

房地产行业研究

买入 (维持评级)

行业周报

证券研究报告

房地产组

分析师: 池天惠 (执业
S1130524080002)
chitianhui@gjzq.com.cn

联系人: 何裕佳
heyujia@gjzq.com.cn

如何看待近期土拍高溢价情况?

行业点评

本周 A 股地产、港股地产均下跌,港股物业上涨。本周 (3.22-3.28) 申万 A 股房地产板块涨跌幅为-1.5%, 在各板块中位列第 15; 恒生港股房地产板块涨跌幅为-0.8%, 在各板块中位列第 8。本周恒生物业服务及管理指数涨跌幅为+4.2%, 恒生中国企业指数涨跌幅为-1.6%, 沪深 300 指数涨跌幅为+0%; 物业指数对恒生中国企业指数和沪深 300 的相对收益分别为+5.7% 和 +4.2%。

土地成交热度延续高位, 溢价率持续超过 10%。本周 (3.22-3.28) 全国 300 城宅地成交建面 1003 万 m², 单周环比+73%, 单周同比-2%, 平均溢价率 23%。2025 年初至今, 全国 300 城累计宅地成交建面 8495 万 m², 累计同比+1%; 年初至今, 中海地产、华润置地、绿城中国、建发房产、滨江集团的权益拿地金额位居行业前五。

本周月末集中备案, 新房销售同环比均保持增长, 景气度稳健向上。本周 (3.22-3.28) 47 个城市商品房成交合计 591 万平米, 周环比+27%, 周同比+6%。其中: 一线城市周环比+30%, 周同比+25%; 二线城市周环比+26%, 周同比-8%; 三四线城市周环比+26%, 周同比+17%。

本周月末集中备案, 二手房成交同环比增长, 景气度稳健向上。本周 (3.22-3.28) 22 个城市二手房成交合计 315 万平米, 周环比+1%, 周同比+23%。其中: 一线城市周环比-8%, 周同比+32%; 二线城市周环比+4%, 周同比+27%; 三四线城市周环比+10%, 周同比+2%。

如何看待近期土拍高溢价情况? 1、**土拍高溢价成交仅出现在核心城市核心区域。** 我们发现“地王”主要出现在北上杭蓉等核心城市, 且属于当地较好的区位, 而一二线外围的地块及三四线的地块尚未出现明显的高溢价成交现象。

2、**高价地自身素质好, 具备区位强、建面适中、容积率较低等特点。** 我们发现房企愿出高价争夺的地块, 除了城市及区位好, 同时建面不超过 10 万方, 容积率相对较低, 因此适合打造中高端项目, 在安全性及流速上或有一定保障。

3、**竞得高价土地的房企多数是央国企。** 在对优质地块的争夺及最终成交中, 主要玩家仍是资金实力雄厚的几大央国企。此外, 滨江&绿城虽非央国企, 但发展稳健堪比央国企, 且具备品牌美誉及本地深耕优势。

4、**土拍高溢价背后的原因:** ①随着政策的持续推进, 核心城市去年四季度及今年小阳春楼市表现较好, 量价等指标呈现止跌回稳态势, 房企对后市的信心有所改善。②在全国大市尚未企稳的情况下, 经过近几年的市场筑底, 房企更注重安全性, 核心城市优质地块一定是首选, 各家被迫采取同质化拿地策略。③一二线城市采取缩量提质的供地策略, 通过供应“压箱底”的好地块, 有望形成“供应优质地块-土拍高价成交-新房价格上升-市场信心提振”的正向循环。④在上半年获取的地块能够在下半年首推, 能对全年业绩形成贡献。

投资建议

3 月小阳春期间重点城市一二手房成交量维持高位, 有望为后续价格止跌回稳提供支撑; 同时部分中高端项目热销, 有望提振后续市场信心、打开价格天花板修复房企利润。持续推荐稳健经营且政策敏感型标的: 首推重点布局深耕一线及核心二线城市, 主打改善产品, 具备持续拿地能力的房企, 如滨江集团、中国海外发展、建发国际集团及各自对应的物业管理公司。中介推荐受益于政策利好不断落地, 一二手房市场活跃度提升, 拥有核心竞争力的中介平台贝壳; 物管商管推荐物管稳健发展、商管绝对龙头、积极分红的华润万象生活。建议关注地方政府应收款较多的物业&建筑公司; 受益于地方化债及收储的城投&地方国企; 破净的央国企地产&建筑公司。

风险提示

宽松政策对市场提振不佳; 三四线城市恢复力度弱; 房企出现债务违约

内容目录

如何看待近期土拍高溢价情况.....	4
行情回顾.....	4
地产行情回顾.....	4
物业行情回顾.....	6
数据跟踪.....	6
宅地成交.....	6
新房成交.....	8
二手房成交.....	10
重点城市库存与去化周期.....	11
地产行业政策和新闻.....	12
地产公司动态.....	13
物管行业政策和新闻.....	15
非开发公司动态.....	16
行业估值.....	17
风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 近期核心城市的高地价项目	4
图表 2: 申万 A 股房地产板块本周涨跌幅排序.....	5
图表 3: 恒生港股房地产板块本周涨跌幅排序.....	5
图表 4: 本周地产个股涨跌幅前 5 名.....	5
图表 5: 本周地产个股涨跌幅末 5 名.....	5
图表 6: 本周恒生物管指数、恒生中国企业指数、沪深 300 涨跌幅.....	6
图表 7: 本周物业个股涨跌幅前 5 名.....	6
图表 8: 本周物业个股涨跌幅末 5 名.....	6
图表 9: 全国 300 城单周宅地成交建面及平均成交溢价率.....	7
图表 10: 全国 300 城累计宅地成交建面 (万 m ²) 及同比.....	7
图表 11: 2025 年全年权益拿地金额前 20 房企.....	7
图表 12: 47 城新房成交面积及同比增速.....	8
图表 13: 各能级城市新房成交面积月初至今累计同比.....	9
图表 14: 各能级城市新房成交面积年初至今累计同比.....	9

图表 15: 47 城新房成交明细 (万平方米)	9
图表 16: 22 城二手房成交面积及同比增速.....	10
图表 17: 一二三线城市二手房成交面积月初至今累计同比.....	11
图表 18: 一二三线城市二手房成交面积年初至今累计同比.....	11
图表 19: 22 城二手房成交明细 (万平方米)	11
图表 20: 10 城商品房的库存和去化周期.....	12
图表 21: 10 城各城市能级的库存去化周期.....	12
图表 22: 10 个重点城市商品房库存及去化周期.....	12
图表 23: 地产行业政策新闻汇总.....	12
图表 24: 地产公司动态.....	13
图表 25: 物管行业资讯.....	15
图表 26: 非开发公司动态.....	16
图表 27: A 股地产 PE-TTM.....	17
图表 28: 港股地产 PE-TTM.....	18
图表 29: 港股物业 PE-TTM.....	18
图表 30: 覆盖公司估值情况.....	18

如何看待近期土拍高溢价情况

土拍高溢价成交仅出现在核心城市核心区域。我们发现“地王”主要出现在北上杭蓉等核心城市，且属于当地较好的区位，而一二线外围的地块及三四线的地块尚未出现明显的高溢价成交现象。

高价地自身素质好，具备区位强、建面适中、容积率较低等特点。我们发现房企愿出高价争夺的地块，除了城市及区位好，同时建面不超过10万方，容积率相对较低，因此适合打造中高端项目，在安全性及流速上或有一定保障。

竞得高价土地的房企多数是央国企。在对优质地块的争夺及最终成交中，主要玩家仍是资金实力雄厚的几大央国企。此外，滨江&绿城虽非央国企，但发展稳健堪比央国企，且具备品牌美誉及本地深耕优势。

土拍热背后的原因：①随着政策的持续推进，核心城市去年四季度及今年小阳春楼市表现较好，量价等指标呈现止跌回稳态势，房企对后市的信心有所改善。②在全国大市尚未企稳的情况下，经过近几年的市场筑底，房企更注重安全性，核心城市优质地块一定是首选，各家被迫采取同质化拿地策略。③一二线城市采取缩量提质的供地策略，通过供应“压箱底”的好地块，有望形成“供应优质地块-土拍高价成交-新房价格上升-市场信心提振”的正向循环。④在上半年获取的地块能够在下半年首推，能对全年业绩形成贡献。

图表1：近期核心城市的高地价项目

城市	区位	规划建面 (万m ²)	容积率 上限	成交时间	拿地企业	成交楼面价 (元/m ²)	溢价率
北京	海淀区树村	7.33	1.6	2025/3/18	中海	102347	27.93%
上海	静安区大宁	2.6826	2.5	2025/3/28	大华	92659	32.31%
	浦东东北蔡	4.0832	2	2025/3/28	绿城	71412	40%
	虹口区瑞虹	7.631	3.95	2025/2/20	金茂&新加 坡庆隆	117474	38.20%
杭州	西湖区蒋村	3.9017	1.1	2025/3/28	建发	88029	115.39%
	滨江区西兴	7.1363	2.5	2025/3/25	滨江	72915	69.86%
	拱墅区湖墅	8.4154	2.6	2025/1/24	滨江	64834	71.25%
成都	锦江区柳江	8.1238	2.5	2025/3/27	建发	41200	106%
	高新区桂溪	8.5175	2	2025/3/11	招商	31700	70.43%

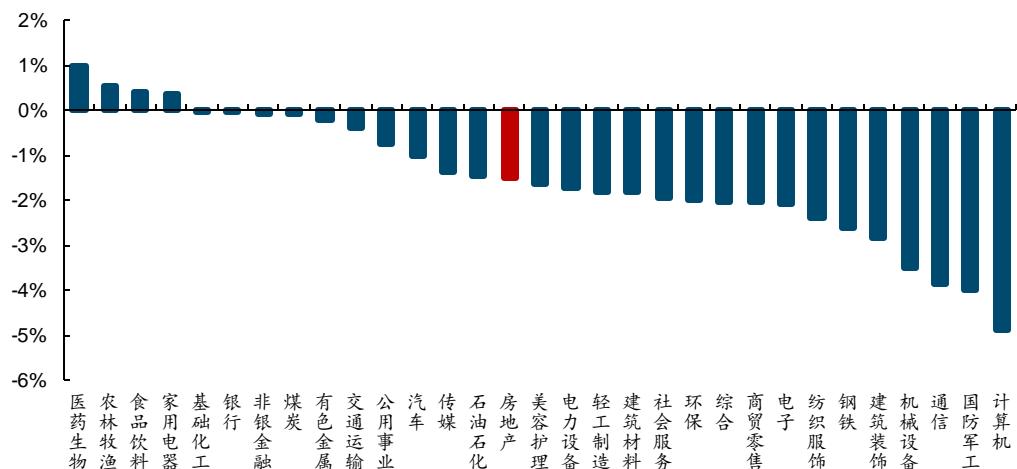
来源：中指研究院，国金证券研究所

行情回顾

地产行情回顾

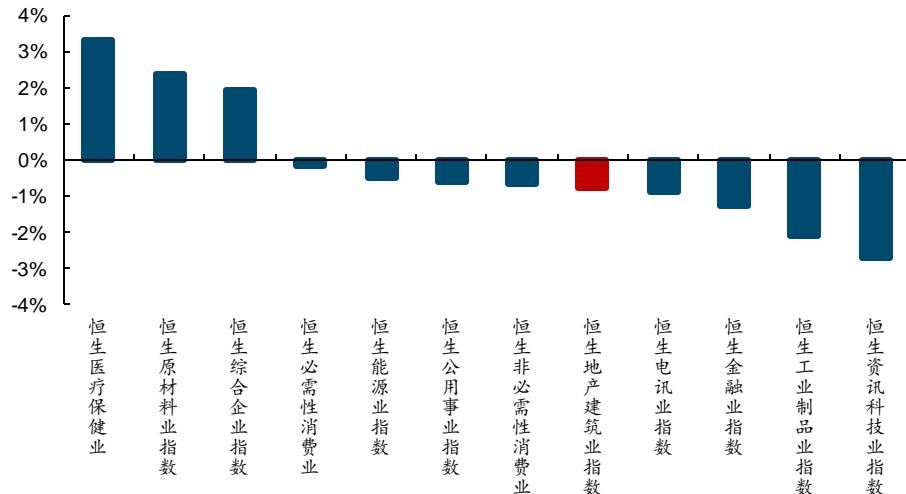
本周申万A股房地产板块涨跌幅为-1.5%，在各板块中位列第15；恒生港股房地产板块涨跌幅为-0.8%，在各板块中位列第8。本周地产涨跌幅前5名为深振业A、时代中国控股、京基智农、绿景中国地产、美的置业，涨跌幅分别为+14.8%、+13.8%、+11.4%、+11.1%、+9.8%；末5名为国瑞健康、阳光股份、路劲、中交地产、荣丰控股，涨跌幅分别为-56.6%、-23.7%、-14.4%、-12.4%、-12.2%。

图表2：申万A股房地产板块本周涨跌幅排序



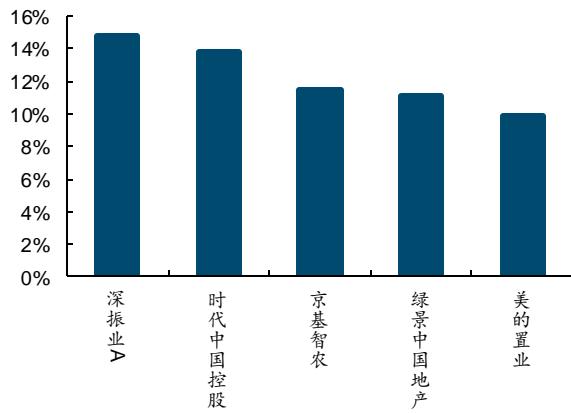
来源：ifind，国金证券研究所

图表3：恒生港股房地产板块本周涨跌幅排序



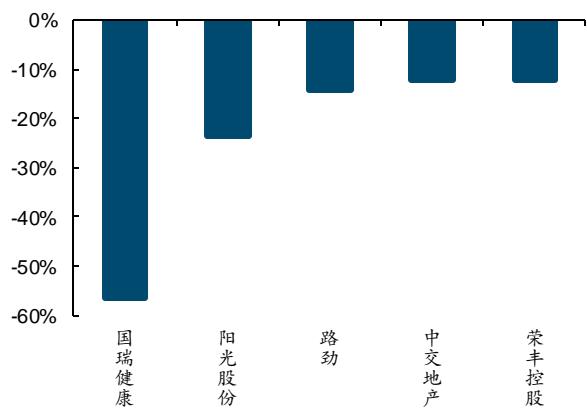
来源：ifind，国金证券研究所

图表4：本周地产个股涨幅前5名



来源：ifind，国金证券研究所

图表5：本周地产个股涨幅末5名

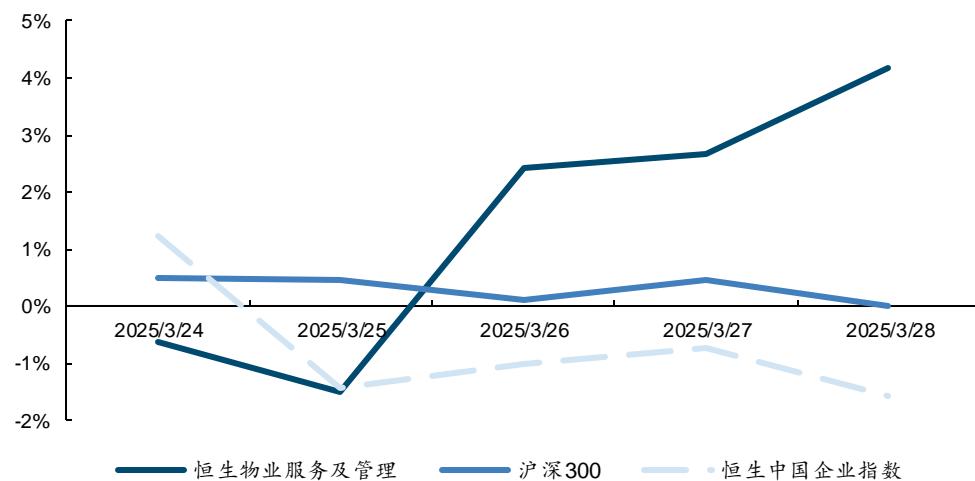


来源：ifind，国金证券研究所

物业行情回顾

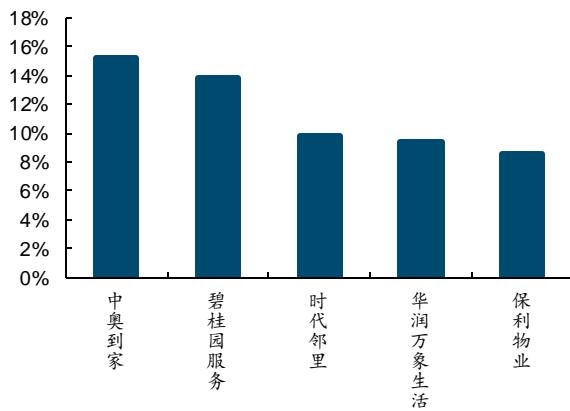
本周恒生物业服务及管理指数涨跌幅为+4.2%，恒生中国企业指数涨跌幅为-1.6%，沪深300指数涨跌幅为+0%；物业指数对恒生中国企业指数和沪深300的相对收益分别为+5.7%和+4.2%。本周物业涨跌幅前5名为中奥到家、碧桂园服务、时代邻里、华润万象生活、保利物业，涨跌幅分别为+15.3%、+13.8%、+9.8%、+9.3%、+8.6%；末5名为新希望服务、和泓服务、远洋服务、中骏商管、佳源服务，涨跌幅分别为-11.9%、-11.8%、-11.1%、-10.2%、-9.3%。

图表6：本周恒生物业服务及管理指数、恒生中国企业指数、沪深300涨跌幅



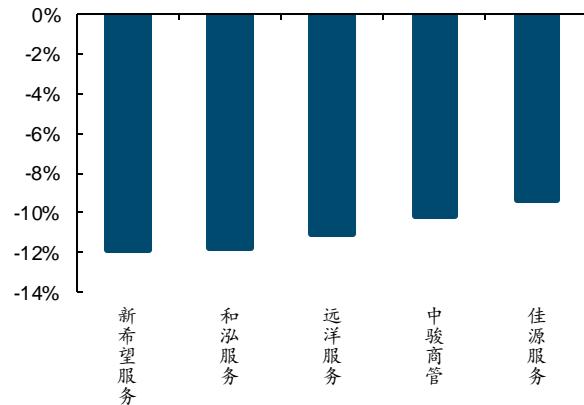
来源：ifind，国金证券研究所

图表7：本周物业个股涨跌幅前5名



来源：ifind，国金证券研究所

图表8：本周物业个股涨跌幅末5名



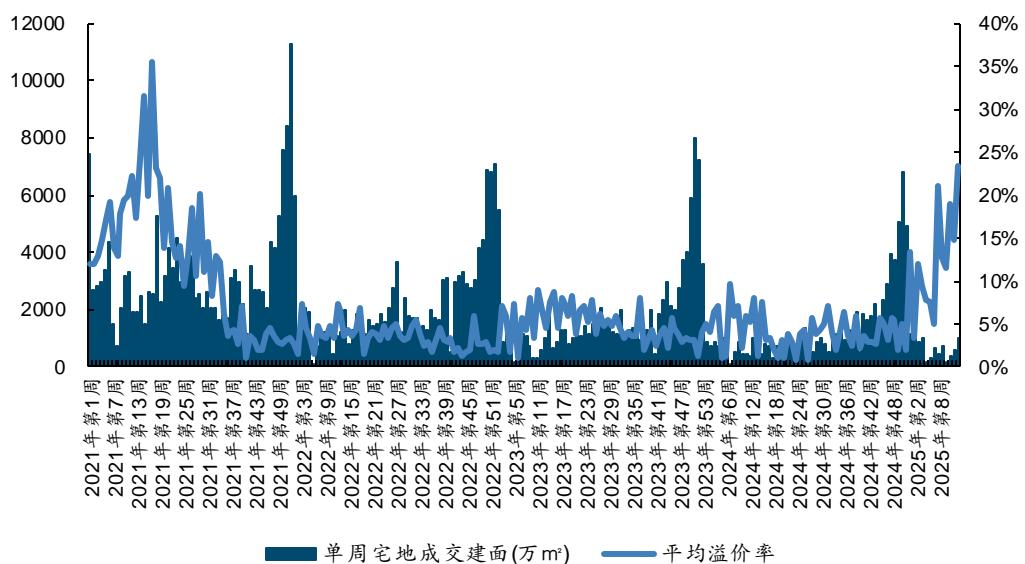
来源：ifind，国金证券研究所

数据跟踪

宅地成交

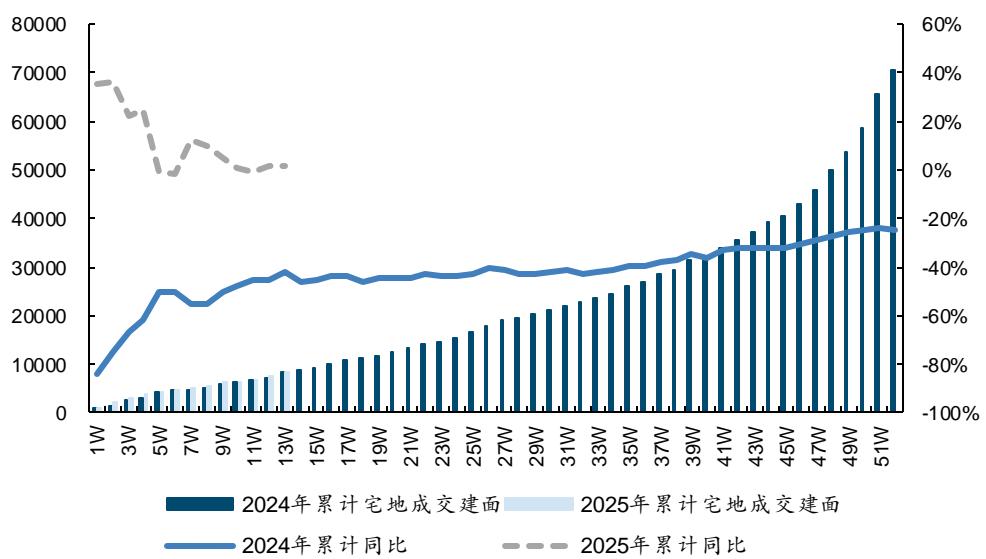
根据中指研究院数据，2025年第13周，全国300城宅地成交建面1003万m²，单周环比73%，单周同比-2%，平均溢价率23%。2025年初至今，全国300城累计宅地成交建面8495万m²，累计同比+1%；年初至今，中海地产、华润置地、绿城中国、建发房产、滨江集团的权益拿地金额位居行业前五，分别为258、244、219、193、184亿元。

图表9: 全国300城单周宅地成交建面及平均成交溢价率



来源: 中指研究院, 国金证券研究所 注: 中指新300城口径

图表10: 全国300城累计宅地成交建面(万m²)及同比



来源: 中指研究院, 国金证券研究所 注: 中指新300城口径

图表11: 2025年全年权益拿地金额前20房企

排行	企业名称	土地宗数(宗)	权益拿地金额(亿元)	权益建筑面积(万m²)	总规划建面(万m²)	溢价水平(%)	楼面均价(元/m²)
1	中海地产	8	258	76	77	27	33813
2	华润置地	12	244	91	104	20	31659
3	绿城中国	19	219	83	109	31	24835
4	建发房产	6	193	38	38	39	51327
5	滨江集团	6	184	38	38	57	48307
6	招商蛇口	10	138	66	90	17	23496
7	中国金茂	4	129	23	37	21	50697
8	保利发展	9	109	68	81	9	19649

排行	企业名称	土地宗数(宗)	权益拿地金额 (亿元)	权益建筑面积 (万m ²)	总规划建面 (万m ²)	溢价水平(%)	楼面均价(元/m ²)
9	象屿地产	3	67	20	20	18	33580
10	保利置业	3	57	26	31	6	20620
11	中国中铁	12	46	31	39	13	28187
12	中国雄安集团	4	33	135	135	0	2453
13	邦泰集团	8	33	70	70	8	4696
14	越秀地产	2	33	6	10	27	62427
15	首钢地产	1	28	10	10	0	27154
16	恒泰	3	28	20	26	44	20592
17	国贸地产	4	27	10	25	9	18012
18	龙城旅游控股	2	26	26	26	0	10163
19	大华集团	2	25	3	3	31	86001
20	中海宏洋	4	25	30	30	15	8191

来源：中指研究院，国金证券研究所 注：截至 2025 年第 13 周（3 月 28 日）

新房成交

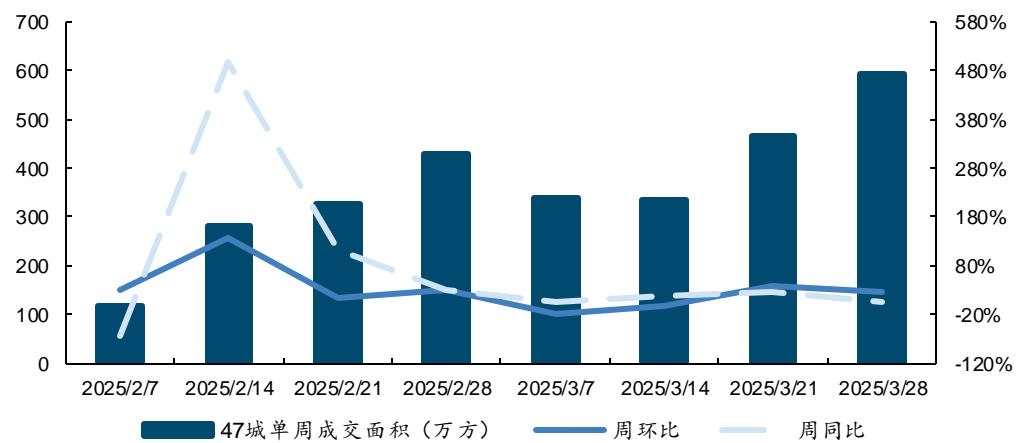
根据 ifind 数据，本周（3 月 22 日-3 月 28 日）47 个城市商品房成交合计 591 万平米，周环比+27%，周同比+6%，月度累计同比+14%，年度累计同比+8%。其中：

一线城市：周环比+30%，周同比+25%，月度累计同比+20%，年度累计同比+10%；

二线城市：周环比+26%，周同比-8%，月度累计同比+8%，年度累计同比-2%；

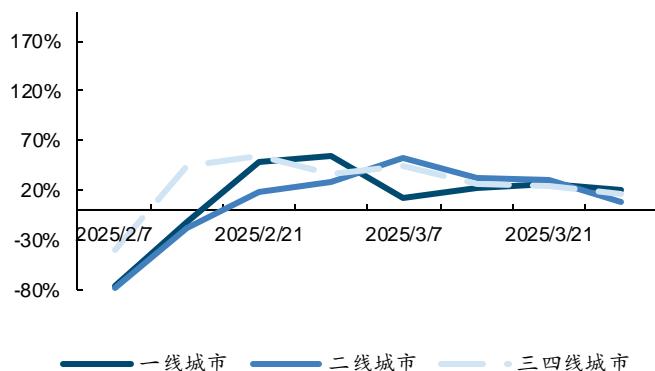
三四线城市：周环比+26%，周同比+17%，月度累计同比+16%，年度累计同比+17%。

图表 12：47 城新房成交面积及同比增速

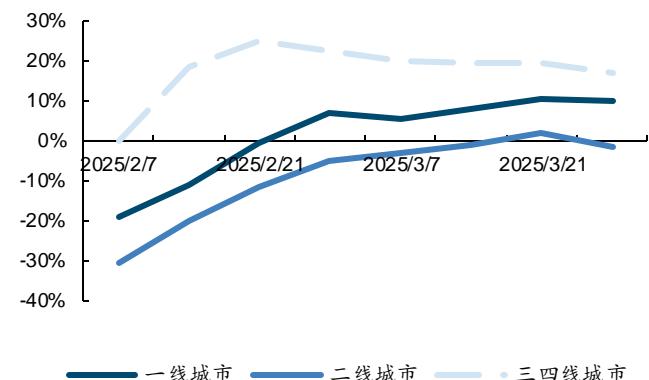


来源：ifind，国金证券研究所

图表13: 各能级城市新房成交面积月初至今累计同比



图表14: 各能级城市新房成交面积年初至今累计同比



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

图表15: 47城新房成交明细 (万平方米)

城市	本周成交	周环比	周同比	月累计值	月同比	年累计值	年同比
北京	41.6	46%	117%	94.2	49%	207	-8%
上海	37.7	44%	2%	110.3	6%	289	14%
广州	17.3	-7%	-9%	69.7	15%	180	21%
深圳	8.3	13%	-1%	28.8	18%	95	59%
杭州	30.9	14%	-1%	93.7	50%	200	25%
苏州	32.2	78%	33%	67.1	24%	117	8%
宁波	20.6	8%	43%	60.1	79%	112	35%
成都	48.7	47%	8%	171.7	10%	447	3%
厦门	0.0	-100%	-100%	9.6	-33%	41	-2%
济南	20.4	-28%	-50%	75.7	-30%	181	-23%
武汉	44.0	56%	86%	103.5	38%	247	8%
青岛	20.4	5%	-60%	66.9	-35%	183	-23%
福州	3.6	40%	-40%	13.6	92%	33	62%
南宁	18.9	89%	2%	46.6	18%	114	43%
温州	36.3	76%	10%	77.5	7%	199	-3%
泉州	0.2	-61%	-74%	1.7	-21%	8	-39%
扬州	1.8	-54%	-69%	12.7	12%	48	44%
绍兴	1.1	-47%	-6%	5.6	47%	14	23%
金华	12.2	4%	78%	31.2	24%	46	21%
惠州	17.7	33%	21%	57.1	23%	113	0%
东莞	4.7	14%	-23%	16.2	0%	46	9%
佛山	15.4	1%	-15%	52.9	-17%	155	-11%
芜湖	26.4	-28%	32%	113.2	56%	329	231%
抚州	4.7	88%	36%	14.0	-18%	22	-58%
平凉	2.6	-22%	-34%	12.6	-23%	38	-13%
茂名	4.4	-33%	-19%	24.3	-29%	88	-20%
云浮	1.8	-33%	-34%	10.4	-6%	29	-27%
梧州	11.6	73%	7%	22.4	12%	52	20%
海门	0.4	194%	18%	1.0	-39%	6	12%
鹤壁	0.6	-2%	-9%	3.1	1%	13	81%
池州	0.4	25%	-52%	2.4	-46%	9	-19%

城市	本周成交	周环比	周同比	月累计值	月同比	年累计值	年同比
宝鸡	0.6	-23%	-39%	3.0	-29%	11	-18%
江门	8.3	9%	40%	28.6	60%	79	132%
荆门	3.8	29%	399%	11.9	136%	26	85%
丽江	0.5	-28%	-59%	2.0	1%	6	1%
嘉兴	44.8	254%	98%	65.2	107%	103	19%
莆田	1.1	83%	163%	3.7	108%	14	51%
清远	9.0	1%	-8%	35.9	13%	84	4%
渭南	0.6	95%	111%	1.5	36%	4	42%
汕头	5.0	-48%		30.2		85	
韶关	2.3	38%	2%	6.7	18%	20	13%
宿州	1.7	23%	-65%	7.0	-45%	18	-30%
泰安	7.2	58%	12%	14.4	-22%	23	-44%
肇庆	4.5	6%	-15%	16.5	-31%	52	-39%
衢州	9.7	162%	-15%	21.3	31%	44	40%
舟山	2.7	16%	156%	7.3	90%	15	31%
遵义	2.0	21%	-23%	7.2	-33%	27	-13%

来源: ifind, 国金证券研究所 注: 成交数据为各地房管局备案口径, 可能较实际市场情况滞后。

二手房成交

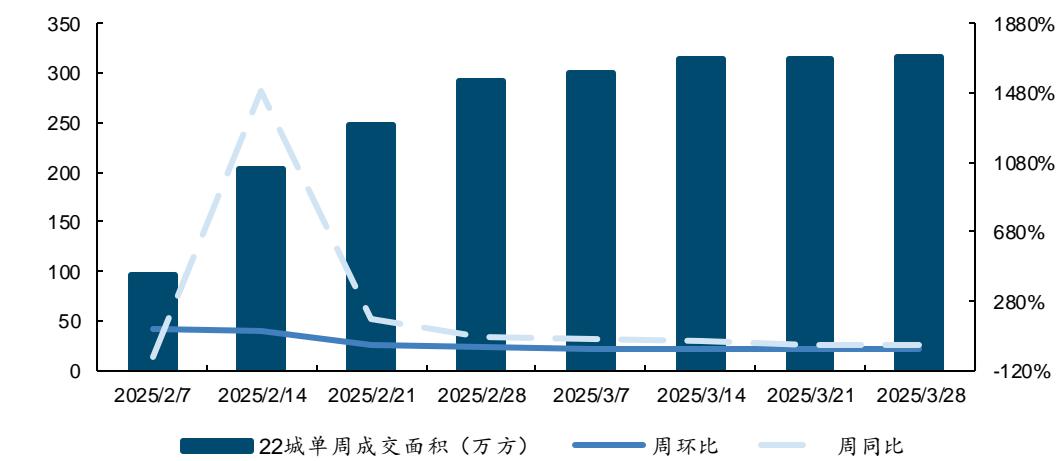
根据 ifind 数据, 本周 (3 月 22 日-3 月 28 日) 22 个城市二手房成交合计 315 万平米, 周环比+1%, 周同比+23%, 月度累计同比+37%, 年度累计同比+34%。其中:

一线城市: 周环比-8%, 周同比+32%, 月度累计同比+45%, 年度累计同比+44%;

二线城市: 周环比+4%, 周同比+27%, 月度累计同比+40%, 年度累计同比+42%;

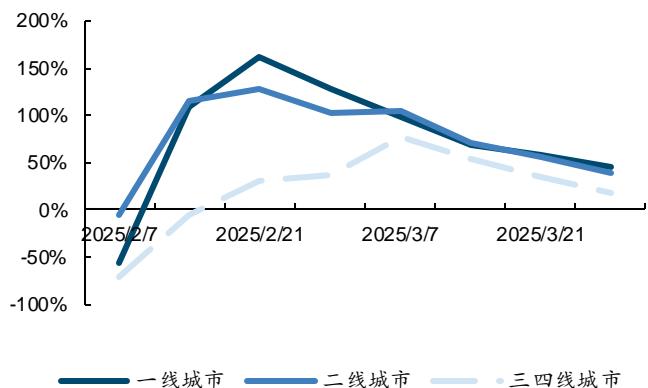
三四线城市: 周环比+10%, 周同比+2%, 月度累计同比+19%, 年度累计同比+7%。

图表 16: 22 城二手房成交面积及同比增速

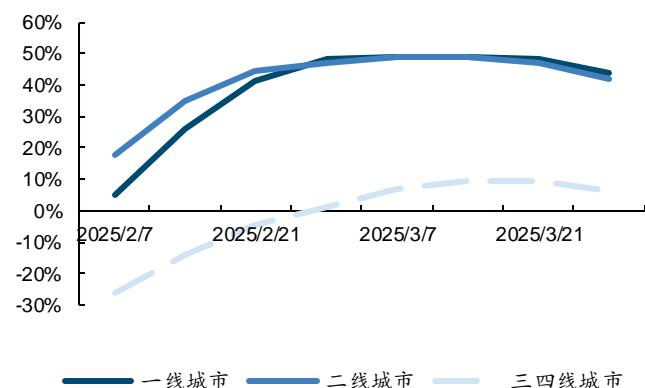


来源: ifind, 国金证券研究所

图表17: 一二三线城市二手房成交面积月初至今累计同比



图表18: 一二三线城市二手房成交面积年初至今累计同比



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

图表19: 22城二手房成交明细 (万平方米)

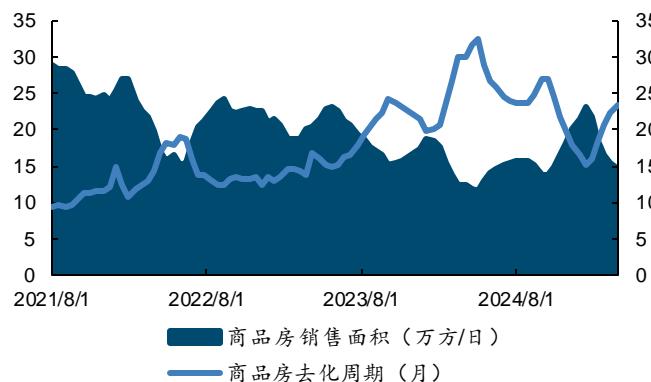
城市	本周成交	周环比	周同比	月累计值	月同比	年累计值	年同比
北京	43.3	5%	32%	162.5	46%	402	38%
上海	47.2	-14%	28%	203.0	50%	494	49%
深圳	16.0	-17%	61%	66.1	78%	163	67%
杭州	26.6	4%	49%	100.8	78%	201	58%
成都	65.8	-6%	28%	261.5	42%	644	33%
苏州	21.4	21%	18%	73.3	40%	189	14%
厦门	6.0	-11%	-13%	37.6	100%	199	250%
青岛	17.5	30%	31%	63.2	31%	140	16%
南宁	8.8	23%	28%	30.0	33%	86	62%
东莞	8.3	-7%	87%	32.5	68%	83	42%
佛山	19.1	9%	17%	69.2	17%	172	4%
金华	3.4	-9%	74%	21.1	230%	37	98%
扬州	7.7	72%	-45%	24.1	-11%	54	1%
江门	9.8	47%	15%	35.2	33%	92	25%
吉安	1.3	-8%	1749%	5.1	1702%	14	1467%
平凉	2.1	-2%	5%	8.6	14%	23	7%
池州	0.7	-1%	-29%	3.2	65%	8	52%
清远	5.5	-24%	-25%	26.6	3%	76	-12%
韶关	1.3	22%	-67%	7.1	-48%	15	-56%
渭南	1.1	32%	24%	3.9	20%	9	14%
梧州	0.7	45%	113%	1.7	8%	5	-73%
衢州	1.7	-5%	24%	6.8	-8%	19	18%

来源: ifind, 国金证券研究所 注: 成交数据为各地房管局备案口径, 可能较实际市场情况滞后。

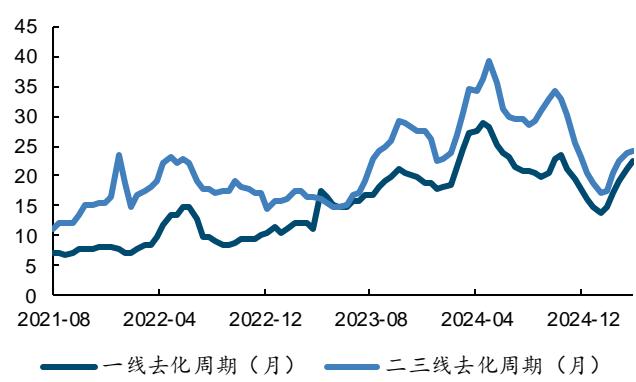
重点城市库存与去化周期

本周10城商品房库存（可售面积）为1.02亿平米，环比-0.8%，同比-9.2%。以3个月移动平均商品房成交面积计算，去化周期为23.3月，较上周+0.7个月，较去年同比-9.2个月。

图表20: 10城商品房的库存和去化周期



图表21: 10城各城市能级的库存去化周期



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

图表22: 10个重点城市商品房库存及去化周期

城市	可售面积(万方)	同比去年同期	3个月移动日均成交面积(万方)	去化周期(月)	同期增减(月)
北京	2,151	-11%	2.5	28.4	-0.81
上海	739	-6%	2.6	9.4	0.39
广州	2,417	-1%	2.1	37.8	3.22
深圳	286	-47%	1.0	9.7	0.49
杭州	1,248	-15%	2.7	15.3	0.66
宁波	649	-18%	1.4	15.6	-0.94
苏州	1,300	-4%	1.5	28.5	0.69
厦门	239	-20%	0.4	21.4	-0.06
泉州	781	3%	0.1	210.0	30.75
莆田	398	-4%	0.2	58.6	2.57

来源: ifind, 国金证券研究所 注: 成交数据为各地房管局备案口径, 可能较实际市场情况滞后。

地产行业政策和新闻

图表23: 地产行业政策新闻汇总

时间	城市/机构	内容
2025/3/24	宁波	浙江省宁波市住房公积金管理中心出台新政, 允许符合条件的缴存人提取住房公积金支付二手房首付款。在宁波市缴存住房公积金并在市行政区域内购买二手住房且已完成存量房买卖合同网签的购房人及其配偶、父母、子女(统称为申请人), 可向购房所在地住房公积金管理中心申请提取个人住房公积金账户余额用于支付购房首付款。购房人缴存住房公积金, 且在提取本人及配偶的住房公积金后仍不足以支付首付款的, 可提取父母、子女的住房公积金。
2025/3/24	佛山	佛山市房地产融资协调机制办公室发布关于进一步做好审核制“白名单”工作的通知, 各区融资协调机制要主动与辖区房地产开发企业对接, 全面摸清在建、已拿地未开工的房地产项目申报“白名单”意愿及资金需求情况。对有融资需求的房地产项目, 指导房地产开发企业积极匹配“白名单”“5+5”条件标准, 通过区融资协调机制申报进入“白名单”, 做到“能报尽报”。项目范围包含已纳入“白名单”仍有新增融资或贷款展期需求的、在建未纳入“白名单”且有融资需求的房地产项目。申报材料应真实、完整、准确, 严禁弄虚作假。
2025/3/24	无锡	无锡市住房和城乡建设局、市体育局、市房地产业协会组织全市42家房地产开发企业开展购房优惠活动: 凡参加过历届无锡马拉松赛事或已通过官网报名参加2025无锡马拉松赛事的选手, 在市区指定楼盘购买新建商品房的, 均可享受开发企业的购房优惠。其中, 完成2025无锡马拉松全马、半马项目的选手, 凭完赛证明, 给予8万元购房优惠。

时间	城市/机构	内容
2025/3/26	深圳	深圳市住建局印发《关于规范城市更新实施工作的若干意见》，其中提到，建立房票制度，探索城市更新项目补偿安置多元化路径。
2025/3/27	青岛	青岛市住房公积金管理中心发布《关于调整我市住房公积金贷款政策的通知》。通知显示，实施商品房现房住房公积金贷款支持政策。缴存人购买青岛市商品房现房申请住房公积金贷款的，申贷时计算的贷款额度可上浮 10%，且可以与青岛市其他住房公积金贷款额度上浮政策叠加使用，叠加后贷款最高限额为 150 万元。同时，调整青岛市住房公积金贷款借款人年龄上限。贷款到期日男性不超过 68 岁，女性不超过 63 岁，或不超过法定退休年龄后 5 年。住房公积金贷款期限最长不超过 30 年。此外，加大多子女家庭购房支持。青岛市缴存住房公积金的多子女家庭，在购房所在区（市）购买家庭第二套自住住房申请住房公积金贷款的，按首套房认定，执行首套房政策。
2025/3/28	义乌	义乌市城市品质提升行动联席会议近日发布关于支持刚性和改善性需求购房的通知，通知自 2025 年 3 月 28 日起施行。其中提出，实施“住有所居”首次置业购房补贴。个人及配偶名下在义乌市行政区域内无商品住房的（以不动产登记和网签备案为准），购买建筑面积小于 150 m ² 且预（现）售备案总价不超过 350 万元的一手新建商品住房，给予 1000 元/m ² 补贴。实施多孩家庭购房补贴。符合国家全面两孩、三孩政策实施后生育的多孩家庭，购买一手新建商品住房时给予补贴。其中：两孩家庭每套补贴 10 万元，三孩家庭每套补贴 20 万元，每个家庭仅可享受一次。“住有所居”首次置业和多孩家庭购房补贴可叠加使用，每套补贴总额度不超过 25 万元。根据补贴额度，先购先得，用完即止。
2025/3/28	安徽	安徽省近日发布《推动经济持续回升向好细化政策举措》，涉及住房消费、城市更新、营商环境等多个方面，本次政策举措有效期至 2025 年 12 月 31 日。文件提出，要提振住房消费，促进房地产市场止跌回稳。加大商品房促销力度。全面取消住房限制性措施，严格落实住房消费税收优惠政策，鼓励各市推出阶段性购房补贴、购房消费券、“以旧换新”等促销政策，按季开展“线上+线下”商品房展销活动。扩大住房公积金提取范围，实施差异化购房信贷支持政策，全面放开异地贷款、“商转公”。制定完善相关标准，配合自然资源部门优化住宅用地容积率、建筑密度、建筑高度等规划条件，引导房地产开发企业建设“好房子”，开展保障性住房“好房子”建设试点。强化省级政策指导，编制房地产政策“白皮书”，加强正面宣传引导，稳定市场预期。

来源：各政府官网，财联社，国金证券研究所

地产公司动态

图表24：地产公司动态

公司名称	公告时间	类型	内容
宝龙地产	2025/3/24	业绩预告	预期集团于截至 2024 年 12 月 31 日止年度亏损介乎约人民币 53 亿元至人民币 56 亿元，23 年同期亏损约人民币 25.77 亿元；公司拥有人应占核心亏损介乎约人民币 29 亿元至人民币 32 亿元，23 同期亏损约人民币 11.48 亿元。
佳兆业集团	2025/3/24	业绩预告	预计 2024 年度本公司拥有人应占净亏损净额不超过人民币 300 亿元，23 年同期为人民币 199 亿元。
金地集团	2025/3/25	经营业绩	24 年实现营业收入 752.69 亿元，同比-23.20%，；归属母公司净利润为-61.15 亿元，23 年为 8.88 亿元。
中国金茂	2025/3/25	经营业绩	2024 年公司实现收入 590.53 亿元，同比-18.44%；归母净利润为 7.01 亿元，23 年为-68.97 亿元。
融信中国	2025/3/25	业绩预告	集团预期于 2024 年取得净亏损约人民币 110 亿元至 130 亿元，公司拥有人应占净亏损约人民币 115 亿元至 135 亿元；2023 年同期分别为 68.47 亿元和 59.2 亿元。
华润置地	2025/3/26	经营业绩	2024 年营业收入为 2787.99 亿元，同比+11.01%；归母净利润为 255.77 亿元，同比-18.45%。
中国奥园	2025/3/26	经营业绩	2024 年营业收入为人民币 96.75 亿元，同比-64.86%；归母净利润为 0.35 亿元，而 2023 年为亏损 95.34 亿元。

公司名称	公告时间	类型	内容
远洋集团	2025/3/26	经营业绩	2024 年营业收入为 236.41 亿元, 同比-49.12%; 归母净利润为-186.24 亿元, 同比+11.72%。 自 2025 年 3 月 26 日起, 林伟国先生被任命为董事会主席及提名委员会主席, 同时卸任行政总裁职务; 田美坦先生则被任命为新的行政总裁。赵呈闽女士不再担任董事会主席及提名委员会主席, 但继续留任执行董事。
建发国际集团	2025/3/26	高管变更	2024 年营业收入为 1429.86 亿元, 同比+6.36%; 归母净利润为 42.68 亿元, 同比-1.63%。
建发国际集团	2025/3/26	经营业绩	2024 年营业收入 71.52 亿元, 同比-54.59%; 归母净利润为-28.27 亿元, 23 年为 0.68 亿元, 由盈转亏。
北辰实业	2025/3/27	经营业绩	张亚东因工作安排辞任执行董事及董事会主席; 周长江因工作安排辞任执行董事以及薪酬委员会及提名委员会成员, 自 2025 年 3 月 26 日起生效, 将继续担任公司执行总裁; 刘成云获委任公司非执行董事以及薪酬委员会及提名委员会成员, 自 2025 年 3 月 26 日起, 刘成云获委任为主席。
绿城中国	2025/3/27	高管变更	2024 年营业收入为 232.65 亿元, 同比-50.68%; 归母净利润为-62.98 亿元, 同比+29.52%。
龙光集团	2025/3/27	经营业绩	2024 年营业收入为 113.06 亿元, 同比-42.89%; 归母净利润为-50.22 亿元, 同比+30.39%。
弘阳地产	2025/3/27	经营业绩	2024 年营业收入为 1.14 亿元, 同比+0.18%; 归母净利润为-0.24 亿元, 同比-34.32%。境外债务各项重组条件均已获达成, 即日起正式生效。公司境外债重组总规模约 63.15 亿美元, 将转换为约 22 亿美元的新债务, 以及约 41.15 亿美元的新强制可转换债券及新永续证券。
鑫达投资控股	2025/3/27	经营业绩	2024 年营业收入为 82.02 亿元, 同比+53.59%; 归母净利润为-27.60 亿元, 同比 77.36%。
远洋集团	2025/3/27	重组进展	2024 年营业收入为 198.31 亿元, 同比+49.42%; 归母净利润为-19.27 亿元, 同比-31.50%。
力高集团	2025/3/27	经营业绩	2024 年营业收入为 1274.75 亿元, 同比-29.47%; 归母净利润为 104.01 亿元, 同比-19.06%。
大悦城	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 378.34 亿元, 同比+10.33%; 归母净利润为 1.20 亿元, 同比 95.91%。
龙湖集团	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 599.75 亿元, 同比+0.90%。
合生创展集团	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 82.54 亿元, 同比-53.05%; 归母净利润为-6.58 亿元, 23 年为 1.48 亿元。
世茂集团	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 45.74 亿元, 同比-71.13%; 归母净利润为-83.12 亿元, 同比 28.11%。
花样年控股	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 110.62 亿元, 同比-30.02%; 归母净利润为-80.85 亿元, 同比+56.84%。
合景泰富集团	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 10671.71 亿元, 同比-6.22%; 归母净利润为 222.15 亿元, 同比-14.87%。
中国铁建	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 407.70 亿元, 同比+94.50%; 归母净利润为-78.63 亿元, 同比+1.60%。
中骏集团控股	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 396.82 亿元, 同比-40.43%; 归母净利润为-24.27 亿元, 同比+42.83%。
中梁控股	2025/3/28	经营业绩	预计 2024 年度将录得净亏损约 160 亿元至 175 亿元人民币, 23 年同期净亏损 45.1 亿元人民币,
时代中国控股	2025/3/28	业绩预告	

公司名称	公告时间	类型	内容
融创中国	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 740.19 亿元，同比-52.01%；归母净利润为-256.95 亿元，同比-222.44%。
万达酒店发展	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 9.91 亿元，同比+0.85%；归母净利润为-5.91 亿元，23 年为 1.65 亿元。
华侨城（亚洲）	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 9.67 亿元，同比-23.46%；归母净利润为-1.73 亿元，同比+70.82%。
佳兆业集团	2025/3/28	重组进展	原定于 2025 年 3 月 31 日进行的清盘呈请聆讯已被取消，并延期至 2025 年 6 月 30 日。
建业地产	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 160.69 亿元，同比-16.57%；归母净利润为-33.08 亿元，同比+1.33%。
正荣地产	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 334.17 亿元，同比-13.82%；归母净利润为-68.30 亿元，同比+19.34%。
领地控股	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 85.71 亿元，同比-53.65%；归母净利润为-20.85 亿元，同比+58.04%。
绿城中国	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 1585.46 亿元，同比+20.67%；归母净利润为 15.96 亿元，同比-48.36%。
绿地香港	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 152.76 亿元，同比-38.7%；归母净利润为-20.94 亿元，同比+20%。
朗诗绿色管理	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 17.26 亿元，同比-80.91%；归母净利润为-15.09 亿元，同比+75.34%。
金辉控股	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 247.66 亿元，同比-27.69%；归母净利润为-91.11 亿元，同比+1467.5%。
美的置业	2025/3/28	高管变更	林戈辞任公司执行董事兼副总裁、授权代表，由刘敏接任执行董事。
新城控股	2025/3/29	经营业绩	2024 年营业收入为 889.99 亿元，同比-25.32%；归母净利润为 7.52 亿元，同比+2.07%。
渝开发	2025/3/29	高管变更	2025 年 3 月 28 日分别收到公司董事罗升平先生，董事会秘书、副总经理、总法律顾问谢勇彬先生，财务总监官燕女士递交的书面辞呈。
华侨城 A	2025/3/29	经营业绩	2024 年营业收入为 544.07 亿元，同比-2.40%；归母净利润为-86.62 亿元，同比+33.42%。
金隅集团	2025/3/29	经营业绩	2024 年营业收入为 1107.12 亿元，同比+2.55%；归母净利润为-5.55 亿元，23 年为 0.25 亿元。

来源：各公司公告，国金证券研究所

物管行业政策和新闻

图表25：物管行业资讯

时间	城市/机构	内容
2025/3/27	泉州	为扎实推进物业服务领域集中整治和物业服务质提升行动，全国物业服务领域整治及提升工作部署会今日在泉州举行。本次会议由住建部房地产市场监管司主办，泉州市住建局协办。会上，福建、山西、浙江、山东、黑龙江等省份住建厅及泉州住建局将一起交流整治物业服务领域突出问题及提升行动的经验做法，与会人员还将现场观摩泉州多个小区的物业管理实践，包括小区业委会换届、老旧小区改造及公共收益管理等。

来源：中国物业新闻网，国金证券研究所

非开发公司动态

图表26：非开发公司动态

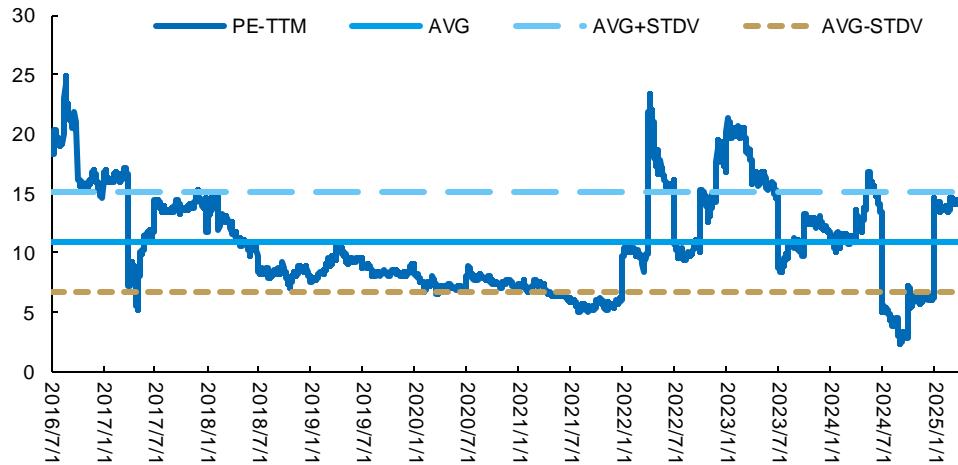
公司名称	公告时间	类型	内容
贝壳-W	2025/3/24	回购	于 2025 年 3 月 21 日斥资 800 万美元回购股份 115.29 万股。
金茂服务	2025/3/24	经营业绩	2024 年营业收入为 29.66 亿元, 同比+9.67%; 归母净利润为 3.72 亿元, 同比+10.42%。
越秀服务	2025/3/24	回购	斥资 65 万港元回购股份 22.5 万股。
新希望服务	2025/3/24	经营业绩	24 年营业收入为 14.81 亿元, 同比+17.45%; 归母净利润为 2.27 亿元, 同比+5.50%。 自 2025 年 3 月 24 日起, 侯敏先生已由非执行董事调任为执行董事, 并已获委任为行政总裁; 工作需要, 杨德勇先生将继续担任联席主席、执行董事、提名委员会主席及薪酬委员会委员, 而不再同时兼任行政总裁。
远洋服务	2025/3/24	高管变动	
远洋服务	2025/3/24	经营业绩	2024 年营业收入为 28.40 亿元, 同比-9.36%; 归母净利润为 0.29 亿元, 同比-31.40%。
融创服务	2025/3/25	经营业绩	2024 年公司收入约为 69.70 亿元, 同比-0.57%; 归母净利润为-4.51 亿元, 同比-3.71%。
星悦康旅	2025/3/25	经营业绩	2024 年营业收入为 13.55 亿元, 同比-13.29%; 归母净利润为 0.96 亿元, 同比-38.77%。
滨江服务	2025/3/25	经营业绩	2024 年营业收入为 35.95 亿元, 同比+27.96%; 归母净利润为 5.47 亿元, 同比+10.96%。
万物云	2025/3/25	经营业绩	2024 年营业收入为 362.24 亿元, 同比+9.16%; 归母净利润为 11.50 亿元, 同比-41.19%。
佳兆业美好	2025/3/25	经营业绩	2024 年营业收入为 17.35 亿元, 同比-3.28%; 归母净利润为 0.15 亿元, 23 年为-4.50 亿元。
弘阳服务	2025/3/25	经营业绩	2024 年营业收入为 10.27 亿元, 同比-3.47%; 归母净利润为 0.14 亿元, 同比+32.41%。
华润万象生活	2025/3/26	经营业绩	2024 年营业收入为 170.43 亿元, 同比+15.41%; 归母净利润为 36.29 亿元, 同比+23.92%。
经发物业	2025/3/26	经营业绩	2024 年营业收入为 9.52 亿元, 同比+10.35%; 归母净利润为 0.59 亿元, 同比+18.71%。
越秀服务	2025/3/26	回购	斥资 25 万港元回购 8.75 万股。
卓越商企服务	2025/3/26	经营业绩	2024 年营业收入为 42.32 亿元, 同比+7.78%; 归母净利润为 3.12 亿元, 同比+3.11%。 乔海侠女士被任命为董事会主席兼提名委员会主席, 而黄党辉先生则担任行政总裁的新职位。
建发物业	2025/3/26	高管变动	
建业新生活	2025/3/26	经营业绩	2024 年营业收入为 29.52 亿元, 同比+3.78%; 归母净利润为 2.15 亿元, 23 年为-5.74 亿元。
建发物业	2025/3/26	经营业绩	2024 年营业收入为 32.93 亿元, 同比-7.74%; 归母净利润为 3.23 亿元, 同比-30.78%。
金科服务	2025/3/26	经营业绩	2024 年营业收入为 45.85 亿元, 同比-7.92%; 归母净利润为-5.87 亿元, 同比+38.25%。
方圆生活服务	2025/3/26	经营业绩	2024 年营业收入为 3.69 亿元, 同比-13.52%; 归母净利润为-0.77 亿元, 同比-26.93%。
宝龙商业	2025/3/26	经营业绩	2024 年营业收入为 26.17 亿元, 同比-0.70%; 归母净利润为 2.16 亿元, 同比-52.31%。
康桥悦生活	2025/3/27	经营业绩	2024 年营业收入为 9.61 亿元人民币, 同比+2.87%; 归母净利润为 0.48 亿元, 同比+25.80%。
中海物业	2025/3/27	经营业绩	2024 年营业收入为 140.24 亿元, 同比+7.45%; 归母净利润为 15.11 亿元, 同比+12.54%。
碧桂园服务	2025/3/27	经营业绩	2024 年营业收入为 439.93 亿元, 同比+3.24%; 归母净利润为 18.08 亿元, 同比+518.59%。
力高健康生活	2025/3/27	经营业绩	2024 年营业收入为 4.20 亿元, 同比-6.60%; 归母净利润为-0.28 亿元, 同比-184.76%。
金融街物业	2025/3/27	经营业绩	2024 年营业收入为 17.52 亿元, 同比+15.65%; 归母净利润为 1.16 亿元, 同比-9.39%。
鑫苑服务	2025/3/27	业绩预告	预计 2024 年综合收入约人民币 8.5-8.7 亿元, 2023 年为约 7.5 亿元。
烨星集团	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 3.77 亿元, 同比+10.52%; 归母净利润为-0.22 亿元, 同比-56.36%。
时代邻里	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 23.89 亿元, 同比-3.34%; 归母净利润为 0.05 亿元, 23 年为-2.02 亿元。
永升服务	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 68.41 亿元, 同比+4.65%; 归母净利润为 4.78 亿元, 同比+10.02%。
彩生活	2025/3/28	经营业绩	2024 年营业收入为 19.51 亿元, 同比+28.11%; 归母净利润为 0.19 亿元, 同比-17.62%。

公司名称	公告时间	类型	内容
祈福生活服务	2025/3/28	经营业绩	2024年营业收入为3.67亿元,同比+6.48%;归母净利润为0.98亿元,同比+13.63%。
中骏商管	2025/3/28	经营业绩	2024年营业收入为12.13亿元,同比-2.78%;归母净利润为0.57亿元,同比-77.84%。
京城佳业	2025/3/28	经营业绩	2024年营业收入为19.84亿元,同比+8.43%;归母净利润为0.80亿元,同比-29.86%。
众安智慧生活	2025/3/28	经营业绩	2024年营业收入为4.12亿元,同比+17.40%;归母净利润为0.38亿元,同比-22.86%。
中奥到家	2025/3/28	经营业绩	2024年营业收入为17.79亿元,同比+4.06%;归母净利润为0.89亿元,同比+11.05%。
绿城管理控股	2025/3/28	经营业绩	2024年营业收入为34.41亿元,同比+4.20%;归母净利润为8.01亿元,同比-17.71%。
雅生活服务	2025/3/28	经营业绩	2024年营业收入为138.67亿元,同比-10.21%;归母净利润为-32.71亿元,23年为4.61亿元。
润华服务	2025/3/28	经营业绩	2024年营业收入为9.04亿元,同比+17.61%;归母净利润为0.46亿元,同比+9.9%。
德信服务集团	2025/3/28	经营业绩	2024年营业收入为9.33亿元,同比-2.3%;归母净利润为0.38亿元,同比-37.7%。
苏新服务	2025/3/28	经营业绩	2024年营业收入为9.25亿元,同比+27.51%;归母净利润为0.65亿元,同比-12.25%。
朗诗绿色生活	2025/3/28	经营业绩	2024年营业收入为7.89亿元,同比-15.32%;归母净利润为-3.18亿元,同比+137.15%。
和泓服务	2025/3/28	经营业绩	2024年营业收入为13.65亿元,同比+3.9%;归母净利润为0.54亿元,同比-30.18%。
第一服务控股	2025/3/28	经营业绩	2024年营业收入为13.27亿元,同比+9.58%;归母净利润为-0.12亿元,23年为0.57亿元。

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

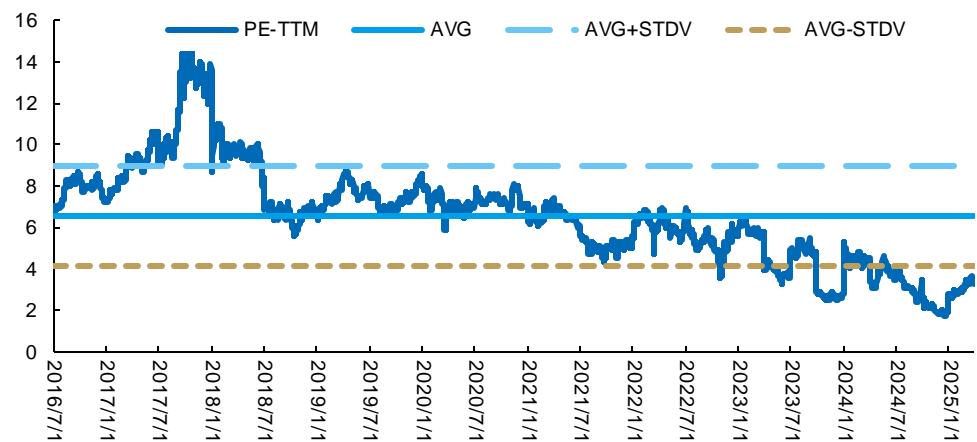
行业估值

图表27: A股地产PE-TTM



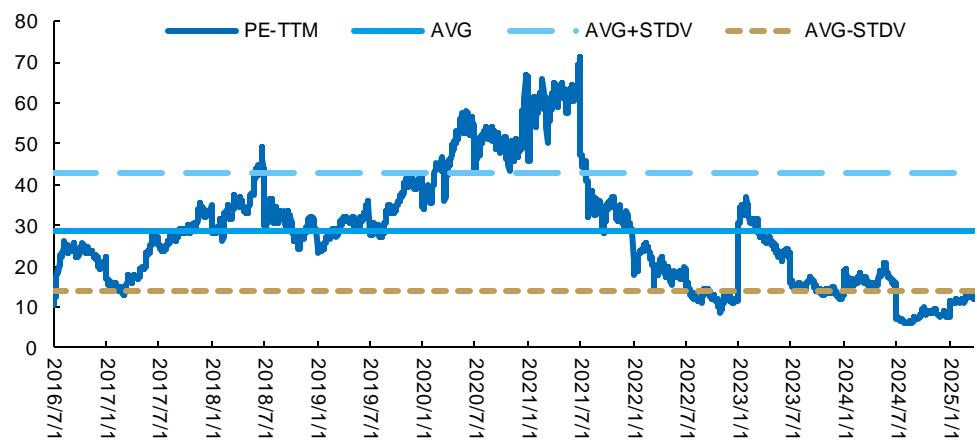
来源: ifind, 国金证券研究所

图表28: 港股地产 PE-TTM



来源: ifind, 国金证券研究所

图表29: 港股物业 PE-TTM



来源: ifind, 国金证券研究所

图表30: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000002.SZ	万科A	中性	809	6.7	-1.8	-8.2	121.6	-447.7	-98.2	-46%	N/A	-78%
600048.SH	保利发展	买入	1,012	8.4	9.4	9.0	120.7	108.0	112.9	-34%	-11%	5%
001979.SZ	招商蛇口	买入	863	13.7	21.4	12.7	63.2	40.4	68.1	48%	-36%	69%
600153.SH	建发股份	买入	307	2.3	9.5	7.1	131.0	32.2	43.1	109%	-75%	34%
002244.SZ	滨江集团	买入	327	12.9	12.4	9.9	25.3	26.3	32.9	-32%	4%	25%
600007.SH	中国国贸	买入	232	18.4	17.9	17.1	12.6	12.9	13.6	13%	3%	5%
603909.SH	建发合诚	买入	23	34.5	23.8	17.6	0.7	1.0	1.3	16%	45%	35%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,424	5.6	5.9	5.5	256.1	242.5	260.0	10%	-5%	7%
3900.HK	绿城中国	买入	251	8.0	7.5	6.4	31.2	33.4	39.2	13%	7%	17%
1908.HK	建发国际集团	买入	303	6.0	6.3	5.5	50.3	48.0	55.2	2%	-5%	15%
0123.HK	越秀地产	买入	199	6.3	6.2	5.7	31.9	32.0	34.9	-19%	0%	9%
9979.HK	绿城管理控股	买入	58	6.0	5.6	4.3	9.7	10.5	13.5	31%	7%	29%
2423.HK	贝壳*	买入	1,813	18.5	25.1	21.0	98.0	72.1	86.5	245%	-26%	20%

9666. HK	金科服务	买入	47	-5.0	8.8	8.2	-9.5	5.4	5.8	48%	N/A	8%
6098. HK	碧桂园服务	增持	217	74.1	12.0	9.7	2.9	18.1	22.3	-85%	519%	23%
1209. HK	华润万象生活	买入	739	25.2	20.4	16.8	29.3	36.3	44.1	33%	24%	21%
3316. HK	滨江服务	买入	65	13.2	11.9	10.6	4.9	5.5	6.1	20%	11%	11%
6626. HK	越秀服务	买入	41	8.4	11.6	7.9	4.9	3.5	5.2	17%	-28%	46%
2156. HK	建发物业	买入	34	7.2	10.4	9.1	4.7	3.2	3.7	89%	-31%	13%
平均值			446	13.9	11.6	9.2	50.4	15.0	38.5	22%	22%	17%
中位值			241	8.2	9.9	8.6	27.3	22.2	27.6	15%	-2%	18%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2025 年 3 月 28 日; 2) 预测数据均为国金预测; 贝壳的利润数据为 Non-GAAP 净利润口径; 3) 建发合诚、越秀服务、贝壳-W、招商蛇口、滨江服务、华润万象生活、建发物业、建发国际集团、碧桂园服务的 2024 年业绩为实际值。

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。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来3—6个月内该行业上涨幅度超过大盘在15%以上；

增持：预期未来3—6个月内该行业上涨幅度超过大盘在5%—15%；

中性：预期未来3—6个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%—5%；

减持：预期未来3—6个月内该行业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方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认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。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806