

证券研究报告

2023年07月03日

行业报告 | 行业投资策略

房地产

时代的贝塔

——房地产行业首席联盟培训

作者：

分析师 刘清海 SAC执业证书编号：S1110523010003



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

1、核心要点： 需求平稳、政策有效、格局优化、寻阿尔法

2、需求稳得住： 1) 需求有基础，关键在信心。2) 数据有波动，主要是节奏问题。3) 2023年判断，弱复苏方向不变。

3、政策有效果： 1) 政策见效慢，主要是管理目标不同。2) 见效期拉长符合历史规律。3) 政策体系已趋完善，有效性逐步建立。

4、格局优化： 1) 民营企业批量退出。2) 出清阶段接近尾声。

5、重选股轻择时： 1) 贝塔行情的级别演化。2) 公司的阿尔法是时代贝塔的放大。3) 从NAV到PE，探究估值中枢。

风险提示：

- 1) 政策落地节奏、强度可能与投资者预期存在差距。
- 2) 销售见底复苏的力度、时间可能与投资者预期存在差距。
- 3) 房企信用风险事件或仍有出现的可能性，影响投资者信心。
- 4) 城市产业发展可能面临政策、外部市场影响。
- 5) 融资市场可能受国内外环境影响存在波动性。

目录

- 1、**定位**：房地产行业的变与不变
- 2、**政策**：如何理解政策的效果
- 3、**需求**：是否具备稳住的基础
- 4、**波动**：短期数据波动 \neq 内生需求衰退
- 5、**格局**：行业格局调整有多剧烈
- 6、**投资框架**：阿尔法，时代贝塔的放大
- 7、**风险提示**

1、定位：房地产行业的变与不变

- 房住不炒，支柱产业
- 支柱：房地产行业的456
- 房住不炒：租售比、房价收入比、房价增速
- 政策思路：平稳健康、新模式、平稳过渡

1.1 定位：房住不炒，支柱产业

理解房地产的两大核心定位

- **房住不炒**：房子是用来住的、不是用来炒的，2016年12月首次提出，是房地产行业发展长期坚持的方向。
- **支柱产业**：2008年及以前，支柱产业定位清晰，2021年年底开始，房地产行业支柱产业地位再次被提起。

坚持房住不炒的定位

- 1 2016/12/16 中央经济工作会议
要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。
- 2 2020/5/22 全国两会政府工作报告
坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。完善便民、无障碍设施，让城市更宜业宜居。
- 3 2021/3/5 全国两会政府工作报告
保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。
- 4 2022/3/5 全国两会政府工作报告
坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式。
- 5 2022/7/28 中共中央政治局会议
要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。
- 6 2023/3/5 全国两会政府工作报告
坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，扩大保障性住房供给，推进长租房市场建设，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产市场健康发展。

房地产仍是支柱产业

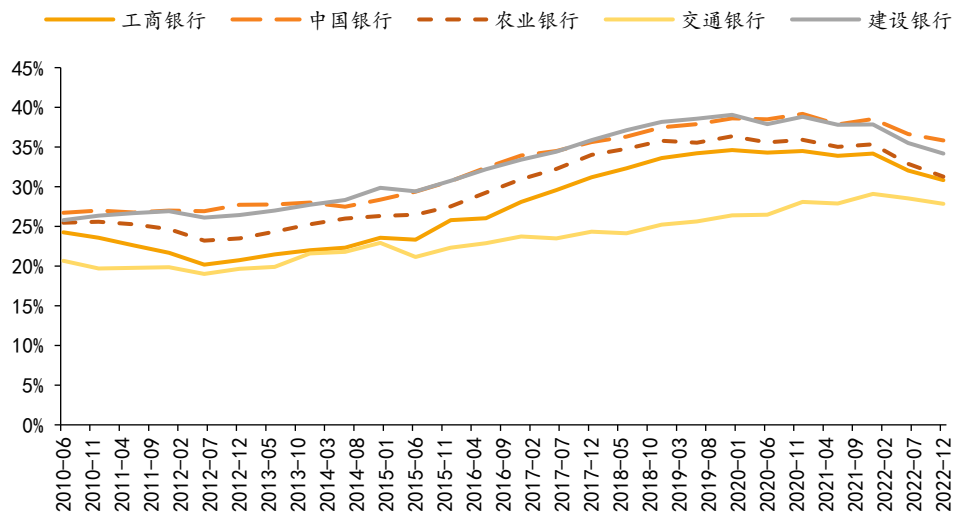
- 1 2003/8/12 国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知
房地产业关联度高，带动力强已经成为国民经济的支柱产业。促进房地产市场持续健康发展，是提高居民住房水平，改善居住质量，满足人民群众物质文化生活需要的基本要求。
- 2 2005/5/9 建设部等部门关于做好稳定住房价格工作意见的通知
房地产业是国民经济支柱产业。正确认识当前房地产市场形势，及时解决存在的突出问题，促进房地产业健康发展，对于巩固和发展宏观调控成果，保持国民经济平稳较快发展，具有重要意义。
- 3 2008/12/8 中央经济工作会议
要把满足居民合理改善居住条件愿望和发挥房地产业支柱产业作用结合起来，增加保障性住房供给，减轻居民合理购买自住普通商品住房负担，发挥房地产在扩大内需中的积极作用。
- 4 2021/12/11 2021-2022中国经济年会
宁吉喆：房地产是支柱产业，住房更是居民的消费，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。
- 5 2022/12/15 第五轮中国-东盟工商领袖和前高官对话
刘鹤：房地产是国民经济的支柱产业，针对当前出现的下行风险，我们已出台些政策，正在考虑新的举措，努力改善行业的资产负债状况，引导市场预期和信心回暖。
- 6 2022/12/18 中央财办解读中央经济工作会议精神和当前经济热点问题
要充分认识到房地产行业的重要性。房地产链条长、涉及面广，是国民经济支柱产业。

资料来源：中国政府官网，央视网，新浪财经网，天风证券研究所

1.2 支柱：房地产行业的456

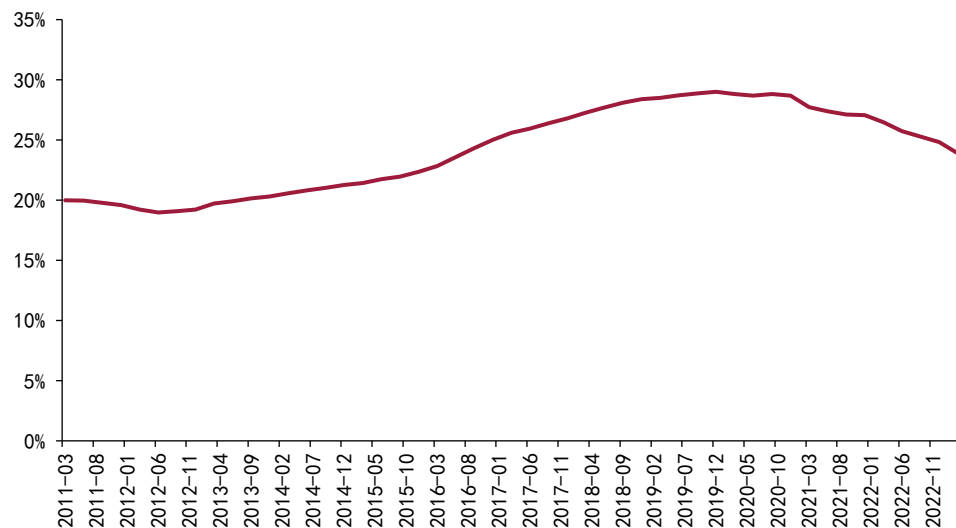
- **房地产行业的456**：银行信贷约40%、地方财力约50%和居民财富约60%与房地产行业相关。
- **1) 银行信贷**：①重点银行，2019年主要国有行房地产相关贷款占银行信贷最高接近40%；②总体来看，2019年房地产相关贷款占比约24%。
- **2) 地方财政**：①综合财力，2021年房地产税收+土地出让金占地方政府综合财力约50%；②税收收入，2021年房地产税收占地方税收收入约30%。
- **3) 家庭财富**：根据央行调查，2019年城镇居民家庭资产的59.10%为住房，6.80%为商铺，合计比例约65.90%。

主要国有大行：房地产相关贷款占银行信贷比例



资料来源：同花顺iFinD，天风证券研究所

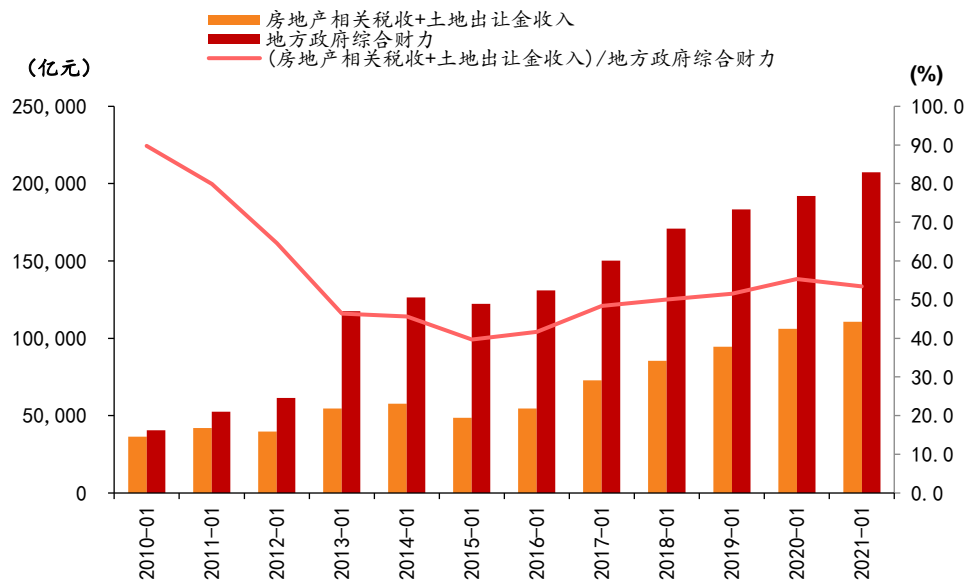
金融机构：房地产相关贷款占银行信贷比例



1.2 支柱：房地产行业的456

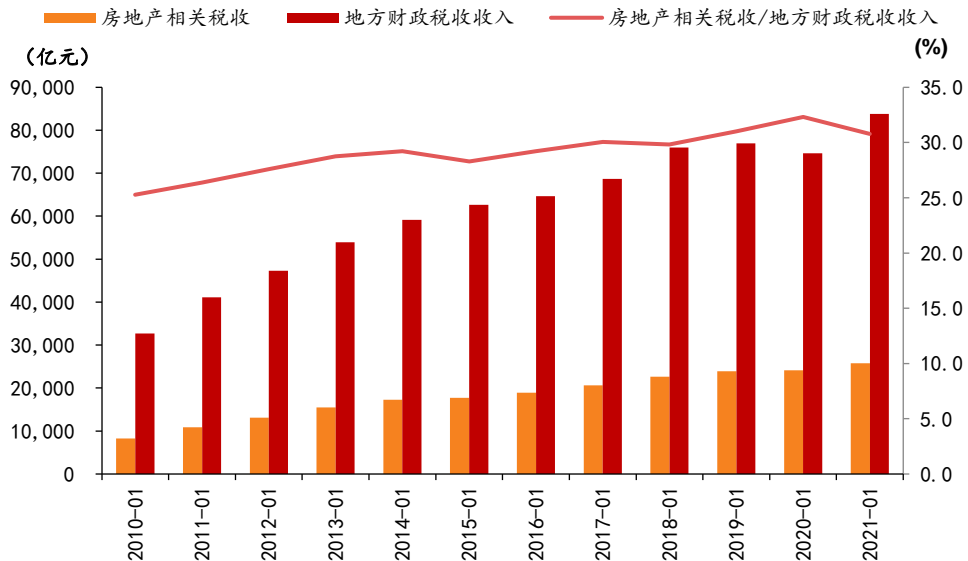
- **房地产行业的456**：银行信贷约40%、地方财力约50%和居民财富约60%与房地产行业相关。
- **1) 银行信贷**：①重点银行，2019年主要国有行房地产相关贷款占银行信贷最高接近40%；②总体来看，2019年房地产相关贷款占比约24%。
- **2) 地方财政**：①综合财力，2021年房地产税收+土地出让金占地方政府综合财力约50%；②税收收入，2021年房地产税收占地方税收收入约30%。
- **3) 家庭财富**：根据央行调查，2019年城镇居民家庭资产的59.10%为住房，6.80%为商铺，合计比例约65.90%。

房地产税收+土地出让金占地方综合财力的比例



资料来源：同花顺iFinD，天风证券研究所

房地产税收占地方税收收入的比例



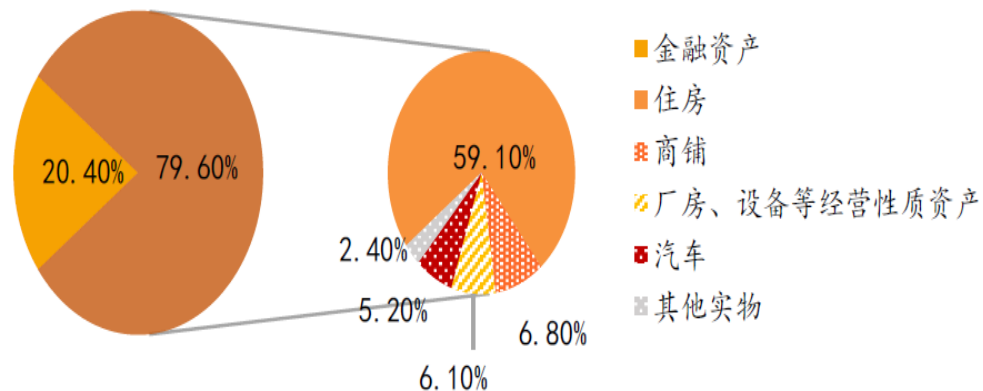
1.2 支柱：房地产行业的456

- **房地产行业的456**：银行信贷约40%、地方财力约50%和居民财富约60%与房地产行业相关。
- **1) 银行信贷**：①重点银行，2019年主要国有行房地产相关贷款占银行信贷最高接近40%；②总体来看，2019年房地产相关贷款占比约24%。
- **2) 地方财政**：①综合财力，2021年房地产税收+土地出让金占地方政府综合财力约50%；②税收收入，2021年房地产税收占地方税收收入约30%。
- **3) 家庭财富**：根据央行调查，2019年城镇居民家庭资产的59.10%为住房，6.80%为商铺，合计比例约65.90%。

2019年居民家庭总资产分布情况

按总资产由低到高 分组	均值 (万元)	占全部家庭总资产比重 (%)
0-20%	41.4	2.6
20%-40%	99.3	6.2
40%-60%	164.4	10.3
60%-80%	282.4	17.8
80%-90%	493.3	15.5
90-100%	1511.5	47.5

2019年城镇居民家庭家庭拥有资产种类

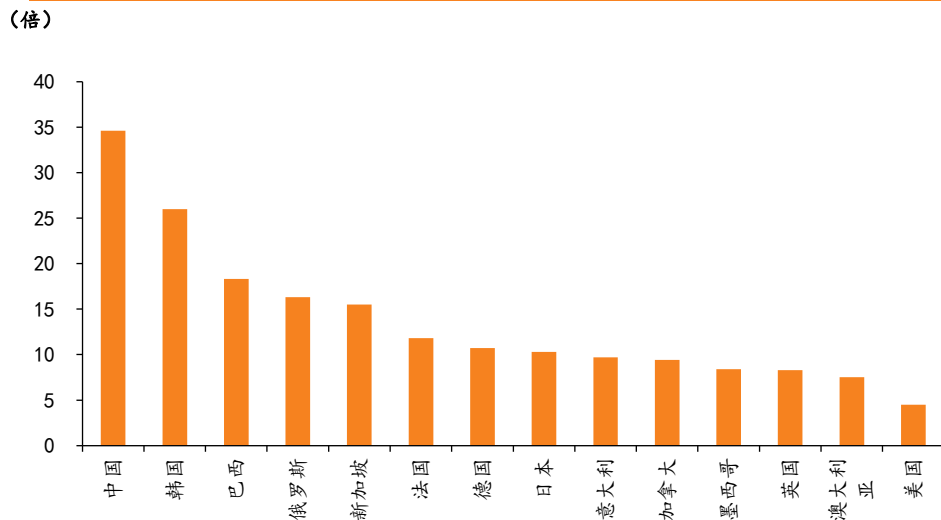


资料来源：中国人民银行，Wind，天风证券研究所

1.3 房住不炒：为何要提出房住不炒？

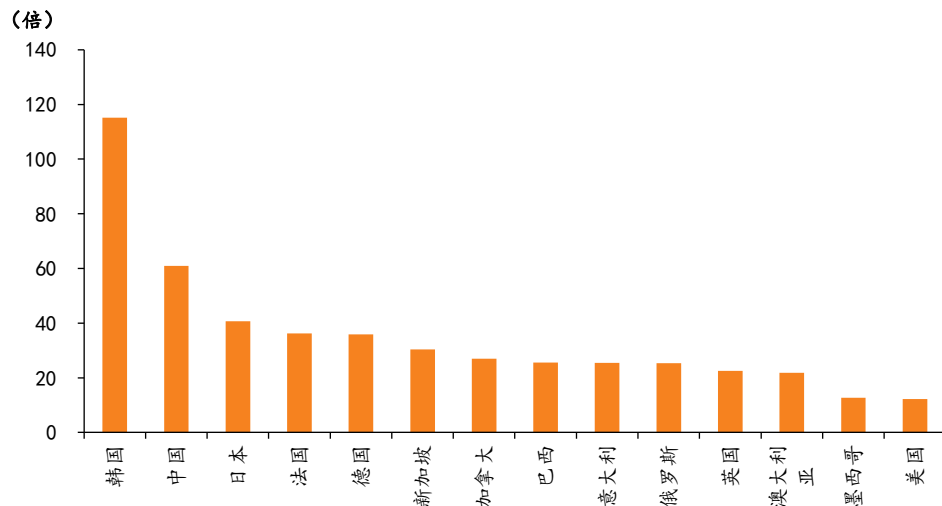
- **房价收入比**：根据Numbeo数据，中国房价收入比2023年为34.6倍，韩国为26.0倍，日本为10.3倍，美国为4.5倍。
- **房价租金比**：根据Numbeo数据，中国市中心房价租金比2023年为60.9倍，韩国为115.1倍，日本为40.7倍，美国为12.2倍。
- **房价涨幅**：大幅跑赢CPI和居民收入。

2023年各国房价收入比情况



资料来源：numbeo，天风证券研究所

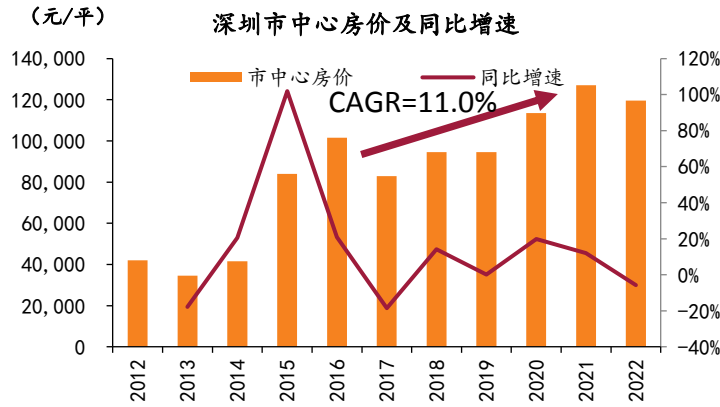
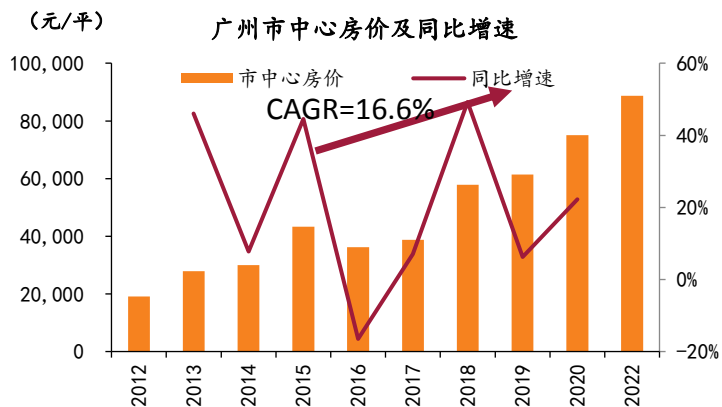
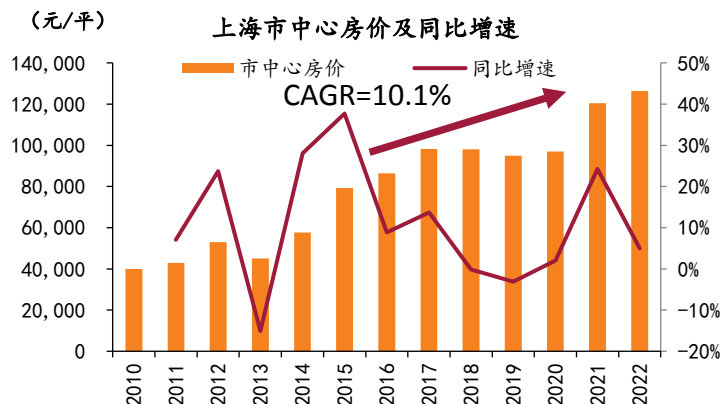
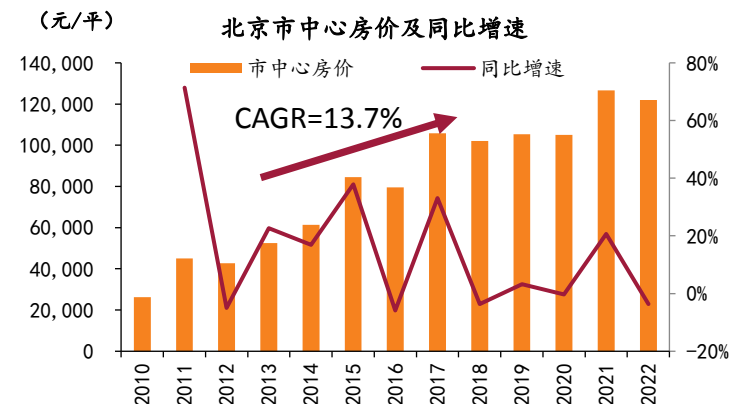
2023年各国市中心房价租金比情况



1.3 房住不炒：为何要提出房住不炒？

➤ **房价涨幅**：大幅跑赢CPI和居民收入。

➤ **一线城市**：北京、上海2010-2022房价平均涨幅分别为13.7%和10.1%；广州、深圳2012-2022房价平均涨幅为16.6%和11.0%。

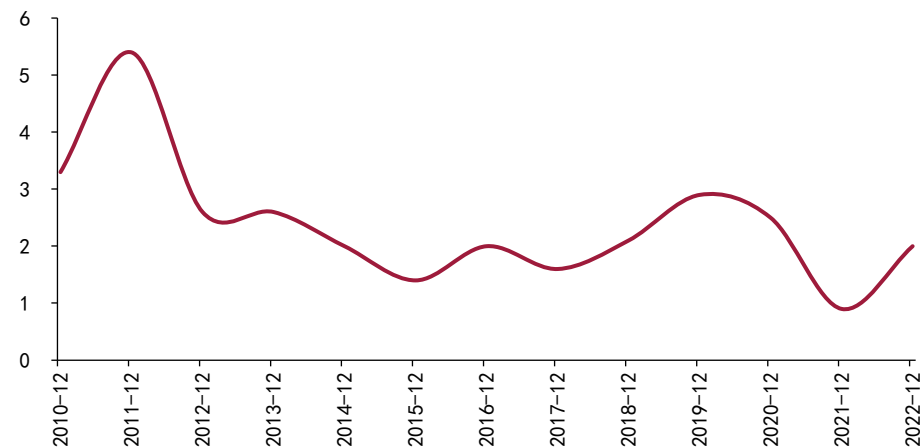


资料来源：numbeo，天风证券研究所；注：广州21年数据缺失

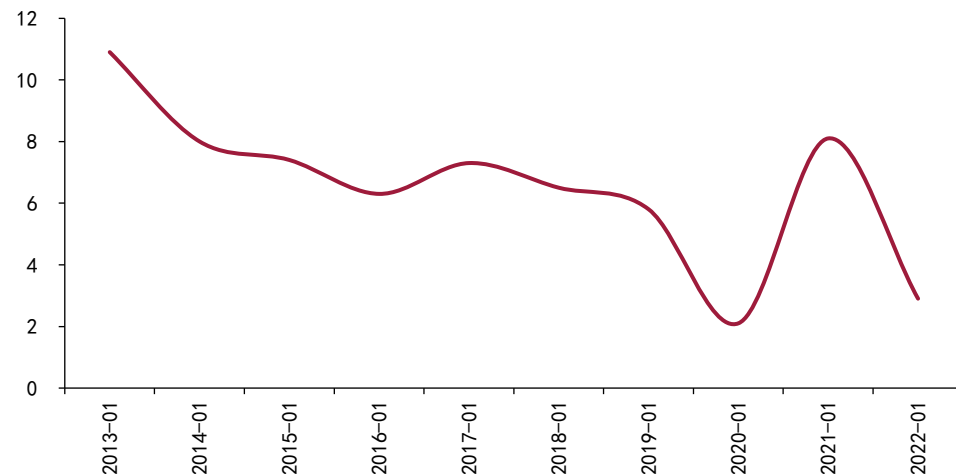
1.3 房住不炒：为何要提出房住不炒？

- **房价涨幅**：大幅跑赢CPI和居民收入。
- **一线城市**：北京、上海2010-2022房价平均涨幅分别为13.7%和10.1%；广州、深圳2012-2022房价平均涨幅为16.6%和11.0%。

(%) CPI: 总指数: 同比



(%) 居民人均可支配收入: 实际累计同比



资料来源：同花顺iFinD，天风证券研究所

1.4 政策思路：平稳健康、新模式、平稳过渡

2016/12/14 中央经济工作会议

加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。

2017/12/18 中央经济工作会议

完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。

2018/12/19 中央经济工作会议

要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

2019/3/5 全国两会政府工作报告

更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。

2019/12/10 中央经济工作会议

全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。

2020/5/22 全国两会政府工作报告

坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。

2020/12/16 中央经济工作会议

要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。

2021/3/5 全国两会政府工作报告

因城施策促进房地产市场平稳健康发展。

2021/12/8 中央经济工作会议

因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

2022/3/5 全国两会政府工作报告

因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

2022/12/15 中央经济工作会议

要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作。

2023年3月5日 全国两会政府工作报告

有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

1.4 政策思路：平稳健康、新模式、平稳过渡

- **新模式**：从探索到平稳过渡。
 - 旧模式不可持续
 - 新模式持续探索
 - 平稳过渡到新发展模式

时间	来源	相关表述
2021年12月	2021 年中央经济工作	要坚持房子是用来住的，不是炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式
2021年12月	住建部部长王蒙徽接受新华社专访	过去形成的“高负债、高杠杆、高周转”的房地产开发经营模式是不可持续的
2021年12月	央行行长易纲接受新华社专访	房地产市场的结构调整，有利于形成新的发展模式，实现房地产的良性循环和健康发展
2022年3月	"两会"政府工作报告	探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设
2022年3月	国务院金融稳定委员会会议	及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施
2022年3月	银保监会	积极推动房地产行业转变发展方式，促进房地产行业良性循环和健康发展
2022年12月	中央经济工作会议	推动房地产业向新发展模式平稳过渡
2023年3月	权威部门话开局	会同相关部门抓好已出台的各项政策的落实 落地,推动房地产行业向新发展模式平稳过渡。
2023年4月	政治局会议	做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式

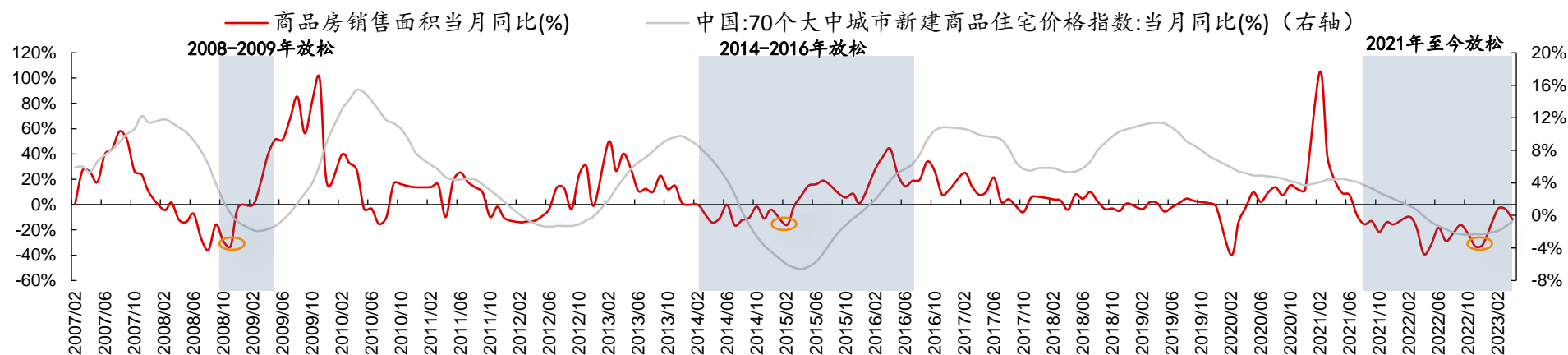
资料来源：中国政府网，新华网，中国证券报，广东省住房和城乡建设厅网站，天风证券研究所

2、政策：如何理解政策的效果

- 政策见效慢于往年
- 探讨1：管理目标不同
- 探讨2：出台节奏不同

2.1 政策见效慢于往年

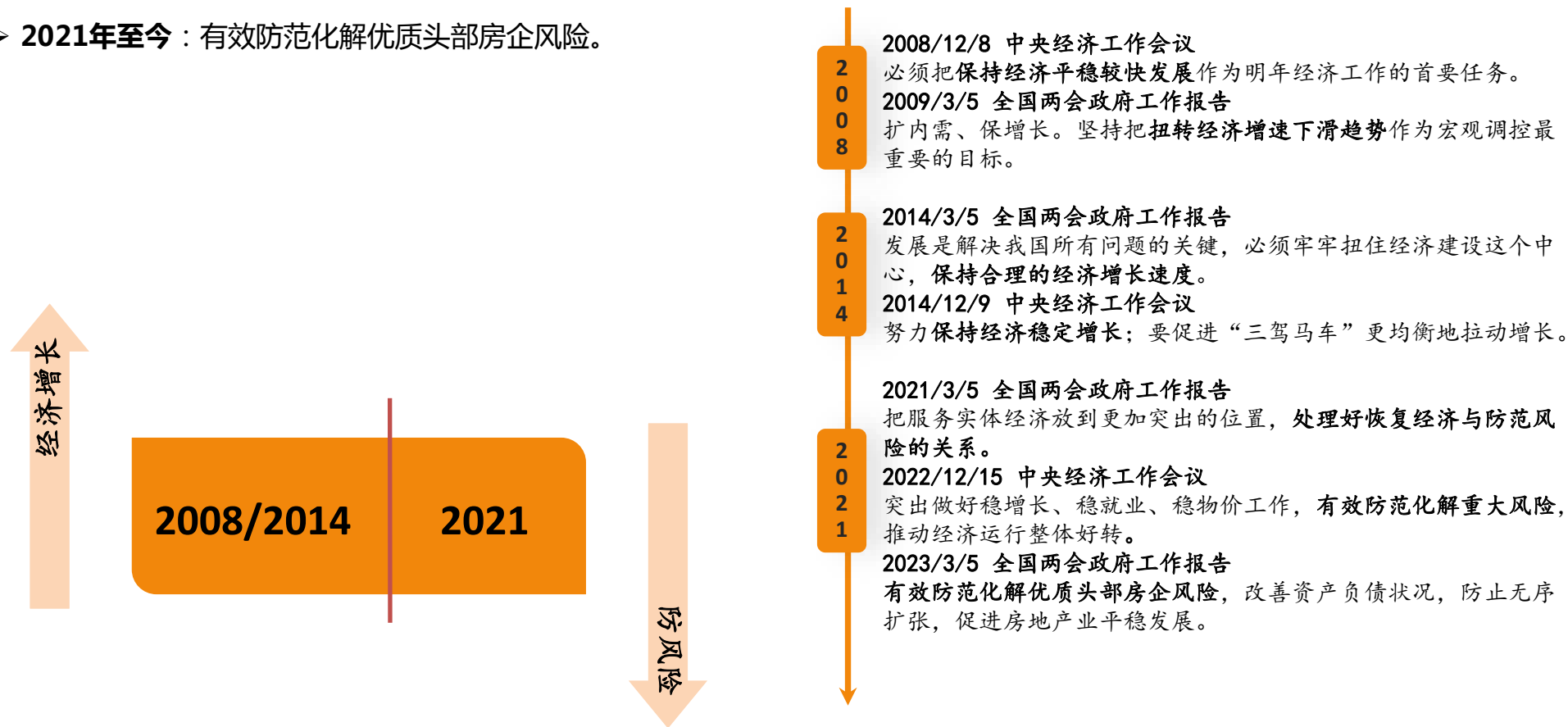
- **2008年放松**：1) 标志性放松政策出台：2008.10下调房贷利率和首付比例；2) 销售好转：2008.12负增长降幅收窄，时滞2个月；2009.3同比增速转正，时滞5个月；
- **2014年放松**：1) 标志性放松政策出台：2014.03政府工作报告显示中央调控方向基本告别“一刀切”走向“分类调控”。2) 销售好转：2015.3负增长降幅收窄，时滞12个月；2015.4同比增速转正，时滞13个月；
- **2021年放松**：1) 标志性放松政策出台：2021.10央行提出部分金融机构对“三线四档”融资管理规则存在误解，需保持房地产信贷平稳有序投放。2) 销售好转：2022.12负增长降幅收窄，时滞14个月；单月同比增速尚未转正；



资料来源：同花顺iFinD，天风证券研究所

2.2 探讨1：管理目标不同

- **2008年**：扩内需、保增长。坚持把扭转经济增速下滑趋势作为宏观调控最重要的目标。
- **2014年**：努力保持经济稳定增长。要促进“三驾马车”更均衡地拉动增长。
- **2021年至今**：有效防范化解优质头部房企风险。



资料来源：中国政府网，新华网，广州日报，天风证券研究所

2.3 探讨2：出台节奏不同

➤ 货币政策

- **2008年**：3个月时间，中小型银行降准400BP、大型银行降准200BP、存款和贷款利率下降189BP和216BP（1年期）。
- **2014-2016年**：1年左右时间，降准450BP、存款和贷款利率下降150BP和165BP（1年期）。
- **2021年至今**：2年左右时间，中小型银行降准75BP、大型银行降准175BP、存款和贷款利率下降30BP和20BP（1年期）。

2008年降准降息幅度					
变动日期	事件	存款准备金率： 中小型（%）	存款准备金率： 大型（%）	1年期存款基 准利率（%）	1年期贷款基 准利率（%）
2008-09-16	降息				-0.27
2008-09-25	定向降准	-1.00			
2008-10-09	降息			-0.27	-0.27
2008-10-15	全面降准	-0.50	-0.50		
2008-10-30	降息			-0.27	-0.27
2008-11-27	降息			-1.08	-1.08
2008-12-05	全面降准	-2.00	-1.00		
2008-12-23	降息			-0.27	-0.27
2008-12-25	全面降准	-0.50	-0.50		
	总计	-4.00	-2.00	-1.89	-2.16

2014-2016年降准降息幅度					
变动日期	事件	存款准备金率： 中小型（%）	存款准备金率： 大型（%）	1年期存款基 准利率（%）	1年期贷款基 准利率（%）
2014-11-22	降息			-0.25	-0.4
2015-02-05	全面降准	-0.50	-0.50		
2015-03-01	降息			-0.25	-0.25
2015-04-20	全面降准	-1.00	-1.00		
2015-05-11	降息			-0.25	-0.25
2015-06-28	降息			-0.25	-0.25
2015-08-26	降息			-0.25	-0.25
2015-09-06	全面降准	-0.50	-0.50		
2015-10-24	全面降准、降息	-0.50	-0.50	-0.25	-0.25
2016-03-01	全面降准	-0.50	-0.50		
	总计	-4.5	-4.5	-1.5	-1.65

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3 探讨2：出台节奏不同

➤ 货币政策

- **2008年**：3个月时间，中小型银行降准400BP、大型银行降准200BP、存款和贷款利率下降189BP和216BP（1年期）。
- **2014-2016年**：1年左右时间，降准450BP、存款和贷款利率下降150BP和165BP（1年期）。
- **2021年至今**：2年左右时间，中小型银行降准75BP、大型银行降准175BP、存款和贷款利率下降30BP和20BP（1年期）。

2021-2023年降准降息幅度					
变动日期	事件	存款准备金率： 中小型（%）	存款准备金率： 大型（%）	1年期存款基 准利率（%）	1年期贷款基 准利率（%）
2021-07-09	全面降准		-0.5		
2021-12-06	全面降准		-0.50		
2021-12-20	降息				-0.05
2022-01-17	降息			-0.1	
2022-01-20	降息				-0.1
2022-04-15	全面降准		-0.25		
2022-04-25	定向降准	-0.25			
2022-08-15	降息			-0.1	
2022-08-22	降息				-0.05
2022-11-25	全面降准		-0.25		
2022-12-05	定向降准	-0.25			
2023-03-17	全面降准		-0.25		
2023-03-27	定向降准	-0.25			
2023-06-15	降息			-0.1	
	总计	-0.75	-1.75	-0.3	-0.2

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3 探讨2：出台节奏不同

➤ 限购政策

- **2014年**：3个月时间，除北京、上海、广州、深圳、三亚外，各地限购政策全部解除。
- **2021年至今**：目前一线城市限购政策仍然严格，二线城市也没有完全解除限购。

2014

- **首个放开限购城市**：2014年6月27日，呼和浩特成为全国首个正式发文放开限购的城市。
- **限购放开进度**：随着2014年9月26日珠海限购政策的松绑，2014年46个限购城市中仅剩北上广深四个一线城市和三亚共五个城市仍在执行限购。

2021年至今

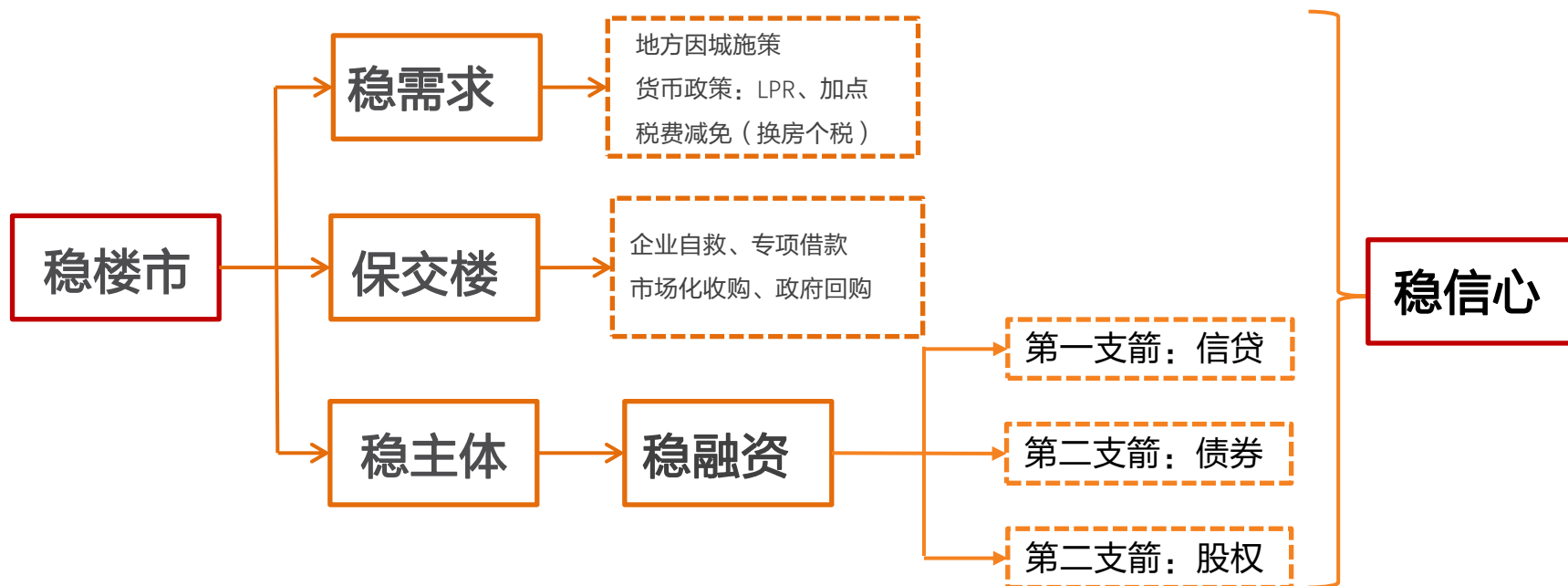
- **限购放松**：2022 年上半年三四线城市放松调控为主，三季度部分二线城市加入放松行列。
- **截至目前（2023-06-07）**：三四线及弱二线城市已基本取消限制性政策，核心二线小幅放松，一线城市目前仍较为严格。

资料来源：人民网，中指院，天风证券研究所

2.4 有效性：政策体系已趋完善，有效性逐步建立

➤ 稳楼市政策的三位一体，稳需求、保交付、稳主体缺一不可

稳楼市三位一体，打出组合拳



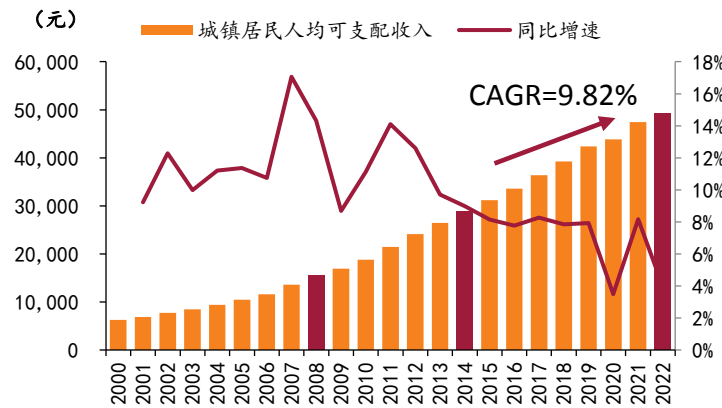
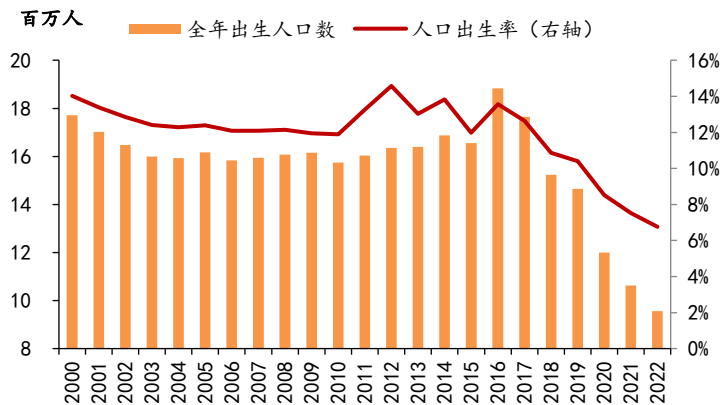
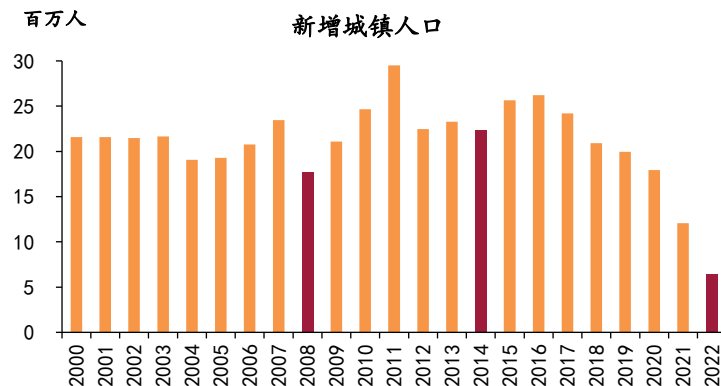
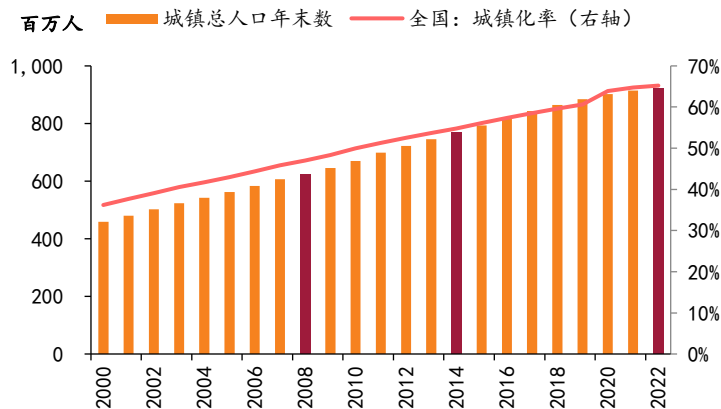
资料来源：Wind，中国新闻网，各市人民政府官网，新浪网，中国网地产，中国人民银行，房天下等，天风证券研究所

3、需求：是否具备稳住的基础

- 市场的担心：人口、城镇化、购买力
- 我们的观点：需求有支撑，关键在信心
- 支撑逻辑1：销售充分调整，真实需求或见底
- 支撑逻辑2：回望20年，寻找需求中枢
- 支撑逻辑3：从月度波动，观察内生需求支撑

3.1 市场的担心：人口、城镇化、购买力

- 市场的担心在于长期因素，包括人口、城镇化等
- 长期因素的改变相对缓慢，短期走弱可能主要是扰动因素造成的。



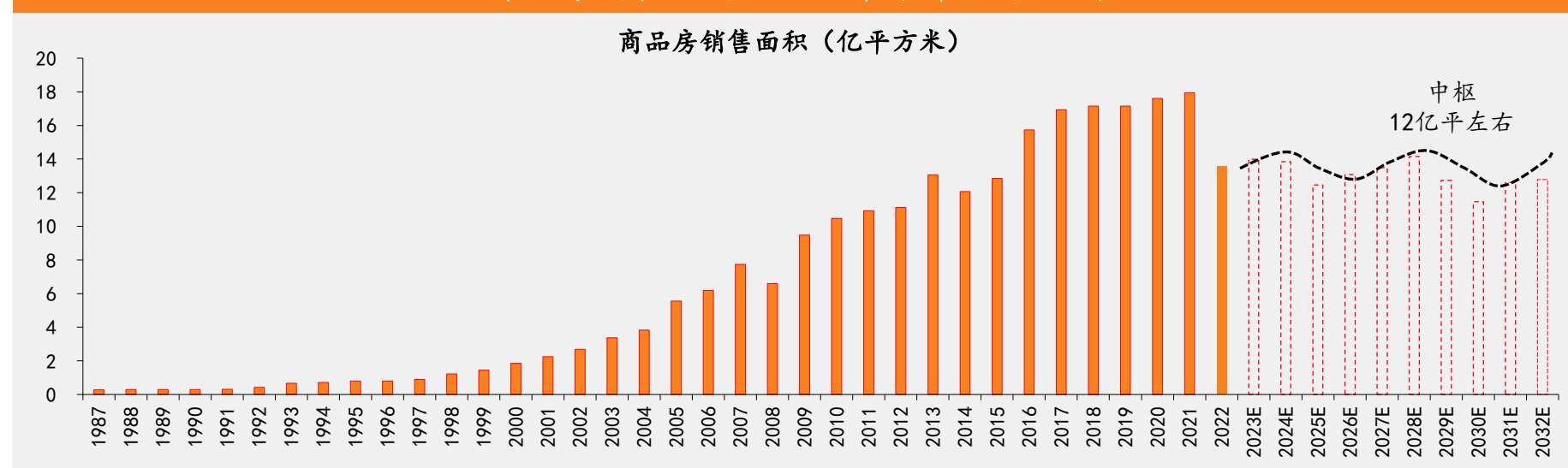
资料来源：同花顺iFinD，天风证券研究所

3.2 我们的观点：需求有支撑，关键在信心

稳楼市的根本是稳信心，居民存款创新高，但购房信心不足，稳主体将是重要支点。

- 楼市成交目前仍然较为低迷，分购房意愿和购房能力来看，我们认为购房意愿或者购房信心不足可能是当前相对更为重要的影响因素，因此稳楼市的重点是稳信心。从居民新增存款来看，2022年达到17.84万亿元，而2021年全年为9.90万亿元，意味着2022年居民新增存款是2021年的1.8倍以上。

商品房销售历史数据及未来中枢示意图



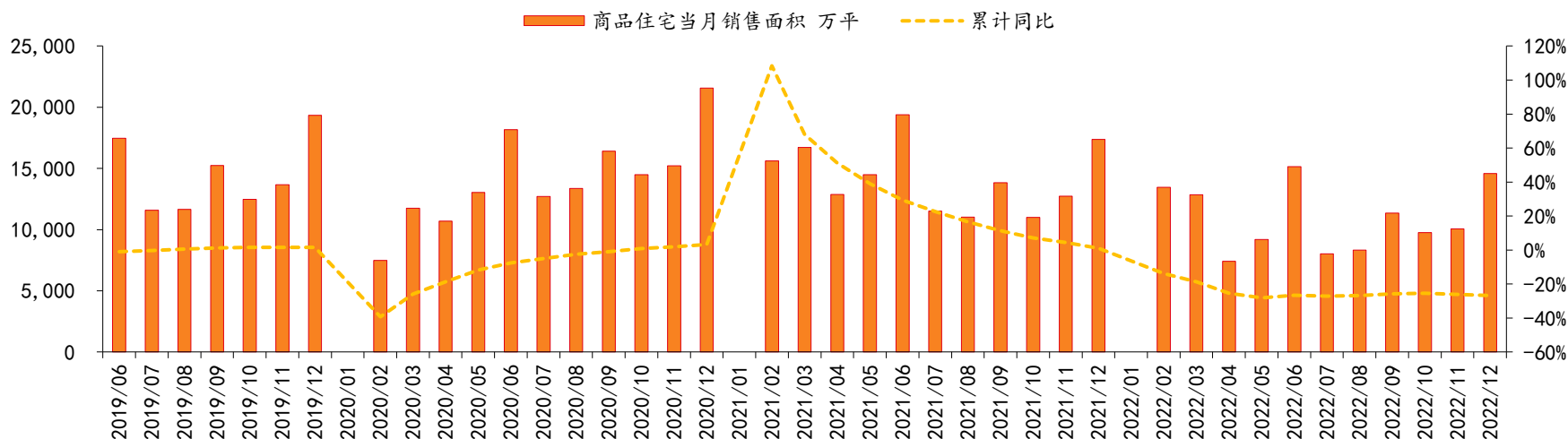
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3 支撑逻辑1：销售充分调整，真实需求或见底

历经2022年的大幅调整，商品住宅销售量或已接近市场真实需求水平

➤ 2022年，商品住宅销售面积累计实现12.02亿平，累计同比下降23.23%。这意味着经过楼市销售的大幅调整，**目前的商品住宅销售可能已经接近于市场真实需求水平。**

2022年商品住宅销售面积大幅调整



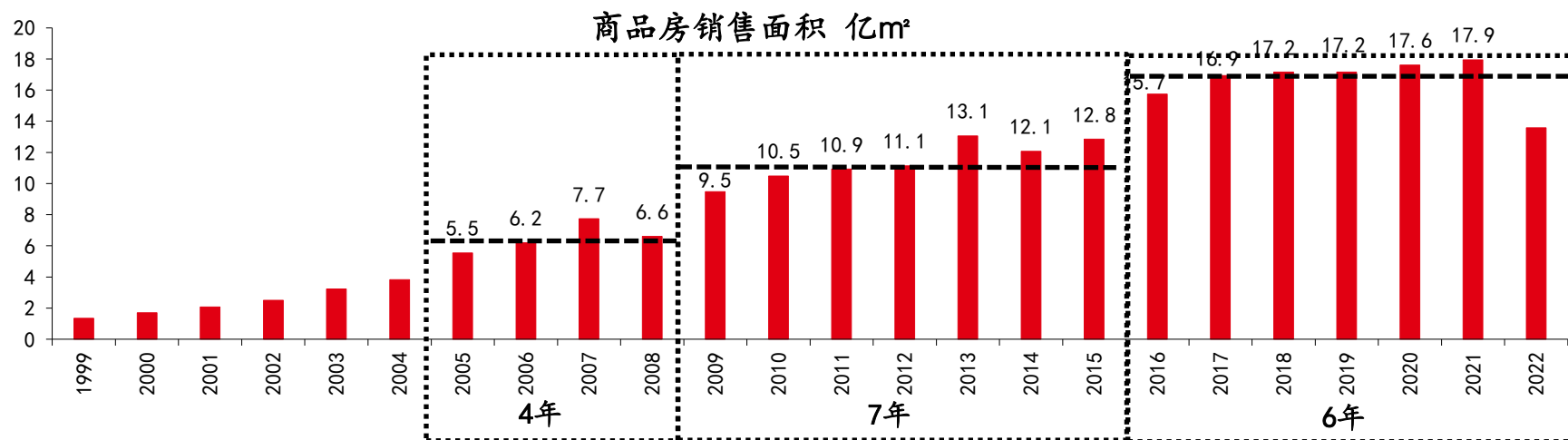
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.4 支撑逻辑2：回望20年，寻找需求中枢

需求中枢的变化：6亿平，11亿平，17亿平

- 6亿平时代，4年，2005-2008。
- 11亿平时代，7年，2009-2015。
- 17亿平时代，6年，2016-2021。

近15年来，商品房销售中枢的变化

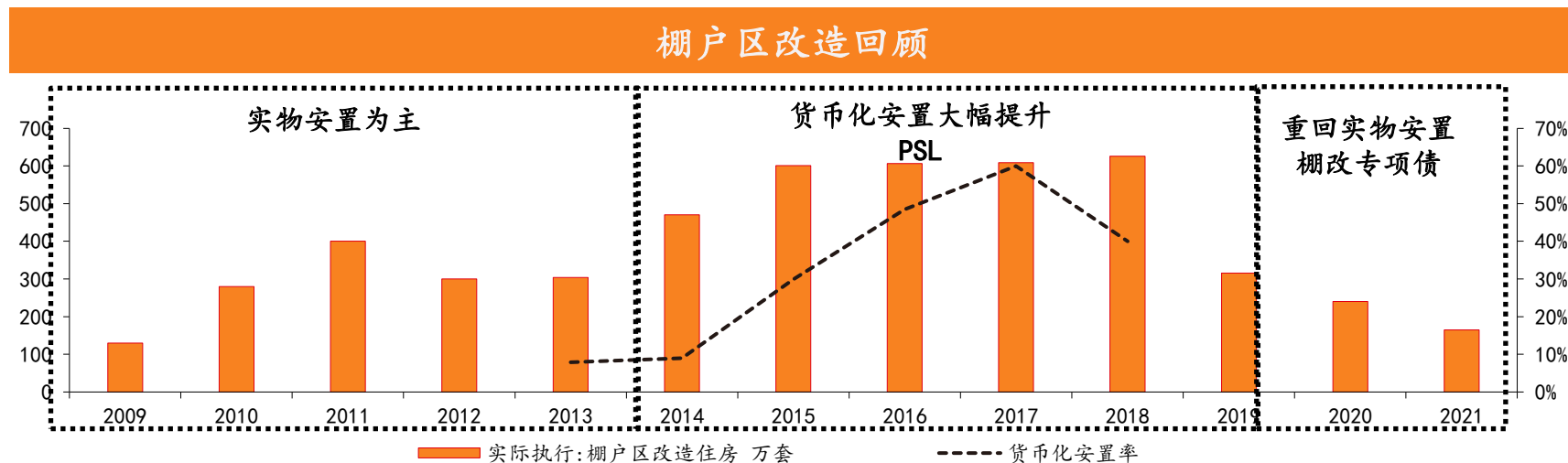


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.4 支撑逻辑2：回望20年，寻找需求中枢

17亿平合理吗，发生了什么？棚户区改造，货币化安置

- 棚改，实物安置为主。11亿平时代，需求合理释放。
- 棚改，货币化安置大幅提升，PSL。17亿平时代，棚改货币化，部分需求被创造，部分需求提前释放。
- 棚改创造了多少需求？ $600\text{万套} \times 100\text{m}^2/\text{套} \times 50\%\text{货币化率} = 3\text{亿m}^2/\text{年}$
- 棚改激发了多少需求？刚需、改善、外出务工返乡置业



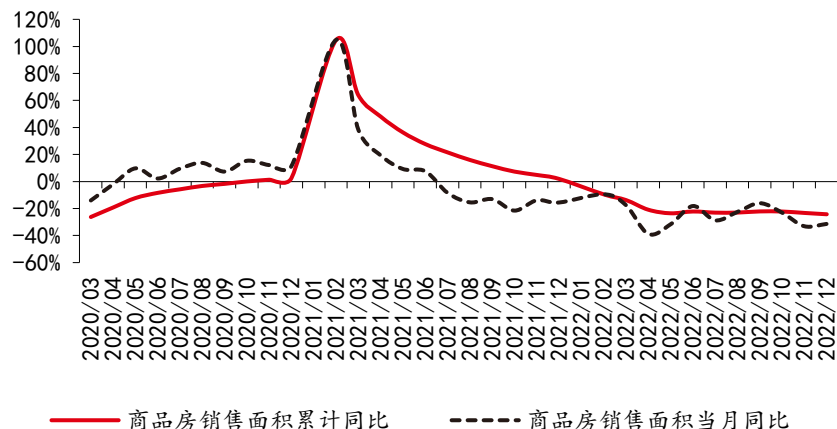
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.5 支撑逻辑3：从月度波动，观察内生需求支撑

短期看销售有企稳迹象，但复苏基础需要更多政策（包括稳主体等方面）发力加以稳固。

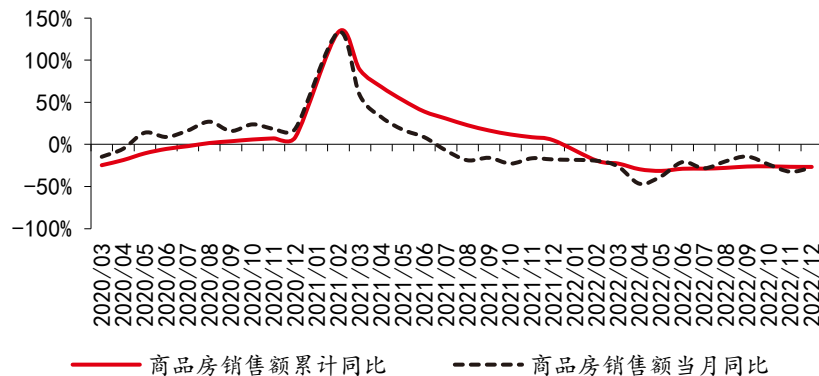
➤ 2022年单月销售增速低点在4月，此后呈现波动企稳态势。4月商品房销售面积和销售额分别单月同比-39.0%、-46.6%，是2022全年各月份中单月增速最低点。5-6月销售呈现恢复趋势，但7月受断贷事件影响，销售增速再次下行。8-9月销售再次反弹，但10-11月受疫情影响，销售再次走弱。不过，12月再次反弹。总体来看，销售增速还是具备底部支撑的形态特点，没有突破4月初的增速低点。

2022年销售面积同比下降24.3%



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2022年12月销售额累计同比下降26.7%



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

4、波动：短期数据波动 \neq 内生需求衰退

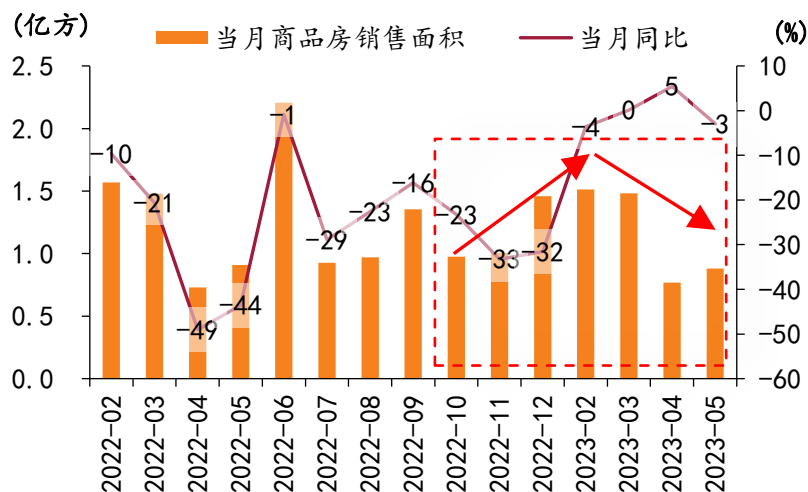
- 挪移1：季度之间
- 挪移2：新房与存量房之间
- 挪移3：网签节奏
- 挪移4：节假日
- 最新数据：需求表现并不弱

4.1 挪移1：季度之间

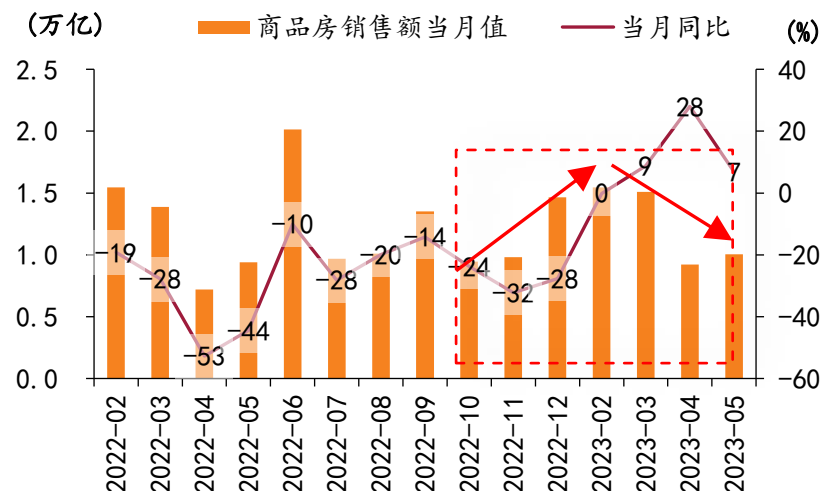
需求在季度之间腾挪

- 22年四季度以来，单月销售增速先升后降：5月单月销售金额同比+6.8%，销售面积同比-3.0%，增速较3、4月有所回落，但仍明显高于22Q4水平。

全国商品房销售面积-月度



全国商品房销售额-月度



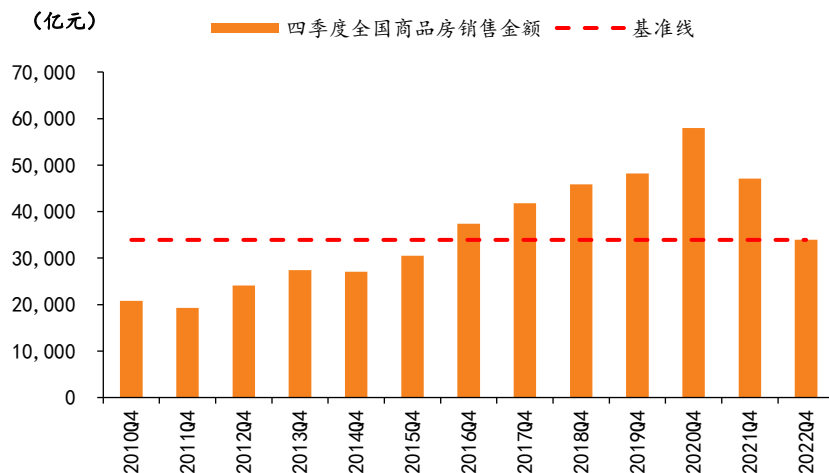
资料来源：Wind，天风证券研究所

4.1 挪移1：季度之间

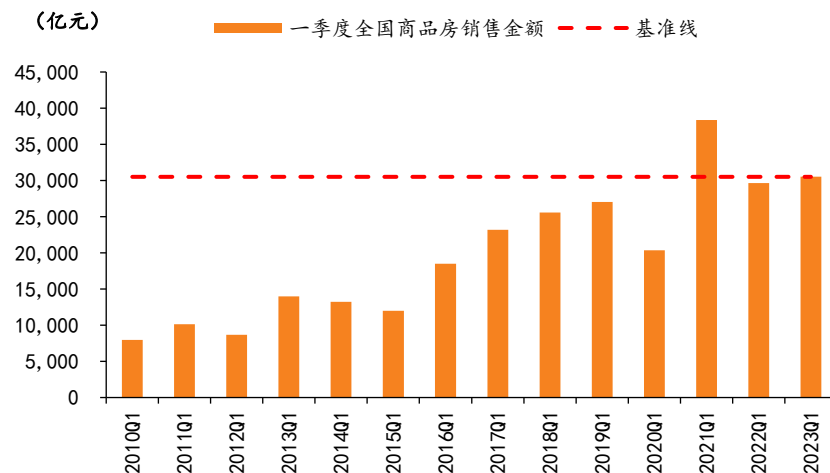
需求在季度之间腾挪

- **22Q4**：22年四季度销售额仅高于15年以前年份，低于16-22年。
- **23Q1**：23年一季度销售额仅低于21年高点，高于其余所有历史年份。

22Q4销售额仅高于15年以前年份，低于16-22年



23Q1销售额仅低于21年高点，高于其余所有历史年份



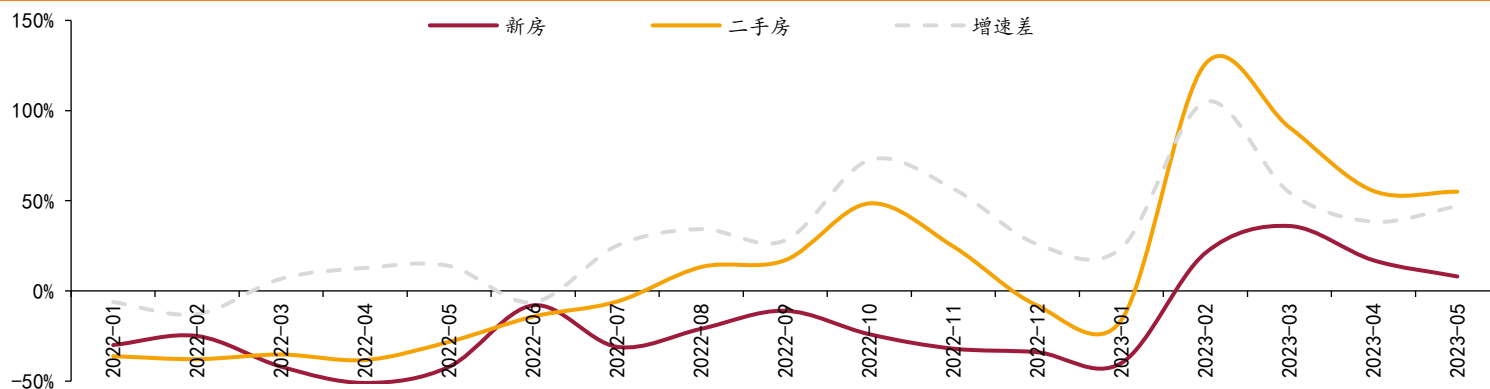
资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2 挪移2：新房与存量房之间

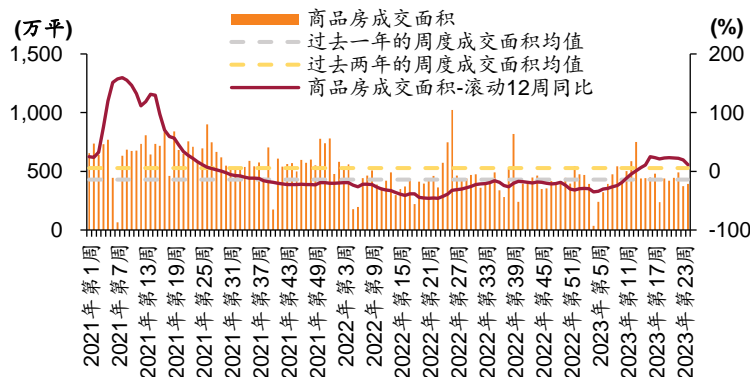
需求在新房与存量房之间腾挪

➤ **二手房吸纳新房需求**：新房、二手房高频销售增速差于23年2月达峰，达105BP，后增速差开始重新收窄。

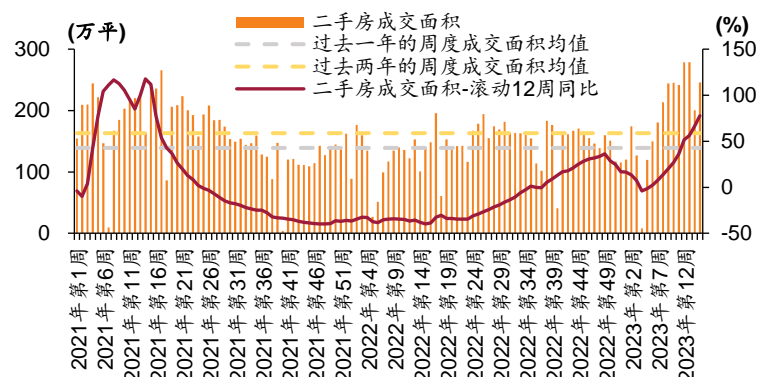
全国新房、二手房高频销售面积同比增速对比



62城新房高频成交面积中枢



18城二手房成交面积中枢



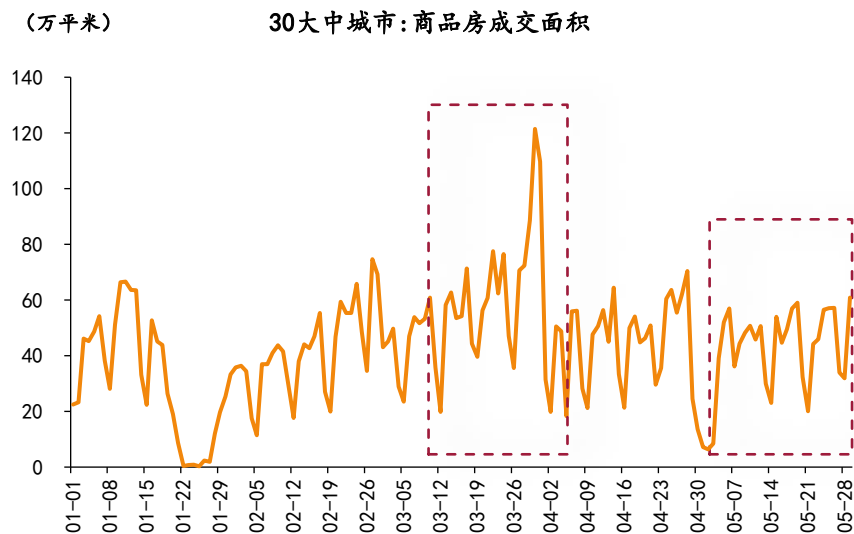
资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3 挪移3：网签节奏

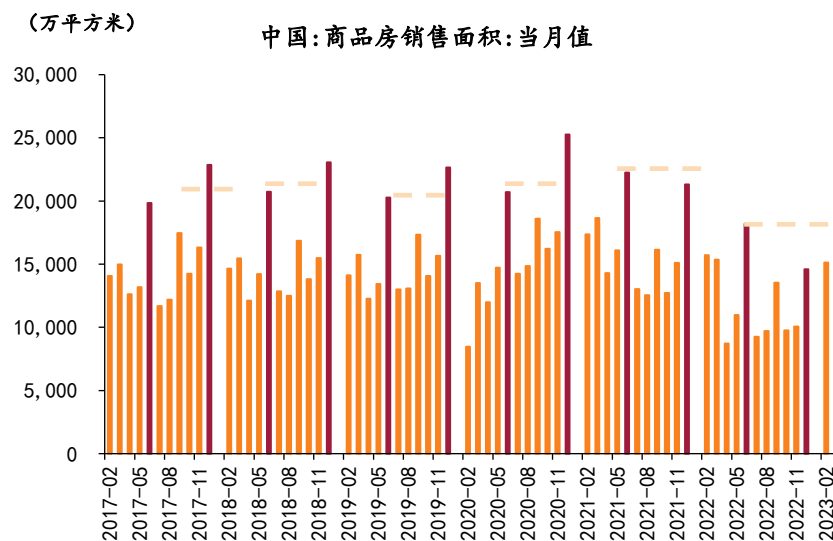
成交数据受网签滞后性影响出现挪移

- **网签存在滞后性**：①通常合同成交后2-3周后左右完成网签，故3月成交好可能部分数据是2月成交的延后的结果。②假期同样会导致网签数据有所暂缓、延后。

30大中城市商品房成交面积



全国商品房销售面积当月值



4.4 挪移4：节假日

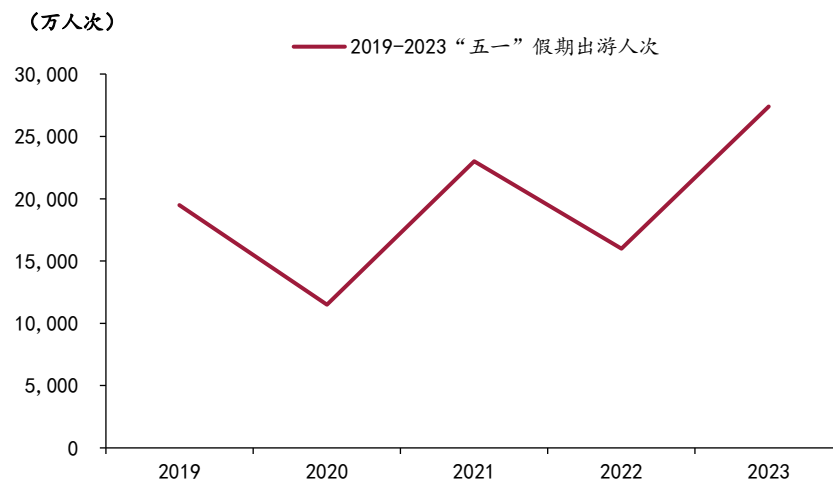
4月、5月假期较多，有效工作日明显少于3月

- 周末，3月有4个非假期的完整周末，4月4个，5月3个：周末是看房旺季，如果周末遇上假期或调休，将影响看房。
- 节假日，清明节不适合看房、劳动节被出游时间挤占：尤其是五一劳动节，出游人次创历史新高。

2023年3-5月工作日情况



2019-2023“五一”假期出游人次

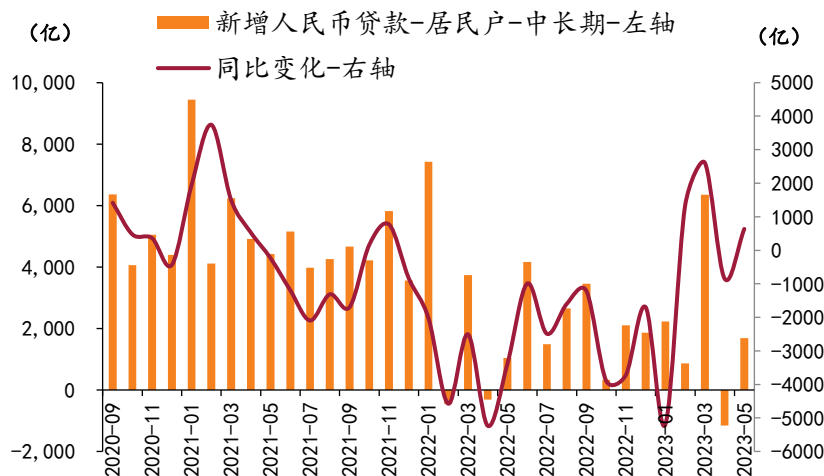


4.5 最新数据：需求表现并不弱

最新社融及统计局数据显示：需求表现并不弱

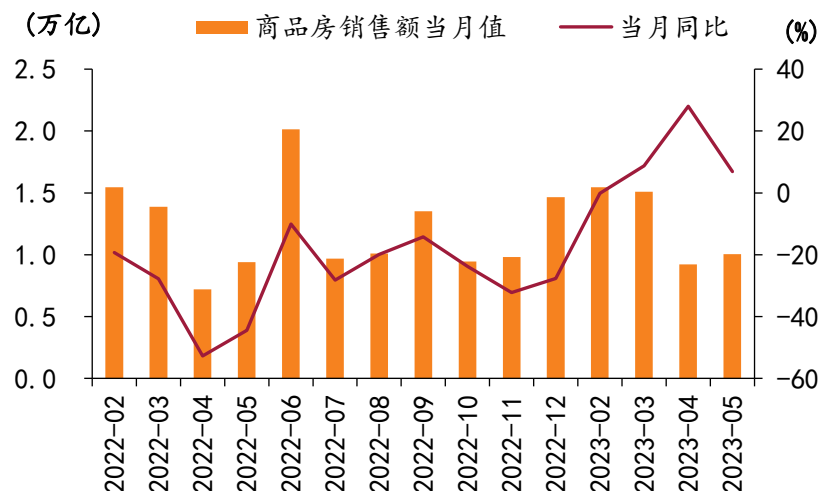
- **5月居民中长期贷款有所改善**：5月居民中长期贷款新增 1684 亿元，同比多增 637 亿元（4月：同比少增 842 亿），表明居民端继续去杠杆的动力有所减弱。
- **5月商品房销售额仍具支撑**：5月商品房销售金额同比+6.8%，1-5月销售金额同比+8.4%，增速收窄幅度表现好于预期。

5月新增人民币贷款-居民户-中长期



资料来源：Wind，天风证券研究所

5月全国商品房销售金额-单月



5、格局：行业格局调整有多剧烈

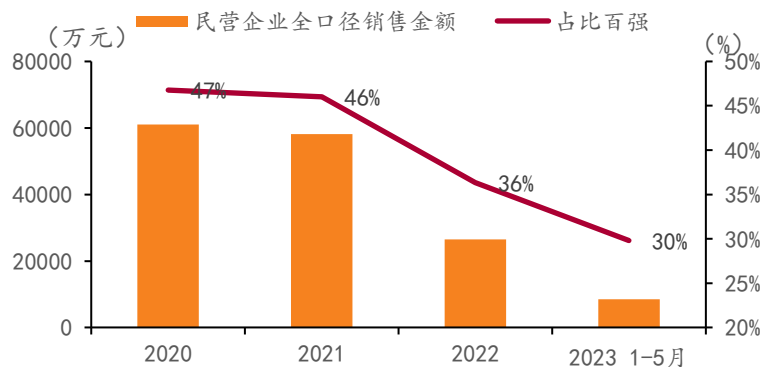
- 民营房企退出：销售、拿地、融资、退市
- 出清的线索：高杠杆、弱信用、弱区域
- 出清的阶段：高杠杆房企出险覆盖面已经较高
- 化解风险重点仍是稳住地产销售

5.1 民营房企退出：销售、拿地、融资、退市

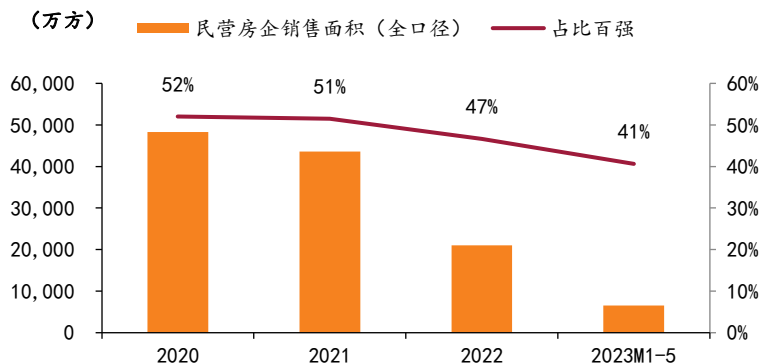
销售：民企份额仍在快速下滑

- 2023年前五月，房企销售金额Top100、Top50、Top30、Top10中民营房企占比分别为30%、25%、21%、18%，较20年高点分别下滑17pct、20pct、23pct、5pct。

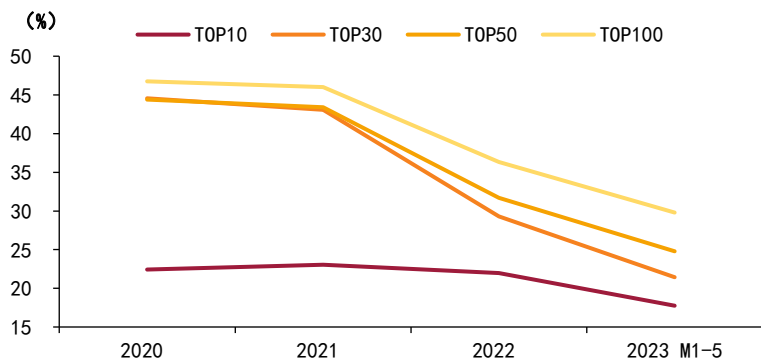
2020-2023年民营房企销售金额百强占比变化



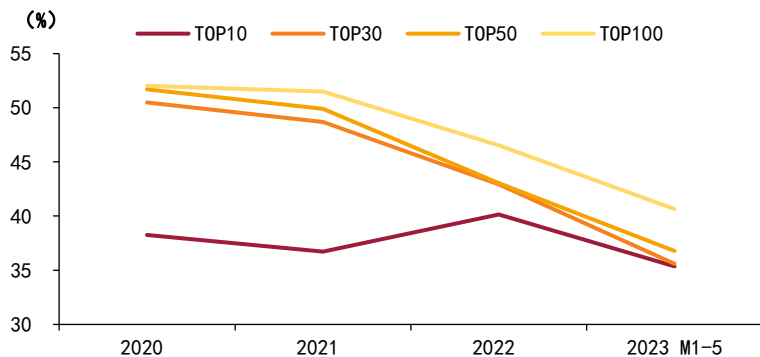
2020-2023年民营房企销售面积百强占比变化



2020-2023年民营房企销售金额占比变化



2020-2023年民营房企销售面积占比变化

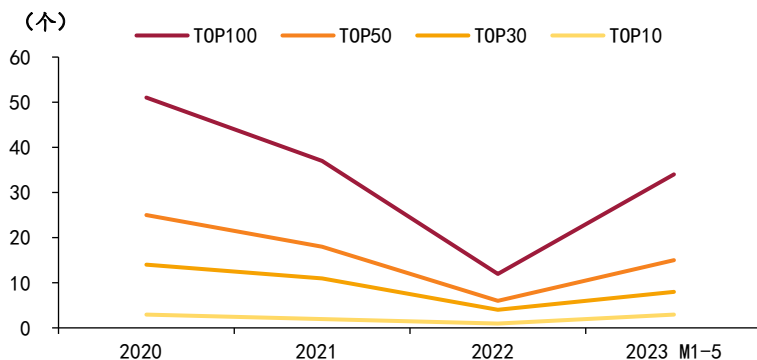


5.1 民营房企退出：销售、拿地、融资、退市

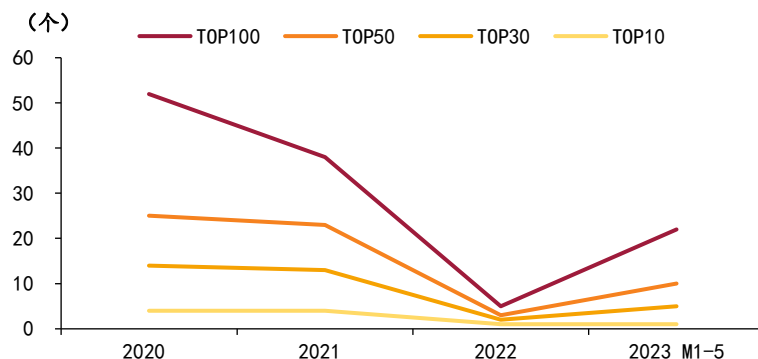
拿地：23年部分民企开始重新拿地

- 2023年前五月，房企拿地金额Top100、Top50、Top30、Top10中民营房企占比分别为27%、24%、21%、19%，较20年高点分别下滑18pct、19pct、19pct、13pct。

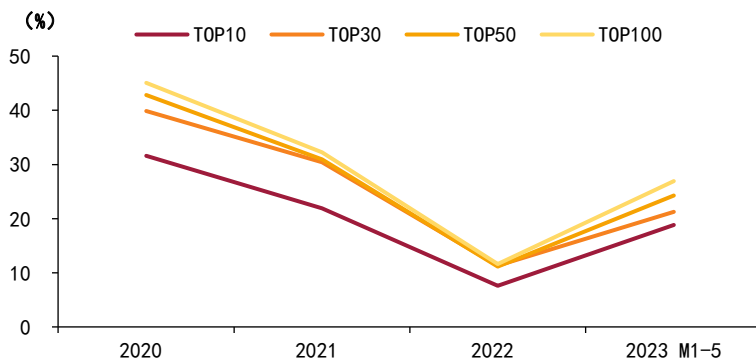
2020-2023年民营房企拿地金额百强数量变化



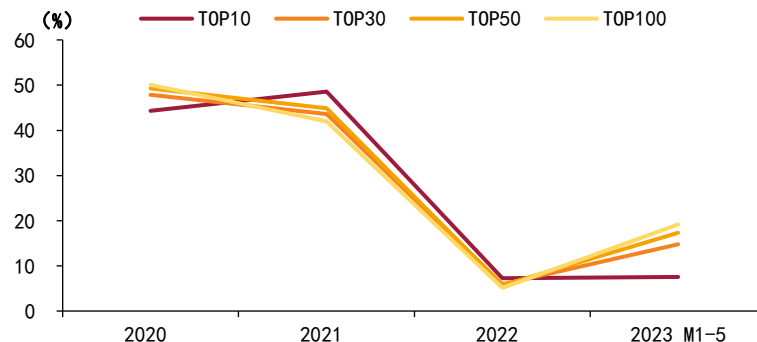
2020-2023年民营房企拿地面积百强数量变化



2020-2023年民营房企拿地金额占比变化



2020-2023年民营房企拿地面积占比变化

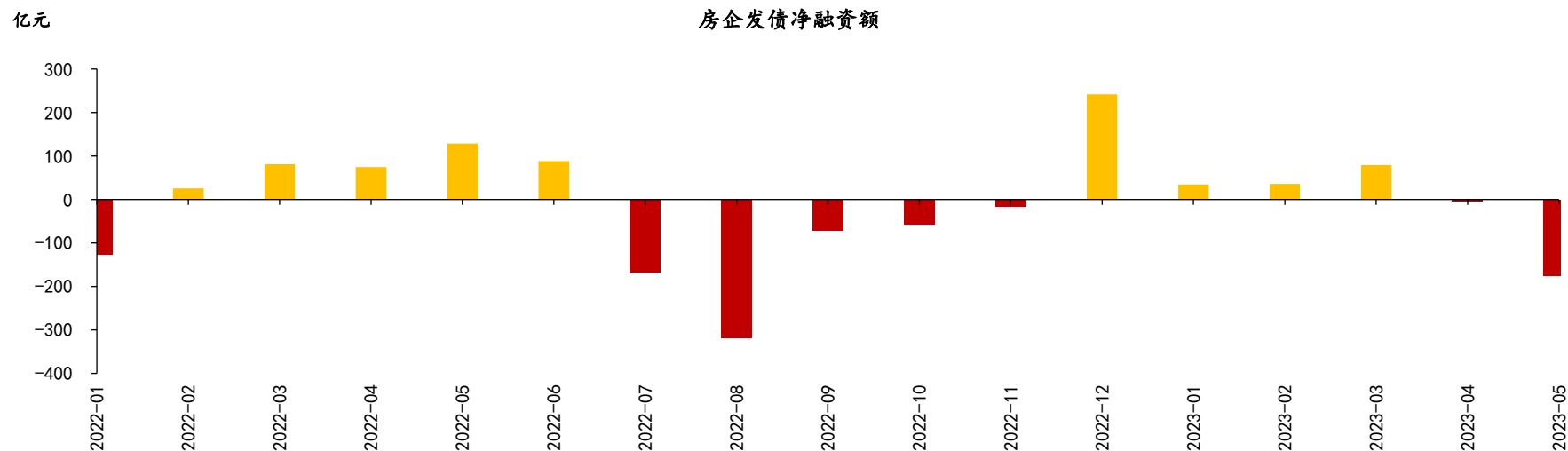


5.1 融资：总体环境较去年好转

融资：房企发债融资加速改善

- **2022年发债净流出**：全年房企发债净流出118.94亿元，下半年净流出2015亿元。
- **2023年发债净流入**：2022年12月开始融资转向进入净流入，2023年1-4月净流入145亿元，房企发债融资加速改善。

2022年12月以来，房企债券融资加速改善



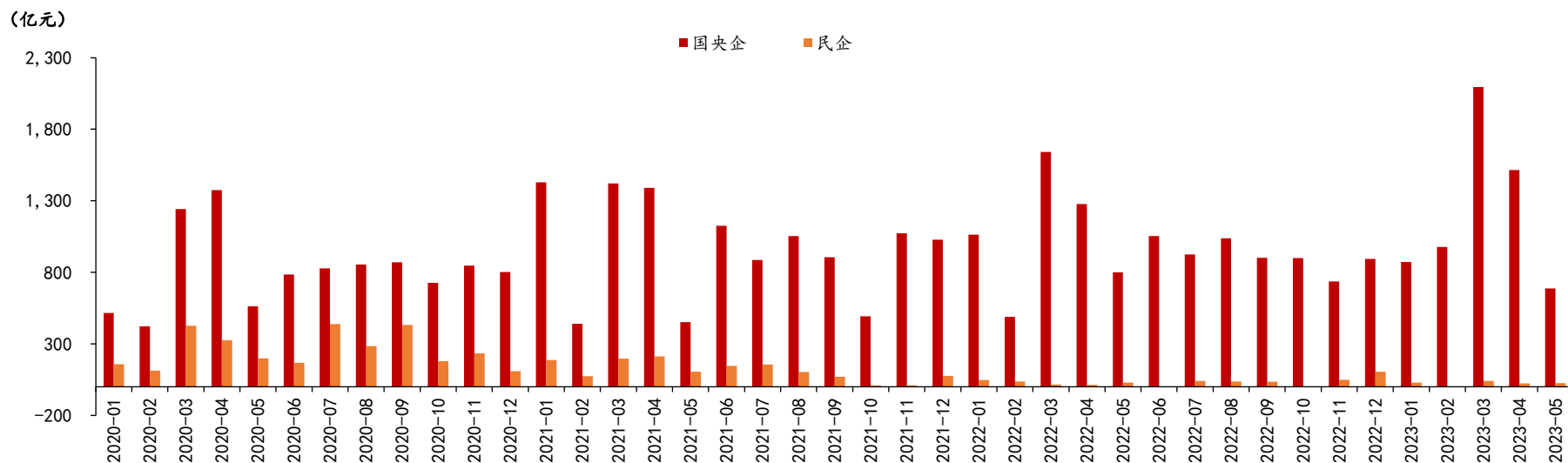
资料来源：Wind，天风证券研究所

5.1 融资：两极分化，后续看企业销售

国央企、民企融资环境两极分化

- **国央企**：2023年1-5月发债净流入6148亿元
- **民营公众房企**：2023年1-5月发债净流入130亿元

2022年以来，地产国企、央企境内债净融资明显好于民企、公众企业



资料来源：同花顺iFinD，天风证券研究所

5.1 融资：民企市场化发债仍未恢复

民营房企发债主要依靠增信担保

2023年以来，民企、公众企业发债情况

发行起始日	代码	证券简称	发行额(亿)	期限(年)	到期日	担保人
2023-05-05	q23042828. IB	23五新实业MTN002	8.00	3.0000	2026-05-08	中债信用增进投资股份有限公司
2023-05-05	q23042823. IB	23碧桂园MTN001	8.00	2.0000	2025-05-09	中债信用增进投资股份有限公司
2023-05-05	q23042811. IB	23碧桂园MTN002	9.00	2.0000	2025-05-09	中债信用增进投资股份有限公司
2023-04-25	082380171. IB	23五新实业ABN001次	0.01	17.7753	2041-01-31	
2023-04-25	082380170. IB	23五新实业ABN001优先	4.80	17.7753	2041-01-31	
2023-04-21	102381033. IB	23美的置业MTN001B	2.00	2.0000	2025-04-25	
2023-04-21	102381032. IB	23美的置业MTN001A	10.00	3.0000	2026-04-25	中债信用增进投资股份有限公司
2023-04-11	042380223. IB	23滨江房产CP002	6.00	1.0000	2024-04-13	
2023-03-16	102380544. IB	23华宇集团MTN001	11.00	3.0000	2026-03-17	中债信用增进投资股份有限公司
2023-03-06	042380127. IB	23滨江房产CP001	9.00	1.0000	2024-03-08	
2023-02-20	102300285. IB	23卓越商业MTN001	4.00	3.0000	2026-02-22	中债信用增进投资股份有限公司
2023-01-12	102380072. IB	23五新实业MTN001	10.00	3.0000	2026-01-13	中债信用增进投资股份有限公司
2023-04-11	135973. SZ	23新发1C	0.01	11.9480	2035-03-20	
2023-04-11	135972. SZ	23新发1A	10.00	11.9480	2035-03-20	
2023-03-27	115101. SH	23番雅02	2.00	2.0000	2025-03-28	雅居乐集团控股有限公司, 广东中盈盛达融资担保投资股份有限公司
2023-03-27	115100. SH	23番雅01	5.00	2.0000	2025-03-28	雅居乐集团控股有限公司
2023-01-19	102380139. IB	23广州合景MTN001	7.00	3.0000	2026-01-30	中债信用增进投资股份有限公司
2023-01-18	102380136. IB	23雅居乐MTN001	12.00	3.0000	2026-01-19	中债信用增进投资股份有限公司
2023-01-17	102380114. IB	23中骏集团MTN001	15.00	3.0000	2026-01-19	中债信用增进投资股份有限公司

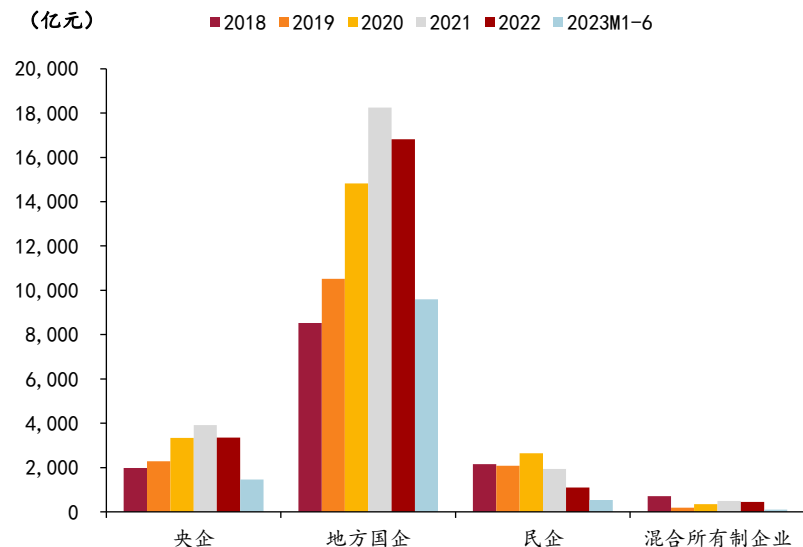
资料来源：东方财富Choice，天风证券研究所

5.1 融资：央企融资成本优势继续凸著

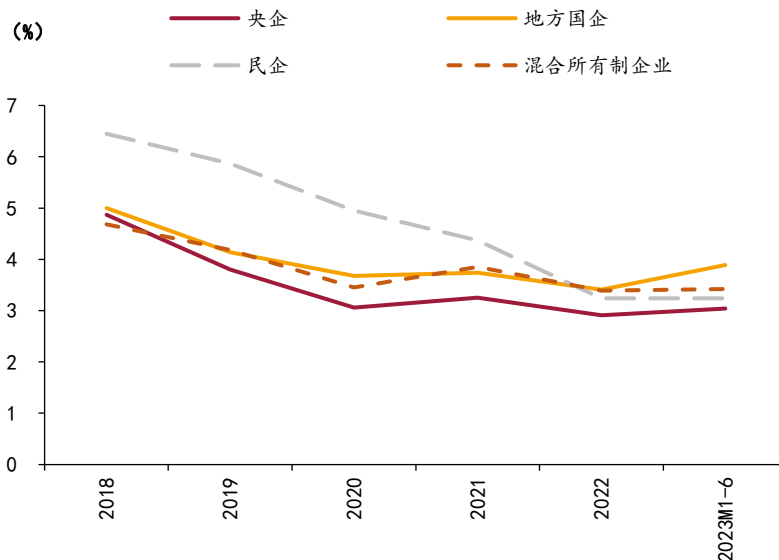
国央企、民企融资环境两极分化

- **民企发债规模收缩**：2023年前六月的民营房企境内债发行规模仅为21年融资规模高点的27.8%，央企、地方国企则分别为37.5、52.5%。
- **央企成本优势凸显**：2022年，央企境内债平均融资成本率仅为2.91%，显著低于其他性质企业。

2018-2023H1 房企境内债发行规模-分类型



2018-2023H1 房企境内债平均融资成本率-分类型



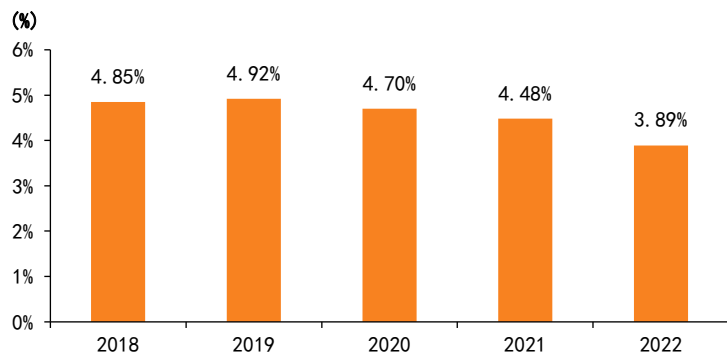
注：境内债券范围包括企业债、公司债、中期票据、私募债、超短融、定向工具、供应链及其他
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

5.1 国央企：融资成本迭创新低

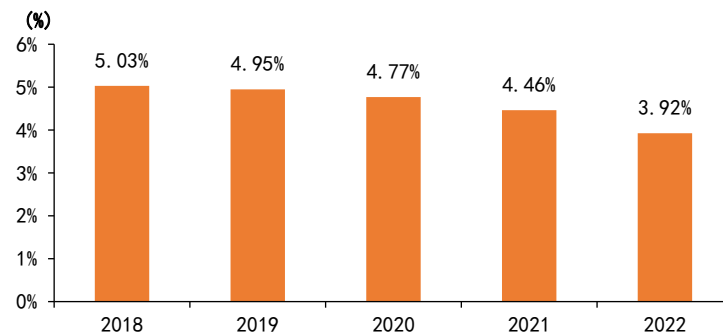
2022年部分龙头国央企融资成本出现了快速下行

- **招商蛇口**：2022年平均融资成本率3.89%，较2021年下降59bp；
- **保利发展**：2022年平均融资成本率3.92%，较2021年下降54bp
- **华润置地**：2022年平均融资成本率3.75%，较2021年上升4bp；
- **中国海外发展**：2022年平均融资成本率3.57%，较2021年上升2bp

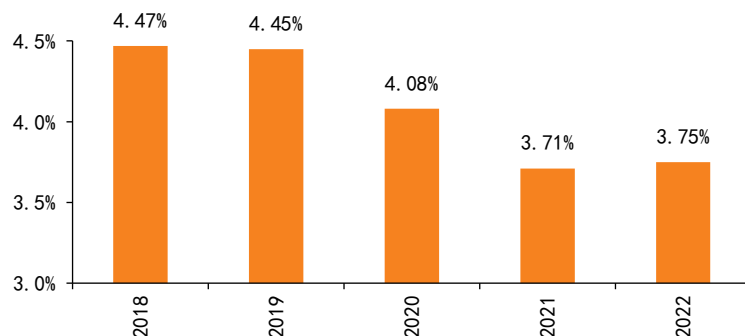
2018-2022年招商蛇口平均融资成本率



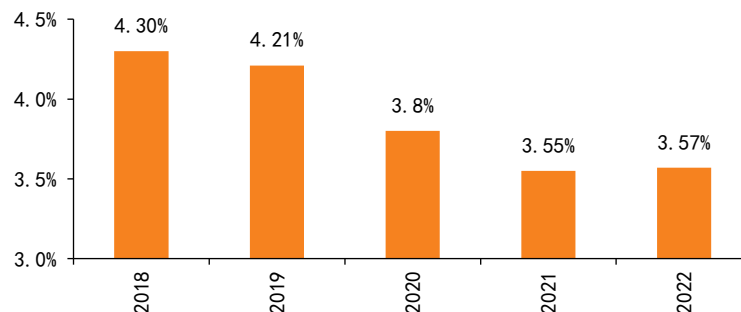
2018-2022年保利发展平均融资成本率



2018-2022年华润置地平均融资成本率



2018-2022年中国海外发展平均融资成本率

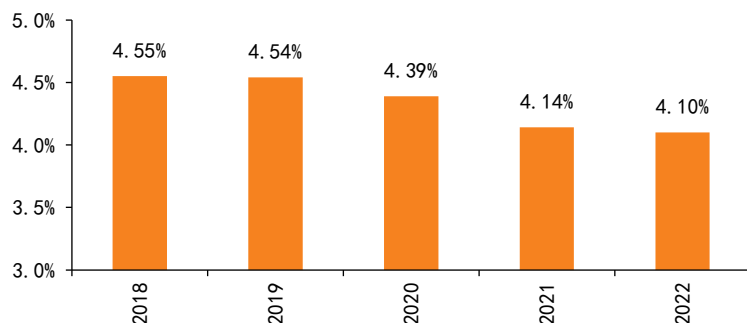


5.1 民企：融资成本降低幅度较小

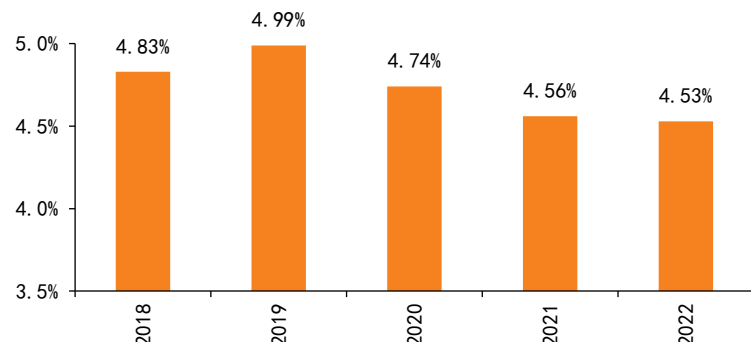
2022年典型民营房企融资成本下降幅度较小

- **龙湖集团**：2022年平均融资成本率4.10%，较2021年下降4bp；**金地集团**：2022年平均融资成本率4.53%，较2021年下降3bp
- **碧桂园**：2022年平均融资成本率5.73%，较2021年上升53bp；**新城控股**：2022年平均融资成本率6.52%，较2021年下降5bp

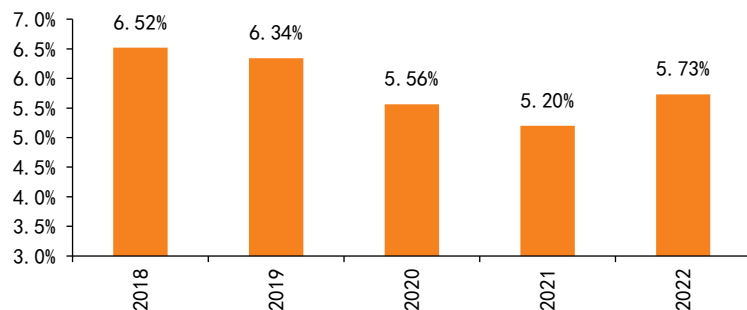
2018-2022年龙湖集团平均融资成本率



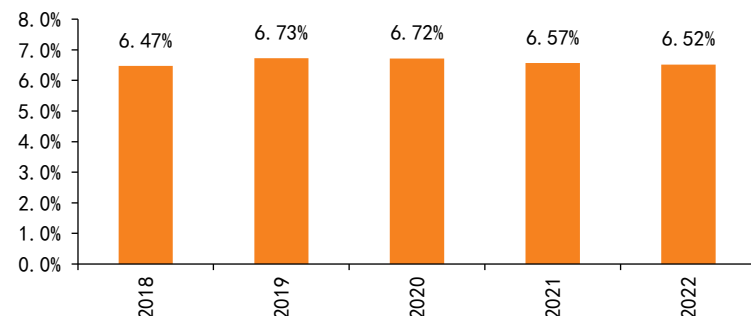
2018-2022年金地集团平均融资成本率



2018-2022年碧桂园平均融资成本率



2018-2022年新城控股平均融资成本率



5.1 退市：披星戴帽尤未止

超30家上市房企面临退市危机

A股：*ST中天、ST美置、*ST嘉凯、ST泰禾、ST粤泰、ST阳光城、*ST宋都、*ST海投
H股：天山发展控股、嘉年华国际、中国恒大、世茂集团、中国奥园、花样年控股、当代置业、阳光100中国、南海控股、三盛控股、中国上城、大唐集团控股、力高集团、旭辉控股、佳源国际控股、新明中国、上置集团、汇景控股、祥生控股集团、大发地产

正式退市

新力控股：已于2023年4月13日退市

*ST蓝光：已于2023年6月6日退市

房企退市浪潮

“披星戴帽” 尤未止

摘牌风险

边缘徘徊

*ST泛海、ST世贸、中南建设、

*ST新联、荣盛发展、金科股份

注：①*ST中天已于6月15日终止上市，将于15个交易日内摘牌，其余A股房企还未终止上市；
②根据港交所连续18个月停牌即摘牌的规定，如无法在此之前复牌，则退市在即（包括恒大、世茂、奥园在内的七家内地港股房企将于2023年6月30日面临摘牌）。

注：*ST泛海股价低于1元（6月19日收盘价0.96），金科股份主动申请停牌进行资产重组，其余四家股价均在1元至2元之间

5.2 出清的线索：高杠杆、弱信用、弱区域

21年以来上市房企出清时间轴

恒大暴雷

2021年6月：

恒大商票逾期，后被银行起诉，行业开启供给侧出清序幕。

至暗寒冬

2022年内：

外部融资收紧，多家房企资金周转困难，出现债务违约。


冬去春来

2022年11月：

11.8 “第二支箭” 民企债券融资延期扩容

11.24 金融16条


11.28 “第三支箭” 上市房企股权融资放开



新力控股	2021/10/18
花样年控股	2021/10/4
当代置业	2021/10/11
中国恒大	2021/12/3
佳兆业集团	2021/12/7
富力地产	2021/12/31



大发地产	2022/1/18
中国奥园	2022/1/20
禹洲集团	2022/1/23
祥生控股集团	2022/2/18
正荣地产	2022/3/10
龙光集团	2022/3/21
融创中国	2022/5/12
景瑞控股	2022/6/17
中梁控股	2022/6/19
三盛控股	2022/7/5
融信中国	2022/7/10
宝龙地产	2022/7/15
旭辉控股集团	2022/10/8



金科股份	2022/12/28
荣盛发展	2023/1/23
阳光城	2023/1/30
时代中国控股	2022/3/2
股	2023/5/14
合景泰富集团	2023/5/30
世茂集团	

注：以上时间点皆为各家企业正式债券违约时间

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

5.2 出清的线索：高杠杆、弱信用、弱区域

已出清房企的特征：高杠杆、弱信用、弱区域

代码	房企名	房企名	2021期末				2022期末				较上期升降档	有息负债同比增速		
			剔除预收账款的资产负债率	净负债率	现金短债比	踩线数	剔除预收账款的资产负债率	净负债率	现金短债比	踩线数		2020	2021	2022
0884. HK	旭辉控股集团	*****	69.7	62.8	2.62	0	70.7	102.1	0.28	3	● 3	1	9	-5
1238. HK	宝龙地产	****	69.7	85.8	0.88	1	68.2	85.5	0.49	1	● 0	20	10	-14
2772. HK	中梁控股	****	75.8	35.4	1.04	1	74.7	38.7	0.82	2	● 1	35	-26	-33
000656. SZ	金科股份	****	69.2	69.5	0.88	1	80.2	152.9	0.25	3	● 2	0	-17	-15
3301. HK	融信中国	****	66.0	66.0	0.52	1	71.8	123.3	0.24	3	● 2	14	-21	-25
6158. HK	正荣地产	****	74.9	85.5	1.10	1	85.2	328.8	0.06	3	● 2	15	10	-18
1628. HK	禹洲集团	****	69.2	102.0	1.25	1	78.2	197.4	0.11	3	● 2	15	-11	-3
000961. SZ	中南建设	****	80.5	93.2	0.92	2	83.6	109.8	0.59	3	● 1	13	-22	-24
600606. SH	绿地控股	****	83.7	95.7	0.83	2	83.4	93.2	0.54	2	● 0	7	-26	-11
002146. SZ	荣盛发展	****	75.0	90.4	0.76	2	82.7	143.5	0.37	3	● 1	5	-19	-26
3380. HK	龙光集团	****	71.0	82.1	1.02	1	76.6	129.4	0.29	3	● 2	40	10	-3
1233. HK	时代中国控股	*****	74.6	92.6	1.24	1	83.9	226.5	0.08	3	● 2	17	-13	-12
1813. HK	合景泰富集团	*****	74.3	115.6	0.38	3	79.9	179.2	0.15	3	● 0	9	-1	-2
2599. HK	祥生控股集团	*****	77.6	185.5	0.17	3	-	-	-	2	● 1	62	-26	-
000671. SZ	ST阳光城	*****	83.5	156.6	0.47	3	88.4	276.8	0.14	3	● 0	8	-18	-8
0813. HK	世茂集团	****	-	-	-	2	-	-	-	2	● 0	15	-	-
1918. HK	融创中国	****	85.1	246.5	0.06	3	88.8	332.0	0.05	3	● 0	-6	6	-7
1638. HK	佳兆业集团	*****	75.9	217.7	0.03	3	84.5	374.8	0.02	3	● 0	4	8	2
3883. HK	中国奥园	****	-	-	-	2	-	-	-	2	● 0	19	-	-
3333. HK	中国恒大	****	-	-	-	2	-	-	-	2	● 0	11	-	-
600823. SH	ST世茂	****	63.3	60.4	0.54	1	65.7	72.0	0.21	1	● 0	8	-63	-13
600077. SH	*ST宋都	*****	80.8	-14.7	3.47	1	90.9	-7.6	2.74	1	● 0	20	-18	-39
000667. SZ	ST美置	****	77.1	63.1	0.78	2	86.3	151.4	0.20	3	● 1	12	-45	-23
600466. SH	*ST蓝光(退市)	*****	93.6	639.1	0.15	3	123.0	-216.6	0.07	2	● 1	25	-29	-6
000732. SZ	ST泰禾	****	91.2	609.7	0.06	3	95.0	1016.0	0.02	3	● 0	5	-3	-2
000046. SZ	*ST泛海	*****	87.2	421.7	0.08	3	99.1	6395.7	0.05	3	● 0	7	-28	-4
000620. SZ	*ST新联	*****	88.6	398.7	0.22	3	97.6	2029.4	0.13	3	● 0	8	-15	-4
000540. SZ	*ST中天	*****	92.8	577.8	0.09	3	106.8	-459.3	0.07	2	● 1	3	-36	-66
600048. SH	保利发展	****	69.2	56.4	2.65	0	69.5	65.1	2.18	0	● 0	10	14	13
002244. SZ	滨江集团	****	65.9	66.0	1.51	0	63.8	55.6	1.89	0	● 0	32	9	23
600383. SH	金地集团	****	67.6	55.2	1.40	0	66.0	54.2	1.28	0	● 0	17	15	-7
0960. HK	龙湖集团	****	67.4	46.7	3.88	0	64.8	58.3	3.49	0	● 0	15	15	8
000002. SZ	万科A	***	69.8	29.7	2.40	0	68.6	50.0	2.02	0	● 0	0	3	18
601155. SH	新城控股	****	70.0	48.1	1.07	0	69.4	45.2	1.00	0	● 0	30	3	-22
0123. HK	越秀地产	****	69.1	47.1	1.36	0	68.8	82.1	1.16	0	● 0	4	11	21
001979. SZ	招商蛇口	****	61.7	42.8	1.25	0	61.6	42.5	2.13	0	● 0	10	10	18
0688. HK	中国海外发展	*****	58.9	29.6	3.40	0	59.1	40.7	3.59	0	● 0	9	20	11

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.3 出清的阶段：高杠杆房企出险覆盖面已经较高

负债驱动型的非国企目前出险比例已经较高

- 负债驱动型指公司规模扩张主要通过大幅增加有息负债而取得，从财务特征来看就是单位有息负债能够撬动的销售额较低。
- 合同负债/有息负债在1.6以下的房企未出险比例仅约20.83%。
- 合同负债/有息负债在1.6以上的房企出险比例不高，仅约16.7%。

2020年销售排名前30的非国企，合同负债与有息负债的比例

2020年 销售排名	2020年 销售排名-非国企	房企	合同负债/有息负债	2020年 销售排名	2020年 销售排名-非国企	房企	合同负债/有息负债
1	1	碧桂园	2.13	21	16	融信集团	0.91
2	2	中国恒大	0.26	22	17	正荣地产	0.90
3	3	万科A	2.41	23	18	龙光集团	0.58
4	4	融创中国	0.90	24	19	富力地产	0.30
7	5	绿地控股	1.34	25	20	佳兆业集团	0.41
8	6	世茂集团	0.73	26	21	雅居乐	0.37
11	7	龙湖集团	1.09	27	22	滨江集团	1.74
12	8	新城控股	2.28	28	23	荣盛发展	1.14
13	9	金地集团	0.84	29	24	中国奥园	0.60
14	10	旭辉控股集团	0.71	33	25	美的置业	1.77
16	11	金科股份	1.36	35	26	新力控股集团	0.86
17	12	中南建设	1.51	36	27	远洋集团	0.42
18	13	阳光城	0.65	37	28	禹洲集团	0.36
19	14	绿城中国	1.23	38	29	蓝光发展	1.12
20	15	中梁控股	2.25	39	30	合景泰富集团	0.20

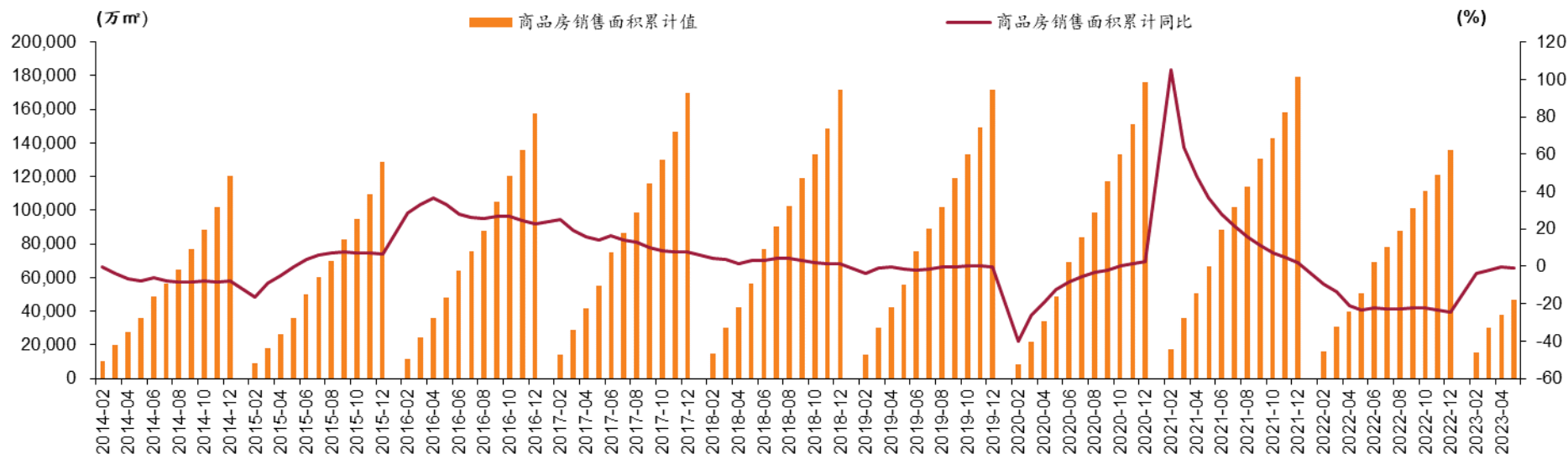
资料来源：克而瑞，各公司公告，天风证券研究所

5.4 化解风险重点仍是稳住地产销售

➤ 近期中央再度表态“关注地方政府债务、金融、房地产、粮食、能源等重点领域，牢牢守住不发生系统性风险底线”。

随着二季度地产基本面走弱，政策端积极应对当前面临的波动性调整，近期存款、逆回购、SLF、MLF等利率已逐步下调，需求端LPR再次降低10BP，青岛新政指引托底信号，化解风险重点仍是稳住地产销售。

全国商品房销售面积及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

6、投资框架：阿尔法，时代贝塔的放大

- 贝塔行情的演化
- 公司阿尔法是时代贝塔的放大
- 从NAV到PE，探究估值中枢

6.1 贝塔行情力度逐步弱化

贝塔行情：级别下降，涨幅收窄

- **年度K线级别上涨**：24个年份中有8个年份上涨，最近一次在2019年。
- **季度K线级别上涨**：最近32个季度中有8个季度上涨，最近一次在2022年一季度。
- **月度K线级别上涨**：最近一次上涨在2023年1月份，但涨幅仅为3.71%。

房地产指数年度K线



房地产指数季度K线



资料来源：同花顺iFinD，天风证券研究所

6.1 贝塔行情力度逐步弱化

贝塔行情：级别下降，涨幅收窄

- **年度K线级别上涨**：24个年份中有8个年份上涨，最近一次在2019年。
- **季度K线级别上涨**：最近32个季度中有8个季度上涨，最近一次在2022年一季度。
- **月度K线级别上涨**：最近一次上涨在2023年1月份，但涨幅仅为3.71%。

房地产指数月度K线

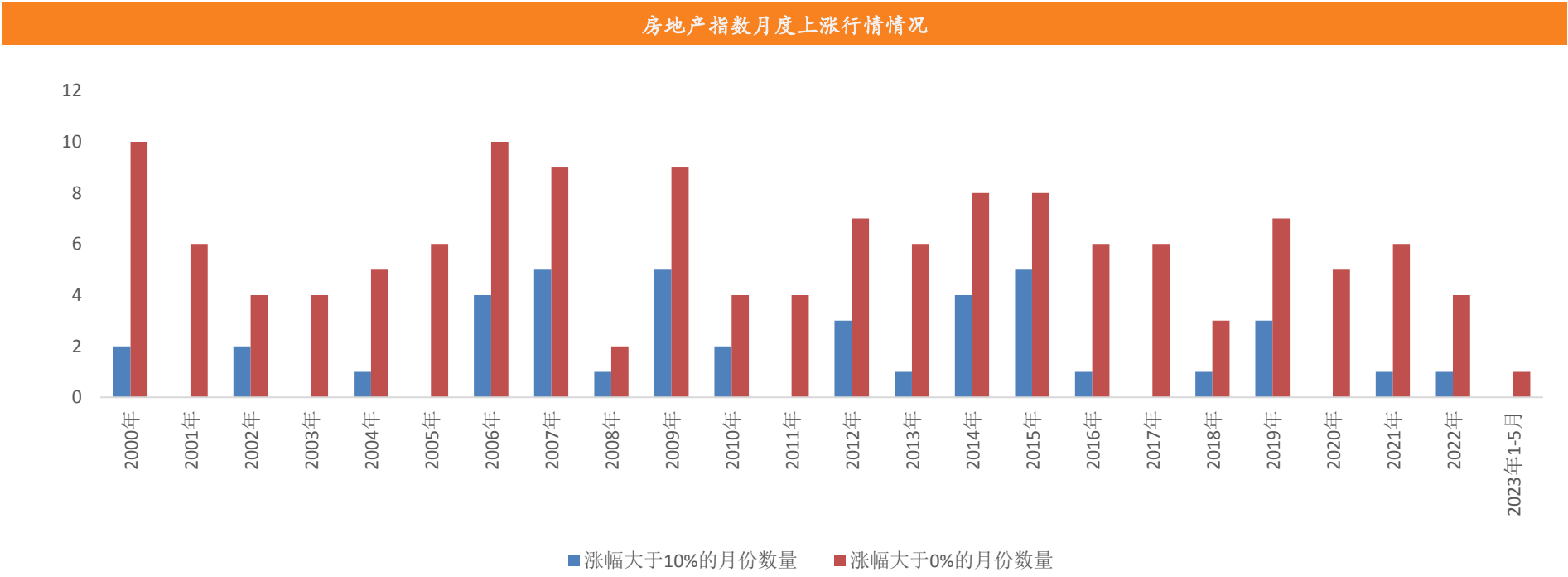


资料来源：同花顺iFinD，天风证券研究所

6.1 贝塔行情力度逐步弱化

贝塔行情：级别下降，涨幅收窄

- 年度K线级别上涨：24个年份中有8个年份上涨，最近一次在2019年。
- 季度K线级别上涨：最近32个季度中有8个季度上涨，最近一次在2022年一季度。
- 月度K线级别上涨：最近一次上涨在2023年1月份，但涨幅仅为3.71%。



资料来源：同花顺iFinD，天风证券研究所

6.1 贝塔行情力度逐步弱化

贝塔行情：政策推动比基本面推动更有力

- 2022年11月：趋势性行情，板块上涨27.80%，11月1日开始，11月30日结束，共22个交易日。
- 2023年1月：实质为震荡行情，板块上涨3.71%，板块并未实现趋势性上涨。



资料来源：同花顺iFinD，天风证券研究所

6.2 公司阿尔法是时代贝塔的放大

阿尔法行情：时代背景的放大

- 行情2006.08-2007.09：房地产业务注入、整体上市。
- 行情2008.11-2009.07：区域市场弹性，业绩高增长。
- 行情2014.05-2015.06：地产转型至其他行业。
- 2022年下半年以来：华发股份、越秀地产、建发国际集团等，受益于国企信用优势+积极的经营投资策略；根据克而瑞2022年百强榜单，华发、建发和越秀新增土地价值分别为409.5亿、692.3亿和524.4亿，分别位列百强排行榜的10位、7为和9位。



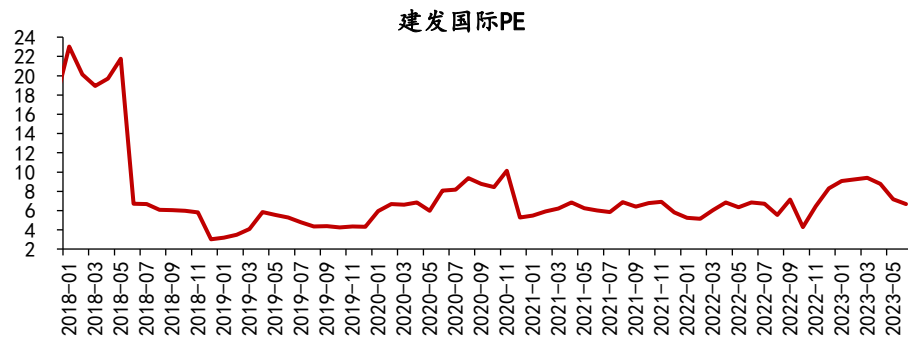
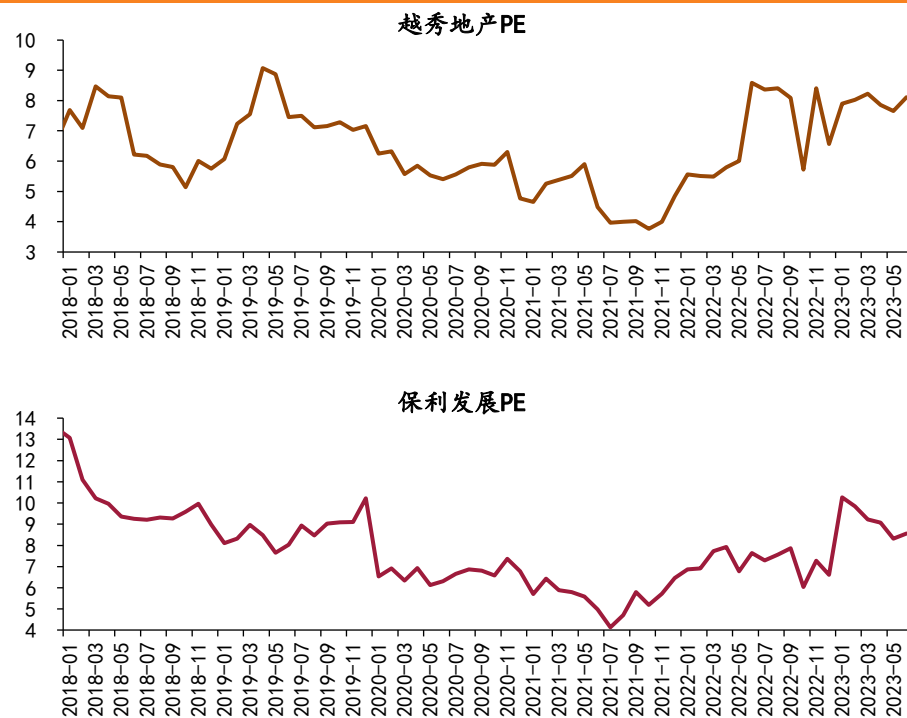
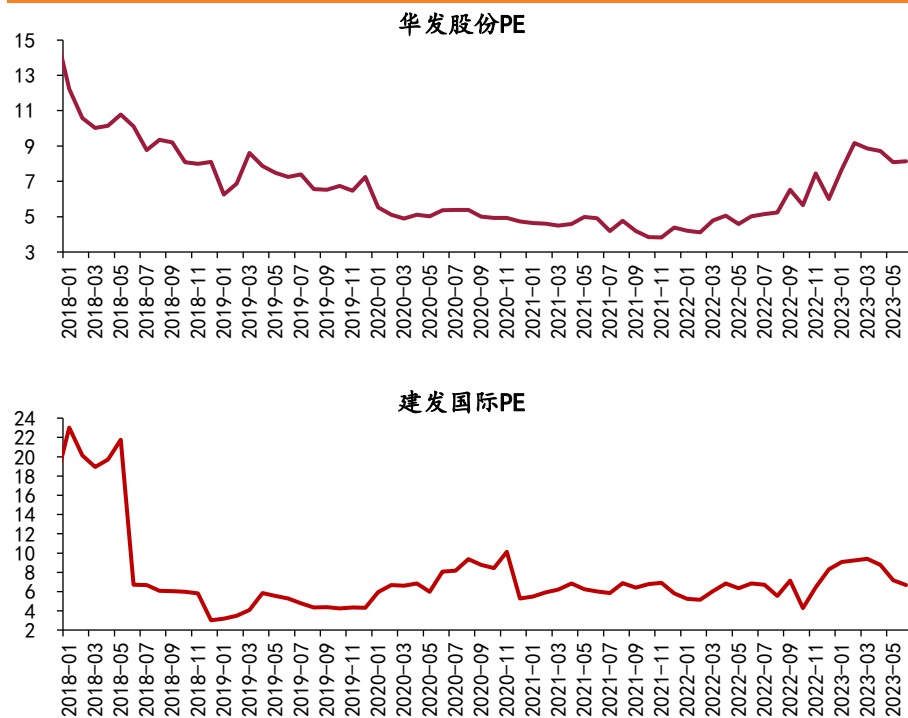
资料来源：克而瑞，同花顺iFinD，各公司年报，天风证券研究所

6.3 从NAV到PE，探究估值中枢

贝塔行情：级别下降，涨幅收窄

- **估值方法**：NAV估值逐步失效，PE估值适用性强。
- **估值中枢**：从各龙头来看，7-10倍PE为市场给到优质地产股的估值。

重点房企PE估值情况



资料来源：同花顺iFinD，天风证券研究所

7、风险提示

- 1) 政策落地节奏、强度可能与投资者预期存在差距。需求侧政策如高能级城市“四限”放松、新房首套、二套贷款利率调整、二手房交易税费/中介费调整不及预期，可能与投资者预期存在差距。
- 2) 销售见底复苏的力度、时间可能与投资者预期存在差距。地产基本面复苏可能受宏观经济、政策及其他外部事件影响恢复较慢，甚至存在回落风险，可能与投资者预期存在差距。
- 3) 房企信用风险事件或仍有出现的可能性，影响投资者信心。在销售回款遇阻情况下，若融资政策支持力度减弱，房企信用风险事件仍有发生的可能，影响投资者信心。
- 4) 城市产业发展可能面临政策、外部市场影响。城市产业发展除受各地行政调控影响外，可能受到土地财政收入下滑等因素影响。
- 5) 融资市场可能受国内外环境影响存在波动性。国内货币政策调整、美元加息带来的全球融资环境收紧或对融资市场造成影响。

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

THANKS