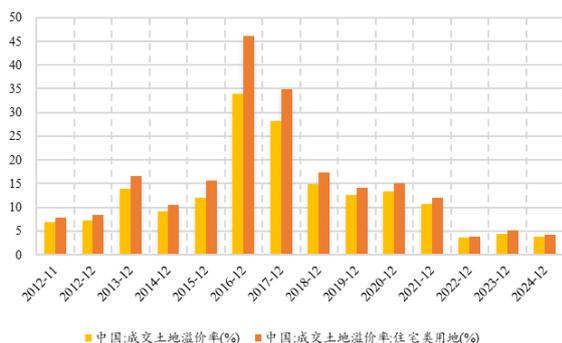
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：24 年成交住宅类土地总价同比-20.4%，降幅扩大 0.7PCT，较近 5 年峰值-55.2%



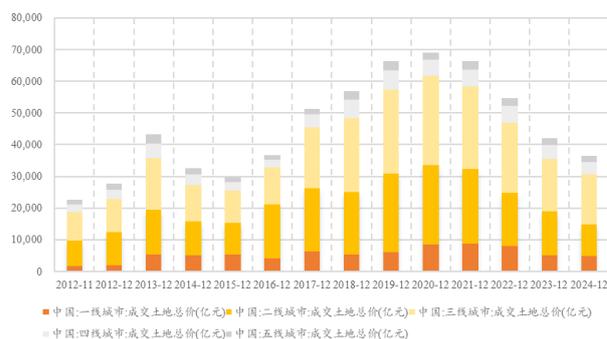
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：成交土地溢价率维持低位



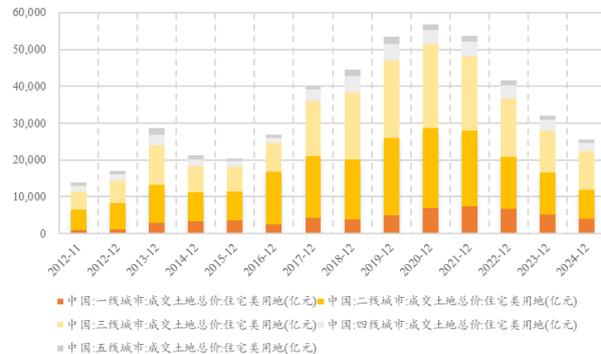
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：24 年一线/二线/三线城市成交土地总价同比-4.6%、-27.3%和 -5.5%，较近 5 年峰值同比-45.9%、-59.8%和 -43.9%



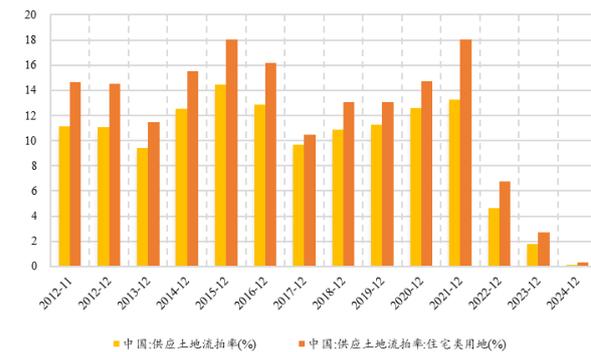
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：24 年一线/二线/三线城市成交住宅类土地总价同比-20.6%、-31.4%和 -8.2%，较近 5 年峰值同比-45.6%、-63.8%和 -54.4%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：成交土地流拍率继续降低



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 房价：“利率底”出现，有待组合拳去库存，逐步推动房价止跌回稳

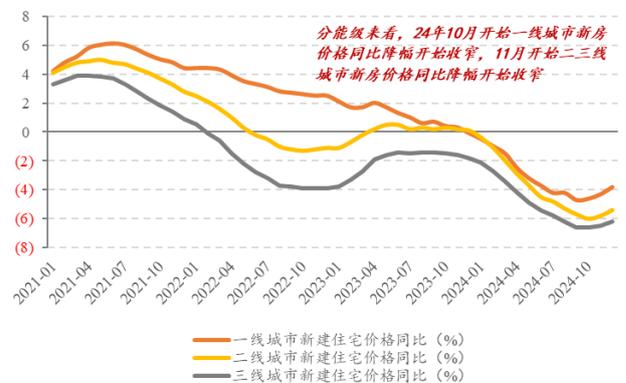
截至 24 年 12 月，新房价格指数较峰值下降 9.7%，回到约 19 年 5 月水平，二手房价格较峰值下降 16.4%，回到约 17 年 4 月水平。24 年 10 月以来，新房和二手房价格环比降幅开始收窄。分能级来看，24 年 10 月开始一线城市新房价格同比降幅开始收窄，11 月开始二三线城市新房价格同比降幅开始收窄。2024 年 10 月新建住宅上涨城市数量从底部开始增加，回顾 2015 年房价企稳回升周期，2015 年 6 月新建住宅上涨城市数量从底部开始增加，9 个月后超半数城市上涨。历史数据显示，一线城市住宅租金回报率-10 年期国债收益率差值与住宅价格走势呈较强负相关关系，当前一线城市住宅租金回报率-10 年期国债收益率差值持续上升，差值已处于 2010 年以来历史高位，“利率底”出现，房地产库存去化周期仍处高位，有待组合拳去库存，逐步推动房价止跌回稳。

图 29：截至 24 年 12 月，新房价格指数较峰值下降 9.7%，回到约 19 年 5 月水平，二手房价格较峰值下降 16.4%，回到约 17 年 4 月水平



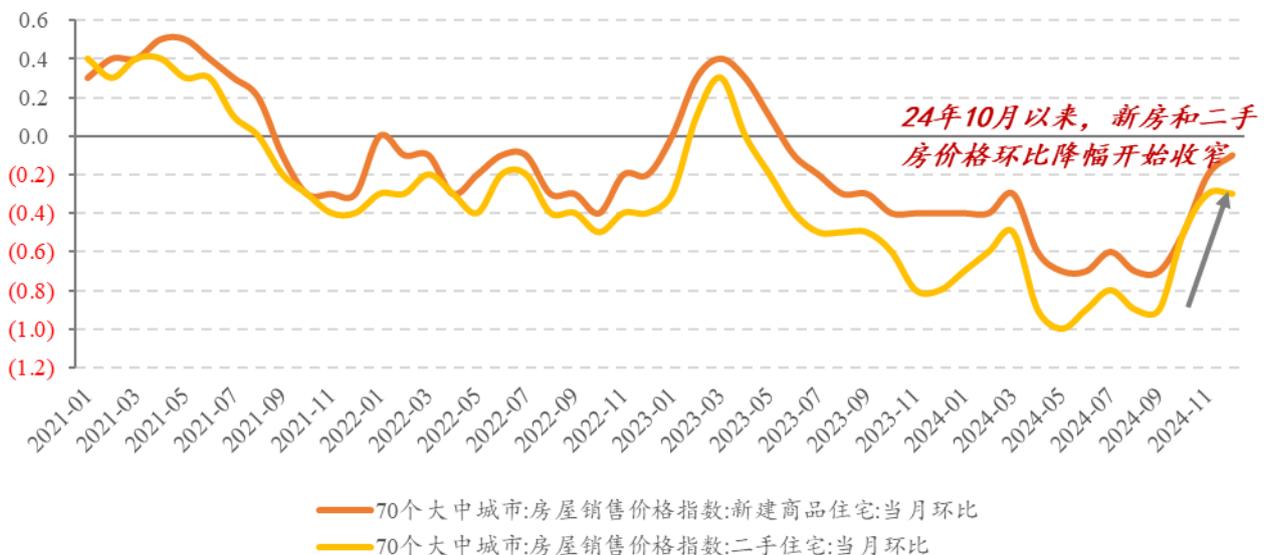
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：分能级来看，24 年 10 月开始一线城市新房价格同比降幅开始收窄，11 月开始二三线城市新房价格同比降幅开始收窄



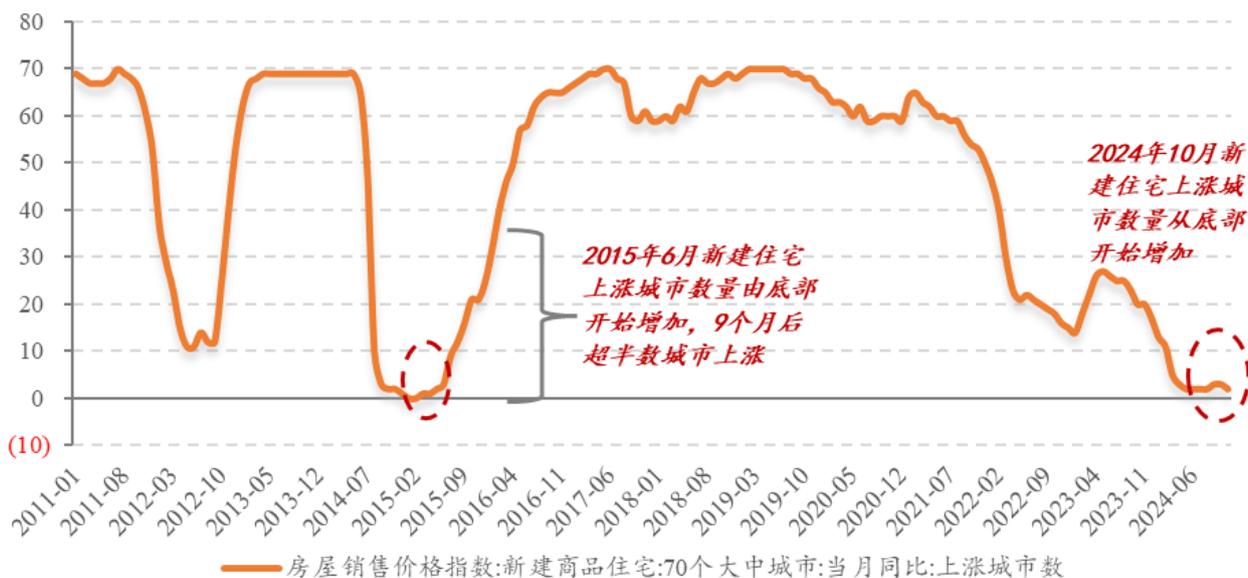
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：24 年 10 月以来，新房和二手房价格环比降幅开始收窄



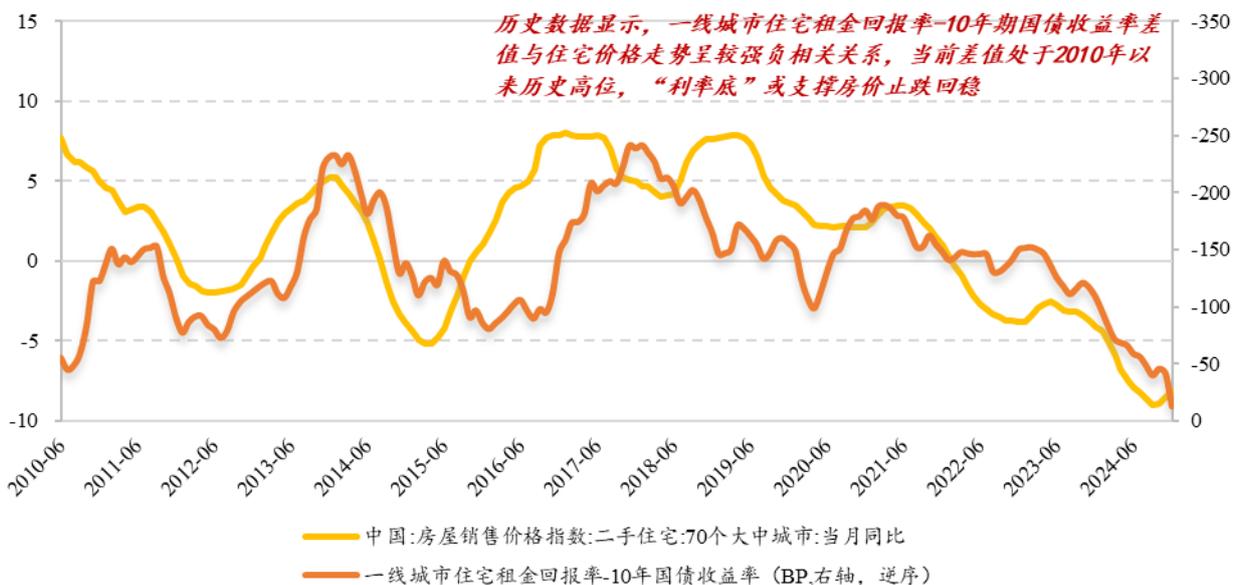
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2015 年 6 月新建住宅上涨城市数量由底部开始增加，9 个月后超半数城市上涨，2024 年 10 月新建住宅上涨城市数量从底部开始增加



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：历史数据显示，一线城市住宅租金回报率-10年期国债收益率差值与住宅价格走势呈较强负相关关系，当前差值处于2010年以来历史高位，“利率底”出现，房地产库存去化周期仍处高位，有待组合拳去库存，逐步推动房价止跌回稳



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：一线城市住宅租金回报率与 10 年期国债收益率差值持续收窄，差值已处于 2010 年以来最高值，“利率底”出现，房地产库存去化周期仍处高位，有待组合拳去库存，逐步推动房价止跌回稳



资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

宏观经济波动的不确定性；房地产政策的持续性和实施效果存在不确定性；居民收入信心及购房意愿恢复不及预期；开发商债务违约风险。

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	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com