



地产专题分析报告

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

 分析师：张馨月（执业 S1130525070016） 分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）
 zhangxinyue@gjzq.com.cn songxuetao@gjzq.com.cn

楼市止跌回稳的前奏

2026年开年以来，房地产市场在“量”“价”两个方面出现了积极变化，第一个变化是重点城市二手房成交持续放量，第二个变化是二手房成交价结束了2025年6月以来的加速下跌。

房地产市场积极变化的背后，既有短期因素的影响，也离不开长期因素的支撑。

从短期因素看，二手房成交放量的主要原因是新房和二手房需求的“跷跷板”，年初以来房价跌幅的收窄主要是受季节性因素的影响。

与以往几轮市场阶段性回暖相比，年初以来房地产市场的改善有几个不同之处值得关注：一是本轮房价跌幅放缓的背后，并未出现地产优化政策的身影，反而由市场自发的力量推动。二是过去几轮房价跌幅的收窄往往伴随着二手房挂牌量的上升，但年初以来核心城市二手房挂牌量不升反降。

从房价累计跌幅、租金回报率、房价收入比等长期因素看，当前多数城市的房地产市场接近估值底部，叠加核心城市住房总需求已于2025年企稳，这意味着楼市已初步具备止跌回稳的条件，这也是年初以来房地产市场的改善与以往几轮不同的核心原因。

往前看，核心城市总需求企稳，租金回报率、房价收入比等长期因素接近估值底部，共同决定了年内房地产市场止跌回稳的方向，而止跌回稳的节奏将取决于租金价格和二手房挂牌量等短期因素。

展望2026年，“金三银四”是检验房地产市场止跌回稳节奏的关键窗口：

乐观情形下，中国经济实现“开门红”，租金价格环比止跌。与此同时，重点城市二手房挂牌量保持相对稳定或延续开年以来的去化态势。那么，房地产市场在“金三银四”结束后大概率仍能保持“量”和“价”的相对稳定，这意味着本轮地产下跌周期的筑底，此后不同城市、不同类型的房产将开启分化的走势。

保守情形下，租金延续下跌趋势，“金三银四”期间重点城市二手房挂牌量再度回升。那么，“金三银四”结束后房地产市场可能在供给压力下开启新一轮调整周期，作为房地产市场由加速下跌到止跌回稳的过渡。

考虑到房地产市场已接近估值底部，房地产市场新一轮调整的本质是预期改善前的“磨底”，房价跌幅预计相对有限。当市场预期改善时，如核心城市租金止跌、物价持续回升，或政策利好释放，如贴息政策落地、加力城市更新等，房地产市场有望实现止跌回稳。

风险提示

宏观经济改善程度不及预期，地产企稳节奏慢于预期，新房供给瓶颈加剧。



一、年初以来房地产市场的积极变化

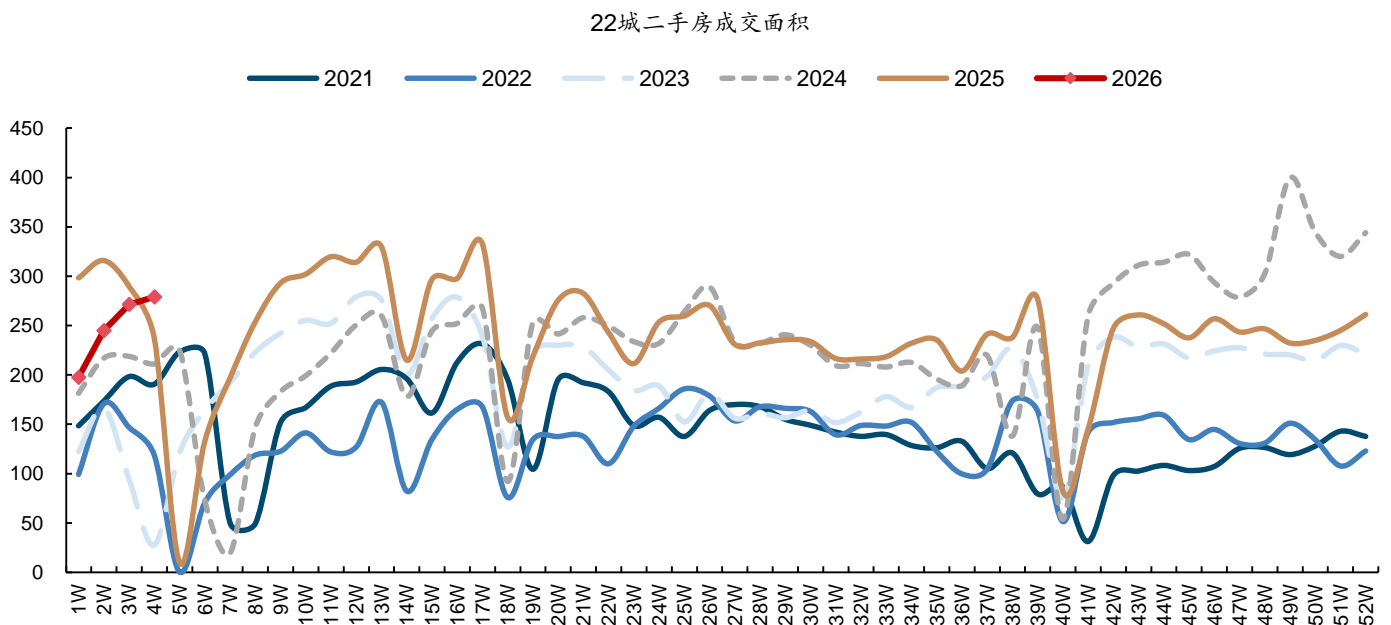
2026年开年以来，房地产市场在“量”“价”两个方面出现了积极变化：

第一个变化是重点城市二手房成交持续放量。截至1月25日，22城二手房成交面积的同比降幅收窄至-13.0%，较上月-26.8%的降幅明显改善。从成交趋势看，开年以来22城二手房成交面积环比延续正增长，1月25日当周22城二手房成交面积已回升至279.0万平方米，为2025年6月以来的最高水平，同比增速由负转正，回升至17.7%。剔除春节错位因素后，1月25日当周22城二手房成交面积较农历同期降幅收窄至-5.2%，前值为-21.3%。

尽管从网签数据看，1月重点城市的二手房成交量较去年同期仍略有逊色，但从更加领先的中介实时签约数据看，多数城市二手房成交已好于去年同期。截至1月25日，全国26个重点城市二手房中介实时签约套数同比增长27.0%，环比增长18.5%。考虑到中介实时签约数据的领先性，开年以来二手房市场“量”的修复不仅有望延续至春节前，改善幅度也有望提升。

以上海为例，截至1月25日二手房成交已突破1.8万套，按照当前的成交节奏看，1月上海二手房成交套数将达到2.2万套，连续三个月处在2万套的荣枯线以上。

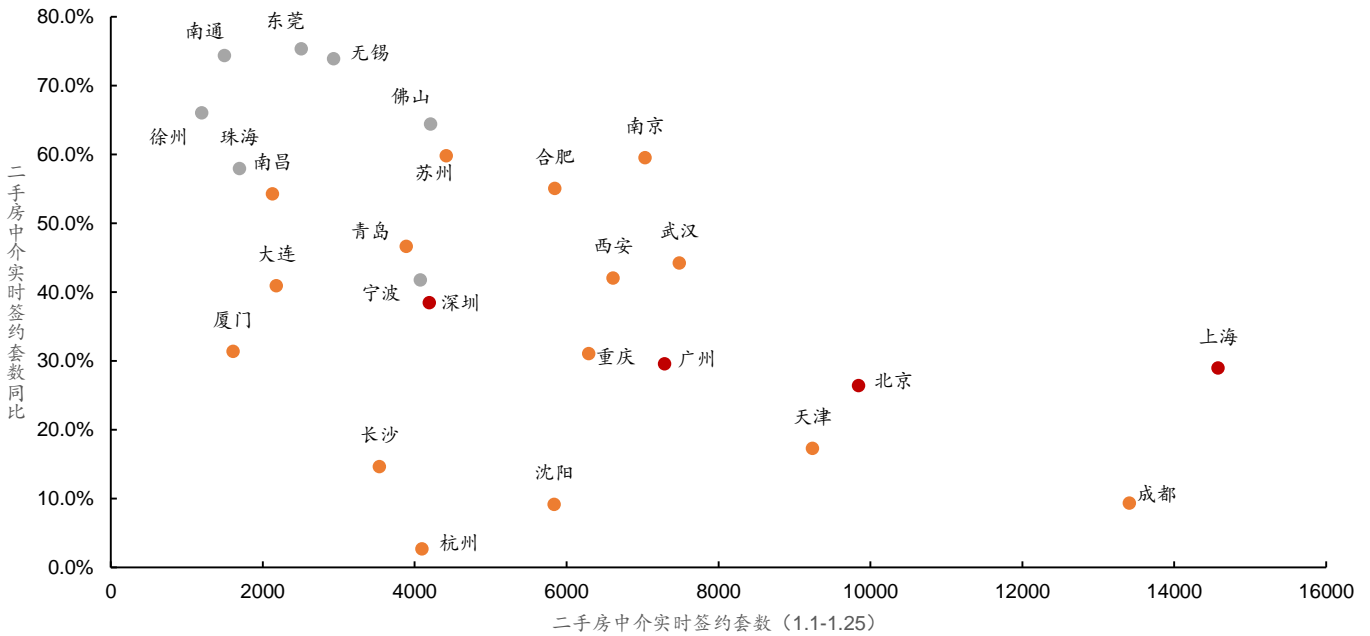
图表1：1月以来22城二手房成交面积延续回升（万平方米）



来源：ifind，国金证券研究所



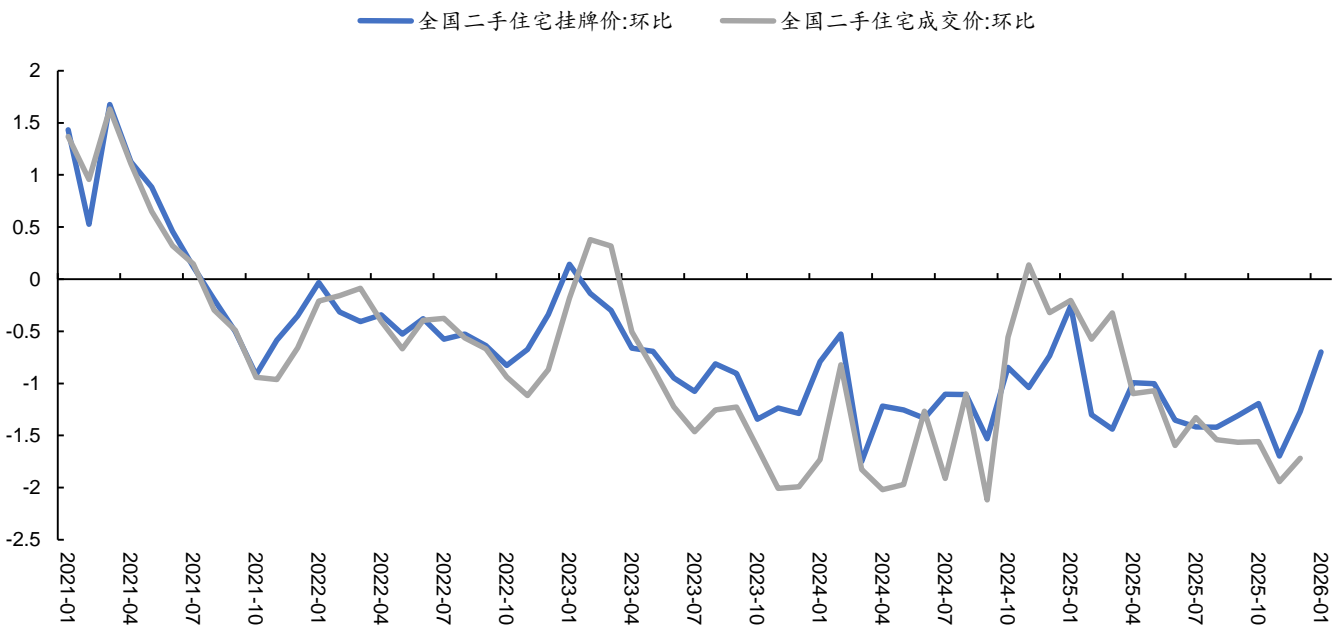
图表2：重点城市二手房中介实时签约套数同比改善



来源：冰山指数，国金证券研究所

第二个变化是二手房成交价结束了2025年6月以来的加速下跌。1月全国二手住宅挂牌价环比降幅收窄至-0.7%，而此前半年的月环比跌幅基本保持在-1.3%左右。剔除结构性失真和成交滞后的干扰，房价跌速放缓的趋势更加明显，1月一、二、三线城市二手房挂牌价格月环比分别为-0.3%、-0.7%、-0.6%，较2025年底-0.5%、-0.8%、-0.7%的月环比跌幅改善。

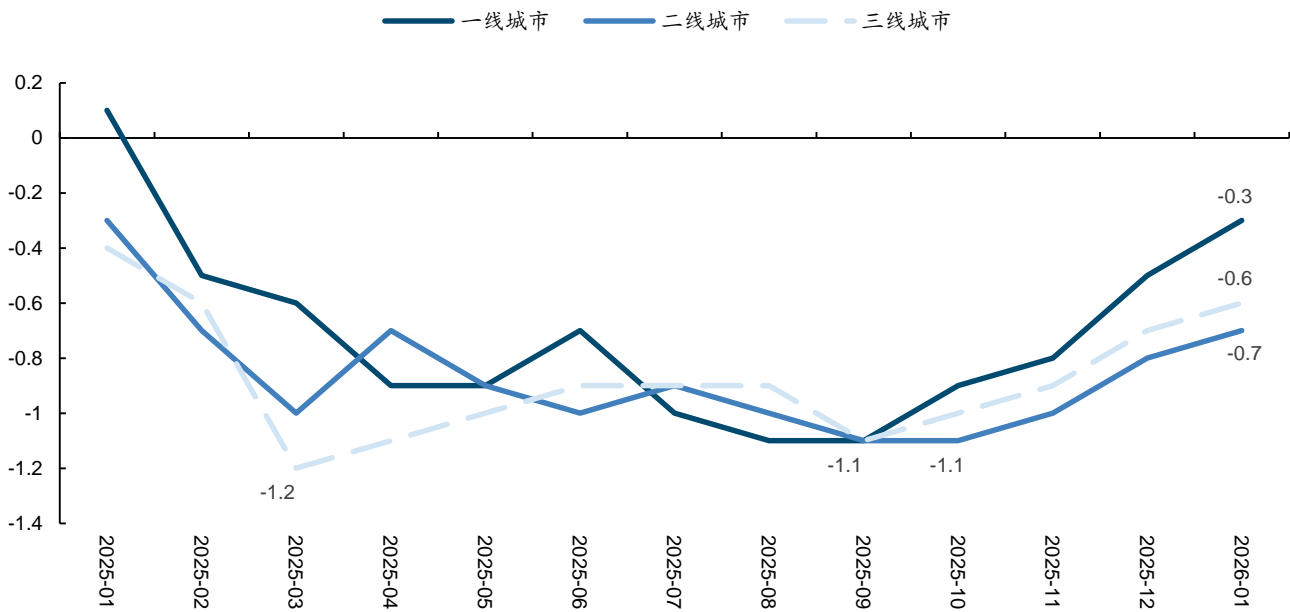
图表3：全国二手房挂牌价和成交价环比跌幅均收窄 (%)



来源：冰山指数，国金证券研究所



图表4：不同能级城市二手房挂牌价环比跌幅



来源：趋势动物，国金证券研究所

二、房地产市场积极变化的背后：短期因素的影响

从短期因素看，二手房成交放量的主要原因是新房和二手房需求的“跷跷板”。

随着房地产市场步入存量时代，新房和二手房的销量往往此消彼长，形成了需求“跷跷板”。

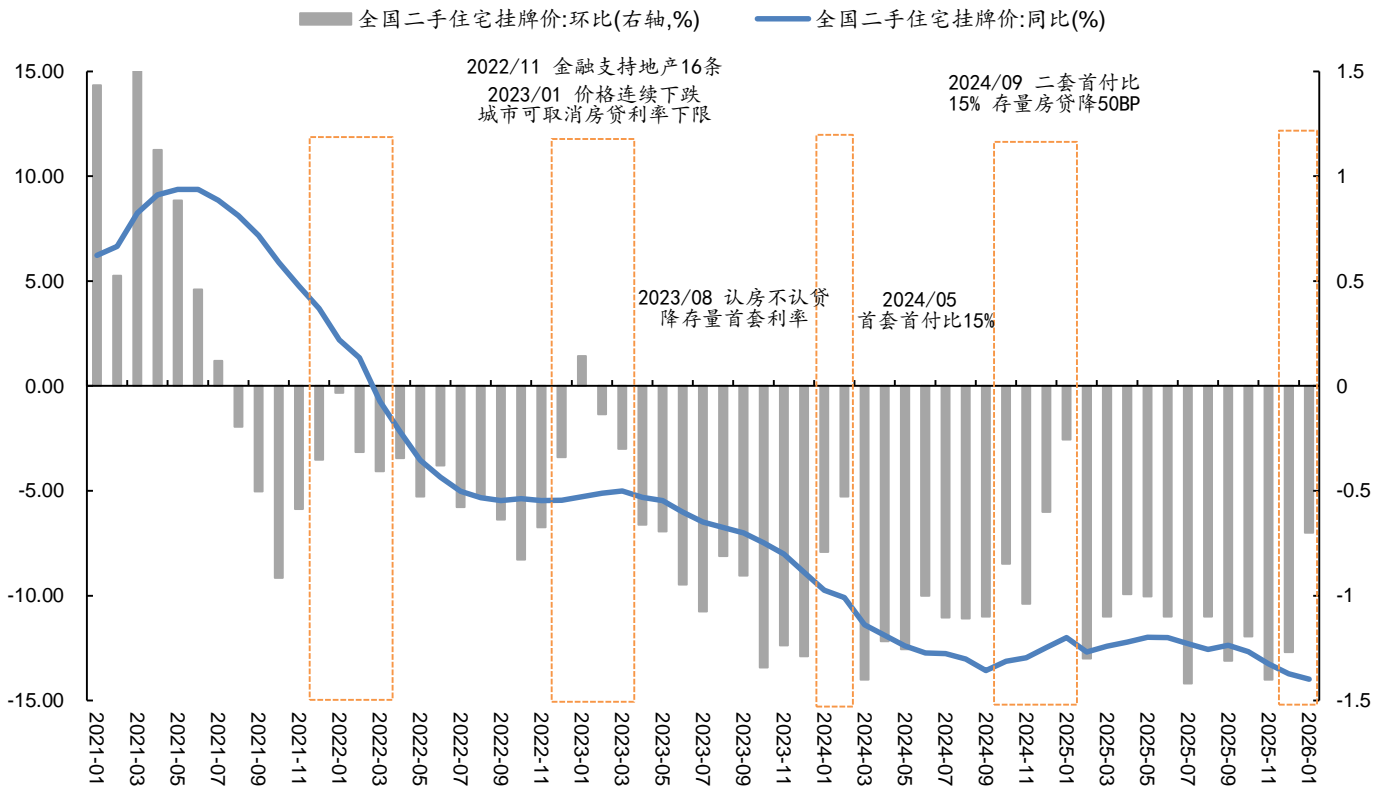
2025年12月，房企年末冲量，重点城市优质项目入市增加，40城新房住宅日均销售面积回升至65.5万平方米，环比增长43.1%，同比降幅由11月的-36.7%收窄至-23.2%。在此期间，二手房销售相对平淡，22城二手住宅日均销售面积同比降幅由11月的-19.8%走阔至-26.8%。

2026年1月，新房市场重回“淡季模式”，由于二手房价格调整已较为充分，相较于“老现房”更有竞争力，因此年初以来二手房成交持续放量，但新房销量相对乏力。截至1月21日，40城新房住宅日均销售面积降至34.5万平方米，同比降幅走阔至30.7%。

年初以来房价跌幅的收窄主要是受季节性因素的影响。房地产市场于2021年6月开启下行周期，此后每年年底房价跌幅均明显收窄，并于次年3-4月开启新一轮下跌周期。这背后的原因是临近春节卖家观望情绪增加，在“与其主动降价不如等待‘金三银四’行情”的心态下，房价跌速往往放缓。但这也导致二手房挂牌量在3、4月快速上升，供需失衡往往导致4月之后房价跌幅再度走阔。



图表5：全国二手房挂牌价环比跌幅收窄



来源：冰山指数，国金证券研究所

与以往几轮市场阶段性回暖相比，年初以来房地产市场的改善有几个不同之处值得关注：

一是本轮房价跌幅放缓的背后，并未出现地产优化政策的身影，反而由市场自发的力量推动。

除季节性因素外，2021年以来历次房价跌幅收窄的背后往往离不开政策利好的释放。例如，2024年9月我国出台了一揽子房地产优化政策，包括二套房首付比例下调为15%、下调存量房贷利率、一线城市放松限购等。但历次地产优化政策落地后，成交量价的改善周期通常仅能维持1-3个月，原因在于房价泡沫尚未充分去化时，政策的刺激只能带来此前积压需求的释放，却不足以长期支撑房价的估值。

但年初以来市场改善的背后并没有政策的驱动，核心原因在于长期因素对房地产市场的支撑。从估值的角度看，房地产市场的泡沫已去化的较为充分，这也是“这次可能不一样”的关键原因。往前看，未来房地产市场的止跌回稳大概率是估值底部的“自然筑底”，而非政策刺激的结果。

二是过去几轮房价跌幅的收窄往往伴随着二手房挂牌量的上升，但年初以来核心城市二手房挂牌量不升反降。

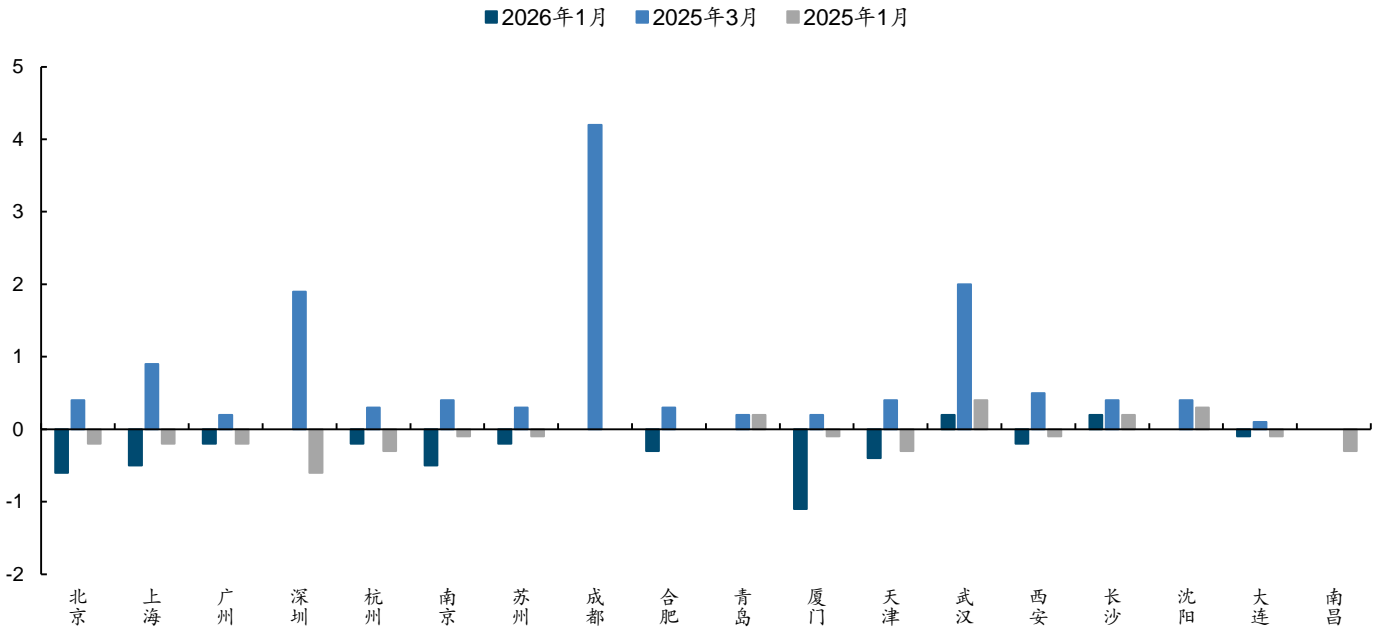
随着“金三银四”的临近，叠加房地产市场经过四年半的调整，估值已基本回到底部区间，买卖双方的预期正在发生转变，并体现在二手房挂牌量的变化上。以上海为例，二手房挂牌量自2025年5月连续9个月回落，目前上海二手房狭义挂牌量已降至8.9万套，较2025年4月12.0万套的峰值减少3.1万套，达到过去两年的最低水平。此外，北京、南京、厦门、天津等城市二手房挂牌量回落较快，较2025年12月分别下降0.6、0.5、1.1、0.4万套。

值得注意的是，二手房挂牌量的下降不一定需要成交的改善，也可以是卖家的主动撤牌。2025年5月以来，上海某头部中介下架房源里超过60%是卖家主动撤牌。随着房价的持续调整，部分卖家难以接受以亏本的价格出售房产，选择“售转租”，将房子视为类固收资产。

同时，2025年上海新房和二手房的销售总面积已实现止跌回稳，和2024年基本持平。从成交结构看，上海的二手房成交占比仍有提升空间，二手房需求可能较2025年继续回升。在此背景下，二手房挂牌量的回落将推动供需再平衡，并对价格形成支撑。

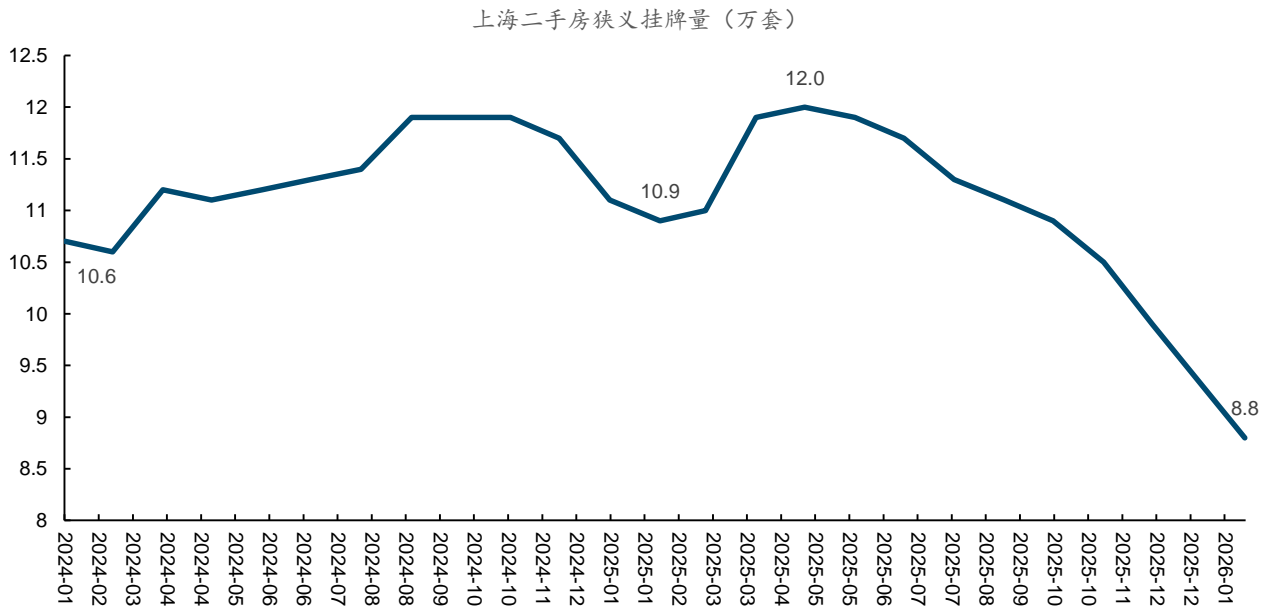


图表6: 重点城市二手房挂牌量月度变化



来源: 冰山指数, 国金证券研究所

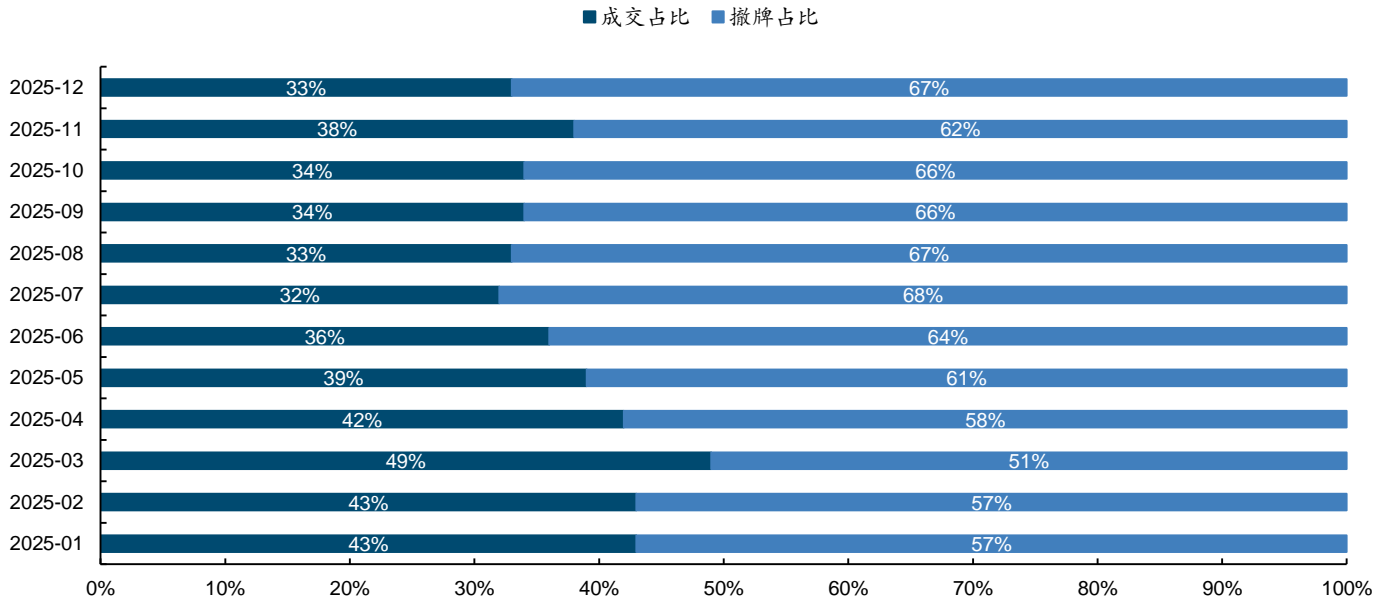
图表7: 上海二手房挂牌量快速回落



来源: 冰山指数, 国金证券研究所



图表8：2025年某头部中介二手房下架房源成交和撤牌占比



来源：一房一万，国金证券研究所

三、房地产市场积极变化的背后：长期因素的支撑

从房价累计跌幅、租金回报率、房价收入比等长期因素看，当前多数城市的房地产市场接近估值底部，叠加核心城市住房总需求已于2025年企稳，这意味着楼市已初步具备止跌回稳的条件，这也是年初以来房地产市场的改善与以往几轮不同的核心原因。

1、住宅总需求

重点城市住宅总需求已经基本企稳。2025年40城新建住宅销售面积1.74亿平方米，同比下降11.6%。但新房销售的“缩量”更多源于二手房成交占比提升导致的成交结构变化，而非居民购房需求的萎缩。如果将二手房纳入考量，2025年40城新房和二手房住宅销售总面积约为3.88亿平方米，和2024年的3.93亿平方米基本持平。

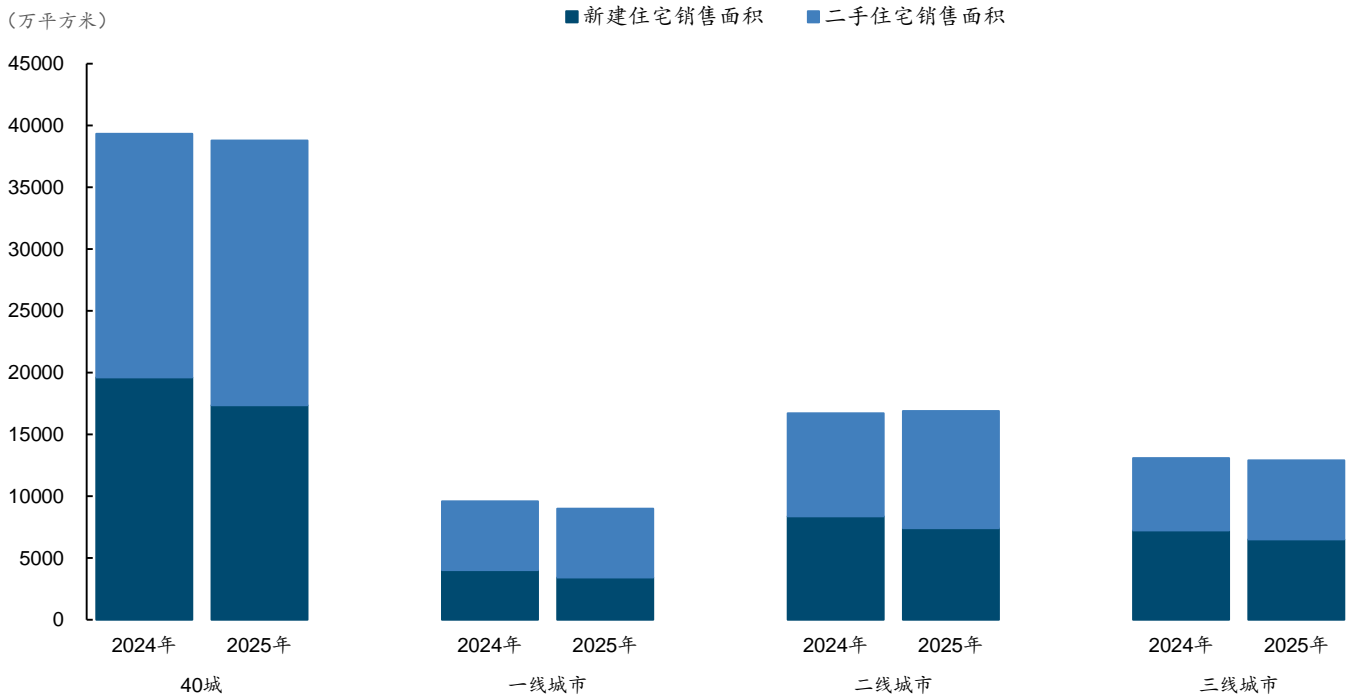
一线城市中，上海的总需求率先企稳，2025年新房和二手房住宅销售总面积为3474.8万平方米，略高于2024年的3474.7万平方米，但北京、深圳和广州的住宅销售总面积较2024年仍有所回落。

二、三线城市中，大连、南宁、扬州、江门、衢州等城市的住宅销售总面积在2025年实现了止跌回升，同比增速分别为42.5%、3.2%、11.6%、44.1%、7.5%。

由于核心城市总需求已基本企稳，相较于二手房“量”的回升，“价”的改善对楼市止跌回稳更加关键。



图表9：重点城市新房和二手房住宅销售总面积 2025 年已基本企稳

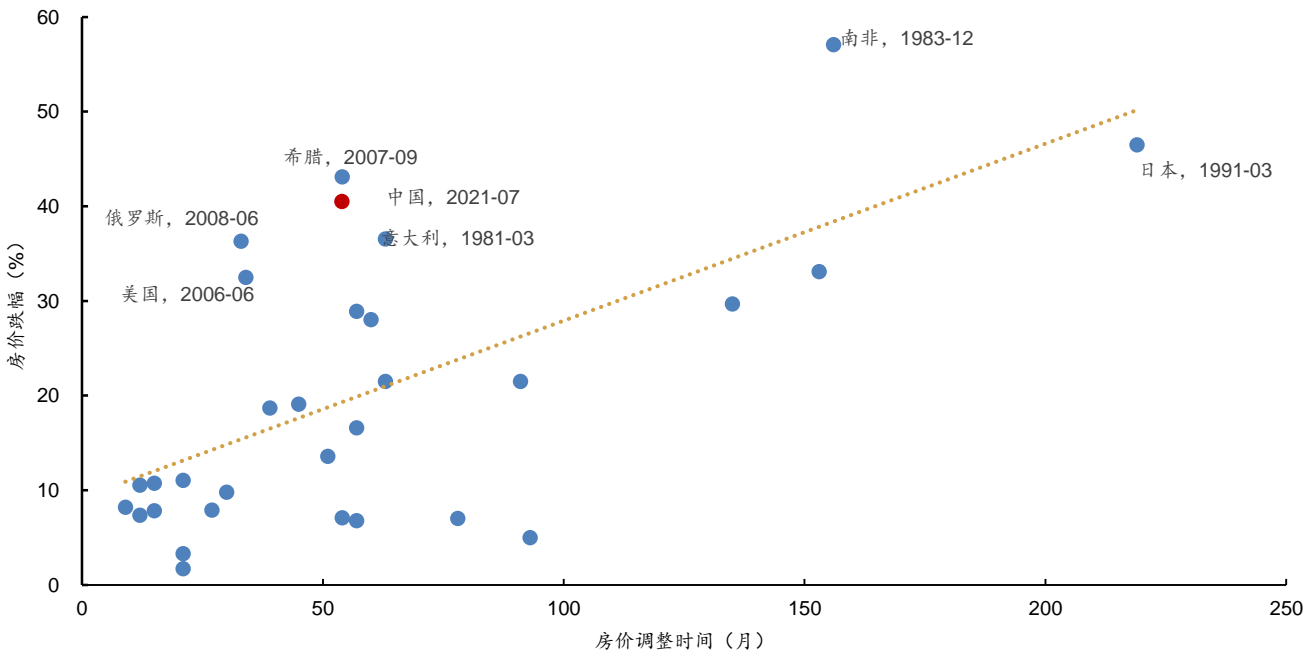


来源：ifind，国金证券研究所

2、房价累计跌幅

当前全国二手住宅挂牌均价和成交均价较 2021 年 7 月的历史峰值分别下降 37.0%和 40.5%，累计跌幅已超过海外多数国家的房地产下行周期。其中，美国次贷危机期间房价的累计跌幅为 32.5%，下跌持续近 4 年；日本 1991 年房地产泡沫破裂到 2009 年房地产市场筑底期间，房价累计跌幅为 46.5%，下跌周期长达 18 年。

图表10：主要国家房地产下跌周期累计跌幅和调整时间



来源：Wind、FRED，国金证券研究所



图表11: 主要城市房价累计跌幅

城市	高点时间	跌回时间	回撤时间 (年)	高点回撤	城市	高点时间	跌回时间	回撤时间 (年)	高点回撤
青岛	2018-06	2009-12	7.5	-57.3%	长春	2019-05	2011-05	6.6	-38.5%
石家庄	2017-06	2013-11	8.5	-56.2%	贵阳	2018-09	2017-05	7.3	-38.3%
天津	2017-05	2010-07	8.6	-53.5%	广州	2021-09	2016-10	4.3	-36.8%
郑州	2017-07	2013-08	8.4	-50.4%	深圳	2021-02	2016-02	4.9	-36.4%
南昌	2018-11	2012-07	7.1	-47.9%	太原	2018-10	2013-10	7.2	-35.9%
武汉	2018-03	2015-03	7.8	-47.5%	南宁	2019-06	2017-01	6.6	-35.5%
合肥	2021-08	2016-04	4.4	-44.8%	长沙	2018-06	2016-12	7.5	-35.1%
南京	2021-08	2013-10	4.4	-44.0%	杭州	2021-07	2017-01	4.5	-34.4%
厦门	2017-07	2016-03	8.4	-43.8%	海口	2021-10	2017-10	4.2	-34.4%
宁波	2021-07	2009-12	4.5	-43.2%	北京	2017-03	2016-03	8.8	-34.2%
济南	2018-06	2016-09	7.6	-43.0%	沈阳	2021-04	2016-12	4.8	-34.1%
福州	2017-11	2016-07	8.1	-42.1%	西安	2021-07	2018-04	4.5	-33.7%
兰州	2021-05	2010-08	4.6	-41.7%	昆明	2021-05	2017-07	4.7	-33.1%
大连	2021-08	2009-11	4.4	-38.5%	上海	2021-07	2016-05	4.5	-32.7%
苏州	2019-08	2016-04	6.4	-38.5%	哈尔滨	2020-09	2012-07	5.3	-28.8%
重庆	2018-07	2017-04	7.5	-38.5%	成都	2021-07	2017-09	4.5	-21.3%

来源: 冰山指数, 国金证券研究所

事实上, 由于各国房地产见顶时市场泡沫化程度并不相同, 房价下行期间各国的跌速也存在差异, 房价累计跌幅和下跌周期时长的可比性相对有限。

相比之下, 衡量房地产市场泡沫化程度的指标可比性更强——净租金回报率和 30 年按揭贷款利率之差。

当房地产市场处于顶部时, 净租金回报率通常远低于按揭贷款利率, 这意味着此时金融属性主导房子的价值, 房地产市场泡沫化程度较高, 脆弱性逐渐积累, 一旦出现外生冲击, 往往会开启一轮下跌周期。

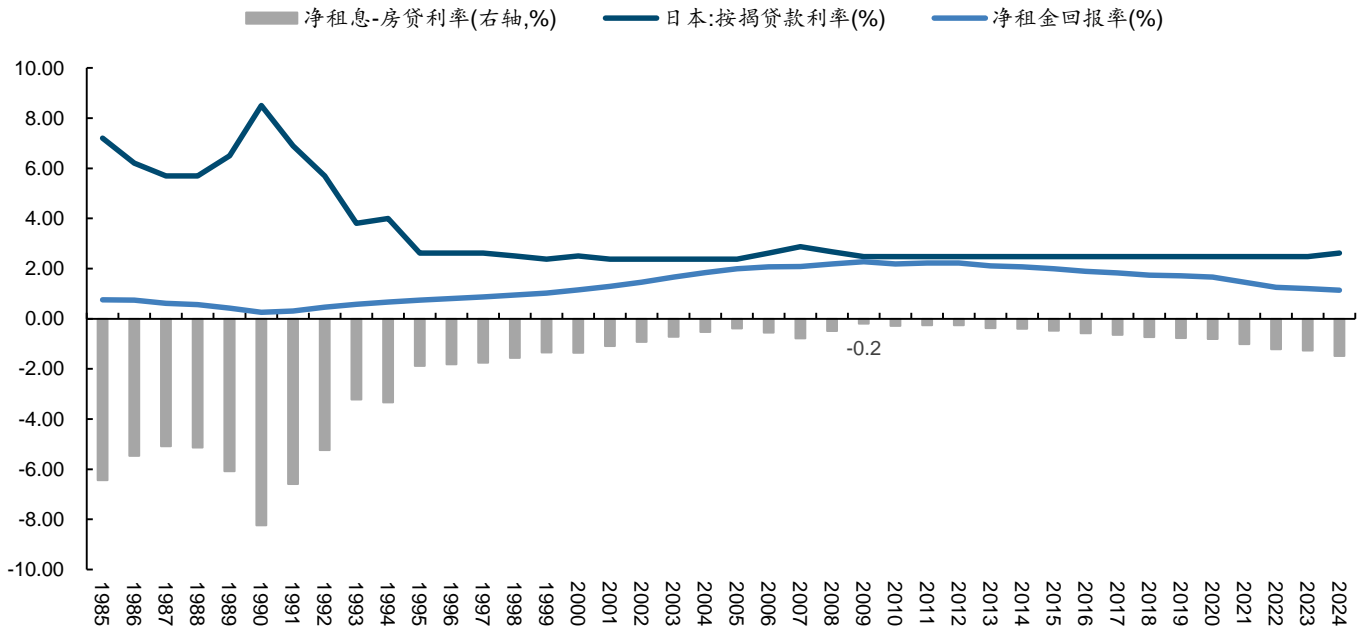
当房地产市场处于底部时, 通常净租金回报率和 30 年按揭贷款利率之差往往接近 0 或大于 0, 这意味着此时房子的价值完全由居住属性主导, 房地产市场泡沫化程度较低。

值得注意的是, 上述情形往往出现在深度调整的地产下行周期中, 如美国次贷危机期间和日本地产泡沫破裂期间。对于较为温和的地产下行周期而言, 净租金回报率通常无需达到和按揭贷款利率接近的水平。

其原因在于房子的价值由居住价值、投资价值和所有权价值所决定。投资价值作为对房价的看涨期权, 在下行周期时归零, 此时房子的估值由居住价值和所有权价值决定。当净租金回报率和贷款利率持平时, 意味着房价基本等于房子的居住价值, 而所有权价值作为风险和流动性溢价补偿给买方。因此, 净租金回报率和 30 年抵押贷款利率之差接近 0 或大于 0 通常仅出现在深度调整的地产下行周期中。

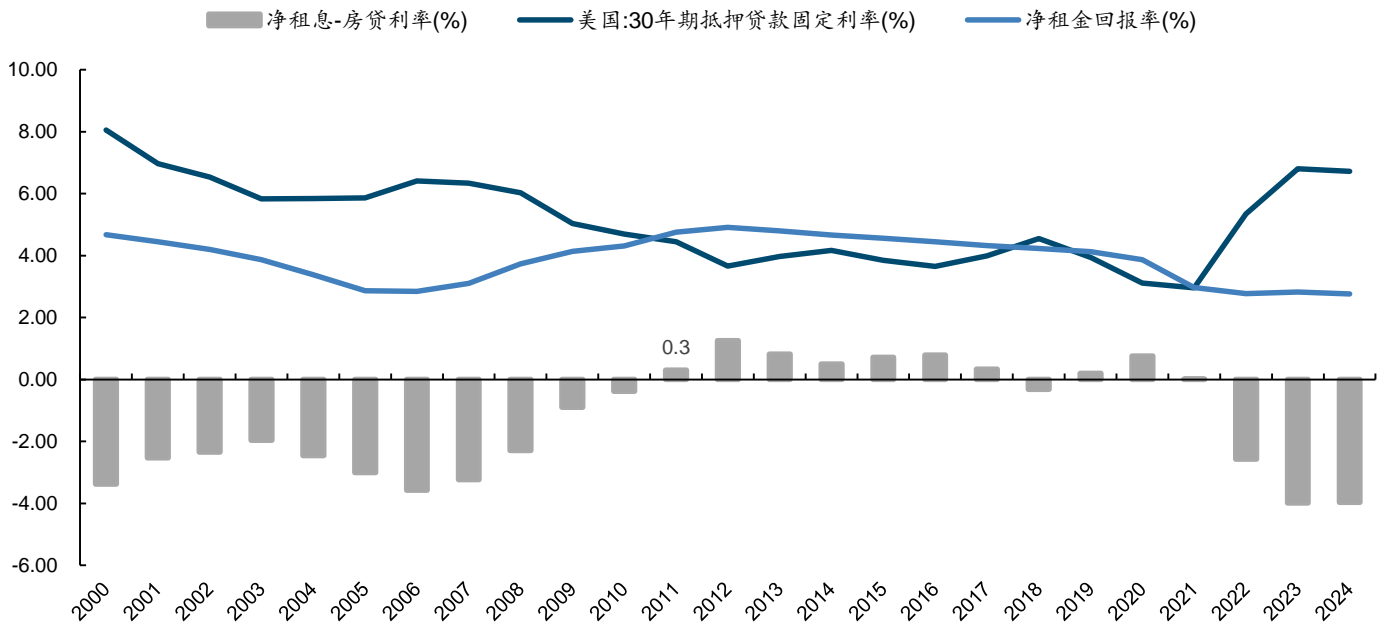


图表12: 日本房地产市场企稳时, 净租息较按揭贷款利率低 20BP



来源: Wind, FRED, 不动产研究所, Global property guide, numbeo, 国金证券研究所 (日本房屋持有成本取 1.5%)

图表13: 美国房地产市场企稳时, 净租息较按揭贷款利率高出 30BP



来源: Wind, Federal Reserve Bank of Dallas, Eisfeldt 和 Demers (2015), 国金证券研究所 (美国房屋持有成本取 3.2%)



3、租金回报率

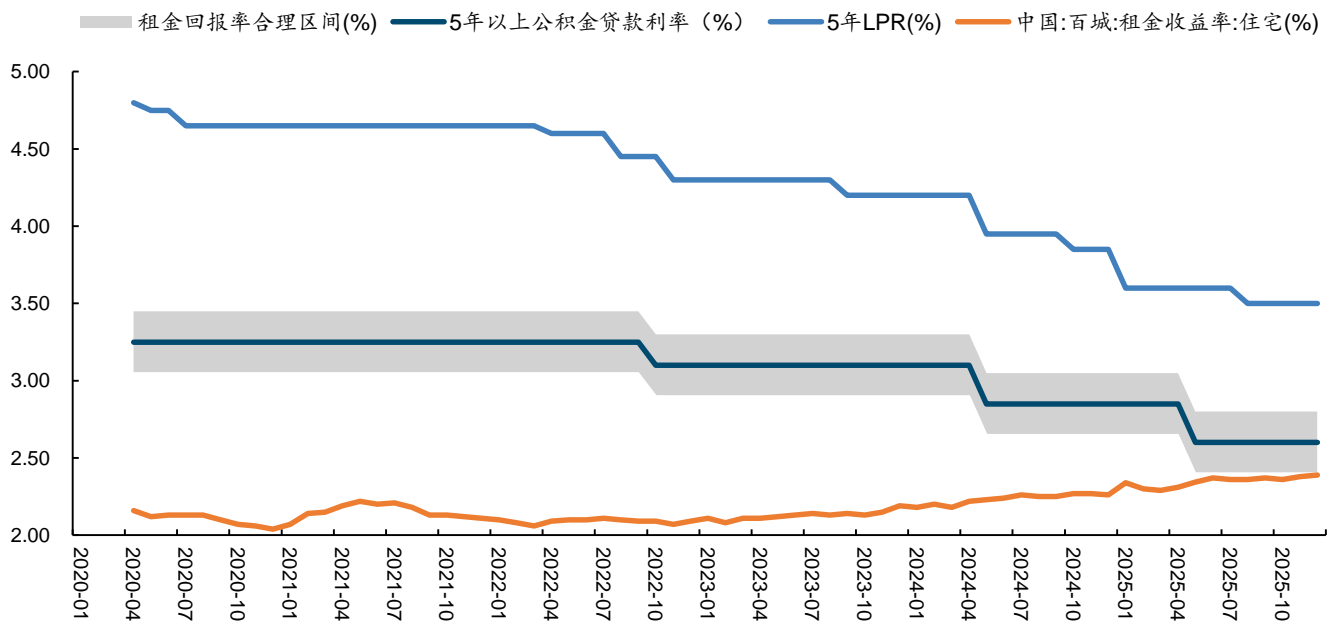
2025年12月百城租金回报率已回升至2.39%，接近2.6%的公积金贷款利率，由于我国住房持有成本较低，净租金回报率和公积金贷款利率之差已基本处于合理区间。

事实上，不同城市、不同类型的房子租金回报率均存在显著差异。高能级城市的租金回报率普遍低于低能级城市，次新房的租金回报率往往也低于同区域的老破小，核心原因在于各类房产的保值程度不同。百城租金回报率达到2.39%，意味着部分住房的租金回报率已超过3%。

从居住价值看，这类房子的租金回报率已高于公积金贷款利率，和首套房商贷利率基本持平；从投资价值看，其租金回报率较30年期国债高出70-80BP，并显著高于定存利率。

由于这类中高租息的房子基本已处于估值底部，其企稳的节奏通常早于中低租息的改善房。目前，一线城市高租息(4.5%以上)住房挂牌价均出现上涨，北京和上海的中高租息(3.0%-4.5%)住房挂牌价已出现回升，月环比分别为1.1%和0.4%。

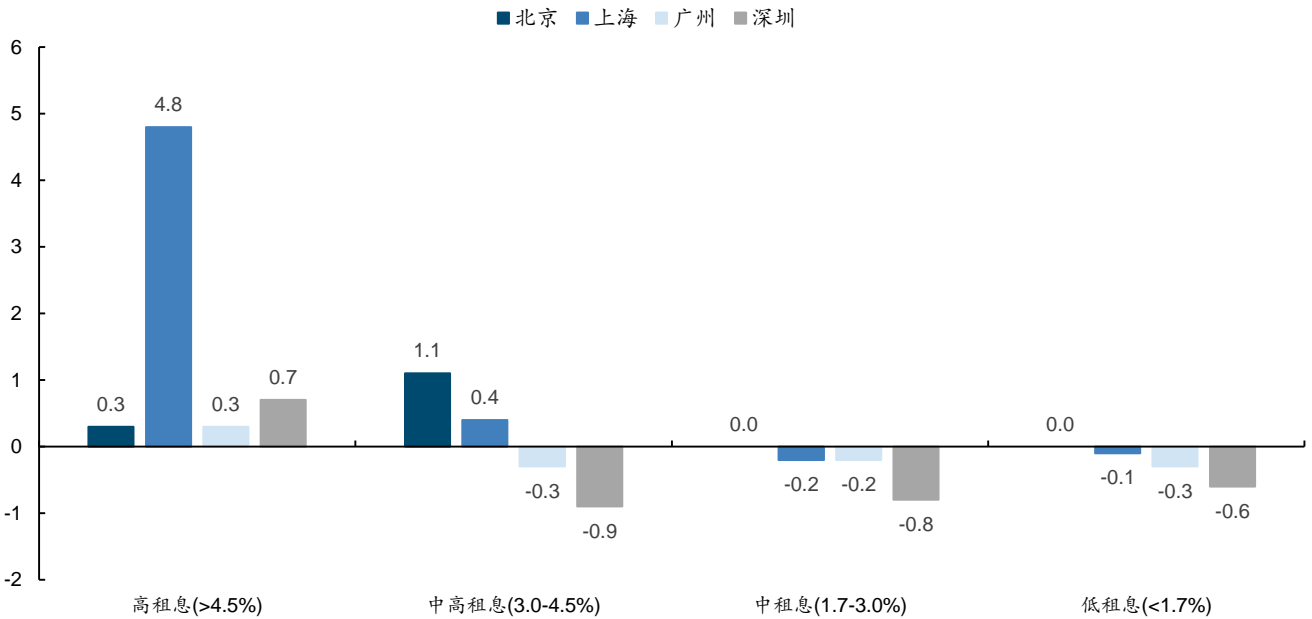
图表14：百城租金回报率已接近公积金贷款利率



来源：Wind，国金证券研究所



图表15：一线城市不同租息住房挂牌价月环比（%）



来源：趋势动物，国金证券研究所

4、房价收入比

在本轮地产下行周期中，房子的估值逻辑发生了深刻的变化。过去房子作为投资品，其价值由金融属性主导，房价收入比指标往往失效。但经过长达四年半的调整后，除了北上广深杭等城市的房子还保留了部分金融属性外，多数房子已完成由投资品向消费品的转变，这意味着房价收入比指标将再度生效。

房价收入比=房屋总价/家庭可支配收入。房屋总价的计算可以采取两种方式：一是成交均价*90平方米得到近似的房屋总价，但由于一线城市房价相对较高，套均成交面积通常不足90平方米，导致该方法计算的房价收入比偏高。二是按照成交总价的中位数计算，能够更真实的反映出二手房成交的情况。此外，由于我国人均可支配收入是家户调查，其计算方法是居民家庭可支配收入除以家庭人口数，因此在计算房价收入比时需要乘以2.8的户均人口来还原家庭可支配收入。

当前二手房市场“刚需化”特征明显，一线城市成交总价500万以上的比例不足20%，多数城市的成交均价已回到2016年及以前的水平，随着居民可支配收入的增长，房价收入比也逐渐向合理区间回归。作为衡量房价可负担性的指标，多数城市的房价收入比已低于2006年。

从绝对水平看，北京、上海、广州、深圳按照成交总价中位数计算的房价收入比分别为10.8、9.0、6.1和12.3，低于纽约的15.8，接近东京、柏林的11.9、10.6。成都、重庆、天津、武汉等城市的房价收入比分别为5.5、5.9、5.0、4.4，也处于国际上3-6倍的合理区间，而去年同期多数城市房价收入比的绝对水平较合理区间仍有差距，这意味着房地产市场的估值泡沫在过去一年已得到较为充分的去化。



图表16: 核心城市房价收入比基本回到合理区间

城市	按成交总价	按成交均价计算					
	中位数计算	2025年12月	2025年12月	2024年12月	2018年12月	2016年12月	2010年12月
北京	10.8	12.8	17.6	27.5	33.1	23.2	15.9
上海	9.0	12.9	17.4	23.7	29.5	22.2	11.2
广州	6.1	7.3	9.5	17.9	14.4	13.4	12.4
深圳	12.3	18.7	23.3	29.6	32.4	16.1	9.0
杭州	7.8	9.7	11.9	17.2	13.3	24.7	13.3
成都	5.5	6.4	8.3	11.0	8.6	12.7	8.8
重庆	5.9	5.7	6.6	12.1	8.3	10.7	7.6
天津	5.0	6.0	8.5	19.4	23.3	17.3	12.6
武汉	4.4	4.5	5.8	12.7	12.3	11.3	9.5
南京	5.0	6.0	8.4	17.4	17.2	16.9	9.6
西安	5.7	6.1	8.2	10.9	5.8	10.0	9.1
长沙	4.3	3.9	4.6	6.8	5.9	8.2	6.1
郑州	5.7	5.6	6.5	12.7	15.0	10.7	7.6
合肥	5.1	5.6	7.5	12.5	15.2	11.5	9.6
苏州	5.0	5.8	7.9	11.5	12.1	10.6	9.8
青岛	4.5	5.2	6.7	15.0	14.1	20.0	14.9
东莞	6.7	5.9	7.6	11.1	9.8	5.8	6.1
宁波	4.8	5.6	7.8	10.8	8.5	16.2	8.7

来源: 冰山指数、中指研究院、Wind, 国金证券研究所

四、楼市止跌回稳的节奏

往前看, 核心城市总需求企稳, 租金回报率、房价收入比等长期因素接近估值底部, 共同决定了年内房地产市场止跌回稳的方向, 而止跌回稳的节奏将取决于租金价格和二手房挂牌量等短期因素。

将房地产类比股票, 租金回报率是房子的 PE, 租金价格是房子的 EPS。如果代表 EPS 的租金持续下跌, 即使房子的估值已处于底部区间, 其价格也可能出现超跌。反之, 如果代表 EPS 的租金企稳, 即使代表估值的租金回报率并未见底, 房价也可能出现反弹。

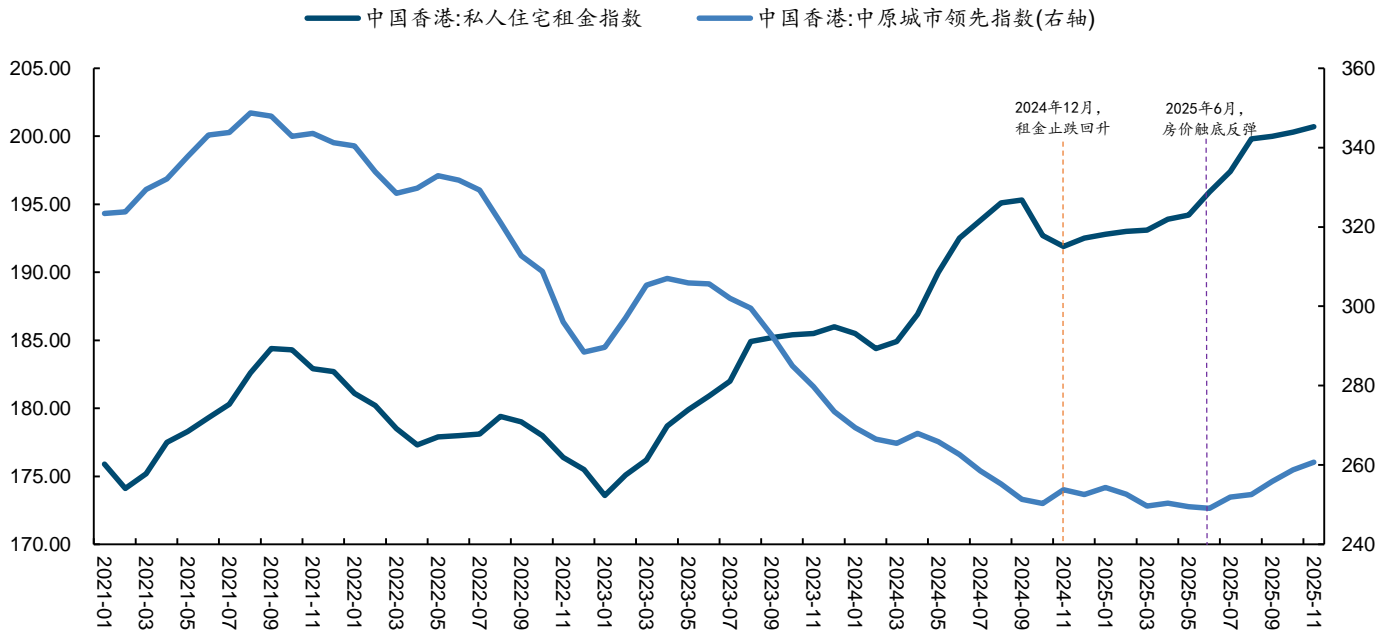
例如, 中国香港的租金价格于 2024 年 12 月止跌反弹, 香港房价于 2025 年 6 月触底回升。此时, 中国香港的租金回报率约为 3.56%, 基本持平于当时的房贷利率, 但扣除持有成本后的净租金回报率约为 2.8%, 较房贷利率低 70BP。

当前全国租金价格尚未止跌。2025 年四季度以来, 中指研究院统计的 50 城住宅租赁价格指数环比跌幅有所走阔。除了季节性因素外, 经济内生动能相对不足也是租金价格回落的原因。

分城市看, 一线城市租金价格跌幅加大, 但乌鲁木齐、贵阳、哈尔滨、沈阳等二线城市租金价格已基本止跌, 其租金回报率也高于 2.6% 的公积金贷款利率, 企稳节奏有望领先于其他城市。

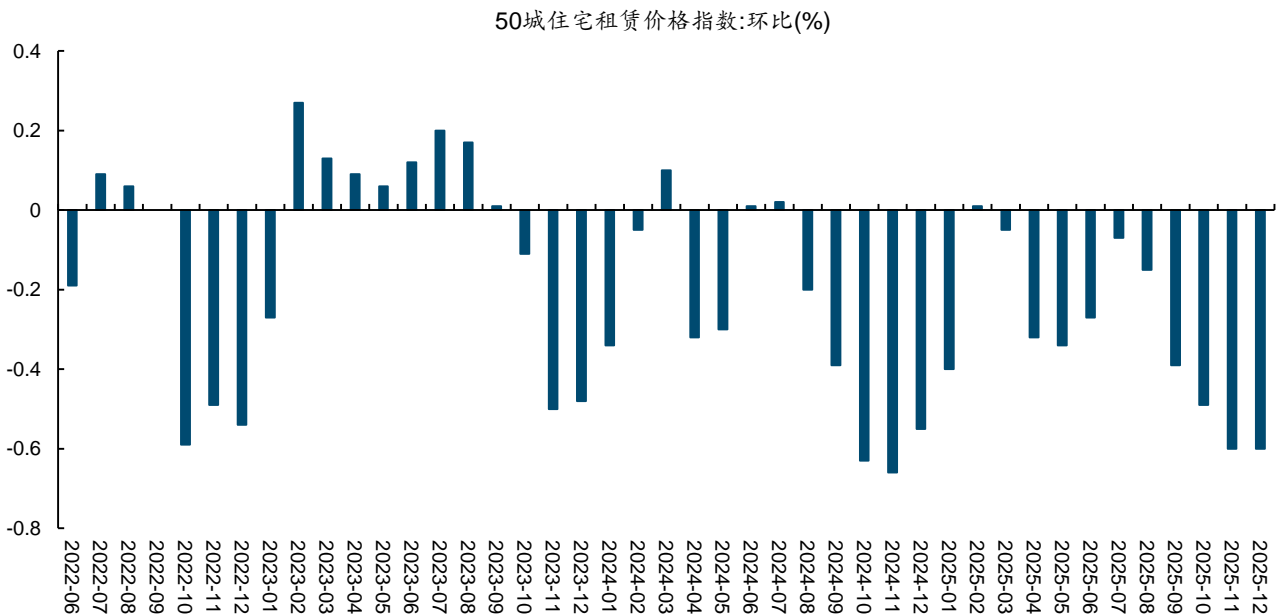


图表17: 中国香港租金价格止跌领先于房价 (1999年=100)



来源: Wind, 国金证券研究所

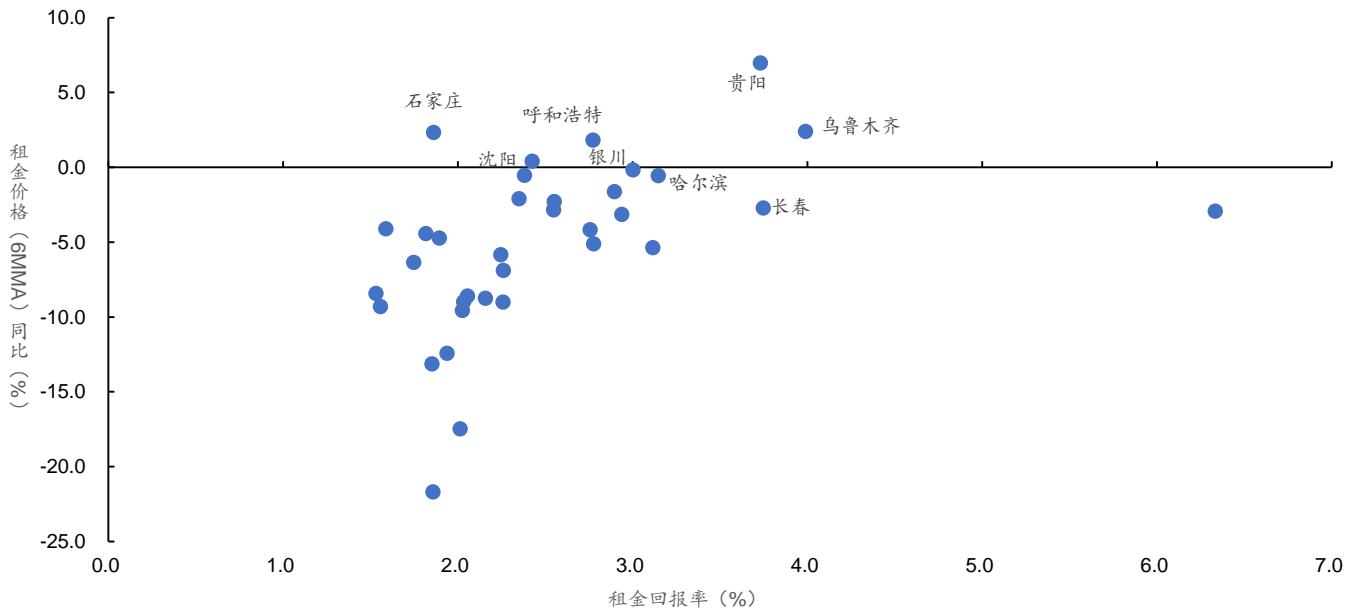
图表18: 50城住宅租赁价格尚未止跌



来源: 中指研究院, 国金证券研究所



图表19：主要城市租金回报率和租金价格



来源：ifind，国金证券研究所

由于核心城市新房和二手房的总需求基本企稳，代表供给水平的二手房挂牌量将影响市场止跌回稳的节奏。如果二手房挂牌量能够保持稳定或延续去化，当前市场降幅收窄的态势有望延续。但如果此前撤牌或观望的卖家选择在“金三银四”的成交旺季集中挂牌，二手房价格仍将面临挂牌量快速上升带来的考验，供给的集中释放也可能导致市场在估值底部出现超跌。

此外，中国经济逐渐走出通缩有望加快房地产止跌回稳的节奏。过去几年，中国曾被日本化叙事所束缚。但随着“反内卷”推进和科技突破，2025年12月中国PPI环比上涨0.2%，连续5个月不为负，并创下2024年以来环比最高涨幅，经济走出价格低谷的曙光初现。

一旦市场对未来价格长期下行的预期发生扭转，刚改需求的最优解将由租房转向购房，以估值底部的价格锁定未来三十年的居住成本，这将对房地产市场的止跌回稳形成有力支撑。

展望2026年，“金三银四”是检验房地产市场止跌回稳节奏的关键窗口：

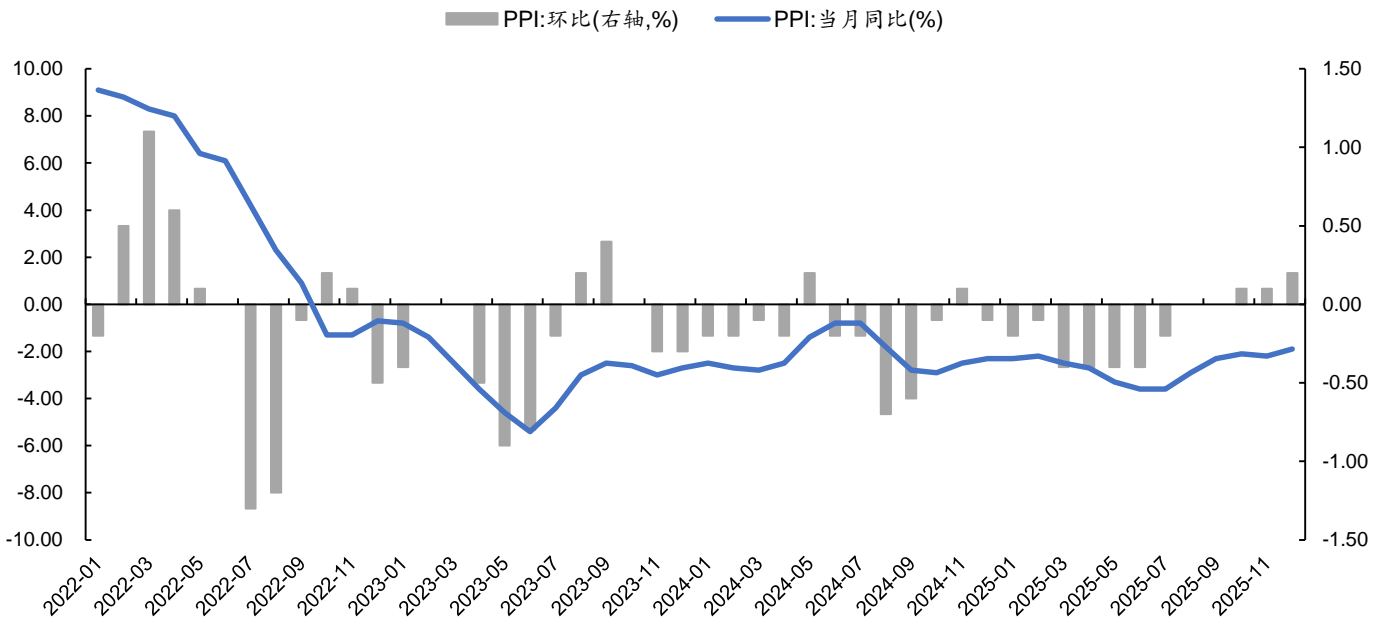
乐观情形下，中国经济实现“开门红”，租金价格环比止跌。与此同时，重点城市二手房挂牌量保持相对稳定或延续开年以来的去化态势。那么，房地产市场在“金三银四”结束后大概率仍能保持“量”和“价”的相对稳定，这意味着本轮地产下跌周期的筑底，此后不同城市、不同类型的房产将开启分化的走势。

保守情形下，租金延续下跌趋势，“金三银四”期间重点城市二手房挂牌量再度回升。那么，“金三银四”结束后房地产市场可能在供给压力下开启新一轮调整周期，作为房地产市场由加速下跌到止跌回稳的过渡。

考虑到房地产市场已接近估值底部，房地产市场新一轮调整的本质是预期改善前的“磨底”，房价跌幅预计相对有限。当市场预期改善时，如核心城市租金止跌、物价持续回升，或政策利好释放，如贴息政策落地、加力城市更新等，房地产市场有望实现止跌回稳。



图表20: PPI 环比已由负转正



来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

宏观经济改善程度不及预期。房地产能否止跌回稳一定程度上取决于居民对未来经济和就业的预期,如果宏观经济压力超预期,可能影响居民的购房意愿以及租金价格,进而拖累房地产市场止跌回稳的节奏。

地产企稳节奏慢于预期。考虑到居民收入就业预期尚未明显改善,如果内外部风险因素加剧拖累宏观经济,将加大房地产市场的企稳的阻力并拖累企稳的节奏。

新房供给瓶颈加剧。新房的供给情况将决定成交量的水平,如果新房供给瓶颈超预期,可能拖累新房成交量。



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。

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。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址: 北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址: 深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究