



地产专题分析报告

宏观经济深度报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：张馨月（执业 S1130525070016）

songxuetao@gjzq.com.cn

zhangxinyue@gjzq.com.cn

从小阳春成色看楼市止跌持续性

整体看，今年地产“小阳春”的成色较好，重点城市二手房实时成交在去年同期高基数基础上实现双位数增长，挂牌价环比降幅有所走阔，但结合挂牌量看价格调整压力相对有限，改善房的积极入市也释放出市场回暖的信号。

开年以来房地产市场的改善是估值底部的自然企稳，而去年“小阳春”的火热主要是政策刺激的结果，二者之间存在本质上的不同。去年市场再度转弱的根本原因是当时房价的泡沫去化并不充分，政策的利好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。

相比之下，2026年房地产市场止跌回稳存在长期因素和短期因素的双重支撑，这也决定了“小阳春”之后的楼市不会重蹈去年的覆辙。第一重支撑是基于房价累计跌幅、租金回报率、房价收入比等长期因素判断，房地产市场已处于估值底部，进一步下跌的空间有限。第二重支撑是从供需平衡的角度出发，今年“小阳春”供给侧压力相对有限，复刻去年加速下跌走势的概率不大，预计经历成交淡季的缩量磨底后有望实现企稳。

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，二者共同决定了房子的商品属性。目前代表估值水平的租金回报率已基本回到合理区间，而租金价格止跌迹象初现，3月冰山80城租金价格环比+0.7%，为2022年以来首次转正。如果年内租金价格保持修复态势，房子的商品属性将率先触底回升，并为楼市的止跌回稳提供坚实支撑。

考虑到多数城市在“小阳春”期间的表现是成交放量、挂牌回升，预计市场进入“金三银四”后的成交淡季，买卖双方将开启新一轮的价格博弈。伴随着成交的缩量，房价可能出现小幅回落，但快速下跌的可能性较小。当重点城市挂牌量再度回落，并持续1-2个月，市场有望再次确认价格底部，预计楼市在6-8月有望筑底。

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。



内容目录

一、地产“小阳春”的成色.....	3
二、“小阳春”之后，楼市是否会复刻去年走势？.....	10
三、如何把握年内止跌的节奏？.....	14
风险提示.....	15

图表目录

图表 1： 春节错位效应下，重点城市二手房成交面积弱于去年同期（万平方米）.....	3
图表 2： 重点城市二手房网签套数.....	4
图表 3： 上海二手房网签量连续 5 个月处在 2 万套荣枯线以上.....	4
图表 4： 2026 年小阳春启动时点较去年滞后 2 周.....	5
图表 5： 26 个重点城市二手房实时签约套数和同比增速.....	5
图表 6： 全国二手房挂牌价跌幅有所走阔.....	6
图表 7： 不同能级城市二手房挂牌价环比跌幅.....	7
图表 8： 上海二手房挂牌量回升至 1 月底水平.....	7
图表 9： 重点城市挂牌量和挂牌价走势.....	8
图表 10： 3 月多数城市二手房挂牌量回升.....	8
图表 11： 上海二手房成交总价结构有所改善.....	9
图表 12： 重点城市成交总价较 2025 年 12 月变化.....	10
图表 13： 多数城市房价收入比已低于 2006 年.....	10
图表 14： 主要国家房地产下跌周期累计跌幅和调整时间.....	11
图表 15： 百城租金回报率已接近公积金贷款利率.....	12
图表 16： 一线城市租金回报率.....	12
图表 17： 全球主要城市租金回报率和持有成本.....	13
图表 18： 26 个城市二手房挂牌量环比.....	14
图表 19： 冰山 80 城租金环比自 2022 年以来首次转正.....	14
图表 20： 核心城市二手房挂牌量出现分化.....	15



我们在1月29日报告《楼市止跌回稳的前奏》中指出，“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持，‘金三银四’是检验房地产市场止跌回稳节奏的关键窗口”。

当前市场的核心分歧在于，2026年年初以来楼市的止跌是否具有持续性？当市场进入“金三银四”以后的成交淡季，房地产市场的走向是磨底后企稳，还是复刻去年的走势，开启新一轮加速下跌？透过本轮地产“小阳春”的表现，我们尝试给出答案。

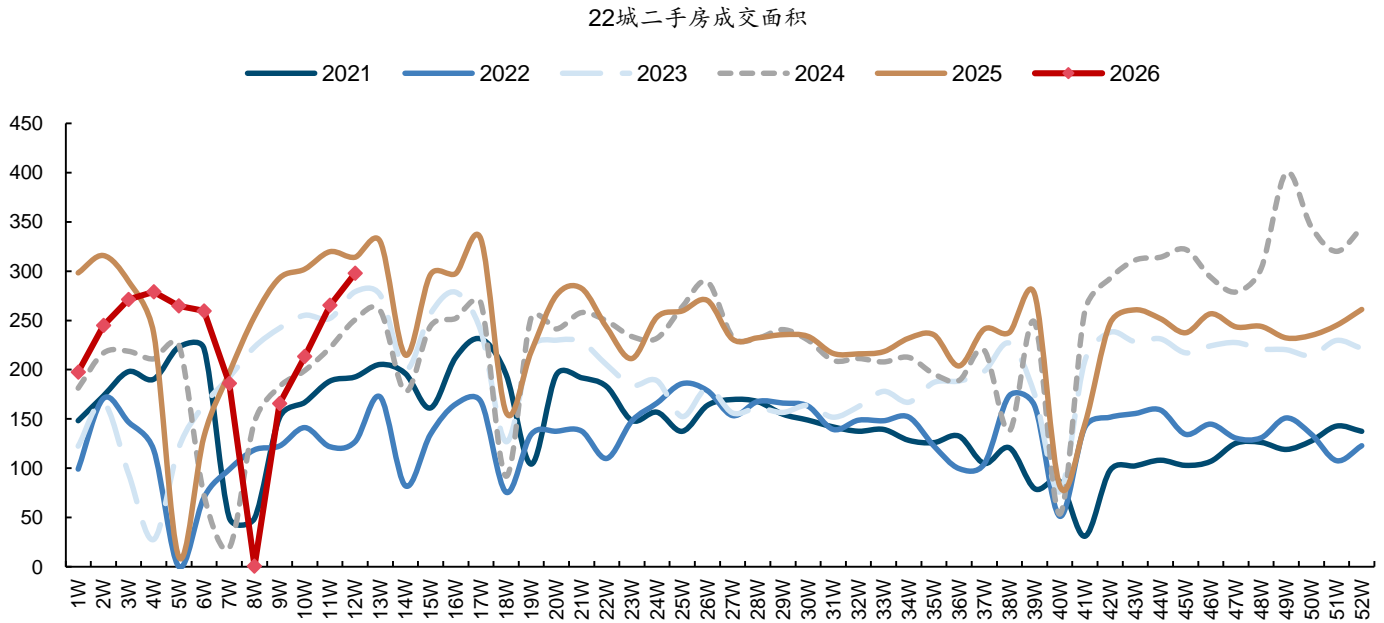
一、地产“小阳春”的成色

1、成交量

受春节错位影响，2026年重点城市二手房网签数据弱于2025年同期，3月1日至26日，22城二手房成交面积同比下降14.5%，一、二、三线城市同比分别为-2.9%、-22.7%、-15.6%。其中，厦门、南京、上海、北京、宁波、无锡、佛山的网签量好于去年同期，同比分别为10.8%、4.5%、3.9%、3.5%、2.5%、1.3%。

受“沪七条”提振，上海二手房周度网签量已创下2021年“小阳春”以来的新高，3月成交量有望突破3.1万套，达到2021年4月以来的最好水平。值得注意的是，上海二手房成交量自2025年11月起已连续5个月处在2万套的荣枯线之上（2月按非春节期间成交量折算），历史上类似的情况仅出现过两次：分别是2020年5月至2021年7月的成交高峰期、2024年11月到2025年5月的政策红利期。

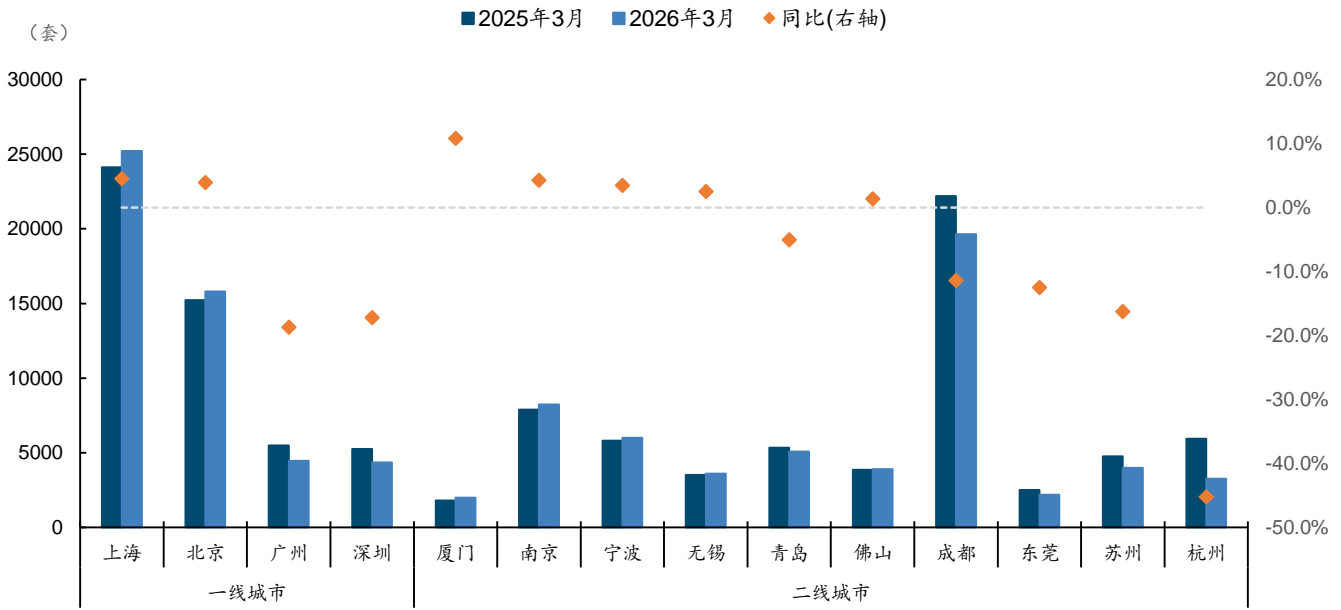
图表1：春节错位效应下，重点城市二手房成交面积弱于去年同期（万平方米）



来源：ifind，国金证券研究所

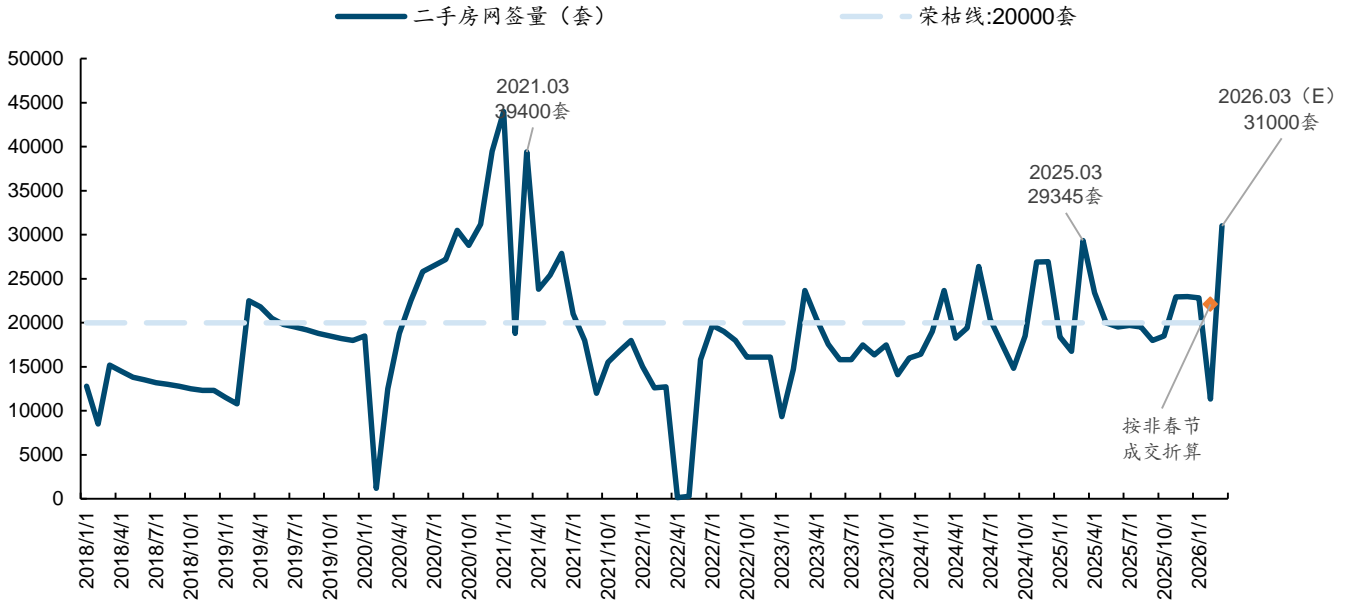


图表2：重点城市二手房网签套数



来源：冰山指数，国金证券研究所

图表3：上海二手房网签量连续5个月处在2万套荣枯线以上



来源：网上房地产，国金证券研究所

但较为滞后的网签数据并不足以体现2026年“小阳春”的真实成色。由于2026年春节时点靠后，从节后复工到带着成交需要时间，“小阳春”的启动时点更晚，但后劲更足。

以北京为例，2025年“小阳春”在2月第4周启动，当周网签套数达到4510套，此后的“金三”的单周网签量基本维持在4300-4500套。而2026年的“小阳春”3月第2周（3.9-3.15）才启动，当周北京二手房网签4141套，不及去年同期，但3月第3周（3.16-3.22）网签量已攀升至4973套，且本周仍延续上升态势，网签量有望突破5000套。

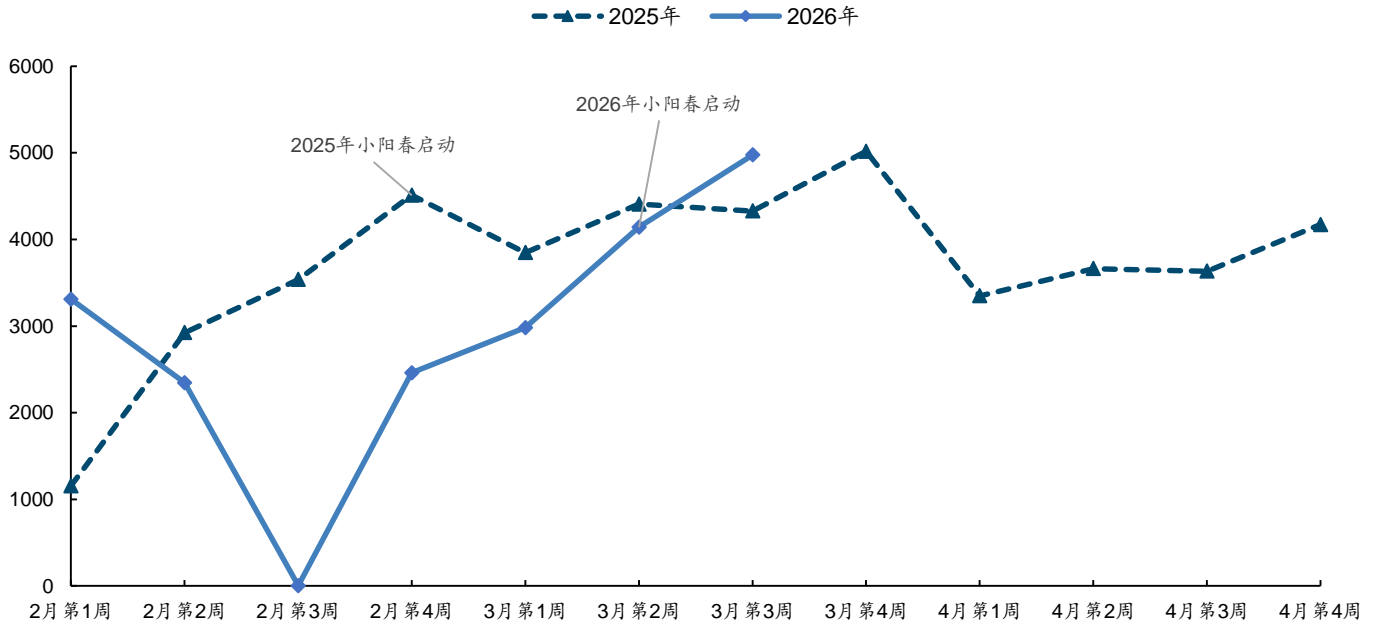
从更加领先的实时签约数据看，多数城市“小阳春”的二手房成交好于去年同期，低能级城市的表现更加亮眼。截至3月24日，26个重点城市二手房实时成交套数同比上涨13.0%，增速较上周回升，一、二、三线城市二手房实时成交



套数同比增速分别为 8.2%、14.8%和 30.2%。

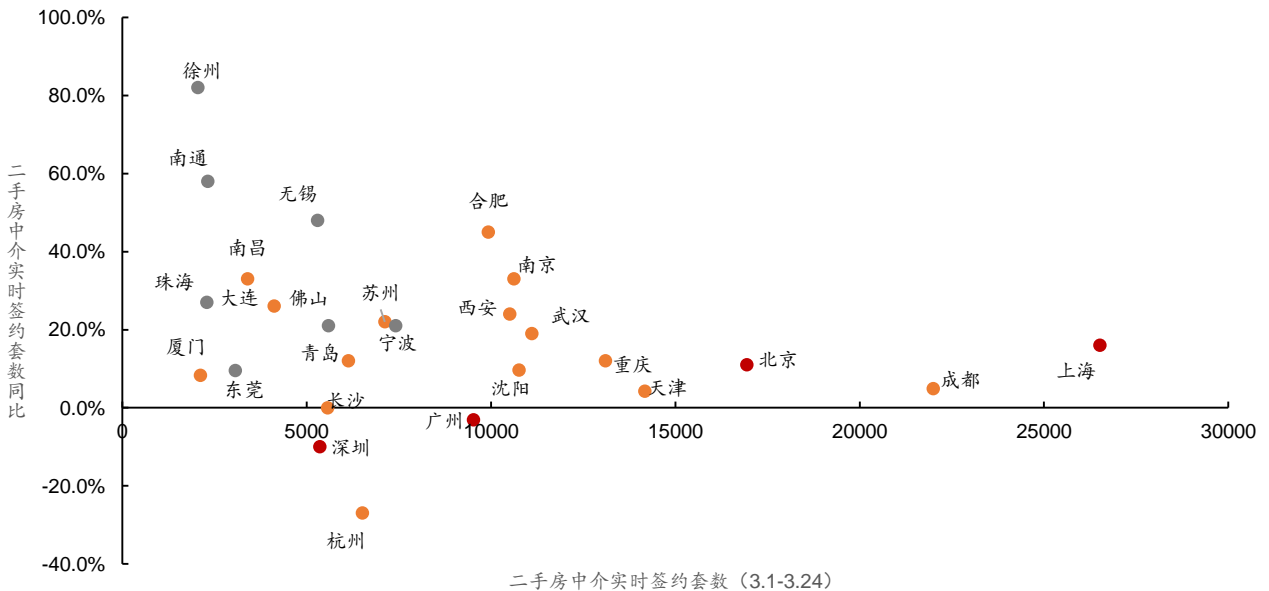
其中，徐州、南通、无锡、合肥、南京、南昌等城市涨幅靠前，同比分别为 82%、58%、48%、45%、33%、33%；上海和北京在放松限购等政策利好下，在去年同期高基数的基础上实现了双位数增长，同比分别为 16%和 11%；杭州、深圳、广州等城市二手房实时成交弱于去年，同比跌幅分别为-27%、-10%、-3%。

图表4：2026年小阳春启动时点较去年滞后2周



来源：冰山指数，国金证券研究所

图表5：26个重点城市二手房实时签约套数和同比增速



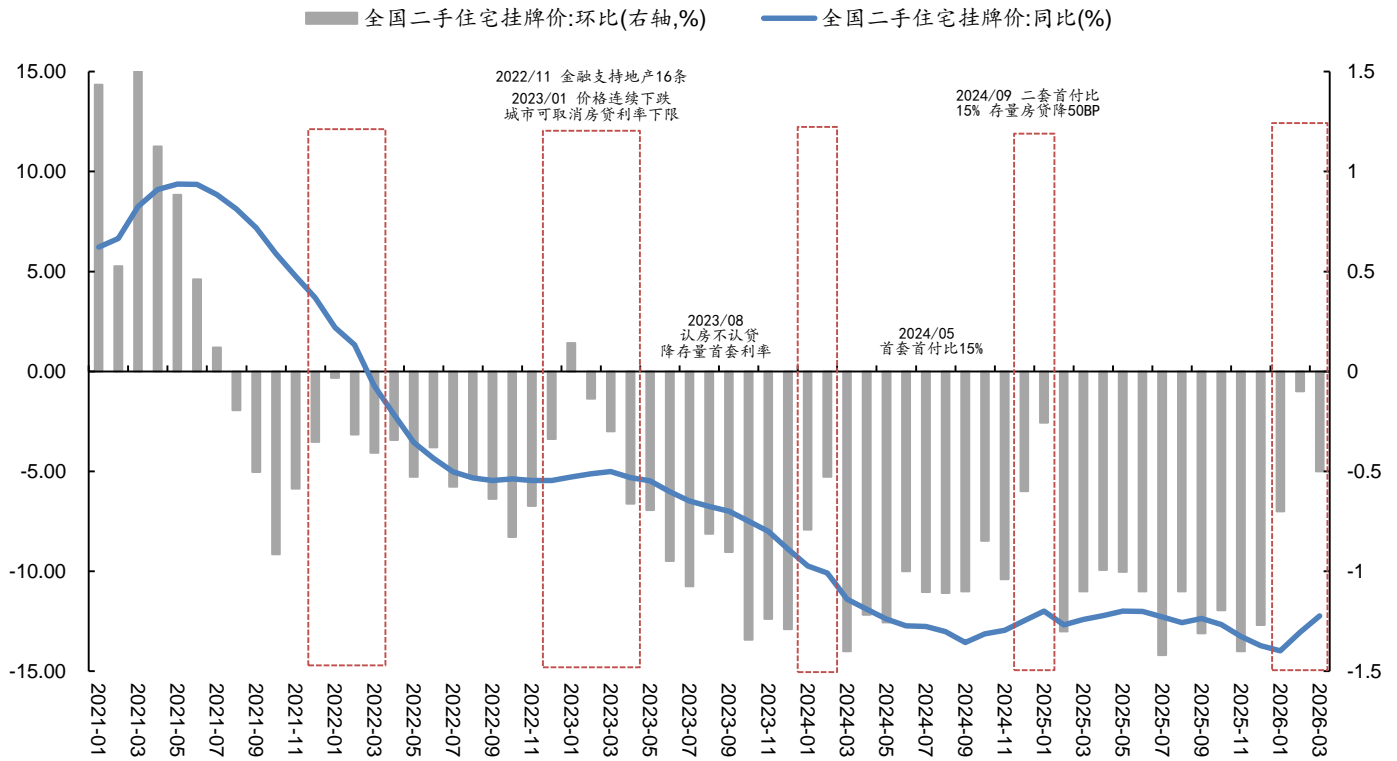
来源：冰山指数，国金证券研究所



2、挂牌价

“小阳春”以来，全国房价走势有所反复。截至3月22日全国挂牌价环比降幅走阔至-0.5%，2月环比降幅为-0.1%。剔除结构性失真和成交滞后的干扰，截至3月22日全国房价环比-0.2%；其中，一、二、三线城市挂牌价环比分别为-0.3%、-0.2%、-0.1%。目前一线城市基本回吐了2月以来的涨幅，这意味着当前的供需格局仅能维持房价的边际止跌，一旦房价回暖，来自供给侧的抛压将带动价格回到原点。

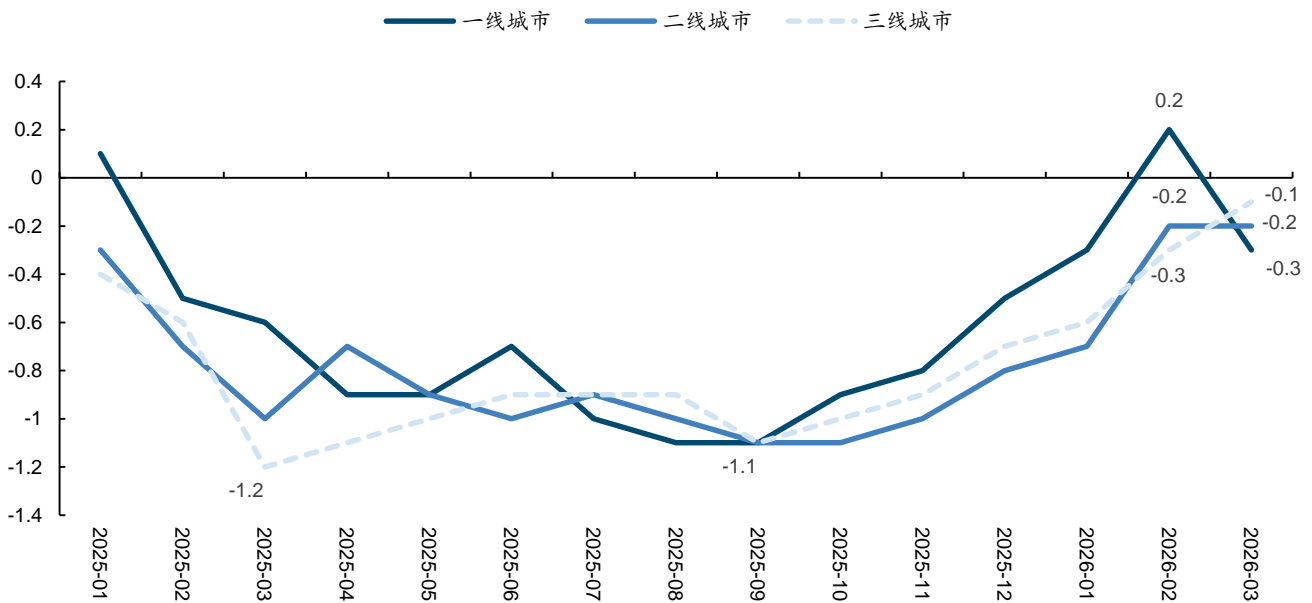
图表6：全国二手房挂牌价跌幅有所走阔



来源：冰山指数，国金证券研究所



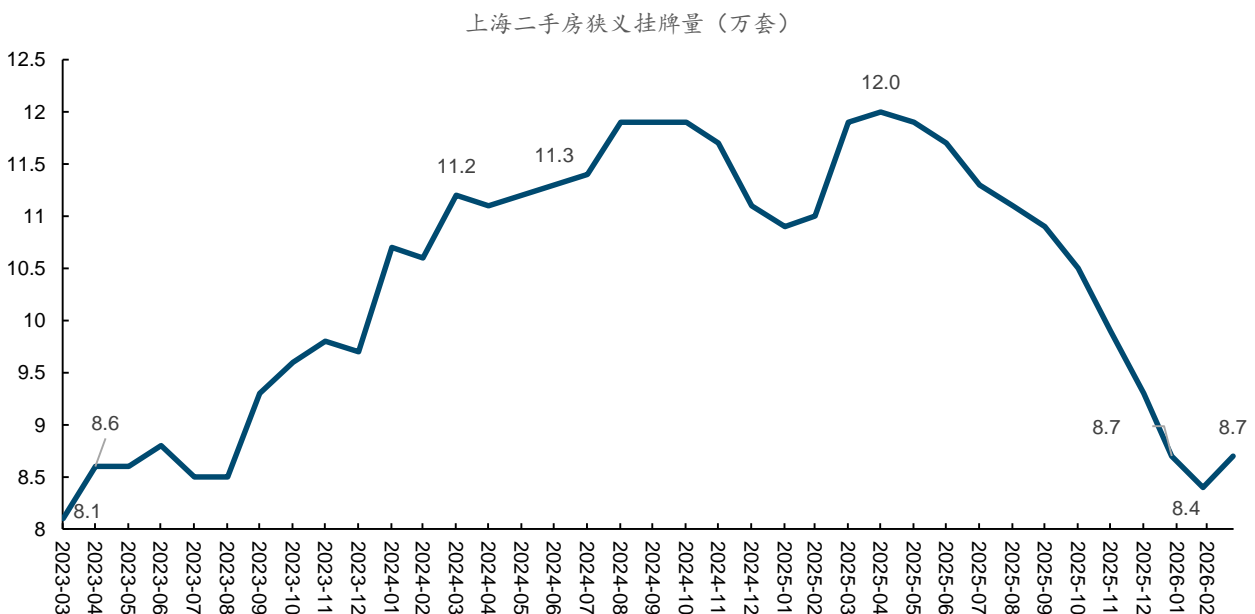
图表7：不同能级城市二手房挂牌价环比跌幅



来源：趋势动物，国金证券研究所

“小阳春”房价边际回落的直接原因是3月以来重点城市二手房挂牌量再度回升，供需博弈加剧，部分卖家选择“以价换量”。以上海为例，二手房狭义挂牌量由2026年年初的9.3万套持续回落至春节复工前的8.4万套，带动上海房价小幅上涨。但“小阳春”以来，部分主动撤牌的房东选择在成交旺季重新挂牌，带动上海二手房狭义挂牌量再度回到8.7万套，接近1月底的水平。伴随着供给的增加，上海挂牌价环比再度转负，房价也保持在1月底附近的水平。

图表8：上海二手房挂牌量回升至1月底水平



来源：冰山指数，国金证券研究所

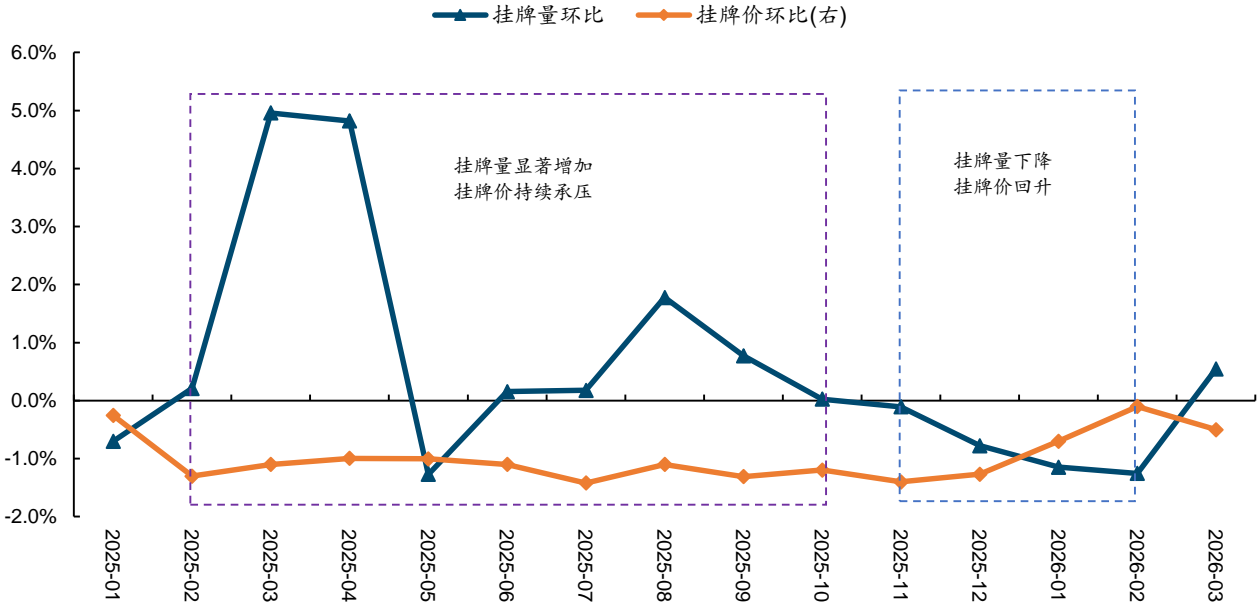
整体看，挂牌量的变化基本决定了房价的走势。当挂牌量快速上升，通常意味着房价将开启一轮加速下跌；当挂牌量环比持续回落，往往伴随着房价的跌幅收窄。去年“小阳春”期间26个重点城市挂牌量环比上涨10%，这也是“金三银四”成交旺季结束后房价月环比跌幅超1个百分点的重要原因；直到2025年12月重点城市挂牌量出现明显回落，



此后房价跌幅也快速收窄，到2月基本实现止跌。

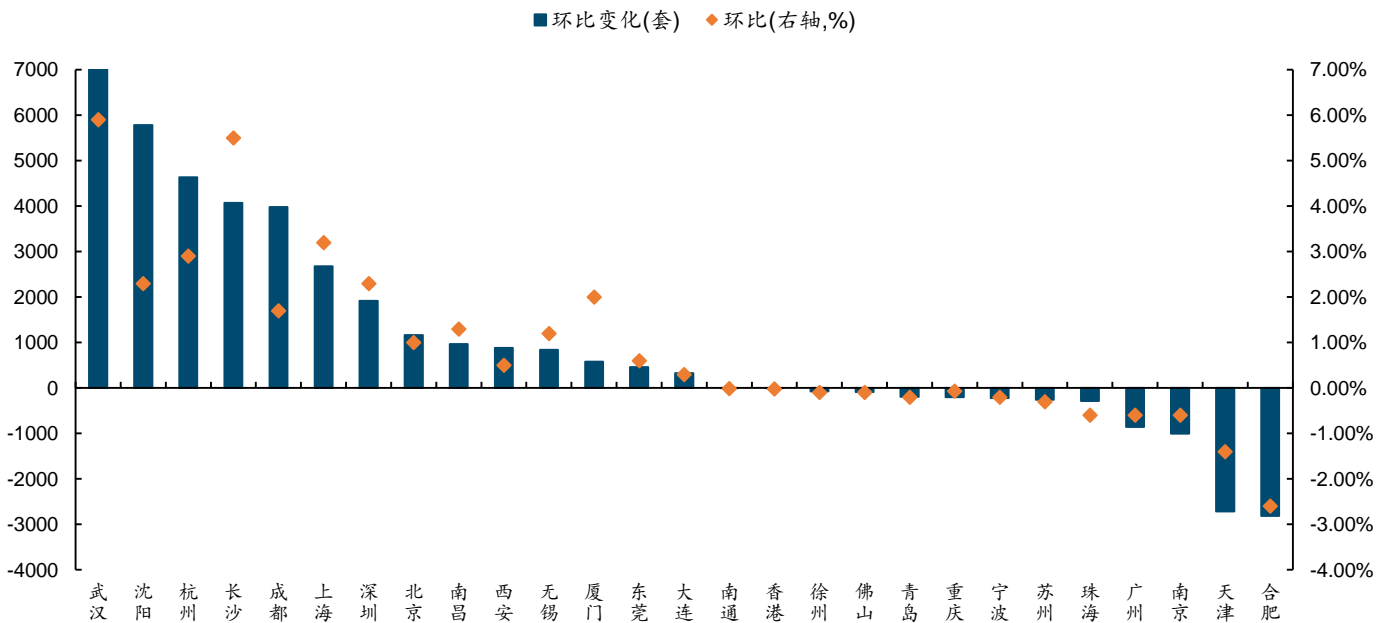
与2025年“小阳春”不同的是，2026年二手房挂牌量的上涨趋势相对温和，预计“金三银四”结束后房地产市场不会重蹈去年加速下跌的覆辙。截至3月24日，26个重点城市二手房挂牌量月环比涨幅仅为0.6%，显著好于去年同期5.1%的涨幅。其中，武汉、长沙、上海、杭州等城市挂牌量环比增速较快，分别为5.9%、5.5%、3.2%、2.9%；合肥、天津、南京、广州等城市挂牌量显著回落，环比分别为-2.6%、-1.4%、-0.6%、-0.6%。

图表9：重点城市挂牌量和挂牌价走势



来源：冰山指数，国金证券研究所

图表10：3月多数城市二手房挂牌量回升



来源：冰山指数，国金证券研究所



3、成交结构

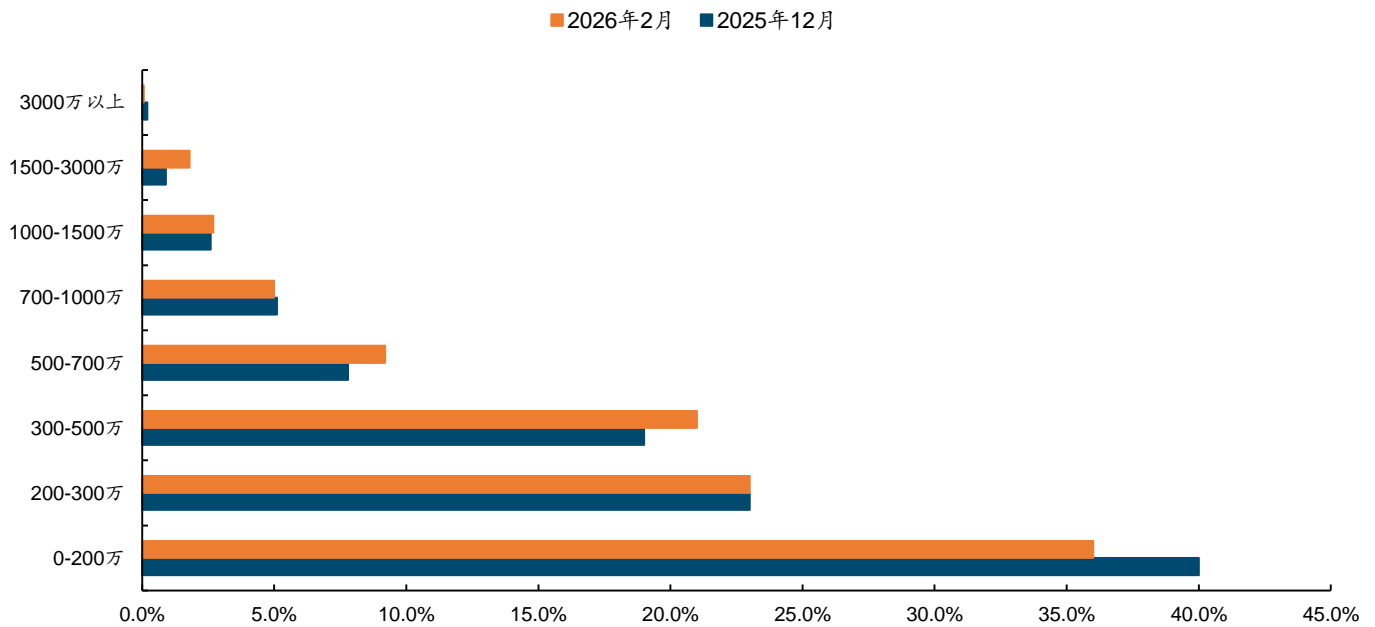
开年以来，重点城市成交结构出现改善。以上海为例，2026年2月成交总价300万以上占比由2025年12月的37%回升至41%，700万以上占比由8.8%回升至9.6%，这意味着房地产市场的修复正逐渐由低总价的刚需盘向改善房传导。

高能级城市成交总价的上涨也表明楼市购买力正在回升。一线城市中，上海、深圳、广州2月成交总价较去年底的涨幅分别为7.0%、6.7%、4.3%，北京的成交总价较去年底小幅下降3.4%。二线城市中，成都、天津、南京、厦门、杭州、长沙等强二线成交总价普遍上涨，较去年底涨幅分别为17.0%、9.7%、7.8%、6.2%、4.3%、4.3%；大连、武汉、青岛、苏州、沈阳等城市成交总价有所回落，降幅分别为-7.6%、-6.3%、-5.5%、-4.8%、-4.3%。

事实上，居民收入尚未显著改善并非楼市止跌回稳的阻碍。一方面，相较于居民收入的增长压力，房价实际上已经超调，全国二手房挂牌价和成交价的累计跌幅分别为37.4%、41.2%。从房价收入比看，多数城市房价的可负担性已好于2006年，预期因素才是影响房地产市场止跌回稳的关键。另一方面，随着房价的回落、首付比例的下调以及公积金贷款上限的提升，部分购房者倾向于“一步到位”，重点城市套均成交面积和成交总价明显上升。

整体看，今年地产“小阳春”的成色较好，重点城市二手房实时成交在去年同期高基数基础上实现双位数增长，挂牌价环比降幅有所走阔，但结合挂牌量看价格调整压力相对有限，改善房的积极入市也释放出市场回暖的信号。

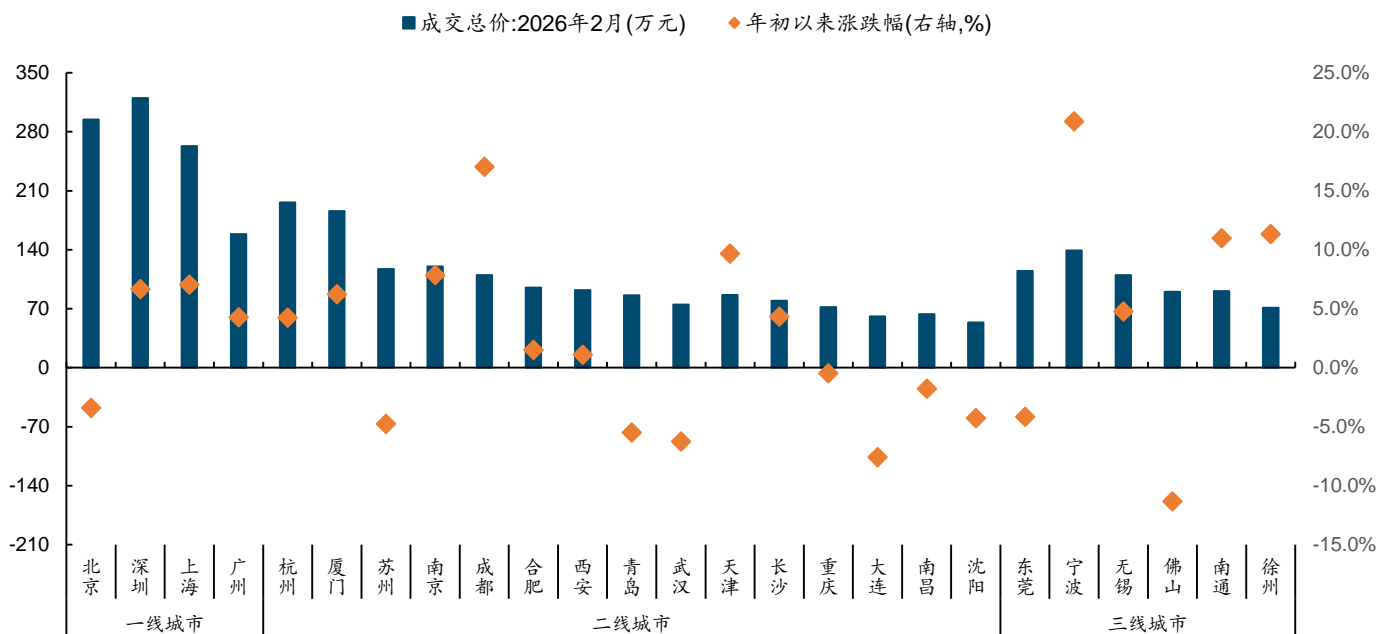
图表11：上海二手房成交总价结构有所改善



来源：冰山指数，国金证券研究所



图表12: 重点城市成交总价较2025年12月变化



来源: 冰山指数, 国金证券研究所

图表13: 多数城市房价收入比已低于2006年

城市	按成交总价中位数计算		按成交均价计算				
	2025年12月	2025年12月	2024年12月	2018年12月	2016年12月	2010年12月	2006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

二、“小阳春”之后，楼市是否会复刻去年走势？

2025年地产“小阳春”结束后，房地产市场并未延续此前止跌的态势，反而开启新一轮加速下跌。今年“小阳春”整体呈现出量好于价的特征，但3月以来挂牌价跌幅再度走阔，加剧市场对后续楼市走势的分歧。

事实上，开年以来房地产市场的改善是估值底部的自然企稳，而去年“小阳春”的火热主要是政策刺激的结果，二者之间存在本质上的不同。去年市场再度转弱的根本原因是当时房价的泡沫去化并不充分，政策的利好只能带来此前积



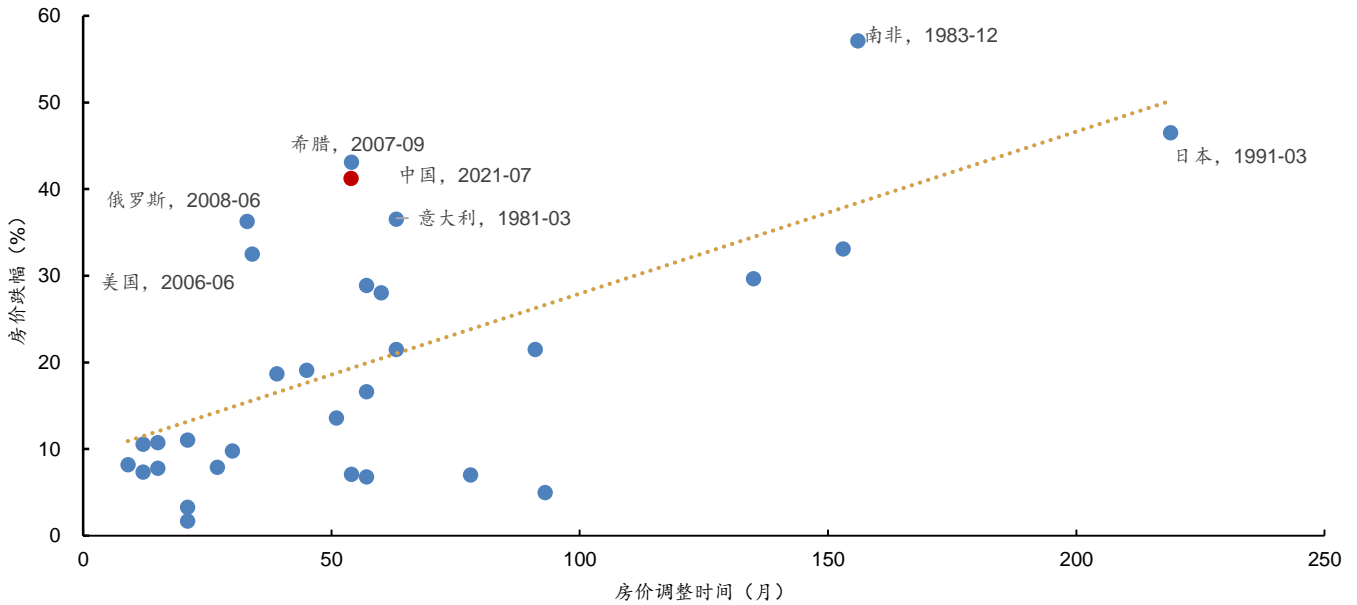
压需求的释放，却不足以长期支撑房价的估值。

相比之下，2026 年房地产市场止跌回稳存在长期因素和短期因素的双重支撑，这也决定了“小阳春”之后的楼市不会重蹈去年的覆辙：

第一重支撑是基于房价累计跌幅、租金回报率、房价收入比等长期因素判断，房地产市场已处于估值底部，进一步下跌的空间有限。

从房价累计跌幅看，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 37.4%和 41.2%，调整时间位于主要国家下跌周期的平均水平，调整幅度已超过海外多数国家的房地产下行周期。

图表14：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

从租金回报率看，2月百城租金回报率已达到 2.42%，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。这意味着房地产市场的估值泡沫已基本去化，消费品属性成为主导房产价格的因素。

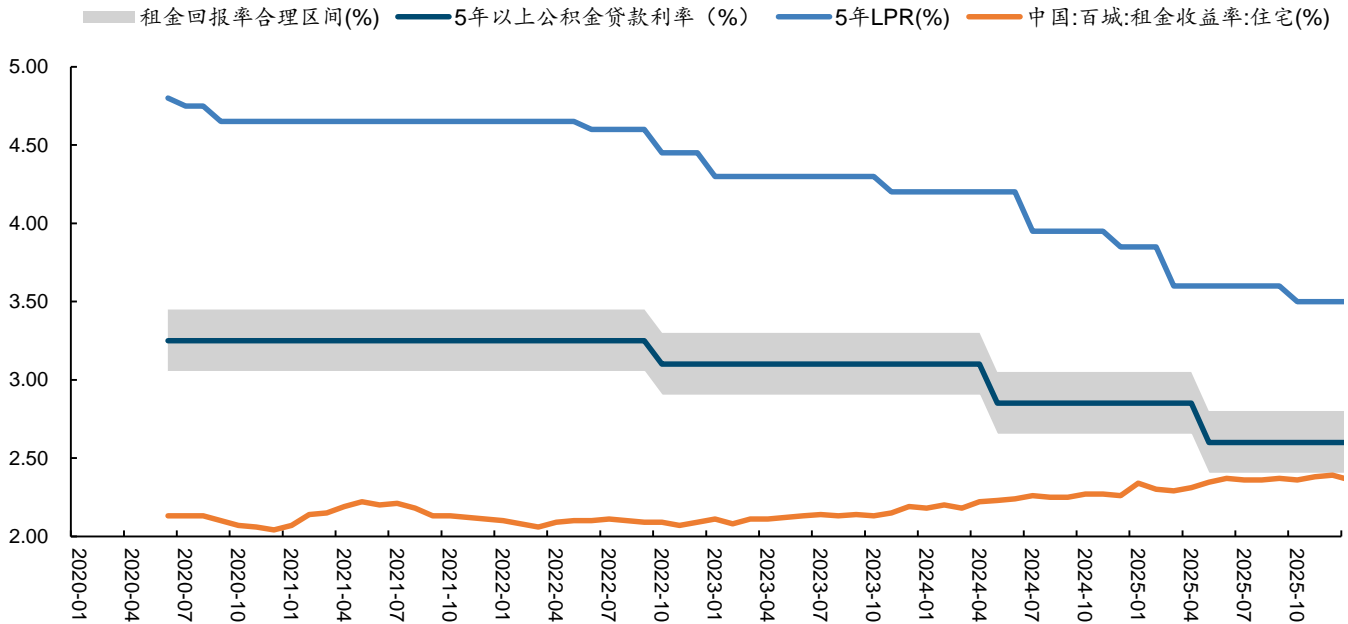
以公积金贷款利率为锚的原因是当前二手房成交“刚需化”特征明显，一线城市成交总价的中位数不足 300 万元，二线城市基本在 100 万元以下。考虑到各地公积金贷款额度的上限普遍较高，对于拥有贷款资格的购房者而言，2.6%是其真正的负债端成本。

今年上海“小阳春”二手房成交持续放量，除了放松限购的提振之外，公积金提额也是的重要原因。当前上海成交总价的中位数仅有 260 万元，将首套公积金贷款上限由 160 万元提升至 240 万元，意味着购买成交主力房型的贷款利率基本可以锁定在 2.6%，而低总价的住房租金回报率普遍较高，此举进一步推动了成交主力房型的租买收益平衡，进而释放潜在购房需求。

此外，一线城市的租金回报率也并未显著低于国际水平。2月北京、上海、广州、深圳的租金回报率分别为 2.01%、2.04%、2.07%、1.55%。从国际比较看，尽管全球主要城市的租金回报率普遍超过 3%，但其持有成本通常也在 1 个百分点以上。因此，全球主要城市扣除持有成本后的净租金回报率基本处在 1.5%-2.5%的区间。考虑到国内房产持有成本接近于 0，当前一线城市 2%左右的租金回报率已初步回到合理区间。

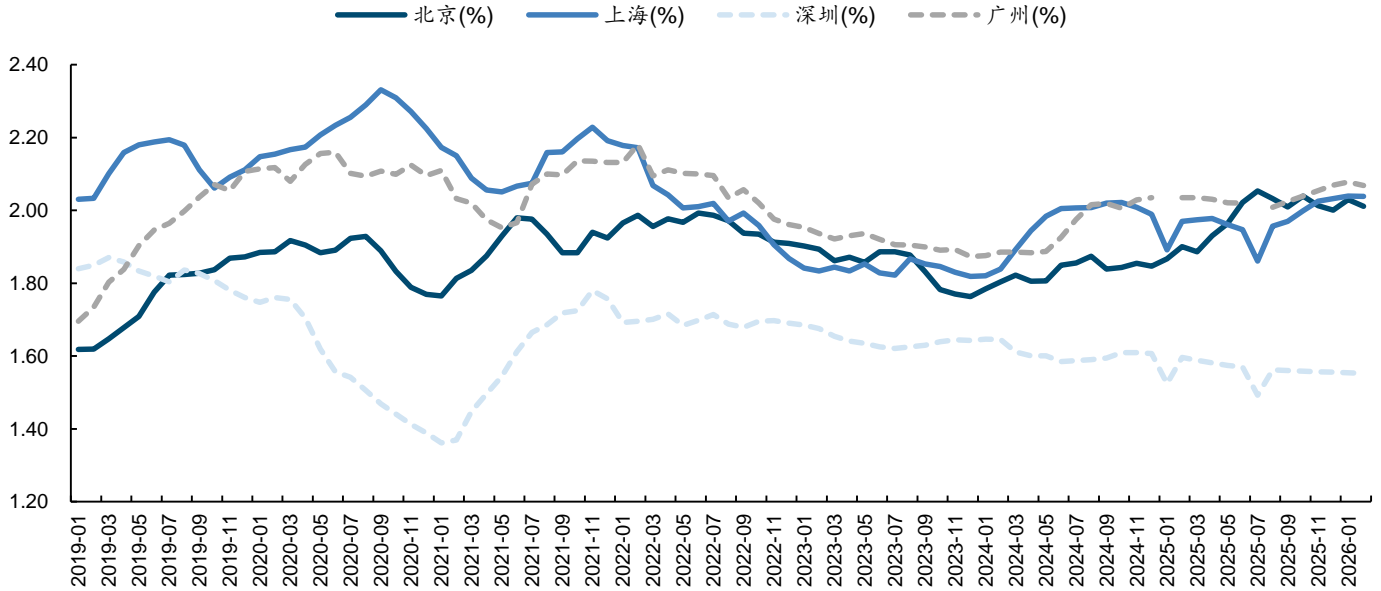


图表15: 百城租金回报率已接近公积金贷款利率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 一线城市租金回报率



来源: ifind, 国金证券研究所



图表17: 全球主要城市租金回报率和持有成本

	毛租息	净租息	持有成本	房产税	物业费	保费&房屋修缮费	土地税/地租	差响
柏林	3.5%-4.5%	2.7%-3.7%	0.82%	0.28%	0.51%	0.03%	/	/
纽约	5.90%	2.67%	3.23%	1.64%	1.25%	0.34%	/	/
多伦多	4.20%	2.44%	1.76%	0.71%	0.85%	0.20%	/	/
香港	2.5%-3.5%	2%-2.7%	0.5%-0.8%	/	0.36%-0.6%	/	0.10%	0.13%-0.18%
新加坡	3.10%	2.15%-2.5%	0.6%-0.95%	0.33%	0.26%-0.6%	0.01%-0.02%	/	/
伦敦	3.10%	1.74%-2.2%	0.9%-1.36%	/	0.8%-1.2%	0.04%	0.10%	/
东京	2.6%-3.3%	1.5%-2.2%	1.1%-2.1%	0.33%	0.5%-1.5%	0.30%	/	/
巴黎	2.80%	1.2%-1.5%	1.3%-1.6%	0.20%	0.50%	0.12%-0.4%	0.50%	/

来源: Numbeo, IRAS, Global Property Guide, 中原地产等, 国金证券研究所

从房价收入比¹看, 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。从相对水平看, 多数城市的房价收入比已低于 2006 年, 这意味着当前的住房可负担性处于历史较好水平。从绝对水平看, 按成交总价中位数计算, 一线城市房价收入比大致在 9-12 倍, 二线城市基本在 3-6 倍, 均处于国际的合理区间。相比之下, 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。

第二重支撑是从供需平衡的角度出发, 今年“小阳春”供给侧压力相对有限, 复刻去年加速下跌走势的概率不大, 预计经历成交淡季的缩量磨底后有望实现企稳。

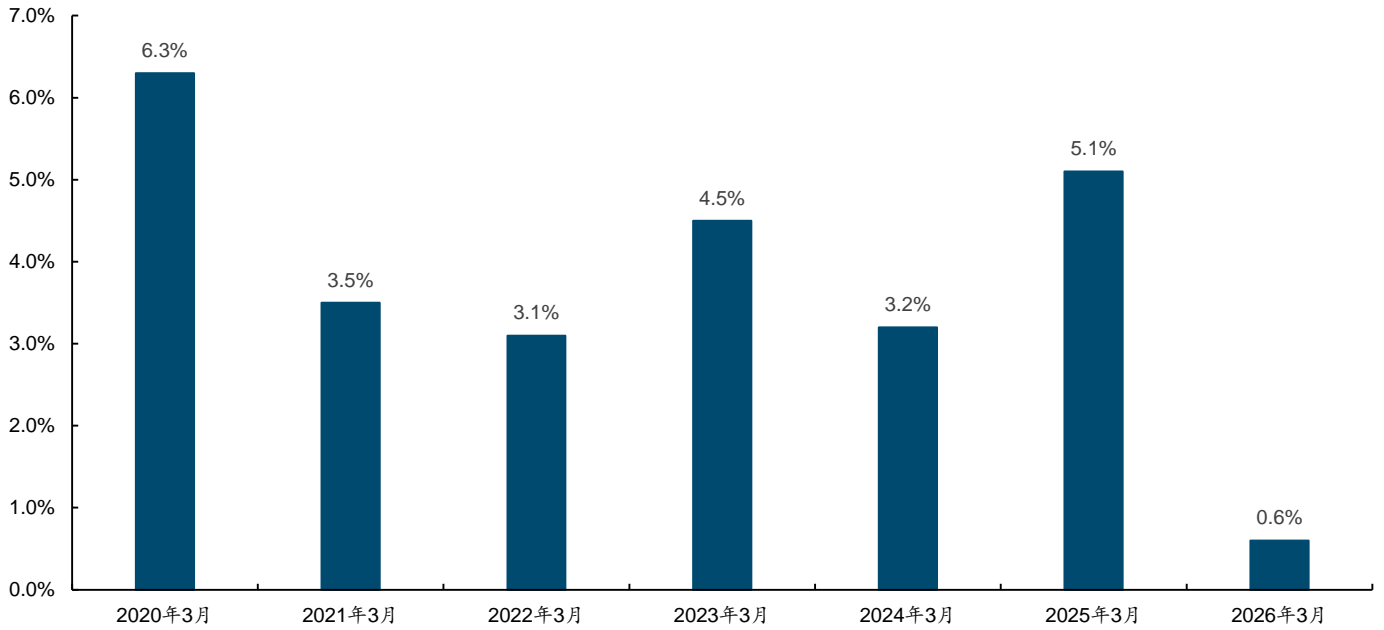
本轮重点城市二手房挂牌量的增长主要集中在 3 月上旬, 主要原因是春节错位效应下, “小阳春”启动时点较晚, 此时成交的改善并不足以抵消供给的回升。但 3 月中下旬以来, “小阳春”的成色逐渐显露, 伴随着成交的持续放量, 多数城市的二手房挂牌量再度回落, 表明当下供给侧的压力相对可控。

由于卖家倾向在成交旺季挂牌, 3 月通常是年内二手房挂牌量回升较快的月份。但今年 26 个重点城市二手房挂牌量环比 0.6% 的涨幅显著低于 2020 年以来的同期水平, 二季度挂牌量大幅上涨的概率较低。这意味着从供需平衡的角度看, 今年房价并不具备大幅调整的基础。

¹ 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。



图表18: 26个城市二手房挂牌量环比



来源: 冰山指数, 国金证券研究所

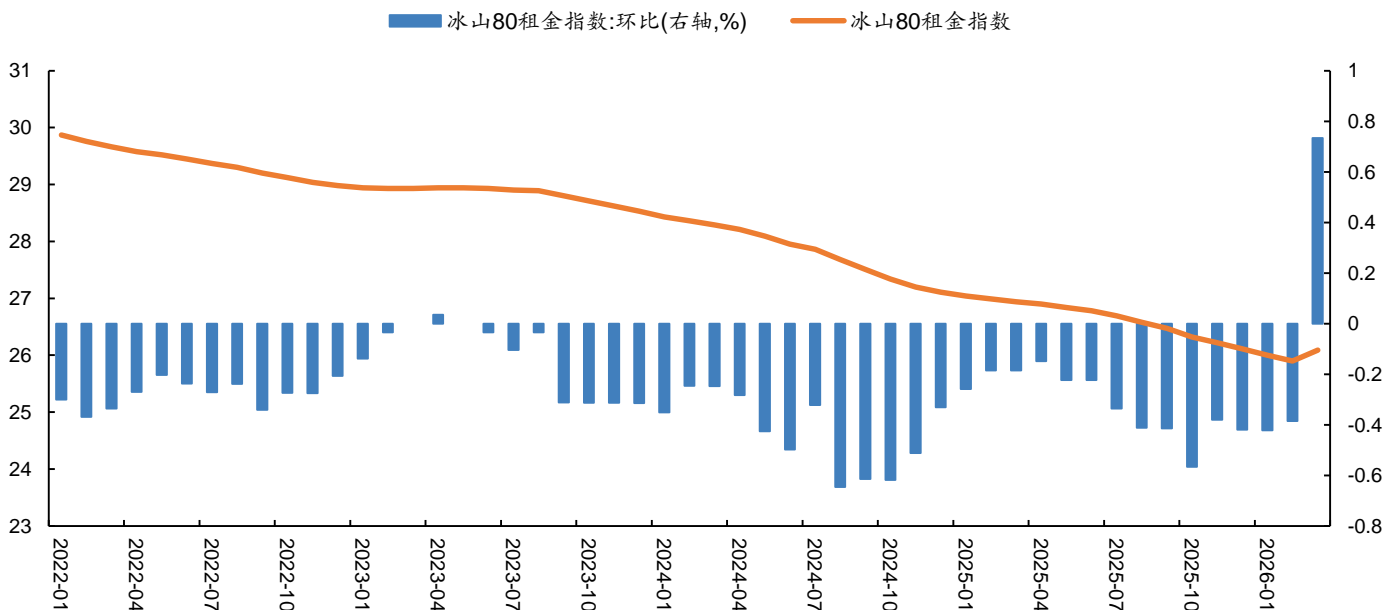
三、如何把握年内止跌的节奏?

一看租金价格。

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, 二者共同决定了房子的商品属性。目前代表估值水平的租金回报率已基本回到合理区间, 而租金价格止跌迹象初现, 3月冰山80城租金价格环比+0.7%, 为2022年以来首次转正。

往前看, 经济能否延续年初“开门红”的态势, 决定了租金价格改善的持续性。如果年内租金价格保持修复态势, 房子的商品属性将率先触底回升, 并为楼市的止跌回稳提供坚实支撑。

图表19: 冰山80城租金环比自2022年以来首次转正



来源: 冰山指数, 国金证券研究所



二看挂牌量走势。

“小阳春”以来，重点城市挂牌量走势出现分化，大致可分为以下三类：

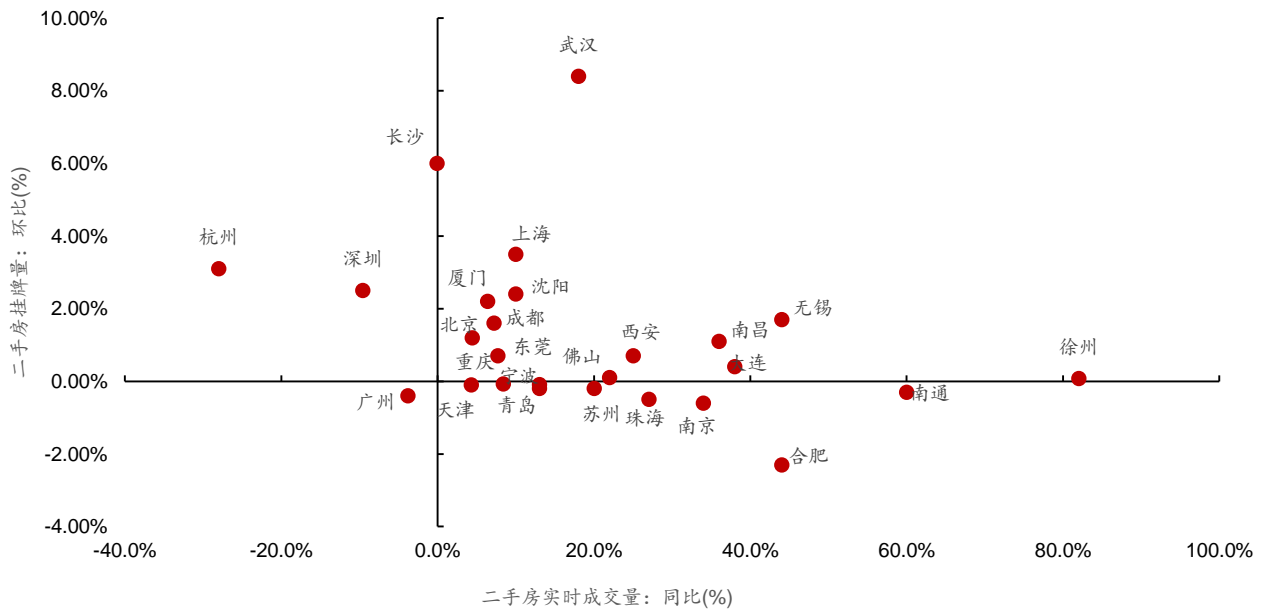
第一类是成交放量带动挂牌回升，包括上海、厦门、北京、成都、长沙、武汉等。这类城市买卖双方的博弈较为激烈，其挂牌量在今年1-2月曾明显回落，但随着成交旺季来临，部分撤牌房东再度挂牌。供给的回升也导致房价走势反复，预计这类城市“小阳春”后房价将进入磨底期。

第二类是成交放量伴随挂牌回落，包括合肥、南京、南通、苏州、徐州等城市。需求改善叠加供给收缩意味着这类城市的房价已接近底部，上述城市3月以来挂牌价的变化也印证了这一点。

第三类成交缩量叠加挂牌回升，典型的城市是杭州和深圳。这类城市租金回报率普遍偏低，市场博弈属性更强，适合作为判断房子金融属性的指标。如果这类城市房价环比延续下跌，意味着当前决定市场走势的仍然是房子的商品属性；如果这类城市房价能够实现逆势上涨，意味着房子的金融属性正在回归，重点城市核心区域的房产价格有望回升。

考虑到多数城市在“小阳春”期间的表现是成交放量、挂牌回升，预计市场进入“金三银四”后的成交淡季，买卖双方将开启新一轮的价格博弈。伴随着成交的缩量，房价可能出现小幅回落，但快速下跌的可能性较小。当重点城市挂牌量再度回落，并持续1-2个月，市场有望再次确认价格底部，预计6-8月楼市有望筑底。

图表20：核心城市二手房挂牌量出现分化



来源：冰山指数，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