下载日志已记录，仅供内部参考

缩表逐步收敛，多项指标迎来底部拐点

房地产

评级：增持

姓名	电话	邮箱	登记编号
涂力磊(分析师)	021-23185710	tulilei@gtht.com	S0880525040101
谢皓宇(分析师)	010-83939826	xiehaoyu@gtht.com	S0880518010002
谢盐(分析师)	021-23185696	xieyan@gtht.com	S0880525040098

本报告导读：

2026H1 重点房企的缩表程度逐步收敛，主因是负债收缩与结算亏损滞后；存货跌价准备出现拐点，毛利率仍然承压；回款继续缩降，重点房企持续降库存和慎补货。

投资要点：

- **投资建议：**我们认为，9 月进入市场传统旺季，目前核心城市去化周期有序回落，关注“量增向价升”传导能力，推荐：1）开发类：A 股-保利发展、招商蛇口、城建发展、金地集团；H 股-中国海外发展；2）商住类：华润置地、龙湖集团、新城控股；3）物业类：万物云、华润万象生活、中海物业、保利物业、招商积余、新大正；4）文旅类-华侨城 A；5）资管类-首程控股。
- **缩表程度逐步收敛，主因是负债收缩与结算亏损滞后。**2026H1 重点房企资产扩张继续减少 2263 亿元，减少金额有所收敛。这主要源于负债扩张净减少 1859 亿元。从半年周期看，重点房企的资产扩张减少额至 2024H1 达到顶峰后逐步收敛，至 2026H1 重点房企资产扩张净减少 2263 亿元，其中：1）2026H1 负债扩张继续净减少 1859 亿元，呈现出自 2022 年以来因房企去金融化带来的负债净减少有所收敛的趋势；2）2026H1 净利润扩张净减少 242 亿元继续上升，表现出项目结算的风险滞后性还在增加；3）2026H1 权益扩张继续净减少 162 亿元，呈现降幅逐步收敛的趋势。
- **存货跌价准备出现拐点，毛利率仍然承压。**1）收入持续下降导致三费率呈上升趋势。2026H1 重点房企的三费率同比上升 2pct 至 11.3%。2）存货减值计提高位回落的拐点逐步显现。2026H1 重点房企继续计提资产减值损失 109 亿元，存货减值准备 106 亿元，首次出现损失高位有所回落的趋势。3）重点房企的投资收益回升，联营合营的业绩压力影响减小。2026H1 重点房企的投资收益继 2021H1 以来持续下行后首次出现回升，同比上升 34%。4）受制于房企归母股东权益下降，少数股东权益占比不降反升。随着部分重点房企权益净利润出现亏损，而导致少数股东权益占比在 2026H1 不降反升至 46%。5）半数重点房企毛利率、归母净利率下滑。2026H1，36 家重点房企中 21 家出现毛利率下滑，占比为 58.3%。2026H1，重点房企净利润率为负且继续显著下滑。
- **回款继续缩降，持续降库存和慎补货。**1）销售回款持续走低，合同负债等快速下降。从现金回款的角度来看，2026H1 房地产行业销售继续下行。2026H1 重点房企的销售商品收到的现金继续同比下滑 17%。2026H1，由于项目结转销售持续下滑，重点房企回款率回升至 47%。2）房企杠杆率被动回升，有息杠杆率持续下行。2026H1 房企杠杆水平被动回升。重点房企资产负债率（扣除预收账款和合同负债）回升至 71.4%。3）土储继续缩降，拿地偏谨慎。2026H1 重点房企表内外土储继续下滑，呈现加速收缩。由于新房销售表现一般，导致房企拿地决策偏谨慎，拿地竞争同质化严重，核心地块受追捧。4）存货周转率高位回落，但去库存进程尚未结束。2026H1，存货周转率高位回落，源自竣工结算的加速和去库存。
- **风险提示：**居民资产负债表受损超预期，需求侧提振效果不及预期。

相关报告

房地产《第 36 周成交回升，库存出清周期继续回落有助改善供求关系》2026.09.06
房地产《TOP100 房企 2026 年 8 月销售数据点评》2026.09.01
房地产《地产新模式制度建设从蓝图走向落地》2026.08.30
房地产《第 35 周成交震荡，现房销售政策助推高质量发展》2026.08.30
房地产《推动行业从高杠杆向高质量转型》2026.08.29

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 资产缩表继续收敛，利润持续出清 3
1.1. 缩表程度逐步收敛，主因是负债收缩与结算亏损滞后 3
1.2. 存货跌价准备出现拐点，毛利率仍然承压 4
1.2.1. 收入持续下降导致三费率呈上升趋势 4
1.2.2. 存货减值计提高位回落的拐点逐步显现 4
1.2.3. 重点房企的投资收益回升，联营合营的业绩压力影响减小 5
1.2.4. 受制于房企归母股东权益下降，少数股东权益占比不降反升 5
1.2.5. 半数重点房企毛利率、归母净利率下滑 6
2. 回款继续缩降，持续降库存和慎补货 9
2.1. 销售回款持续走低，合同负债等快速下降 9
2.2. 房企杠杆率被动回升，有息杠杆率持续下行 10
2.3. 土储继续缩降，拿地偏谨慎 11
2.4. 存货周转率高位回落，但去库存进程尚未结束 12
3. 风险提示 12

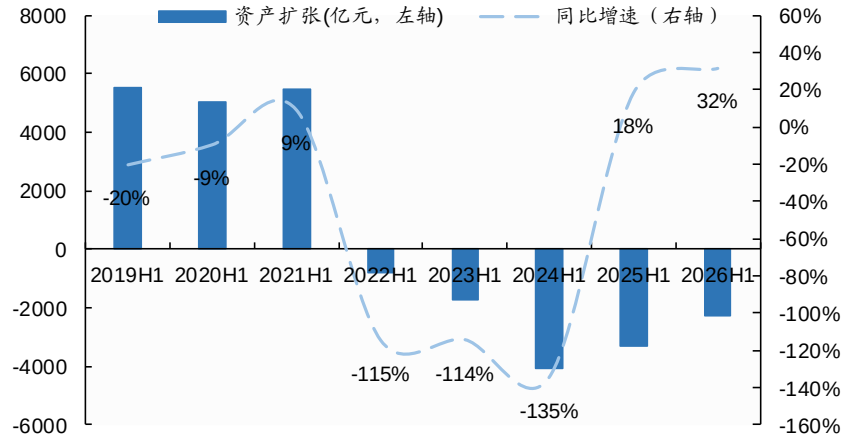
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 资产缩表继续收敛，利润持续出清

1.1. 缩表程度逐步收敛，主因是负债收缩与结算亏损滞后

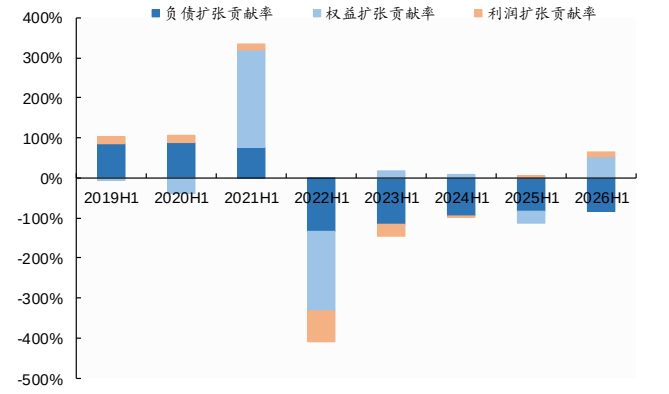
2026H1，36 家重点房企[1]资产扩张[2]继续减少 2263 亿元，减少金额有所收敛。这主要源于负债扩张[3]净减少 1859 亿元。从半年周期看，重点房企的资产扩张减少额至 2024H1 达到顶峰后逐步收敛，至 2026H1 重点房企资产扩张净减少 2263 亿元，其中：1）2026H1 负债扩张继续净减少 1859 亿元，呈现出自 2022 年以来因房企去金融化带来的负债净减少有所收敛的趋势；2）2026H1 净利润扩张[4]净减少 242 亿元继续上升，表现出项目结算的风险滞后性还在增加；3）2026H1 权益扩张[5]继续净减少 162 亿元，呈现降幅逐步收敛的趋势。

图 1：2026H1 重点房企资产扩张净减少 2263 亿元



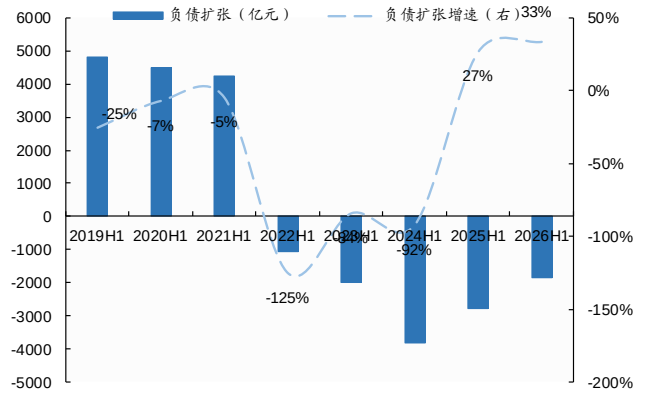
数据来源：WIND，国泰海通证券研究

图 2：2026H1 三项扩张中负债端为负贡献



注：负债扩张贡献率=负债扩张/资产扩张
权益扩张贡献率=权益扩张/资产扩张
利润扩张贡献率=净利润/资产扩张
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图 3：2026H1 重点房企负债扩张净减少 1859 亿元

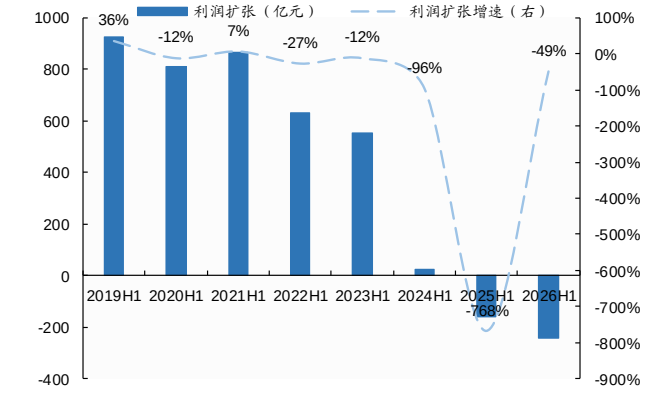


数据来源：Wind，国泰海通证券研究

[1] 本报告选取 36 家重点房企，分别为：保利发展、万科 A、招商蛇口、金地集团、新城控股绿地控股、华侨城 A、陆家嘴、建发股份、上海临港、滨江集团、新湖中宝、张江高科、华发股份、中华企业、金融街、大悦城、信达地产、中国国贸、外高桥、金科股份、浦东金桥、中新集团、南京高科、荣盛发展、首开股份、华夏幸福、格力地产、中南建设、天健集团、城建发展、鲁商发展、阳光城、中交发展、北辰实业、上实发展。
[2] 资产扩张为期末资产总计-期初资产总计
[3] 负债扩张为期末负债总计-期初负债总计
[4] 利润扩张为期末净利润总计-期初净利润总计
[5] 权益扩张为期末权益总计-期初权益总计-净利润

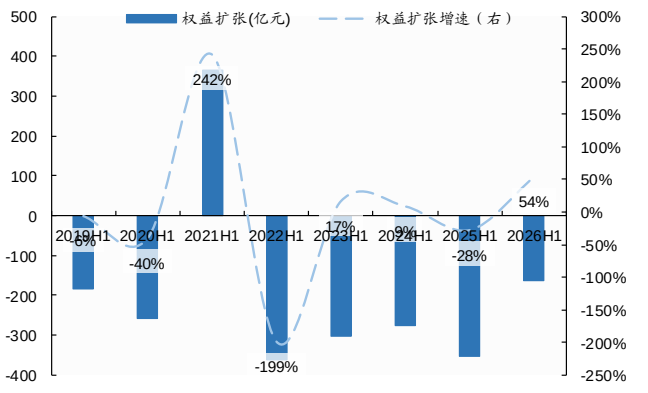
下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：2026H1 重点房企利润扩张净减少 242 亿元



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图 5：2026H1 重点房企权益扩张净减少 162 亿元



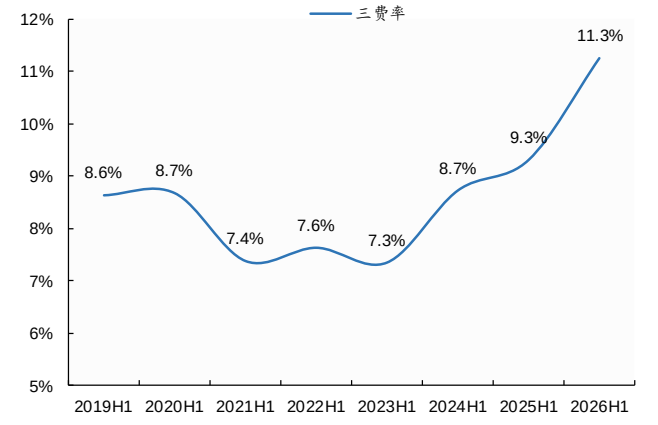
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

1.2. 存货跌价准备出现拐点，毛利率仍然承压

1.2.1. 收入持续下降导致三费率呈上升趋势

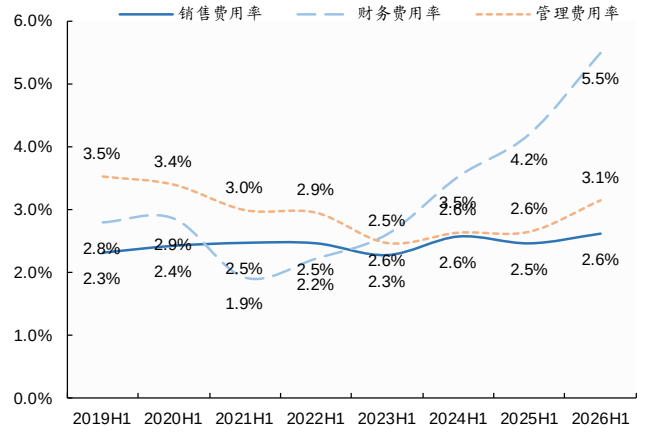
2026H1，重点房企的三费率同比上升 2pct 至 11.3%，因受房企开发结算收入持续下降影响，三费率均呈上升趋势。其中财务费用率上升最快，同比提升 1.3pct 至 5.5%，管理费用率同比上升 0.5pct 至 3.1%，销售费用率同比上升 0.1pct 至 2.6%。

图 6：2026H1 三费率同比上升 2pct 至 11.3%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图 7：2026H1 三费率均呈上升趋势



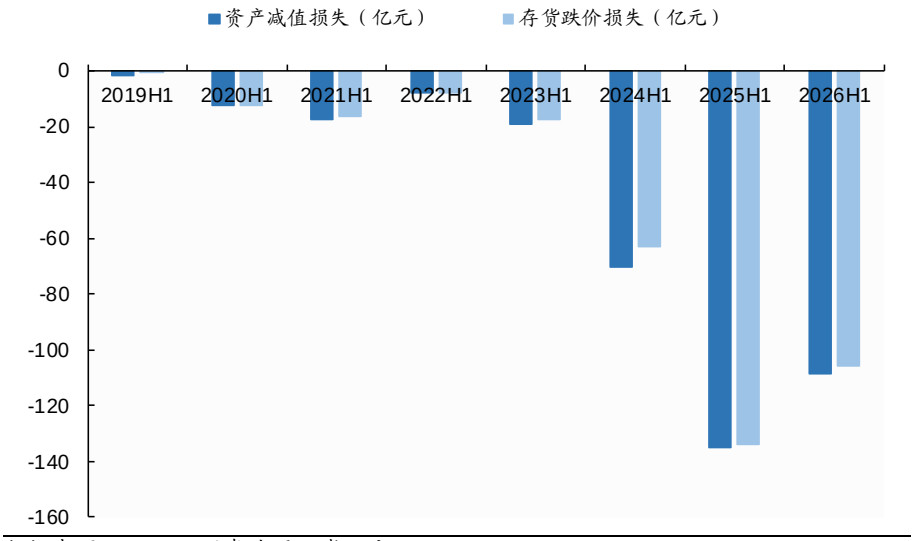
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

1.2.2. 存货减值计提高位回落的拐点逐步显现

2026H1，重点 36 家房企继续计提资产减值损失 109 亿元，存货减值准备 106 亿元，首次出现损失高位有所回落的趋势。这说明房地产历史高价地产包袱已经出现向下的拐点。我们认为，经过持续的计提资产减值损失后，随着房价有可能企稳，高地价带来的资产计提减值风险未来有望逐步走低。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：2026H1 重点房企大规模计提存货跌价损失出现回落拐点

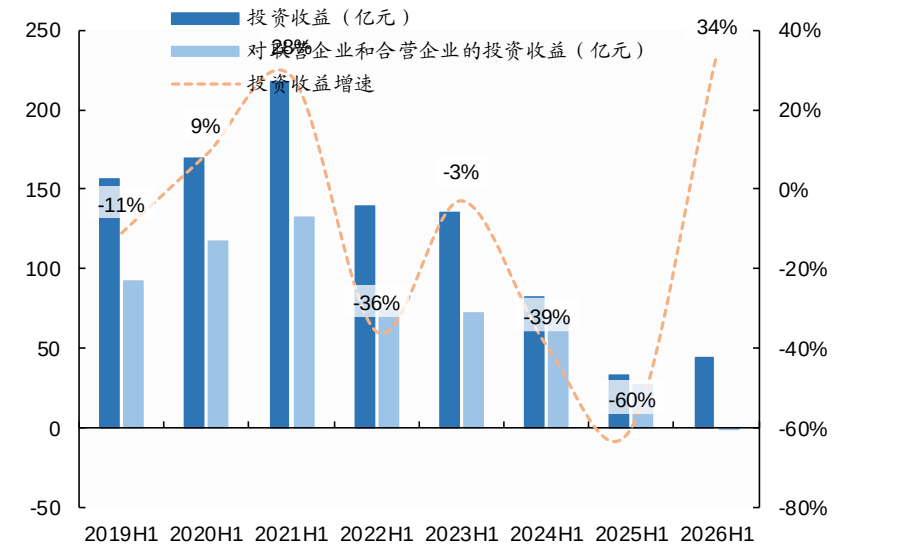


数据来源：Wind，国泰海通证券研究

1.2.3. 重点房企的投资收益回升，联营合营的业绩压力影响减小

2026H1 重点房企的投资收益继 2021H1 以来持续下行后首次出现回升，同比上升 34%。尽管重点房企的联营企业和合营企业的经营状况尚未止跌，但其业绩下滑对重点房企的投资收益影响已逐步减小。

图 9：2026H1 年重点房企的投资收益回升 34%



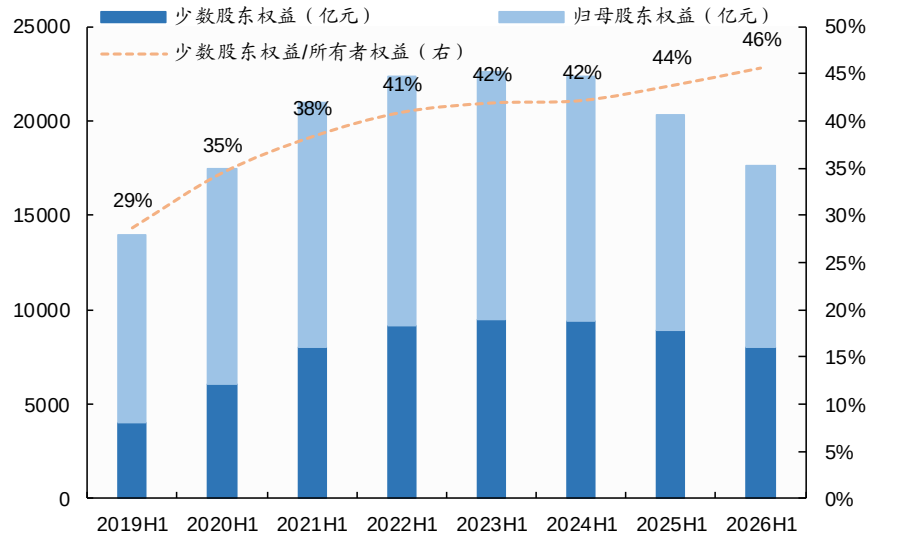
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

1.2.4. 受制于房企归母股东权益下降，少数股东权益占比不降反升

持续的亏损降低了重点房企的归母股东权益，这导致 2026H1 重点房企的少数股东权益占比不降反升。过去几年重点房企的少数股东权益占比持续上升，而随着重点房企拿地权益比提升，该指标有所平缓。但是，2025H1 以来，随着部分重点房企权益净利润出现亏损，而导致少数股东权益占比在 2026H1 不降反升至 46%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：2026H1 少数股东权益占比回升至 46%

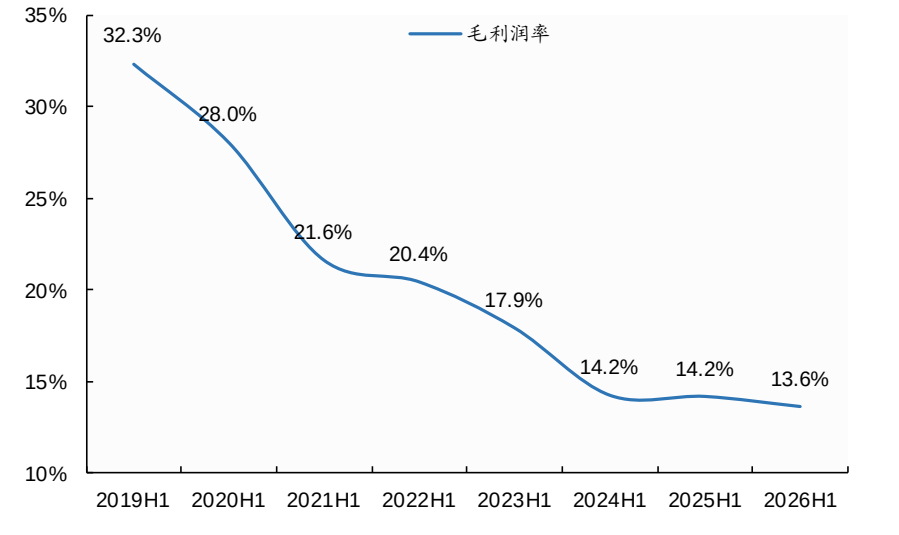


数据来源：Wind，国泰海通证券研究

1.2.5. 半数重点房企毛利率、归母净利率下滑

重点房企毛利率从 2019H1 开始下滑，一直至 2024H1 的 14.2%维持稳定。2026H1 毛利率出现再次回落的迹象。重点房企毛利率从 2019H1 起持续下滑。究其原因主要来自拿地价格过高，对市场价格下行预判不足。当前市场销售规模下行叠加房企融资受限背景下，房企被迫低价甩卖资产，保全现金和信用。以上因素造成近年结算项目毛利率承压。此后，随着拿地成本的下降（例如部分地方政府逐步取消土地拍卖中的“竞配建”、“竞自持”等附加条件，一定程度降低了房企隐性成本），房企结算毛利率在 2025H11 有所企稳。但是，过去两年新房销售价格不及预期，加上剩余历史包袱处理难度更高等因素，都导致重点房企的毛利率在 2026H1 后再次承压而回落至 13.6%。

图 11：2026H1 重点房企毛利率有再次回落的迹象

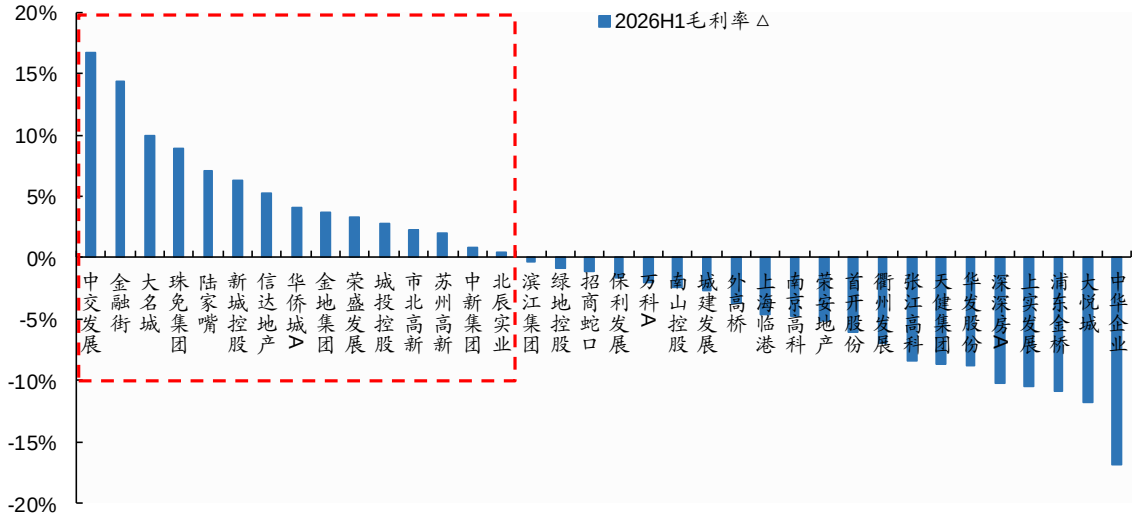


数据来源：Wind，国泰海通证券研究

2026H1，36 家重点房企中 21 家出现毛利率下滑，占比为 58.3%。从房企表现来看，58.3%的房企 2026H1 毛利率较 2025H1 毛利率出现下滑，大公司中保利发展和招商蛇口分别下滑 1.6pct 和 1.1pct。重点房企中跌幅最大的是中华企业、大悦城，分别同比下滑 16.9pct、11.8pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：2026H1，依然有 58.3%的房企毛利率较 2025H1 继续下滑



注：2026H1 毛利率△=2026H1 毛利率-2025H1 毛利率
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

表 1：2026H1，36 家重点房企中有 15 家毛利率较 2025H1 提升

		2026H1 毛利率	2026H1 毛利率△	2025H1 毛利率△
	平均	14%	-0.6%	-0.1%
大公司	保利发展	13%	-1.6%	-1.4%
	招商蛇口	13%	-1.1%	2.4%
	张江高科	29%	-8.5%	-23.1%
	陆家嘴	58%	7.1%	-6.8%
	万科 A	8%	-2.0%	1.9%
	滨江集团	12%	-0.3%	2.7%
	新城控股	33%	6.3%	5.2%
	衢州发展	18%	-7.0%	-16.8%
	深深房 A	17%	-10.2%	7.3%
中公司	上海临港	51%	-4.6%	-9.2%
	绿地控股	7%	-0.9%	-2.9%
	华侨城 A	11%	4.1%	-6.9%
	中华企业	16%	-16.9%	8.0%
	南京高科	18%	-4.7%	5.6%
	外高桥	25%	-3.7%	-2.9%
	中新集团	45%	0.9%	-17.5%
	浦东金桥	47%	-10.9%	-2.4%
	金地集团	17%	3.7%	2.1%
	城投控股	21%	2.8%	-30.3%
	大悦城	25%	-11.8%	13.8%
	大名城	28%	10.0%	-2.0%
	首开股份	6%	-6.0%	2.9%
	市北高新	20%	2.3%	-5.9%
	城建发展	16%	-2.7%	0.2%
	珠免集团	45%	8.9%	26.5%
	苏州高新	13%	2.0%	-7.1%
	金融街	26%	14.4%	5.3%
小公司	信达地产	25%	5.3%	-9.3%
	上实发展	12%	-10.5%	9.3%
	荣安地产	7%	-5.2%	5.1%
	华发股份	5%	-8.8%	-2.6%
	天健集团	2%	-8.7%	-5.5%
	南山控股	19%	-2.4%	-1.5%
	北辰实业	26%	0.5%	-3.4%
	荣盛发展	7%	3.3%	-11.0%
	中交发展	17%	16.7%	-4.1%

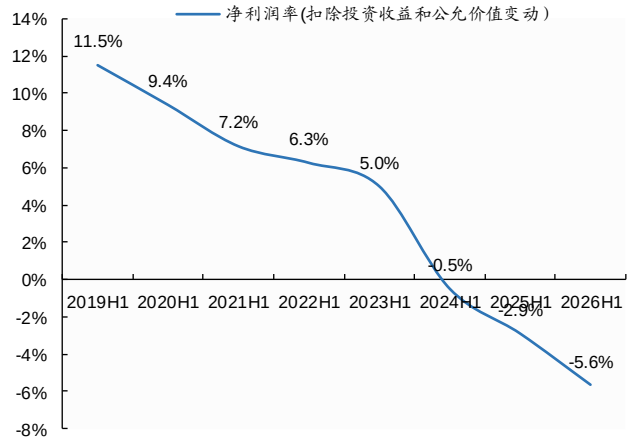
注：以 2026 年 8 月 31 日市值为基准，将市值大于 500 亿元的公司分类为“大公司”，将市值在 100-500 亿元的公司分类为“中公司”，将市值小于 100 亿元的公司分类为“小公司”；
2026H1 毛利率△=2026H1 毛利率-2025H1 毛利率
2025H1 毛利率△=2025H1 毛利率-2024H1 毛利率

下载日志已记录，仅供内部参考

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

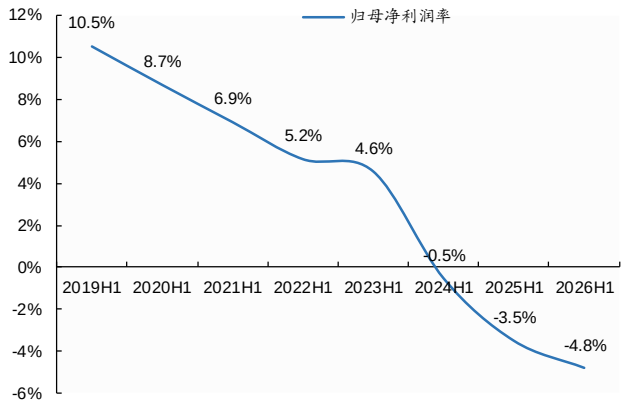
2026H1，重点房企净利润率为负且继续显著下滑。净利率扣除投资收益和公允价值变动后同比下滑 2.7pct 至-5.6%。归母净利率均同比下滑 1.3pct 至-4.8%。回溯过去几年净利润率走势，从 2019H1 便开始持续下行并创新低，主要还是毛利率下行、投资收益下滑、减值计提、少数股东利润吞噬占比加大等因素所致。

图 13：2026H1 重点房企净利率扣除投资收益和公允价值变动后下降 2.7pct 至-5.6%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

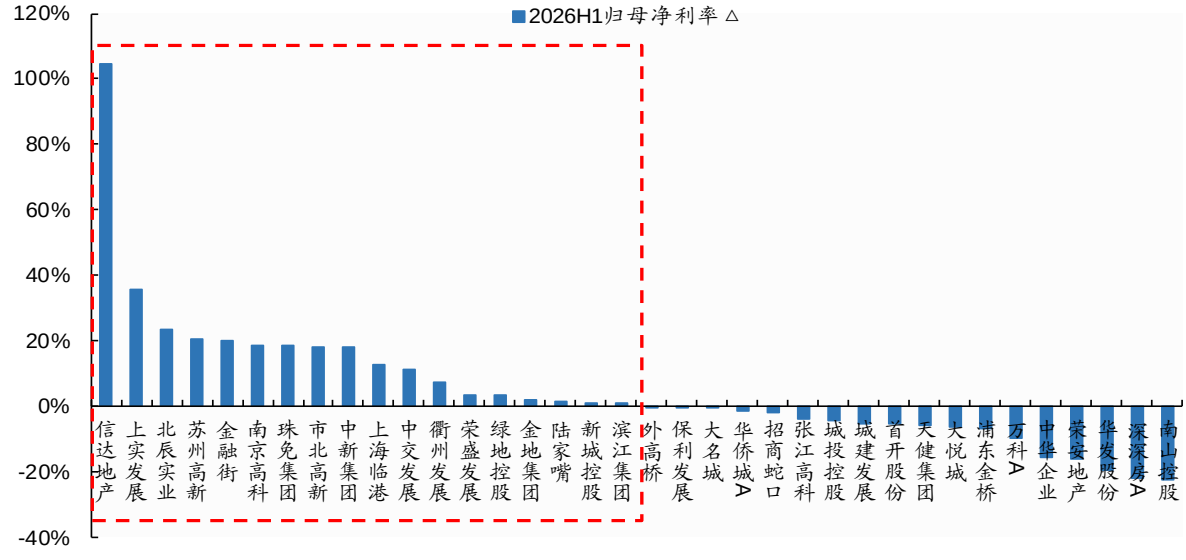
图 14：2026H1 重点房企归母净利润率下滑 1.3pct 至-4.8%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

2026H1，36 家重点房企有 16 家归母净利率为正，有 18 家归母净利率同比上升。36 家重点房企中同时具备归母净利润率为正值且有提升的是 10 家房企，分别是：陆家嘴、滨江集团、新城控股、衢州发展、上海临港、南京高科、中新集团、珠免集团、苏州高新、中交发展。大公司中，保利发展、招商蛇口 2026H1 归母净利率分别下滑 0.4pct、1.8pct。

图 15：2026H1，36 家重点房企有 18 家实现归母净利率同比上涨



注：2026H1 归母净利润率△=2026H1 归母净利润率-2025H1 归母净利润率；

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

表2：2026H1，36 家重点房企中有 16 家归母净利润率为正

		2026H1 归母净利润率	2026H1 归母净利润率△	2025H1 归母净利润率△
	平均	-5%	-1.3%	-3.0%
大公司	保利发展	2%	-0.4%	-3.0%
	招商蛇口	1%	-1.8%	0.0%
	张江高科	18%	-3.9%	-0.1%
	陆家嘴	14%	1.3%	0.3%
	万科 A	-21%	-10.0%	-4.4%
	滨江集团	5%	0.8%	-0.7%
	新城控股	5%	0.8%	0.2%
	衢州发展	44%	7.3%	24.6%
中公司	深深房 A	-6%	-21.9%	12.0%
	上海临港	22%	12.7%	-1.6%
	绿地控股	0%	3.3%	-3.9%
	华侨城 A	-27%	-1.4%	-20.7%
	中华企业	-8%	-15.6%	40.8%
	南京高科	89%	18.7%	-27.3%
	外高桥	3%	-0.2%	-1.6%
	中新集团	46%	18.1%	-9.0%
	浦东金桥	11%	-6.8%	-4.3%
	金地集团	-22%	1.7%	-7.7%
	城投控股	-2%	-4.4%	18.2%
	大悦城	-6%	-6.6%	3.0%
	大名城	1%	-0.8%	-9.7%
	首开股份	-16%	-5.6%	12.0%
	市北高新	-5%	18.2%	6.6%
	城建发展	-1%	-5.4%	6.9%
	珠免集团	3%	18.6%	25.3%
	苏州高新	27%	20.5%	3.9%
小公司	金融街	-2%	19.8%	-1.1%
	信达地产	-103%	104.7%	-211.7%
	上实发展	-25%	35.9%	-44.1%
	荣安地产	-15%	-16.1%	-2.4%
	华发股份	-19%	-19.7%	-4.6%
	天健集团	-5%	-5.7%	-3.5%
	南山控股	-21%	-22.5%	5.9%
	北辰实业	-29%	23.6%	-31.0%
	荣盛发展	-17%	3.6%	-18.6%
	中交发展	2%	11.3%	2.0%

注：以 2026 年 8 月 31 日市值为基准，将市值大于 500 亿元的公司分类为“大公司”，将市值在 100-500 亿元的公司分类为“中公司”，将市值小于 100 亿元的公司分类为“小公司”；

2026H1 归母净利润率△=2026H1 归母净利润率-2025H1 归母净利润率

2025H1 归母净利润率△=2025H1 归母净利润率-2024H1 归母净利润率

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

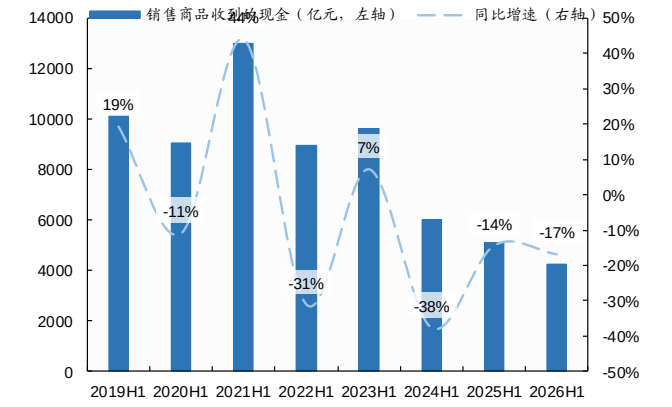
2. 回款继续缩降，持续降库存和慎补货

2.1. 销售回款持续走低，合同负债等快速下降

从现金回款的角度来看，2026H1 房地产行业销售继续下行。2026H1，36 家重点房企的销售商品收到的现金继续同比下滑 17%。如果以 1）销售商品收到的现金代表表内项目的现金回款、以 2）其他与经营活动有关的现金及 3）取得投资收益收到的现金代表表外项目现金回款，我们发现表内外现金回款的表现基本一致。

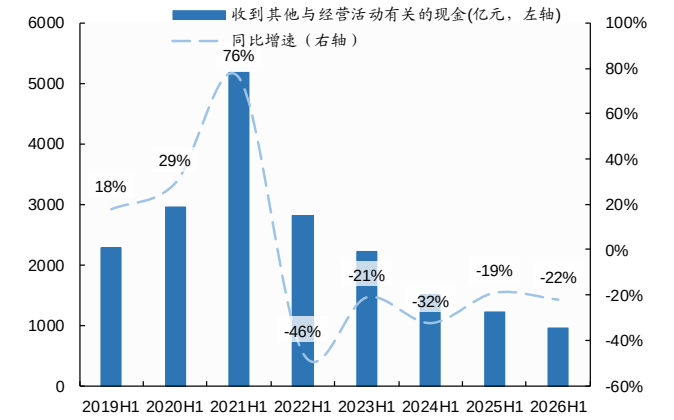
下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：2026H1 表内回款继续同比减少 17%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

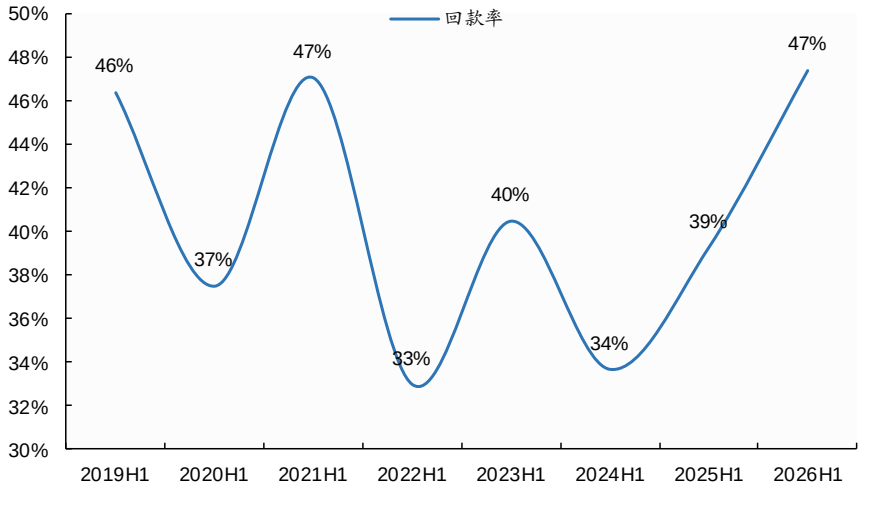
图 17：2026H1 表外回款继续同比减少 22%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

2026H1，由于项目结转销售持续下滑，重点房企回款率回升至 47%。以销售商品、提供劳务收到的现金/（预收账款+合同负债）模拟销售回款，2026H1 年房企回款率同比回升 8pct 至 47%。尽管新房销售回款资金同比下降，但是下降幅度并未超过预收账款和合同负债下降幅度。这说明持续的销售下滑和不断加大项目结转力度，已经使得重点房企的已售未结项目出现快速下降。

图 18：2026H1 重点房企回款率相较同期下降 8pct 至 47%



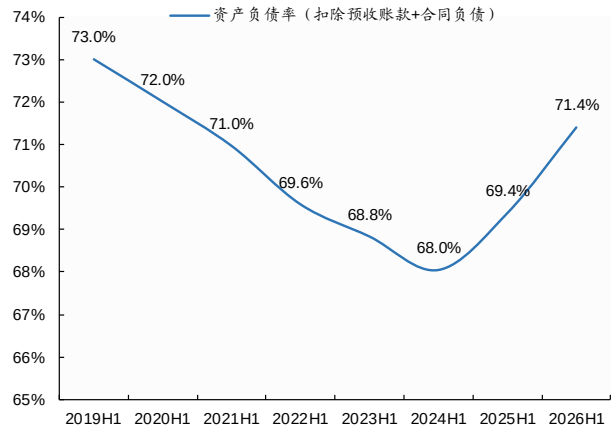
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

2.2. 房企杠杆率被动回升，有息杠杆率持续下行

2026H1 房企杠杆水平被动回升。重点房企资产负债率（扣除预收账款和合同负债）回升至 71.4%。而净负债率继续同比上升 10.5pct，主要是因为销售回款持续下滑，在手现金同比下滑 9%，以及所有者权益下滑 13%造成。

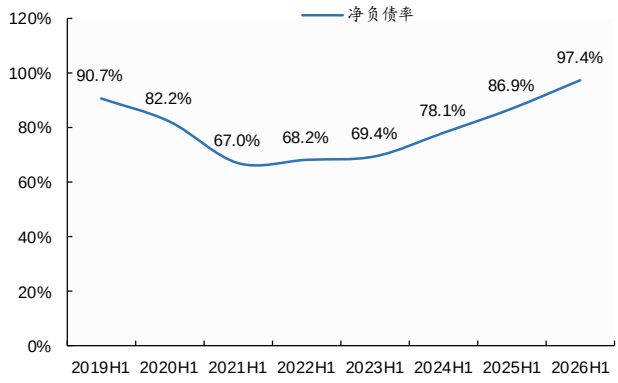
下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：2026H1 重点房企资产负债率继续上升 2pct



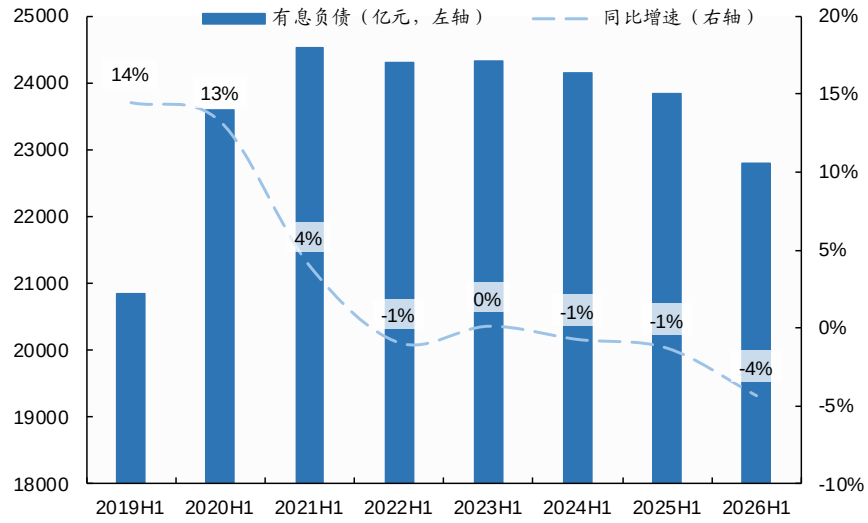
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图 20：2026H1 重点房企净负债率继续提升 10.5pct



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图 21：2026H1 重点房企有息负债同比减少 4%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

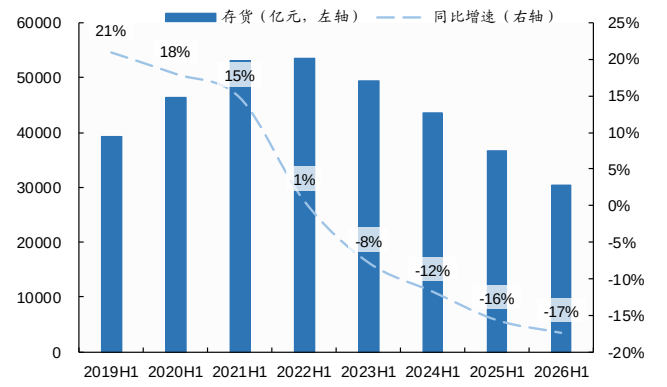
2.3. 土储继续缩降，拿地偏谨慎

2026H1 重点房企表内外土储继续下滑，呈现加速收缩。以存货代表表内土储，以长期股权投资+其他应收款代表表外土储，2026H1 表内外土储降幅分别为-17%、-7%，可见房企土储已从过去的扩张增速放缓，变为加速去库存。

由于新房销售表现一般，导致房企拿地决策偏谨慎，拿地竞争同质化严重，核心地块受追捧。2026H1 土拍市场总体低迷，城市间、地块间土拍热度高度分化，仅核心城市的核心地块参拍人数较多。

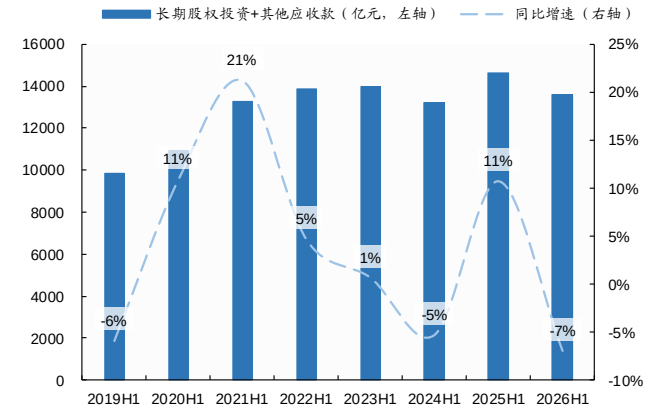
下载日志已记录，仅供内部参考

图 22：2026H1 重点房企表内土储继续下降 17%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图 23：2026H1 重点房企表外土储下降 7%

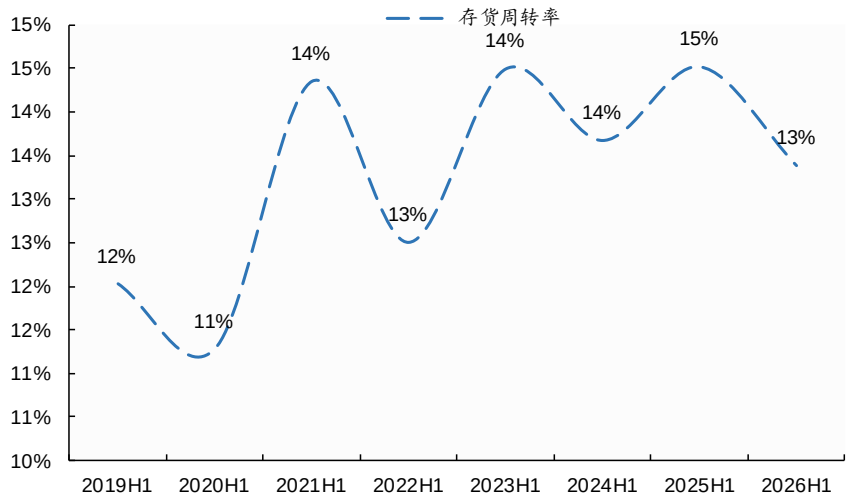


数据来源：Wind，国泰海通证券研究

2.4. 存货周转率高位回落，但去库存进程尚未结束

2026H1，存货周转率高位回落，源自竣工结算的加速和去库存。尽管在“保交楼”政策的推动下房企的存货进入收缩阶段，但是房企持续的降低库存也使得结转营收降幅更多，综合分母和分子的边际变化，重点房企的存货周转率近期出现了高位回落的现象。

图 24：2026H1 重点房企存货周转率高位回落至 13%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

3. 风险提示

1）居民资产负债表受损超预期；2）需求侧提振效果不及预期。

表3：重点公司盈利预测表

证券代码	证券简称	9.1 最新股价（元）	总市值（亿元）	EPS（元/股）			PE			投资评级
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
000002.SZ	万科 A	3.16	352.42	-7.45	-2.02	-1.40	-0.42	-1.56	-2.25	中性
600048.SH	保利发展	4.90	586.55	0.09	0.12	0.16	54.44	42.53	31.37	增持
001979.SZ	招商蛇口	6.45	581.53	0.08	0.17	0.24	80.63	37.35	26.65	增持
600266.SH	城建发展	4.25	88.22	-0.29	0.09	0.19	-14.66	47.86	22.06	增持
002244.SZ	滨江集团	8.36	260.12	0.68	0.78	0.83	12.29	10.77	10.09	增持
600383.SH	金地集团	2.31	104.29	-2.94	-1.11	-0.74	-0.79	-2.07	-3.13	增持
000069.SZ	华侨城 A	1.82	146.29	-1.84	-0.81	-0.43	-0.99	-2.25	-4.25	增持
600208.SH	衢州发展	2.91	247.61	0.03	0.13	0.16	97.00	22.51	18.00	增持
0697.HK	首程控股	1.19	99.54	0.04	0.08	0.10	32.08	14.87	12.42	增持

下载日志已记录，仅供内部参考

0688.HK	中国海外发展	10.65	1165.40	1.16	1.11	1.12	9.18	9.60	9.48	增持
1109.HK	华润置地	25.07	1787.52	3.56	3.53	3.55	7.04	7.09	7.05	增持
0960.HK	龙湖集团	5.25	372.64	0.15	0.13	0.28	35.00	41.41	18.80	增持
601155.SH	新城控股	11.81	266.39	0.30	0.40	0.54	39.37	29.56	21.81	增持
2602.HK	万物云	17.00	198.53	0.98	1.27	1.60	17.34	13.38	10.62	增持
1209.HK	华润万象生活	33.65	768.01	1.59	1.88	2.20	21.16	17.90	15.29	增持
2669.HK	中海物业	2.99	98.14	0.46	0.51	0.57	6.50	5.86	5.24	增持
6049.HK	保利物业	24.15	133.63	2.68	2.84	3.05	9.01	8.50	7.92	增持
002968.SZ	新大正	9.76	22.08	0.78	0.88	0.96	12.51	11.10	10.13	增持
001914.SZ	招商积余	7.69	93.68	0.79	0.89	1.03	9.70	8.66	7.49	增持

注：港股的最新股价和总市值均已按照 1 港币=0.86 元人民币来转换，盈利预测来自 WIND 一致预测；收盘日期 2026 年 9 月 1 日。
数据来源：WIND，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址　上海市黄浦区中山南路 888 号　　邮编　200011　　电话　（021）38676666