

房地产行业培训框架

分析师：池天惠 执业编号：S1130524080002
联系人：何裕佳

2025/3/27

目录

01

房地产基础概念

02

房地产行业基本面分析框架

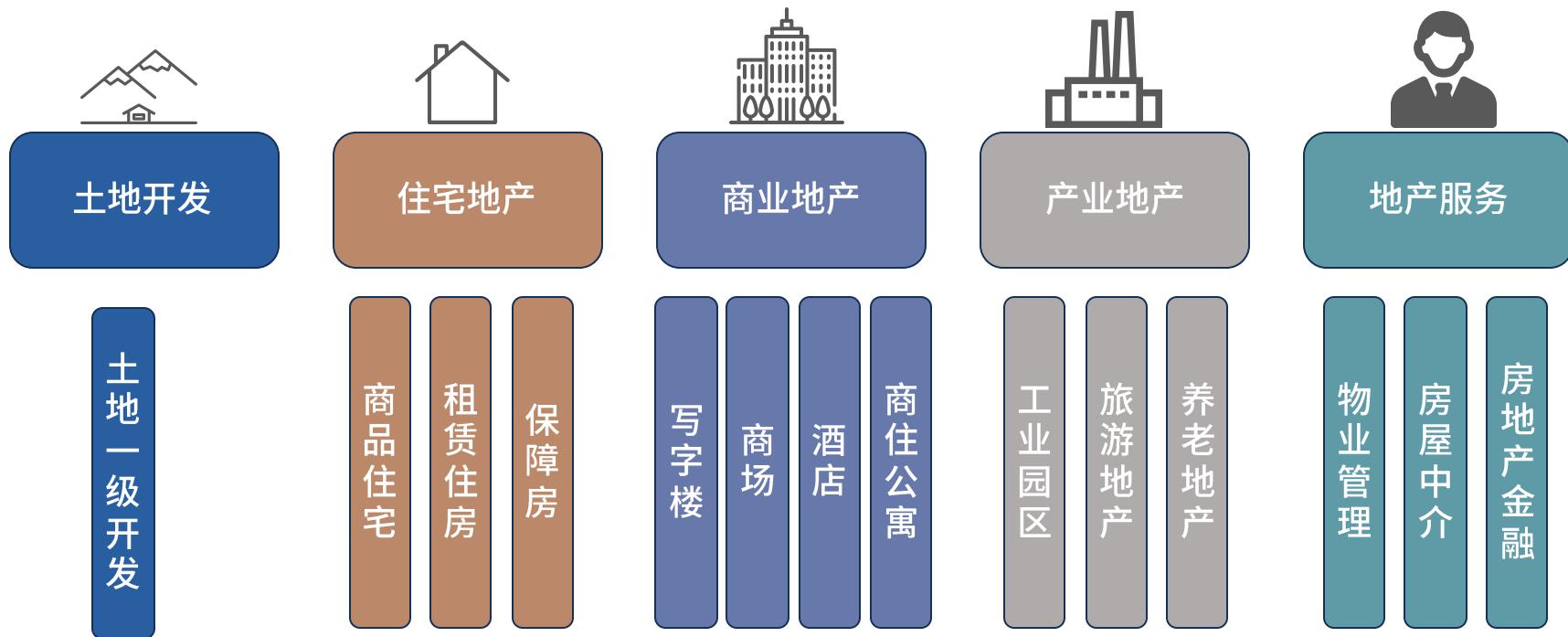
03

房地产公司经营分析框架



01 房地产基础概念

1.1、房地产行业分类：四大分类

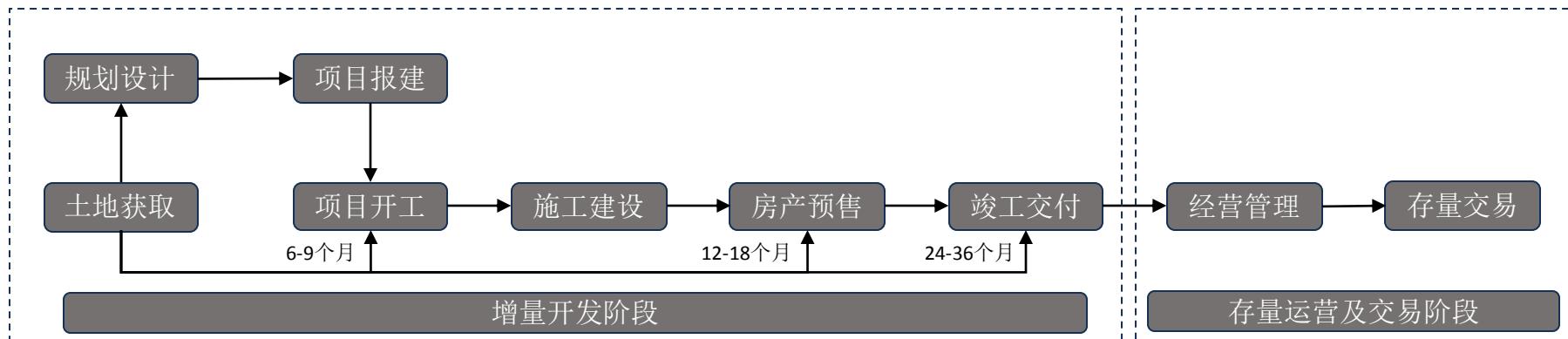


1.1、房地产产业链：横跨周期、消费等多个行业

上游产业链：(土地+原材料)



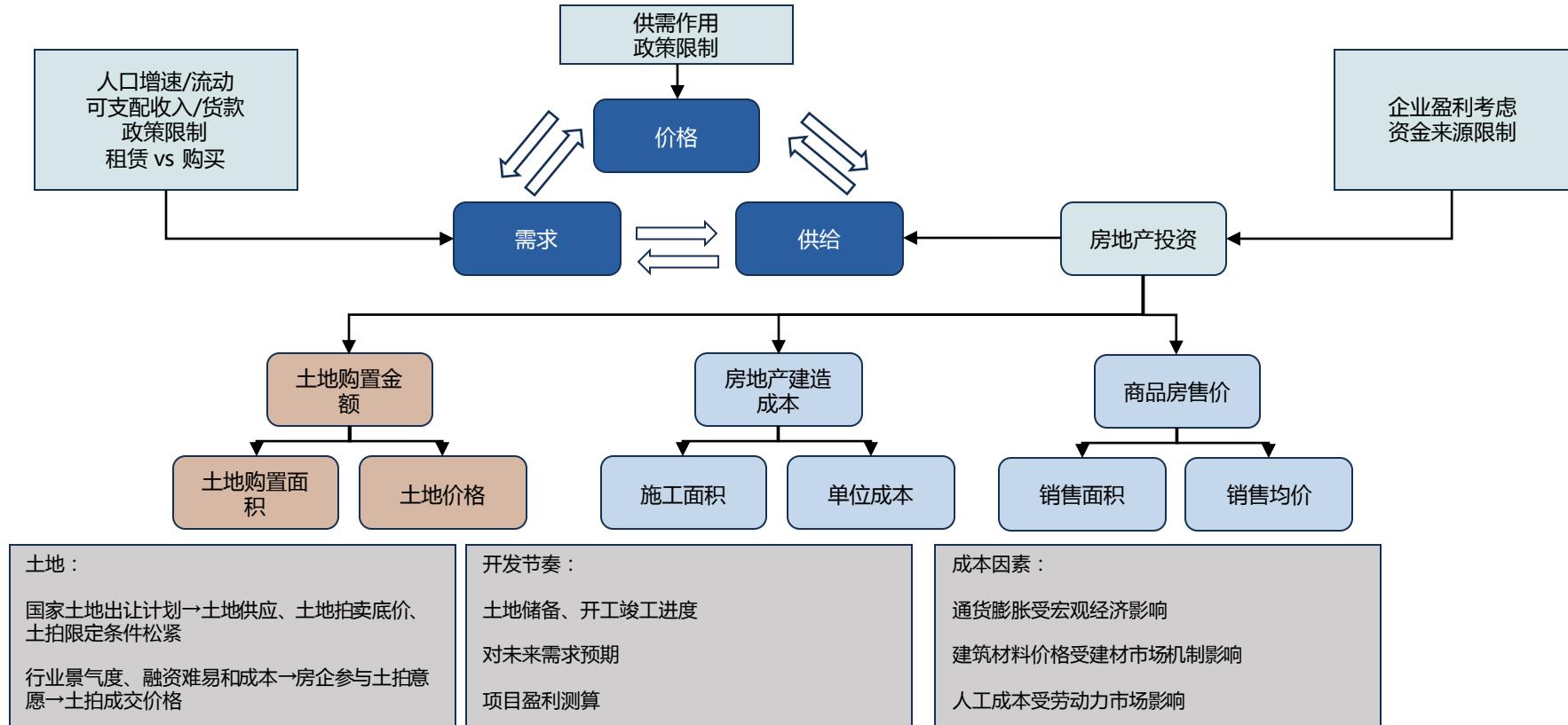
中游产业链：(房地产开发与运营)



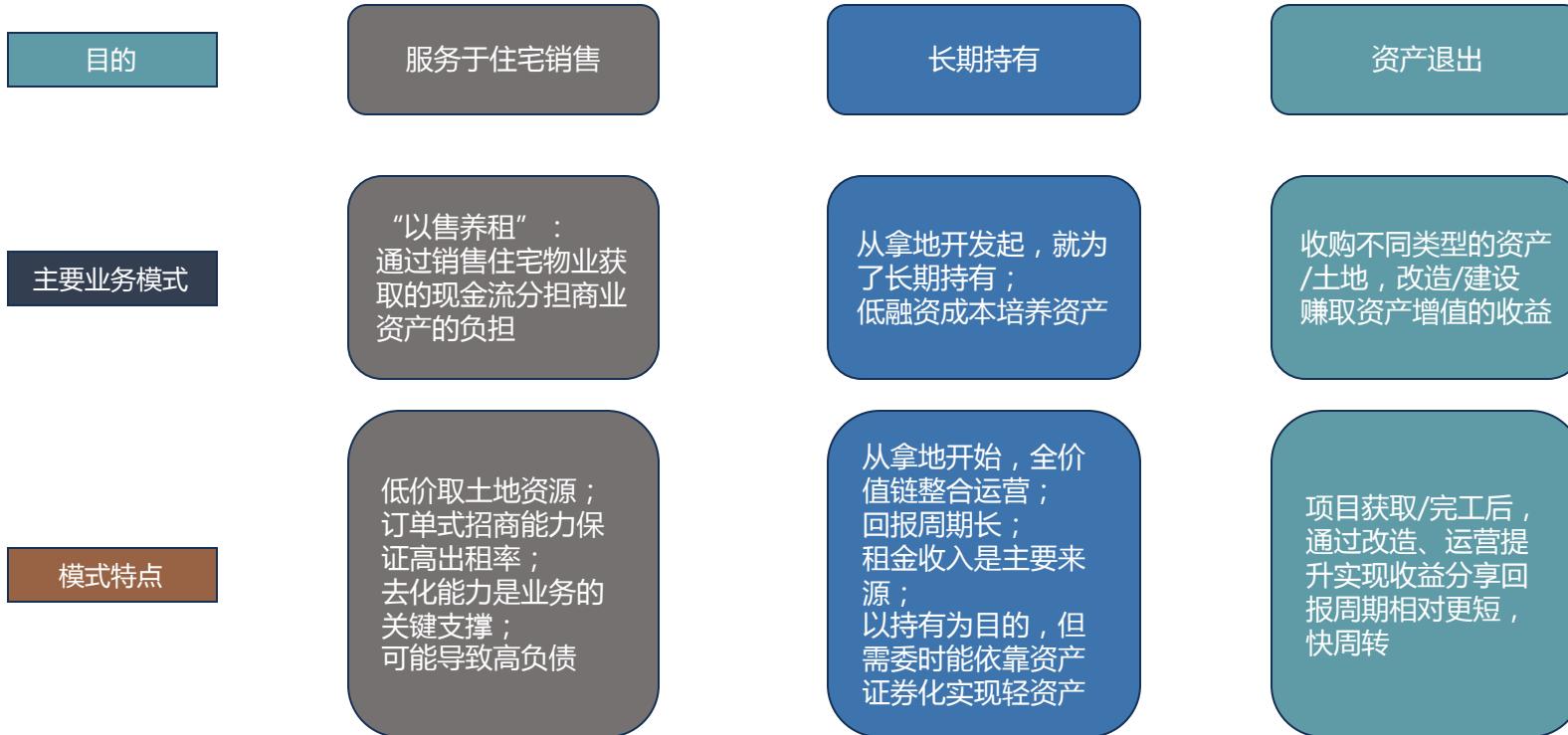
下游产业链：(地产后周期)



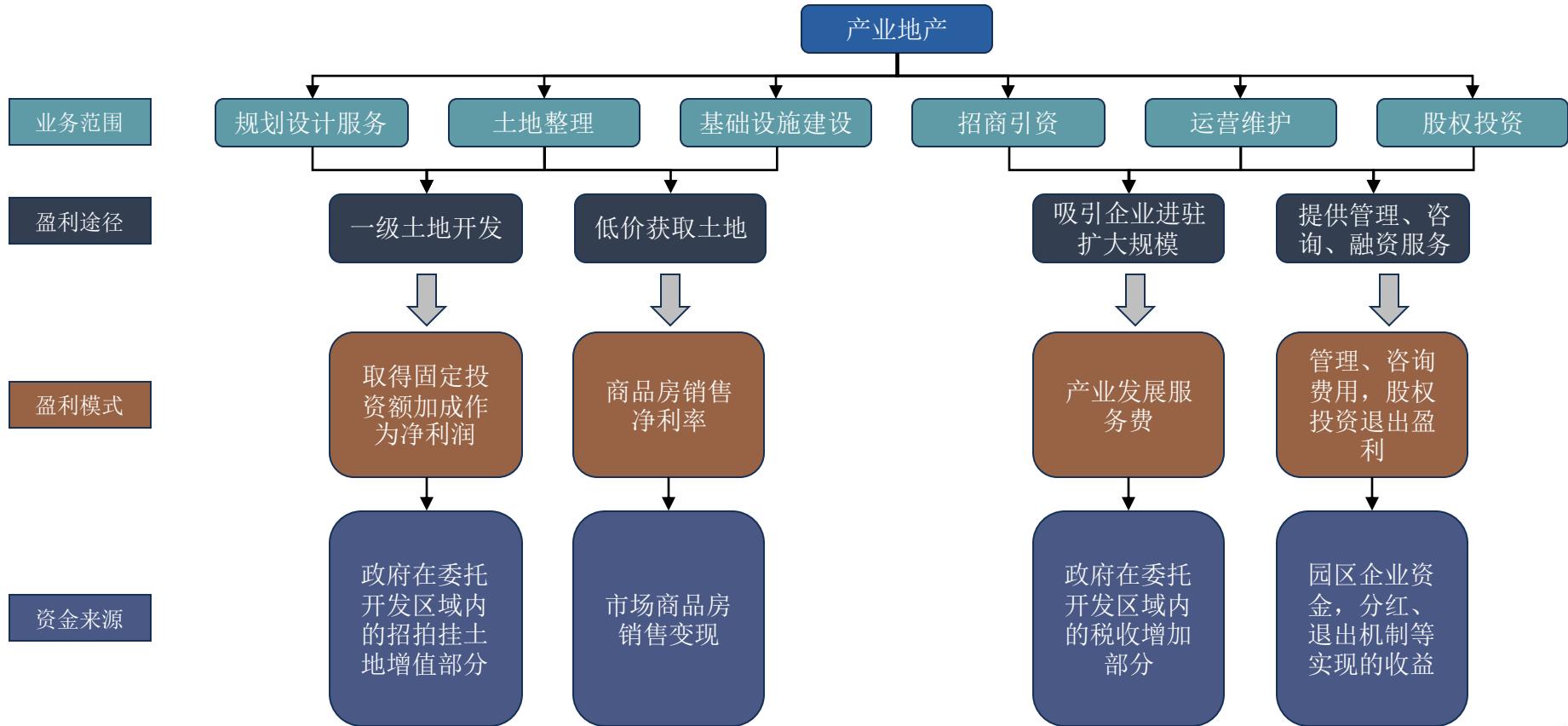
1.2、住宅地产商业模式：比拼成本管理及项目销售能力



1.2、商业地产商业模式：区位决定项目发展潜力

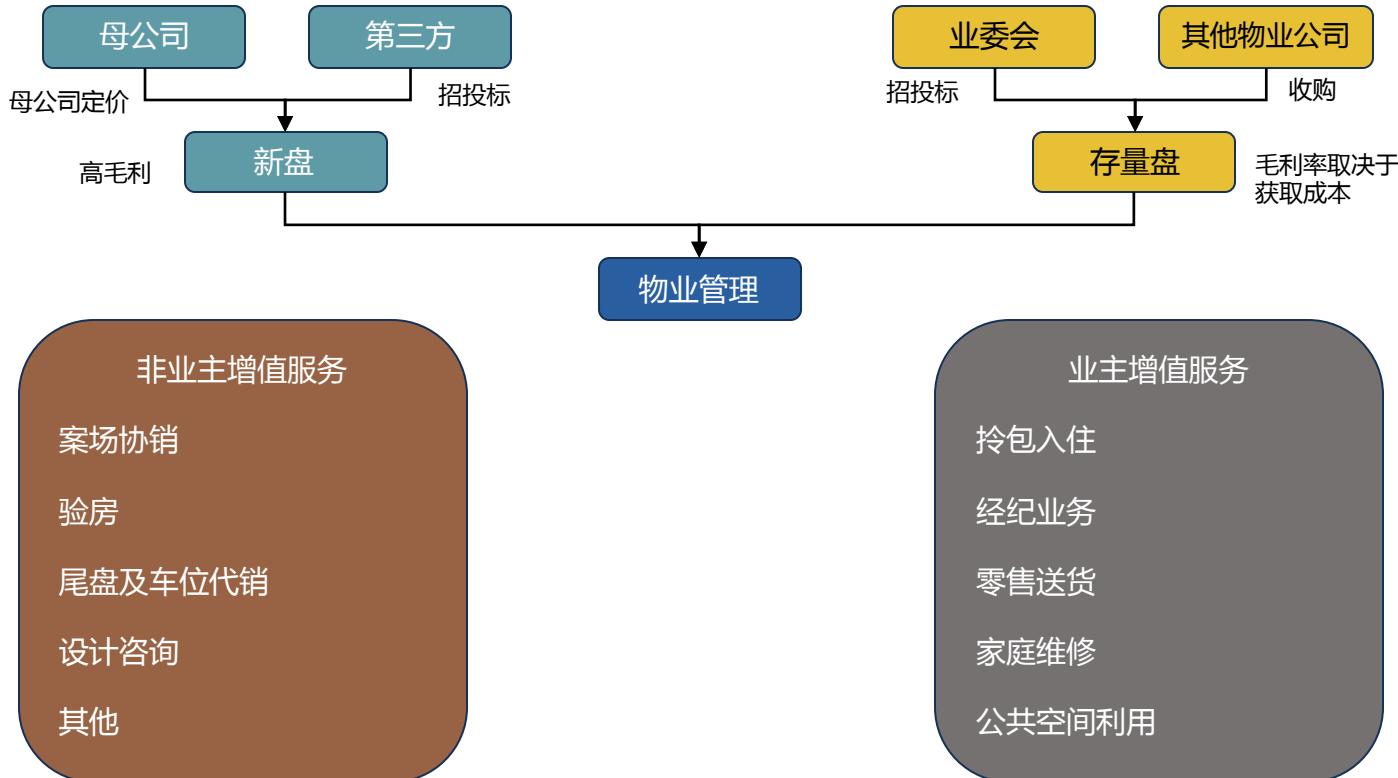


1.2、产业地产商业模式：根据产业开发周期阶段赚不同的钱



来源：国金证券研究所

1.2、物业管理商业模式：开拓管理面积是核心





02 房地产行业基本面分析框架

2.1、地产重要指标：销售

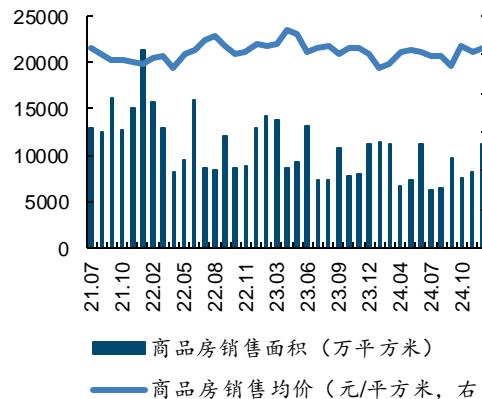
	供给	成交量	库存	市场热度	房价	
新房	批准上市面积 频率：月、年 来源：中指院 统计机构：房管局	成交面积 频率：日、月、年 来源：Wind 统计机构：房管局	可售面积 频率：日、月、年 来源：中指院 统计机构：房管局	去化周期 计算公式：库存/6个月移动平均销售	批售比 计算公式：销售面积/批准上市面积	70个大中城市新建住宅价格指数 频率：月、年 来源：统计局
二手房	二手房挂牌量 频率：月、年 来源：中介机构、冰山	成交面积 频率：日、月、年 来源：Wind 统计机构：房管局	暂无指标	带看量 频率：日、月、年 来源：贝壳	中原二手房指数 频率：周 来源：Wind 统计机构：中原地产	70个大中城市二手住宅价格指数 频率：月、年 来源：统计局

口径解释	指标	成交面积		库存（可售面积）	
	WIND、中指院、克而瑞	房管局	统计局	房管局	统计局
	统计方法	网签备案数据	开发商上报数据	网签备案数据	开发商上报数据
	数据差异	各省市房管局发布日度、周度数据，各机构根据各城市交易明细汇总统计月度、年度数据；统计局发布月度、年度数据 房管局长口径数据一般大于统计局。			

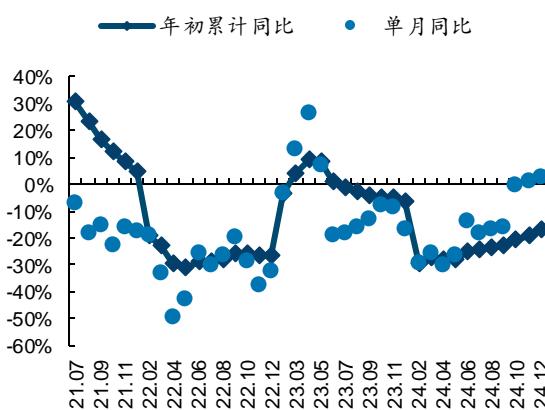
2.1 销售趋势：长周期压力下持续下滑，政策转向下拐点将至

- 2021年下半年开始市场销售快速下滑，2022-2024年延续低迷态势。2024年1-12月全国商品房销售金额同比-17.1%（9月底以来出台多项政策支持销售快速修复，11月实现年内首次当月同比转正）。
- 百强房企销售整体下行，头部房企韧性相对较高。2024年1-12月，百强房企全口径销售金额同比-30%，其中TOP10同比-24%，TOP11-30、TOP31-50、TOP51-100同比降幅均超过30%。

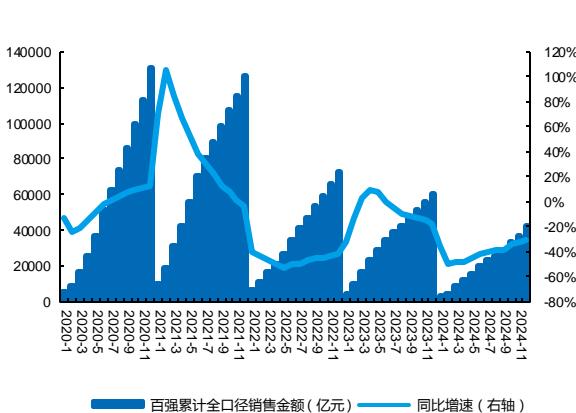
图表：全国商品房销售面积及销售均价单月走势



图表：全国商品房销售金额累计同比及单月同比



图表：TOP100房企累计全口径销售金额及同比



来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：克而瑞，国金证券研究所

2.2、地产重要指标：土地

面积维度

推出规划建筑面积：
推出规划方案的“总建筑面积”

占地面积：
开发商可以用于建设的土地面积

容积率：
单位土地面积上允许的建筑容量

成交规划建筑面积：
占地面积×容积率

价格维度

成交底价
政府部门出让宗地的最低对价

土地出让金：
政府收取的土地出让价款

楼面价：
出让金÷成交规划建筑面积

溢价率：
 $(\text{成交价}-\text{成交底价})/\text{成交底价}$

供给

成交

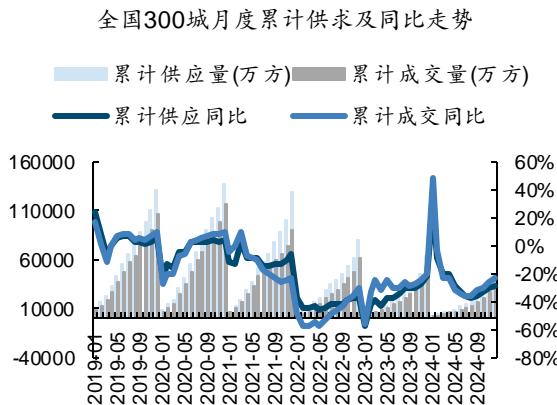
供需比
判断土地市场景气度

来源	中指院	国土资源部、财政部	统计局
统计口径	招拍挂	招拍挂、协议出让、划拨用地	开发商自主上报
统计维度	各类土地成交和供给数据	土地供给和出让金额等	开发商的土地购置面积及金额
频率	月度	年度	月度
优点	数据分类非常全面	覆盖范围为全国	——
缺点	仅跟踪统计300城市，统计口径只有招拍挂	不详细，对实际的规划建筑面积以及成交的分类情况没有详细的披露	可使用性相对最差，数据明显小于其它口径数据

2.2 土地趋势：市场持续低温，拐点仍未出现

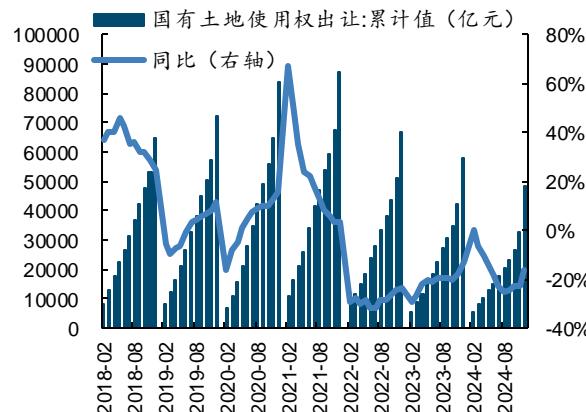
- 土地成交及出让金收入大幅下滑。随着销售下滑导致房企现金流吃紧，拿地意愿减弱，土拍市场热度也应声下滑。
2024年1-12月，全国300城宅地供应同比下滑28.8%，成交同比下滑22.9%，与之对应的地方政府国有土地使用权出让收入也同比下滑16.0%。
- 拿地房企以央国企和地方国资平台为主。央国企和地方平台公司拿地占比持续提升，而民企拿地快速减少，**2024年10月城投拿地占比超过66%**。

图表：全国300城月度累计供求及同比走势



来源：中指研究院，国金证券研究所

图表：历年国有土地使用权出让收入及同比



来源：同花顺，国金证券研究所

图表：城投拿地占比近年来持续保持高位



来源：克而瑞，国金证券研究所

2.3、地产重要指标：投资及工程面积

地产投资

建筑工程：
指各种房屋，建筑物的建造工程和土地开发工程，又称建筑工作量

安装工程：
各种设备、装置的安装工程，又称安装工作量

设备工器具购置：
购置或自制的，达到固定资产标准的设备、工具、器具的价值

其他费用：
其他费用中占比最大的是土地购置费

频率：月度
来源：统计局

工程面积

施工面积：
指在报告期内施工的全部房屋建筑面积

新开工面积：
指在报告期内新开工建设的房屋面积

竣工面积：
指在报告期内房屋建筑按照设计要求已全部完工的房屋面积

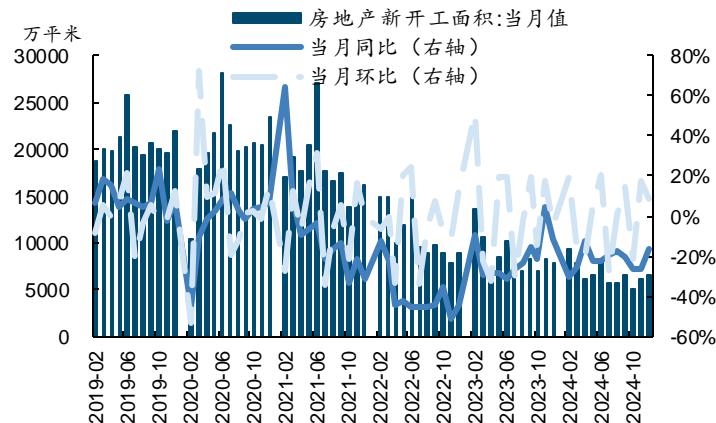
本期施工=本期新开工+上期末施工-本期净停工

频率：月度
来源：统计局

2.3 开竣工：新开工量持续下滑，竣工交付高峰已过

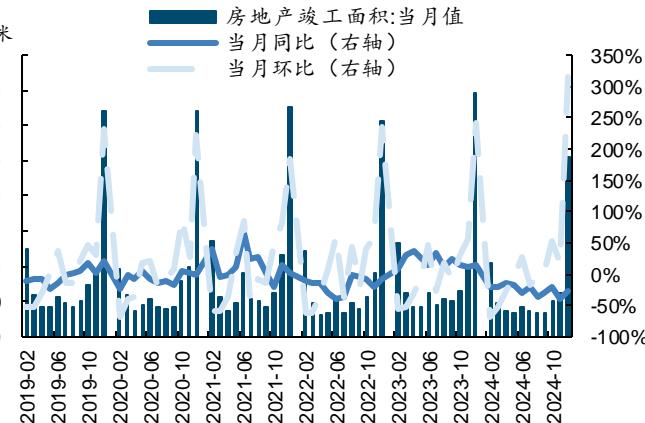
- 市场下滑房企开工意愿不强，叠加过去三年供地量大幅减少，新开工持续下滑。**2024年1-12月**，全国房屋新开工面积同比下降**23.0%**。
- 按照新开工领先竣工3年的关系，**2020-2021年**是新开工的高峰期，对应**2023-2024**是竣工集中阶段，但由于**2023年**保交楼已将大部分项目提前竣工，**2024年**竣工项目量有所回落。**2024年1-12月**，全国房屋竣工面积同比下降**27.7%**。

图表：全国单月房屋新开工面积及同环比走势



来源：同花顺，国金证券研究所

图表：全国单月房屋竣工面积及同环比走势

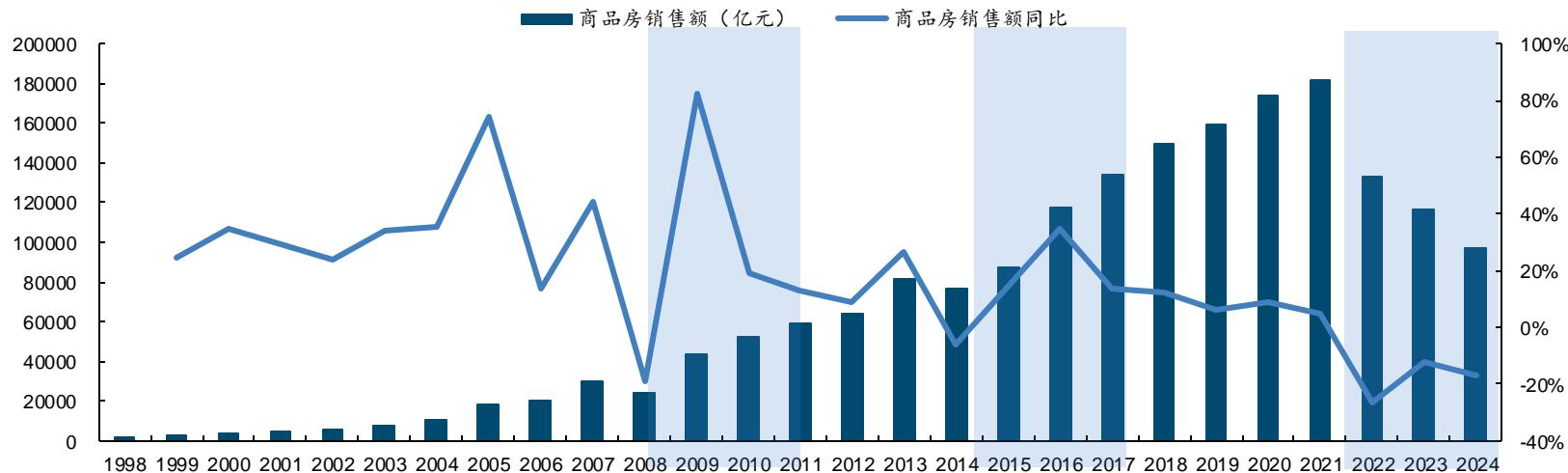


来源：同花顺，国金证券研究所

2.4 房地产行业的核心属性：周期性

- 1998年后，中国房地产行业经历了三个周期，每一次拐点代表着新发展模式的出现
- 2008-2009年，金融红利转机——投资性需求释放，敢于融资加杠杆、积极拿地的房企业绩大幅提升；
- 2014-2016年，棚改红利转机——刚需释放，高周转房企迅速下沉三四线，收割棚改红利；
- 2021年下半年至今，供给侧改革出清，行业格局重塑。

图表：房改以来全国商品房销售金额及同比走势

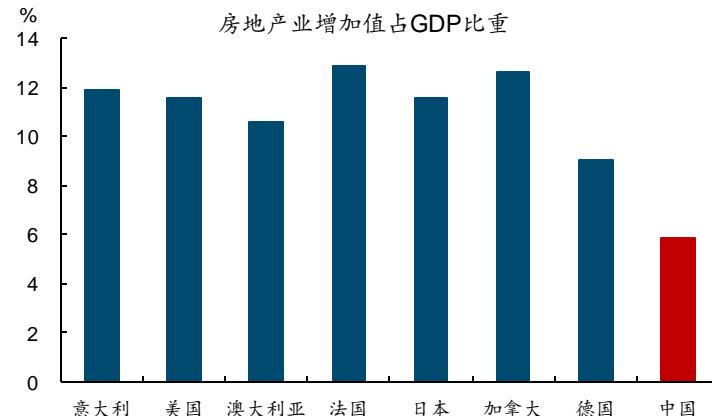


来源：同花顺，国金证券研究所

2.5、长周期需求演绎：城镇化率仍有提升空间

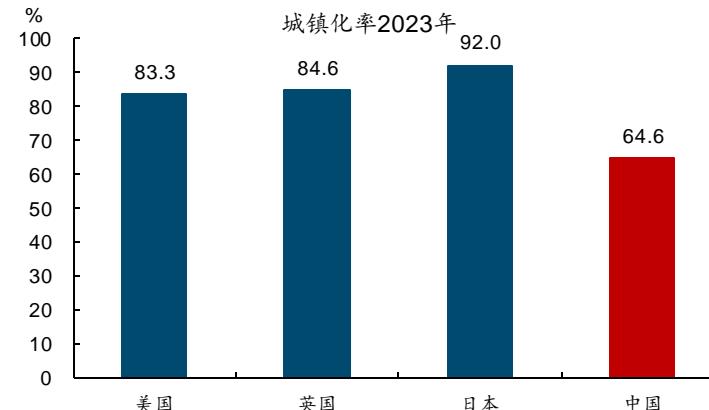
- 中国的城市化率距离70%城镇化率的增速还有5pc的提升空间，每年还将有1200万左右城镇人口的增加。
- 城镇化的终点也不是房地产的拐点，发达国家房地产/GDP比值更高，房地产没有因为城镇化达到一定规模而停滞。

图表：典型国家房地产业增加值占GDP比重



来源：同花顺，国金证券研究所

图表：典型国家城镇化率对比（2023）

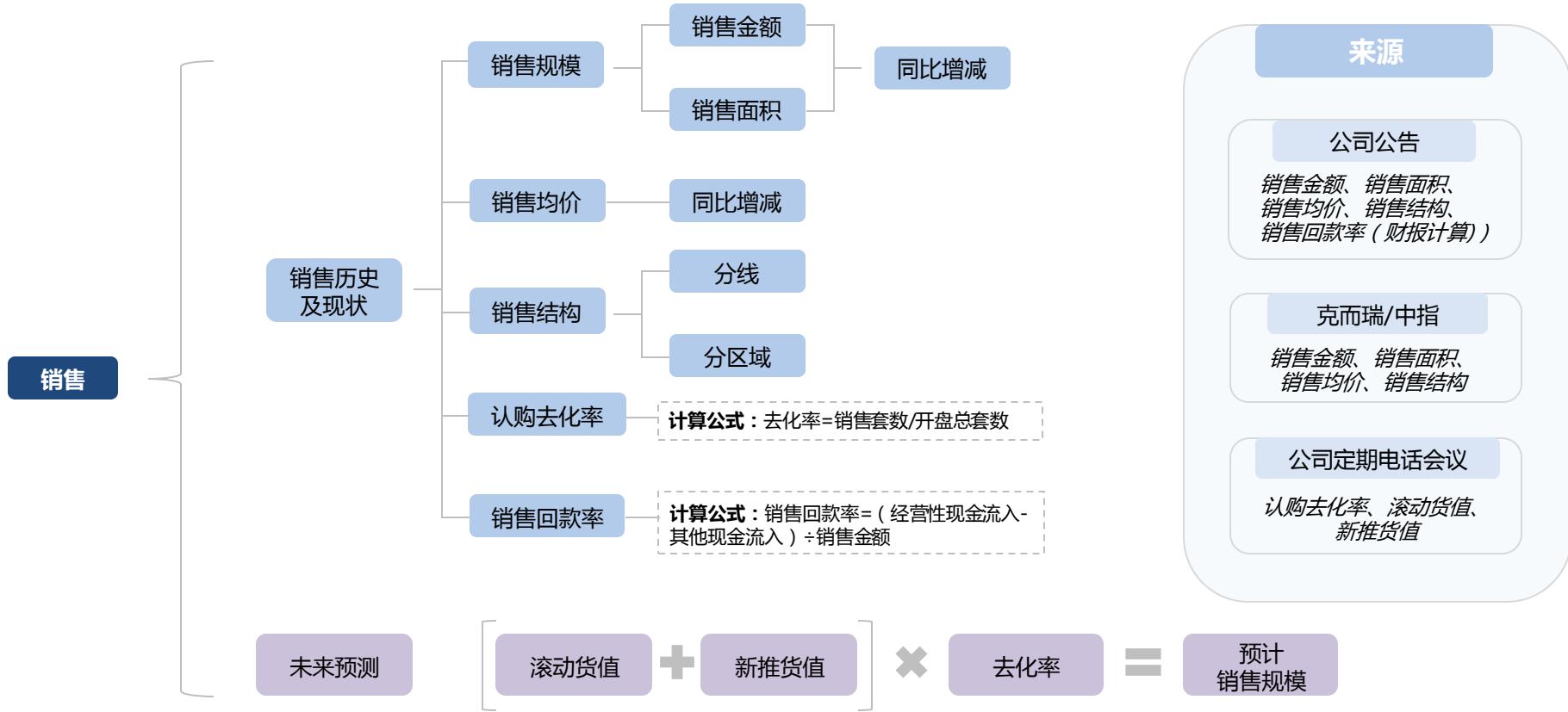


来源：同花顺，国金证券研究所



03 公司经营分析 框架

3.1 公司重点销售指标：关注规模、均价、结构等





3.1 销售趋势：整体增速下滑，优质房企拐点有望确立

- 房企表现分化，头部房企销售出现好转。
- 优质房企在9月政策后积极拿地，能加大推货，叠加未来政策更加利好改善需求，头部央国企和改善型房企销售拐点有望确立。

图表：典型房企2024年销售及同比情况

TOP房企	全口径			权益口径									
	2024年1-12月 排名	2024年1-11月 排名	2023年 排名	1-12月销售额 (亿元)	累计同比	12月销售额 (亿元)	单月环比	单月同比	1-12月销售额 (亿元)	累计同比	12月销售额 (亿元)	单月环比	单月同比
保利发展	1	1	1	3230	-24%	150	-38%	-40%	2545	-7%	118	-38%	-46%
中海地产	2	2	3	3106	-0%	402	+34%	+76%	2858	+2%	424	+57%	+106%
华润置地	3	3	4	2611	-5%	320	+2%	+52%	1800	-7%	219	-39%	-54%
万科地产	4	4	2	2447	-35%	221	+6%	+12%	1590	-5%	144	+6%	+12%
招商蛇口	5	5	5	2193	-25%	303	-40%	-33%	1506	-19%	202	-35%	-17%
绿城中国	6	6	7	1718	-12%	232	+27%	+9%	1210	-5%	161	+23%	+8%
建发房产	7	7	8	1335	-29%	171	-38%	-32%	1040	+25%	131	+31%	+8%
越秀地产	8	9	12	1145	-20%	135	-37%	+39%	687	-10%	81	+36%	+39%
滨江集团	9	8	11	1116	-27%	96	+2%	+7%	544	+27%	44	+14%	+4%
华发股份	10	11	14	1054	-16%	160	+21%	+231%	692	+1%	113	+33%	+257%
龙湖集团	11	10	9	1008	-42%	78	-4%	-9%	676	-1%	48	+11%	+6%
中国金茂	12	13	13	983	-30%	152	+90%	+65%	678	-30%	105	+90%	+68%
中国铁建	13	12	15	964	+1%	97	-30%	-63%	781	-16%	88	+19%	+51%
金地集团	14	14	10	685	-55%	53	+9%	+49%	424	-55%	33	+9%	+50%
绿地控股	15	15	16	648	-33%	60	+4%	+5%	583	+3%	54	+14%	+5%
碧桂园	16	16	6	605	-72%	40	-9%	-9%	472	-23%	35	+18%	+3%
保利置业	17	17	27	540	+1%	20	-39%	-35%	362	-9%	16	+22%	+17%
融创中国	18	18	17	471	-4%	17	+8%	+89%	259	-4%	10	+6%	+8%
中建壹品	19	23	43	453	-36%	105	+351%	+260%	342	+40%	92	+384%	+273%
中交房地产	20	19	20	435	-38%	38	-2%	-48%	287	-32%	27	+3%	+5%
中国中铁	21	26	21	434	-58%	107	-33%	-34%	321	-8%	79	+43%	+34%
首开股份	22	22	23	408	-34%	43	+3%	+24%	237	-34%	25	+7%	+25%
美的置业	23	21	22	402	-39%	37	+9%	+13%	261	+8%	24	+20%	+11%
新城控股	24	20	18	401	-47%	32	+28%	+31%	278	+8%	20	+9%	+11%
电建地产	25	24	33	395	-13%	53	+75%	+59%	270	-12%	36	+76%	+61%
国贸地产	26	31	29	357	-32%	46	-16%	-8%	228	-4%	27	+23%	+1%
大悦城控股	27	29	30	355	-31%	42	+7%	+28%	193	-55%	33	+54%	+127%
远洋集团	28	32	32	352	-30%	46	+23%	+47%	229	-30%	30	+24%	+47%
卓越集团	29	25	25	343	-43%	14	+74%	+58%	266	+2%	10	+78%	+48%
世茂集团	30	30	34	340	-21%	28	-4%	-1%	238	-21%	20	+4%	+4%

来源：克而瑞，国金证券研究所

3.2 公司重点土地指标：关注拿地规模、力度、成本与结构



3.2 拿地趋势：央国企拿地强度开始回落，优质房企错峰补货

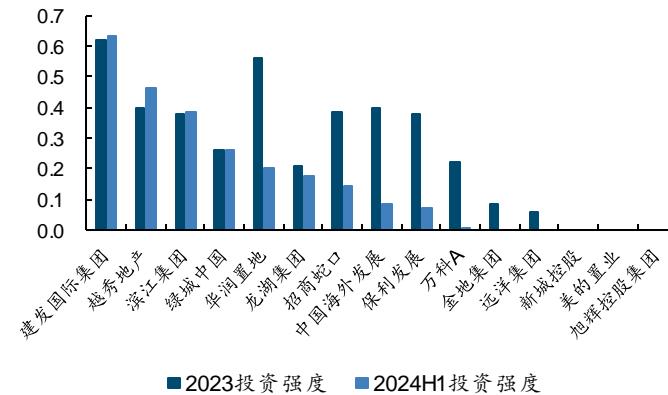
- 2024年市场多数房企拿地意愿较低，上半年投资强度下降，典型房企投资强度 0.16 ，较2023年下降18个百分点。受现金流影响，多数房企2024年上半年继续较为谨慎的拿地策略。
- 央国企拿地强度开始回落。部分民营房企拿地基本停滞，而建发国际、越秀地产、滨江集团、华润置地、绿城中国等房企积极错峰拿地。其中建发国际拿地强度超过 0.6 ，越秀地产拿地强度接近 0.5 。

图表：典型房企2019-24H1年投资强度（投资金额/销售金额）



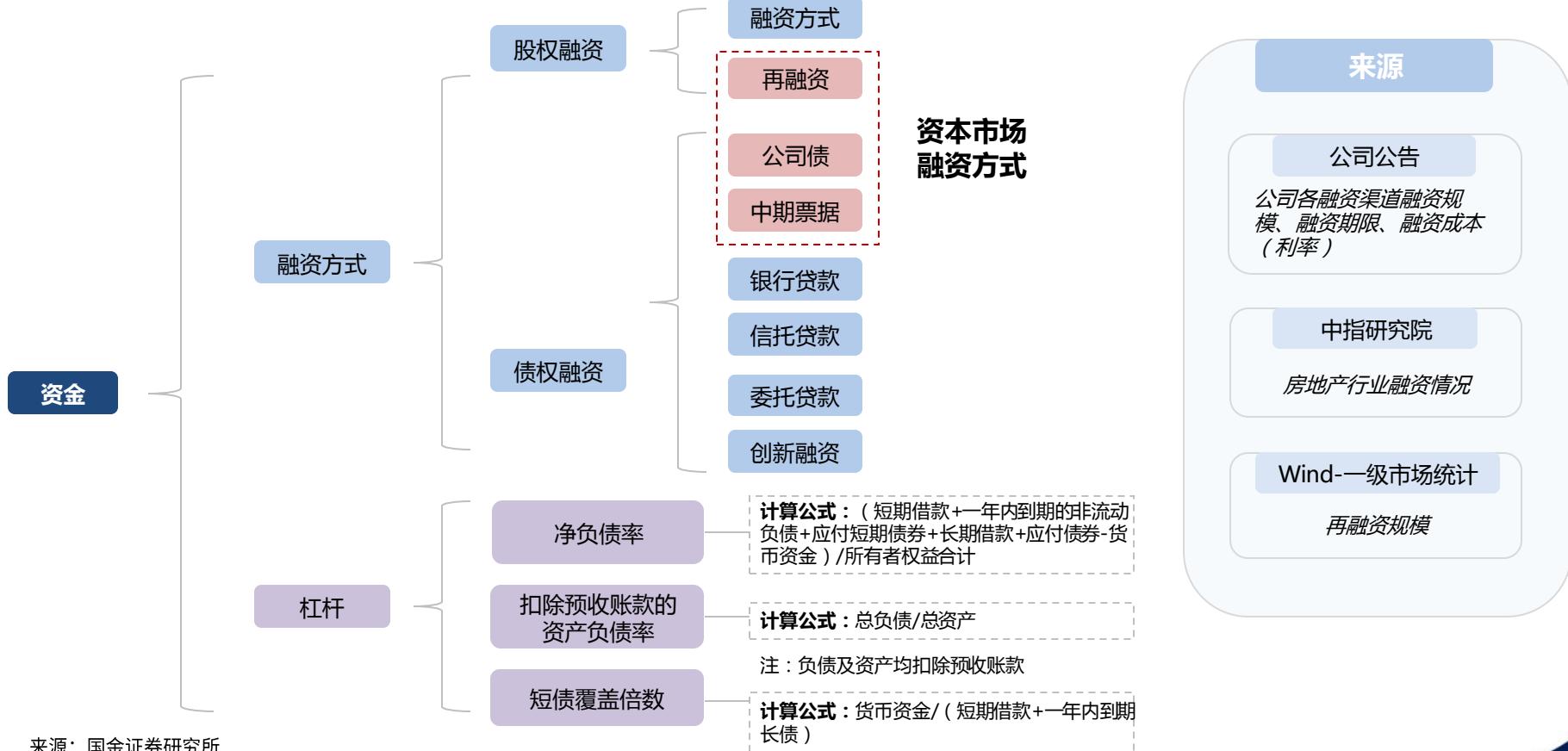
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表：各房企2023、1H24年投资强度对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

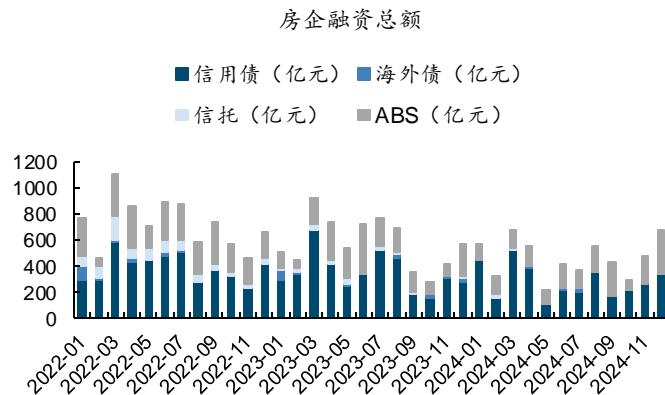
3.3 公司重点资金指标：关注融资方式及杠杆率



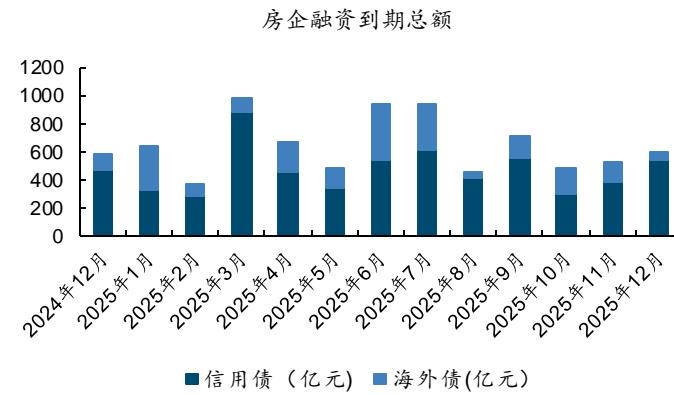
3.3 资金趋势：融资环境严峻，房企现金流吃紧

- 债券融资增量受阻。自**2021年下半年以来**，房企债券发行量持续缩减，受部分房企国内外债券违约影响，投资者对地产债信心下降，**2024年1-12月房企公开融资发行金额5546亿元**，同比**-20.1%**。
- 到期公开债券规模维持高位。**2025年到期债券金额在7746亿元**，其中**2025年3月、6月、7月到期债券金额均超过900亿**，压力仍然较大
- 在增量融资难度大、销售回款缩量背景下，多数民营开发商集团层面资金状况吃紧，多家房企出现债务违约或展期。

图表：房地产企业公开融资（含海外债）新发行情况



图表：房地产企业公开债（含海外债）到期情况



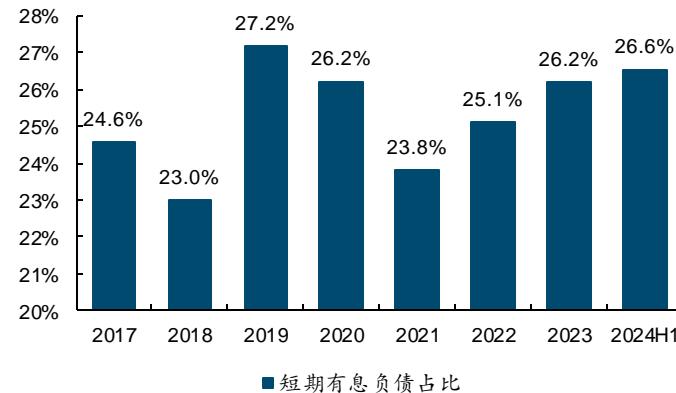
来源：中指研究院，国金证券研究所

来源：中指研究院，国金证券研究所

3.3 有息负债趋势：规模低速增长，债务结构有所恶化

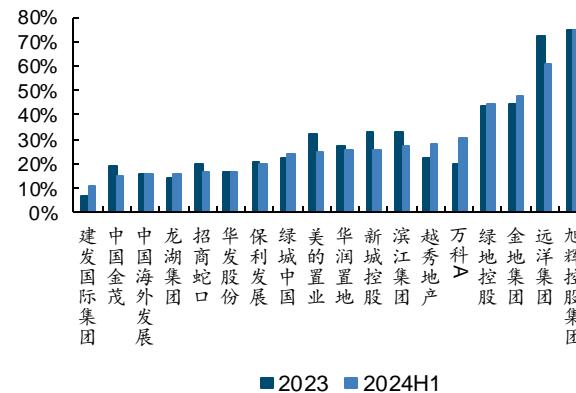
- 在行业去杠杆降负债的大背景下，有息负债规模增速放缓，18家典型房企1H24的有息负债规模为28693亿元，较2023年底增加1.7%；有息负债结构有所恶化，短期有息负债占比从2021年23.8%涨至1H24的26.6%。
- 房企债务结构也有分化，建发国际集团短期有息负债占比低于15%，短期偿债压力较小；而远洋集团、旭辉控股集团等出险房企短期有息负债占比超过50%，现金流短期难改善。

图表：典型房企2017-1H2024有息债务结构



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表：典型房企1H24短期有息负债占比

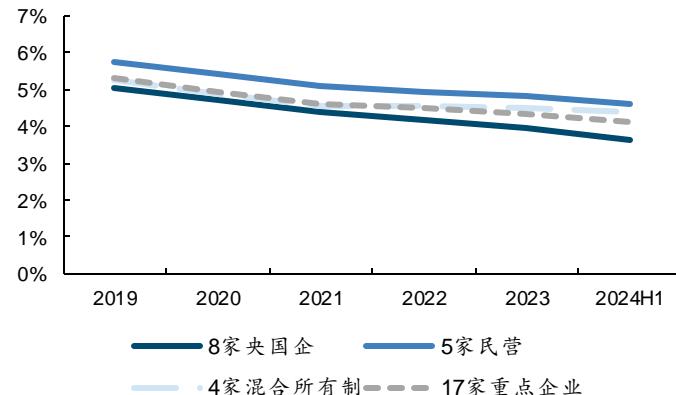


来源：各公司公告，国金证券研究所

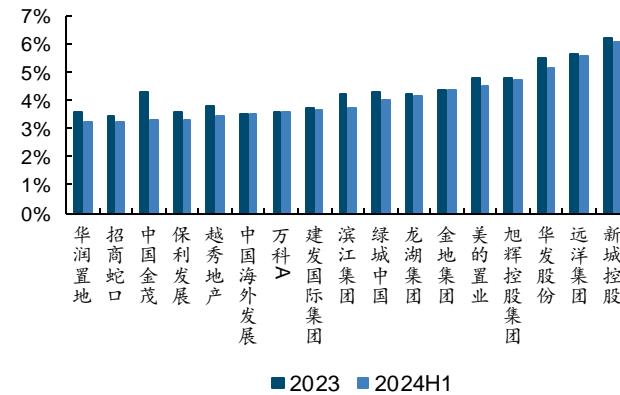
3.3 融资成本趋势：融资成本持续下降，央国企优势明显

- 2024年上半年，行业增量融资主要来自央企和国企（发债、开发贷等都是以央国企为主力），以致典型房企整体融资成本下降，1H24平均融资成本为4.09%，较2023年全年下降24BP。
- 多数房企融资成本下降，民企成本仍然偏高。单房企看，1H24典型房企中有5家融资成本低于3.5%（2023年全年是1家），分别是华润置地、招商蛇口、中国金茂、保利发展和越秀地产。

图表：典型房企2019-1H22整体融资成本走势



图表：典型房企2023、1H24融资成本对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

3.4、公司财务分析框架指标

资产负债表

资产

货币资金

存货

注：存货为主要资产

存货周转率

开发成本
开发产品

存货周转效率(快周转)是房企运营的关键之一

负债

存货

预收账款

净资产

短期
1. 短期借款
2. 一年内到期的非流动负债
3. 应付短期债券

长期
1. 长期借款
2. 应付债券

所有者权益



$$\text{ROE} = \text{净利润} / \text{净资产}$$

利润表

营业收入

营业收入-营业成本=毛利

营业成本：土地+建安+利息资本化

营业成本

管控水平

销售费用

管理费用

与杠杆水平相关
销售净利率
 $=\text{净利润}/\text{营业收入}$

净利润

净利润扣除少数股东损益

归母净利润

利润表

经营活动产生的现金流量

经营性现金流流入

\rightarrow 销售回款 = 经营性现金流流入 - 其他流入
销售回款率 = (经营性现金流流入 - 其他流入) / 销售金额

经营性现金流流出

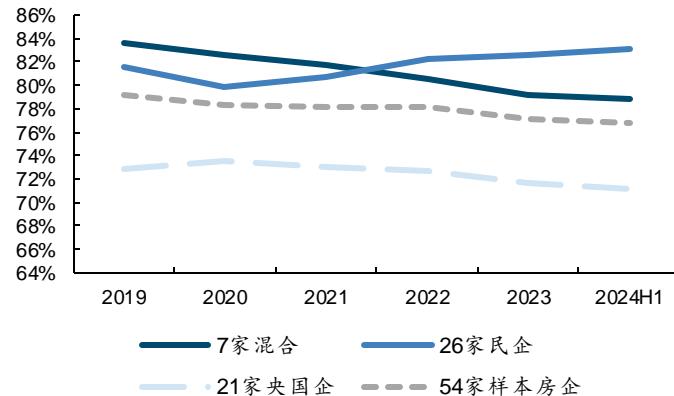
投资活动产生的现金流量

筹资活动产生的现金流量

3.4 资产负债趋势：资产规模仍在下滑，资产负债率走势分化

- 54家典型房企2024年上半年资产总额为175311亿元，同比下滑3.9%，资产规模仍在下滑；
- 典型房企整体资产负债率持续下滑，央国企和民企表现分化。21家央国企2024年上半年资产负债率为71.1%，相比2023年全年下滑0.48%；26家民企2024年上半年资产负债率为83.1%，相比2023年全年上涨0.54%，两者走势分化反映民企偿债压力仍未缓解。

图表：典型房企资产规模及增速



图表：典型房企整体资产负债率走势



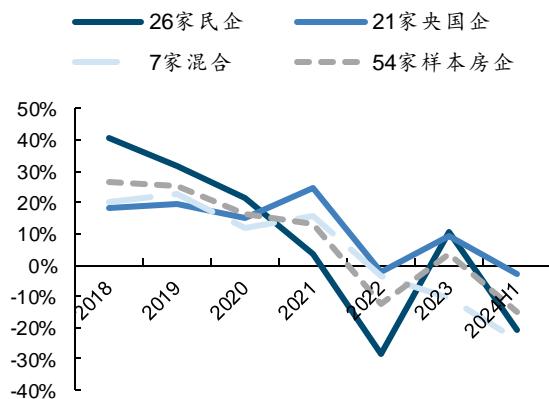
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

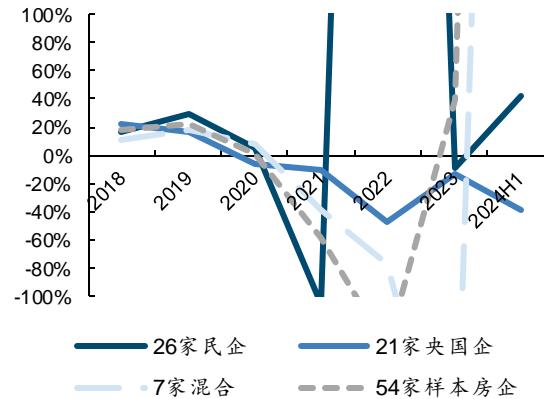
3.4 营收利润趋势：下行趋势尚未扭转，央国企业绩更具韧性

- 行业营收利润双双下滑。54家样本房企2024年上半年营业收入同比-15.2%，54家2024年上半年归母净利润仍然为负（合计-566亿元），负增相比2023年同期有所扩大。
- 企业分化明显。国企/央企更为稳定，2024年上半年营业同比增速-3.1%，归母净利润仍能保持正数，但同比增速再度下滑至-39.3%；而民企营收利润增速波动更大，下行阶段降幅更为明显，营收利润降幅分别为-20.5%和-42.1%。
- 18家典型房企中，5家房企营收同比增速为正，建发国际集团、绿城中国、越秀地产、华润置地和保利发展增速位列前五；仅3家房企归母净利润同比增速为正，其中中国金茂增速超100%、远洋集团增速70.7%。

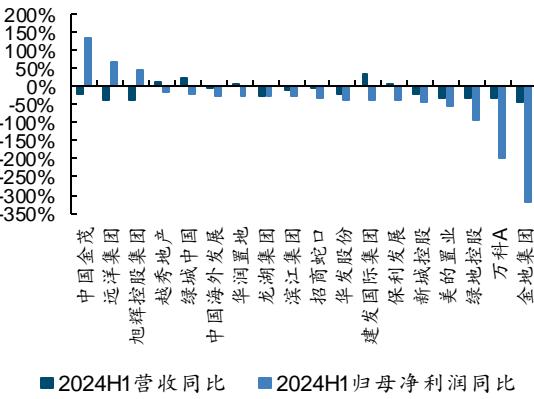
图表：样本房企营业收入同比



图表：样本房企归母净利润同比



图表：典型房企营业收入及归母净利润同比



来源：各公司公告，国金证券研究所

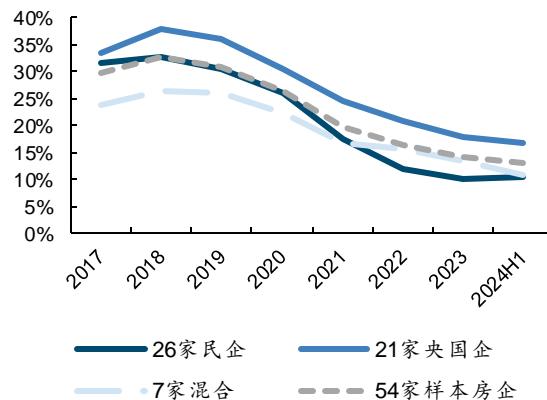
来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

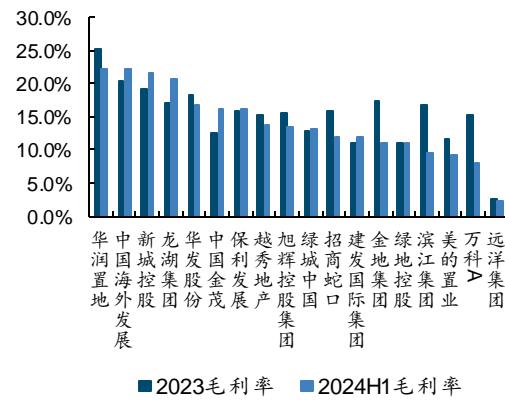
3.4 利润率趋势：毛利率逐渐趋平，费用管控有所下滑

- 2019年以来，在高价地项目逐步结转、高能级城市限价的背景下，行业毛利率水平持续下滑，54家样本房企1H24年整体毛利率为13.2%，较2023年全年下降1.0pct。
- 央国企和民企分化，央国企平均毛利率为16.9%，而民企毛利率仅10.3%。典型房企中华润置地、中国海外发展等4家房企1H24毛利率高于20%；从变化角度看，仅5家房企毛利率有所提升。
- 市场下行背景下，房企销管费率有所减少。典型房企1H24平均销管费率为5.34%，较2023年全年减少0.08pct，滨江集团、绿地控股、万科A、保利发展绝对值相对较低。

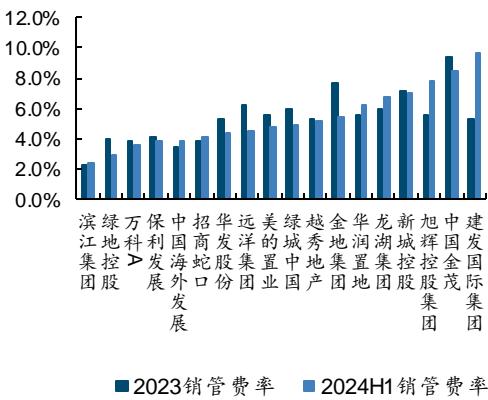
图表：样本房企毛利率走势



图表：典型房企2023、1H24年毛利率对比



图表：典型房企2023、1H24年销管费率对比



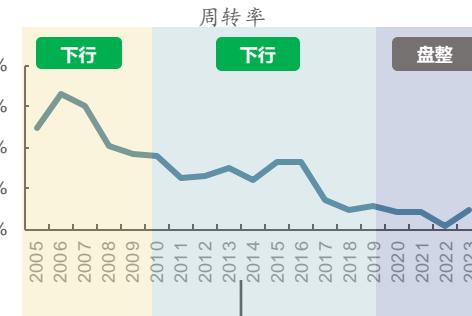
来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

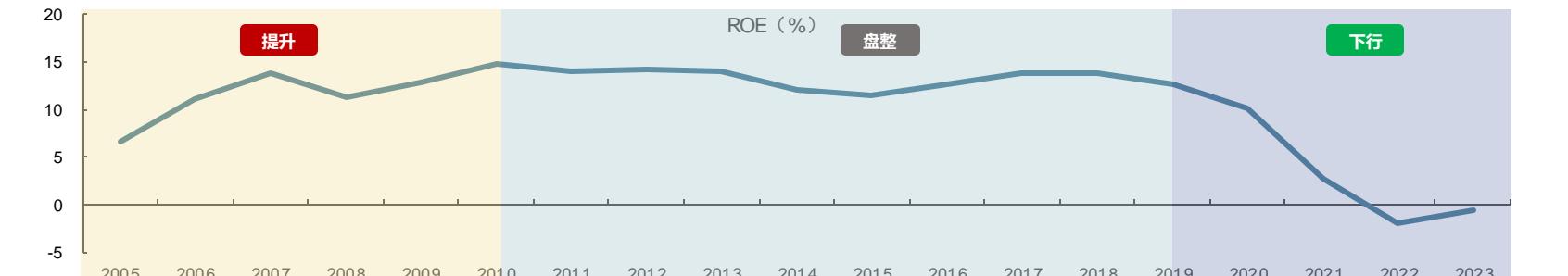
来源：各公司公告，国金证券研究所

3.5、地产盈利能力拆解——未来重新回归净利率增长

- 2010年以前，地产行业ROE提升主要靠的是房价涨幅大于土地涨幅。
- 2010-2019年间，地产行业进入成熟期，净利率提升空间不大，需要靠高周转和高杠杆。
- 2020-至今，地产行业受行业大拐点影响ROE显著回落，其中减值对盈利能力冲击最大。



$$ROE = \text{净利润率} * \text{周转率} * \text{杠杆率}$$

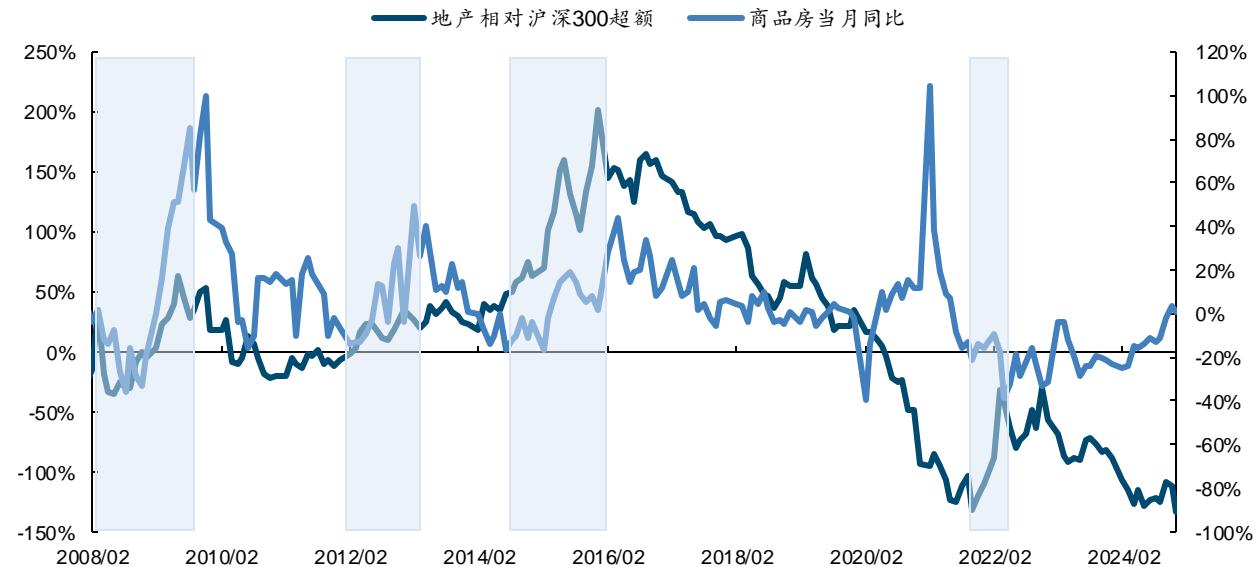


来源：同花顺，国金证券研究所

3.6 违约前的地产行情：政策-销售-业绩

- 复盘2008年至今，地产共经历4轮明显的上涨行情。2016年以前地产超额收益基本上跟商品房销售强相关，其背后反而是政策的刺激下，商品房销售能够在短期内显著好转，进而带动地产公司业绩上行，走出相对流畅的行情。
- 2019年以后，地产板块超额收益与商品房销售相关度下降，反映的是地产当下更多处于“买预期卖现实”的博弈交易机会。

图表：房地产销售与板块超额收益对比



3.6 违约后地产行情的交易核心：政策预期

- 复盘22年至今，地产共经历5轮明显的上涨行情。前四轮的行情可总结为“买预期卖现实”，政策放松&政策预期催化地产快速上涨，而基本面不及预期又会带动地产回落至新低。当上一轮政策失效，基本面持续下行，会酝酿出新一轮的政策放松，从而催化地产又一轮上涨。
- 本轮中央态度出现转向，出台政策力度大、频率高，地产基本面修复效果好于过往。因此本轮上涨幅度更大，持续时间35天，较过往几轮更长，期间最大涨幅61%，较过往几轮更高（第一波博弈城市放松政策，第二波博弈重组/旧改政策）。我们认为地产板块底部得到夯实，不会出现像过往几轮一样的大幅下杀。**

图表：政策驱动地产波段行情



来源：wind，政府官网，人民网，央视网，中国银行间市场交易商协会，央广网，新华网，国金证券研究所等

风险提示

- 宽松政策对市场提振不佳。目前房地产调控宽松基调已定，各地均陆续出台房地产利好政策，若政策利好对市场信心的提振不及预期，市场销售将较长一段时间处于低迷态势。
- 三四线城市恢复力度弱。目前一二线城市销售已有企稳复苏迹象，而三四线城市成交量依然在低位徘徊，而本轮市场周期中三四线城市缺少棚改等利好刺激，市场恢复力度相对较弱。
- 房企出现债务违约。若在宽松政策出台期间，房企出现债务违约，将对市场信心产生更大的冲击。房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等，或导致房地产业良性循环实现难度加大。

投资评级的说明

- 买入：预期未来3—6个月内上涨幅度超过大盘在15%以上；
- 增持：预期未来3—6个月内上涨幅度超过大盘在5%—15%；
- 中性：预期未来3—6个月内变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来3—6个月内下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题

