

大象转身—— 房地产视角下的宏观经济

经济研究 · 宏观专题

证券分析师：田地

0755-81982035

tiandi2@guosen.com.cn

S0980524090003

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

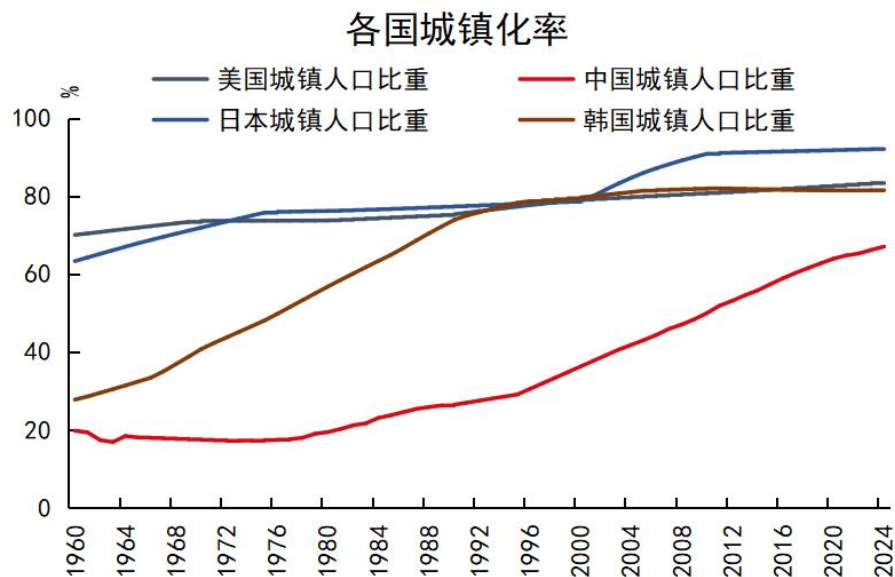
联系人：王奕群

wangyiqun1@guosen.com.cn

双刃之剑：房地产与宏观经济

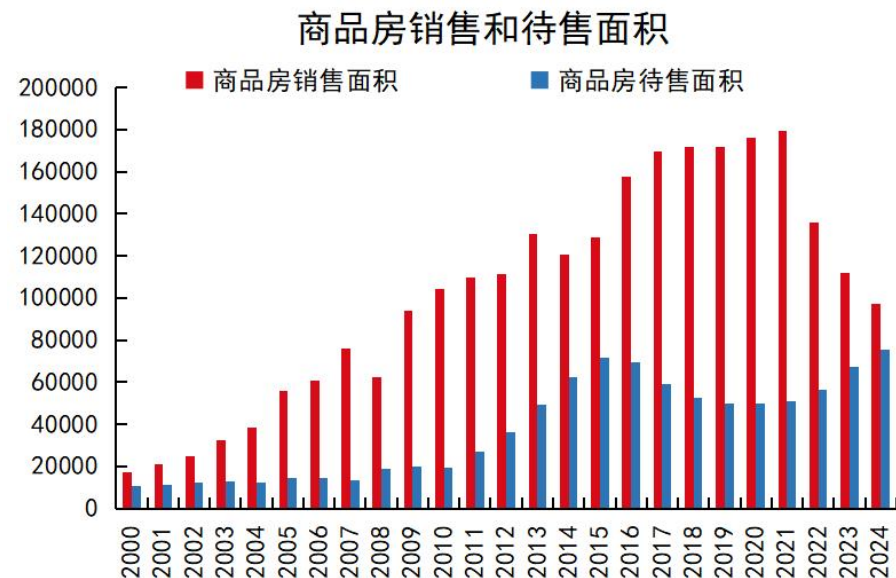
- 城镇化率放缓，销售面积迅速下滑
- 城镇化率增长放缓：我国城镇人口占比从2000年至2024年上升了31个百分点，达到67%；相较之下美国84%，日本92%，还有一定上升空间。人均住房面积增长可能也会放缓，根据经济普查数据，我国人均住房面积2020年在40平米左右。
- 城镇人口占比的快速提升和人均居住面积增长带来住房需求，商品房销售量在2021年接近18亿平方米，此后逐年下行，到2024年仅为9.7亿平方米，接近腰斩。与此相反，商品房待售面积则从2020年开始逐年上行，到2024年为7.5亿平米，去化周期9.3个月。

图：城镇化率快速增长带来新增住房需求



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

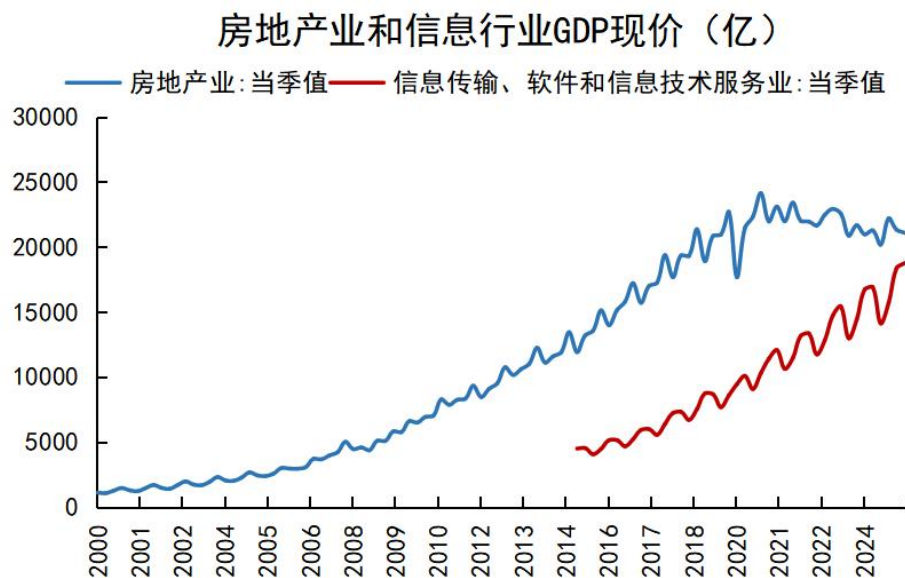
图：销售面积经历快速下滑



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

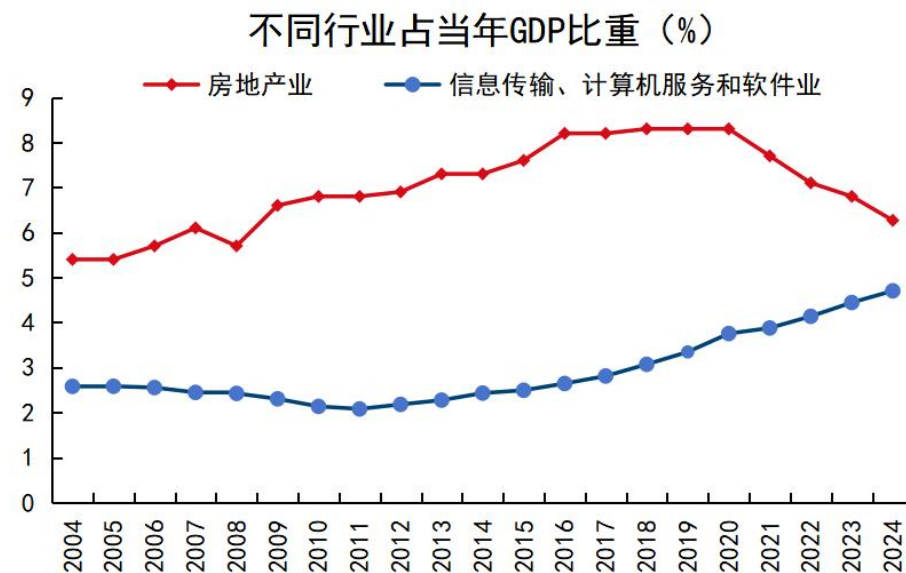
- 行业比重变低
- 从行业增加值的绝对水平来看，单季度的房地产行业GDP在2020年四季度达峰，之后波动下行；反观新兴行业，则持续上涨，从房地产行业的不到四成上行到接近九成，可能明年就将实现直线超车。
- 观察每年的占比，房地产业2018-2020年达到整体经济的8.3%。2024年房地产业增加值为8.5万亿元，占GDP的6.3%，较高峰下降2个百分点。
- 与此同时，信息、计算机服务业的占比则连年提升，到2024年提高至4.7%。

图：新兴行业GDP正在迎头赶上



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

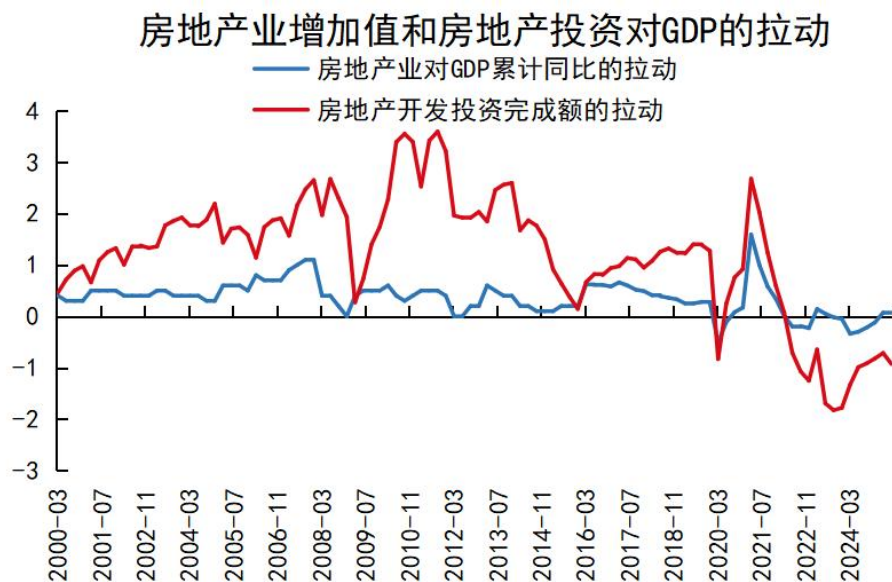
图：房地产业占比下滑



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

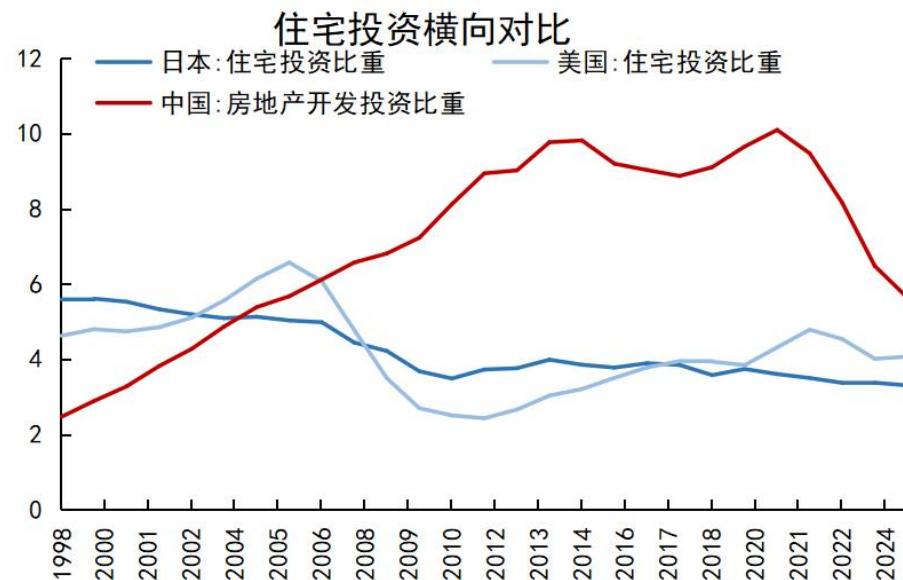
- 房地产业和开发投资对GDP的拖累正在收窄
- 房地产业2024年拖累GDP0.26个百分点。2025年上半年，在2024年较低的基数下，房地产业增加值拉动GDP0.07个百分点。
- 房地产开发投资上半年拖累名义GDP0.9个百分点，较一季度有所扩张，但较2022年和2023年已经有显著收窄。2024年，房地产开发投资中的住宅投资占GDP比重下降至5.6%，相较之下日本这一比重为3.3%，美国为4.1%，距离已经不远。

图：房地产行业和投资对GDP的拖累



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

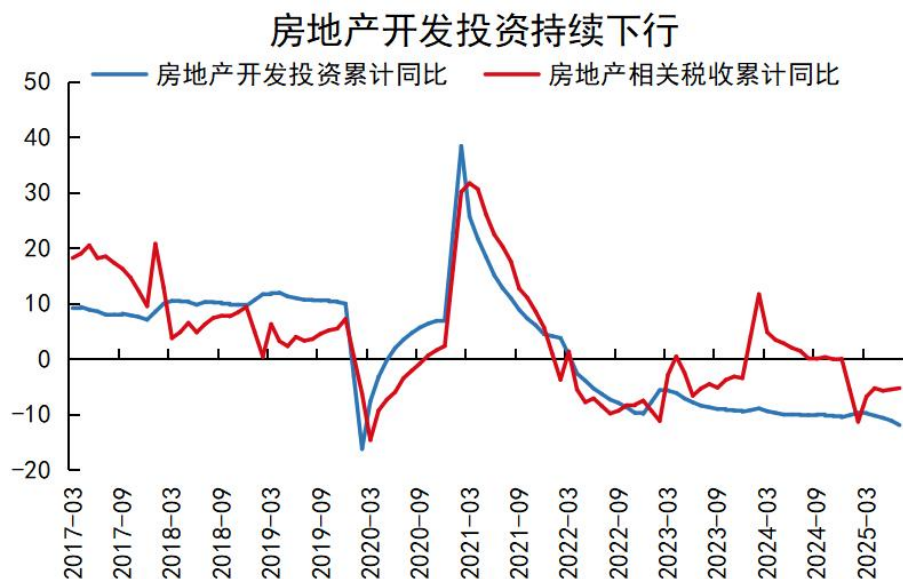
图：中日美住宅投资占比横向对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

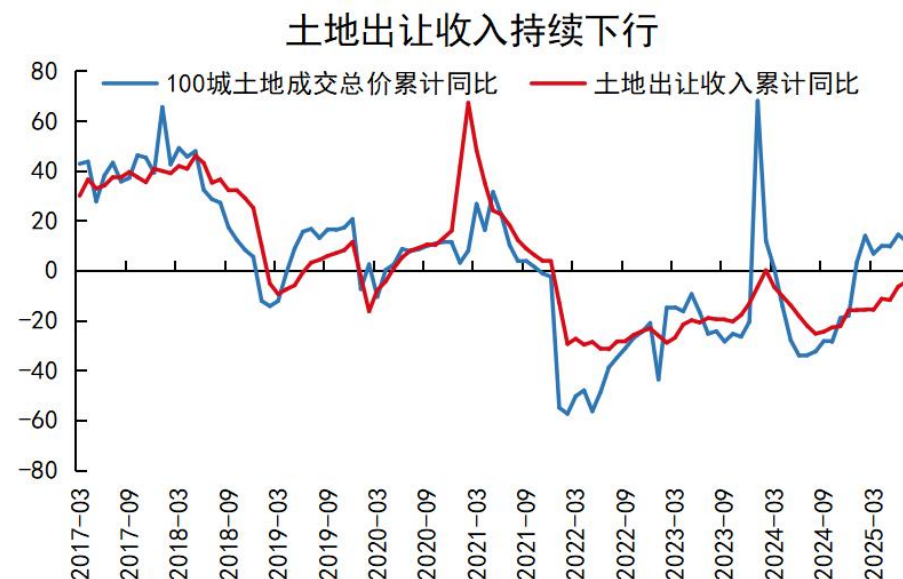
- 税收和土地财政都受到较为严重的拖累
- 一是房地产业相关税收下滑：房地产和建筑业税收占一般公共收入比例从19%降到13%；
- 二是土地出让收入带来广义财力的下行：另一方面土地财政依赖度从近30%降到17%；
- 三是一般均衡传导下，房价下降压制消费意愿和通胀，降低名义增速，减少其他税收。
- 财政收入在房地产下行的影响下受到严重拖累，显著削弱财政政策的逆周期调节能力，反而可能导致财政顺周期放大经济波动。（房产税推出时间也将继续延后）

图：房地产开发投资与房地产相关税种同步下滑



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：土地收入下行显著压低地方财力

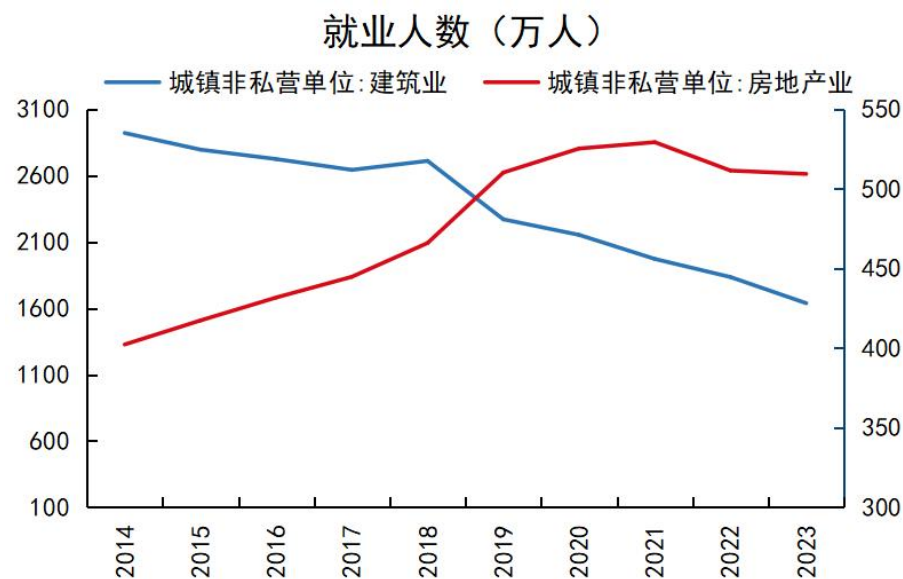


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 房产占居民资产比重约六成，房价下行有显著的负向财富效应
- 考察居民部门资产负债表没有官方的高频数据，较为常用的是2020年中国人民银行发布的《2019年中国居民财富调查报告》。2019年我国城镇居民家庭的资产中有79.6%为实物资产，20.4%为金融资产；实物资产中74.2%为住房资产，户均住房资产187.8万元。
- 居民**住房资产占家庭总资产的比重为59.1%**。和美国相比，我国居民家庭住房资产比重偏高，高出美国居民家庭28.5个百分点。同时**房贷是家庭负债的基本构成**。有负债的居民家庭中，76.8%的家庭有住房贷款，户均家庭住房贷款余额为38.9万元，占家庭总负债的比重为75.9%。
- 根据这个数据，房价相较于2019年每下降10%，居民总资产缩水约6%，而负债端的刚性会导致杠杆率被动提升。2019年，居民20.4%的金融资产中，股票占比仅有6.4%，基金占比3.5%，债券占比1.2%。因此短期内房价下跌的负面效应较大。
- 我国居民对拥有房产的偏好更高，体现“安土重迁”的文化。城镇居民家庭的住房拥有率为96.0%，有一套住房的家庭占比为58.4%，有两套住房的占比为31.0%，有三套及以上住房的占比为10.5%，户均拥有住房1.5套。美国住户总体的住房拥有率为63.7%，低于我国32.3个百分点。按家庭收入从低到高排序，美国收入最低20%家庭的住房拥有率仅为32.9%，而我国收入最低20%家庭的住房拥有率也为89.1%。

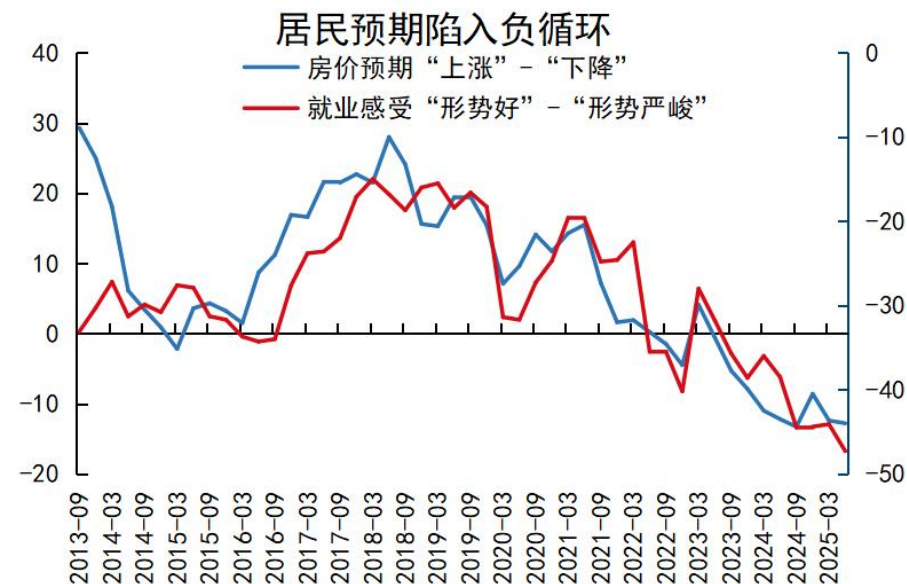
- 除了财富效应，房地产行业下行还有显著的收入效应
- 房地产业牵动大量的就业。从城镇非私营单位分行业就业2023年数据，1.6亿就业人口中，房地产业509万，建筑业1638万，两者合计占比13%，较2018年下降五个百分点。同时房地产业带动的直接和间接就业，据估计在七千万人左右，因此房地产市场直接牵动居民就业体感。
- 根据央行的调查数据，居民对就业感受“形势好”的比例减去“形势严峻”（测算整体就业感受），与房价预期“上涨”的比例减“下降”的走势较为一致。

图：城镇非私营单位房地产业和建筑业就业人数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

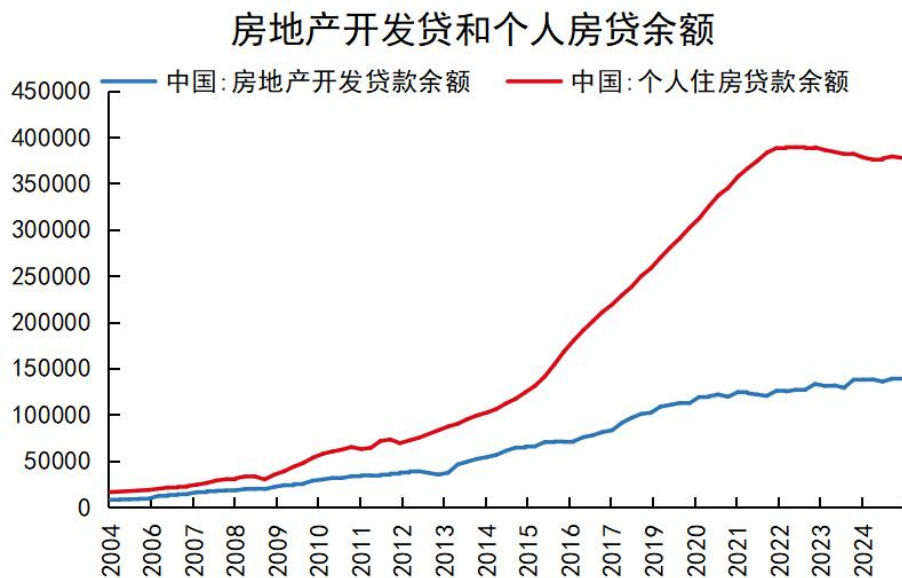
图：居民就业感受与房价预期



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

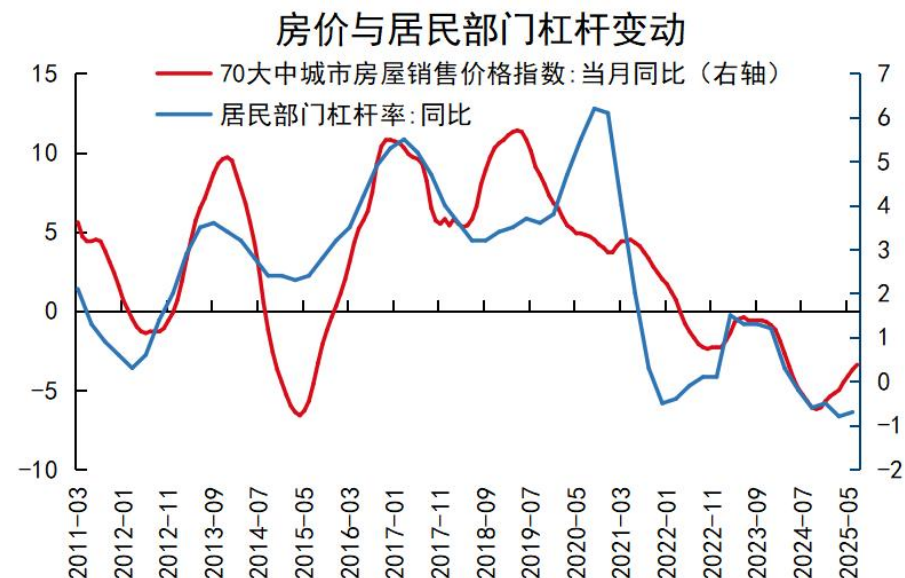
- “债务-通缩”螺旋：房价预期扭转后，私人部门显示出缩表倾向
- 个人住房贷款余额开始收缩，同时房地产开发贷款余额增速则明显扁平。7月信贷罕见减少，企业和居民贷款均有所回落。当前社融主要靠政府融资支撑，政府部门杠杆率节节攀升。
- 房贷作为居民端贷款的主要组成部分，居民部门加杠杆的意愿与房价走势较为一致，而两者又会互相形成循环。

图：房地产开发贷和房贷余额走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：居民部门杠杆率变动与房价变动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

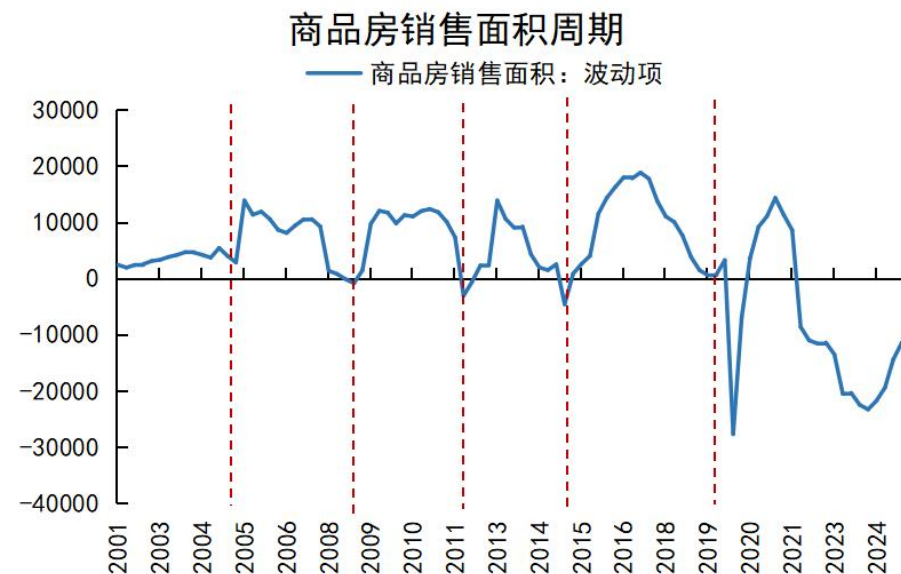
- 根据商品房销售数据的周期波动划分周期
- 将商品房销售面积累计值降频为季度，进行季节性调整，得到销售面积时间序列。对销售面积时间序列进行12期移动平均（即3YMA）获得销售面积的趋势项。
- 将销售面积时间序列减去趋势项，得到销售面积的波动项。从波动项来看，已经历5个完整周期（从低点到低点），平均长度3年左右。

图：商品房销售面积平滑操作



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：周期划分



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

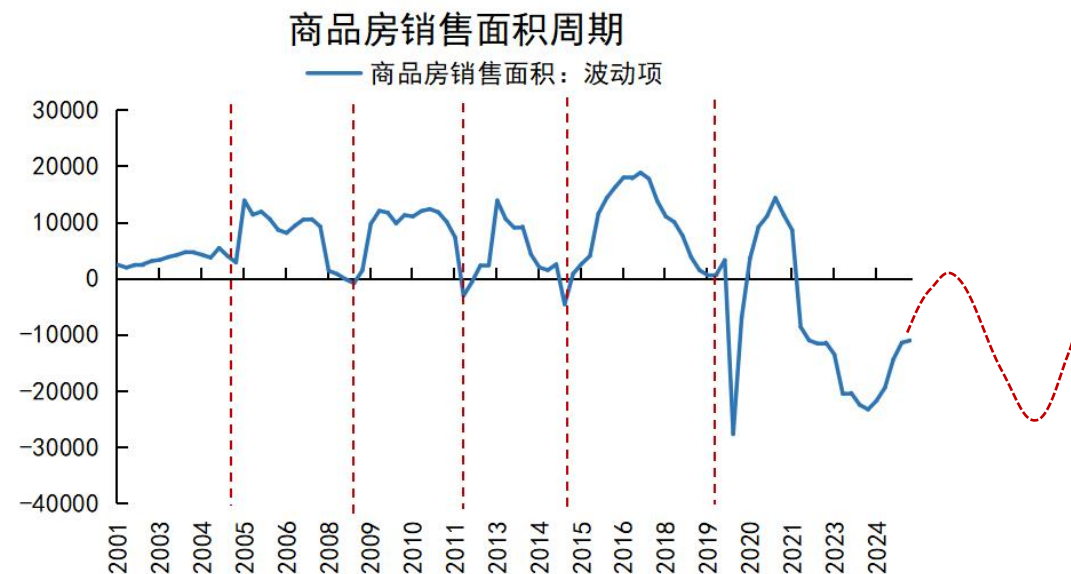
- 根据商品房销售数据的周期波动划分周期
- 将商品房销售面积累计值降频为季度，进行季节性调整，得到销售面积时间序列。对销售面积时间序列进行12期移动平均（即3YMA）获得销售面积的趋势项。
- 将销售面积时间序列减去趋势项，得到销售面积的波动项。从波动项来看，已经历5个完整周期（从低点到低点），平均长度3年左右。
- 长短周期嵌套，短周期可能已经走出底部，长周期仍未触底，总体继续向下。上升趋势下波动项大部分处于0之上（因为移动平均增长更慢），下降趋势下波动项大部分处于0以下。

图：商品房销售面积平滑操作



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

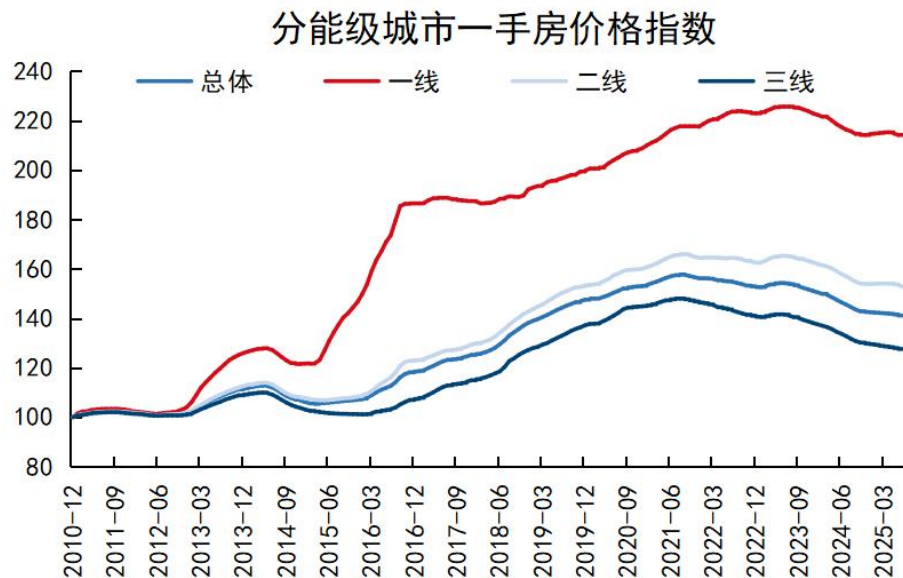
图：短周期划分



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

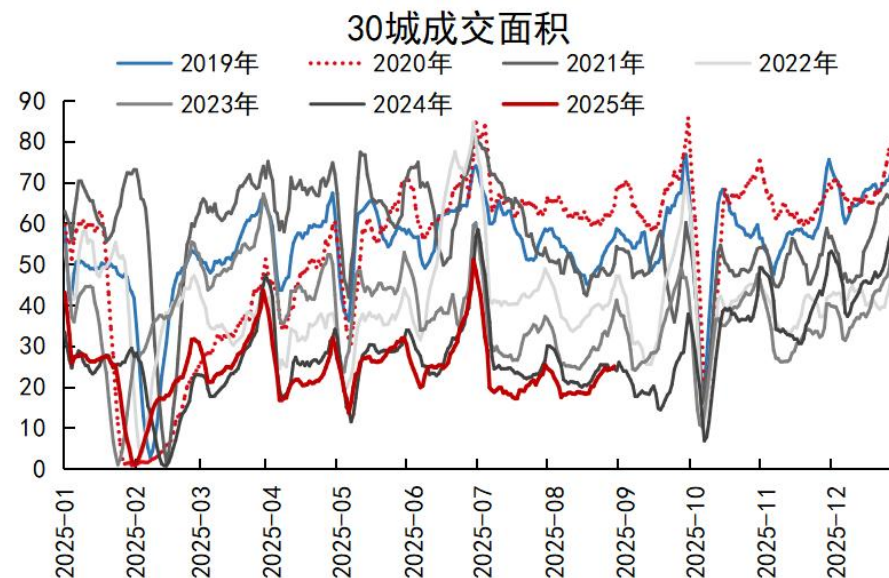
- 目前价格仍在持续下行
- 从统计局数据来看，将70大中城市新房销售价格数据以2010年12月为基期进行指数化，总体房价见顶为2021年三季度，一线城市则相对较晚，高峰在2023年二季度。
- 从成交的高频数据来看，一手房销售面积位于历史低位，二手房（18城）交易相对较好。

图：70大中城市房价走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

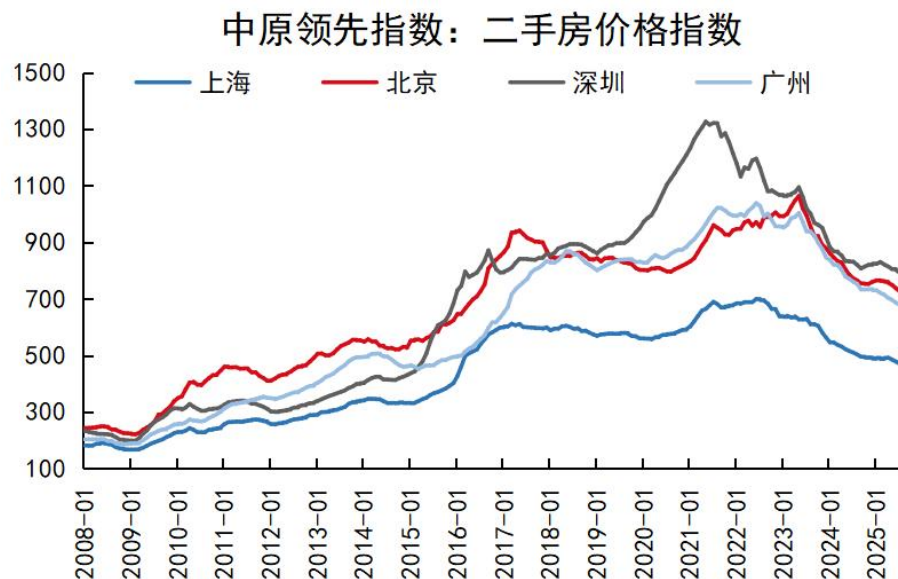
图：30城商品房成交面积



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

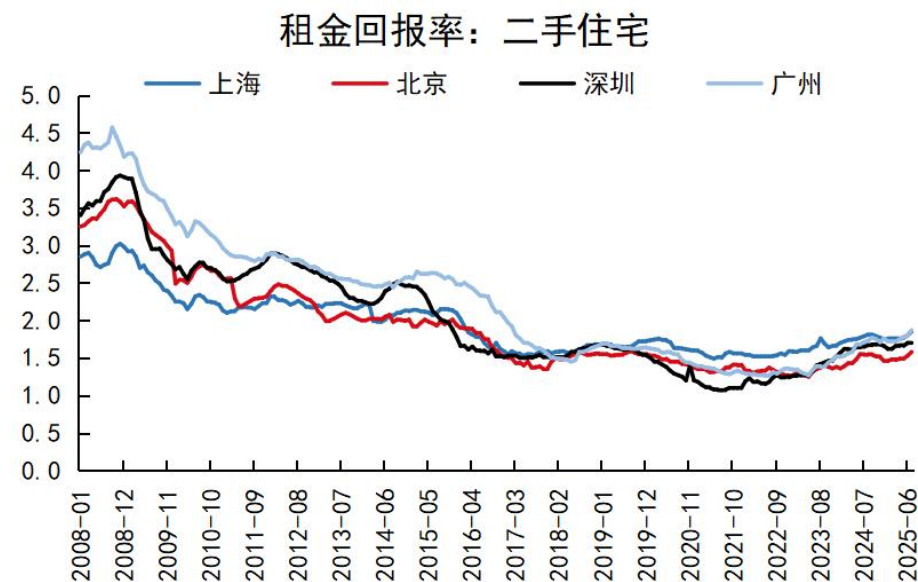
- 目前价格仍在持续下行
- 从统计局数据来看，将70大中城市新房销售价格数据以2010年12月为基期进行指数化，总体房价见顶为2021年三季度，一线城市则相对较晚，高峰在2023年二季度。
- 从成交的高频数据来看，一手房销售面积位于历史低位，二手房（18城）交易相对较好。
- 中原领先指数和冰山指数都显示，随着去年四季度一揽子政策效果消退，本有企稳态势的房价开始继续下行。

图：一线城市中原领先指数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

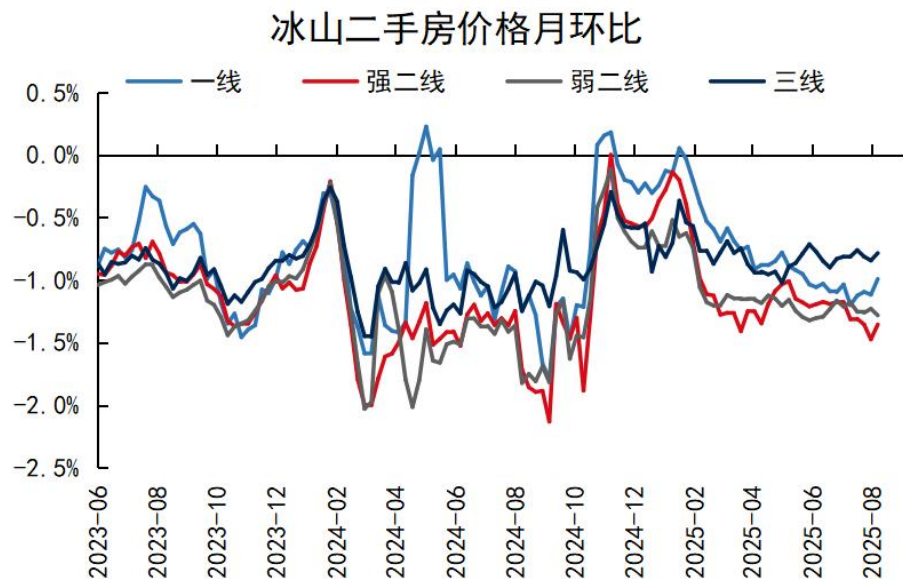
图：一线城市租金回报率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

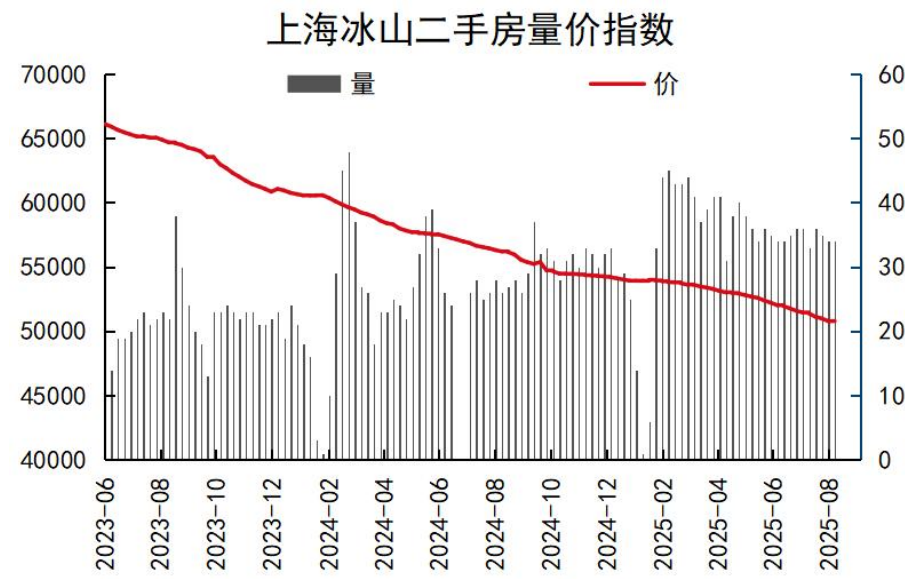
- 目前价格仍在持续下行
- 从统计局数据来看，将70大中城市新房销售价格数据以2010年12月为基期进行指数化，总体房价见顶为2021年三季度，一线城市则相对较晚，高峰在2023年二季度。
- 从成交的高频数据来看，一手房销售面积位于历史低位，二手房（18城）交易相对较好。
- 中原领先指数和冰山指数都显示，随着去年四季度一揽子政策效果消退，本有企稳态势的房价开始继续下行。

图：冰山二手房价格指数月环比



资料来源：冰山指数、国信证券经济研究所整理

图：上海冰山二手房量价指数

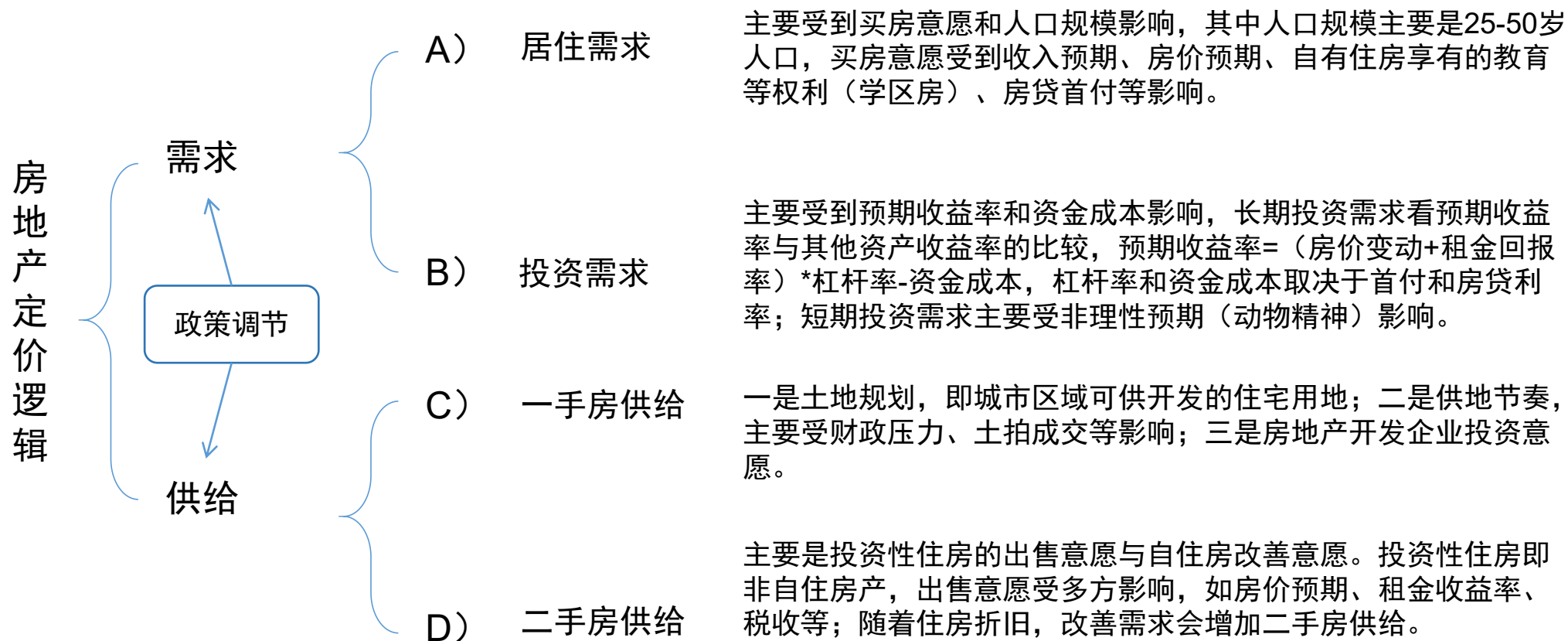


资料来源：冰山指数、国信证券经济研究所整理

- **房地产逐渐完成自己的历史使命。**城镇化率放缓，销售面积迅速下滑，房地产行业比重变低；房地产业和开发投资对GDP的拖累正在收窄。
- **房地产下行对公共和私人部门都有较强的收缩效应。**税收和土地财政都受到较为严重的拖累；房产占居民资产比重约六成，房价下行有显著的负向财富效应；除了财富效应，房地产行业下行还有显著的收入效应；房价预期扭转后，私人部门显示出缩表倾向。
- **经过滤波，目前短周期可能已经走出底部，长周期仍在继续向下。**根据商品房销售数据的周期波动划分周期，目前已经位于本轮周期底部右侧；二季度开始房价仍在持续下行，前期刺激政策效果退坡。

供需平衡：定价框架

- 根据供需两侧梳理房价定价框架
- 主要是对供给端与需求端的研判。
- 政策可以调节供给与需求两端：比如需求端对首付比例和房贷利率的调节，以及限购限价等；供给端如限制房地产企业融资（“三道红线”）、交易税费等（“满五唯一”）。



- 房地产政策基调“止跌回稳”
- 1998年至今我国房地产宏观政策取向经历多次调整，时长上来看负向调控占比更多，但在房市繁荣期效果并不显著，反倒是刺激政策效果更强；相反，在21年至今的房市下行期，两种政策的效果则相互反转。
- 每个阶段实际政策并非和基调一以贯之，比如2018年末和2020年初的阶段性刺激或者纾困政策。

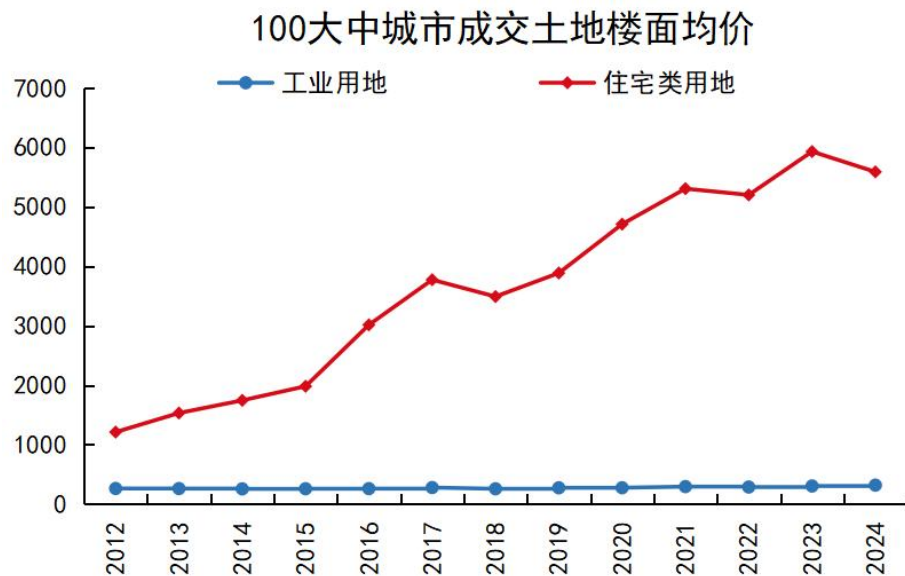
表：我国房地产政策调控基调

时间	方向	具体操作
1998-2002	起步阶段	从住房实物分配到货币化分配
2003-2007	第一次收紧	房市出现过热苗头，开始负向调控，提高二套房首付比例、上调利率
2008-2009	危机后的刺激	政府推出四万亿元以刺激经济，大量资金流入房地产业
2010-2013	负向调控升级	国四条、国十条、全面叫停销售定金等政策密集出台，政府态度由调控升级到“坚决遏制”
2014-2016	去库存	房地产市场步入“区域分化”的发展阶段，一二线高房价和三四线高库存并存
2017-2022	房住不炒	房价上涨和房企债务风险使得房地产行业重新步入负向调控周期，提出“房住不炒”、“因城施策”，给房企融资设置“三道红线”
2023至今	止跌回稳	取消或松绑限购，降首付、降利率等

资料来源：国家政府网、国信证券经济研究所绘制

- 房价偏高的几个因素
- 土地稀缺性与垄断供应。地方政府依赖“土地财政”，通过减少住宅用地供应推高地价，同时低价供应工业用地招商引资，形成“住宅高价”与“工业低价”并存。
- 流动性泛滥。货币供给增速较高，同时15-18年进行“棚改货币化”安置，推动房价进一步向上偏离。
- 投资渠道匮乏。房地产被视为安全资产，吸引大量资金涌入。（跨境资本流动的限制，“丈母娘经济学”）
- 非理性预期。房价上涨引发“追涨”心理，投资者购房目的从自住转向转售牟利。（罗伯特席勒的“非理性繁荣”）

图：住宅用地和工业用地均价分化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：土地财政激励驱动地方政府提升地价



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

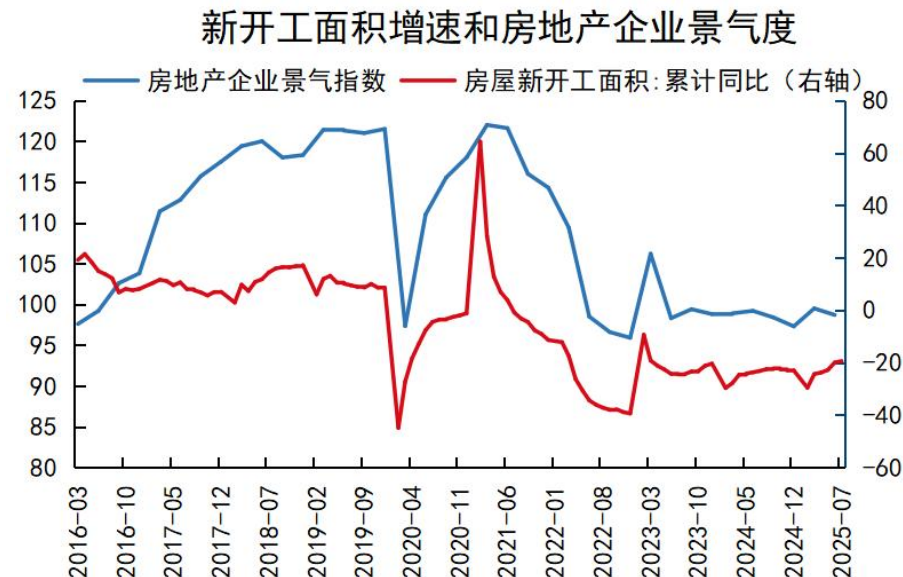
- 供给持续收缩
- 2025年上半年土地市场结构性分化：核心一二线城市需求强劲，土地市场热度不减，而低能级城市受库存压力影响，土地市场延续了“量价双淡”局面。
- 1-7月，百城土地成交总价累计同比12.2%，而政府土地出让金收入累计同比-4.6%。
- 部分新增专项债用于收购存量闲置土地：目前土地储备专项债已发行3031亿。根据企业预警通统计，截至8月24日公示的土地储备项目覆盖4949块宗地，总资金规模达5476亿。

图：百城土地规划建筑面积迅速下行



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

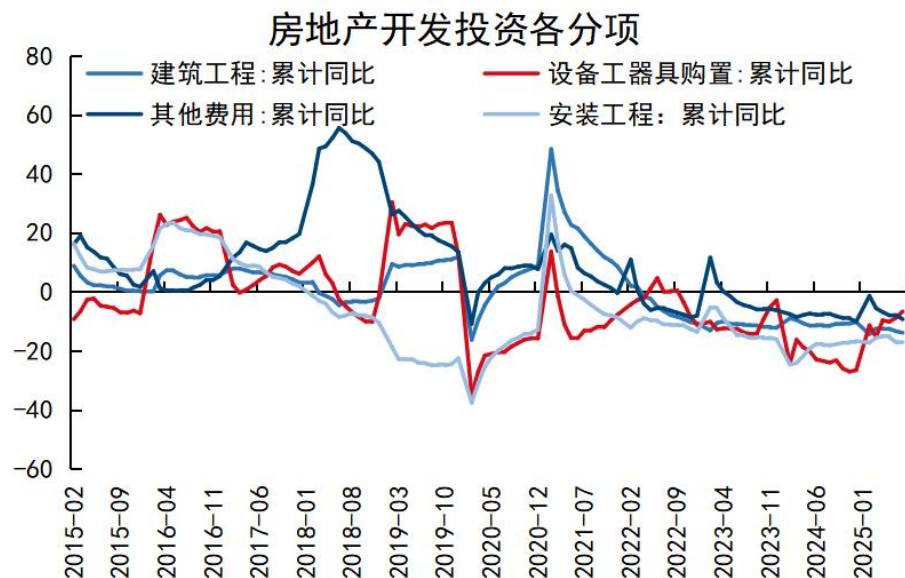
图：房地产新开工与行业PMI



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

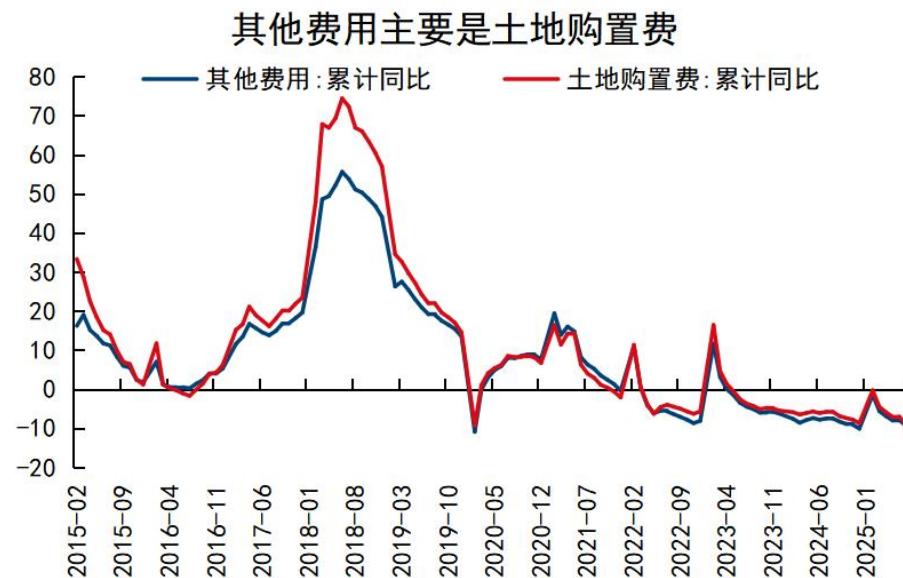
- 供给持续收缩
- 2025年上半年土地市场结构性分化：核心一二线城市需求强劲，土地市场热度不减，而低能级城市受库存压力影响，土地市场延续了“量价双淡”局面。
- 1-7月，百城土地成交总价累计同比12.2%，而政府土地出让金收入累计同比-4.6%。
- 部分新增专项债用于收购存量闲置土地：目前土地储备专项债已发行3031亿。根据企业预警通统计，截至8月24日公示的土地储备项目覆盖4949块宗地，总资金规模达5476亿。

图：房地产开发投资各分项均下行



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

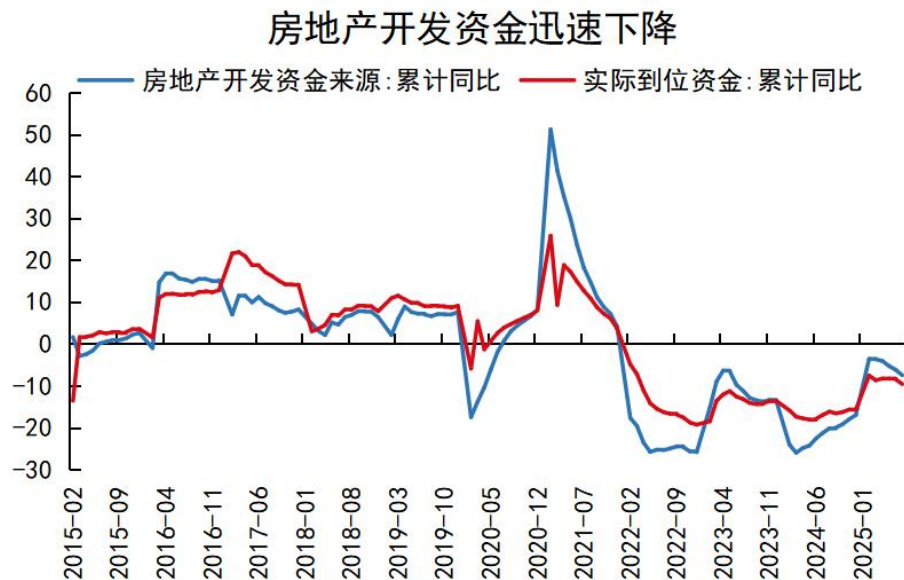
图：拿地意愿较低



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 供给持续收缩
- 2025年上半年土地市场结构性分化：核心一二线城市需求强劲，土地市场热度不减，而低能级城市受库存压力影响，土地市场延续了“量价双淡”局面。
- 1-7月，百城土地成交总价累计同比12.2%，而政府土地出让金收入累计同比-4.6%。
- 部分新增专项债用于收购存量闲置土地：目前土地储备专项债已发行3031亿。根据企业预警通统计，截至8月24日公示的土地储备项目覆盖4949块宗地，总资金规模达5476亿。

图：资金来源和到位资金连跌三年



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

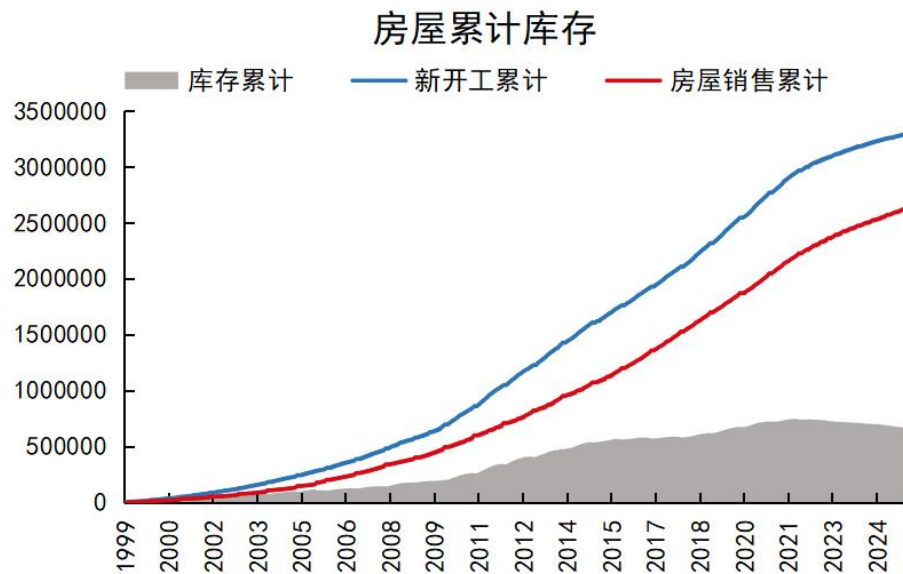
图：主要是其他资金和自筹资金收缩较多



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

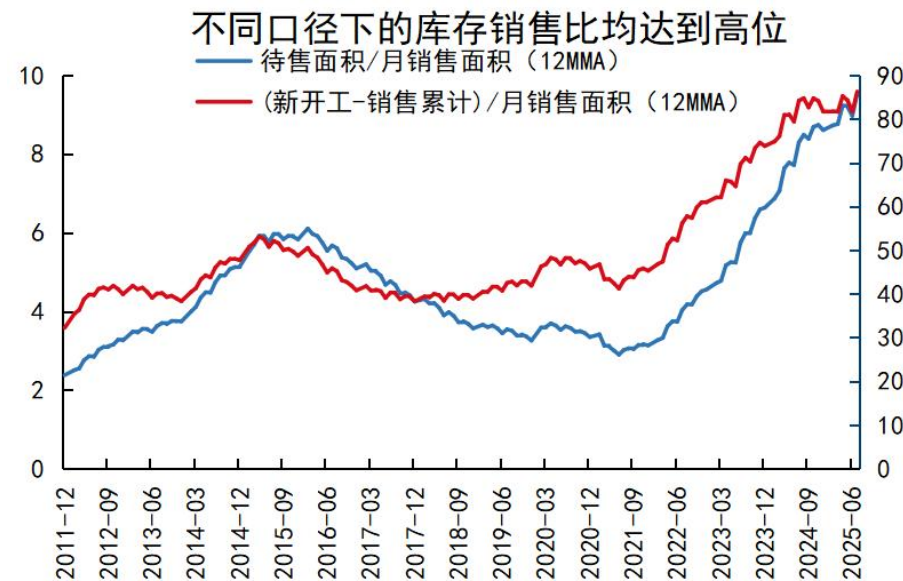
- 存量房去化时间超过2015年
- 广义库存销售比：把有数据以来（1999-02）的商品房新开工和销售面积分别累计，并做差，与年均月销售面积（12MMA）相除。
- 狭义库存销售比：用待售面积除月均销售面积（12MMA）。
- 两者走势基本一致，都处于有史以来最高水平，狭义的库存去化时间大概为9.5个月，较2024年年度数据进一步上升。
- 广义的指标达到86倍，这一数字比上一轮的高点（2015年底）大概高出60%。

图：商品房累计库存



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

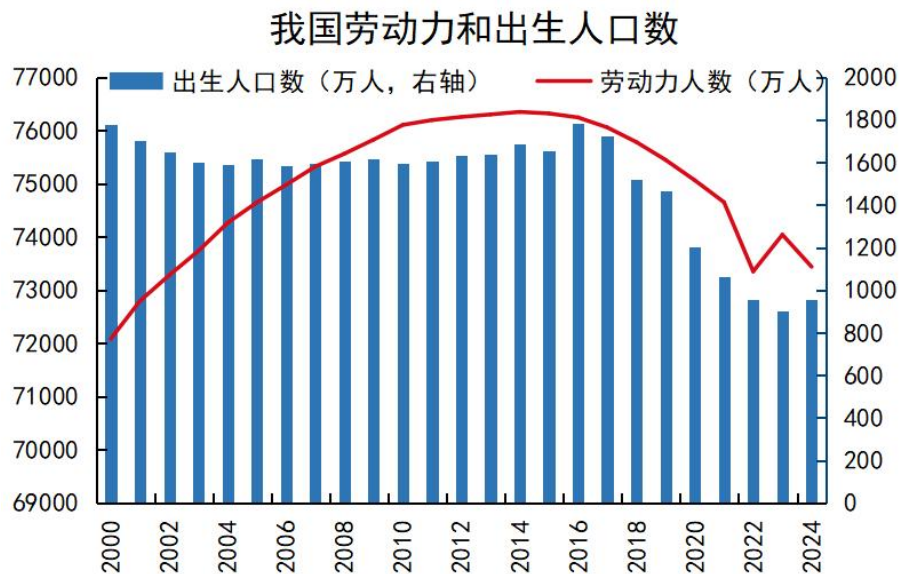
图：库存销售比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

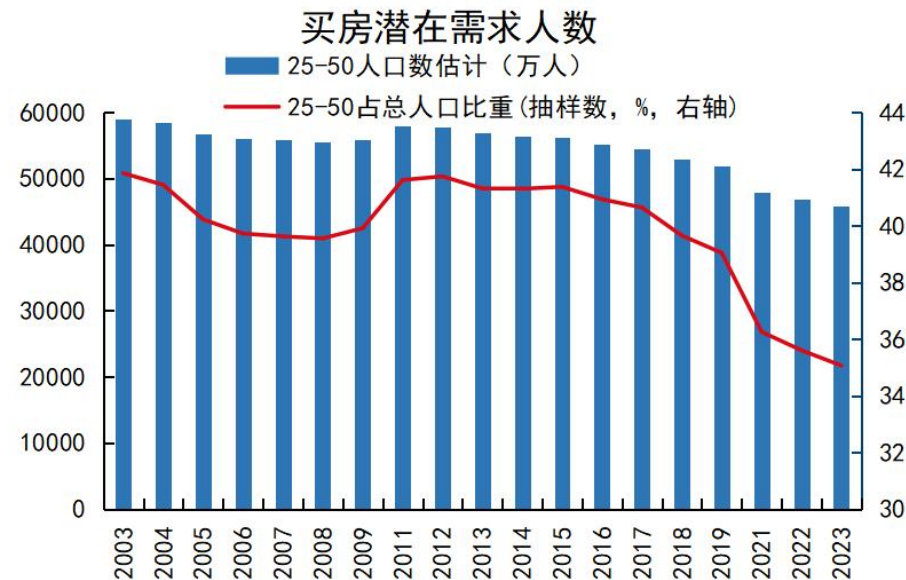
- 人口走势是长期利空因素
- 劳动力人口数2014年达峰（7.6亿），近五年（2019-2024）年均下滑0.5个百分点，到2024年减少了2910万劳动力，来到7.3亿。
- 从人口结构来看，25-50岁的潜在需求人数则下滑更快。从2015年的41%占比下降到2023年的35%，年均减少近1300万人，乘以城镇人口占比约870万。（这部分仅代表全部的潜在需求，并非新增，近几年退出的多为年龄区间顶部人群，本身有房的比例可能就较高）

图：劳动力和出生人数都位于近二十年低位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：25-50岁购房潜在人数减少较快



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

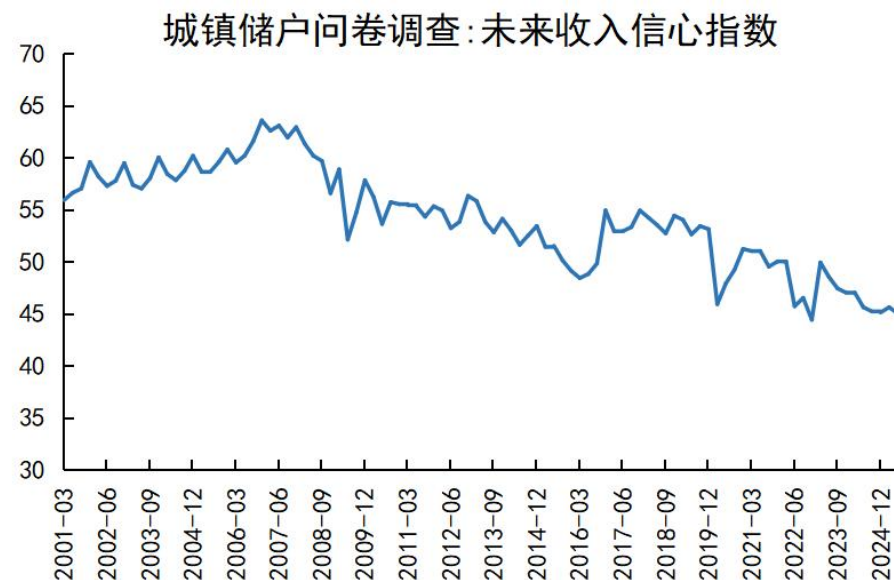
- 收入预期下行导致居民加杠杆意愿较低
- 对收入预期的下行导致贷款负担能力和风险偏好减弱。房贷利率下调能明显缓解月供压力。

图：收入预期指数仍未修复



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

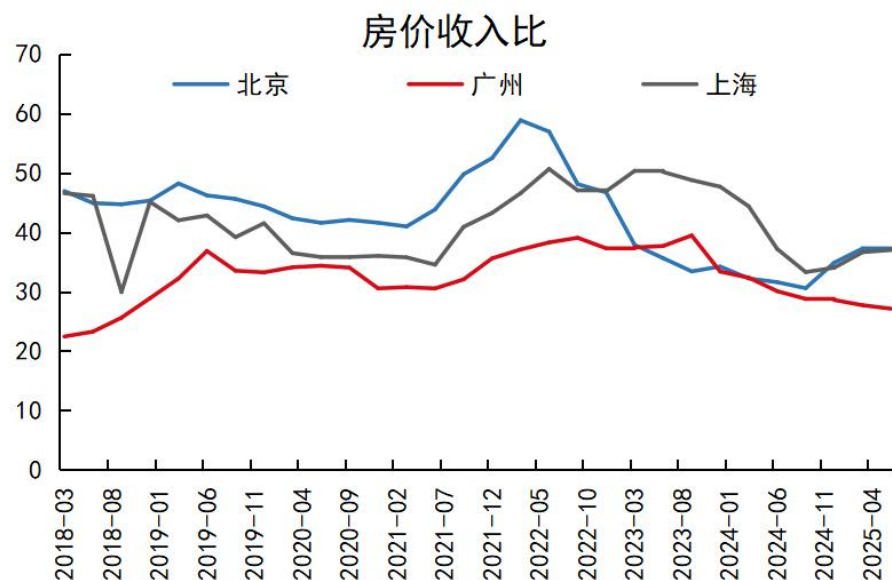
图：央行问卷调查也证实了这一点



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

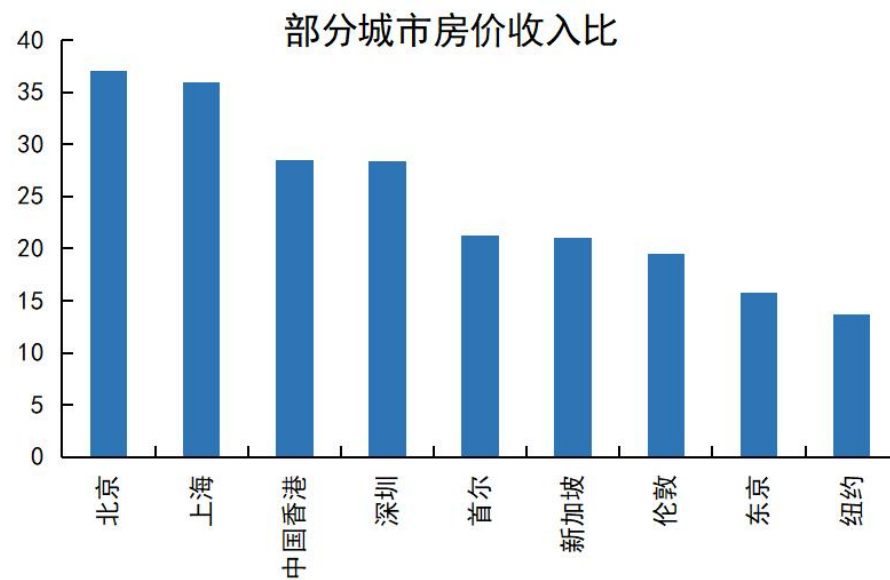
- 收入预期下行导致居民加杠杆意愿较低
- 对收入预期的下行导致贷款负担能力和风险偏好减弱。房贷利率下调能明显缓解月供压力。
- 我国一线城市房价收入比显著偏高。不过潜在买房群体可能是中高收入人群，因此用社会平均收入或者收入差距较大时可能会高估。

图：北上广房价收入比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

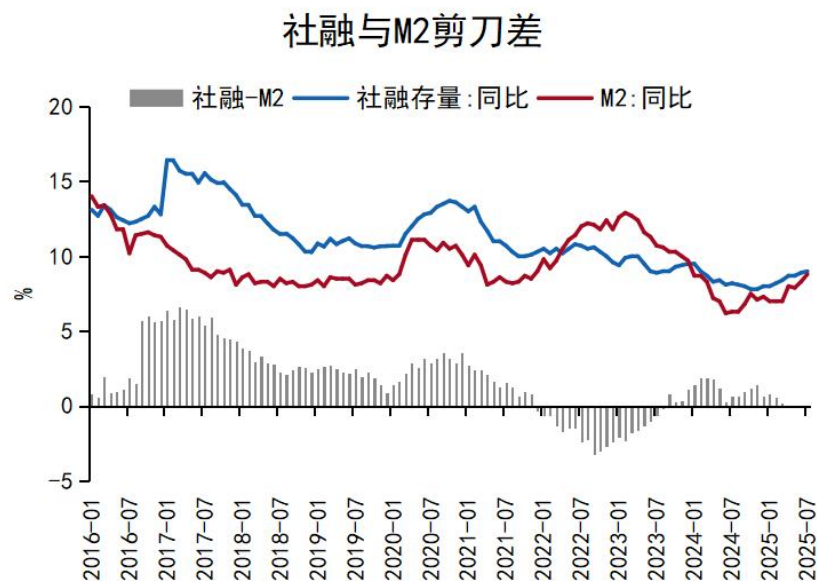
图：房价收入比横向对比



资料来源：Numbeo、国信证券经济研究所整理

- 货币供给仍然较高，但政策刺激难回到从前
- 货币供给常年保持较高增速。
- 棚户区改造套数减少，城市更新将代替棚改，预计棚改效应将逐步减弱。

图：社融与M2增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

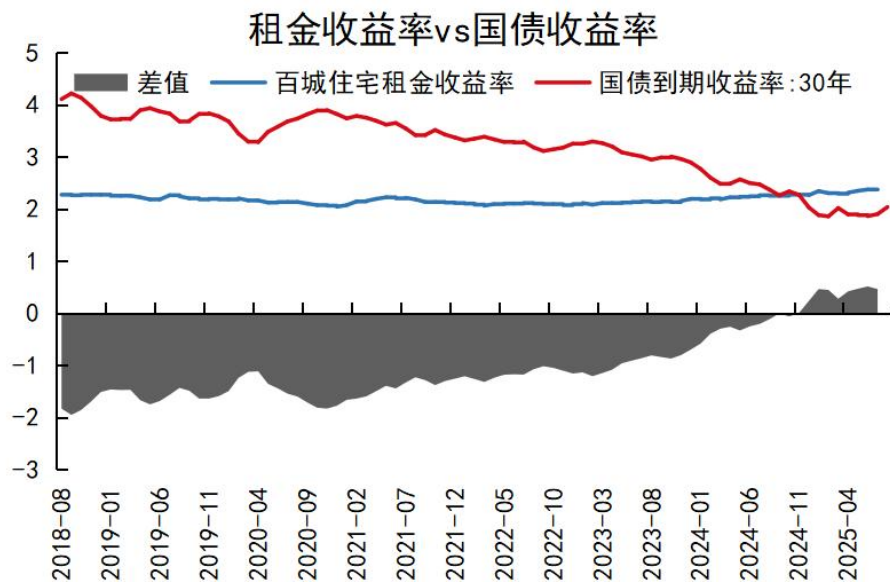
图：棚改套数和PSL余额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

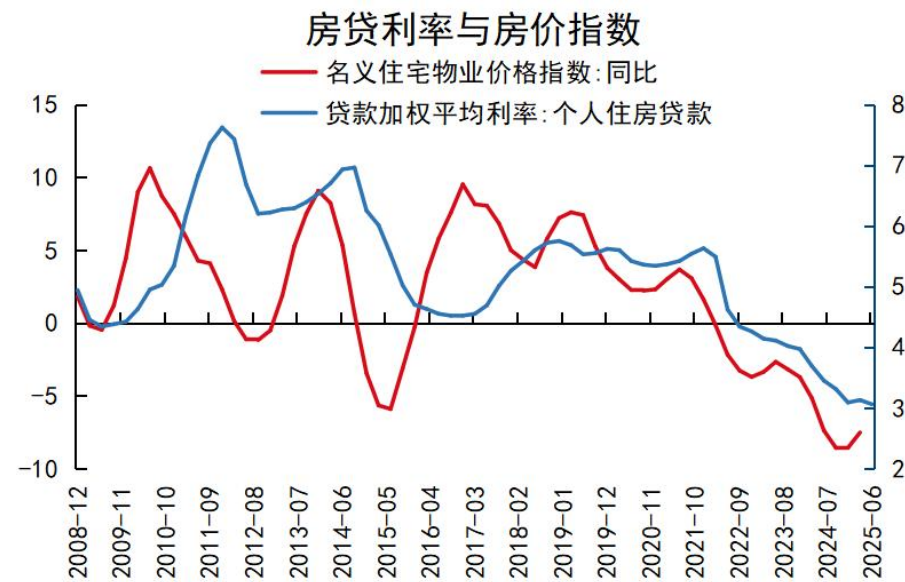
- 租金收益率vs国债利率
- 租金收益率缓慢回升，30年国债收益率快速下行。
- 期望收益率=预期房价增长率+预期租金收益率=无风险收益率+风险溢价。风险溢价总为正，而预期房价增长率显著为负，因此租金收益率必须比无风险收益率显著高才有投资价值。
- 对于利用贷款买房投资来说，期望收益率=（预期房价增长率+预期租金收益率）*杠杆率-资金成本。

图：房产与国债收益率对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

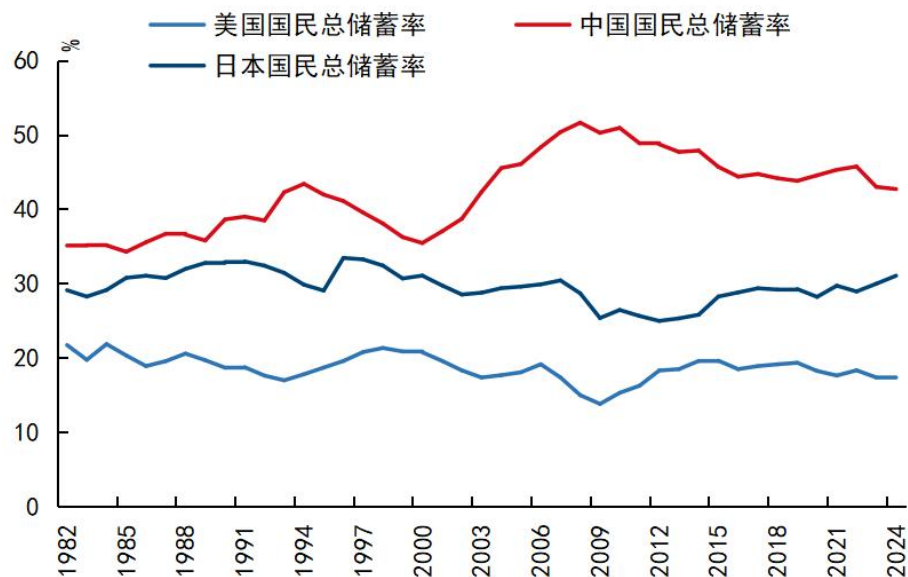
图：贷款成本与房价



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

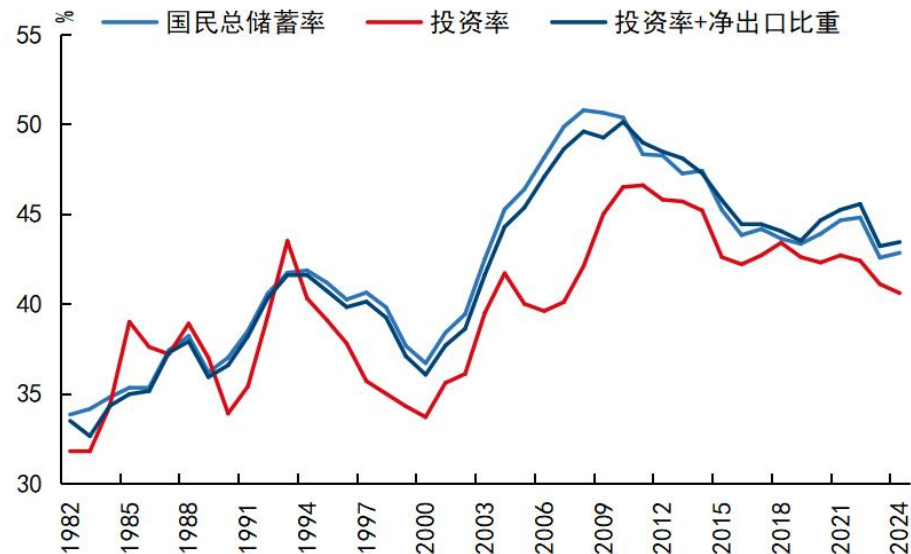
- 储蓄率和安全资产
- 我国居民储蓄率持续较高，近几年有下降趋势。1982到2024年，我国的国民储蓄率均值为42.2%，比发达国家的平均水平高出约20个百分点，同时也超过了许多储蓄率较高的新兴经济体，因此被国外学者称为“中国高储蓄率之谜”。
- 房地产提供了较为理想的安全资产。

图：国民总储蓄率横向对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：我国储蓄率与投资率对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 非理性繁荣（罗伯特席勒）：指资产价格脱离基本面（如收入、租金、企业盈利）的泡沫化现象，源于投资者过度乐观、羊群效应及投机心理。
- 典型案例包括美国互联网泡沫（2000年）和次贷危机（2008年）。
- 动物精神（凯恩斯）：经济决策受本能、情绪与心理支配，超越理性。
- 如群体行为放大市场波动（如恐慌抛售或跟风追涨），“房价永远涨”的叙事强化投机，对政策托底的预期等。
- 价格与价值脱节，如房价收入比远超历史均值。

- 根据总结的框架，不管是人口结构、城镇化进程还是居民的收入预期等，都对房价有利空；但高储蓄、安全资产的缺乏和流动性的充裕使得未来房价仍有回升基础。
- 判断房价合理性，运用较多的是房价收入比和租售比。
 - 综合来看我国一线城市的房价收入比偏高，而租售比偏低。
 - 前者的问题在于潜在买房群体可能是中高收入人群，因此用社会平均收入可能会高估；后者的问题在于只能衡量出租房产的价值，租房和自住有一定区别，如学区等，会显著拉低租售比。

筑底与均衡：后续展望

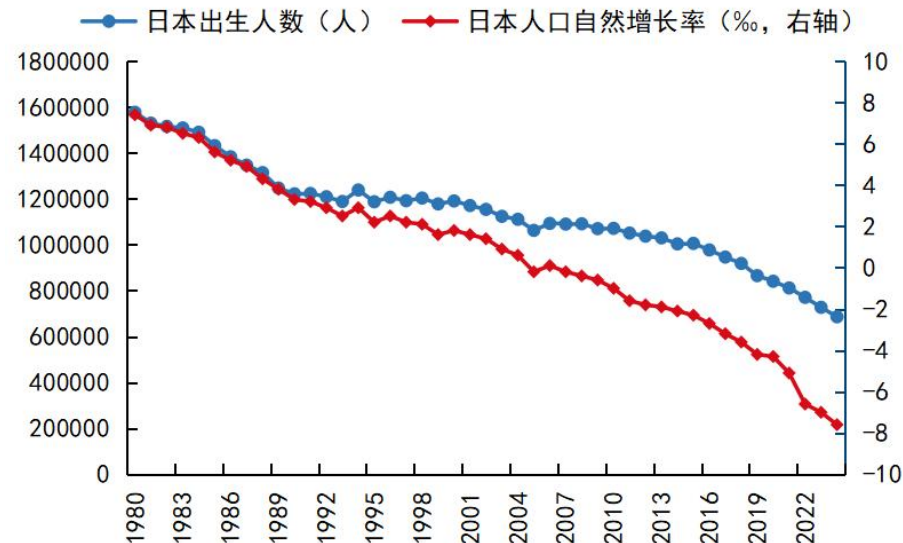
- 日本
- 日本经济自上世纪九十年代资产泡沫破裂后，陷入长期停滞阶段。日经225指数从1985年的约13000点一路飙升至1989年底的38915点高位。同时，东京等大都市的地价也大幅上涨，甚至出现“东京23区地价足以买下整个美国”的说法，市场情绪趋于狂热。
- 为抑制泡沫，日本央行于1989年起急剧转变货币政策，多次上调利率，迅速收紧流动性。此后土地市场崩盘，许多主要城市房价暴跌超五成。
- 从1991年房价开始下跌，到2009年触底，房价下行持续了近二十年，2013年开始逐渐回升。

图：日本资产泡沫破裂



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：日本老龄化更为严重



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

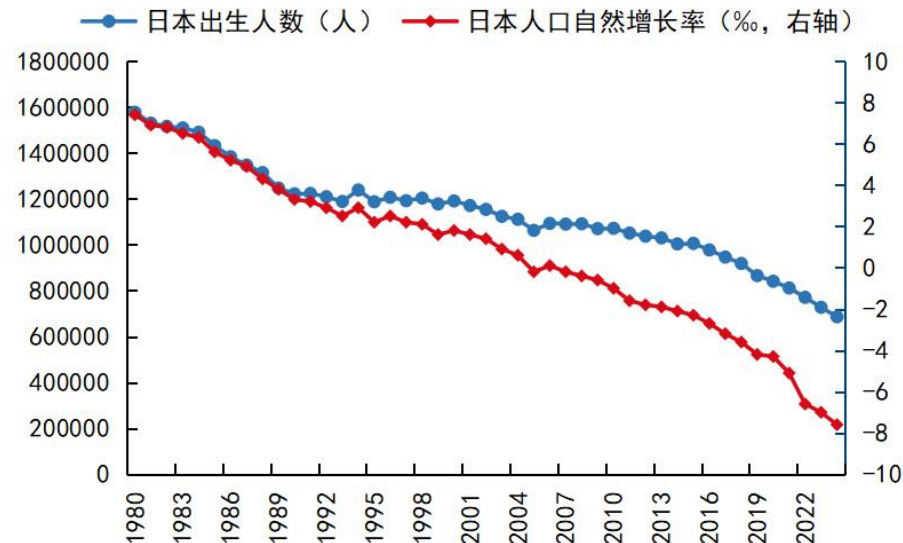
- 下跌时长理应短于日本
- 相较于日本，我国人口结构更优，政策干预更快、能力更强，发生系统性金融风险概率更低。

图：日本资产泡沫破裂



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

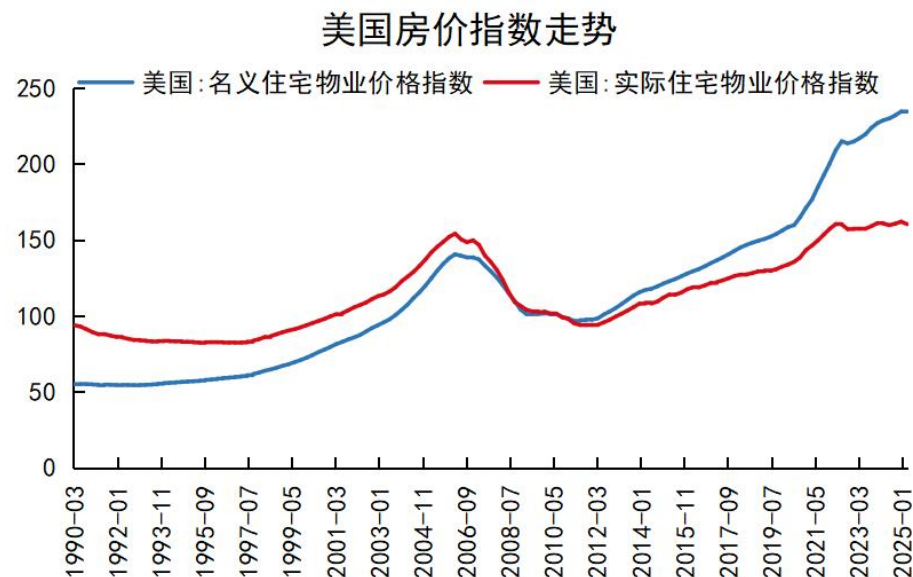
图：日本老龄化更为严重



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

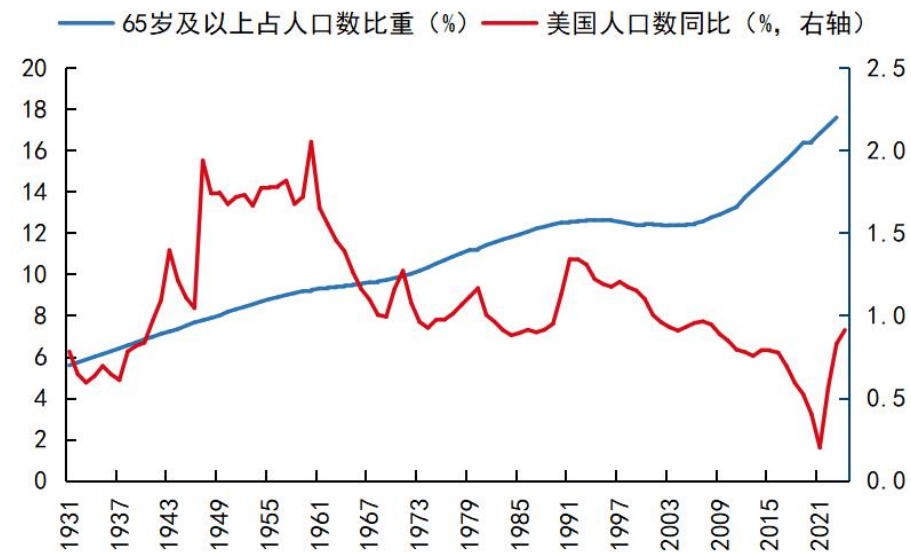
- 美国
- 过剩流动性和低利率刺激下，催生2001-2006年间美国房地产大泡沫。
- 美联储从2004年6月起两年内连续17次调高联邦基金利率，将其从1%上调至2006年的5.25%。由于次贷大多为浮动利率贷款，重新设定的贷款利率随基准利率上升而上升，大多数次贷借款人的还款压力大幅增加。
- 2008年美国次贷危机爆发，并迅速蔓延成国际金融危机。
- 美国房价指数从2006年开始下跌，到2012年触底，持续六年。

图：美国房地产泡沫破裂



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

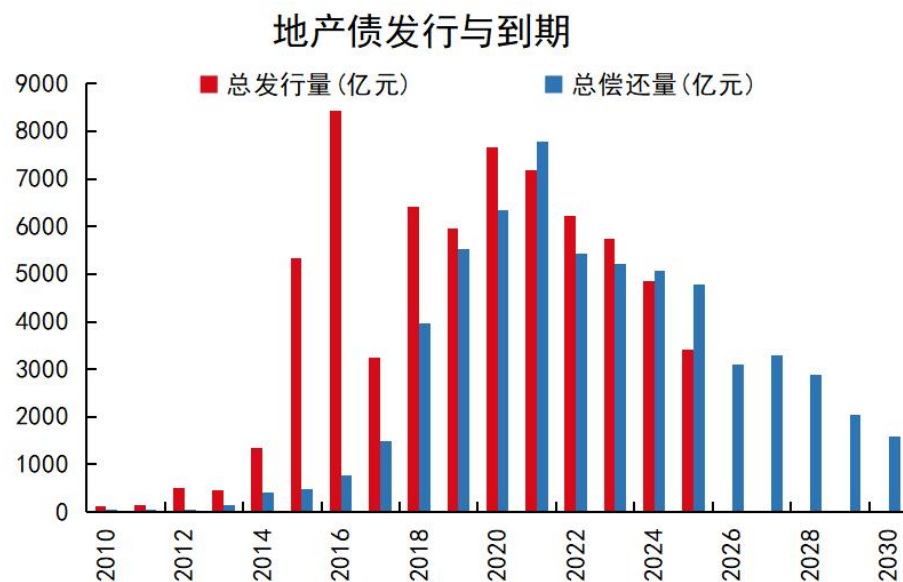
图：美国老龄化程度



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

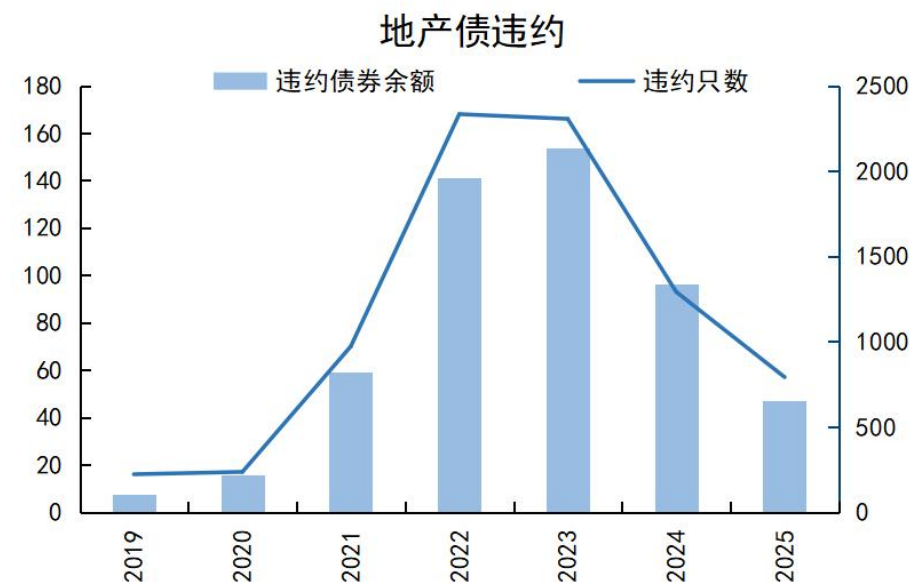
- 保交楼和专项债收储。通过债务资金支持回收闲置土地和住房。
- 助力房企纾困，地产债违约只数和规模都在下降。

图：地产债历年发行与到期量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：地产债违约只数下行（2025年为1-9月数据）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 关于住宅需求的中枢一般根据新增城镇人口的刚需、改善需求和更新需求测算
- 刚需=新增城镇人口*人均住房面积。
 - 如果按照城镇化率的走势，预计2030到70%，年均增长0.5个百分点，约700万人。乘以40左右的人均住房面积，每年需求在2.8-3亿平。
- 改善需求=城镇人口规模*新增住房面积。
 - 假定后续每年人均住房面积增加0.3平米，到2030年城镇人口从9.4亿增长到9.8亿，中枢9.6亿，每年改善需求2.9亿平米左右。
- 更新需求
 - 根据住房存量按比例折旧更新，假设城镇住房存量400亿，每年折旧率0.5%，更新需求2亿平左右。
- 三者合计在7.5-8亿平。

- 参考海外房地产周期，下行时长多在4-6年，但发生明显人口拐点的情况可能更久。
- 目前政策通过“保交楼”、收储、房企债务重组等正在稳步化解相关风险。
- 关于住宅需求的中枢一般根据新增城镇人口的刚需、改善需求和更新需求测算。三者合计在7.5-8亿平。

- 海外经济下行超预期，政策推出滞后，海外市场波动。

免责声明

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032