

房地产

近年购物中心新开业规模如何？——REITs 周报

(2023.6.4-2023.6.9)

商业竣工同比增速已由负转正

全国商业营业用房累计竣工面积同比增速已在 2023 年 3 月由负转正，因而今年购物中心建成面积有望增加，新开业购物中心数量有望恢复。2022 年，全年共开业 366 个购物中心，我们筛选了大悦城、华润置地、龙湖集团等房企作为样本房企，2022 年 9 家房企新开业购物中心共有 93 个，二线城市为房企购物中心主要布局城市。根据赢商网数据和我们的假设测算，2023 年有望开业 365 个购物中心。

从全国层面看，商业用房的累计竣工面积同比增速已在 2023 年 3 月转正，今年购物中心建成面积有望增加，新开业购物中心数量有望恢复。2012-2019 年，我国商业用房累计竣工面积维持在 1 亿平方米以上，其中 2017 年达到 12670 万平方米，是近十年的巅峰；受到疫情等因素的影响，2020 年以来，我国商业用房累计竣工面积不及 1 亿平方米，尤其 2022 年我国商业用房累计竣工面积降至 6800 万平方米，同比降幅达到 22%。在疫情因素的影响逐渐削弱下，今年商业用房累计竣工面积同比增速触底回升，2023 年 3 月同比增速成功由负转正。

我们梳理了前期购物中心样本房企（参考 2023 年 4 月 23 日《上市房企购物中心规模如何——REITs 周报》）2022 年新开业购物中心数量，根据上市公司公开披露口径，2022 年 9 家房企共新开业 93 个购物中心，较 2021 年的 114 个减少 21 个。4 家房企开业购物中心，万科开业数量最多（包括社区商业），为 25 个，新城控股、龙湖集团、华润置地分别开业 15 个、15 个、13 个购物中心。

我们整理了如上部分房企 2022 年新开业购物中心所在城市及城市能级，发现各家房企均在二线城市有所布局。3 家房企在一线城市有新开业购物中心，分别为华润置地（北京）、中国海外发展（北京）、招商蛇口（上海）；宝龙商业、招商蛇口分别在三线城市、四线及以下城市有新开业购物中心。

根据赢商网预计，2023 年全国购物中心拟开业数量有 588 个。根据 2017-2022 年购物中心拟开业数量和实际开业数量而计算得出的实际开业率，2017-2019 年实际开业率保持在 50%以上，2020 年和 2022 年均受到疫情等因素影响，实际开业率较上一年下滑较多，2022 年实际开业率仅为 40.89%。考虑到 2023 年疫情影响因素削弱，餐饮等消费有所复苏，购物中心开业意愿或较往年恢复，若 2023 年实际开业率达到疫情前 2017-2019 年实际开业率的平均水平 62.13%，则 2023 年预计实际开业量或达到 365 个，或与 2022 年基本持平。

本周 REITs 指数跑输上证综指

本周，中证 REITs 指数（收盘）下跌 0.624%，REITs 指数下跌 0.036%，上证综指上涨 0.041%，国债指数上涨 0.049%。滚动 4 周，中证 REITs 指数（收盘）下跌 7.23%，REITs 指数下跌 6.33%，上证综指下跌 1.25%，国债指数上涨 0.37%。根据我们的统计测算，截至 2023 年 6 月 9 日，中证 REITs 指数（收盘）与上证综指呈现微弱的正相关，相关系数为 0.09；中证 REITs 指数（收盘）与中债-10 年期国债全价指数呈现微弱的负相关，相关系数为-0.18。将 REITs 分为产权类 REITs 和特许经营权类 REITs 两类看。本周，产权类 REITs 下跌 0.09%，特许经营权类 REITs 下跌 0%。滚动 4 周，产权类 REITs 下跌 7.04%，特许经营权类 REITs 下跌 5.91%。整体看本周特许经营类 REITs 指数表现强于产权类 REITs 指数。

交通基础设施类 REITs 的估值收益率普遍较高。

我们选取中债估值的 REITs 估值收益率作为衡量 REITs 基金估值的指标。截至 2023 年 6 月 9 日，REITs 估值收益率最高的是平安广交投广河高速 REIT，达到 11.27%；估值收益率最低的是华安张江光大 REIT，仅 3.09%。分资产类型看，交通基础设施 REITs 的估值收益率较高，均在 6%以上；保障性租赁住房 REITs 的估值收益率均不高于 5.7%。

投资建议：全国商业营业用房累计竣工面积已在 2023 年 3 月由负转正，因而今年购物中心建成面积有望增加，新开业购物中心数量有望恢复。建议关注：1）受益于资产升值并具有良好的运营能力的产权类 REITs，如保障性租赁住房 REITs、园区基础设施类 REITs、仓储物流类 REITs；2）具有稳定现金流，分红率较高的特许经营权类 REITs，如能源基础设施类 REITs、生态环保类 REITs、交通基础设施类 REITs。

风险提示：购物中心开业率不及预期、政策实施不及预期、宏观经济不及预期、项目运营不及预期

证券研究报告

2023 年 06 月 12 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘清海

分析师

SAC 执业证书编号：S1110523010003

liuqinghai@tfzq.com

胡孝宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1110522070003

huxiaoyu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:青岛楼市新政有何启示？——202305W5 周专题》2023-06-04
- 2 《房地产-行业研究周报:扩募对公募 REITs 有何影响？——REITs 周报》2023-06-03
- 3 《房地产-行业点评:单月销售放缓，累计增速提升——5 月百强房企销售点评》2023-06-02

内容目录

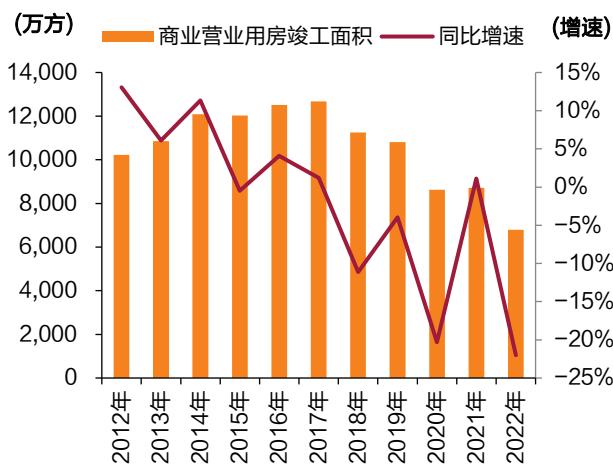
1. 商业竣工同比增速由负转正	3
2. 本周中证 REITs 指数跑输上证综指	6
2.1. 本周特许经营类 REITs 表现强于产权类 REITs	6
2.2. 仓储物流类 REITs 日均换手率普遍偏低	7
3. 交通基础设施类 REITs 的估值收益率普遍较高	9
4. 本周 REITs 审批进度	10
5. 本周公募 REITs 主要公告	10
6. 风险提示	10

1. 商业竣工同比增速由负转正

全国商业营业用房累计竣工面积同比增速已在 2023 年 3 月由负转正，因而今年购物中心建成面积有望增加，新开业购物中心数量有望恢复。2022 年，全年共开业 366 个购物中心，我们筛选了大悦城、华润置地、龙湖集团等房企作为样本房企，2022 年 9 家房企新开业购物中心共有 93 个，二线城市为房企购物中心主要布局城市。根据赢商网数据和我们的假设测算，2023 年有望开业 365 个购物中心。

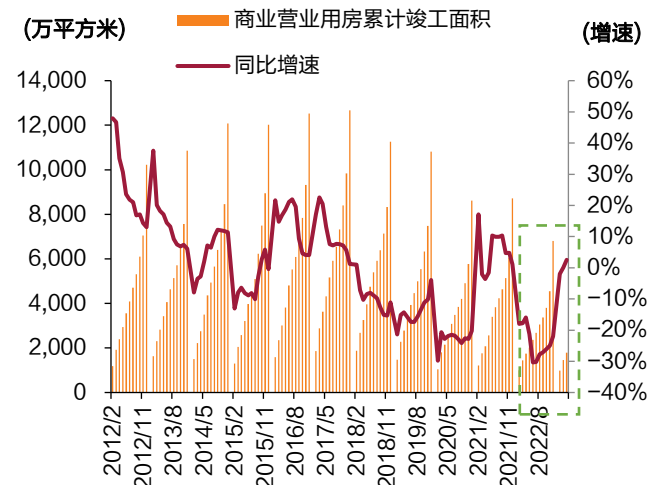
从全国层面看，商业用房的累计竣工面积同比增速已在 2023 年 3 月转正，今年购物中心建成面积有望增加，新开业购物中心数量有望恢复。2012-2019 年，我国商业用房累计竣工面积维持在 1 亿平方米以上，其中 2017 年达到 12670 万平方米，是近十年的巅峰；受到疫情等因素的影响，2020 年以来，我国商业用房累计竣工面积不及 1 亿平方米，尤其 2022 年我国商业用房累计竣工面积降至 6800 万平方米，同比降幅达到 22%。在疫情因素的影响逐渐削弱下，今年商业用房累计竣工面积同比增速触底回升，2023 年 3 月同比增速成功由负转正。

图 1：2012-2022 年我国商业营业用房累计竣工面积及同比增速



资料来源：wind、天风证券研究所

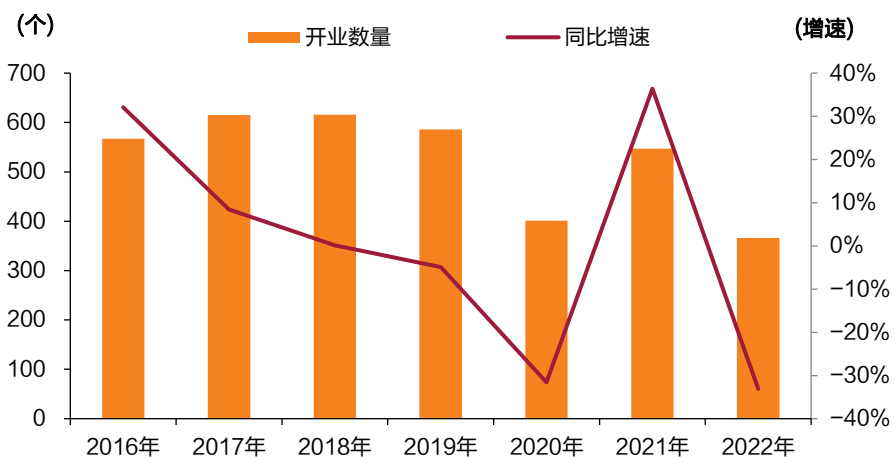
图 2：2012-2022 年各月我国商业营业用房累计竣工面积及同比增速



资料来源：wind、天风证券研究所

具体细化到购物中心，受到疫情影响，2022 年购物中心开业 366 个，是 2016 年以来开业购物中心数量最低的一年。根据赢商网的数据，2016 年-2019 年每年新开业购物中心数量在 550 个以上，2020 年骤减至 401 个，2022 年仅开业 366 个，主要因为 2020 年、2022 年受疫情影响，购物中心的竣工和开业计划或有调整，因而开业购物中心数量均较前一年骤减。

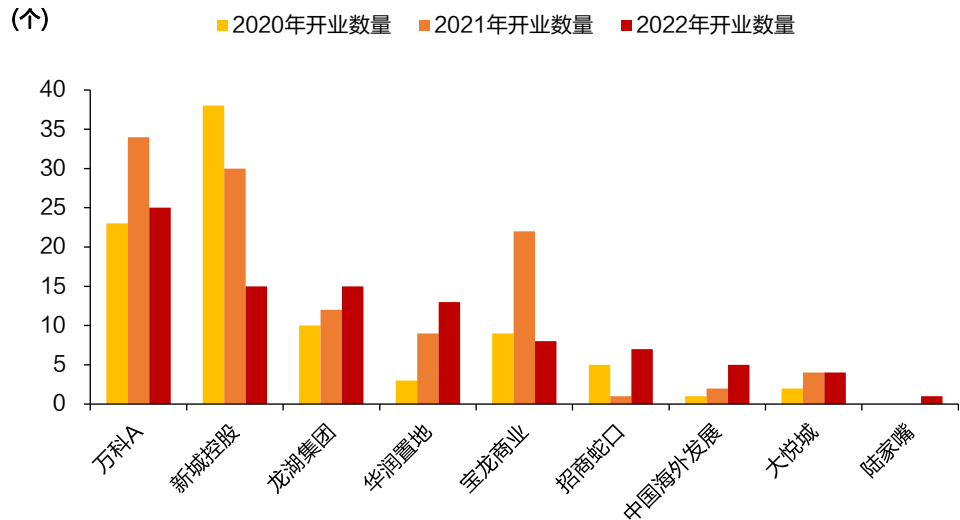
图 3：2016-2022 年购物中心开业数量及同比增速



资料来源：赢商网、天风证券研究所

我们梳理了前期购物中心样本房企（参考 2023 年 4 月 23 日《上市房企购物中心规模如何——REITs 周报》）2022 年新开业购物中心数量，根据上市公司公开披露口径，2022 年 9 家房企共新开业 93 个购物中心，较 2021 年的 114 个减少 21 个。4 家房企开业购物中心，万科开业数量最多（包含社区商业），为 25 个，新城控股、龙湖集团、华润置地分别开业 15 个、15 个、13 个购物中心。

图 4：2020-2022 年部分房企新开业购物中心数量



资料来源：wind、各公司公告、天风证券研究所

备注：万科新开业数量中包含社区商业

我们整理了如上部分房企 2022 年新开业购物中心所在城市及城市能级，发现各家房企均在二线城市有所布局。3 家房企在一线城市有新开业购物中心，分别为华润置地（北京）、中国海外发展（北京）、招商蛇口（上海）；宝龙商业、招商蛇口分别在三线城市、四线及以下城市有新开业购物中心。

表 1：部分房企 2022 年新开业购物中心所在城市及城市能级

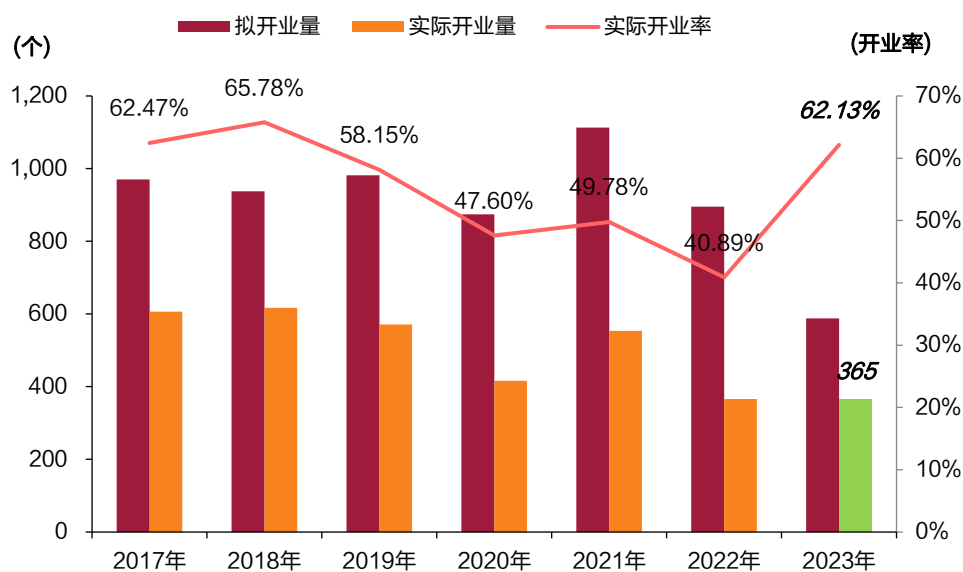
上市房企	所在城市	城市能级			
		一线城市	二线城市	三线城市	四线城市及以下
大悦城	武汉、青岛、绍兴、沈阳		✓		
华润置地	南宁、北京、武汉、沈阳、福州、海口、南京、青岛、南昌、东莞、深圳、上海、大连	✓	✓		
龙湖集团	宁波、厦门、长沙、成都、济南、昆明、南京、苏州、重庆		✓		
宝龙商业	台州、杭州、厦门、杭州、绍兴、上饶		✓	✓	
中国海外发展	广州、北京、苏州、济南	✓	✓		
招商蛇口	成都、苏州、常熟、厦门、上海、十堰、南昌	✓	✓		✓

资料来源：各公司公告、天风证券研究所

根据赢商网预计，2023 年全国购物中心拟开业数量有 588 个。根据 2017-2022 年购物中心拟开业数量和实际开业数量而计算得出的实际开业率，2017-2019 年实际开业率保持在 50%以上，2020 年和 2022 年均受到疫情等因素影响，实际开业率较上一年下滑较多，

2022 年实际开业率仅为 40.89%。考虑到 2023 年疫情影响因素削弱，餐饮等消费有所复苏，购物中心开业意愿或较往年恢复，若 2023 年实际开业率达到疫情前 2017-2019 年实际开业率的平均水平 62.13%，则 2023 年预计实际开业量或达到 365 个，或与 2022 年基本持平。

图 5：2017 年-2023 年(E)购物中心拟开业量和实际开业量



资料来源：赢商网、天风证券研究所

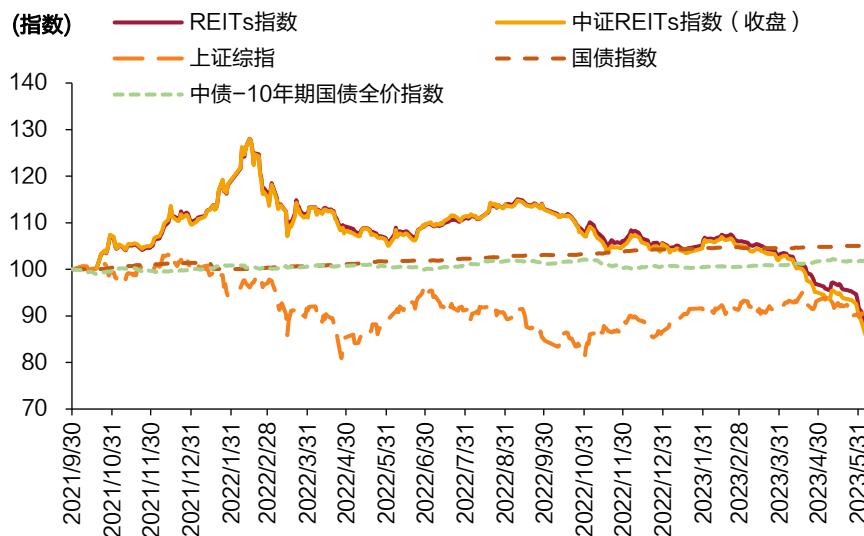
注：2023 年的实际开业率为假设数、实际开业量为测算数

2. 本周中证 REITs 指数跑输上证综指

2.1. 本周特许经营类 REITs 表现强于产权类 REITs

本周，中证 REITs 指数（收盘）下跌 0.624%，REITs 指数下跌 0.036%，上证综指上涨 0.041%，国债指数上涨 0.049%。滚动 4 周，中证 REITs 指数（收盘）下跌 7.23%，REITs 指数下跌 6.33%，上证综指下跌 1.25%，国债指数上涨 0.37%。根据我们的统计测算，截至 2023 年 6 月 9 日，中证 REITs 指数（收盘）与上证综指呈现微弱的正相关，相关系数为 0.09；中证 REITs 指数（收盘）与中债-10 年期国债全价指数呈现微弱的负相关，相关系数为 -0.18。

图 6：REITs 指数、上证综指、国债指数的表现

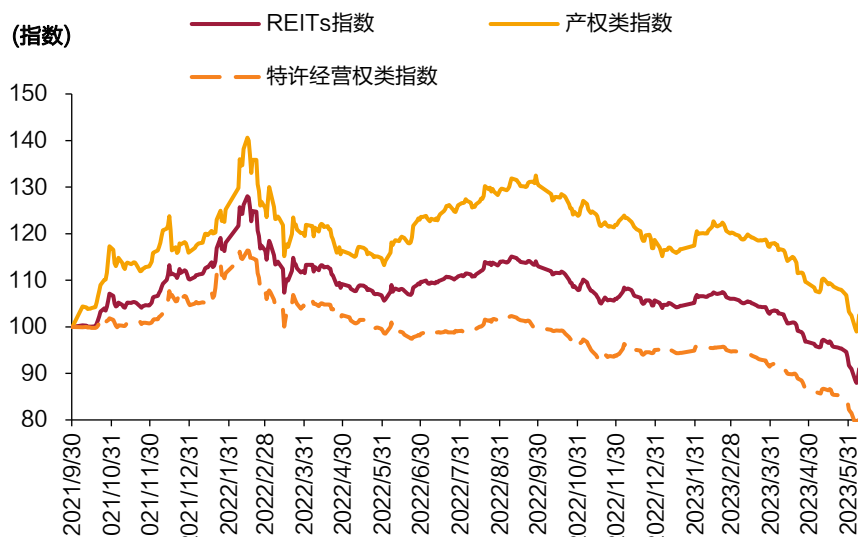


资料来源：wind，天风证券研究所

注：为保证可比性，我们将 REITs 指数的基日调整为与中证 REITs 指数（收盘）一致的 2021 年 9 月 30 日

将 REITs 分为产权类 REITs 和特许经营类 REITs 两类看。本周，产权类 REITs 下跌 0.09%，特许经营类 REITs 下跌 0%。滚动 4 周，产权类 REITs 下跌 7.04%，特许经营类 REITs 下跌 5.91%。整体看本周特许经营类 REITs 指数表现强于产权类 REITs 指数。

图 7：产权类 REITs 指数和特许经营类 REITs 指数表现



资料来源：wind，天风证券研究所

注：我们将 REITs 指数、产权类指数、特许经营类指数的基日调整为 2021 年 9 月 30 日

分具体基金看，本周中金安徽交控 REIT 单周涨幅最大为 3.93%，华夏杭州和达高科产业园 REIT 单周跌幅最大为 3.11%；IPO 以来国泰君安临港创新产业园 REIT 涨幅最大为 24.30%，华夏中国交建高速 REIT 跌幅最大为 32.25%；IPO 以来产权类 REITs 大体表现优于特许经营类 REITs。

图 8：公募 REITs 表现

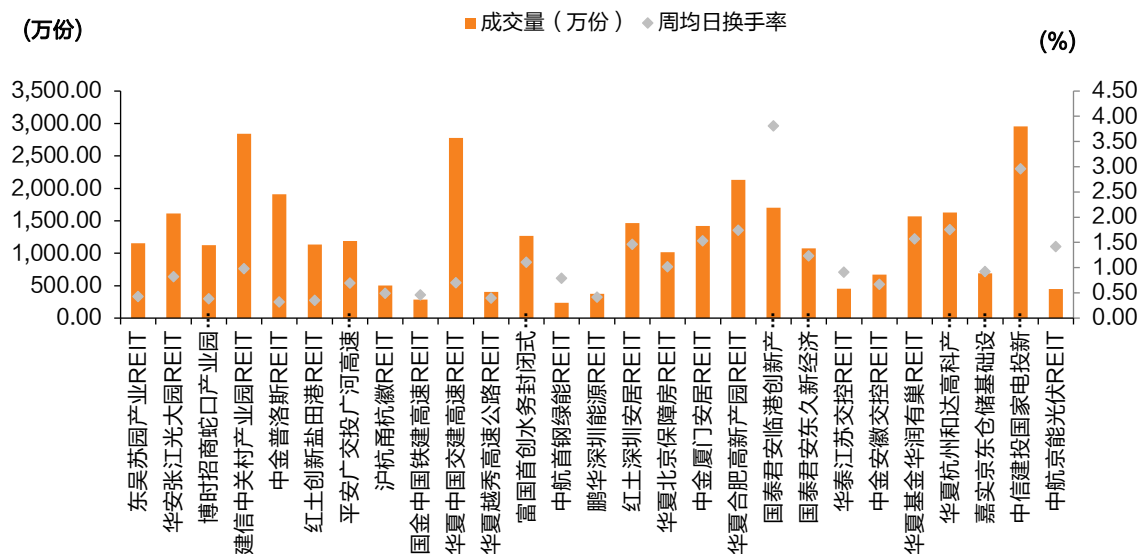
REITs类型	资产类型	基金代码	基金官方简称	本周涨幅 (%)	本月涨幅 (%)	IPO以来涨幅 (%)	今年以来涨幅 (%)
产权类REITs	园区基础设施	508027.SH	东吴苏园产业REIT	0.08	-1.69	0.21	-11.63
		508000.SH	华安张江光大园REIT	1.37	1.72	18.93	-6.60
		180101.SZ	博时招商蛇口产业园REIT	-2.34	-2.06	4.76	-17.52
		508099.SH	建信中关村产业园REIT	3.31	1.36	-4.28	-22.63
		180102.SZ	华夏合肥高新产业园REIT	-0.84	-2.66	2.05	-7.48
		508021.SH	国泰君安临港创新产业园REIT	3.66	3.00	24.30	-0.07
	仓储物流	508088.SH	国泰君安东久新经济REIT	1.86	0.27	22.50	-2.12
		180103.SZ	华夏杭州和达高科产业园REIT	-3.11	-2.93	-2.93	-10.56
		508056.SH	中金普洛斯REIT	-2.11	-1.69	10.98	-18.58
		508098.SH	嘉实京东仓储基础设施REIT	-1.26	-1.23	4.84	-6.09
		180301.SZ	红土创新盐田港REIT	1.83	-1.11	16.39	-10.12
	保障性租赁住房	180501.SZ	红土深圳安居REIT	-0.04	-0.91	1.37	-6.12
		508068.SH	华夏北京保障房REIT	-0.53	-0.84	3.71	-7.28
		508058.SH	中金厦门安居REIT	-1.18	-2.73	0.00	-9.07
		508077.SH	华夏基金华润有巢REIT	1.36	0.29	1.57	-4.77
特许经营类REITs	交通基础设施	180201.SZ	平安广交投广河高速REIT	-2.57	-6.00	-27.04	-17.43
		508001.SH	沪杭甬杭徽REIT	-0.79	-1.58	-4.50	-6.09
		508008.SH	国金中国铁建高速REIT	-1.55	-2.83	-13.95	-8.54
		508018.SH	华夏中国交建高速REIT	-1.71	-4.63	-32.25	-23.23
		180202.SZ	华夏越秀高速公路REIT	1.74	0.51	-2.82	-8.24
		508066.SH	华泰江苏交控REIT	2.25	0.93	-7.35	-5.63
		508009.SH	中金安徽交控REIT	3.93	5.31	-17.08	-14.07
	生态环保	508006.SH	富国首创水务封闭式REIT	-1.53	-0.82	4.11	-11.80
		180801.SZ	中航首钢绿能REIT	-1.75	-2.75	1.03	-4.71
	能源基础设施	508028.SH	中信建投国家电投新能源REIT	-0.73	-1.06	0.03	-1.87
		508096.SH	中航京能光伏REIT	0.31	-0.13	6.39	-5.32
		180401.SZ	鹏华深圳能源REIT	1.21	2.76	13.62	-9.21

资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 仓储物流类 REITs 日均换手率普遍偏低

本周，日均换手率最高的是中信建投国家电投新能源 REIT，日均换手率达到 3.81%，日均换手率最低的是中金普洛斯 REIT，日均换手率为 0.32%。周换手率较上周上升最明显的是国泰君安临港创新产业园 REIT，换手率提高 2.6pct，换手率下降最多的是华泰江苏交控 REIT，换手率降低 0.25pct。

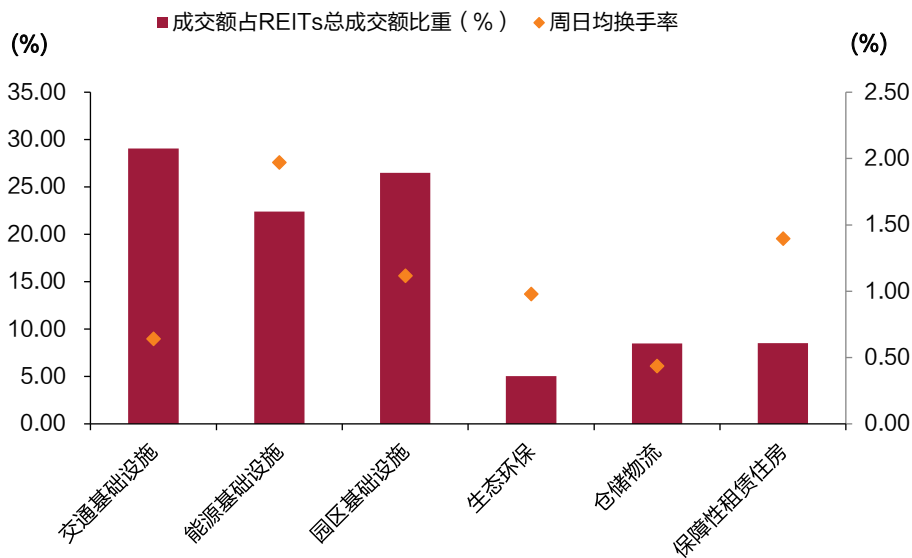
图 9：本周公募 REITs 成交量和换手率



资料来源：wind，天风证券研究所

根据资产类型分类看，本周成交额占 REITs 整体成交额比例最大的是交通基础设施 REITs，所占比例达到 29.05%，成交额占比最小的是生态环保 REITs，所占比例为 5.04%。本周日均换手率最高的是能源基础设施 REITs，日均换手率为 1.97%；日均换手率最低的是仓储物流 REITs，日均换手率为 0.43%。

图 10：本周各类资产 REITs 成交和换手



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 交通基础设施类 REITs 的估值收益率普遍较高

我们选取中债估值的 REITs 估值收益率作为衡量 REITs 基金估值的指标。截至 2023 年 6 月 9 日，REITs 估值收益率最高的是平安广交投广河高速 REIT，达到 11.27%；估值收益率最低的是华安张江光大 REIT，仅 3.09%。分资产类型看，交通基础设施 REITs 的估值收益率较高，均在 6%以上；保障性租赁住房 REITs 的估值收益率均不高于 5.7%。

图 11：公募 REITs 的估值列表

REITs类型	资产类型	基金代码	基金官方简称	资产初始估值 (亿元)	最新资产估 值 (亿元)	资产估值变 化率 (%)	REITs估值收 益率(%)
产权类REITs	园区基础设施	508027.SH	东吴苏园产业REIT	33.50	33.60	0.30	4.82
		508000.SH	华安张江光大园REIT	14.70	14.71	0.09	3.09
		180101.SZ	博时招商蛇口产业园REIT	25.28	25.11	-0.67	6.46
		508099.SH	建信中关村产业园REIT	30.73	30.76	0.10	5.16
		180102.SZ	华夏合肥高新产园REIT	13.51	13.67	1.18	5.66
		508021.SH	国泰君安临港创新产业园REIT	7.30	7.39	1.23	5.69
		508088.SH	国泰君安东久新经济REIT	13.76	13.88	0.87	6.00
		180103.SZ	华夏杭州和达高科产园REIT	14.24	14.24	0.00	5.75
	仓储物流	508056.SH	中金普洛斯REIT	53.46	54.42	1.80	5.91
		508098.SH	嘉实京东仓储基础设施REIT	15.65	15.65	0.00	5.42
		180301.SZ	红土创新盐田港REIT	17.05	17.61	3.28	5.11
	保障性租赁住房	180501.SZ	红土深圳安居REIT	11.58	11.60	0.18	4.20
		508068.SH	华夏北京保障房REIT	11.51	11.54	0.26	5.01
		508058.SH	中金厦门安居REIT	12.14	12.23	0.74	5.42
		508077.SH	华夏基金华润有巢REIT	11.10	11.10	0.00	5.65
特许经营权类REITs	交通基础设施	180201.SZ	平安广交投广河高速REIT	96.74	96.38	-0.37	11.27
		508001.SH	沪杭甬杭徽REIT	45.63	42.18	-7.56	8.07
		508008.SH	国金中国铁建高速REIT	46.12	45.16	-2.09	7.19
		508018.SH	华夏中国交建高速REIT	98.32	101.51	3.25	10.30
		180202.SZ	华夏越秀高速公路REIT	22.86	23.32	2.03	6.84
		508066.SH	华泰江苏交控REIT	28.50	28.50	0.00	7.22
	生态环保	508009.SH	中金安徽交控REIT	111.98	111.98	0.00	8.82
		508006.SH	富国首创水务封闭式REIT	17.61	15.87	-9.87	4.39
		180801.SZ	中航首钢绿能REIT	9.44	8.38	-11.19	6.34
	能源基础设施	508028.SH	中信建投国家电投新能源REIT	71.65	71.65	0.00	5.02
		508096.SH	中航京能光伏REIT	24.54	24.54	0.00	6.40
		180401.SZ	鹏华深圳能源REIT	32.64	36.27	11.13	3.61

资料来源：wind，天风证券研究所

4. 本周 REITs 审批进度

表 2：本周 REITs 项目受理进度

交易所	公募 REITs 名称	管理人	基础资产	资产类型	申报类型	项目状态	更新日期
上交所	工银瑞信河北高速集团高速公路封闭式基础设施证券投资基金	工银瑞信基金	荣乌高速项目	交通基础设施	首次发售	已受理	2023/6/8
上交所	中金湖北科投光谷产业园封闭式基础设施证券投资基金	中金基金	武汉市光谷软件园 A1-A7 栋、C6、E3 栋、互联网+项目	园区基础设施	首次发售	通过	2023/4/25
上交所	中金山高集团高速公路封闭式基础设施证券投资基金	中金基金	鄞荷高速项目	交通基础设施	首次发售	通过	2023/4/25
深交所	红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	红土创新基金	世纪物流园	仓储物流基础设施	新购入项目	注册生效	2023/4/4
深交所	博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金	博时基金	光明项目	园区基础设施	新购入项目	注册生效	2023/4/4
上交所	中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	中金基金	青岛市、江门市、重庆市的仓储物流园	仓储物流基础设施	扩募发售	通过	2023/3/31
上交所	华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金	华安基金	张润大厦	园区基础设施	扩募发售	通过	2023/3/31
上交所	富国首创水务封闭式基础设施投资基金	富国基金	长治市污水处理特许经营 PPP 项目	生态环保基础设施	扩募发售	已反馈	2022/12/7

资料来源：上交所，深交所，天风证券研究所

5. 本周公募 REITs 主要公告

表 3：本周 REITs 重要公告

日期	基金代码	基金简称	类型	内容
2023/6/3	180101.SZ	博时招商蛇口产业园 REIT	其他公告	定向扩募发行情况报告书
2023/6/3	508056.SH	中金普洛斯仓储物流 REIT	基金合同	基金合同更新公告
2023/6/3	508000.SH	华安张江光大园 REIT	基金合同	基金合同更新公告
2023/6/3	180301.SZ	红土创新盐田港 REIT	基金合同	基金合同更新公告
2023/6/6	180301.SZ	红土创新盐田港 REIT	限售公告	基金扩募限售公告
2023/6/7	180801.SZ	中航首钢生物物质 REIT	招募说明书	招募说明书更新
2023/6/7	180201.SZ	平安广州交投广河高速公路 REIT	招募说明书	招募说明书更新
2023/6/7	508018.SH	华夏中国交建高速 REIT	其他公告	原始权益人进一步增持基金份额计划的公告
2023/6/7	508099.SH	建信中关村产业园 REIT	其他公告	招租及增持意向的公告
2023/6/7	508027.SH	东吴苏州工业园 REIT	招募说明书	招募说明书更新
2023/6/8	508019.SH	中金湖北科创光谷产业园 REIT	申购确认	基金认购申请确认比例结果公告
2023/6/9	180401.SZ	鹏华深圳能源 REIT	招募说明书	招募说明书
2023/6/9	508018.SH	华夏中国交建高速 REIT	收益分配	基金收益分配公告

资料来源：wind，天风证券研究所

6. 风险提示

- 1) 购物中心开业率不及预期：若购物中心开业率不及预期，则购物中心实际开业量或受到影响。
- 2) 政策实施不及预期：若政策实施不及预期，REITs 的推进或受影响，REITs 上市的数量或受影响。
- 3) 宏观经济不及预期：若宏观经济不及预期，REITs 底层资产的运营或受到影响，REITs 底层资产的净利润或不及预期，REITs 的现金分派或受波及。
- 4) 项目运营不及预期：若项目运营不及预期，REITs 的底层净利润或不及预期，现金流分派或受到影响。

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，并应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
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	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：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com