下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

宏观快评 2026 年 08 月 31 日

【宏观快评】

六个方面可能的影响思考——地产新政简评

❖ **前言：8 月 28 日，就地产发展新模式相关制度的建设，多部委集中出台多个文件予以明确。本文作几个可能的影响思考。需要强调的是，制度更多的细节尚未出台，较为重要的待明确的细节包括优先现房销售是否强制执行、土地分期付款如何变化、定金比例如何确定等，因而本文更多在定性层面做思考。**

❖ **引子、地产新政的简易分析框架**

新政出台的目的，据官方介绍，“切实维护购房人合法权益（实现‘所见即所得’）、推动房地产业高质量发展（改变‘三高’模式，促进房地产行业稳健经营）、促进金融与房地产良性循环（满足房地产合理信贷需求）等。”

新政之下，以现房销售为例，简要的现金流变化是：房企的房款、开发贷的获得分布于住宅建设的整个周期。对于房款，初始时获得少量定金，竣工交付后获得尾款。对于开发贷，银行根据项目建设进度、风险情况分批发放。由于资金的获得严格匹配或滞后于项目建设进度，房企难以快速扩张，此时单一项目本身的土地款需要分期予以支付。

❖ **一、财政影响：土地出让收入或承压**

一方面，由于房企的资金来源匹配项目进度，从减轻房企的压力角度，需要在土地款项支付层面，给予更长的付款周期。另一方面，现房销售制度下，房企的资金周转速度变慢，对于单一项目而言，在房价、资金利率等因素不变的情况下，继续满足项目本身必要的回报率，可能需要通过土地出让价格的调整，以吸引房企参与。2025 年数据显示，地方土地出让收入为 4.15 万亿。

❖ **二、居民影响：付款延后，交付风险降低**

对于现房销售：推行定金制。“在取得建筑工程施工许可证后，房地产开发企业可与购房人签订购房定金合同，依法收取少量定金。”个人住房贷款应在销售备案后发放。**对预售**：“（个人住房贷款）应严格在项目竣工备案后发放。”

❖ **三、房企影响：从“三高模式”到稳健经营**

对于房企而言，两个变化推动房企经营需要更加稳健。第一个变化是现金流。我们作简要测算如下（注：相关政策细节尚未披露，测算仅供参考）：1）旧政下，假设项目的总卖房款为 1，土地成本为 0.6，开发成本为 0.3，则完成预售后，房企卖房款可以覆盖全部土地成本以及开发贷，有一定的余力可以投入到其他项目中。2）新政下，假设项目的总卖房款为 1，土地成本为 0.6，开发成本为 0.3，以现房销售，定金假设为 0.05，项目周期为三年，地价与开发贷均分三年支付，则开工第一年，房企获得的资金为定金+开发贷，为 0.05+0.3/3=0.15。房企需要支付的土地成本为 0.6/3=0.2。房企的资金缺口在 0.05 左右，即需要房企有适量的资本金参与整个项目建设。

第二个变化是经营风险。旧的模式下，完成预售也意味着不再承担房价波动风险。新的模式下，假设是现房销售，主要的房款在项目竣工后获得。若彼时房价波动较大，可能面临一定的收入波动风险。包括未通过定金制度售出的房子竣工时的售价发生较大变化、已通过定金制度售出的房子可能面临违约风险。

❖ **四、银行影响：存贷两端均有变化**

（一）存款端：居民存款活化速度或放缓。以滚动 12 个月的新增居民存款与新增 M2 的比值，代表居民存款活化程度。以 2025 年数据为例（注：居民存款活化影响因素多元，难以准确定量判断，此处仅供参考），住房的期房销售额为 5.3 万亿。假设这部分期房首付比为 80%，若是现房销售，定金比例为 5%，则 2025 年的居民存款活化速度将放缓：5.3 万亿*（居民期房首付比例-定金比例）/新增 M2＝5.3*（80%-5%）/26.7=14.9%。2025 年，新增居民存款/新增 M2＝54.7%，若 2025 年为现房销售，则这一比值将上升为 69.6%。

（二）贷款端：贷款发放速度将放缓。首先对于购房贷款，发放时点大幅延后（无论是现房销售还是继续实现预售制）。其次，对于开发贷，或在匹配项目进度的要求下，缓慢发放。根据政策要求，“银行业金融机构应根据项目建设

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：陆银波

邮箱：luyinbo@hcyjs.com

执业编号：S0360519100003

相关研究报告

《【华创宏观】毛利率有所分化——7 月工业企业利润点评》 2026-08-28

《【华创宏观】存量政策加快落地——政策周观察第 93 期》 2026-08-24

《【华创宏观】财政两个灵魂问题：供给压力？支出提速？——7 月财政数据点评》 2026-08-22

《【华创宏观】公积金条例的三大核心变化》 2026-08-19

《【华创宏观】货币政策规则指引美国需加息？》 2026-08-18

下载日志已记录，仅供内部参考

进度、风险情况分批发放房地产开发贷款。”

❖ **五、经济影响：或更多在财政与投资**

（一）地产投资：关注拿地面积变化。对于地产商而言，需要考虑现金流问题和经营风险，预计经营更加稳健，拿地可能趋于谨慎。但，更多的细节尚未披露，目前或尚难判断后续拿地变化。

（二）财政支出：关注其他资金来源的变化。从财政自身的收支平衡来看，其两本账的支出来自税收、非税、土地出让等。若假设新政之下，土地出让收入减少（予以分期付款或调整地价），其他来源假设不变，则财政两本账支出增速或有下行的压力。因而，需要关注其他资金来源的变化，如地方税的调整、政府债的发行规模等。

（三）城市更新：或面临现金流的约束。此次新政涉及城市更新的融资问题，要求：“申请城市更新项目贷款的项目应具备充足的经营性收入，能够覆盖贷款本息”、“贷款人应核实城市更新项目贷款资金用途，不得用于缴纳土地出让金及相关税款，不得用于净地供应前土地征收、拆迁安置补偿等前期环节”。

❖ **六、房价影响：影响机制较为复杂**

对于房价而言，新政带来的影响因素较多，较难判断新政影响的方向。

一方面，从供给侧来看，若后续开发商拿地更加谨慎，新房供给速度进一步放缓，有利于消化现有现房库存。截止至 7 月，现房（已竣工待出售）库销比为 7.21 个月，尚处于历史偏高水平，其与房价走势有一定的相关性。

另一方面，需求侧来看，对居民更加友好的付款方式或有助于提升居民购房热情，但若房企拿地更加谨慎，财政收入承压、地产投资下行，可能影响经济的需求，进而影响居民的收入，对房价相对不利。

❖ **风险提示：地产发展新模式相关制度的具体实施细则尚待进一步明确，新旧模式转换期间，需持续关注地方土地出让节奏的变化以及广义财政工具的配合与对冲力度；报告中相关情景测算基于简易假设，仅供参考。**

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

引子、地产新政的简易分析框架 5
（一）新政涉及文件与精神学习 5
（二）新政的简易分析框架 5
一、财政影响：土地出让收入或承压 6
二、居民影响：付款延后，交付风险降低 7
三、房企影响：从“三高模式”到稳健经营 7
四、银行影响：存贷两端的变化 7
（一）存款端：居民存款活化或放缓 7
（二）贷款端：贷款发放速度将放缓 8
五、经济影响：或更多在财政与投资 8
（一）地产投资：关注拿地面积变化 8
（二）财政支出：关注其他资金来源的变化 8
（三）城市更新：或面临现金流的约束 9
六、房价影响：影响机制较为复杂 9

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 新政涉及文件 5
图表 2 地产开发销售涉及的现金流 6
图表 3 土地出让收入 6
图表 4 新增居民存款与 M2 的比值 8
图表 5 财政支出预测 9
图表 6 当前现房库存依然偏高 9

下载日志已记录，仅供内部参考

引子、地产新政的简易分析框架

（一）新政涉及文件与精神学习

8 月 28 日，就地产发展新模式相关制度的建设，多部委集中出台多个文件予以明确（以下统称为新政）。根据官方介绍，主要的目的包括：切实维护购房人合法权益（实现“所见即所得”）、推动房地产业高质量发展（改变“三高”模式，促进房地产行业稳健经营）、促进金融与房地产良性循环（满足房地产合理信贷需求）等。

图表 1 新政涉及文件

日期	文件名称	官方解读文件
2026/8/28	住房城乡建设部 自然资源部 金融监管总局 关于完善商品住房销售制度的通知	三部门就《关于完善商品住房销售制度的通知》答记者问
2026/8/28	中国人民银行 国家金融监督管理总局印发《关于改革完善房地产信贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》的通知	中国人民银行有关部门负责人就《关于改革完善房地产信贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》答记者问
2026/8/28	关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见	中国证监会发布《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》
2026/8/28	《商品住房开发贷款管理办法（试行）》	国家金融监督管理总局有关司局负责人就总局发布房地产相关融资管理办法答记者问
2026/8/28	《个人住房贷款管理办法（试行）》	
2026/8/28	《商业地产贷款管理办法（试行）》	
2026/8/28	《城市更新项目贷款管理办法（试行）》	
2026/8/28	《信托公司开展房地产领域信托业务管理办法（试行）》	

资料来源：住建部、中国人民银行、国家金融监督管理总局、证监会，华创证券

（二）新政的简易分析框架

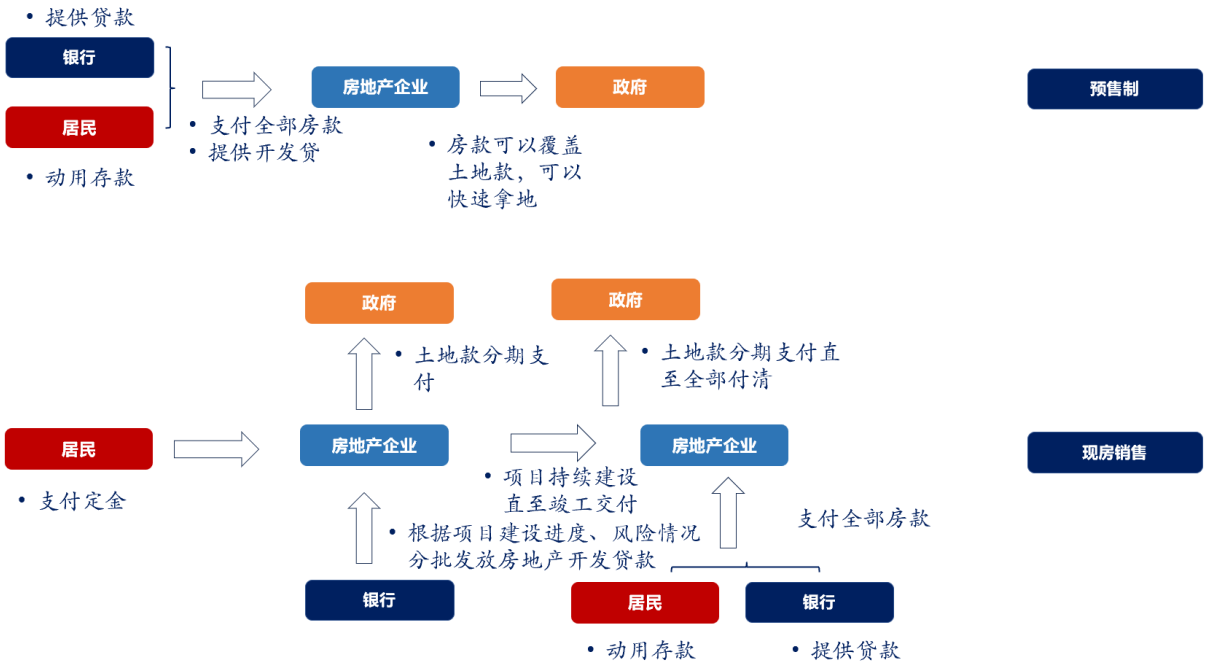
我们对新政中的住房消费制度改革（推行商品住房现房销售）带来的可能影响做简要分析。由于地产的开发、销售涉及银行、居民、房企、政府等多个主体，我们以简易的框架呈现新政可能的影响。

1）过去的预售制度下，房企实现预售后，可以获得全部房款、以及银行提供的开发贷，这些资金足以覆盖单一项目的土地成本，因而便于房企快速扩张，快速拿地。

2）在未来的现房销售制度下，房企的房款、开发贷的获得分布于住宅建设的整个周期。对于房款，初始时获得少量定金，竣工交付后获得尾款。对于开发贷，银行根据项目建设进度、风险情况分批发放。由于资金的获得严格匹配或滞后于项目建设进度，房企难以快速扩张，同时单一项目本身的土地款也需要分期支付。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2 地产开发销售涉及的现金流



资料来源：华创证券

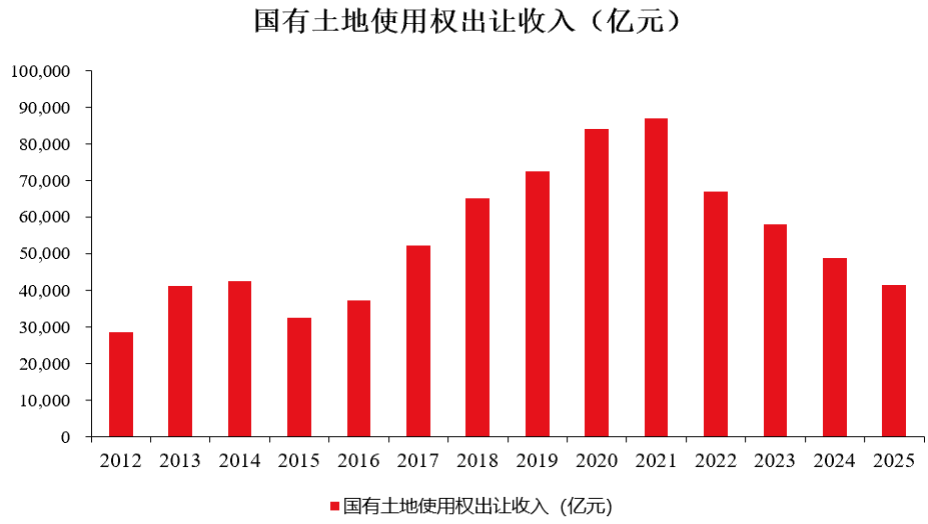
一、财政影响：土地出让收入或承压

对于财政的影响主要体现在土地出让收入短期或承压。

一方面，由于房企的资金来源匹配项目进度，从减轻房企的压力角度，需要在土地款项支付层面，给予更长的付款周期。新政要求，“**房地产开发企业须用自有资金购地，可按国家规定分期缴纳土地出让价款，具体缴纳比例和时限由市县人民政府确定。**”

另一方面，现房销售制度下，房企的资金周转速度变慢，对于单一项目而言，在房价、资金利率等因素不变的情况下，继续满足项目本身必要的回报率，可能需要通过土地出让价格的调整，以吸引房企参与。新政要求，“优化土地出让方案，可带规划方案出让。”

图表 3 土地出让收入



资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

二、居民影响：付款延后，交付风险降低

对于居民而言，付款时点延后。根据官方解读，“通过提高预售门槛，有力有序推行现房销售，‘一手交钱一手交房’， 从根本上防范交付风险。”具体而言，新政下，预售与现房销售两种情况下的付款方式均有所延后。

对于现房销售：推行现房销售定金制。“实行现房销售的商品住房项目，在取得建筑工程施工许可证后，房地产开发企业可与购房人签订购房定金合同，依法收取少量定金。”个人住房贷款应在销售备案后发放。

对于预售：“实行预售的，（个人住房贷款）应严格在项目竣工备案后发放。”

三、房企影响：从“三高模式”到稳健经营

对于房企而言，两个变化推动房企经营需要更加稳健。

第一个变化是现金流。旧的模式下，完成预售后，项目拿地、开发需要的资金均足以覆盖。新的模式下，回款时点大幅延后，资金周转速度放缓。配合定金制、土地分期付款、提供更多融资方式（如股权、债权等）等制度安排，可适当减轻房企的资金压力，但难以借此实现高周转。针对市场担心的房企或难以继续拿地，我们作简要测算如下：

1）旧政下，假设项目的总卖房款为 1，土地成本为 0.6，开发成本为 0.3，则完成预售后，房企卖房款可以用来支付全部土地成本以及开发贷。甚至有一定的余力可以投入到其他项目中。

2）新政下，假设项目的总卖房款为 1，土地成本为 0.6，开发成本为 0.3，假设以现房销售，定金为 0.05，项目周期为三年，土地分三年付款，开发贷分三年陆续发放，则开工第一年，房企获得的资金为定金+开发贷，为 0.05+0.3/3=0.15。房企需要支付的土地成本为 0.6/3=0.2。房企的资金缺口在 0.05 左右，即需要房企有适量的资本金参与整个项目建设。

第二个变化是经营风险。旧的模式下，完成预售也意味着不再承担房价波动风险。新的模式下，假设是现房销售，主要的房款在项目竣工后获得。若彼时房价波动较大，可能面临一定的收入波动风险。包括未通过定金制度售出的房子竣工时的售价发生较大变化、已通过定金制度售出的房子可能面临违约风险。

四、银行影响：存贷两端的变化

（一）存款端：居民存款活化或放缓

以滚动 12 个月的新增居民存款与新增 M2 的比值，代表居民存款活化程度。该比值越高，代表资金更多淤积在居民，越低，代表居民将存款转移至其他部分（如企业、非银）。过去的经验表明，该比值越高，更有利于权益估值的提升。

新政之下，若实现现房销售，则居民存款转移至开发商手中的时点将大幅延后。以 2025 年的数据来看，住房的期房销售额为 5.3 万亿。我们作简单估算如下，假设这部分期房原来的首付比为 80%，后续全部转为现房销售，定金比例为 5%，则 2025 年的居民存款活化速度将放缓：5.3 万亿*（居民期房首付比例-定金比例）/新增 M2 = 5.3*（80%-5%）/26.7=14.9%。2025 年，在旧的政策影响下，新增居民存款/新增 M2＝54.7%，若 2025 年为现房销售，则上述测算表明这一比值将上升为 69.6%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4 新增居民存款与 M2 的比值



资料来源：Wind，华创证券

（二）贷款端：贷款发放速度将放缓

贷款端，首先对于购房贷款，发放时点大幅延后（无论是现房销售还是继续实现预售制）。根据政策要求，“所购新建住房实行现房销售的，个人住房贷款应在销售备案后发放；实行预售的，应严格在项目竣工备案后发放。”

其次，对于开发贷，或在匹配项目进度的要求下，缓慢发放。根据政策要求，“银行业金融机构应根据项目建设进度、风险情况分批发放房地产开发贷款，并通过在主办银行开立的资金账户受托支付至项目公司交易对象账户。”

五、经济影响：或更多在财政与投资

（一）地产投资：关注拿地面积变化

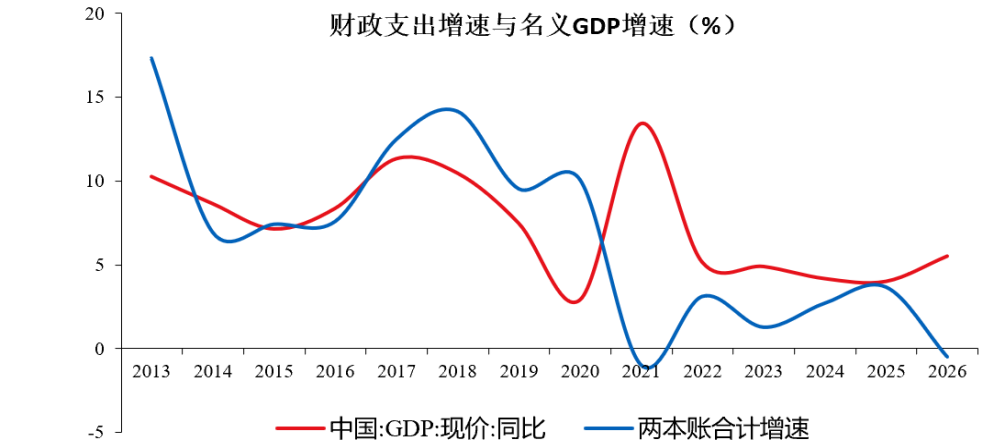
对于地产开发商而言，需要考虑现金流问题和经营风险，预计经营更加稳健，拿地可能趋于谨慎。但，更多的细节尚未披露，包括是否全部转为现房销售、土地分期付款的方式、定金支付比例等，此外地方政府如何调整土地价格与出让方案也值得关注。目前或尚难判断后续拿地变化。

（二）财政支出：关注其他资金来源的变化

财政支出是经济的需求之一。从财政自身的收支平衡来看，其两本账的支出等于税收、非税、土地出让、政府债发行、其他账本的调入等。若假设新政之下，土地出让收入减少（予以分期付款或调整地价），其他来源假设不变，则财政两本账支出增速或有下行的压力。因而，需要关注其他资金来源的变化，如地方税的调整、政府债的发行规模等。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5 财政支出预测



资料来源：Wind，华创证券预测

（三）城市更新：或面临现金流的约束

此次新政涉及城市更新的融资问题，详见《城市更新项目贷款管理办法（试行）》。较为重要的要求是："申请城市更新项目贷款的项目应具备充足的经营性收入，能够覆盖贷款本息"、"贷款人应核实城市更新项目贷款资金用途，不得用于缴纳土地出让金及相关税款，不得用于净地供应前土地征收、拆迁安置补偿等前期环节"。

因而后续城市更新，或面临现金流的约束，若城市更新项目的经营性收入无法覆盖贷款本息，可能难以获得贷款支持。

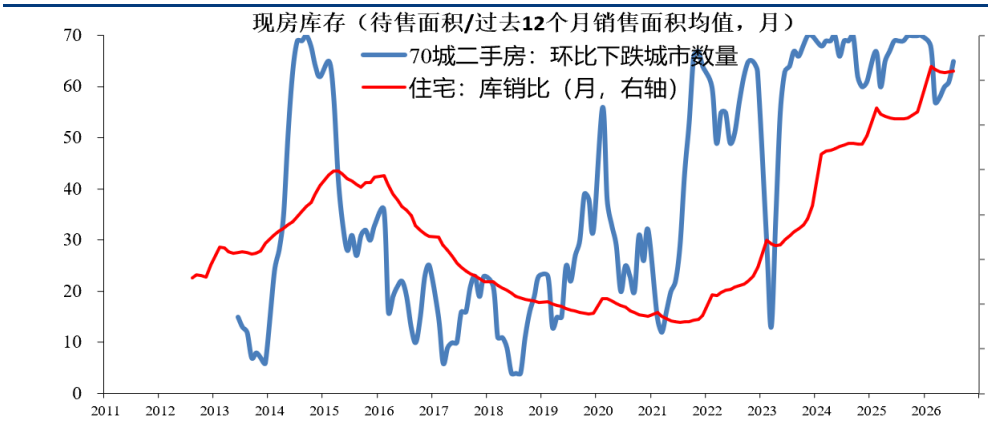
六、房价影响：影响机制较为复杂

对于房价而言，新政带来的影响因素较多，较难判断具体的方向。

一方面，从供给侧来看，若后续开发商拿地更加谨慎，新房供给速度进一步放缓，有利于消化现有现房库存。截止至 7 月，现房（已竣工待出售）库销比为 7.21 个月，尚处于历史偏高水平，其与房价走势有一定的相关性。

另一方面，需求侧来看，对居民更加友好的付款方式或有助于提升居民购房热情，但若房企拿地更加谨慎，财政收入承压、地产投资下行，可能影响经济的需求，进而影响居民的收入，对房价相对不利。

图表 6 当前现房库存依然偏高



资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

宏观组团队介绍

首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。 现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

组长、资深分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。

副组长、资深分析师：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。 麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。 中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。 中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：李星宇

研究方向：大类资产。 清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

分析师：夏雪

研究方向：海外宏观。 中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

分析师：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522