

房地产2025年度投资策略报告——

存量主导，分化加剧

证券分析师：徐超
分析师登记编号：S1190521050001

证券分析师：万琦
分析师登记编号：S1190524070001

证券分析师：戴梓涵
分析师登记编号：S1190524110003

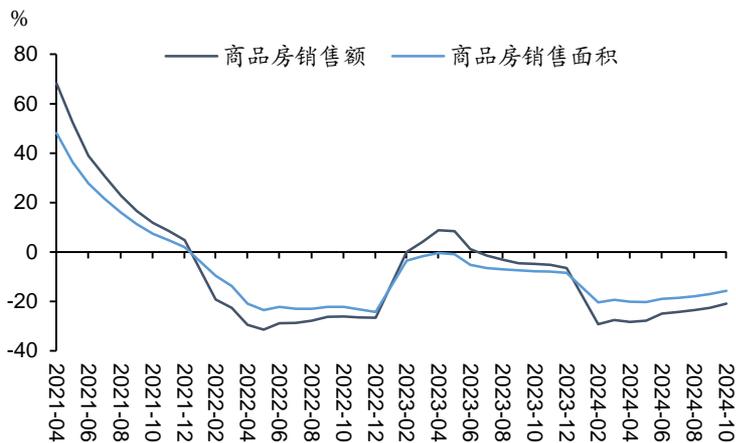
目录

- 1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行
- 2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间
- 3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

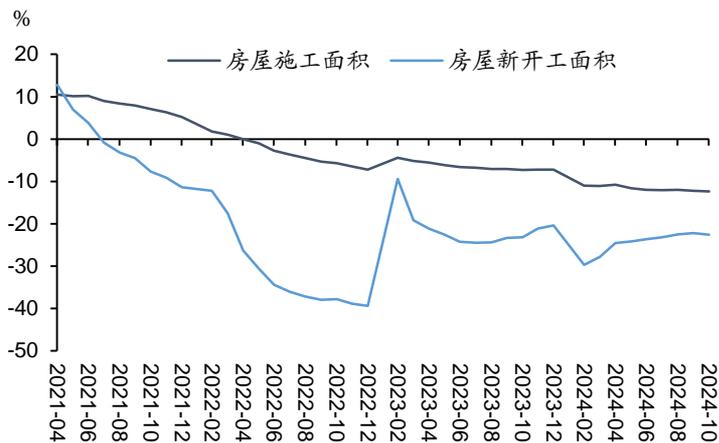
1.1 多维度指标均保持低位运行

图表：商品房销售面积及销售额累计同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表：房屋施工及新开工面积累计同比



资料来源：Wind，太平洋证券

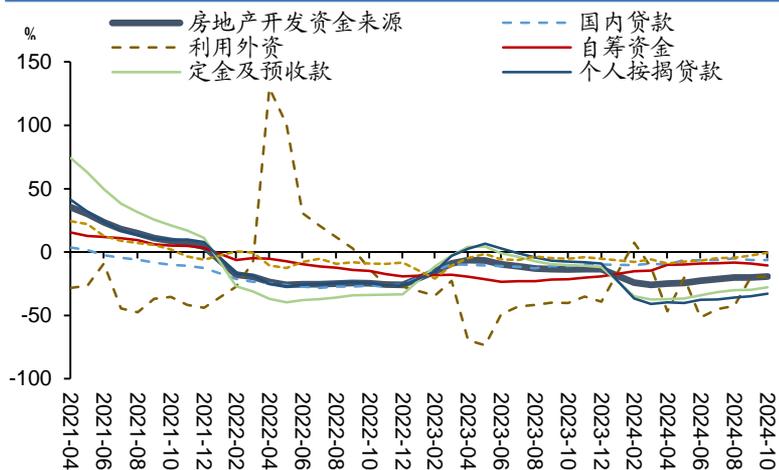
今年以来销售、新开工、资金来源及投资等多维度指标均保持低位运行。

- **销售方面**，2024年以来国内商品房销售面积累计同比徘徊在-20%左右，房价下跌背景下销售额同比降幅更大，上半年一度接近-30%，下半年整体虽有收窄，但依旧运行在-20%以下。
- **开工方面**，无论是新开工还是施工面积同比均未出现拐点，尤其是新开工面积，前端销售不佳制约房企新开工的意愿及能力，房屋建设主要集中在存量项目的竣工层面。

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

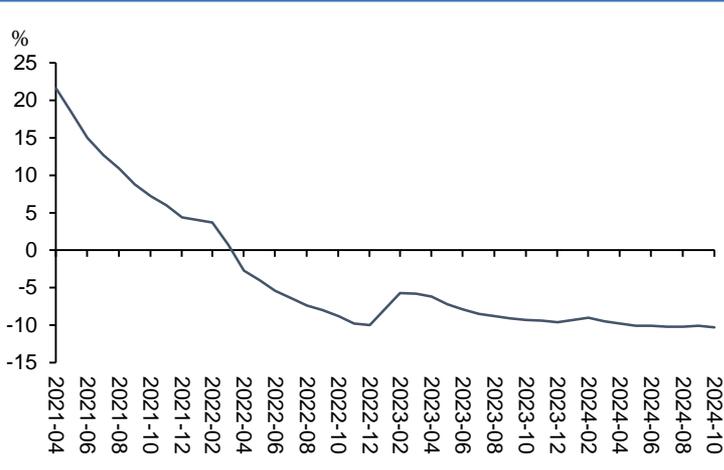
1.1 多维度指标均保持低位运行

图表：房地产开发资金来源累计同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表：房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：Wind，太平洋证券

- **资金方面**，今年以来房地产开发资金较去年累计跌幅约20个百分点，前端销售数据不佳，与之相关的资金来源（定金及预收款、个人按揭贷款）拖累也更为明显。
- **投资方面**，2024年房地产投资持续拖累固定资产投资继而导致经济承压，地产刺激政策也多作用于销售端，对于投资端的传导效应并不明显。

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

1.2 新政带来阶段性回暖

9月下旬陆续推出的地产新政带来一定好转迹象，但市场尚未摆脱颓势。

➤ 继“517新政”后，9月末有关部门又接连推出一系列政策提振市场信心。

- 5月17日监管部门接连落地多项举措，包括降低首付比例下限、取消首套和二套房贷利率下限、降低公积金贷款利率、设立3000亿元保障性住房再贷款支持各地收购房企已建成未出售的商品房等。
- 9月底再度推出系列新政：9.24“央行新政”、9.26政治局会议“止跌回稳”的导向、9.30一线城市限制性政策优化调整等。

9月24日，央行、国家金融监管总局、证监会联合召开发布会，会中央行宣布降准、降息、调降存量房贷利率、降低二套首付比例，将保障性住房再贷款中央行出资比例由60%提高至100%，将经营性物业贷款和“金融16条”延期到2026年底，研究出台盘活存量土地的增量政策等举措；9月27日，央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放中长期资金约1万亿元。公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.70%调整为1.50%，下调20BP；

9月26日，政治局会议对于房地产的表述更为积极。会议指出，要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式；

9月29日，央行落地下调存量房贷利率、二套首付比例等举措。各商业银行将存量房贷利率调整为LPR-30bp，且不低于所在城市目前执行的新发放商业性个人住房贷款利率加点下限（如有）。商业性个人住房贷款不再区分首套、二套住房，最低首付款比例统一为不低于15%。对于金融机构发放的符合要求的贷款，中国人民银行向金融机构发放再贷款的比例从贷款本金的60%提升到100%；

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

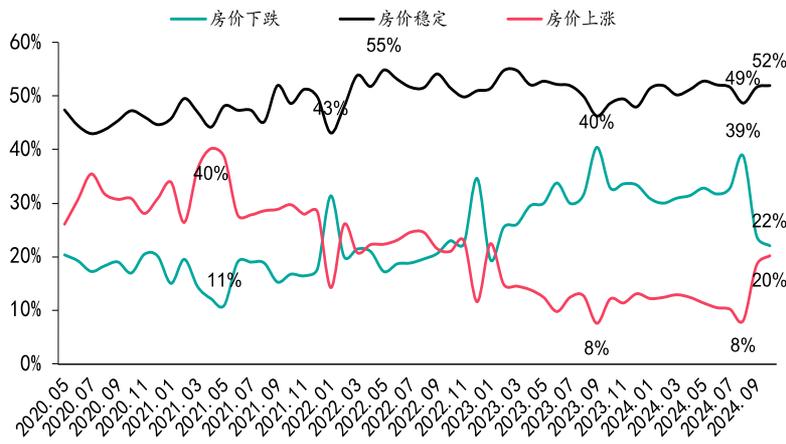
1.2 新政带来阶段性回暖

图表：居民购房意愿



资料来源：中指研究院，太平洋证券

图表：居民房价预期指数



资料来源：中指研究院，太平洋证券

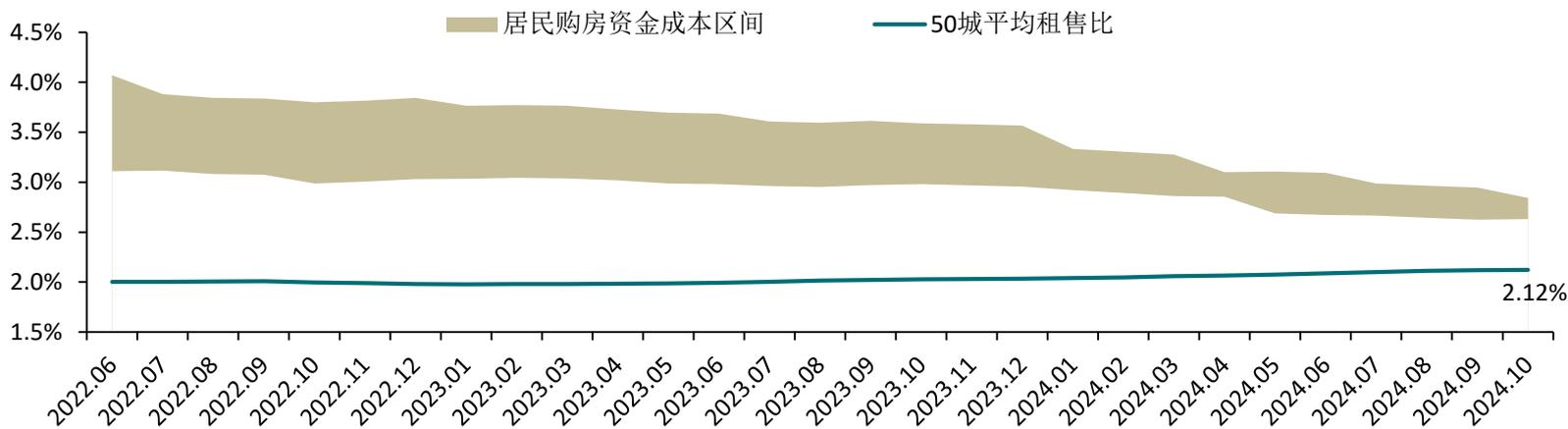
➤ 地产新政落地，楼市出现一定程度的回稳。

- 一则，居民预期部分修复。根据中指居民置业意愿的调查数据，9月居民购房意愿以及房价预期相比上月均出现积极的边际变化。2024年10月，预期“房价上涨”的受访者占比为20%，较8月提升12个百分点；预期“房价下跌”的受访者占比为22%，较8月下降17个百分点，居民房价预期有所改善。10月主流房企开始实施保价策略，预计对新房价格预期的稳定也将起到积极作用。

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

1.2 新政带来阶段性回暖

图表：居民购房成本与租售比



资料来源：中指研究院，太平洋证券

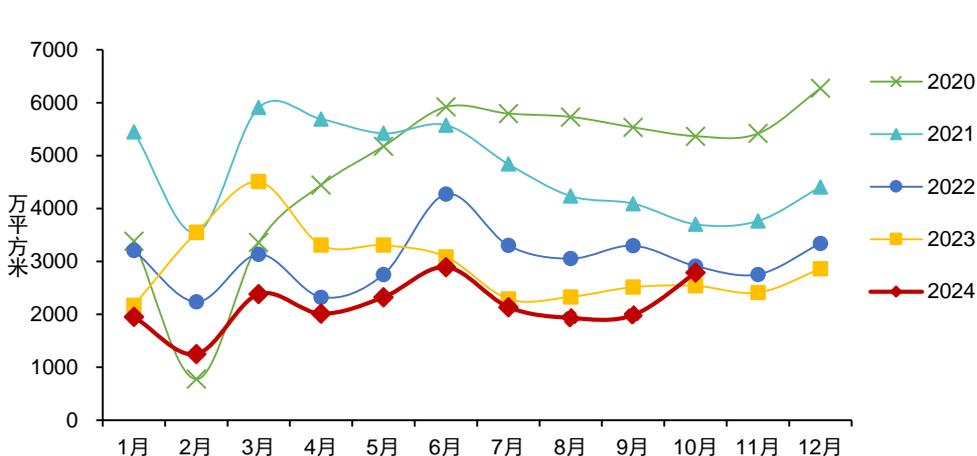
注：购房资金成本下限=30%×自有资金机会成本+70%×公积金贷款利率；购房资金成本上限=30%×自有资金机会成本+70%×商业贷款利率；自有资金机会成本按10年期国债收益率计算

- **购房成本和租售比差距缩小有助于促进房价企稳。**目前居民购房的综合资金成本大约在2.6%-2.8%之间，近期降息将推动资金成本下降（2024年10月新发放个人住房贷款利率约为3.15%）。

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

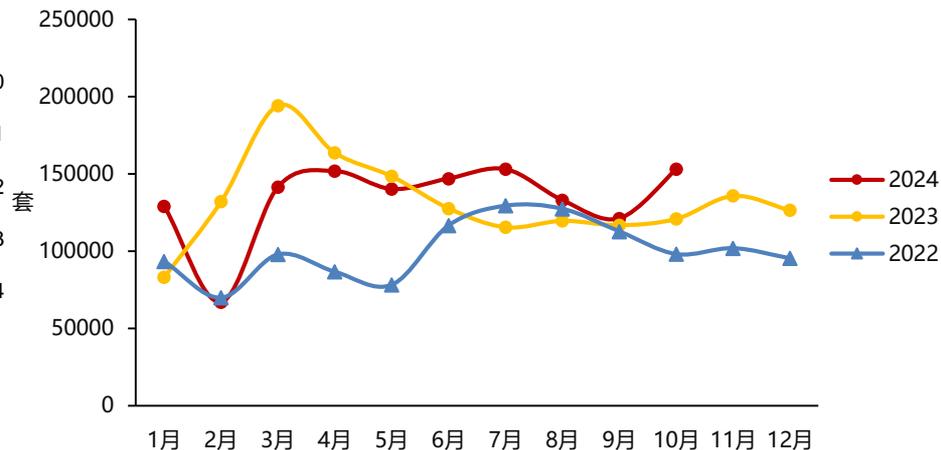
1.2 新政带来阶段性回暖

图表：2019-2024年10月100个代表城市新建商品住宅月度成交面积走势



资料来源：中指研究院，太平洋证券

图表：2022年以来重点30城二手住宅月度成交套数走势



资料来源：中指研究院，太平洋证券

- 二则，“银十”开局表现“超预期”。前10月100城新房销售同比下降26.8%，30城二手房成交同比微增1%；9.26新政效果明显，10月新房、二手房成交环比均增长，新房同比结束16连跌，销售量出现“阶段性回稳”。
- 不过整体来看，目前楼市改善的程度有限，新政还不足以拉动市场彻底摆脱低位。

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

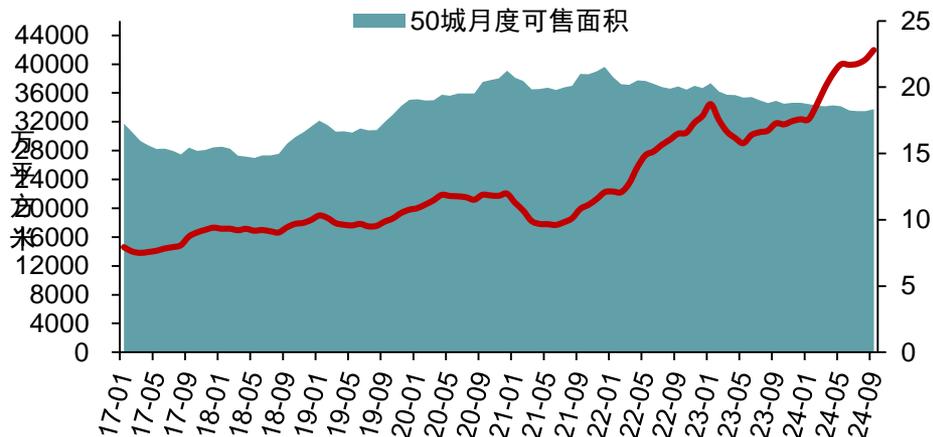
1.3 弱势运行原因分析

- ▶ **供需失衡下的高库存压力。**我国房地产市场供求关系已发生重大变化，可售面积处于高位而需求快速下行，存量商品住宅去化承压。
- **中央会议已定调国内房地产市场的新形势。**2023年7月中央政治局会议指出，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策。这一表述意味着管理政策根本性的转变。

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

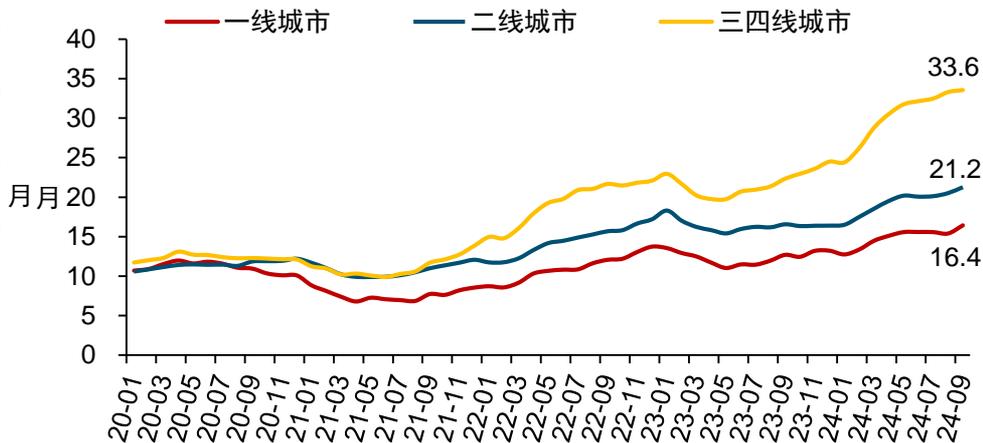
1.3 弱勢运行原因分析

图表：50个代表城市商品住宅短期库存出清周期走势



资料来源：中指研究院，太平洋证券

图表：各梯队代表城市商品住宅短期库存出清周期走势



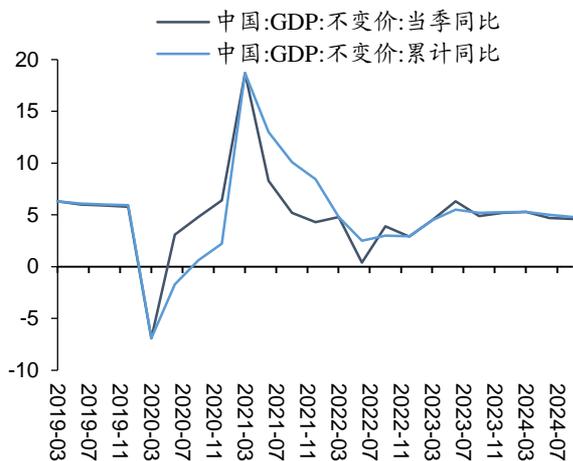
资料来源：中指研究院，太平洋证券

- 供大于求形成明显出清压力。**前期市场过热阶段商品住宅开工建设活跃，积累了大量现房库存，伴随着2021年下半年以来需求的快速下行，库存去化周期也不断攀升。截至9月底，50个代表城市商品住宅可售面积3.37亿平方米，较2023年末下降约2.6%，接近12个月月均销售面积计算，短期库存出清周期为22.8个月，较2023年末延长5.2个月，已达到上一轮“去库存”以来的出清周期高点。分线城市方面，接近12个月月均销售面积计算，一线城市出清周期16.4个月，二线代表城市出清周期21.2个月，三四线代表城市出清周期33.6个月，短期库存去化压力大。

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

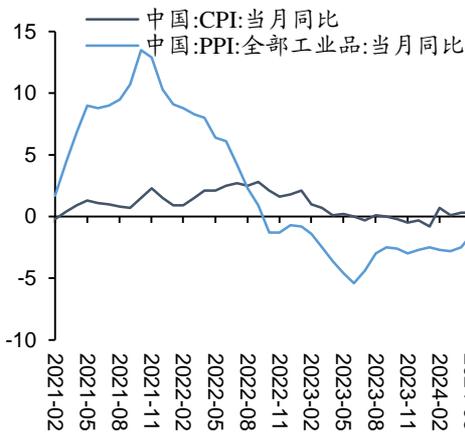
1.3 弱势运行原因分析

图表：GDP同比



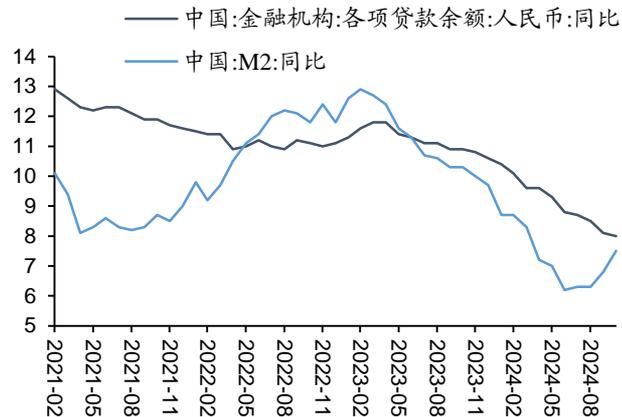
资料来源：Wind，太平洋证券

图表：CPI及PPI同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表：人民币贷款余额及M2同比



资料来源：Wind，太平洋证券

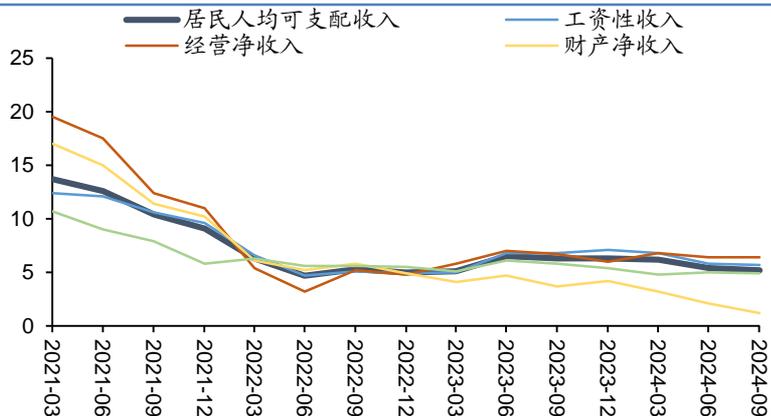
►收入及就业承压，购房需求释放受制。

- **宏观经济内外遇多重考验。**2024年以来国内经济整体延续恢复态势，但也面临一定挑战。外部而言，存在全球经济增速放缓、地缘政治冲突等风险；内部来说，经济结构调整持续深化，有效需求不足成为制约经济发展的主要矛盾。GDP、价格及信贷等数据指标也出现向下的波动。

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

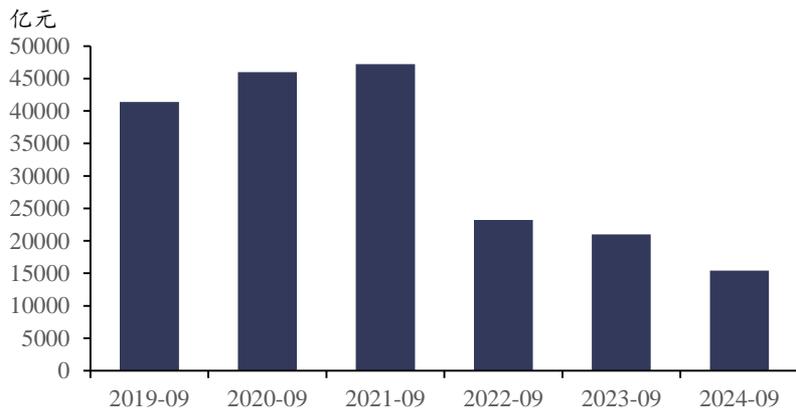
1.3 弱勢运行原因分析

图表：居民人均可支配收入及分项累计同比



资料来源: Wind, 太平洋证券

图表：居民中长贷累计值



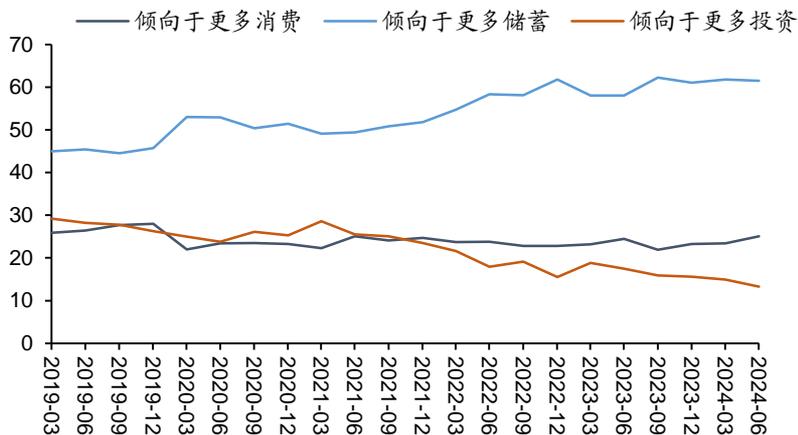
资料来源: Wind, 太平洋证券

- 微观体感待回暖，购房需求受压制。**宏观经济数据反映出经济稳定运行中有挑战，微观对上述压力也有所感知，表现在居民部门一个明显特征便是“缩表”，而这也导致购房需求的释放受到能力及意愿两方面的制约。一则经济承压切实影响居民可支配收入，住房购买力下降。今年以来居民人均可支配收入累计同比整体仍处于下行走势，去年全年累计同比增长6.3%，今年前三季度进一步下滑至5.2%；二则经济景气度偏低削弱居民对于未来收入及就业的预期，其风险偏好降低，去杠杆意愿抬升。中国消费者信心指数显示，今年以来就业预期及收入预期均有走弱。在这一背景下，居民部门显示出较强的缩表意愿。今年以来居民部门杠杆率持续震荡，前三季度中长期贷款表现明显弱于季节性。

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

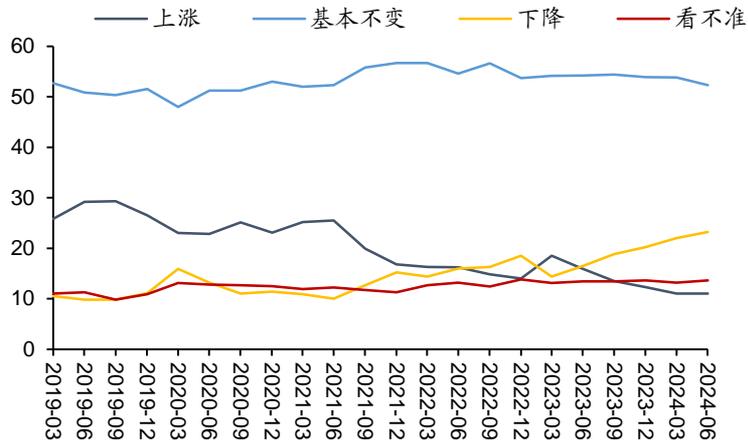
1.3 弱勢运行原因分析

图表：中国城镇储户问卷调查：消费、储蓄及投资倾向占比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表：中国城镇储户问卷调查：未来房价预期占比



资料来源：Wind，太平洋证券

- 另外房价止跌之前，居民往往观望情绪较重，加杠杆购房更为谨慎。根据央行中国城镇储户问卷调查，截至今年6月，预期未来房价上涨的储户占比仅为11%，处于历史偏低位；同时倾向于更多储蓄的占比则高达61.5%，为数据有统计以来的较高水平。

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

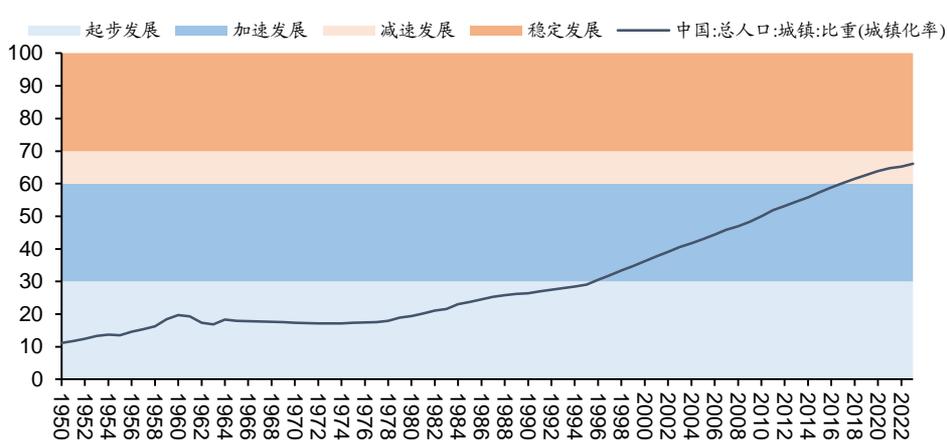
1.3 弱势运行原因分析

- ▶ **中长期因素对需求的驱动有限。**除了今年宏观及微观层面短周期的因素外，房地产关联的长周期变量也持续影响其走势。随着人口、城镇化、人均住房面积等需求端因素支撑减弱，房地产市场迎来长周期拐点，需求收缩、中枢下移的大趋势难以避免。今年以来地产处在增量时代结束的长周期中，叠加前文短周期波动的影响，市场整体呈下行走势，表现较低迷。

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

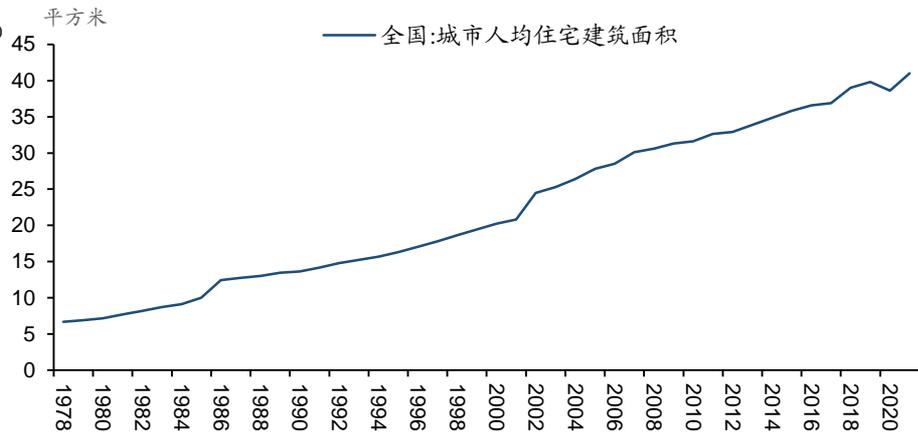
1.3 弱势运行原因分析

图表：城镇化率



资料来源: Wind, 太平洋证券

图表：中国城市人均住宅建筑面积



资料来源: Wind, 太平洋证券

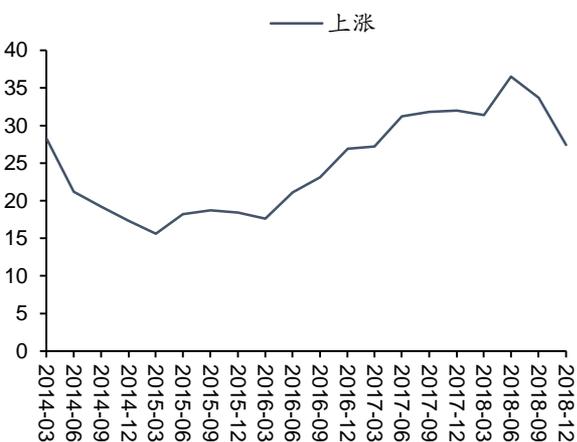
具体而言，长周期因素贡献减弱主要体现在以下三点：

- 一则，城镇化及人均住房面积增速放缓，城镇住房饱和度上升。2017年起我国城镇化率已达到60%以上，步入中期向后期的过渡阶段。人均住房面积经历过前期的快速增长也已跻身于国际中等水平。城镇住房饱和度抬升，一方面意味着流入人口住房需求的增长趋于平稳，另一方面也带动新建住宅规模向下调整。房地产市场上行动力有所走弱。

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

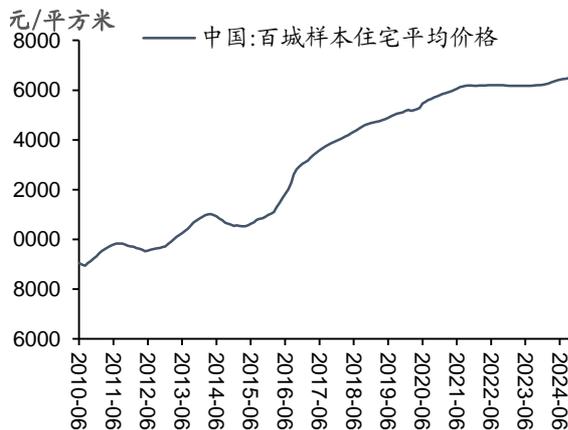
1.3 弱勢运行原因分析

图表：中国城镇储户问卷调查：未来房价预期占比



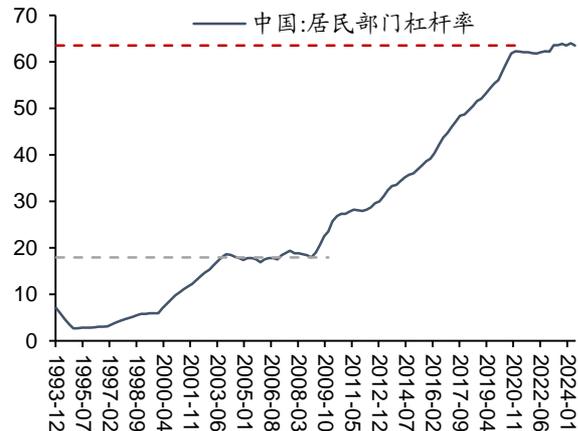
资料来源：Wind, 太平洋证券

图表：百城样本住宅均价



资料来源：Wind, 太平洋证券

图表：中国居民部门杠杆率



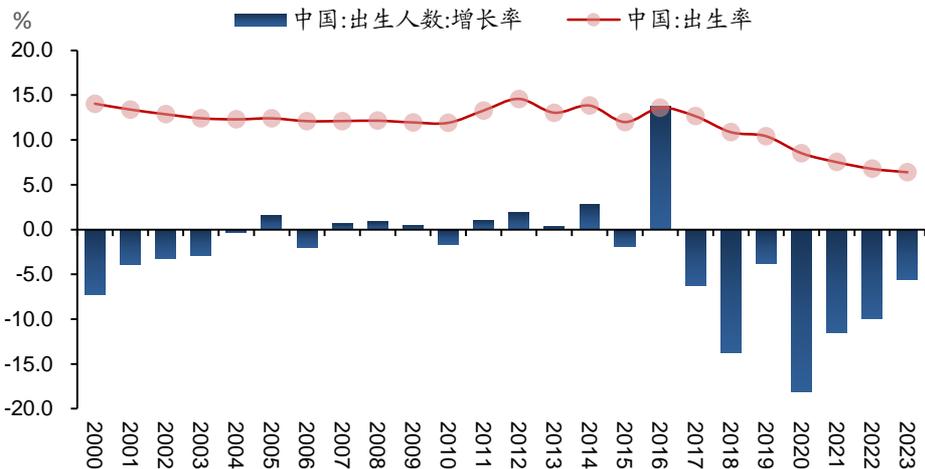
资料来源：Wind, 太平洋证券

- 二则，前期居民快速加杠杆，购房需求有所透支。2015年棚改货币化及流动性宽松放大了居民购房需求，提振了房价上涨的预期，商品房销量及价格均明显上涨。房价的大幅攀升加重居民部门的购房负担，房价收入比显著上行。居民部门收入和储蓄不足以覆盖日益增加的购房成本，因此选择透支未来的消费，以加杠杆的形式来购房，因此2015年之后国内居民部门杠杆率亦出现快速且大幅的走高。但这一趋势隐含过度透支购买力的风险，杠杆率过高会导致需求增长乏力、持续加杠杆的空间逼仄。2021年起居民部门杠杆率便停止快速上行的涨势，步入震荡阶段，2024年二季度则下降了0.5个百分点，居民房贷需求运行在低位。

1、三年急跌接近尾声，行业仍在低位运行

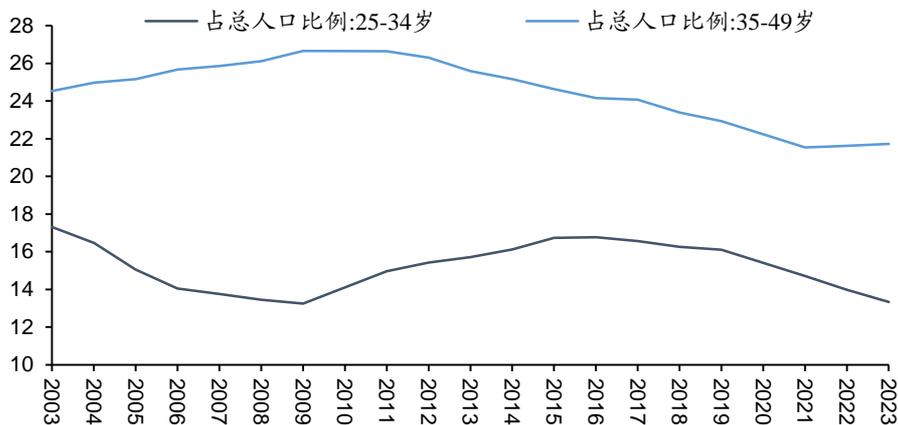
1.3 弱势运行原因分析

图表：中国人口出生率及出生人数增长率



资料来源: Wind, 太平洋证券

图表：适龄购房人群占比



资料来源: Wind, 太平洋证券

- **三则，人口红利逐渐消退，适龄购房人群占比下降。**人口是影响房地产走势的长期性因素。在人口红利期，人口总量的增长、出生率的上升、适龄购房人群占比的抬高，均有利于购房需求的释放。当人口红利消退，上述因素支撑减弱，房地产将由快速发展的增量时代步入总量放缓的存量时代。当下处于人口结构变化、需求中枢下移时期：人口总量负增长、老龄化趋势加重，主力购房人群减少。伴随人口红利的消失，房地产也迎来长周期拐点。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

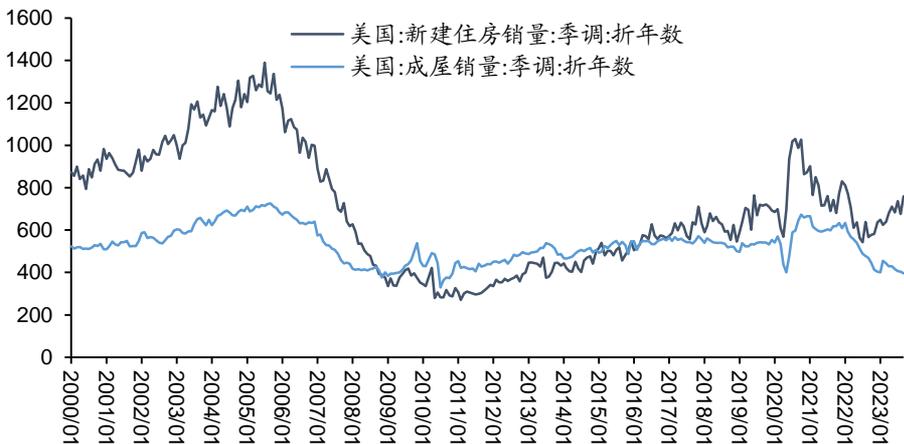
考虑到房地产行业基于人口发展，受到土地资源的约束且受政策影响，其运行存在周期性波动。当下地产尚处于周期向下调整的阶段，实现“止跌回稳”还需满足一定条件。

- 一方面从房地产行业自身的周期性规律出发，走出萧条需要市场下行风险基本释放完毕，这需要时间，空间上也需要调整至合理位置。房地产不同于一般商品和服务，其筹备、开发、建设到销售耗时不短，行业收缩至扩张的时间跨度往往也较长。根据库兹涅茨周期理论，建筑业经历一轮周期性波动需要15-25年，平均长度在20年左右。
- 梳理海内外经验也可以发现，房地产见顶到触底并不是个一蹴而就的过程，其中大型房价泡沫的探底节奏更为缓慢。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

图表：美国新建住房及成屋销售

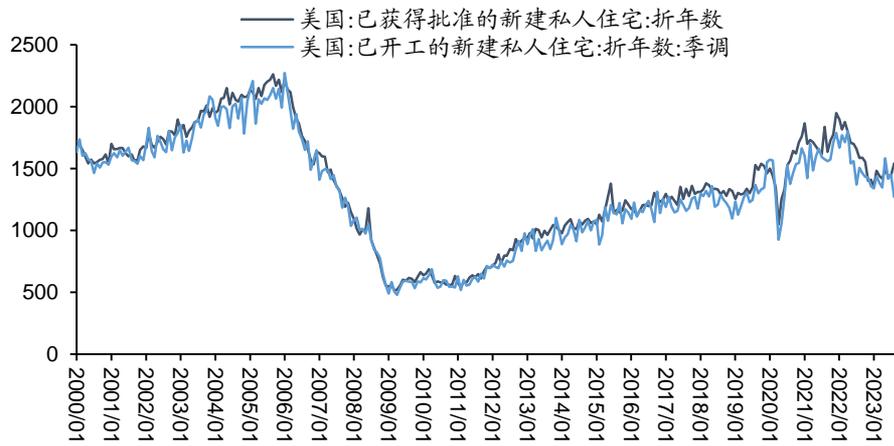


资料来源：Wind，太平洋证券

销售

新建和成屋分别于2011年年年初、2010年下半年见底，距峰值5年左右，各自为峰值的20%、50%

图表：美国已获得批准及已开工的新建私人住宅



资料来源：Wind，太平洋证券

新开工

2009年见底，距峰值3年，约为峰值的20%

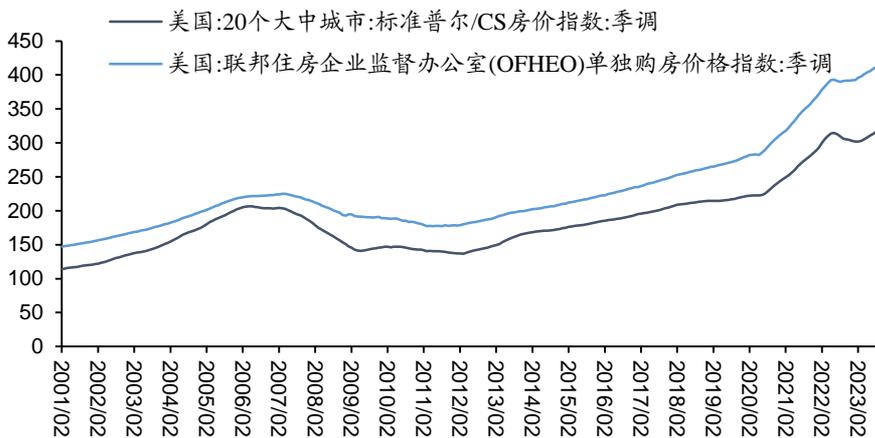
• 案例一：美国

美国次贷危机前后的房地产泡沫：2005年开始下降，2011年开始回升，熊市约6年。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

图表：美国房价指数



资料来源: Wind, 太平洋证券

房价

2011年、2012年见底，距峰值3~5年，为峰值的70%、80%

图表：美国住宅投资



资料来源: Wind, 太平洋证券

房地产投资

2010年下半年见底，距峰值5年，约为峰值的50%

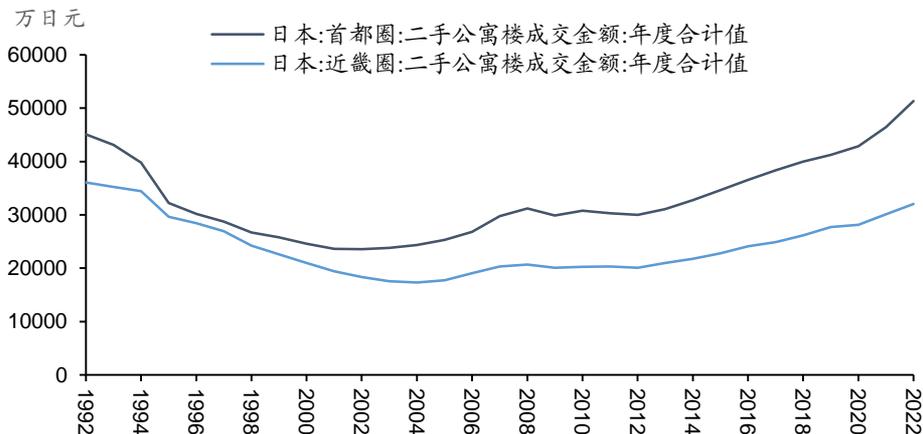
• 案例一：美国

美国次贷危机前后的房地产泡沫：2005年开始下降，2011年开始回升，熊市约6年。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

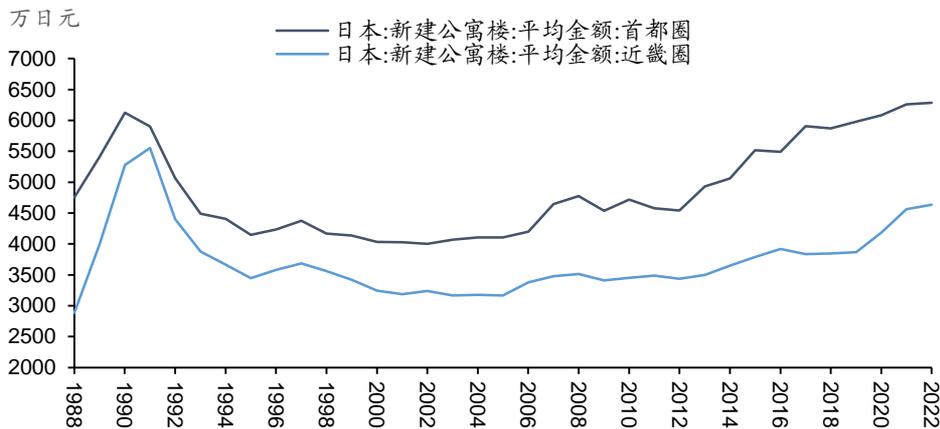
2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

图表：日本二手房成交金额



资料来源: Wind, 太平洋证券

图表：日本新建公寓均价



资料来源: Wind, 太平洋证券

二手房销售

2002、2004年见底，距峰值10~12年，相当于峰值的50%

新房均价

2002、2005年见底，距峰值12~14年，相当于峰值的55%~65%

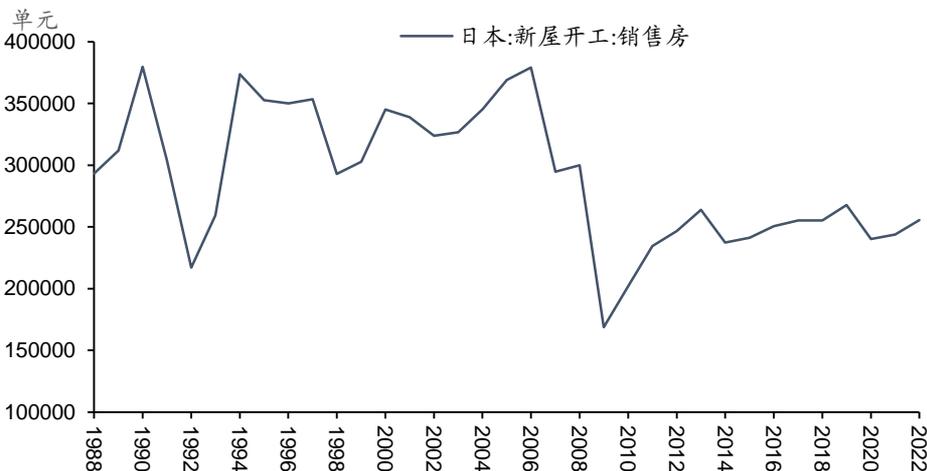
• 案例二：日本（20世纪90年代后）

1991年日本房地产市场步入下行阶段，后安倍内阁上台有所恢复，历经“失去的二十年”。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

图表：日本新屋开工

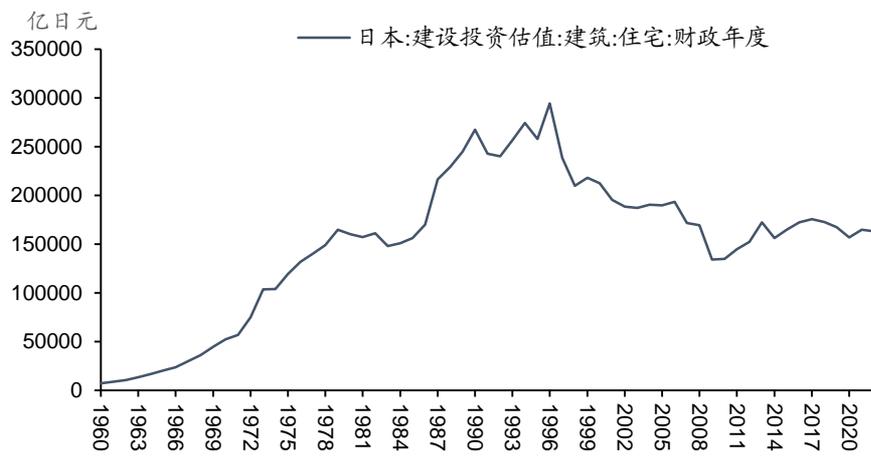


资料来源: Wind, 太平洋证券

新开工

2009年见底，距峰值19年，相当于峰值的44%

图表：日本住宅投资



资料来源: Wind, 太平洋证券

房地产投资

2009年见底，距峰值13年，相当于峰值的46%

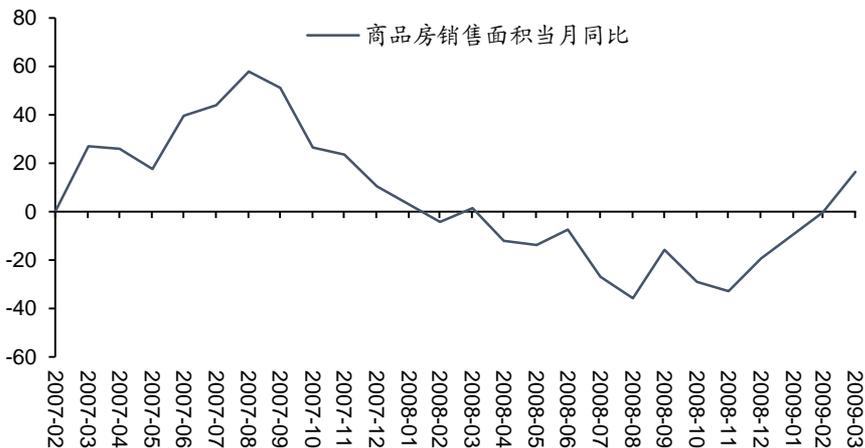
• 案例二：日本（20世纪90年代后）

1991年日本房地产市场步入下行阶段，后安倍内阁上台有所恢复，历经“失去的二十年”。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

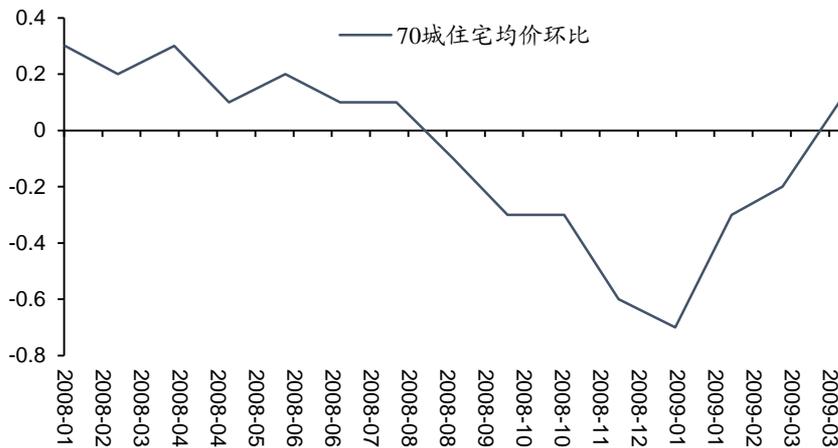
2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

图表：商品房销售面积当月同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表：70城住宅均价环比



资料来源：Wind，太平洋证券

- **2005年以来国内房地产市场已历经四轮周期。**

第一轮地产调整周期始于2008年1-2月，受次贷危机影响，后因四万亿刺激等财政托底政策出台，至2008年12月结束。商品住宅销售面积同比增速持续11个月处在负增区间，平均同比增速接近-20%，期间单月最大降幅一度超过36%。70大中城市住宅价格环比于2008年8月转负，环比下行6个月，房价最高点至最低点的降幅超过19%。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

图表：商品房销售面积当月同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表：70城住宅均价环比



资料来源：Wind，太平洋证券

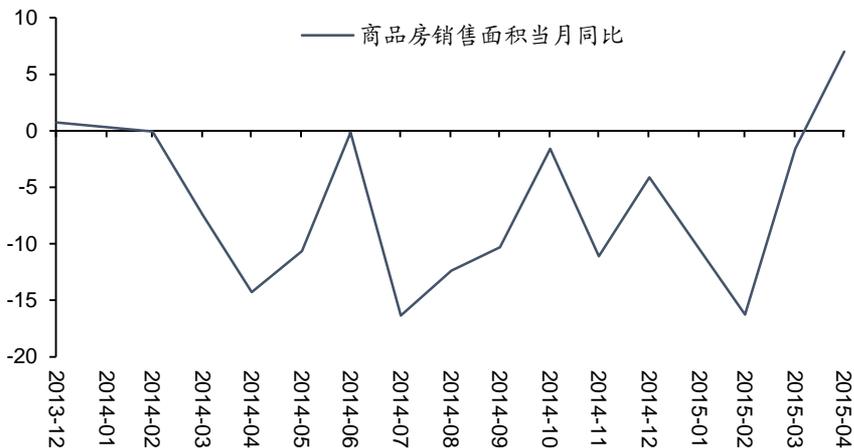
- **2005年以来国内房地产市场已历经四轮周期。**

第二轮地产调整周期因2011年下半年调控政策收紧而开始，至2012年6月稳增长政策发力而结束。2011年10月起销售面积同比增速转负，持续8个月，平均同比增速低于-10%，单月最大同比降幅超过15%。房价环比下跌持续7个月，峰值至低点的降幅超过25%。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

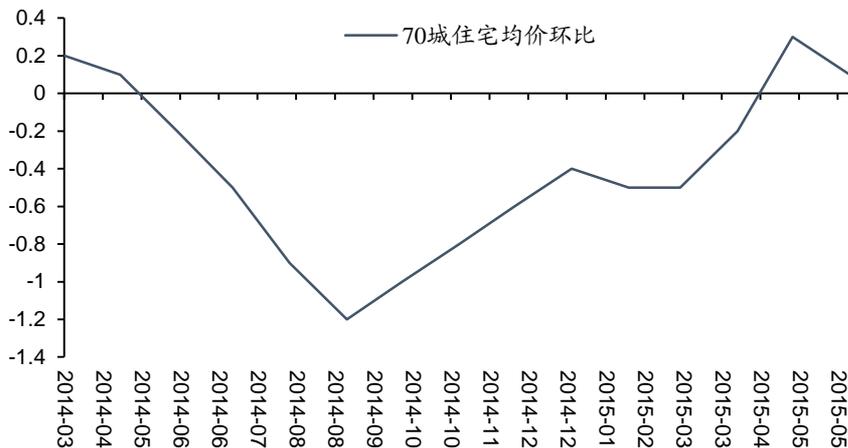
2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

图表：商品房销售面积当月同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表：70城住宅均价环比



资料来源：Wind，太平洋证券

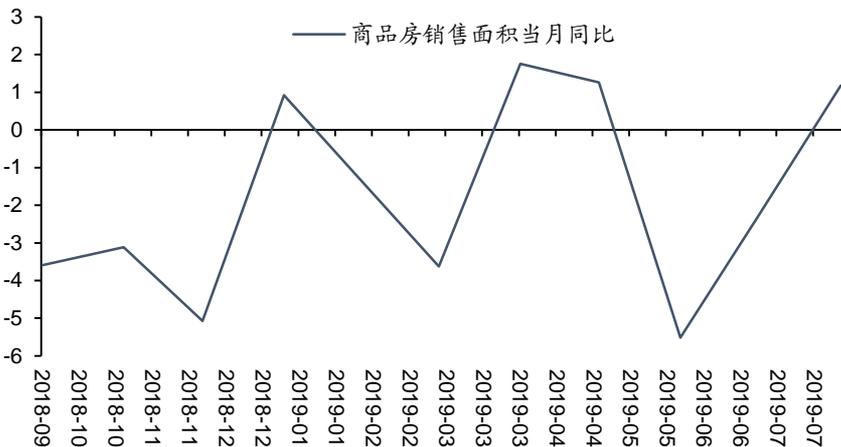
- **2005年以来国内房地产市场已历经四轮周期。**

第三轮地产调整周期始于2013年底，主因限购限价政策调控、需求收缩、库存高企，后因信贷和地产政策放松在2014年结束。2013年12月起销售面积同比增速转负，持续至2015年3月，共持续16个月。其中平均同比增速接近-9%，单月最大降幅约-18%。70城住宅价格环比于2014年5月转负，下降持续11个月，最高点至最低点降幅超12%。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

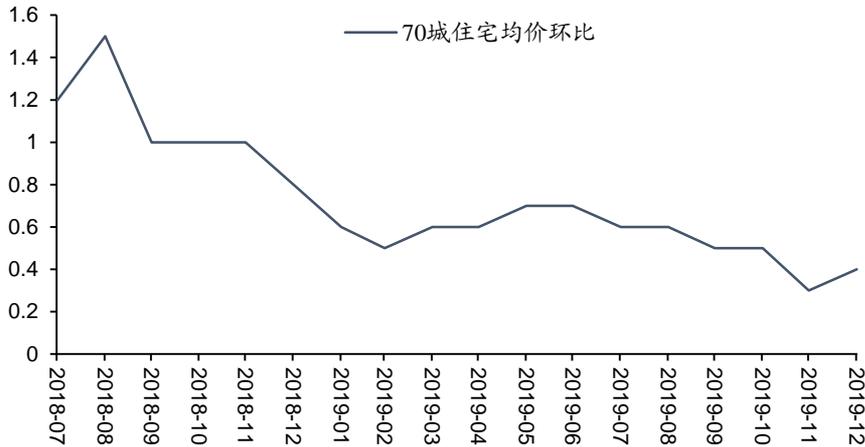
2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

图表：商品房销售面积当月同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表：70城住宅均价环比



资料来源：Wind，太平洋证券

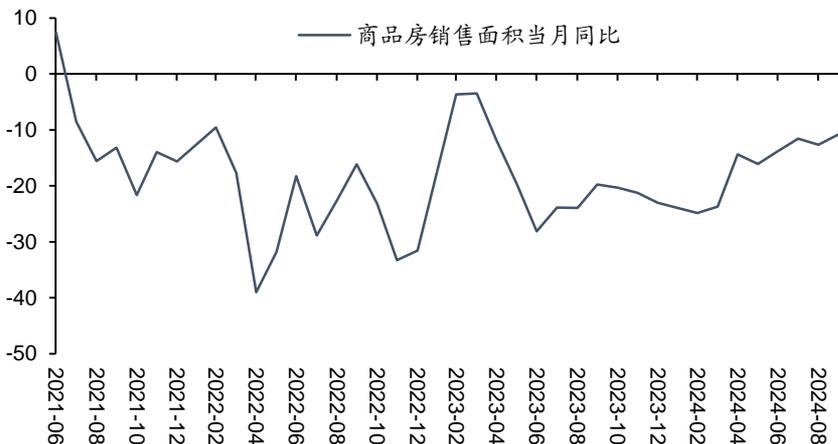
- **2005年以来国内房地产市场已历经四轮周期。**

第四轮地产调整周期始于2018年地产调控政策再度升级，2019年因政策放松而结束。2018年9月起销售面积同比增速转负，至2019年6月负增6个月，平均同比增速接近-2.5%，单月最大降幅接近4个百分点。70城住宅均价环比增速于2018年9月开始放缓，逐步降至0附近。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

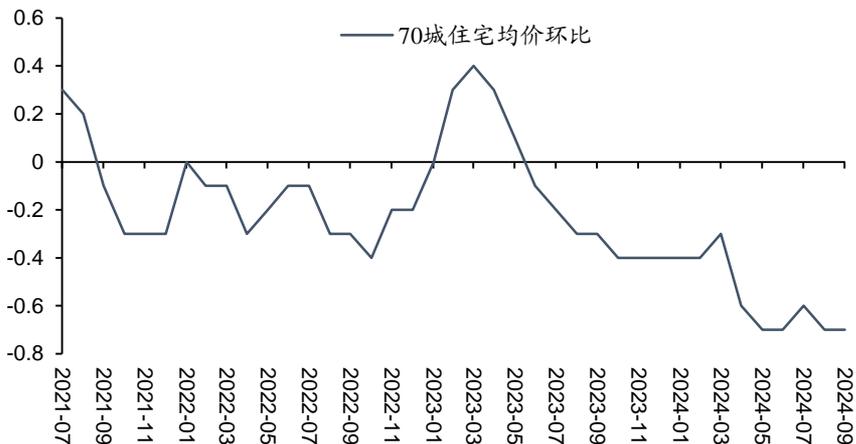
2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

图表：商品房销售面积当月同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表：70城住宅均价环比



资料来源：Wind，太平洋证券

- **2005年以来国内房地产市场已历经四轮周期。**

最新这一轮周期开始于2021年下半年，融资政策收紧，房企暴雷风险逐步扩散，开启了本轮大规模的市场调整。自2021年7月起销售面积同比增速转负，截至2024年10月已持续超三年，期间同比降幅一度接近40%。70城住宅均价环比增速在2021年9月转负，今年9月环比仍负增0.7个百分点，期间仅个别月份转为小幅正增。

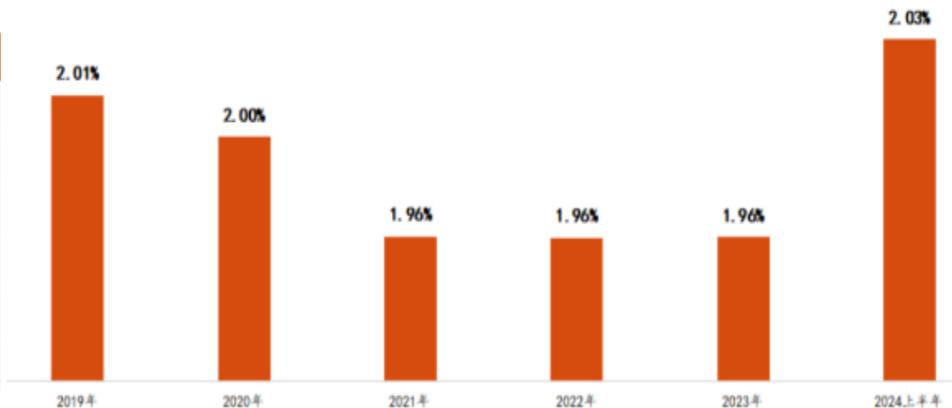
2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

图表：2019年以来重点50城租售比

图表：2019年至2024年上半年重点50城租金回报率

时间	租金 (元/m ² /月)	房价 (元/m ²)	租售比
2019年	33.93	20219	1:596
2020年	33.83	20310	1:600
2021年	33.82	20677	1:611
2022年	33.79	20665	1:612
2023年	33.68	20597	1:611
2024上半年	33.29	19640	1:590



资料来源：诸葛数据研究中心，太平洋证券

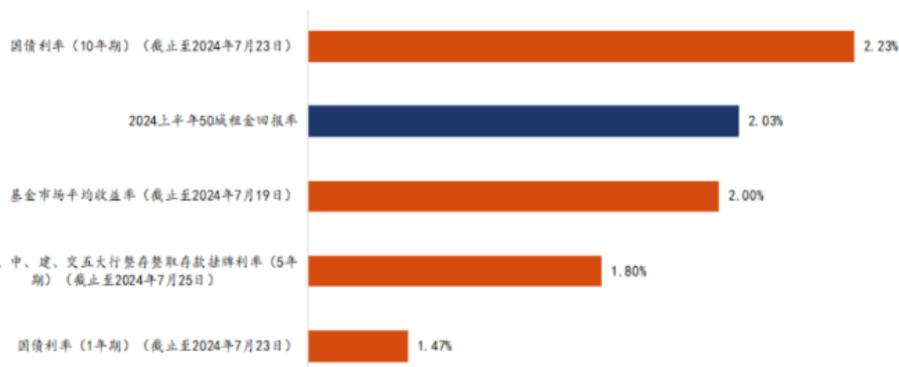
资料来源：诸葛数据研究中心，太平洋证券

- 房地产投资的预期收益及成本之间的差距尚待弥合。**
 国内租售比及租金回报率依旧处于低位水平。根据诸葛数据研究中心，2024上半年国内重点50城平均租售比为1:590，租金与房价的偏离程度持续缩小，但与国际合理区间相比，当前租售比水平仍偏低，房价与租金的偏离仍有修正空间。今年上半年的租金回报率虽然创下了2019年以来的新高，但改善幅度有限，仅较2023年上升0.07个百分点。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.1 供需失衡基本缓解，量价调整至合理区间

图表：租金回报率与其他投资收益率对比



图表：不同能级城市租金回报率

时间	一线城市	二线城市	三四线城市
2019年	1.89%	1.96%	2.41%
2020年	1.90%	1.95%	2.34%
2021年	1.84%	1.92%	2.32%
2022年	1.91%	1.90%	2.32%
2023年	1.80%	1.92%	2.46%
2024上半年	1.79%	2.00%	2.57%

资料来源：诸葛数据研究中心，太平洋证券

资料来源：诸葛数据研究中心，太平洋证券

相对较低的租售比及租金回报率对房地产投资存在限制性影响，这可以从两方面去理解：一是地产投资的预期收益较难覆盖成本，尽管今年上半年租金回报率出现了积极的边际变化，地产投资的预期收益有初步改善，但仍低于代表预期成本的房贷利率；二是目前买房收租并不具备明显的选择优势，尤其是与十年期国债收益率相比，特别是一些一线城市和强二线城市，租金回报率相对更低，还未达到2%的水平。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.2 救市政策继续推出稳定市场波动

政策同样是地产周期波动的重要驱动因素，在全球房地产的牛熊轮动中，不乏政策收紧导致的泡沫破灭，市场触底回升同样也离不开积极政策的推动，方向上往往涉及宽松货币与扩张财政政策的联动，当传统常规政策效用有限，超常规政策便成为政府干预的关键抓手。

- **美国：政策干预迅速有力，市场快速调整。**2006年房价开始见顶回落，后地产风险蔓延至金融市场并外溢形成全球危机，对此美国政府积极果断在居民纾困以及刺激经济方面展开救助。一则是通过降低利率、削减贷款额、鼓励再融资、延长贷款期限等方式减轻居民还款压力，二则是执行宽松货币政策，提供流动性，官方创设新融资工具、推出非常规的量化宽松措施，三则是财政方面通过为抵押贷款借款家庭再融资提供税收豁免、资助“两房”、救助不良资产、增加实体经济领域政府开支等方式来托底经济。最房地产市场于2011年末开始回升。
- **日本：危机中后期超常规政策才推出，恢复时间相对漫长。**上世纪90年代初日本地产泡沫破灭，危机初期政策由紧至松转向节奏较为犹豫，中后期政府救市决心有所增强，90年代末起零利率、量化宽松、不良资产处置等措施不断推出，名义房价于2012年走出周期底部。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.2 救市政策继续推出稳定市场波动

➤ 国内政策方面，央地已推出一系列新政助力地产止跌回稳。

- **中央多部门明确增量政策。**9月央行、国家金融监管总局、证监会联合召开发布会，会上央行宣布降准、降息、调降存量房贷利率、降低二套首付比例，将保障性住房再贷款中央行出资比例由60%提高至100%，将经营性物业贷款和“金融16条”延期到2026年底，研究出台盘活存量土地的增量政策等。10月住建部、财政部、自然资源部、央行、金监总局等五部委打出“四个取消、四个降低、两个增加”的“组合拳”，推动市场止跌回稳。主要包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准；降低住房公积金贷款利率、首付比例、存量贷款利率、“卖旧买新”换购住房税费负担；增加城中村和危旧房改造、增加“白名单”项目的信贷规模。
- **地方调控政策亦加速松绑。**9月政治局会议召开后（9月26日到10月16日），共有70个城市出台81次放松性政策，广州、天津全面取消限购，北京、上海、深圳分区优化限购政策，厦门、深圳等取消限售，深圳、无锡、杭州等取消新房限价。

2、救市政策缓解供需失衡，量价调整至合理区间

2.2 救市政策继续推出稳定市场波动

➤ 向后看，政策尚未出尽，仍有优化空间。

- 政策虽密集放松，但基本处于常规范围内，后续空间依旧较大。一方面部分核心城市限制性政策未全面放开。为了防止虹吸效应负面作用扩大化，9月末调整后，北京、上海、深圳等三个尚未取消限购的城市，短期内四限政策或将保持现有松紧度运行。另一方面去库存方面也受限于多方因素进展偏慢。“517新政”后超过30个城市发布公告征集商品房用作保障性住房，但进展较慢，主要是国企收储面临城市分布不匹配、面积段不匹配、收储价格协调难度大以及资金成本高等挑战。
- 未来供给调整、风险化解以及购房成本削减或为地产政策的重点方向。目前国内地产政策已发生转向，由此前的防止过热调整为反向的防止过冷，但考虑到人口结构转变、城镇化速度放缓等因素的影响，地产需求中枢难回前期高位，在上述地产内生性约束下后续政策重心可能不会落在强力刺激增量需求以及提高房价上，推动供给端库存去化、优化保障房供给、化解市场风险、降低居民购房负担或为未来政策主要发力点。具体而言，北上深未来限制性政策存在优化空间，二线及三四线城市有望加大购房补贴力度，完善国企收储等去库存政策也有加码空间。

图表：部分城市国企收储征集公告

城市	时间	区域	套型面积(m ²)	收购价格
重庆	5.9	中心城区	≤90	收益法，测算价格由基础价和市场价分别按60%、40%加权得出
昆明	5.27	行政区	≤120	
江门	6.24	全市	≤120	
桂林	6.26	行政区	≤120	土地划拨成本+建安成本+5%内利润
南宁	7.5	中心城区	≤120	土地划拨成本+建安成本+5%内利润
烟台	7.11	部分区域	转为租赁型: ≤70 转为配售型: 90-120	
新乡	7.15	环线内	≤90	土地划拨成本+建安成本+5%内利润
潍坊	7.19	中心城区	≤120	土地划拨成本+建安成本+5%内利润
大连	7.26	行政区	≤70	土地划拨成本+建安成本+5%内利润
北海	7.30	全市	≤70	
佛山	7.31	行政区	转为配售型: 50-120 转为租赁型: ≤70	
深圳	8.7	行政区	≤65	
肇庆	8.12	全市	≤120	土地划拨成本+建安成本+5%内利润
长沙	8.20	全市	≤120	
兰州	8.23	全市	≤120	

资料来源：中指研究院，太平洋证券

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.1 城中村改造——扩大内需，促进投资和消费，优化房地产结构

图表：中央出台城中村改造相关政策

时间	政策/会议	具体内容
2023年4月28日	中央政治局会议	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，规划建设保障性住房。
2023年7月21日	国常会	审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。会议指出，在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，成熟一个推进一个，实施一项做成一项，真正把好事办好、实事办实。要坚持城市人民政府负主体责任，加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。
2023年7月24日	中央政治局会议	要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023年7月28日	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造是以习近平同志为核心的党中央站在中国式现代化战略全局高度作出的具有重大而深远意义的工作部署。积极稳步推进城中村改造有利于消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、优化房地产结构。从客观实际看，现阶段推进城中村改造难度大、矛盾多、情况复杂，要坚持问题导向和目标导向，以新思路新方式破解城中村改造中账怎么算、钱怎么用、地怎么征、人和产业怎么安置等难题，探索出一条新形势下城中村改造的新路子。城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程，要从实际出发，采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造。实行改造资金和规划指标全市统筹、土地资源区域统筹，促进资金综合平衡、动态平衡。必须实行净地出让。坚持以市场化为主导、多种业态并举的开发运营方式。
2024年10月17日	国新办发布会	通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。
2024年11月15日	住建部、财政部	扩大城中村改造政策支持范围。通知明确，地级城市资金能平衡、征收补偿方案成熟的项目，均可纳入政策支持范围。按照通知要求，城中村改造政策支持范围从最初的35个超大特大城市和城区常住人口300万以上的大城市，进一步扩大到近300个地级及以上城市。这些城市符合条件的城中村改造项目均可以获得政策支持：纳入地方政府专项债券支持范围，开发性、政策性金融机构提供城中村改造专项借款，适用有关税费优惠政策，鼓励商业银行按照市场化、法治化原则提供城中村改造贷款等，确保项目顺利推进。

资料来源：中国政府网等，太平洋证券

➤ 23年以来中央多次出台城中村改造相关政策。

23年以来中央层面多次提及城中村改造问题，积极稳步推进城中村改造有利于消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、促进投资和消费，激发上下游相关产业发展活力，优化房地产结构。

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.1 城中村改造——扩大内需，促进投资和消费，优化房地产结构

➤ 加快新增货币化安置实施100万套城中村改造和危旧房改造。

- 2024年10月17日，国新办新闻发布会中提及通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。
- 2024年11月15日，住房城乡建设部、财政部近日联合印发通知，部署各地加快落实增量政策措施要求，进一步做好城中村改造工作，推动符合条件的项目尽快启动实施。其中提及扩大城中村改造政策支持范围。通知明确地级城市资金能平衡、征收补偿方案成熟的项目，均可纳入政策支持范围。
- 按照通知要求，城中村改造政策支持范围从最初的35个超大特大城市和城区常住人口300万以上的大城市，进一步扩大到近300个地级及以上城市。这些城市符合条件的城中村改造项目均可以获得政策支持：纳入地方政府专项债券支持范围，开发性、政策性金融机构提供城中村改造专项借款，适用有关税费优惠政策，鼓励商业银行按照市场化、法治化原则提供城中村改造贷款等，确保项目顺利推进。
- 据中指研究院测算，如果按100平米/套计算，可带来约1亿平米住宅销售，对市场总量贡献约10%左右。（2025年预计部分转化为实际销售）

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.2 收储存量房——加快消化商品房库存，推动新房销售“止跌回稳”

图表：中央出台“收储”存量房相关政策

时间	会议/部门	具体内容
2024年4月30日	中央政治局会议	统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施
2024年5月17日	国务院政策例行吹风会	支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。
2024年5月17日	全国切实做好保交房工作视频会议	商品房库存较多城市，政府可以以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。
2024年6月12日	保障性住房再贷款工作推进会	支持地方国有企业以合理价格收购已建成存量商品房用作保障性住房配售或租赁，是金融部门落实中共中央政治局关于统筹消化存量房产和优化增量住房、推动构建房地产发展新模式的重要举措。
2024年6月20日	住房和城乡建设部召开收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议	推动县级以上城市有力有序开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作。
2024年7月30日	中共中央政治局会议	积极支持收购存量商品房用作保障性住房。
2024年10月12日	国新办新闻发布会	支持收购存量房，优化保障性住房供给，一方面用好专项债券收购存量商品房用作各地的保障性住房，另一方面继续用好保障性安居工程补助资金，适当减少新建规模，支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源。

资料来源：中国政府网等，太平洋证券

➤ 今年以来中央出台政府“收储”存量房用作保障性住房相关政策。

4月末政治局会议首次提出，要统筹研究消化存量房产和优化增量住房政策措施；5月17日全国切实做好保交房工作视频会议中首次明确表态支持“存量房收储”；6月20日住建部会议将收储城市层级进一步下沉至市县级；7月30日政治局会议首次提到支持收购存量商品房用作保障性住房。

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.2 收储存量房——加快消化商品房库存，推动新房销售“止跌回稳”

图表：保障性住房再贷款与租赁住房贷款支持计划政策对比

维度	保障性住房再贷款（新政策）	租赁住房贷款支持计划（旧政策）
出台时间	2024年5月	2023年1月
额度	3000亿元	1000亿元
发放对象	国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制银行等21家全国性银行	开发银行、工行、农行、中行、建行、交行和邮政储蓄银行共7家全国性金融机构
用途	支持地方国有企业收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房	支持市场化批量收购存量住房、扩大租赁住房供给
支持比例	按照贷款本金的60%发放再贷款，9月提高至100%	按贷款本金的100%予以资金支持
城市范围	全国	重庆、济南、郑州、长春、成都、福州、青岛、天津共8个试点城市

资料来源：中国政府网等，太平洋证券

► 今年以来中央出台政府“收储”存量房用作保障性住房相关政策。

3000亿元保障性住房再贷款资金支持。2024年5月央行设立3000亿元保障性住房再贷款，利率1.75%，期限1年，可展期4次。此外，统筹考虑政策衔接，将原2023年1月设立的1000亿元租赁住房贷款支持计划并入保障性住房再贷款统一管理。据央行公布，截至6月底保障性住房再贷款余额为121亿元。据中指研究院估算可撬动资金3750亿元（收储国企20%自有资金，80%贷款），若资金使用过半，可带动住宅销售超1800万平方米，占市场总量约2.3%。

新提用好专项债券收购存量商品房，收储资金来源有所扩大。2024年10月12日国新办新闻发布会上首次提及用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房，还指出继续用好保障性安居工程补助资金，适当减少新建规模，支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源。

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.2 收储存量房——加快消化商品房库存，推动新房销售“止跌回稳”

图表：部分城市存量房“收储”进展

城市	规模	区域	运营主体	用途
郑州	81个存量项目，10.6万间房源	全市	郑州城发安居有限公司	保租房
济南	53个项目，房源3.05万套	全市	济南城市发展集团有限公司、济南城市投资集团有限公司	保租房
福州	9501套	全市	福州安住发展有限公司	保租房
重庆	6807套房源	主城区	重庆嘉寓房屋租赁公司、重庆建渝住房租赁基金	保租房
青岛	7个项目2319套	-	青岛建融投资置业有限公司	保租房
天津	4个项目1826套	滨海新区	天津滨海新区建设投资集团地产公司	保租房
武汉	500余套	-	武汉安家保障性住房有限公司	保租房

资料来源：中国政府网、克而瑞等，太平洋证券

► 收储推进速度较快的均为去年租赁住房贷款支持计划试点城市。

综合来看，目前地方国资平台收购存量房落地数量不多，而且推进速度较快的均为去年租赁住房贷款支持计划试点城市，其中郑州和济南两城收购的房源量较多，其余城市收购规模相对较小。

目前来看，对于政府收储存量房而言，资金收益成本平衡存在一定难度，政府收购房源要求较为严格，符合条件的存量房源较少，存量商品房供应和保障性住房需求可能存在错位情况等问题。

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.3 收储土地——盘活闲置存量土地，推动投资开工“止跌回稳”

图表：中央出台“收储”土地政策

时间	会议/部门	具体内容
2024年4月30日	中央政治局会议	统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施
2024年5月17日	国务院政策例行吹风会	自然资源部相关负责人表示，准备出台妥善处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施，支持地方政府从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已经出让的闲置存量住宅用地，帮助企业解困。
2024年6月25日	自然资源部	自然资源部正和有关部门研究如何盘活利用已出让未开发土地的政策，支持地方政府收回、收购闲置土地。在“如何收地”方面设置了准线： 须是非企业自身原因造成闲置或者土地局部未开发，且企业无力继续开发、也难以转让的土地。若是企业原因导致超期未动工两年以上的土地，政府应依法无偿收回。 收回闲置土地的关键在于土地收购的价格标准。自然资源部拟建议，可以参照市场评估价格，也可参照原地价款、利息及经审计的开发建设直接投入，确定补偿标准。对于收地资金，自然资源部计划通过专项债券为地方政府提供资金支持，但要求地方政府量力而行，坚决避免新增地方政府隐性债务。
2024年9月26日	政治局会议	要对商品房建设严控增量、优化存量、提高质量，并支持盘活存量闲置土地。
2024年10月12日	国新办新闻发布会	财政部：允许专项债券用于土地储备，支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需要的地区可以用于新增土地储备项目
2024年10月17日	国新办新闻发布会	关于专项债用于土地储备，主要是支持各地结合实际情况，与存量土地的业主企业合理确定收购价格，妥善处理回收存量土地涉及的债权债务关系，合理确定专项债券项目内容和地块范围，及时安排债券发行和支出，提高土地资源的利用效率和债券资金的使用效益。我们考虑优先回购企业无力开发或者不愿继续开发、尚未动工建设的住宅、商服用地，及时匹配专项债券等资金。我们还将会同相关部门，研究设立收购存量土地专项借款，作为专项债券的补充，中国人民银行提供专项再贷款支持。对于收回来的土地，再次组织供应用于房地产的，我们将严格把控。市场确有需求的，才可以优化条件、精准投放，但必须控制在收回收购总量的一定比例之内。

资料来源：中国政府网等，太平洋证券

► 今年以来中央出台政府“收储”土地相关政策。

5月17号国务院政策例行吹风会提及支持地方政府从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已经出让的闲置存量住宅用地。随后，自然资源部及国家发改委出台了一系列关于妥善处置闲置存量土地的政策措施。

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.3 收储土地——盘活闲置存量土地，推动投资开工“止跌回稳”

图表：《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》主要内容

类别	具体内容
收购目的	减少市场存量土地规模、改善土地供求关系、增强地方政府和企业资金流动性、促进房地产市场止跌回稳。
实施主体	使用专项债券资金用于收回收购土地，应由纳入名录管理的土地储备机构具体实施。
收购流程	市、县自然资源主管部门要依托土地市场动态监测监管系统中的处置存量闲置土地清单摸清底数，根据需要向社会发布收回收购土地征集公告，综合考虑企业意愿、市场需求、地块条件等因素，确定拟收回收购意向地块和时序安排，分批纳入土地储备计划，优先申报使用专项债券。
收购标的物范围	优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的住宅用地和商服用地。其他用途的土地，进入司法或破产拍卖、变卖程序的土地，因低效用地再开发或基础设施建设等需要收回的土地，以及已动工地块中规划可分割暂未建设的部分，也可以纳入收回收购范围。
收购价格	土地储备机构委托经备案的土地估价机构，对拟收回收购地块开展土地市场价格评估，相较企业土地成本，就低确定收地基础价格。市、县处置存量闲置土地协调推进机制或土地出让协调决策机构根据市场形势、合同履行情况等，集体决策确定基础价格下调幅度，经与土地使用权人协商一致并经公示无异议后，报市、县人民政府批准确认。
收回来后的用途	收回收购的土地原则上当年不再供应用于房地产开发。确有需求的，应当严控规模，优化条件实施供应，在落实“五类调控”的同时，供应面积不得超过当年收回收购房地产用地总面积的50%。收回收购土地用于民生领域和实体经济项目的，不受上述限制。

资料来源：中国政府网等，太平洋证券

➤ 今年以来中央出台政府“收储”土地相关政策。

11月11日，自然资源部公布《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》，为收购土地提供了具体的指导策略，并且在资金层面给予相应支持。

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.3 收储土地——盘活闲置存量土地，推动投资开工“止跌回稳”

- ▶ **郑州、武汉可优先盘活闲置存量土地。**
- 据中指研究院，根据各城市规自委公布的存量住宅用地及中指监测数据估算，截至2024年三季度，22城2021-2023年招拍挂成交涉宅用地中未动工地块共约930宗，规划建筑面积9497万平方米，成交价6044亿元。其中，郑州、武汉未动工规划建面超1000万平方米，相对规模较大，可优先盘活核心城市闲置存量土地。

图表：截至2024年三季度22城2021-2023年成交涉宅用地未动工统计（不含保障性住房）

城市	2021-2023年成交宅地宗数	未动工地块宗数	未动工地块宗数占比	未动工地块面积(公顷)	未动工规划建筑面积(万㎡)	未动工地块成交价(亿元)
郑州	164	108	66%	442	1229	501
武汉	277	114	41%	564	1550	1007
沈阳	78	30	38%	183	334	105
长春	112	43	38%	321	628	213
无锡	185	71	38%	383	659	784
青岛*	309	104	34%	256	578	219
济南	346	111	32%	432	786	263
长沙	165	40	24%	188	469	127
重庆(主城区)	158	38	24%	267	448	283
成都	412	69	17%	277	615	452
天津	223	33	15%	137	232	117
广州	169	24	14%	132	446	463
南京	348	47	14%	195	407	310
福州	131	16	12%	55	126	89
深圳	86	7	8%	61	174	154
上海	266	21	8%	107	251	382
苏州	225	16	7%	85	142	165
杭州	358	22	6%	114	224	198
宁波	206	8	4%	37	93	86
合肥	167	5	3%	41	81	41
北京	173	3	2%	13	22	85
厦门	67	0	0%	0	0	0
总计	4625	930	20%	4289	9497	6044

资料来源：中指研究院，太平洋证券

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.4 前端销售——单月降幅有望收窄，结构性差异或较明显

- ▶ 9月底以来国内地产新政频出，于供给、需求及风险化解等多方向发力，也的确提振了市场预期带动了楼市的回暖。向后看，我们预计地产前端销售有望在政策持续发力的背景下迎来改善，但对于回暖程度以及回升节奏不宜做过于乐观的估计。
- 一方面9月26日政治局会议已经确立“促进房地产市场止跌回稳”的政策基调，前文也提及政策尚未出尽，后续仍有空间。预计在地产行业出现明显企稳迹象前，政策将持续发力，这将进一步带动居民对于房价预期的修复，提振市场信心。
- 另一方面，对于地产销售端的回暖需审慎估计，一是其修复幅度可能有限，前端销量及销售额的同比降幅有望收窄，但预计仍运行在负增区间；二是从楼市修复节奏来看，可能存在较为明显的结构差异，表现为二手房成交量领先于价格修复、二手房领先于新房市场企稳，一线城市修复快于其他能级城市。

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.4 前端销售——单月降幅有望收窄，结构性差异或较明显

图表：2024年典型城市一二手房月度成交套数同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表：2024年三轮成交反弹期典型城市二手成交套数同比

分类	城市	1月	6-7月	10月
10月同比增速较年中上升	深圳	142%	77%	107%
	北京	50%	43%	62%
	武汉	29%	-3%	47%
	合肥	53%	3%	15%
10月同比增速较年中下降	上海	83%	67%	65%
	杭州	114%	74%	43%
	广州	52%	25%	10%
	西安	78%	23%	5%
	天津	37%	21%	-2%
	苏州	32%	3%	-6%
	南京	20%	35%	-8%
	重庆	13%	40%	-21%

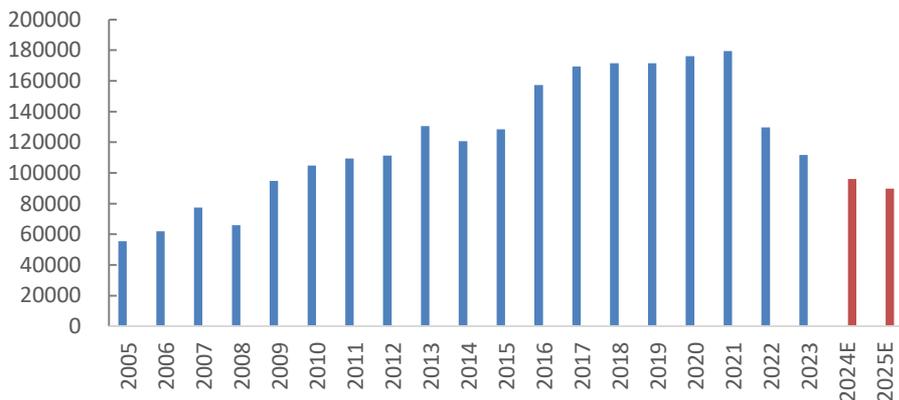
资料来源：Wind，太平洋证券

随着房地产市场进入增量存量并重的发展阶段，二手房吸纳了一定对于新房的需求，对新房形成了供应替代，这也使得二手房市场成为楼市“晴雨表”。今年前三季度二手房市场呈现出非常明显的以价换量趋势，购房者观望情绪较重，二手房价格的下跌也拖累新房的价格走势。而9月底以来的系列楼市新政快速在二手房市场成交量上得到体现，部分房东出于心理预期的提升也出现了调价及停售等行为。随着二手房市场成交情况趋于稳定，新房市场销售也有望获得企稳助力。但考虑到商品房的去库压力，明年销量及销售额同比或难回正，库存去化压力相对较小的核心城市楼市有望率先企稳，后带动其他能级城市逐渐修复。

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.4 前端销售——单月降幅有望收窄，结构性差异或较明显

图表：全国新建商品房销售面积预测（单位：万平方米）



资料来源：Wind，太平洋证券

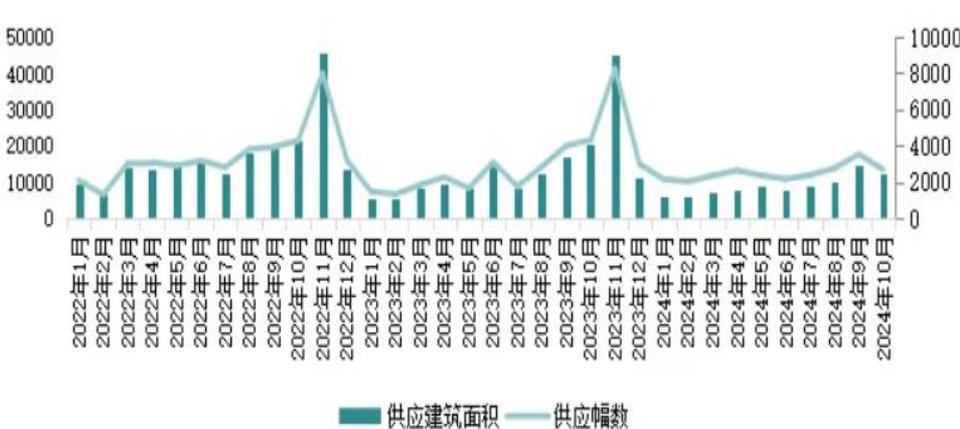
➤ 结合前文从政策层面来看，我们认为城中村改造和收储政策落地情况将对房地产市场新房销售“止跌回稳”起到重要作用

- 1) 乐观情形下：若加快落实货币化安置100万套城中村改造、收储存量房、购房补贴等政策，居民置业意愿提升，预计2025年新房销售同比降幅0.5%；
- 2) 中性情形下：若相关政策推进节奏一般，居民置业意愿较今年持平，2025年新房销售规模预计同比降幅在6%左右。
- 3) 悲观情形下：若政策推进节奏较为缓慢，居民置业意愿继续下行，2025年新房销售规模预计同比降幅约12.5%。

3、展望明年，城中村改造和收储将成为胜负手

3.5 后端投资——预计压力将有缓解，或难摆脱低位区间

图表：300城经营性用地月度供应情况（万平方米，幅）



图表：300城经营性用地月度成交情况



资料来源：CRIC，太平洋证券

资料来源：CCRIC，太平洋证券

➤ 不同于销售端迅速对利好政策做出反应，投资端的改善可能会有滞后。

一方面，稳楼市政策由销售传导至投资本身即需时间，房企投资预期以及投资能力的修复还需要销售端出现更为明确的信号。另一方面，当前政策对于增量供给持严格控制的态度，重点还是落在存量供给的去化及优化上。再结合今年房企进一步收缩的拿地数据来看，明年新开工将维持在偏低水平并对竣工面积及施工面积同比形成拖累，房地产开发投资额或持续同比负增。

风险提示

- 政策不及预期；
- 需求修复不及预期。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街9号华远企业号D座二单元七层

上海市浦东南路500号国开行大厦10楼D座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心19层1904号

广州市大道中圣丰广场988号102室



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。