



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2025年不动产展望：收储破冰， 缩量提质

分析师：俞悦 SAC执业证书号：S0010524050003

2024年12月5日



风险提示

- 地产政策变动带来的不确定性风险
- 数据失准或数据提取误差
- 楼市修复不及预期



目录

1

2024年不动产行情回顾和讨论热点

2

新发展模式：优化存量、严控增量、提高质量

3

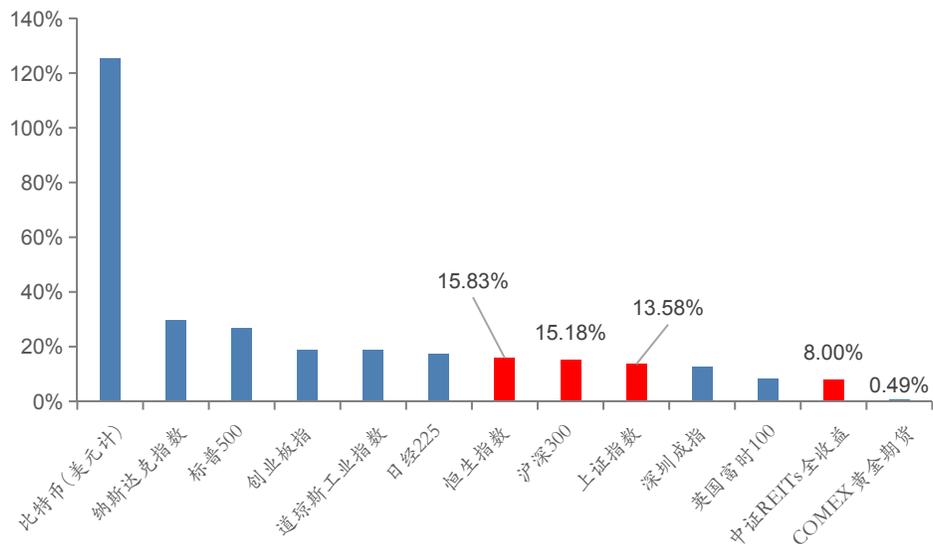
2025年“五大预测”

2023 资产市场回顾

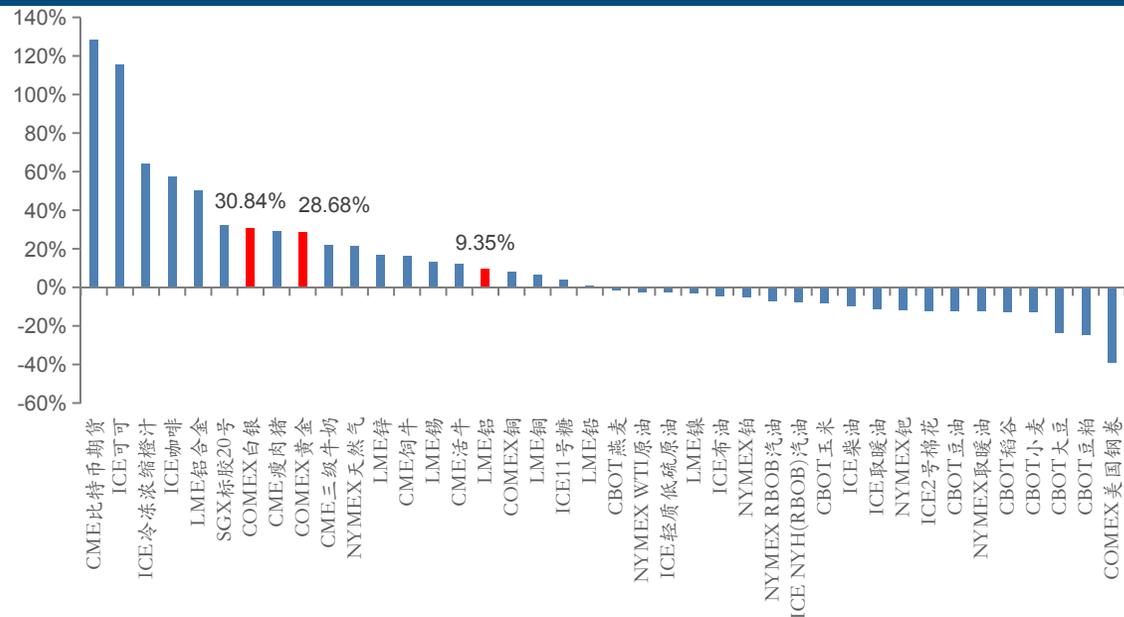
人民日报12月4日发文：经济增速怎么看？

- ① 财政货币政策逆周期调节力度空前：化债、降准、LPR下调....
- ② 促进房地产市场止跌回稳持续加力：多地调整住房限购政策、取消普通住房和非普通住房标准、降低住房贷款首付比例、降低存量房贷利率落实到位，加大住房交易环节契税优惠力度，降低二手房交易成本....
- ③ 提振资本市场多措并举：创设证券、基金、保险公司互换便利，创设股票回购、增持专项再贷款，发布推动中长期资金入市指导意见....
- ④ 帮助企业渡过难关逐步显效：民营经济促进法草案向社会公开征求意见、大规模设备更新和消费品以旧换新.....

图：2024年全球市场主要指数表现（截至2024.12.4）



图：2024年主要商品期货涨幅（截至2024.12.4）



资料来源：wind，人民日报，华安证券研究所

2024年上海部分写字楼大宗交易概况

交易时间	标的资产	地区	出售方	收购方	交易总价 (亿元)	交易面积 (万平方米)	交易单价 (万元/平方米)	交易时间	标的资产	地区	出售方	收购方	交易总价 (亿元)	交易面积 (万平方米)	交易单价 (万元/平方米)
2024Q1	陆家嘴富江大厦B&C栋	浦东	陆家嘴集团	财通证券	26.5	3.19	8.3	2024Q3	嘉宁国际大厦	长宁	美国地产基金	浙江民企	8.26	3.2	2.6
2024Q1	陆家嘴富江大厦A栋	浦东	陆家嘴集团	个人买家	9.4	1.1	8.6	2024Q3	华旭国际大厦	黄浦	新疆文旅投资	新疆国资	20	3	6.7
2024Q1	闵行上高地	闵行	东久	汉仪字库	0.62	0.15	4.1	2024Q3	大宁地标静徕坊	静安	—	信达资管	10	3.75	2.7
2024Q1	闵行上高地	闵行	东久	某工业公司	0.57	0.13	4.4	2024Q3	BFC外滩金融中心S2栋10楼和11楼	黄浦	复星	豫园股份	5.6	0.47	11.9
2024Q1	盈睿虹桥商务中心	长宁	盈睿	私人买家	10	1.69	5.9	2024Q3	上海广田房地产开发有限公司(40%股权)	虹口	上海雅古(国家电网)	(据传) 印尼金光家族	17.2	9.92 (折合)	1.7
2024Q1	天泰商务中心	普陀	中信泰富	普陀某村	7.4	1.3	5.7	2024Q3	陆家嘴金融街区15号楼	浦东	星月集团	山西某企业	2.53	0.23	11.0
2024Q1	耀企大厦	普陀	中海	红旗村	12.1	4.7	2.6	2024Q3	上海证大大拇指广场	浦东	上海证大	瑞冬集团	28.77	16	1.8
2024Q2	环球金融中心67F	浦东	罗氏集团	内蒙古聚祥煤业	2.65	0.33	9.0	2024Q3	中化国际广场(70%股权)	浦东	德寰置业	华泰证券	15.17	2.82	7.6
2024Q2	花旗银行大厦28、29、30、31、35层	浦东	花旗银行	山西万马集团	12	1.41	8.4	2024Q3	卓信商务大厦	徐汇	开发公司	私人老板	1.4	0.38	3.7
2024Q2	仲益大厦32层	静安	Chesfield	环保科技公司	0.68	0.18	3.8	2024Q3	IBP国际商务花园5号楼(原朗诗总部)	长宁	朗诗	峰昭科技	1.3	0.57	2.3
2024Q2	洛克外滩源27号楼&219号楼	黄浦	洛克菲勒集团	众安保险	14.37	1.59	9.0	2024Q3	三和大厦	静安	私人业主	信达	11.3	3.9	2.9
2024Q2	市北高新国际科创社区	静安	市北高新	外地政府	4.16	0.8	5.2	2024Q3	美呈大厦	徐汇	法拍	私人买家	1.19	0.43	2.8
2024Q2	上报传媒谷	闵行	报业集团	江苏华信新材料	1.2	0.2	6.0	2024Q4	美呈大厦	徐汇	西岸	基督教青年会	14.7	3.53	4.2
2024Q2	新华联国际8号楼	闵行	苏州金螳螂	江苏竞帆	0.99	0.22	4.5	2024Q4	上海力波广场31号楼	闵行	力波中心	万事利	0.54	0.11	4.7
2024Q2	中化国际广场(70%股权)	浦东	德寰置业	华泰证券	15.17	2.82	7.6	2024Q4	浦发江程广场(52%)	浦东	上海浦进	江苏苏美达	1.7	4	0.8
2024Q2	卓信商务大厦	徐汇	开发公司	私人老板	1.4	0.38	3.7	2024Q4	上报传悦坊	奉贤	报业集团	新华传媒	1	0.14	7.2
2024Q2	IBP国际商务花园5号楼(原朗诗总部)	长宁	朗诗	峰昭科技	1.3	0.57	2.3	2024Q4	中骏天璟3栋楼	青浦	中骏集团	安踏	6	2.2	2.7
2024Q2	三和大厦	静安	私人业主	信达	11.3	3.9	2.9	2024Q4	EBA光大安石小独栋B栋	杨浦	光大安石	上海利真汽车服务	2.18	0.38	5.8
2024Q1	美呈大厦	徐汇	法拍	私人买家	1.19	0.43	2.8	2024Q4	凯旋路202号	徐汇	某建设集团	私人老板	1.2	0.44	2.7
2024Q2	美呈大厦	徐汇	西岸	基督教青年会	14.7	3.53	4.2	2024Q4	浅水湾商业中心	松江	上海新世界智富	上海某科技公司	1.78	1.4	1.3
2024Q2	上海力波广场31号楼	闵行	力波中心	万事利	0.54	0.11	4.7	2024Q3	杨浦区定海社区G1-2地块(定海街道138街坊)	杨浦	杨浦区挂牌	上海杨浦城建	2.03	0.45	4.5
2024Q2	浦发江程广场(52%)	浦东	上海浦进	江苏苏美达	1.7	4	0.8	2024Q3	宝山区淞南社区N12-0401单元B1-04地块	宝山	宝山区	兴泰创展置业	4.99	2.5	2.0
2024Q2	上报传悦坊	奉贤	报业集团	新华传媒	1	0.14	7.2	2024Q3	黄浦区南京东路街道135-01地块	黄浦	挂牌	上海新世界	3.34	0.65	5.1
2024Q2	中骏天璟3栋楼	青浦	中骏集团	安踏	6	2.2	2.7	2024Q3	光大安石中心B栋	杨浦	光大安石	上海利真	2.17	0.38	5.7
2024Q2	EBA光大安石小独栋B栋	杨浦	光大安石	上海利真汽车服务	2.18	0.38	5.8	2024Q3	虹桥BU中心7号楼	青浦	—	人人视频	1.2	0.25	4.8
2024Q2	凯旋路202号	徐汇	某建设集团	私人老板	1.2	0.44	2.7	2024Q3	静安NEO	静安	—	山西能源企业	2.5	0.67	3.7
2024Q2	浅水湾商业中心	松江	上海新世界智富	上海某科技公司	1.78	1.4	1.3	2024Q3	会景楼	黄浦	—	新疆能源企业	3.8	0.98	0.4
2024Q3	杨浦区定海社区G1-2地块(定海街道138街坊)	杨浦	杨浦区挂牌	上海杨浦城建	2.03	0.45	4.5	2024Q3	舜杰大厦	静安	舜杰集团	浙江余坤集团	5	2.35	2.1
2024Q3	宝山区淞南社区N12-0401单元B1-04地块	宝山	宝山区	兴泰创展置业	4.99	2.5	2.0	2024Q3	前滩尚	浦东	—	瑞慈	5.52	1.2	4.6
2024Q3	黄浦区南京东路街道135-01地块	黄浦	挂牌	上海新世界	3.34	0.65	5.1	2024Q3	张江在线新经济生态园	浦东	—	东久	20.6	10.7	1.9
2024Q3	光大安石中心B栋	杨浦	光大安石	上海利真	2.17	0.38	5.7	2024Q3	前滩世贸中心A栋	浦东	—	张亮麻辣烫	2.1	0.35	6.0
2024Q3	虹桥BU中心7号楼	青浦	—	人人视频	1.2	0.25	4.8	2024Q3	真如中海中心D栋	普陀	中海	沙驰男装	2.95	0.77	3.8
2024Q3	静安NEO	静安	—	山西能源企业	2.5	0.67	3.7	2024Q3	三盛宏业大厦	黄浦	法拍	个人买家	8.3	2	4.2
2024Q3	会景楼	黄浦	—	新疆能源企业	3.8	0.98	0.4	2024Q3	上海浦发大厦(70%)(据传)	浦东	凯德	AEW	18	4.2	4.3
2024Q3	舜杰大厦	静安	舜杰集团	浙江余坤集团	5	2.35	2.1	2024Q3	万科上海五角场写字楼(50%)	杨浦	万科	卓越	2.51	1.1	2.3
2024Q3	前滩尚	浦东	—	瑞慈	5.52	1.2	4.6	2024Q3	新天地板块096-2、097-4及吉安路部分地下地块	黄浦	—	新加坡丰隆	90	2.8	32.1
2024Q3	张江在线新经济生态园	浦东	—	东久	20.6	10.7	1.9	2024Q3	徐汇区康健街道N06-36地块(原上海老字号冠生园厂房)	徐汇	土地交易事务中心	上海吉利翟然汽车设计有限公司	4.49	0.86	5.2
2024Q3	前滩世贸中心A栋	浦东	—	张亮麻辣烫	2.1	0.35	6.0								
2024Q3	真如中海中心D栋	普陀	中海	沙驰男装	2.95	0.77	3.8								
2024Q3	三盛宏业大厦	黄浦	法拍	个人买家	8.3	2	4.2								
2024Q3	上海浦发大厦(70%)(据传)	浦东	凯德	AEW	18	4.2	4.3								
2024Q3	万科上海五角场写字楼(50%)	杨浦	万科	卓越	2.51	1.1	2.3								
2024Q3	新天地板块096-2、097-4及吉安路部分地下地块	黄浦	—	新加坡丰隆	90	2.8	32.1								
2024Q3	徐汇区康健街道N06-36地块(原上海老字号冠生园厂房)	徐汇	土地交易事务中心	上海吉利翟然汽车设计有限公司	4.49	0.86	5.2								

来自全国的**实力自用企业和私人投资者**将成为**写字楼项目的主要买家**。可能出现回报不达预期的情况。
疫后企业客户成为办公楼市场主力买家，用途以**自用为主**，投资用途占比**大大减少**；其中**外资投资者态度趋于谨慎**，多数**写字楼买家为内资投资者**。

资料来源：上海楼市家，JLL，高力国际，华安证券研究所

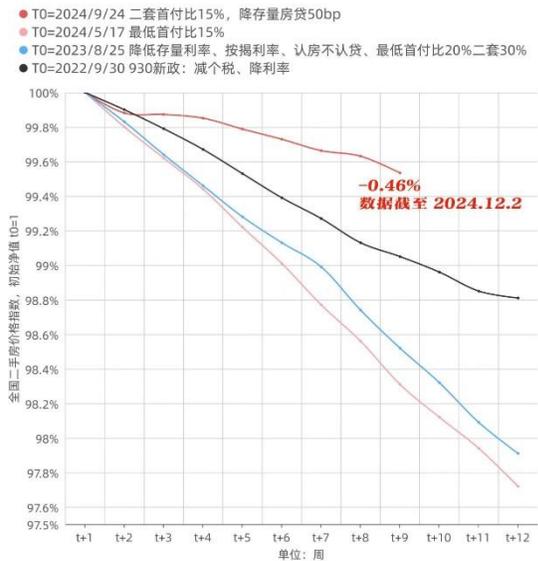
2024 热点词①：止跌回稳

本轮周期市场复苏路径或表现为“新房价止跌→二手房量升→二手房价止跌→新房销售量稳”，其中二手房价格止跌、新房销售量企稳或是市场“止跌回稳”关键标志。

根据趋势动物APP统计近期二手房价格走势：

- ① 京津冀最先止跌（北京、天津、石家庄、太原）
- ② 深港厦超跌反弹（高净值、侨民）
- ③ 成都趋势明显，其次是重庆、贵阳（一带一路）

图：2022~至今4轮救市关键政策推出后3个月楼市价格指数表现



资料来源：趋势动物Pro，华安证券研究所

2024/11/27 楼市止跌进度一览

城市	价格	趋势温度	近一年趋势	止跌进度
一线城市 (4城)				
深圳	57155 +0.2%	凉 89	↓	止跌，从底部反弹+0.8% 2024/10止跌至今
北京	56936 +0.2%	平 51	↓	止跌，从底部反弹+0.7% 2024/10止跌至今
上海	52729 0.1%	寒 44	↓	未止跌
广州	32006 -0.4%	寒 19	↓	未止跌
东南地区 (6城)				
厦门	38023 +0.7%	平 5	↓	止跌，从底部反弹+1.1% 2024/10止跌至今
福州	20831 0.3%	寒 20	↓	未止跌
合肥	15460 0.3%	寒 15	↓	未止跌
泉州	13734 -0.2%	寒 48	↓	未止跌
漳州	10190 -0.4%	寒 54	↓	未止跌
芜湖	9443 -0.1%	寒 32	↓	止跌失败 2024/11曾止跌
华南地区 (7城)				
三亚	34483 0.6%	寒 57	↓	未止跌
珠海	18000 -0.5%	寒 31	↓	未止跌
东莞	17459 -0.6%	寒 0	↓	未止跌
海口	16092 -0.4%	寒 32	↓	未止跌
佛山	12434 -0.6%	冻 40	↓	未止跌
中山	9523 0.4%	寒 51	↓	未止跌
惠州	7645 -0.0%	寒 1	↓	止跌迹象
江浙沪地区 (9城)				
杭州	29513 -0.0%	寒 37	↓	止跌迹象
宁波	20346 -0.4%	寒 6	↓	未止跌
金华	17494 0.1%	凉 33	↓	止跌，从底部反弹+0.0% 2024/10止跌至今
温州	14990 -0.4%	寒 11	↓	未止跌
绍兴	14658 -0.2%	寒 29	↓	未止跌
台州	14167 -0.0%	寒 69	↓	止跌迹象
嘉兴	12283 -0.2%	寒 9	↓	未止跌
衢州	12129 -0.2%	寒 21	↓	止跌失败 2024/04曾止跌
湖州	11109 0.2%	寒 23	↓	未止跌
江苏地区 (8城)				
南京	22310 0.2%	寒 10	↓	未止跌
苏州	19491 -0.3%	寒 12	↓	未止跌
无锡	13222 -0.3%	寒 43	↓	未止跌
常州	13193 -0.3%	寒 18	↓	未止跌
南通	10611 -0.4%	寒 3	↓	未止跌
徐州	8472 -0.5%	寒 4	↓	未止跌
盐城	8398 -0.1%	寒 2	↓	未止跌
镇江	7877 -0.5%	寒 30	↓	未止跌

华北地区 (10城)

天津	20641 -0.0%	凉 47	↓	止跌，从底部反弹+0.1% 2024/10止跌至今
济南	15307 0.0%	寒 68	↓	止跌迹象
青岛	14262 0.3%	寒 25	↓	未止跌
石家庄	11333 +0.0%	凉 62	↓	止跌，从底部反弹+0.0% 2024/10止跌至今
廊坊	10578 0.3%	寒 3	↓	未止跌
烟台	8754 -0.7%	寒 41	↓	止跌迹象
保定	8746 +0.7%	平 94	↓	止跌，从底部反弹+1.0% 2024/10止跌至今
太原	8189 0.1%	寒 87	↓	止跌，从底部反弹+0.0% 2024/11止跌至今
威海	8151 0.0%	寒 82	↓	止跌迹象
张家口	5842 -0.0%	平 100	↓	止跌，从底部反弹+2.0% 2024/08止跌至今

西南地区 (9城)

成都	14029 +0.7%	平 86	↓	止跌，从底部反弹+0.9% 2024/10止跌至今
大理	11242 0.1%	寒 77	↓	止跌，从底部反弹+0.2% 2024/11止跌至今
昆明	10556 0.1%	寒 39	↓	未止跌
重庆	9873 0.2%	寒 39	↓	未止跌
南宁	9823 0.3%	寒 61	↓	未止跌
贵阳	7652 -0.0%	寒 75	↓	止跌迹象
柳州	6344 -0.2%	寒 58	↓	未止跌
桂林	5311 +0.5%	平 96	↓	止跌，从底部反弹+0.7% 2024/10止跌至今
北海	5235 -0.1%	寒 91	↓	止跌迹象

西北地区 (5城)

西安	13020 -0.3%	寒 63	↓	未止跌
兰州	8998 0.2%	寒 18	↓	未止跌
乌鲁木齐	8751 +0.0%	寒 99	↓	止跌迹象
呼和浩特	8101 -0.5%	寒 35	↓	未止跌
银川	6216 0.1%	寒 82	↓	止跌迹象

华中地区 (5城)

武汉	12508 -0.2%	寒 11	↓	未止跌
南昌	10201 -0.5%	寒 25	↓	未止跌
郑州	10018 0.1%	寒 22	↓	未止跌
长沙	9532 0.2%	寒 71	↓	止跌失败 2024/11曾止跌
赣州	7479 0.2%	寒 85	↓	止跌迹象

东北地区 (4城)

大连	11599 -0.1%	寒 28	↓	未止跌
沈阳	7720 0.1%	寒 46	↓	未止跌
长春	7429 0.3%	寒 46	↓	未止跌
哈尔滨	7093 -0.1%	寒 83	↓	止跌迹象

趋势动物Pro / 2024/11/27更新

资料来源：趋势动物Pro，华安证券研究所

止跌回稳的误区：沪深新房二手房库存周期交叉现象

- 深圳新房去库存周期从年初27.4个月下降至15.8个月，上海新房去库存周期对比年初水平略微增加至12.7个月。
- 深圳二手房去库存周期从年初超过18个月下降至12.2个月。上海二手房去库存周期从年初超过21个月降至15.9个月。
- 法拍房成交方面：**10月以来深圳法拍房成交数和成交率创新高，11月深圳法拍房成交214套，成交率44.12%。11月上海法拍房成交118套，成交率51.53%。

图：沪深新房住宅&二手房住宅去化周期统计（23.6~24.11）

城市	深圳				上海			
	新房		二手房		新房		二手房	
指标	成交套数	去化周期	成交套数	去化周期	成交套数	去化周期	成交套数	去化周期
2023年6月	3336	22.1	2385	18.4	9049	6.6	11499	18.2
2023年7月	3487	20.6	2265	16.8	4912	7.3	12865	17.1
2023年8月	2660	20.9	2440	16.9	5656	7.6	12602	17.5
2023年9月	2528	24.1	2763	21.3	6394	8.1	14499	20.5
2023年10月	3056	25.5	2774	24.5	5101	9.0	11763	22.9
2023年11月	3123	26.0	3187	22.4	5250	10.2	13313	22.4
2023年12月	3194	26.0	3904	20.6	6710	11.7	14521	21.2
2024年1月	2497	27.4	3950	18.7	3927	12.0	13905	21.1
2024年2月	1059	30.5	1966	17.2	1469	13.7	6476	22.6
2024年3月	2855	28.1	4229	17.8	5846	14.8	17472	21.8
2024年4月	2834	28.2	4577	17.4	4406	15.0	15299	21.5
2024年5月	2554	29.2	4405	16.6	3991	16.0	16217	20.6
2024年6月	3912	29.6	4658	16.3	6677	16.0	22658	18.5
2024年7月	3522	27.2	5142	15.2	4812	15.5	17027	17.6
2024年8月	3087	24.9	4262	14.9	4374	13.7	15199	16.2
2024年9月	3021	24.1	3748	15.6	3670	15.2	12399	17.6
2024年10月	5662	21.5	7862	14.9	5777	13.8	20882	13.7
2024年11月	10038	15.8	8076	12.2	5736	12.7	27050	15.9

图：沪深两市法拍住宅成交统计（23.12~24.11）

城市	深圳		上海	
	法拍成交 (套)	成交率	法拍成交 (套)	成交率
2023年12月	115	28.61%	103	39.62%
2024年1月	83	23.38%	74	39.36%
2024年2月	67	26.80%	62	39.49%
2024年3月	107	33.54%	112	50.91%
2024年4月	86	28.20%	151	53.93%
2024年5月	111	28.83%	121	51.49%
2024年6月	108	21.64%	129	49.43%
2024年7月	150	31.19%	173	57.28%
2024年8月	120	24.54%	147	60.00%
2024年9月	145	27.88%	108	44.63%
2024年10月	240	41.17%	152	54.29%
2024年11月	214	44.12%	118	51.53%

资料来源：中指数据库，华安证券研究所
 备注：11月二手住宅成交来自深圳市房地产中介协会，上海市房屋管理局；去化周期为库存除以6个月销售平均。



2024 热点词②：收储

对比新旧版《土地储备管理办法》：

《土地储备管理办法》
(国土资规〔2017〕17号)

规范土地储备管理，增强政府对城乡统一建设用地市场的调控和保障能力，促进土地资源的高效配置和合理利用

国土资源主管部门对土地储备机构实施名录制管理，定期更新

因土地市场调控政策变化或低效用地再开发等原因，确需调整年度土地储备计划的，每年中期可调整一次

储备制度基本成型，进一步根据现状进行优化；由政府完全主导转向一定的市场化

《土地储备管理办法》
(征求意见稿) 521~621

完善土地储备制度，促进土地节约集约利用和高效配置，提高建设用地支撑和保障能力，推动高质量发展

自然资源主管部门对土地储备机构实施名录制管理，并动态更新

强调合规，收紧可调整缺口

土地储备计划应按原审批程序备案、报批

新增项：

- 储备计划：“结合城市更新、成片开发等工作划定储备片区”
- 储备标准：“符合国土空间规划”、“国有建设用地”
- 监管营护：“纳入国土空间规划“一张图”实施监管”；“不再办理国有建设用地使用权首次登记，不得办理不动产抵押登记”
- 储备临时利用：除了不超过两年的条件，增加“且不能影响土地供应”
- 资金管理：财政部门从土地出让收入中划出一定比例资金，建立国有土地收益基金，用于土地储备

强调国土空间规划结合

2024 热点词③：重组

表 四家上市公司境内外重整动态

公司	日期	破产重整动态
旭辉控股集团	2024/9/27	重组包括八种计划对价选项，每种选项都有其特定的条件和限制。例如，选项1A和1B是无利息票据和贷款，分别有2年和3年的到期期限；选项2包括现金支付、强制性可转换债券和票据；选项3和4A是6年到期的票据，可根据条件延长至9年。
	2024/10/21	推出额外选项2A：计划债权人可选择仅收取美元计价无利息强制性可转换债券（MCB）及重组生效日期支付的现金。 推出额外选项2B：计划债权人可选择美元计价年利率2.75%的新票据（NI2），MCB及重组生效日期支付的现金。 MCB比例：选项2A中MCB的比例较选项2B更大。 现金比例：选项2A和选项2B中重组生效日期支付的现金比例相同。
	2024/11/28	已有约87.36%的债权人（按持有的未偿还本金计算）正式签署或加入了重组支持协议，协议内容更新： 旭辉集团不设董事会，设董事一人、监事一人；汝梅林、林中、杨欣、葛俊、张亦春、李扬不再担任公司董事。
金科股份	2024/4/22	五中院裁定受理公司及重庆金科的重整申请
	2024/6/24	公开招募和遴选公司及全资子公司重整投资人
	2024/11/22	确认上海品器管理咨询有限公司与北京天娇绿苑房地产开发有限公司联合体，为金科股份及重庆金科的中选投资人； 此次重整投资人对金科股份的重整资金预计在30亿元左右（每日经济新闻口径）； 可能需要将部分低效资产剥离，设立信托计划用于清偿债务，也不排除部分有财产担保债权需要通过信托计划予以化解。
华夏幸福	2021/12/3	对于14只公司债券，将采取如下方式偿付： （一）现金偿付+信托受益权份额抵偿+展期清偿的方式进行综合偿付 （二）拟出售公司通过债务置换方式承接，即“置换带”
	2023/2/2	美元债券协议安排重组方案相关情况： 发行人将原债券注销，以发行新债券（包括新债券1、2、3及零息债券）向债权人分配的方式实施重组交割。 1、原债券的46.7%将以新债券1及现金提前偿付的方式交割或支付 2、原债券的53.3%将以新债券2及新债券3交割 3、零息债券：原债券截至重组生效日（不包含重组生效日）以2.5%/年计算得出的应计未付利息将以零息债券交割。
	2024/11/6	截至2023年7月31日，华夏幸福累计未能如期偿还债务金额合计为人民币248.99亿元（不含利息）； 截至2023年7月31日，公司重组计划中实现债务重组的金额累计约为人民币1,864.59亿元 截至2023年7月31日，公司以下属公司股权搭建的“幸福精选平台”及“幸福优选平台”股权抵偿金融及经营债务合计人民币115.30亿元
融创中国	2023/11/20	公告境外债务重组进展，重组生效日期为11月20日。生效后，原本的约百亿美元的债权人债务将被转换为新票据、强制可转换债券、可转换债券和融创服务的股票。前三种产品将在2023年11月21日在新交所上市，股票已经转让至债权人处。
	2024/11/14	融创拟初步计划为债券持有人提供整体债务重组方案，包括①现金要约收购、②股票及/或股票经济收益权兑付、③以资抵债和④全额长展期共四个选项。将通过召开债券持有人会议的形式推进境内债务重组事宜。

2024年3月9日，住房和城乡建设部部长倪虹在十四届全国人大二次会议民生主题记者会上表示“对严重资不抵债、失去经营能力的房企，要按照法治化、市场化的原则，该破产的破产，该重组的重组”；据中国房地产协会官网数据显示，2023年超230家房企申请破产。



目录

1

2024年不动产行情回顾和讨论热点

2

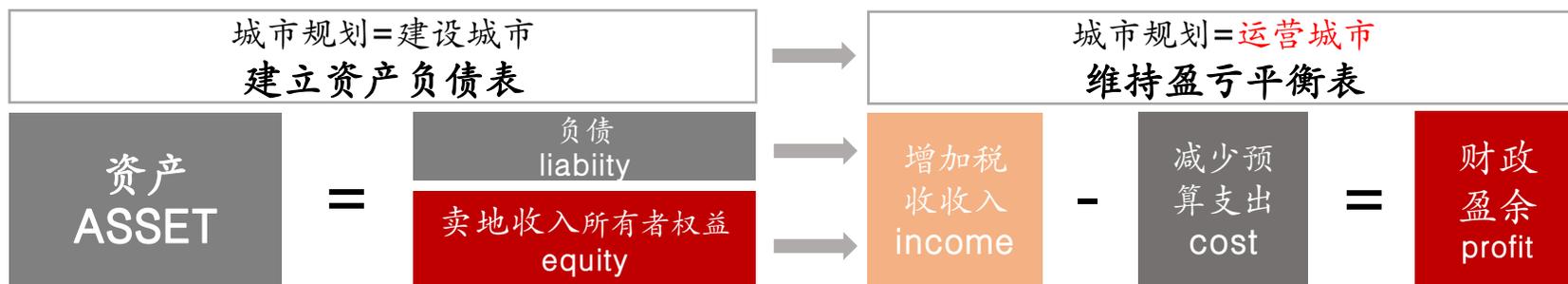
新发展模式：优化存量、严控增量、提高质量

3

2025年“五大预测”

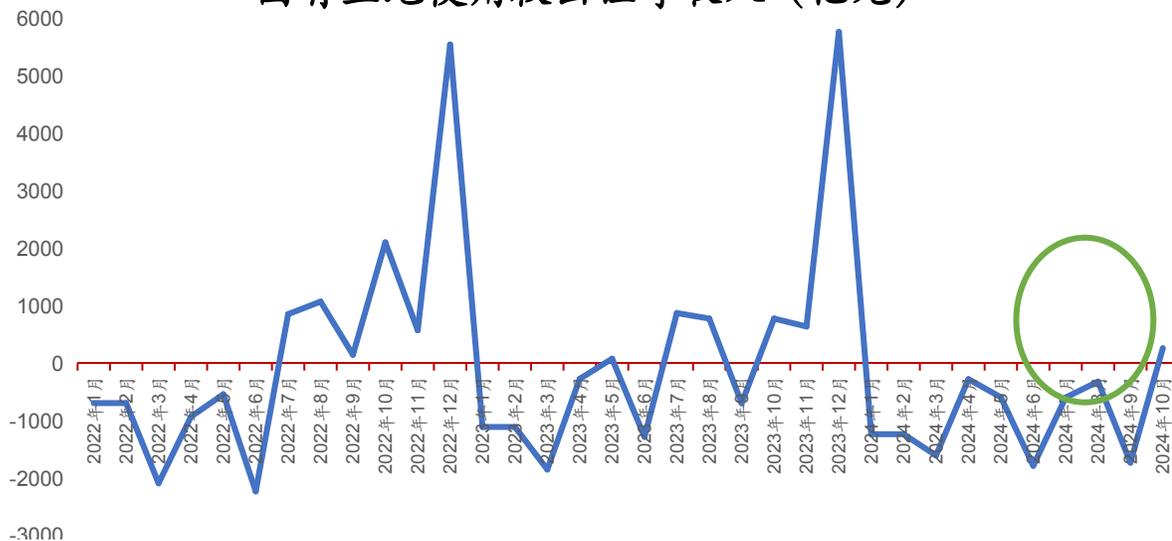
2.1 优化存量：如何理解收储？

- 城市发展背景：大开大合的建设年代已经过去，城镇化率基本到达稳定阶段
- 时代发展要求：从大拆大建年代过渡到追求存量提质、维护城市管理与盈亏运营，收储是迈出的第一步



全民所有自然资源保值增值就是创造利润空间规划目标：从卖地转向租地（税收）

国有土地使用权出让净收入（亿元）



2020~2023核心八城政府性基金预算净收入（亿元）



资料来源：iFind，政府文件整理，《重新理解城市规划》，华安证券研究所

2.1.1 各地收储：以旧换新到新房、土地的转变

以旧换新

政策着力点

简介去化新房（促进二手流动性）
不适用保障性住房再贷款，专项借款

参与主体

地方平台公司
开发商
居民购房者

模式划分

封闭式

开放式

操作方式

地方平台公司(或开发商)收购居民的存量二手房，前提是居民需认购同一主体开发的新房项目，二手收购价款用于抵扣新房价款

地方平台公司收购居民的存量二手房，前提是居民需认购市内的新房项目（不限定开发商），二手收购价款用于抵扣新房价款

代表城市/开发商 南京、华发股份

郑州、郑州城发

一手房收储

直接去化新房库存
适用于保障性住房再贷款

安居系、地方平台、租赁基金
开发商、企事业单位

配售型

配租型

北京大兴等地做过配售型保障房转化调研，并多地有考虑将之前的**共产房并轨处理**；620住建部工作会议明确扩展到各城市及区县；实施封闭管理和现房销售是主流

地方国有企业以合理价格收购已建成未出售的商品房，用作保障房；

杭州、杭州安居
广州、广州安居

青岛、杭州临安
珠海安居、华发

土地收储、换储

优化土储结构，改善流动性
适用于土储专项债

地方储备管理局
自规局
开发商

单向收储

调规换储

应付票据或者
现金补偿

“收、调、供”
联动方式收储，
调规后的土地
进行公开市场
招拍挂

广州、越秀

武汉、华侨城

2.1.1 存量商品房收储提速，多地（含北上）仍处初步筹划阶段

表 2024年全国各区域开展“收储”回购商品房相关案例整理

	收储主体	具体情况
安居系	珠海安居	8月2号，华发股份发布公告，关联方珠海安居集团将收购珠海华奔投资有限公司，一共79套住宅物业交易对价约2.66亿元。8月8日，建设银行广东省分行向安居集团提供总金额不超过200亿元的银行综合授信支持。
	深圳安居	8月7日，深圳安居集团拟收购商品房用作保障性住房，并在深圳市范围内（不含深汕特别合作区）征集符合条件的商品房，深圳多数工改工项目的配套宿舍与此次收储的匹配度更高。
	杭州安居	10月30日，杭州安居集团发布《关于收购已建成存量商品房用作保障性住房的征集通告》，面向中心八城区已建成存量商品房（含自持商品住房）项目；收购主体含杭州安居集团及下属杭州市安居建设投资集团和宁巢投资等子公司。
	合肥安居	9月9日，合肥安居集团发布《关于收购已建成存量商品房用作保障性住房的征集通告》，拟收购已建成存量商品房用作配售型或配租型保障性住房，“现房为主、精装优先”的标准，含已办理竣工验收的现房（包括进入司法处置程序的法拍房）。
	广州安居	11月18日广州安居集团发布公告称，拟在未来一个月内，在广州全市征集已建成的存量商品房用作保障房。
地方平台公司	济南城市发展集团有限公司、济南城市投资集团有限公司	累计购置租赁项目53个，房源3.05万套、210万平方米，总投资额约233亿元。目前济南城投已投入运营的三个项目看，可以达到4%的年投资回报率，均为公寓类项目。试点政策购置商品房163.84万平方米，约占年度商品房交易量的11.12%；主城区商品房去化周期从2022年的25.3个月，下降至2023年的24个月。
	青岛建融投资置业有限公司	2024年1月，青岛首批租赁住房贷款支持计划试点18.5亿元贷款落地，支持收购首批存量住房项目7个，涉及房屋总套数2319套。青岛建融投资置业有限公司是青岛市两家试点经营主体之一，为青岛青铁置业发展有限公司全资子公司，已获得银行12.4亿元贷款支持，用于收购1032套存量商品房作为租赁住房。
地方国企/国资租赁基金	合肥安居租赁子公司、滨投集团租赁子公司	11月22日，合肥城建发布公告，旗下3大商品房项目将由合美租赁&承悦租赁（合肥安居）、宾享家租赁（滨投集团）收购，包括新站区琥珀菁华里、瑶海区琥珀东樾里、长丰县琥珀尚阳里，收购总金额达到33.32亿元。
	华发集团	8月9日，华发股份发布公告，拟与珠海华发集团有限公司或其子公司开展存量商品房及配套车位交易业务（含达到预售条件的房源，合称“存量商品房”），总交易金额不超过120亿元。
	重庆嘉寓房屋租赁、重庆建渝住房租赁基金	重庆嘉寓面向重庆中心城区征集批量收购商品房用作公共租赁住房，并详细列出了收购房源要求，收购了7个项目，合计4207套房源。



2.1.2 优化存量——如何理解城市更新？

- 城市更新主要看广深起量（2024北京计划推进20个城中村改造，上海启动15个城中村改造，广州实施200个以上老旧小区改造项目，深圳加快实施60个城中村分类改造项目）。市场关注重点是拆除重建的量（综合整治、有机更新主要是以政府主导支出为主），融资方式主要是财政拨款、城更专项债、国企&平台公司市场化融资、城更基金及其他市场化融资（自筹资本金、贷款、信用债、非标等）。
- “房票安置”“房源超市”等政策的尝试，也有利于实现新房去化库存。

表 城市更新重要政策整理（2023.7~2024.11）

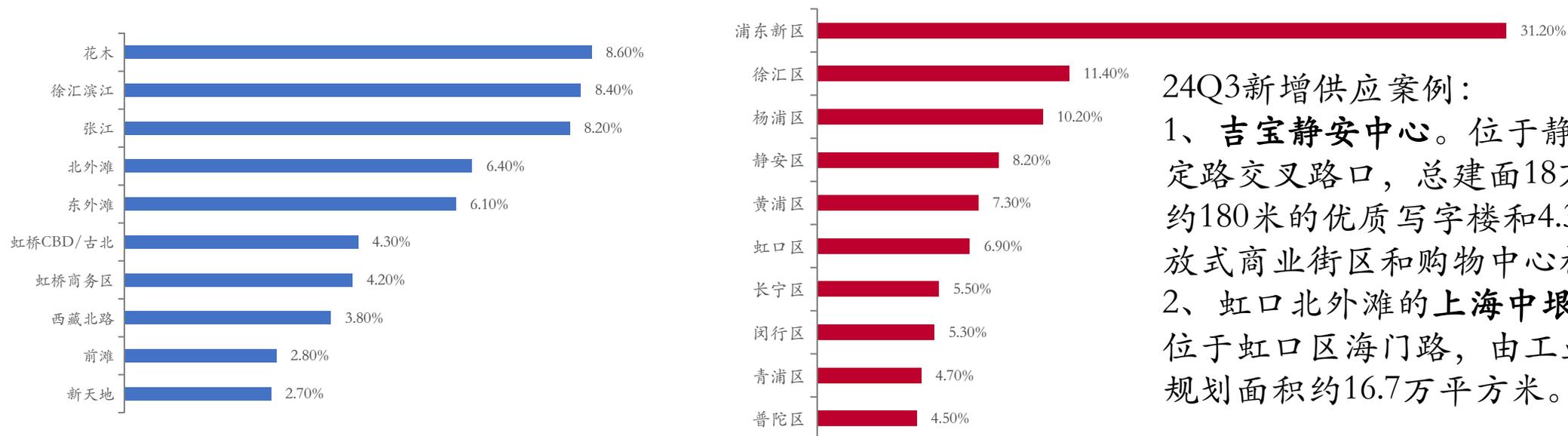
发布时间	发布单位	文件/会议	主要内容
2023.7	国务院	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，成熟一个推进一个，实施一项做成一项，真正把好事办好、实事办实。
2023.11	自然资源部	《支持城市更新的规划与土地政策指引(2023版)》	文件旨在推动支持城市更新的相关规划工作规范开展。鼓励各地结合实际，按照城市更新的总体要求和目标，因地制宜细化要求，开展城市更新的规划与土地政策探索创新。
2024.2.19	全面深化改革委员会	《关于改革土地管理制度增强对优势地区高质量发展保障能力的意见》	要建立健全同宏观政策、区域发展更加高效衔接的土地管理制度，提高土地要素配置精准性和利用效率，推动形成主体功能约束有效、 国土开发协调有序 的空间发展格局，增强 土地要素对优势地区高质量发展保障能力 。要 统筹好区域经济社会布局和国土空间利用 ，立足各地功能定位和资源禀赋，细化土地管理政策单元，提高资源开发利用水平，更好发挥优势地区示范引领作用
2024.4	财政部、住建部	《关于开展城市更新示范工作的通知》	支持部分城市开展城市更新示范工作，重点支持 城市基础设施更新 改造，进一步完善城市功能、提升城市品质、改善人居环境
2024.10.17	住建部	国新办发布会	将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 。一是重点支持地级以上城市；二是开发性、政策性金融机构可以给予专项借款；三是允许地方发行政府专项债；四是给予税费优惠；五是商业银行根据项目评估可发放商业贷款。
2024.11.15	住建部、财政部	印发通知部署各地进一步做好城中村改造工作	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 ，进一步扩大到了近 300个地级及以上城市 。

2.2.1 严控增量：核心城市写字楼超供现象

供应：据高力国际统计，24~29年，上海预计有**1300万平方米**的新增供应面积，约合整体市场1.5%/年的增长速度，与20~23年的1.7%/年增长速度基本一致。未来的新增供应将主要集中在**浦东、徐汇、杨浦**等区域。细分市场为：花木（110万平）、徐汇滨江（108万平）、张江（106万平）、北外滩（83万平）、东外滩（79万平）等**次中心商圈**。

次中心商圈在未来5~6年的新增供应最多。上海全年约70%的新增办公供应集中在**次中心板块**（前滩、真如、徐汇滨江）等，目前浦东花木、前滩、五角场等地区空置率较为理想；楼宇较旧的核心市场将继续承压。

图 24~29年预期写字楼新增供应市场细分（按区位和行政区域）



24Q3新增供应案例：

- 1、**吉宝静安中心**。位于静安区常德路武定路交叉路口，总建面18万平方米，由高约180米的优质写字楼和4.3万平方米的开放式商业街区和购物中心构成。
- 2、**虹口北外滩的上海中垠广场（AB座）**。位于虹口区海门路，由工业用地改造，总规划面积约16.7万平方米。

2.2.2 严控增量：购物中心作为核心资产仍有一定吸引力

疫情期间核心资产仍具有一定吸引力。以2021年两单引起广泛关注的交易为例，平安集团收购凯德核心物业来福士广场，总交易价格达330亿，体现了凯德集团在中国境内资产的布局优化；黑石拟收购soho中国，在2020年3月因收购价（据传40亿美元）未达成一致导致私有化谈判失败；后期收购成本降至30亿美元，但由于垄断审查迟迟未有结果，收购要约超出约定期限，导致黑石最终决定放弃收购。**同时注意到疫情之后人们消费习惯有较大改变，线上购物成常态，o2o模式企业占比仍不大，线下实体商业整体品牌重叠度高，招商策略谨慎，空间被进一步压缩。购物中心需进一步提升自身作为核心资产的吸引力。**

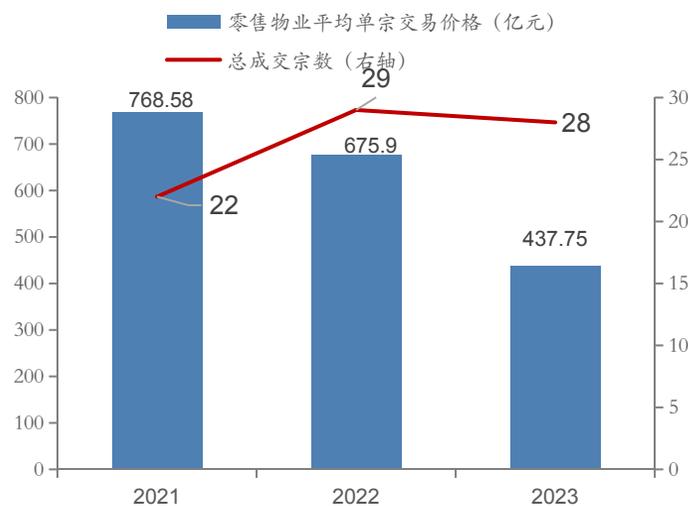
购物中心大宗交易占比有所回升：根据高力国际数据，2024H1全国房地产大宗成交物业中**零售业占9%**，较2023年的6.5%有所回升。

平均单宗成交金额有下降趋势，反映交易资产转向轻量级

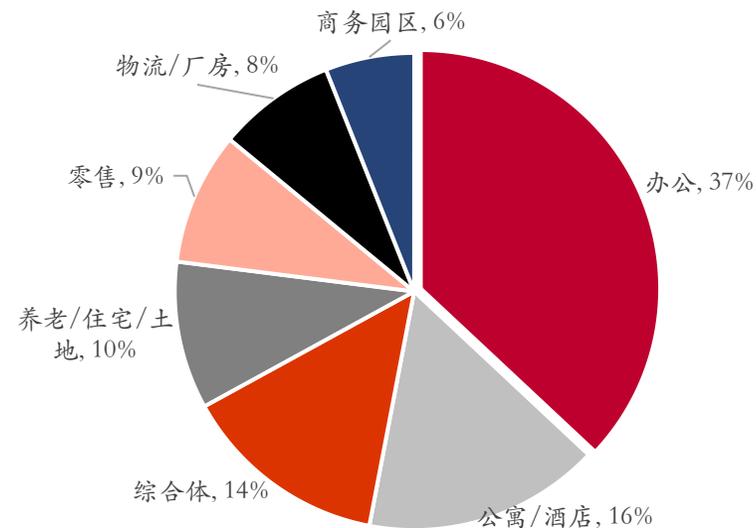
单宗成交金额持续下滑，“小而精”的商业项目更受市场热捧，大额交易与往年相比大幅减少。据赢商网统计，在2023年已披露金额的交易中，近**六成项目成交金额不足20亿元**，平均单宗交易金额呈逐年下滑趋势。

其中最大金额的交易是太古地产以97.1亿元的价格收购上海前滩21号地块与洋泾地块40%股权，这也是唯一一宗成交金额在50亿元以上的交易。

商业地产大宗交易近年规模



2024H1全国房地产大宗成交物业业态分布



2.2.3 产业园区：整体租金承压，需重点关注公平竞争审查条例及关税政策变化

需求端压力大，供求仍有差距：租金逐年降低，园区普遍为租户提供更低的租金和更优惠的合同条款，预计2024年上海产业园区平均租金增速下降11.56%，截至2024Q2，在去化压力下，上海产业园平均租金连续五个季度下滑，本跌至3.77元/平米/天，环比下降2.8%，同比下降5.5%。预计上海市2024年全年新增供应入市将达约358万平方米，成为历史供应高峰。

出于**降本增效**的目的，企业仍保持从**核心城市的核心区域向周边迁移**的趋势，以上海为例，陆续由企业从上海市区内向区域外迁移。根据瑞卡集团研究数据，2024H1上海市**跨市迁出企业达12436家**，其中奉贤区、浦东新区、闵行区迁出企业数量较多。迁入地中苏州市、北京市、杭州市位列前三，分别迁入1023家、919家、839家。从产业分布来看，**商贸服务、软件信息服务、数字创意**等领域企业迁出次数较多。

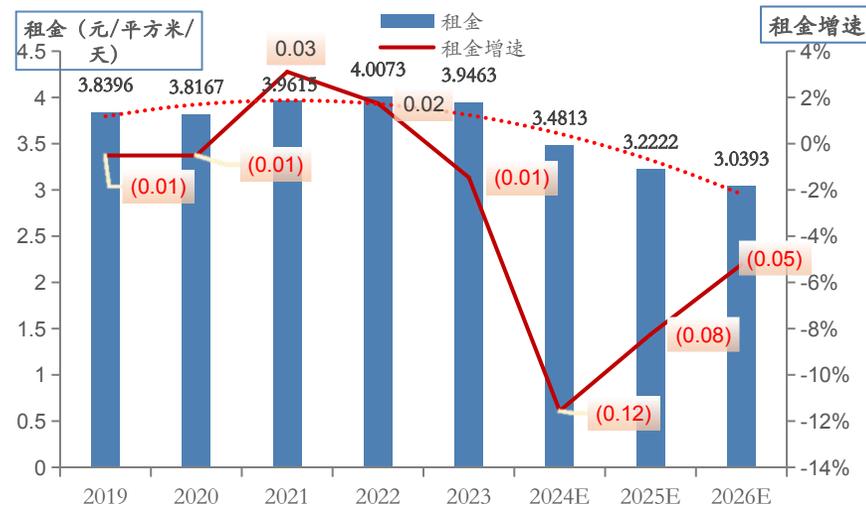
上海企业向周边城市迁移趋势



2024H1上海市企业迁出地分布

迁出地	数量
奉贤区	2238
浦东新区	2064
闵行区	1059
嘉定区	1002
崇明区	980
宝山区	871
金山区	782
松江区	702
青浦区	696
普陀区	377
静安区	361
杨浦区	296
徐汇区	254
黄浦区	192

上海19~26E产业园区租金情况



2.3.1 提高质量：第四代住宅

- 一线城市中，广州和深圳有明确的新建筑规划规则，深圳在今年推出多个赠送阳台面积的“新规房”（宝卓越前海未来城），以及符合绿化要求的第四代住宅（宏发悦见和府）；2024版《深圳市建筑设计规则》修订后将把避难层、机房等公共空间列为“不计容面积”；可不计入建筑面积的凸窗，修订后进深由0.6m增加至0.8m。
- 北京和上海虽然没有出台针对第四代住宅的政策规定，但也已经推出当地首个第四代住宅项目：北京为龙湖·观萃（得房率94%），上海为西岑科创园区项目（动迁基地88.5%，楼高楼距达1:1）。

表：一线城市第四代住宅以及可比项目信息

地理位置	楼盘名	所在区	开盘日期	得房率	楼盘单价 (元/平米)	套内价格 (元/平米)
北京市	越秀·星樾	昌平区	预计12月中旬	81.60%	62000	75980
	龙湖·观萃	昌平区	2024/9/7	94%	60000	63830
上海市	保利虹桥和颂·IN255	青浦区	2024/11/17	85%	37877	44561
	西岑科创园区项目	青浦区	未定	100%-110%	38000	34545-38000
广州市	阳光城丽景湾	南沙区	2024/9/14	73.68%-84%	26000	30952-35288
	招商林屿境	南沙区	预计12月下旬	120%-140%	未定	未定
	宏发悦见誉府	龙华区	2024/10/25	74%	52000	70270
	宏发悦见和府	龙华区	2024/5/18	72.7%	58500	80468
	溪山禾玺首府	龙华区	2024/9/28	97%~100%	44300	44300
	中建鹏宸云筑	龙华区	预计12月	96%~100%	55000	55000
	星辉兰玉庭	光明区	2024/11/24	92%	36000	39130
深圳市	中建观玥名邸	光明区	2024/10/19	93%~100%	38000	38000-40860
	鸿桥世纪名园	宝安区	2024/11/23	78.50%	47286	60237
	宝卓越前海未来城	宝安区	2024/11/2	100%	43678	43678
	南山1978·半岛擎峯	南山区	2024/11/17	80%	78036	97545
	远洋观山海	南山区	预计12月	95%~97%	76000	78351-80000
	天源华府	南山区	预计12月下旬	78%	110000	141026
	湾启紫荆府	南山区	预计12月下旬	92%	108000	117391

第四代生态住宅建设成本：

- 根据同辰建筑测算，第四代生态住宅较传统住宅按建筑面积增加成本650~700元/平方米
- 根据江西省住房和城乡建设厅测算，江西省空中庭院住宅每平方米成本增量约在1200-1400元，建造空中园林住宅每平方米成本增量约在1800至2000元（空中园林还有额外的日常维护费用增量约为每户每年900-1200元）

资料来源：房天下，华安证券研究所
 备注：浅蓝色为第四代住宅

2.3.2 提高质量：“限墅令”取消后供货结构改变

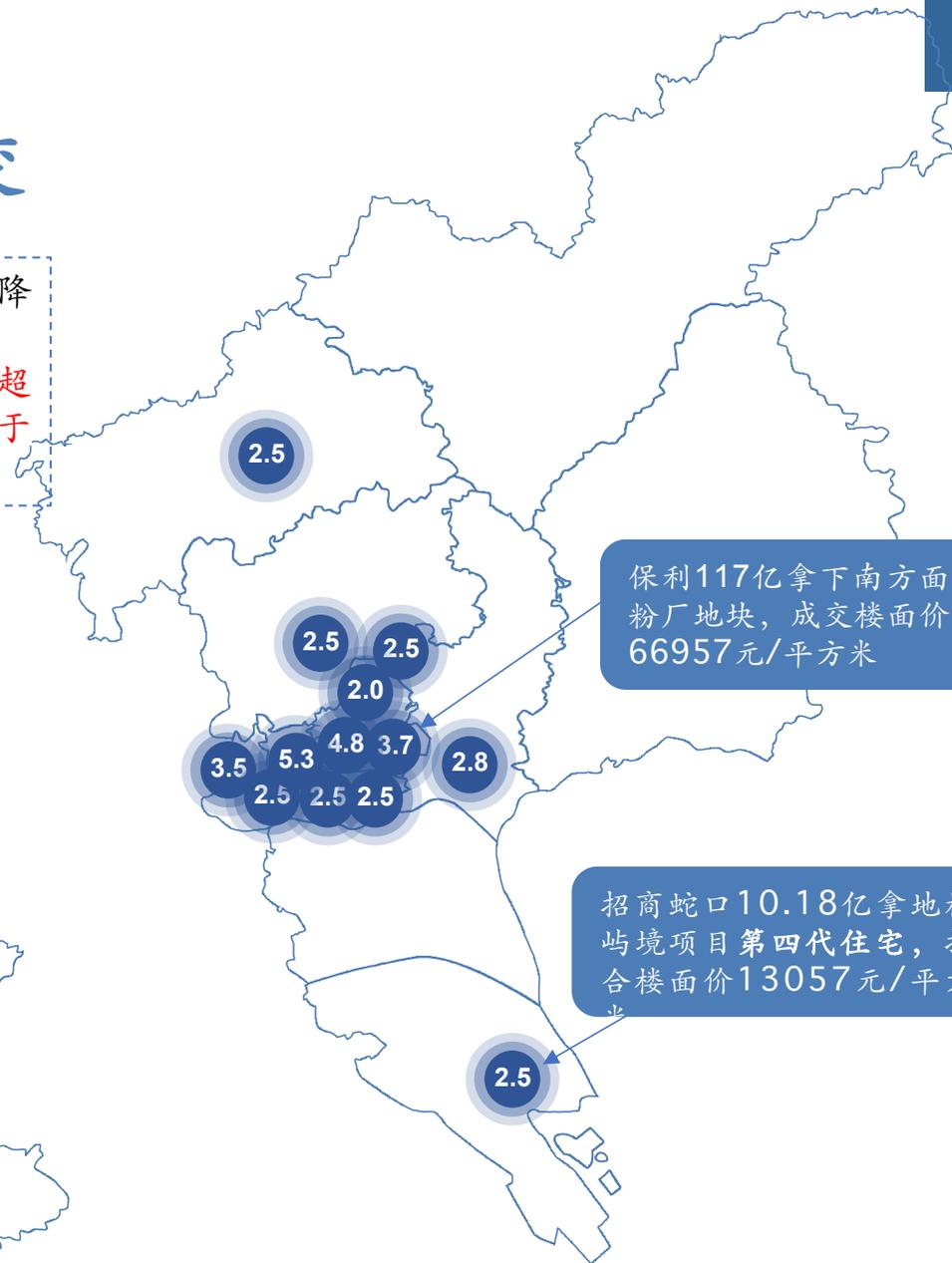
- 2023年9月底，自然资源部发文，建议取消远郊区容积率1.0限制（限墅令）。
- 2024年9月，上海青浦区举办土地推介会，推出三宗容积率仅为0.8的地块。
- 2024年9月，广州规划局调整了几块地的控规，释放出新宅地；其中，天河智谷马鞍山以北片区的三宗宅地容积率仅0.8。
- 截至24年11月底，**北京市、深圳市没有容积率小于1的新地块。**



资料来源：中指数据库，华安证券研究所
 备注：圈内的数据为各个地块的容积率

2.3.2 提高质量：“限墅令”取消后供货结构改变

- 根据中指研究院统计，2024年1-11月，TOP100企业拿地总额7431.8亿元，同比下降31.5%，相较1-10月降幅收窄7.1个百分点。
- 销售业绩TOP30企业中，除绿城、滨江前11月投销售比超30%外，其他拿地销售比超20%的企业均为央国企，包括越秀、建发、华润，其余头部房企拿地销售比均低于20%。此外，24年1~11月销售前30房企中有13家拿地金额不足20亿。



资料来源：中指数据库，华安证券研究所
备注：圈内的数据为各个地块的容积率



目录

1

2024年不动产行情回顾和讨论热点

2

新发展模式：优化存量、严控增量、提高质量

3

2025年“五大预测”

预测1：销售降幅收窄，新开工和竣工持续承压

我们预计2025年全国房地产销售面积/销售金额同比降幅在12.0%/8.0%，大型主流房企投销比难以恢复到30%水平线，考虑到白名单及收储换地刺激，预计2025年新开工面积/竣工面积/房地产投资同比分别-20.0%/-22.0%/-6.9%。

表 2024年1-11月中国房企销售业绩 TOP10及本年预测

企业	销售额 (亿元)	24年 10+11月 销售额占比	23年 10+11月 销售额占比	预测 2024全年 销售额	1~11月 销售同比
保利发展	2584.0	21.40%	16.86%	3243.4	-22.90%
中海地产	2283.8	26.48%	16.74%	2918.8	-5.78%
绿城中国	2149.3	24.13%	25.02%	2897.4	-3.77%
万科	1882.5	24.03%	16.85%	2434.5	-20.71%
华润置地	1828.5	18.90%	18.19%	2436.7	-35.11%
招商蛇口	1576.0	23.23%	16.26%	2049.4	-30.20%
建发房产	1034.9	26.75%	19.07%	1342.7	-28.98%
龙湖集团	858.0	21.45%	14.64%	1094.2	-28.70%
滨江集团	802.4	22.63%	15.70%	1087.3	-23.97%
华发股份	749.2	21.33%	15.40%	992.3	-42.83%

表 2024年1-11月中国房地产企业权益拿地金额、面积 及投销比

企业	权益拿地面积 (万方)	企业	权益拿地金额 (亿元)	2024年投 销比	2023全年投 销比	2022全年投 销比
保利发展	229	保利发展	476	19.61%	36.80%	24.51%
滁州城市建投	226	绿城中国	452	43.09%	49.60%	36.83%
石家庄城发投集团	212	中海地产	407	16.37%	37.71%	26.99%
中国铁建	210	华润置地	349	22.28%	37.07%	41.34%
绿城中国	195	建发房产	306	33.71%	53.51%	45.06%
泉州城建集团	190	滨江集团	277	55.35%	34.53%	45.78%
安徽涡河置业	189	中建壹品	229	65.49%	49.24%	
中海地产	185	招商蛇口	186	14.27%	33.04%	29.41%
盐城城投地产集团	175	越秀地产	175	26.66%	40.43%	27.56%
华润置地	166	中国铁建	123	17.75%	43.52%	38.88%

资料来源：中指数据，华安证券研究所

备注：统计口径为并表商品房，依据各地销售监测数据，并参考当期总体经营情况和推盘去化进行分析统计，仅供参考



预测2：止跌企稳

- 我们预计，在第四代住宅产品陆续推出及供货结构调整下，核心城市中新房价格止跌会领先于二手房，但不是真正意义上达成“止跌企稳”效果。
- 随着各类需求侧政策刺激，尤其是一线取消普宅与非普宅相衔接的税收、增加公积金贷款的支持力度等政策下，一线城市二手房会逐步从“放量”逐步过渡为“价稳”，观测的重点前期指标应该为二手房成交量及法拍房成交量。

表 2021.1~至今 上海新房及二手房价格指数

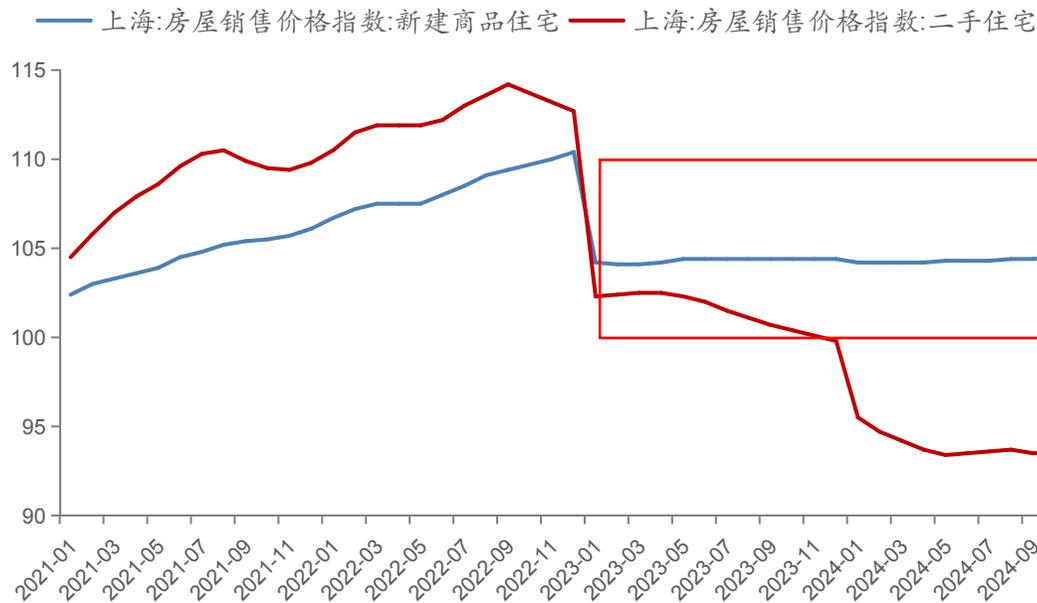
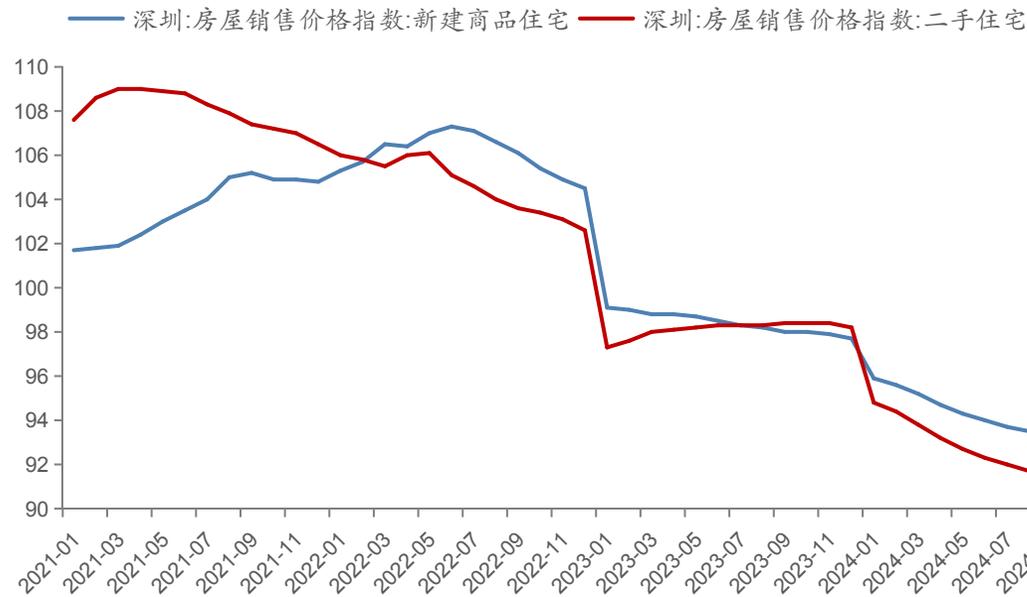


表 2021.1~至今 深圳新房及二手房价格指数



预测3：严控增量前提下土地出让仍不容乐观，关注政策下受益的房企

- 我们预计，在去库存周期的关键时间点，土地出让金仍会持续下降，考虑到土储债重启因素（11月11日，自然资源部发布《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》），我们判断有助于房企增加资金流动性，改善目前土储结构。此外，收储后形成“净地”“优地”，既有利于补齐公共服务设施短板改善环境，也可促进有效投资。
- 土地财政依赖度较大的城市，会更多选择换储而非单向收储的模式，中长期看账面现金流较为充裕的央企会受益于土储结构优化；从改善资金流情况看，地方性国企和城投类房企会更加受益于短期的土地收储。

图：2024年1~11月城市土地供需情况

指标	300城	一线	二线	三四线
推出面积	-31.4%	-49.0%	-37.4%	-27.9%
成交面积	-27.4%	-42.2%	-31.6%	-24.4%
土地出让金	-32.4%	-28.9%	-40.9%	-23.4%
楼面均价	-6.9%	23.1%	-13.5%	1.2%

2023年 土地出让金

各类用地：3.6万亿元 同比：-14.5%↓
住宅用地：2.9万亿元 同比：-15.0%↓

2024年1-11月 土地出让金

各类用地：2.0万亿元 同比：-28.0%↓
住宅用地：1.5万亿元 同比：-32.4%↓

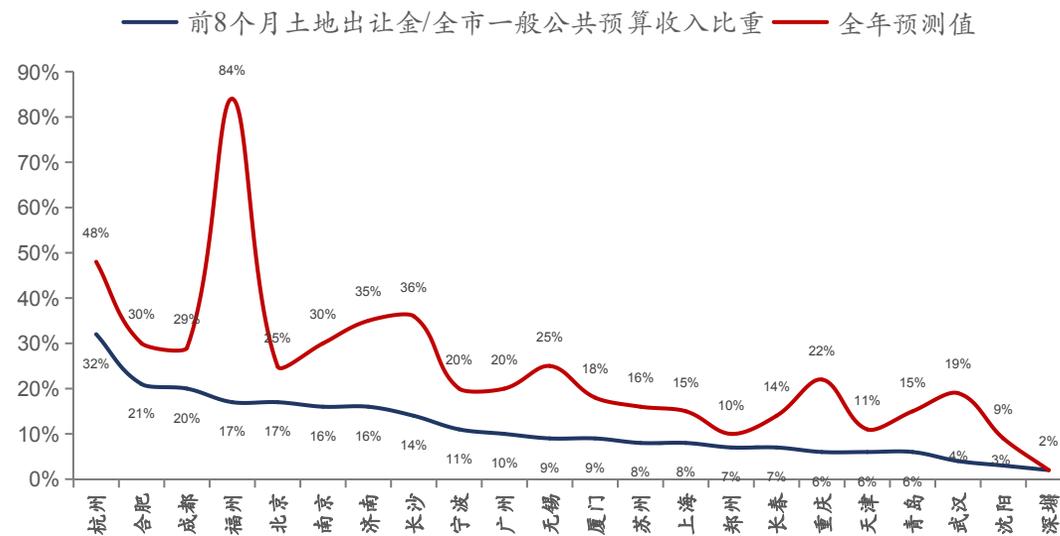
2023年 规划建筑面积 (平方米)

各类用地：推出18.9亿 同比：-16.1%↓ 成交16.1亿 同比：-16.1%↓
住宅用地：推出6.3亿 同比：-19.6%↓ 成交4.9亿 同比：-20.8%↓

2024年1-11月 规划建筑面积 (平方米)

各类用地：推出14.1亿 同比：-19.8%↓ 成交10.1亿 同比：-21.5%↓
住宅用地：推出4.1亿 同比：-31.4%↓ 成交2.5亿 同比：-27.4%↓

表 2024年22个典型城市土地财政依赖度测算预估

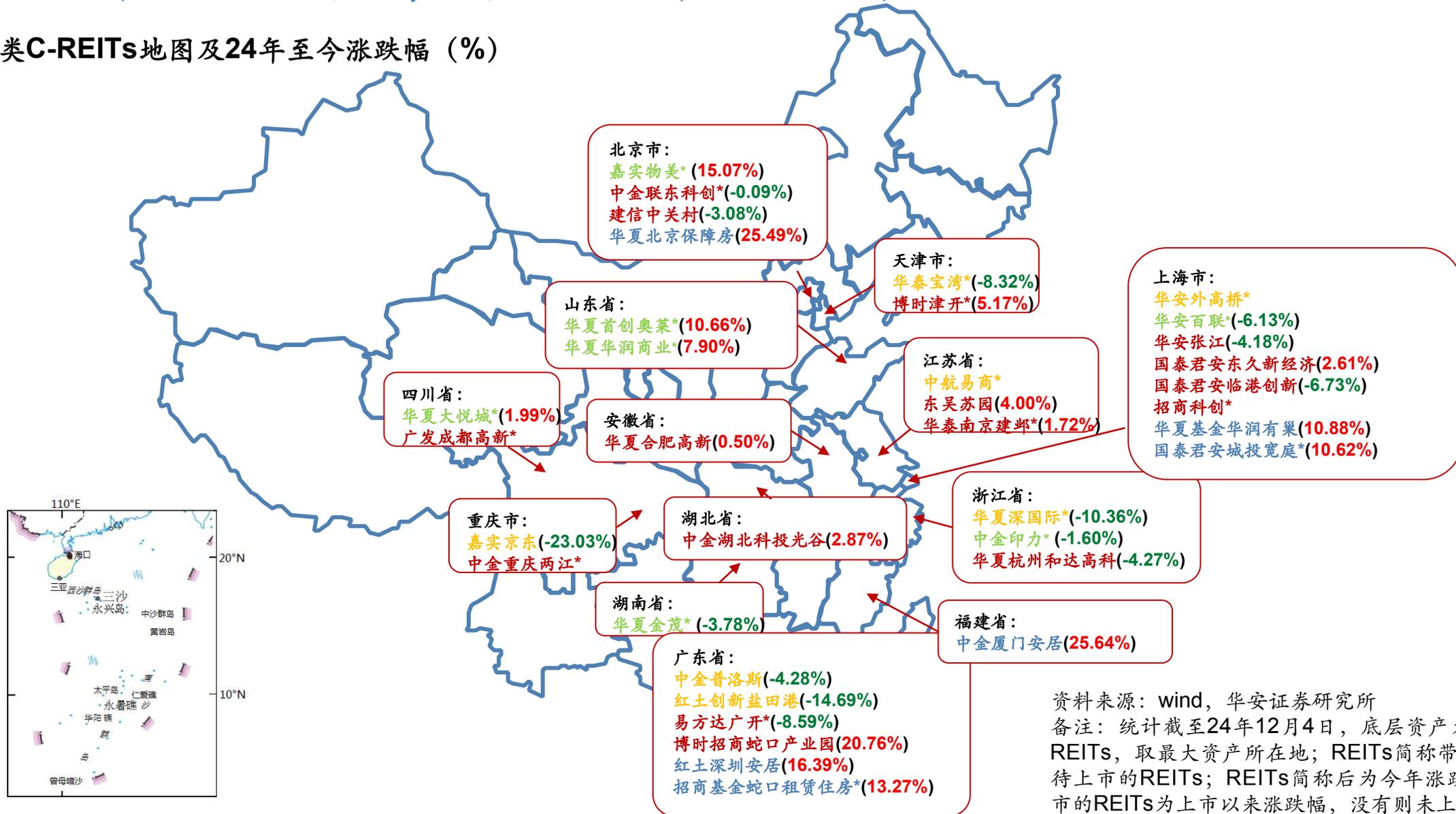


资料来源：各城市财政局官网，中指数据库，华安证券研究所

备注：2024年预计土地成交金额=2024年前8个月土地出让金/2023年前8个月土地出让金*2023年土地出让金成交额；2024年土地财政依赖度=2024年预计土地成交金额/2024年一般公共预算

预测4：常态化发行后，高能级城市物业上市及扩募加速

图 产权类C-REITs地图及24年至今涨跌幅 (%)





预测5：产权类C-REITs二级市场表现持续分化

- 我们预计随着C-REITs扩容和目前资产荒现象，机构投资者将重新关注二级买入机会，**公募REITs换手率将逐步提升**；
- 证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）将缓解“资金跷跷板”效应（首期操作规模5000亿元，**可用质押品包括公募REITs**）；同时随着十年期国债收益率下破“2.0%”关口，资产荒现象显著，应该着重关注偏债属性的保障房REITs。
- 会计新准则变化强化 REITs 权益属性，看好更多券商自营和保险资金增配高分派率C-REITs产品。



风险提示

- 地产政策变动带来的不确定性风险
- 数据失准或数据提取误差
- 楼市修复不及预期



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。