

# 年度策略

## 信用资产会更荒吗？——2025年信用市场展望

2024年信用利率化加剧，背后是信用资产荒。2023年一揽子化债政策之后，信用市场风险得到显著改善，信用分化明显收缩，高收益的信用资产锐减。估值在2.5%以上的信用债规模从24年1月的33万亿减少至11月22日的12万亿。高收益票息资产的减少导致投资者不得不向久期要收益，信用债呈现利率化的趋势。而无风险利率走势和机构行为成为信用债行情越来越核心的决定因素。从品种来说，追求久期也导致长长期信用债成为今年的亮点。2024年信用债总体走牛，年初到4月，宽货币预期+机构欠配，信用利差持续收窄，手工补息取消后加剧了信用利差收敛，并带来超长债配置行情，行情继续演绎到8月，利率达到极致水平，而后开始调整。机构的预防性赎回以及稳增长政策出台导致信用债大幅调整。叠加交易型机构负债端不稳定，长长期信用债调整尤为明显。11月，随着化债资金落地，地方债集中发行平稳、年末机构抢跑，信用债行情再起。

目前来看，如果供给没有明显放量，2025年信用资产荒的行情将延续，甚至存在加剧可能，因而趋势上久期策略依然占优，交易上可以根据无风险利率节奏和机构行为波段操作。目前来看，明年的信用资产荒行情有望延续。这一方面是由于信用供给尚未放量，反而由于债务置换、银行资本金压力缓解以及贷款利率下降等因素，城投、二永和产业债供给可能相对于今年减少；而另一方面，地方债置换隐债之后，机构信用资产减少将产生更强的配置需求，如果信贷和非标没有足够的增量供给，这种配置需求会更强。因而总体来看，2025年依然可能是信用资产荒的年份。信用配置依然将呈现利率化的趋势。在无风险利率下行之后，信用市场也会呈现由短及长的行情，而长长期信用债则是波动更大的品种。而利率调整来临之后，交易型机构的赎回压力可能导致长长期信用债出现更大幅度的调整。

超长信用债依然是明年信用投资绕不开的品种，并且流动性有望进一步提升。虽然今年8-10月利率攀升和非银赎回导致超长信用债出现了较大幅度调整，也削弱了机构配置超长的意愿。但在低利率时期，并且信用分化收敛环境下，获取超额收益不可避免的需要拉长久期，不过风险与收益并存，拉长久期之后也需要承受波动带来的风险。2025年超长信用债将继续提供超额收益，但同时在阶段性利率波段中，也会产生较大回撤。超长债依然是获得超额收益的重要工具，因而建议参考自身负债端稳定性，适当进行超长债配置。

展望2024年，城投债最大的变量在于新增融资能否扩张。目前隐债化解资金基本已经确定，2024年2万亿再融资债专项债预计年内发完，这将直接降低存量城投债的规模，且可能出现提前出回潮，我们预计完成10万亿债务置换将减少城投债存量的18%。对于机构而言，中小行、保险等持有的贷款和非标以及理财持有的城投债如果被大量置换，需要增加其他资产配置，将加剧资产荒格局。明年城投债利差的核心变量在于城投融资政策，如果延续当前对城投融资的严格管控，城投债供给不足与机构新增配置需求的矛盾，那么城投信用利差有望持续收窄，资产下沉和拉久期策略将进一步加强。

明年供需格局决定了二永债收益率仍将继续下行，策略上可以拉久期和适当下沉。明年补充银行资本金国债安排后，二永债供给可能会减少，二永债发行需求减少而同时到期规模增加的情况下，预计明年净融资会进一步下降。明年预计基金、券商资管、以及其他非法人产品仍将是主要的需求力量，而保险的需求会比今年增加。整体资产荒压力明显，明年二永债收益率仍将继续下行。但要关注利率债反转带来的国股二永债波动放大和城农商行二永债的流动性风险。随着非银负债端逐步的修复，明年年初信用利差预计将出现趋势性修复。而化债之后，城农商行、保险等缺资产状况可能更为明显，这也增加相应债券的配置能力。近期非银负债端不稳定导致信用利差走阔，但随着预计年末资金冲击过后，非银负债端逐步的修复，明年年初信用利差预计将出现趋势性修复。

产业债方面建议继续追逐央国企。在行业选择上，首先推荐在稳健向好的行业如交运、公共事业等行业的优质主体拉久期，兼具安全性与流动性。另外，受益于本轮城投化债的行情，以基建为主的建工行业、环保等行业的高性价比产业国企亦可作为挖掘思路。地产债：把握结构性机会。2024年政策放松节奏加快，但房企经营状况尚未扭转继续下行，货币资金持续消耗，继续观察政策变化、销售情况变化。以销售韧性较强的头部央国企为主，关注阶段性“资产荒”比价优势下价格弹性相对较大的国企，如珠海华发、建发地产。

公募REITs2024年迈入常态化发行阶段，发行规模创新高，底层资产不断探索创新，二级市场表现因基本面及投资人结构等因素分化。展望2025年低利率环境下，REITs高分红属性进一步凸显，伴随市场供给增加，需求端投资者结构有望更加多样，配置价值将得到进一步释放。

风险提示：财政政策超预期；城投融资政策超预期；信用黑天鹅事件；统计及测算可能产生的风险。

### 作者

分析师 杨业伟

执业证书编号：S0680520050001

邮箱：yangyewei@gszq.com

分析师 朱美华

执业证书编号：S0680522070002

邮箱：zhumeihua@gszq.com

分析师 张明明

执业证书编号：S0680523080006

邮箱：zhangmingming3653@gszq.com

分析师 王春屹

执业证书编号：S0680524110001

邮箱：wangchunyi@gszq.com

### 相关研究

- 《年度策略：顺势而为，踏节而行——2025年利率债年度策略》 2024-12-03
- 《投资策略：12月策略观点与个股推荐》 2024-12-01
- 《海外市场：关注政策机会——2024年12月海外个股推荐》 2024-12-01

## 内容目录

1、2024 年信用债市场回顾.....	4
1.1 2024 年信用债走势复盘.....	4
1.2 债市违约分析 .....	6
2、化债大年——城投新增融资能否扩张？ .....	8
2.1 2024 年底大规模开展置换，城投债存量有望大规模下行 .....	8
2.2 信用利差将趋势线压缩，变数在城投融资政策 .....	9
2.3 机构信用资产结构的变化 .....	12
3、产业债策略——继续追逐央国企？ .....	13
3.1 房企现状：整体继续低迷 .....	13
3.2 化债推进对产业债的影响 .....	17
3.3 继续追逐央国企 .....	18
4、二永债策略 .....	19
4.1 2024 年行情回顾 .....	19
4.2 供给压力和配置力量分析 .....	20
4.3 二永债配置策略 .....	22
风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1: 2024 年市场回顾 .....	5
图表 2: 2024 年城投债收益率 (%) .....	5
图表 3: 2024 年城投债信用利差 (bp) .....	6
图表 4: 2018 年以来违约或展期企业数 (个) .....	6
图表 5: 2018 年以来各行业违约企业数 (个, Wind 二级行业) .....	7
图表 6: 2024 年房地产企业违约明细 .....	7
图表 7: 11/15-11/29 发行用于置换隐债的地方债期限分布 .....	8
图表 8: 化债专项债发行规模 (亿元) .....	8
图表 9: 城投债提前偿还情况 (年度) .....	9
图表 10: 城投债提前偿还规模 (月度, 亿元) .....	9
图表 11: 提前偿还城投债的票面利率分布 .....	9
图表 12: 2015 年出台大规模化债政策后信用利差的变化 .....	10
图表 13: 2019 年以后信用利差走势 .....	10
图表 14: 2023 年 10 月-12 月城投信用利差整体震荡 .....	11
图表 15: 2023 年 10 月-12 月弱资质区域城投信用利差大幅收窄 (bp) .....	11
图表 16: 2021 年 2 月地方债持有人结构 .....	12
图表 17: 2021 年 2 月商业银行持有地方债的构成 .....	12
图表 18: top50 部分房企 2024 年第三季度权益销售额同比变动 (亿元) .....	13
图表 19: 2024 年 Q3 营业收入及同比变化 (亿元) .....	14
图表 20: 2024 年 Q3 净利润及同比变化 (亿元) .....	15
图表 21: 2024 年 Q3 现金流及同比情况 (亿元) .....	16
图表 22: 央国企地产当前情况 (亿元, 年) .....	17
图表 23: 产业债各行业最新的收益率水平 (%) .....	18
图表 24: 二级资本债走势回顾 .....	19
图表 25: 银行永续债走势回顾 .....	19
图表 26: 二永债收益率弹性相对最大 .....	20
图表 27: 银行二永债和 TLAC 债券净融资 .....	20
图表 28: 资本工具额度 .....	21
图表 29: 明年二永债到期规模增加 .....	21
图表 30: 中债登口径商业银行债托管年度增量 .....	22
图表 31: 上清所口径金融债券托管年度增量 .....	22
图表 32: 二级资本债信用利差 .....	23

图表 33:	二级资本债信用利差 .....	23
图表 34:	2024 年公募 REITs 一级发行情况明细 .....	24
图表 35:	已挂网但尚未发行上市 REITs 项目情况 .....	25
图表 36:	2024 年公募 REITs 发行配售情况 (单位: %) .....	26
图表 37:	2024 公募 REITs 上市首日涨跌幅情况 (单位: %) .....	27
图表 38:	公募 REITs 各资产类型发行至今板块回报走势 .....	27
图表 39:	REITs 发行规模及发行只数 (亿元, 只) .....	28
图表 40:	REITs 二级市场情况 (%) .....	29

## 1、2024 年信用债市场回顾

### 1.1 2024 年信用债走势复盘

2024 年，信用债市场总体走牛，期间经历多次小幅回调，以低利率环境中追求利差为节奏，大致可以划分为几个阶段：

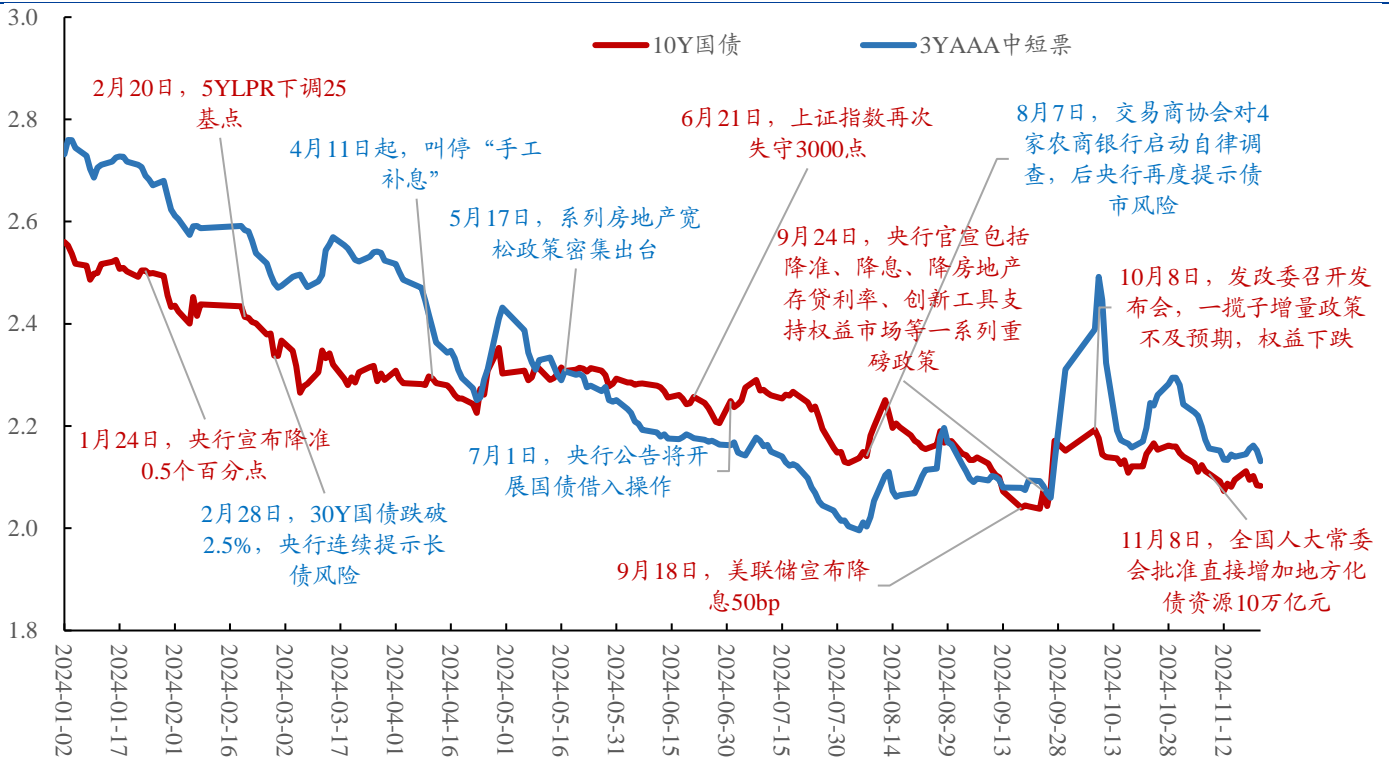
**第一阶段（1 月 1 日至 4 月 23 日）：宽货币预期下债市走牛，信用利差持续收窄。**年初经济弱修复，机构配置力量较强，央行宣布降准 0.5 个百分点，23Q4 货币政策执行报告表态提升货币宽松预期，2 月 5 年期 LPR 超预期调降 25BP，多家银行陆续下调存款利率，3 月 6 日，央行行长潘功胜发言提及“后续仍有降准空间”，宽货币引导下，虽然央行提示长端利率风险后有小幅回调，但债市整体持续走牛。信用债方面“资产荒”格局持续演绎，信用债震荡走强，信用利差加速收窄，超长债表现更为优异。

**第二阶段（4 月 24 日至 8 月 5 日）：信用继续下行，利差维持低位。**4 月央行继续多次提示长端利率风险，市场赎回增加，4 月底利率和信用债均有调整。但此后市场对央行表态逐步钝化，叠加“手工补息”暂停后，银行存款向非银转移，非银资金充裕。而城投债净融资不足，信用债收益率继续下行。7 月中旬经济数据偏弱，下旬货币政策打开利率下行空间，利率加速下行，8 月初下至年内底部。在此期间，信用利差在低位震荡。

**第三阶段（8 月 6 日至 9 月 23 日）：央行操作加大债市波动。**进入 8 月，信用债进入调整阶段，监管成为交易主线，大行卖出中长期国债，交易商协会对 4 家农商银行启动自律调查，央行再度提示债市风险，长端利率明显调整，信用利差持续走扩。8 月中旬以后，坚果态度有所缓和，基本面对债市形成支撑，利率债逐步修复，但赎回压力下信用债大幅补跌，一直到 8 月底信用才企稳。

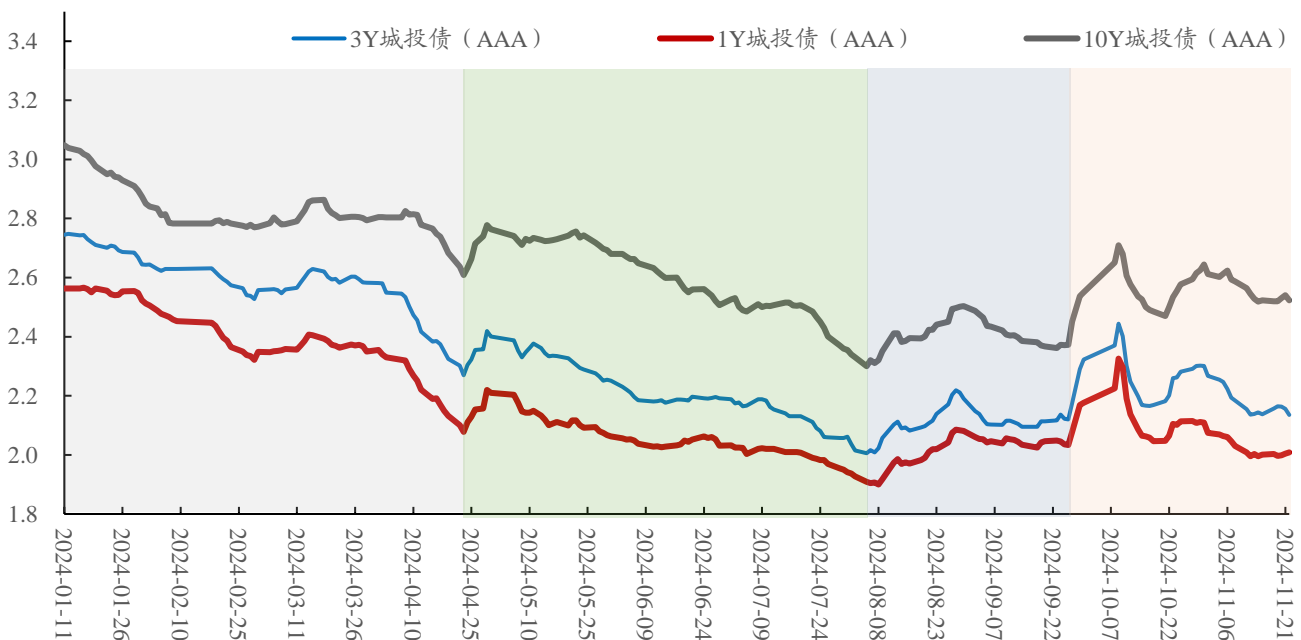
**第四阶段（9 月 24 日至今）：债市行情围绕政策面反复博弈，股债跷跷板效应凸显。**9 月下旬，国新办新闻发布会出台一系列利好权益市场和地产市场的重磅政策，随后政治局会议多方面表态支持经济，债市剧烈调整，信用利差大幅走扩。10 月 8 日，发改委介绍一揽子增量政策不及预期，10 月 12 日，财政部发言较为积极，但并未透露具体规模，10 月 17 日，五部门召开房地产市场新闻发布会，政策力度不及预期。围绕政策预期利率债窄幅震荡，而非银负债端不稳导致信用债剧烈波动。11 月 8 日后，全国人大常委会决定批准化债方案，利率有所下行，城投利差开始收窄。

图表1: 2024年市场回顾



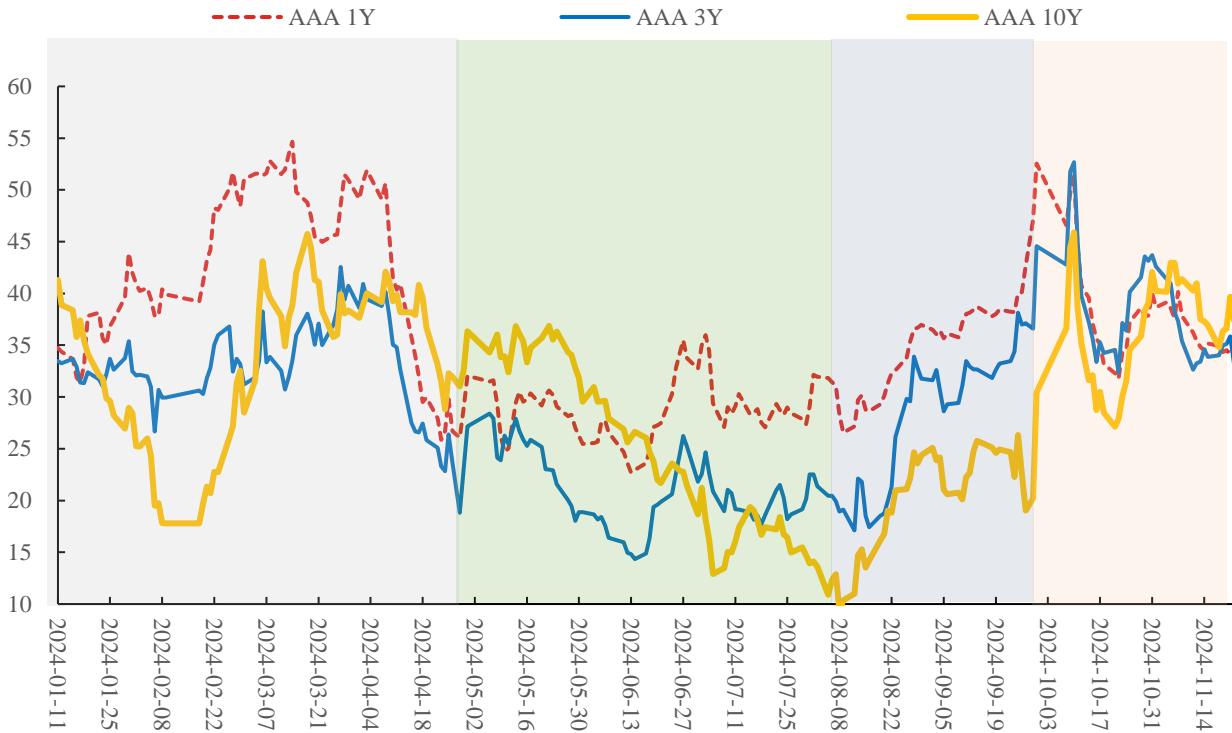
资料来源: Wind、每日经济新闻、中国基金报、中国政府网、上海证券报、东方财富网、界面新闻、中国银行间市场交易商协会、中国证券报、新华社、21财经等, 国盛证券研究所  
注: 蓝色代表利空债市因素, 红色代表利多因素; 数据截至11月22日

图表2: 2024年城投债收益率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所  
注: 数据截至11月22日

图表3: 2024年城投债信用利差 (bp)

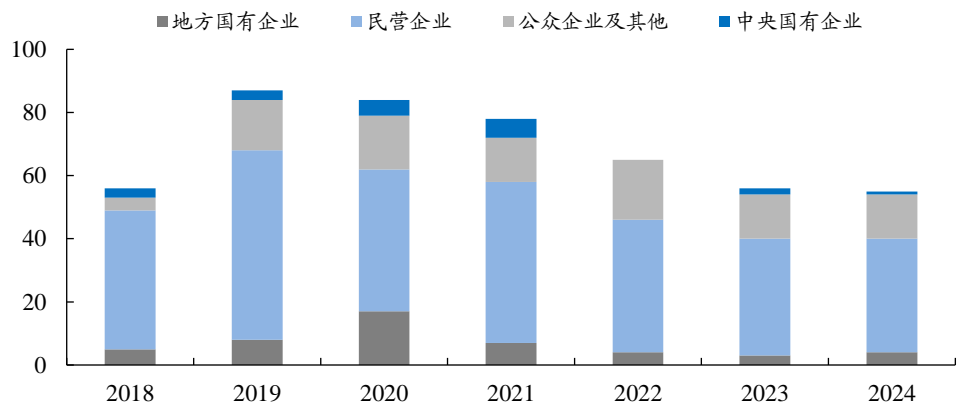


资料来源: Wind, 国盛证券研究所  
注: 数据截至11月22日

## 1.2 债市违约分析

**2024年企业违约数量继续下降。**2024年境内信用债市违约(或展期)企业共55家,较2023年减少1家,其中民营企业(65%)、公众企业(25%)仍是主要的违约(或展期)主体。今年国有企业违约数与2023年持平,有4家地方国企违约(或展期),1家中央国企违约(或展期),而2023年违约(或展期)国企有3家地方国企,2家中央国企。

图表4: 2018年以来违约或展期企业数(个)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所  
注: 截至2024.11.14

**2024年房地产风险继续暴露，共有24家主体违约（或展期）。**2024年，境内信用债市违约主体主要集中在房地产（24家）、资本货物（7家）、多元金融（5家）等行业。地产行业违约主体数较去年减少8家，且今年24家违约地产主体中，基本为民营企业和其他类企业，仅有2家国有企业。而在今年新增的5家违约地产主体中，有3家民营房企，1家国有企业，1家外资企业。

图表5: 2018年以来各行业违约企业数(个, Wind二级行业)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所  
注: 截至 2024.11.14

图表6: 2024年房地产企业违约明细

违约、展期日期	发行人	违约前主体评级	首次违约日期	类型	企业性质	是否首次违约	违约日债券余额(亿)
2024/7/1	厦门中骏集团有限公司	AA+		展期	民营企业	否	5.1
2024/5/31	景瑞地产(集团)有限公司	AA		展期	外商独资企业	否	13.5
2024/4/30	重庆市迪马实业股份有限公司	AA+	2024-04-30	未按时兑付本息	外资企业	是	3.3
2024/4/29	正荣地产控股有限公司	AAA	2023/9/14	展期	民营企业	否	9.0
2024/4/23	广州富力地产股份有限公司	AA+		展期	外资企业	否	9.9
2024/4/22	金科地产集团股份有限公司	AAA	2024-04-22	未按时兑付本息	民营企业	是	5.0
2024/4/3	厦门禹洲鸿图地产开发有限公司	AA+		展期	中外合资企业	否	10.8
2024/4/2	广州市方圆房地产发展有限公司	AA		展期	民营企业	否	9.2
2024/4/1	广西万通房地产有限公司	AA	2022/2/24	展期	外商独资企业	否	5.6
2024/3/28	广州市天建房地产开发有限公司	AA		展期	外商独资企业	否	11.2
2024/3/26	新力地产集团有限公司	B	2024-03-26	未按时兑付本息	民营企业	是	2.6
2024/3/26	华夏幸福基业控股股份公司	C		展期	民营企业	否	1.7
2024/3/15	上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	AA	2021-03-15	未按时兑付本息	民营企业	否	21.5
2024/3/13	俊发集团有限公司	AA		展期	民营企业	否	20.0
2024/3/12	旭辉集团股份有限公司	AAA		展期	民营企业	否	14.5
2024/3/12	碧桂园地产集团有限公司	AAA		展期	民营企业	否	20.0
2024/3/6	荣盛房地产发展股份有限公司	AAA	2024-03-06	未按时兑付利息	民营企业	是	10.4
2024/3/6	江苏中南建设集团股份有限公司	AA+		展期	民营企业	否	8.8
2024/1/31	当代节能置业股份有限公司	BBB-	2022/8/1	展期	民营企业	否	6.8
2024/1/22	阳光城集团股份有限公司	BB	2023-01-30	未按时兑付利息	民营企业	否	10.0
2024/1/21	远洋控股集团(中国)有限公司	AAA	2024-01-21	未按时兑付本息	中央国有企业	是	30.0
2024/1/15	上海宝龙实业发展(集团)有限公司	AA+	2022/7/15	展期	外商独资企业	否	4.7
2024/1/8	绿地控股集团有限公司	AAA		展期	地方国有企业	否	9.0
2024/1/2	上海世茂股份有限公司	AAA	2023-05-30	未按时兑付本息	外资企业	否	9.7

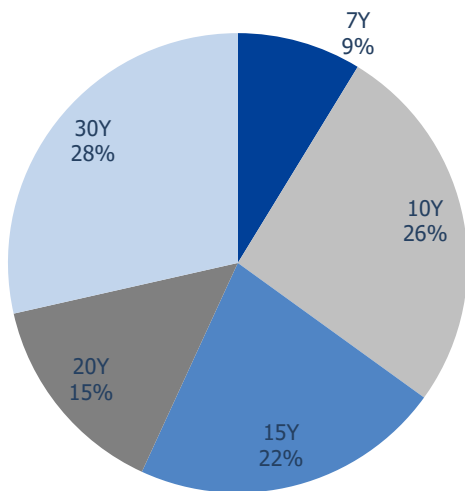
资料来源: Wind, 国盛证券研究所  
注: 截至 2024.11.14

## 2、化债大年——城投新增融资能否扩张？

### 2.1 2024 年底大规模开展置换，城投债存量有望大规模下行

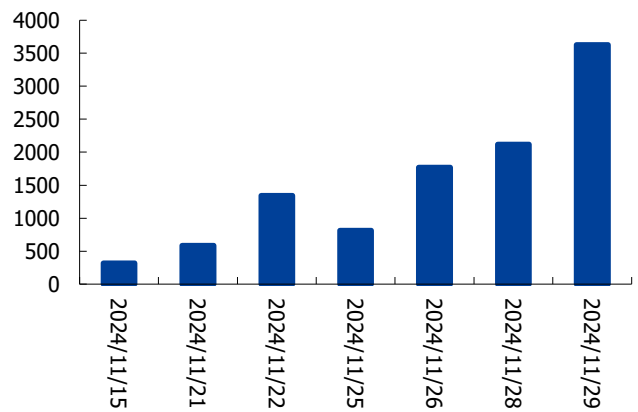
隐债化解资金基本已经确定，**2024 年底可能完成 2 万亿置换**。11 月 8 日人大常委会确定了本轮化债资金方案，2024-2026 年三年下发 6 万亿地方债额度用于置换隐债，另外，从 2024 年开始，连续 5 年从新增地方政府专项债中安排 8000 亿元专门用于化债，两者合计 10 万亿。根据发行计划，截至 11/29，今年发行置换隐债的专项债将超过 1 万亿，从目前的发行节奏来看，按照当前的发行节奏，预计年内 2 万亿专项债将发行完毕。

图表7: 11/15-11/29 发行用于置换隐债的地方债期限分布



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 化债专项债发行规模 (亿元)

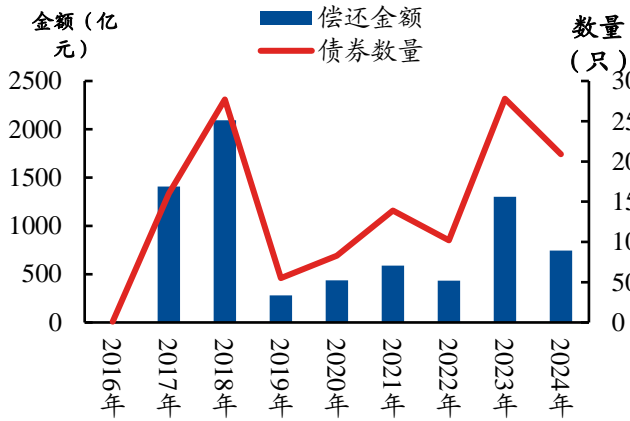


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

债务置换将导致城投债券供给下降，以城投有息债务结构估算，完成 **10 万亿债务置换**，**城投债券规模减少约 18%**。地方债置换将直接压缩城投有息债务，2023 年末城投有息债务中债券占比约 27%。以此结构估算，2024-2028 年用于债务置换的专项债 10 万亿，置换债券的比例 27%，则城投债券将减少 2.7 万亿。按照同花顺口径，截止 11 月 22 日，城投债券存量约 15.0 万亿，不考虑未来净融资影响，静态测算下城投债券将减少 18%。

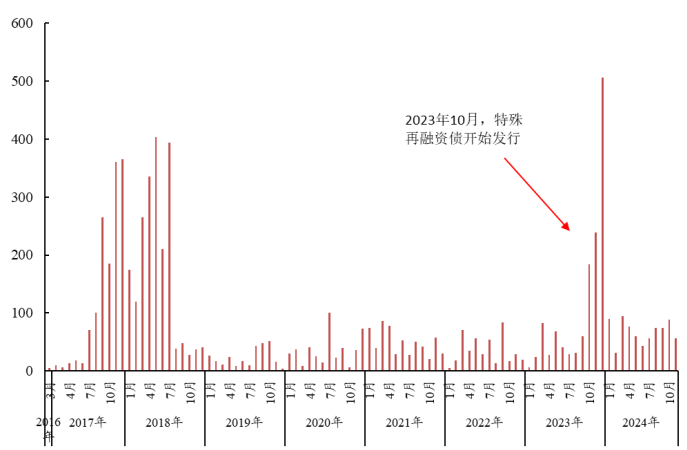
城投债可能出现提前赎回潮，高票息债券或被优先置换。为减少付息支出、完成隐债化解任务，部分涉隐主体可能会提前偿还隐债。提前偿还是指在未设立提前偿还条款，通过召开持有人会议决议提前兑付。这在此前几轮化债中均有体现，如 2017-2018 年、2023 年 10-12 月，提前偿还债券数量和规模明显提升。且提前偿还的城投债整体票面利率较高，例如 2023 年提前偿还城投债中，票面利率 5% 以上的占 75%，预计本轮化债专项债发行之后，也将引发城投债提前赎回潮，高票息的债券或被优先偿还。

图表9: 城投债提前偿还情况(年度)



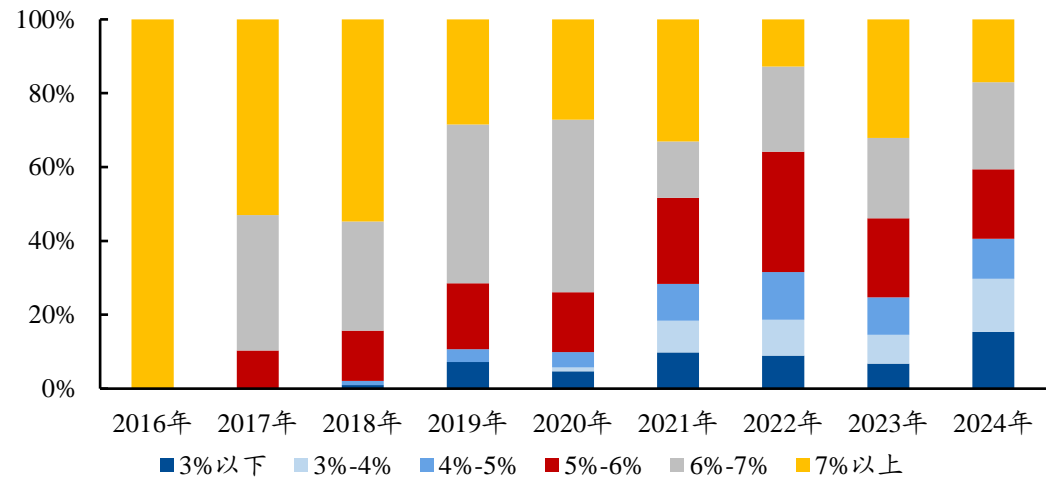
资料来源: Wind, 国盛证券研究所  
注: 截至2024年11月

图表10: 城投债提前偿还规模(月度, 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所  
注: 截至2024年11月

图表11: 提前偿还城投债的票面利率分布



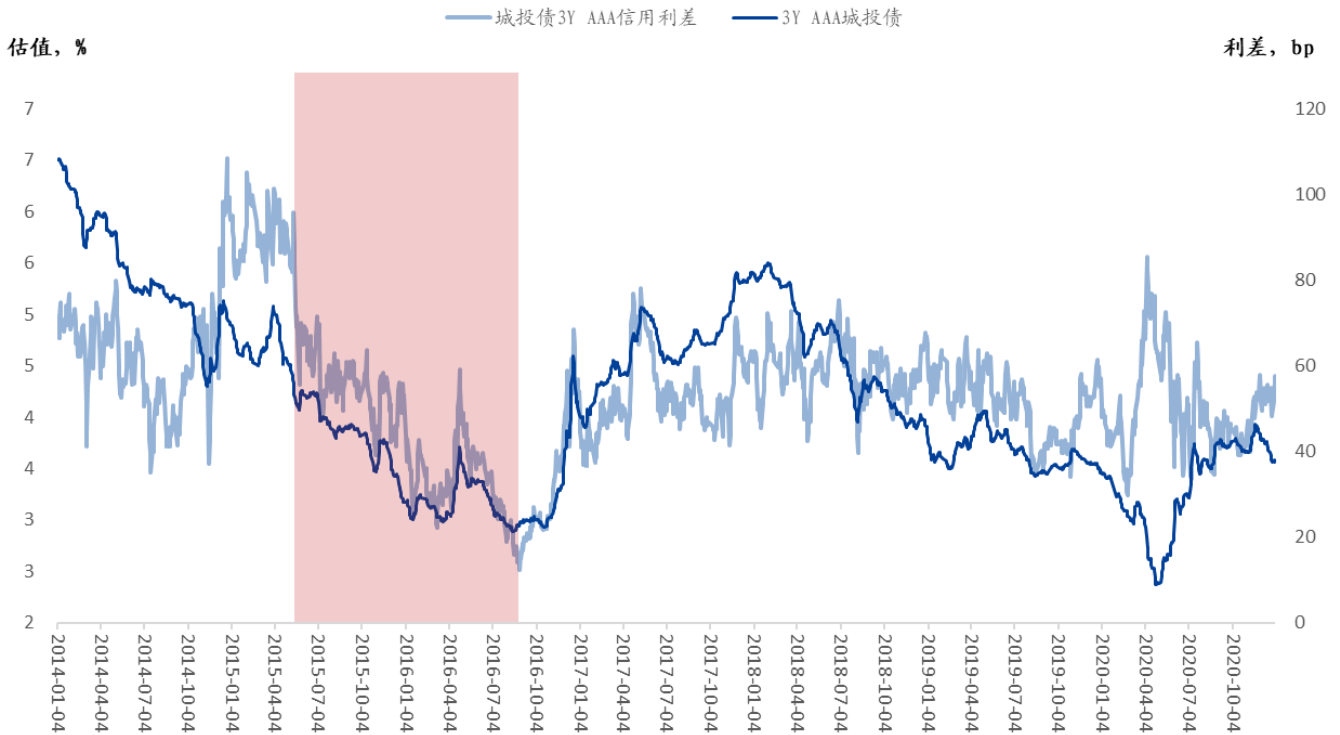
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.2 信用利差将趋势线压缩, 变数在城投融资政策

如果城投融资不放松, 城投债券供给减少, 高票息资产进一步稀缺, 而中小银行、保险等机构缺资产, 将会导致“资产荒”的持续演绎, 利差或呈现趋势性压缩。其中变数在于新增融资是否释放, 需要观察后续政策调整。结合此前几轮化债来看:

**1) 2015-2018年:** 2015年出台大规模化债政策后, 城投信用利差明显收窄。2015年5月-2016年8月, 信用利差大幅趋势性收窄, 2016年8月30日, 3Y AAA 城投债信用利差压缩至12bp。进入2016年四季度, 随着资金面收敛和基本面企稳, 债市牛熊迅速切换, 债券估值快速上行, 叠加城投融资进入紧缩周期, 信用利差随之震荡走扩。

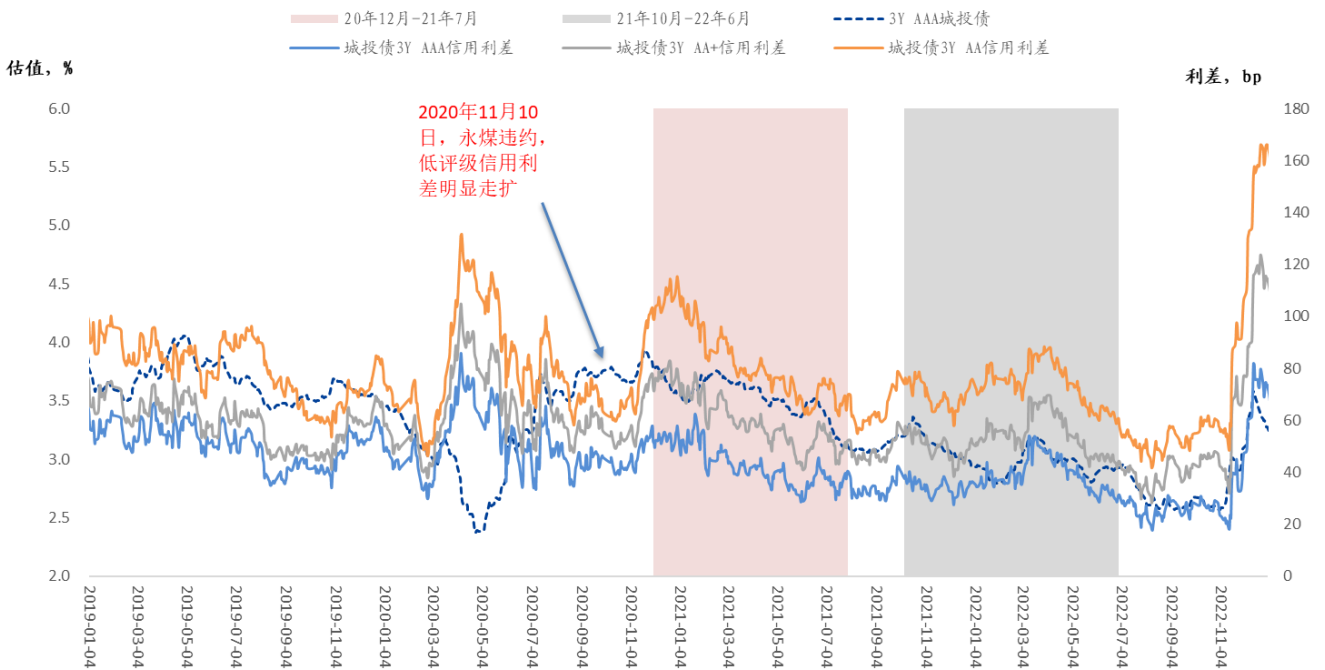
图表12: 2015年出台大规模化债政策后信用利差的变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 2019-2022年: 期间发行的置换债和特殊再融资债规模有限, 且区域相对分散, 并未成为影响信用利差的主导因素。

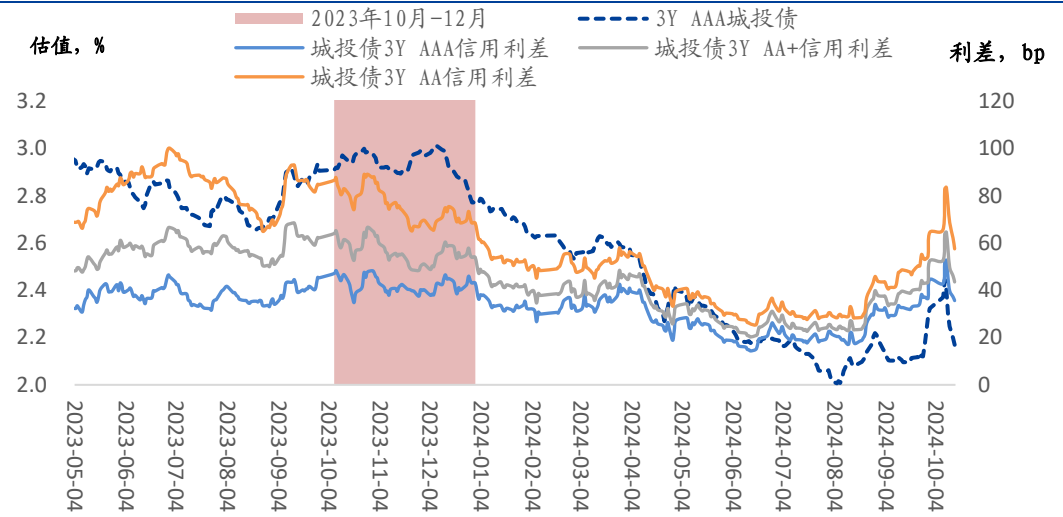
图表13: 2019年以后信用利差走势



资料来源: Wind, 澎湃新闻, 国盛证券研究所

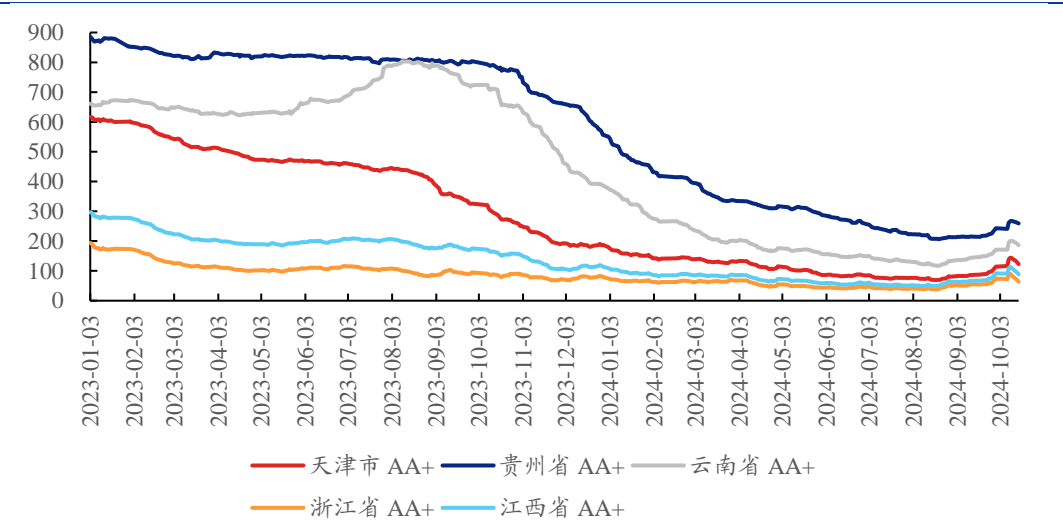
3) 2023年以来: 贵州、天津、云南等发行额度较大的区域城投信用利差大幅收窄, 此后城投利差持续压缩。2023年债市利率处于震荡调整阶段, 特殊再融资债发行后并未对城投债整体利差带来趋势性影响, 而由于本次特殊再融资债额度对重债省份有所倾斜, 市场一致做多发行额度大的弱资质区域, 天津、贵州、云南等地城投债信用利差迅速大幅收窄, 远大于其他区域。而随着城投融资持续收紧, 资产荒格局持续, 2024年城投利差趋势性收窄。

图表14: 2023年10月-12月城投信用利差整体震荡



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 2023年10月-12月弱资质区域城投信用利差大幅收窄 (bp)



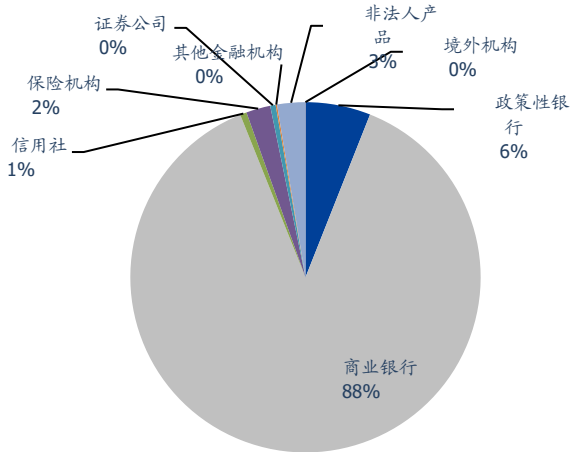
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本轮化债方案落定后, 各地城投信用利差普遍收窄, 但幅度有限。一方面, 2024年以来城投债信用利差已压缩较多, 另一方面, 在增量财政政策出台前, 市场对稳增长政策存在担忧, 近期债市窄幅震荡, 流动性较弱的信用债收益率下行受阻。往后看, 随着财政政策落地、化债资金下发、非银负债端修复, 信用利差将进一步下降。

### 2.3 机构信用资产结构的变化

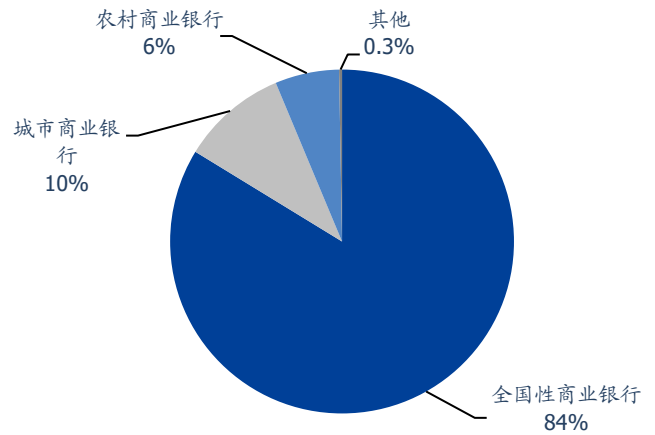
中小行、保险等持有的贷款和非标以及理财持有的城投债如果被大量置换，将加剧资产荒，需要增加其他资产配置。本轮化债的形式是发行地方债置换城投隐性债务，国股行是地方债主要承接机构，而被置换的隐性债务可能更多对应中小行的贷款、保险机构的非标资产以及理财的城投债等。随着这些机构部分资产被置换，将会释放出新的资产配置需求，而如果城投融资政策没有明显放松，城投债供给缩量，这将带来信用债资产荒的加剧，机构需要增配其他资产。

图表16: 2021年2月地方债持有人结构



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表17: 2021年2月商业银行持有地方债的构成



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

### 3、产业债策略——继续追逐央企？

#### 3.1 房企现状：整体继续低迷

从今年最新三季度的情况来看，考虑到港交所并不强制披露季报以及部分出险房企延迟披露的情况，财务部分共有 25 个发债主体的完整样本数据。

销售持续低迷，国企民企继续分化

销售方面，全国 top50 房企 1-9 月销售额总体上进一步下滑，且龙头企业和中小企业、国企和民企的情况分化加剧。大多数房企 2024 年前三季度的销售规模同比均有所下降，其中大型国企跌幅小于民企。整体来看，目前房企销售持续低迷，国有房企的销售情况仍然优于民营房企，持续能力更强。

图表18: top50 部分房企 2024 年第三季度权益销售额同比变动 (亿元)

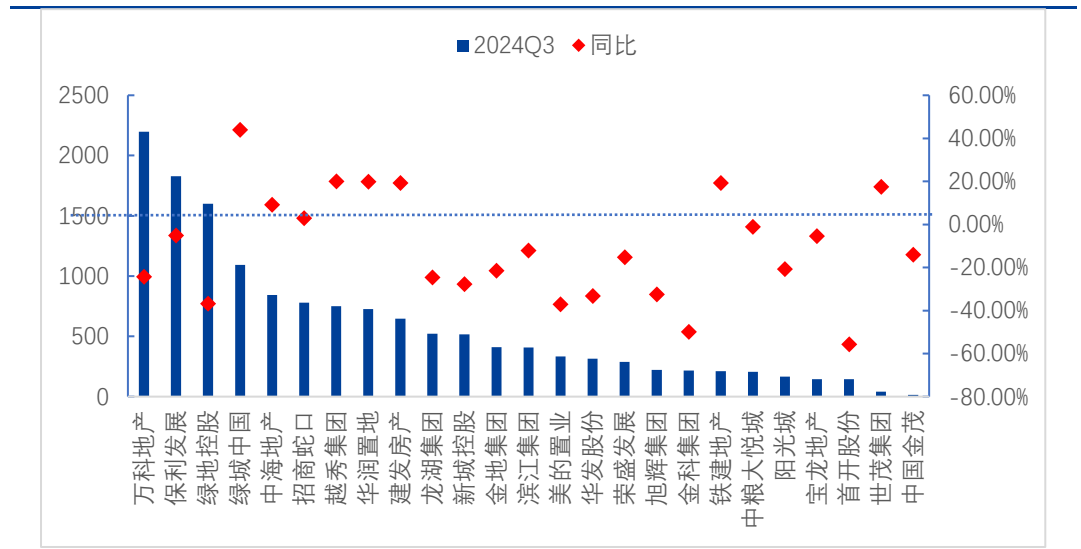
企业名称	国企/民企	24年前三季度权益销售金额	23年前三季度权益销售金额	前三季度同比
保利发展	国有企业	1908.0	2324.9	-17.93%
中海地产	国有企业	1789.2	2246.2	-20.35%
华润置地	国有企业	1197.8	1712.4	-30.05%
万科地产	民营企业	1173.2	2244.8	-47.74%
招商蛇口	国有企业	1001.5	1406.0	-28.77%
绿城中国	国有企业	819.0	834.5	-1.86%
建发房产	国有企业	661.4	1015.4	-34.86%
龙湖集团	民营企业	497.3	908.5	-45.26%
中国铁建	国有企业	487.4	542.4	-10.14%
越秀地产	国有企业	469.2	729.3	-35.66%
绿地控股	民营企业	437.7	760.5	-42.45%
中国金茂	国有企业	437.5	577.4	-24.23%
华发股份	国有企业	431.5	730.0	-40.89%
滨江集团	民营企业	389.2	612.8	-36.49%
碧桂园	民营企业	364.3	1567.8	-76.76%
金地集团	民营企业	327.2	754.0	-56.60%
保利置业	国有企业	272.0	345.2	-21.21%
中建壹品	国有企业	222.3	216.1	2.87%
新城控股	民营企业	221.5	422.4	-47.56%
融创中国	民营企业	200.0	405.3	-50.65%
中文房地产	国有企业	198.5	353.5	-43.85%
中国恒大	民营企业	196.2	311.4	-36.99%
美的置业	民营企业	184.7	340.8	-45.80%
伟星房产	民营企业	181.4	173.2	4.71%
世茂集团	民营企业	177.5	284.7	-37.65%
电建地产	国有企业	176.8	288.3	-38.67%
大华集团	民营企业	172.0	289.9	-40.67%
中国中铁	国有企业	168.4	400.6	-57.96%
卓越集团	民营企业	167.0	322.4	-48.20%
路劲集团	民营企业	163.6	409.7	-60.07%
远洋集团	国有企业	157.8	278.3	-43.30%
首开股份	国有企业	156.7	287.3	-45.46%
象屿地产	国有企业	148.7	294.9	-49.58%
城建集团	国有企业	147.6	148.2	-0.43%
国贸地产	国有企业	145.0	221.7	-34.60%
星河地产	民营企业	136.7	222.7	-38.62%
鸿荣源	民营企业	136.5	124.2	9.91%
华侨城	国有企业	136.4	259.4	-47.42%
旭辉集团	民营企业	135.6	292.1	-53.58%
中建东孚	国有企业	132.3	382.3	-65.39%
雅居乐	民营企业	130.8	272.3	-51.96%
中粮大悦城	国有企业	124.8	239.4	-47.87%
香港置地	民营企业	116.2	58.2	99.71%
联发集团	国有企业	116.1	289.0	-59.83%
金融街控股	国有企业	109.9	177.9	-38.22%
武汉城建	国有企业	103.7	153.3	-32.35%
合生创展	民营企业	102.1	223.3	-54.28%
中建智地	国有企业	100.9	171.1	-41.03%
邦泰集团	民营企业	99.5	23.9	316.46%
深铁置业	国有企业	92.7	128.2	-27.69%
国有企业合计		11913.1	16753.2	-28.89%
民营企业合计		5710.2	11025.0	-48.21%

资料来源：克而瑞，中指，国盛证券研究所

近一半的房企处于净亏损状态

样本房企营业收入下滑明显，国企表现优于民企。考虑到港交所并不强制披露三季度报以及部分出险房企延迟披露的情况，财务部分共有 25 个发债主体的完整样本数据。25 家样本房企 2024Q3 披露营业收入共 14626.39 亿元，同比下降 14.21%。营收指标的确认存在一定的滞后性，营收方面同比下滑并不明显。分企业性质来看，国企民企分化加剧，2024Q3 国企营业收入同比上升 4.93%；民企营业收入同比下降 28.68%。从单个发行人方面，万科、保利、绿地控股、绿城 4 家房企今年 3 季度营业收入超过 1000 亿元；超 5 成样本房企营业收入小于 500 亿元，样本房企中共有 8 家房企营业收入同比实现增长，其中绿城中国增速最快，同比增速达到 44.03%；17 家房企营业收入同比下降，首开股份营业收入同比下降 55.69%，收入下滑最为严重。

图表19: 2024年Q3营业收入及同比变化(亿元)

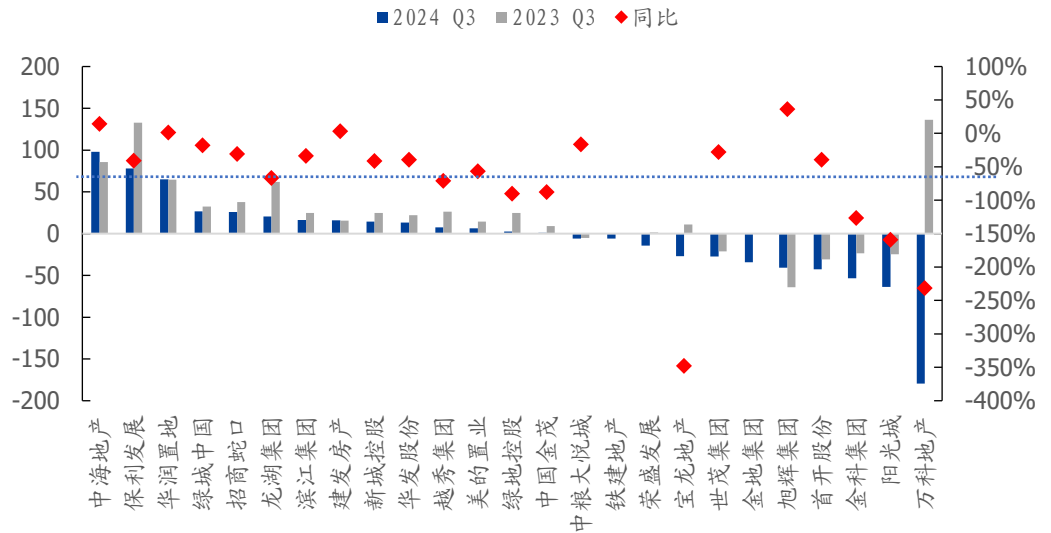


资料来源: iFind, 国盛证券研究所

**Q3 近一半房企出现亏损，超八成房企归母净利润同比下降。**样本房企 2024 年 Q3 归母净利润总计-102.68 亿元，同比下降 118.44%，下滑明显。分企业性质来看，国企归母净利润同比下降 37.70%；民企归母净利润同比下降 327.45%。与国企相比民企归母净利润下降幅度更大，房企归母净利润进一步下探。

单个发行人来看，中海地产、保利发展、华润置地归母净利润超过 50 亿元，大幅领先其他公司，绿城中国、招商蛇口、龙湖集团归母净利润超过 20 亿元，位居前列；共有 11 家房企 Q3 归母净利润为负，其中万科地产亏损最为严重，归母净利润为-179.43 亿元。从同比增速来看，仅 4 家房企归母净利润实现同比增长，分别为中海地产、华润置地、建发房产、旭辉集团，其中旭辉集团归母净利润同比增长 36.04%，主要系 2023 年 Q3 归母净利润负基数所致。

图表20: 2024 年 Q3 净利润及同比变化 (亿元)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

### 现金流压力加大，国企民企均承压

从整体来看，25 家样本发债房企经营性现金流同比呈现下降态势，投资性现金净流出和筹资性现金净流出均有所压缩，表明房企经营情况、融资情况均面临着较大的压力。

**行业承压下，样本房企经营现金流同比下滑超 8 成。**样本房企 2024 年 Q3 经营性现金净额为 355.2 亿元，同比下降 83.8%，有 11 家房企经营性现金净额为负，分别是阳光城、金科集团、荣盛发展、滨江集团、铁建集团、首开股份、万科地产、美的置业、绿地控股、中海地产、保利发展，其余房企 2024Q3 现金流均为正，其中绿城中国、越秀集团、招商蛇口、华润置地四家房企现金流超 100 亿元。今年绿城中国、金地集团、华润置地经营性现金流同比增加幅度在 100% 以上。分企业性质来看，国企同比下降 77.8%，民企同比下降 100.9%，国企和民企现金流情况均下滑。

**房企整体拿地减少，民企投资压降幅度更大。**2024 年 Q3 投资现金流净流出超过 100 亿元的企业共有 4 家，分别是绿城中国、华润置地、华发股份、中国金茂。按企业性质来看，国企投资现金流出同比压缩 43%，民企同比压缩 107.1%，民企投资现金流流出压缩幅度更大。

**样本房企筹资活动现金流多数为负，房企仍以净偿还为主。**2024 年 Q3 房企筹资净额-1128.4 亿，同比增长 50.6%。共有 5 家房企筹资活动现金流为正，分别为越秀集团、华润置地、中国金茂、美的置业、绿地控股。6 家房企筹资活动现金流净流出超过 100 亿元，其中招商蛇口、金地集团、龙湖集团、万科地产筹资活动现金流净流出超过 150 亿元。分企业性质来看，国企、民企整体均为净流出状态，相对变化来看，国企同比压缩 52.4%，民企同比压缩 49.4%。

图表21: 2024年Q3现金流及同比情况(亿元)

主体名称	2024Q3 经营性现金流	2023Q3 经营性现金流	同比	2024 Q3 投资活动现金流	2023Q 3 投资活动现金流	同比	2024Q 3 筹资活动现金流	2023Q 3 筹资活动现金流	同比
绿城中国	198.2	-13.8	1535.7%	-165.4	-68.3	-142.2%	-119.4	-40.0	-198.6%
越秀集团	161.6	307.5	-47.4%	56.6	-48.1	217.9%	22.4	-94.6	123.7%
招商蛇口	129.7	257.2	-49.6%	36.3	17.4	108.7%	-187.9	-250.3	24.9%
华润置地	109.9	-210.0	152.3%	-125.3	-104.2	-20.3%	159.1	443.2	-64.1%
金地集团	78.0	-7.5	1147.2%	28.6	15.8	80.7%	-182.1	-221.6	17.8%
龙湖集团	75.8	78.0	-2.8%	-34.4	-44.5	22.8%	-164.7	-140.7	-17.0%
旭辉集团	38.1	122.6	-68.9%	0.6	17.6	-96.5%	-64.6	-161.8	60.0%
华发股份	36.9	463.0	-92.0%	-196.7	-492.6	60.1%	-4.3	29.7	-114.6%
中粮大悦城	32.8	73.8	-55.6%	4.9	-8.8	155.1%	-69.2	-153.3	54.8%
新城控股	17.8	87.3	-79.6%	4.7	-6.2	176.7%	-48.5	-131.5	63.1%
宝龙地产	14.3	8.1	77.2%	-8.7	17.7	-149.2%	-20.9	-31.8	34.1%
建发房产	10.4	241.9	-95.7%	28.4	-89.7	131.7%	-141.6	-212.9	33.5%
中国金茂	9.7	11.4	-14.9%	-108.5	-72.0	-50.7%	70.2	48.1	45.8%
世茂集团	3.2	2.6	20.0%	0.6	1.4	-58.9%	-7.4	-9.8	24.2%
阳光城	-2.1	11.4	-118.5%	0.9	1.0	-10.5%	-11.9	-27.7	57.1%
金科集团	-6.6	-16.7	60.3%	-3.5	0.1	-	-12.7	-20.2	37.1%
荣盛发展	-9.4	-10.6	12.1%	-0.5	-0.9	46.0%	-10.6	-20.9	49.5%
滨江集团	-14.1	279.0	-105.0%	-6.5	-156.9	95.9%	-15.2	-66.2	77.1%
铁建地产	-23.7	37.4	-163.4%	-20.3	-6.5	-215.0%	-8.0	41.7	-119.2%
首开股份	-24.7	61.4	-140.2%	-7.0	-5.7	-22.0%	-51.1	-23.2	-120.6%
万科地产	-48.5	2.4	-2160.0%	56.3	-22.1	354.5%	-204.1	-313.3	34.9%
美的置业	-54.9	31.4	-274.9%	-21.4	-8.8	-141.9%	21.9	-86.5	125.3%
绿地控股	-82.4	-14.7	-462.1%	-12.9	24.4	-152.7%	16.3	-149.9	110.8%
中海地产	-135.2	314.3	-143.0%	-6.2	-72.1	91.4%	-55.7	-257.4	78.4%
保利发展	-159.8	68.2	-334.2%	-4.8	26.0	-118.4%	-38.4	-434.4	91.2%
国有企业	360.2	1620.6	-77.8%	-516.8	-906.9	43.0%	-444.8	-935.0	52.4%
民营企业	-5.0	565.2	-100.9%	12.7	-179.1	107.1%	-683.5	-1350.1	49.4%
总体	355.2	2185.8	-83.8%	-504.1	-1086.0	53.6%	-1128.4	-2285.1	50.6%

资料来源: iFind, 国盛证券研究所

房企经营状况尚未扭转, 货币资金持续消耗, 仍需观察政策变化、销售情况企风险状况变化。整体对于地产债的投资建议关注国企地产, 包括销售韧性较强的头部央企如中海、保利、华润, 以及关注政策呵护落地后, 部分弹性相对较大的国企如珠海华发、建发地产等。

图表22: 央企地产当前情况 (亿元, 年)

主体名称	企业属性	1-9月销售额	销售额去年同期	销售同比	存续债规模(内)	一年内到期规模(内)	代表券	剩余期限	估值
北京首创城市发展集团有限公司	国企	56.9	151.0	-62.32%	313.5	138.7	21首置01	1.3	2.9256
信达地产股份有限公司	央企	101.8	225.2	-54.80%	175.0	104.7	21信地02	1.2	2.8634
北京首都开发股份有限公司	国企	272.0	456.0	-40.35%	656.7	293.5	22首开MTN007	1.1	2.7542
光明房地产集团股份有限公司	国企	34.9	51.0	-31.57%	83.8	17.8	22光明房产MTN002	1.0	2.6527
建发房地产集团有限公司	国企	852.6	1376.2	-38.05%	294.7	121.4	20建发地产MTN005	0.9	2.5525
珠海华发实业股份有限公司	国企	651.2	1035.8	-37.13%	383.7	156.0	20华发04	1.0	2.7073
中国铁建房地产集团有限公司	央企	594.7	733.0	-18.87%	401.4	202.3	23铁建房产MTN001	1.1	2.3067
北京北辰实业股份有限公司	国企	43.2	51.7	-16.44%	102.5	67.0	24北辰F1	1.3	2.2535
广州珠江实业集团有限公司	国企	77.1	54.1	42.41%	210.5	97.0	23珠江02	1.3	2.4300
中文房地产集团有限公司	央企	308.8	543.2	-43.15%	159.9	50.6	22文房02	1.1	2.5539
联发集团有限公司	国企	234.6	457.3	-48.70%	155.5	45.8	23联发05	1.1	2.3093
中国电建地产集团有限公司	央企	284.0	443.6	-35.98%	299.2	151.1	20电建01	1.0	2.2572
金融街控股股份有限公司	国企	120.9	201.1	-39.88%	490.6	72.9	0	0.9	0.0000
华润置地控股有限公司	央企	1723.0	2378.4	-27.56%	689.0	230.6	22润置12	1.0	2.2190
北京城建投资发展股份有限公司	国企	35.0	60.0	-41.67%	265.5	118.0	22京城投PPN006	0.7	2.2485
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	央企	1451.0	2268.2	-36.03%	634.4	182.2	20蛇口01	1.0	2.0690
大悦城控股集团股份有限公司	央企	280.0	406.1	-31.05%	120.0	35.0	22大悦02	1.1	2.3047
中海企业发展集团有限公司	央企	1988.0	2389.6	-16.81%	449.0	113.0	22中海07	1.1	2.1701
保利发展控股集团股份有限公司	央企	2421.0	3321.3	-27.11%	932.4	468.6	22保利发展MTN006A	1.0	2.1884
广州市城市建设开发有限公司	国企	55.1	85.4	-35.48%	283.1	71.7	23穗建01	1.2	2.0681
深业集团有限公司	国企	78.5	183.8	-57.29%	210.0	116.0	22深业MTN002	1.0	2.1025

资料来源: iFind, 中指数据, 国盛证券研究所, 估值为剩余期限最接近 1Y 的债券的中债估价收益率

### 3.2 化债推进对产业债的影响

伴随着房地产行业下行、基建投资放缓, 下游的行业盈利出现下滑, 以建工行业为例, 其业务及现金流均面临显著的压力, 导致许多建工企业在资金端面临严峻挑战。截至 2024 年 10 月, 2024 年信用债违约仍集中在房地产行业及建筑行业。2024 年出现首次违约的主体共 14 家, 其中 5 家为房地产行业主体、3 家为建筑行业主体, 分别为南通三建、岭南股份和西安建工。南通三建已于 2022 年 3 月进行首次展期, 2024 年 3 月首次违约; 8 月 13 日岭南股份发布公告宣布无法按期进行本息兑付; 8 月 19 日西安建工集团未能清偿“21 西安建工 MTN001”。

**11 月近年来最大力度化债举措出炉**, 按当前安排, 2024-2026 年三年下发 6 万亿地方债额度用于置换隐债, 另外, 从 2024 年开始, 连续 5 年从新增地方政府专项债中安排 8000 亿元专门用于化债, 两者合计 10 万亿。另外, 对于 2029 年后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿, 依然按原合同偿还。这意味着 2028 年之前 14.3 万亿的化债任务中, 地方自己需要筹措资金化债的部分仅有 2.3 万亿, 年均 4600 亿元, 化债压力显著减轻。

**化债政策的逐步落实, 有望对部分产业债带来改善。**一方面, 通过大规模的地方政府债务置换, 隐性债务得到了有效缓解, 减轻了城投平台和短期地方政府的债务压力, 降低了用于经济建设等方面的资金来源阻力, 后续可继续观察地方项目建设等推进情况以及对于顺周期行业的改善情况。另一方面, 本次化债用途还包括解决拖欠企业账款, 对于涉及 To G 业务, 且应收账款和坏账准备占比较高的行业, 其现金流及资产质量有望得到改善, 信用风险改善。主要包括以基建为主的建工行业、环保、公用事业、交通运输等行业。但考虑到目前建筑行业整体经营及现金流压力仍在, 建议以中短久期为主。

### 3.3 继续追逐央国企

从违约情况来看，永煤之后的产业债市场地方国企和央企出现违约或展期的情况明显减少，各地对于风险事件造成的负面连锁反应都更加重视，偿债意愿较强。2025 年这一特点料将持续，央国企仍是债市的主要增量且信用风险相对民企更加可控，因此大方向上建议 2024 年继续关注国央企产业债的投资机会。

在行业选择上，首先，推荐在稳健向好的行业如交运、公共事业、煤炭等行业的优质主体拉久期。另外，受益于本轮城投化债的行情，以基建为主的建工行业、环保、公用事业等行业的高性价比产业国企亦可作为挖掘思路。另外，我们列示了各行业最新的收益率水平，可根据性价比进行选择。

图表 23: 产业债各行业最新的收益率水平 (%)

行业	1Y以内				1-2Y				2-3Y				3-4Y				4-5Y				5Y以上				所有期限				
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-					
食品饮料 (2021)	2.83	2.10	2.10	---	2.93	2.85	2.17	2.35	2.63	2.93	2.13	2.32	2.45	2.36	---	2.24	2.24	2.50	---	2.22	---	2.22	2.82	---	2.53	---	2.19		
轻工制造 (2021)	1.99	2.13	2.23	---	---	2.04	2.24	2.27	---	---	2.12	2.20	2.34	---	---	2.20	---	---	---	---	2.38	2.69	---	---	2.49	---	2.19		
基础化工 (2021)	2.08	5.70	2.56	---	2.48	2.15	4.18	2.81	2.51	11.59	2.38	3.23	2.81	---	8.19	2.27	2.90	2.93	---	2.61	2.85	2.97	---	2.57	---	2.59			
医药 (2021)	---	2.01	2.61	---	4.69	---	2.08	2.46	---	---	2.14	2.20	2.56	---	---	2.03	---	---	---	2.34	2.10	---	---	---	---	2.37			
医药保健 (2021)	2.00	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.24	---	---	---	---	---	---	---	---	2.37	---	---	---	---	---	2.24		
综合类 (2021)	2.02	2.05	2.15	---	---	2.06	2.12	2.32	---	---	2.19	2.19	2.59	---	---	2.20	---	---	---	2.33	2.71	---	---	2.43	2.36	---	2.19		
公用事业 (2021)	---	2.11	2.34	---	---	---	2.13	2.70	---	---	2.35	---	2.25	3.12	---	---	2.23	---	---	---	2.36	---	---	---	---	---	2.44		
家用电器 (2021)	---	---	2.12	2.19	---	---	2.15	2.37	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.33	---	---	---	---	---	2.24		
农林牧渔 (2021)	2.01	2.04	2.12	2.34	2.53	2.85	2.11	2.18	---	---	2.15	2.21	2.50	2.80	---	2.24	---	---	---	2.32	2.39	---	---	---	2.71	---	2.23		
房地产 (2021)	---	2.16	2.33	---	---	2.22	2.26	2.78	---	---	2.97	2.19	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.53		
通信 (2021)	---	2.06	2.17	---	---	---	2.44	---	---	---	2.77	---	2.19	2.62	---	3.35	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.43		
综合 (2021)	---	---	2.60	---	---	---	2.10	2.79	---	---	---	2.13	---	3.02	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.60		
服装服饰 (2021)	1.95	2.16	2.23	2.40	---	2.08	2.14	2.47	2.64	2.31	2.14	2.26	2.49	2.43	---	---	---	---	---	2.38	2.39	---	---	3.21	---	2.85	---	2.39	
钢铁 (2021)	---	---	2.38	---	---	2.13	---	2.39	---	---	---	---	2.49	2.46	---	2.27	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	3.84	---	2.48
商贸零售 (2021)	2.01	2.03	---	---	---	3.19	2.01	---	---	---	2.13	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.22	
有色金属 (2021)	1.98	3.00	2.30	---	---	---	2.82	---	---	---	---	2.29	2.45	---	---	---	---	---	---	---	2.39	---	---	---	---	---	2.61		
钢铁 (2021)	1.94	2.03	---	---	---	2.06	2.12	---	---	---	2.19	2.30	---	---	---	---	---	---	---	2.27	2.17	---	---	---	---	---	2.13		
建筑材料 (2021)	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	
建筑材料 (2021)	---	2.55	---	---	---	---	2.31	2.47	---	---	---	2.14	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.41		
交通运输 (2021)	---	2.02	2.54	---	---	---	2.33	---	---	---	2.30	2.70	---	2.66	---	---	---	---	---	---	2.31	---	---	---	---	---	2.46		
机械设备 (2021)	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---		
机械设备 (2021)	2.01	2.08	2.12	---	---	---	2.14	---	---	---	2.13	2.19	2.43	---	---	2.15	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.13		
食品饮料 (2021)	---	2.14	---	---	---	2.45	---	---	---	---	2.08	2.36	2.38	---	---	---	---	---	---	---	2.93	---	---	---	---	---	2.33		
电子 (2021)	---	---	2.16	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.28	2.60	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.34		
医药 (2021)	---	---	---	---	---	3.95	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	3.95		
计算机 (2021)	---	---	2.14	---	---	4.13	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.71		
银行 (2021)	---	---	2.27	---	---	---	---	---	---	---	2.27	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.40		
公用事业 (2021)	---	2.04	2.42	---	---	---	2.12	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.47	---	---	---	---	2.15		
券商 (2021)	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.25		
房地产行业 (2021)	---	---	2.37	---	---	---	---	2.40	---	---	---	---	2.49	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.44		
国防军工 (2021)	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---		

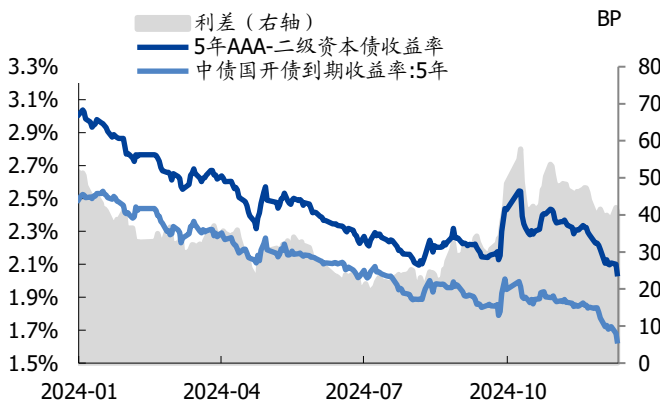
资料来源: 同花顺, Wind, 国盛证券研究所, 注: 为 11.22 的数据

## 4、二永债策略

### 4.1 2024 年行情回顾

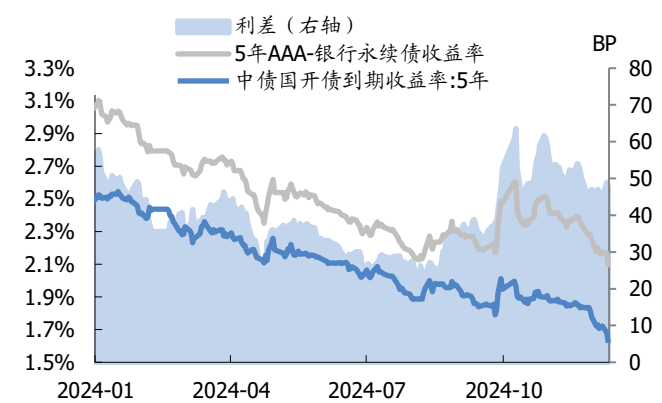
今年以来二永债走势可分为三大阶段。**第一阶段：1-8月**。政府债券供给节奏缓慢，叠加叫停手工补息后存款大量出表，流向非银机构，非银配债力量增加，二永债信用利差持续压缩。**第二阶段：9-10月**。投资者担忧信用债的流动性风险，理财赎回债基，叠加股债跷跷板效应，非银赎回压力加大，信用债被抛售，二永债不可避免收益大幅回调。**第三阶段：11月以来**。随着股市情绪热度下降，债市逐渐修复，影响因素转为增量政策和供给压力，非银机构对二永债增持，信用利差有所修复。

图表24：二级资本债走势回顾



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

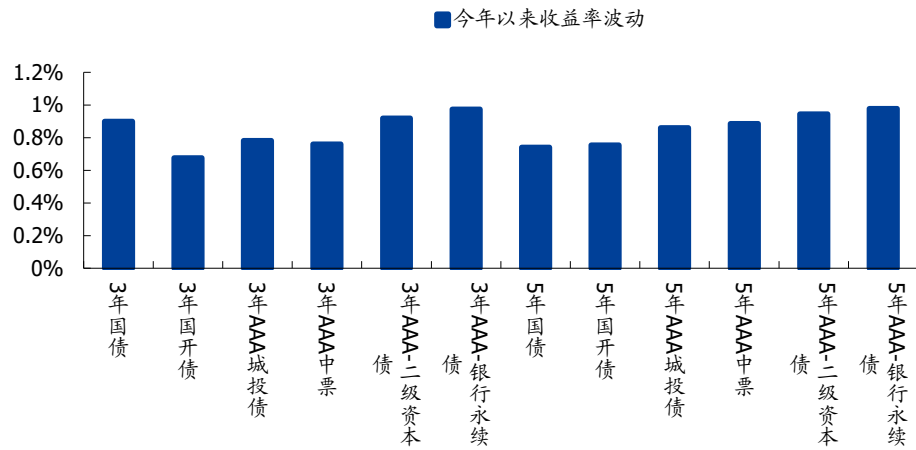
图表25：银行永续债走势回顾



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

相较于同期限信用债来说，二永债仍然是弹性最大的券种。以今年以来至11月15日收益率变动幅度（最大值与最小值之差）来看，3年国债、国开债、AAA城投债、AAA中票、AAA-二级资本债、银行永续债收益率变动幅度分别为0.90%、0.68%、0.78%、0.76%、0.92%、0.97%；5年国债、国开债、AAA城投债、AAA中票、AAA-二级资本债、银行永续债收益率变动幅度分别为0.74%、0.75%、0.86%、0.89%、0.94%、0.98%。

图表26: 二永债收益率弹性相对最大

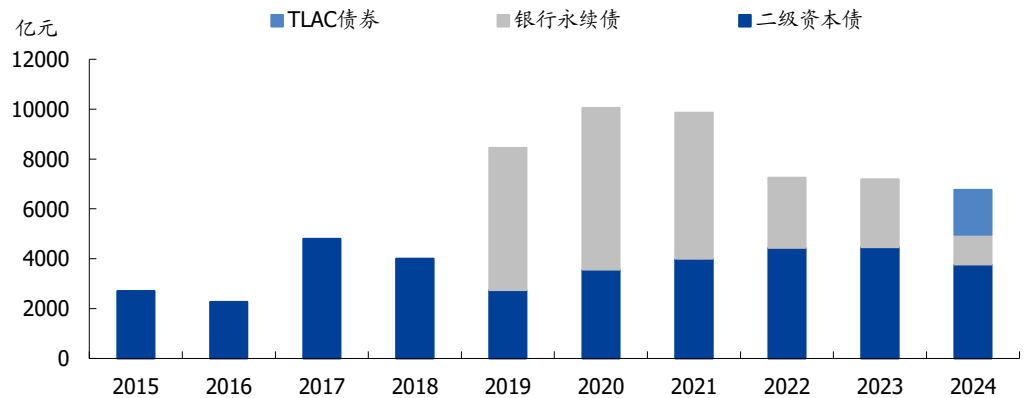


资料来源: iFinD, 国盛证券研究所, 数据截止日期: 2024 年 11 月 15 日

## 4.2 供给压力和配置力量分析

二永债净供给下降, 如果考虑到 TLAC 债券, 今年净供给与去年基本持平。以截至 11 月 16 日的的数据来看, 今年二级资本债净融资 3766 亿元, 银行永续债净融资 1202 亿元, TLAC 债券净融资 1800 亿元, 合计净融资 6768 亿元。这相较于去年二永债的净融资 7191 亿减少了 423 亿元。如果考虑到 12 月份的新增融资, 今年全年二永债和 TLAC 债券净融资可能和去年基本持平。

图表27: 银行二永债和 TLAC 债券净融资

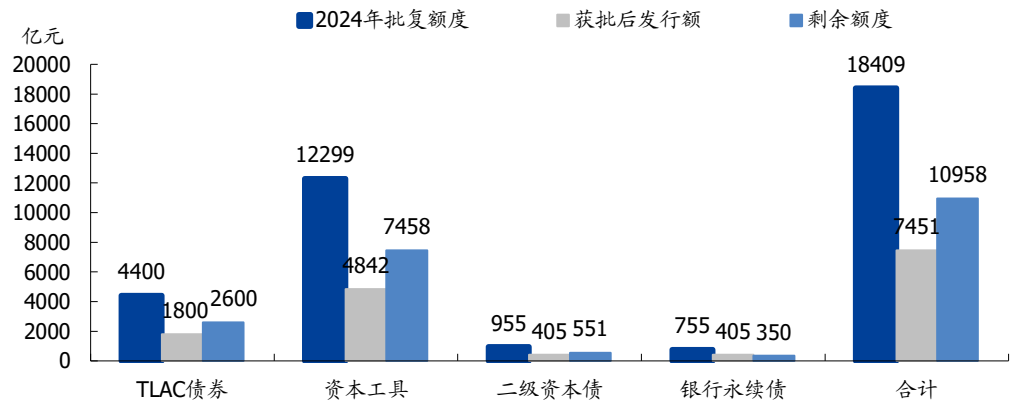


资料来源: iFinD, 国盛证券研究所, 数据截止日期: 2024 年 11 月 16 日

明年补充银行资本金国债安排后, 二永债供给可能会减少, 二永债发行需求减少而同时到期规模增加的情况下, 预计明年净融资会进一步下降, 整体资产荒压力明显。今年二永债供给下降的原因, 我们推测一方面由于由于资本新规正式实行后国有大行的资本充足率大幅提升, 降低了补充资本的需求, 另一方面由于信贷需求不足缺资产, 补充资本的需求不强。对于明年来讲, 新增影响政策是将发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本, 补充银行资本金国债安排后, 二永债供给可能会减少, 而整体资产荒压力明显。今年以来至 11 月 16 日, 二永债和 TLAC 债券批复额度为 1.84 万亿, 获批后发行额 7451 亿元, 剩余额度 1.1 万亿, 其中资本工具剩余额度 7458 亿元、二级资本债剩余额度 551 亿元、银行永续债剩余额度 350 亿元、TLAC 债剩余额度 2600 亿元。而明

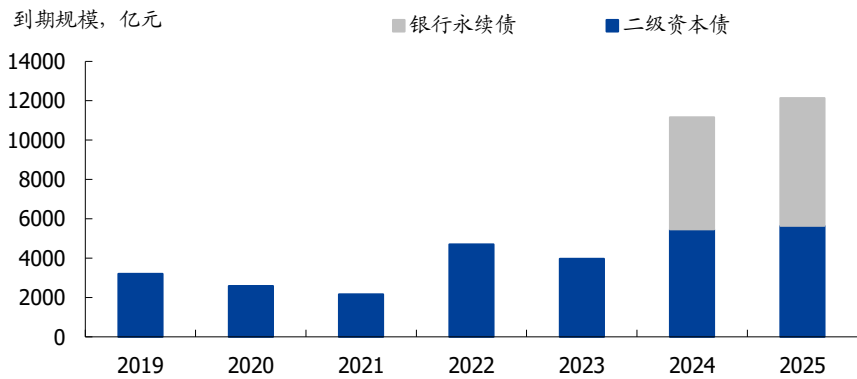
年二永债到期规模高于今年，今年二永债到期 1.12 万亿，明年二永债到期 1.21 万亿。二永债发行需求减少而同时到期规模增加的情况下，预计明年供给会进一步下降。

图表28: 资本工具额度



资料来源: Wind, 国家金融监管总局, 国盛证券研究所, 数据截止日期: 2024年11月12日

图表29: 明年二永债到期规模增加

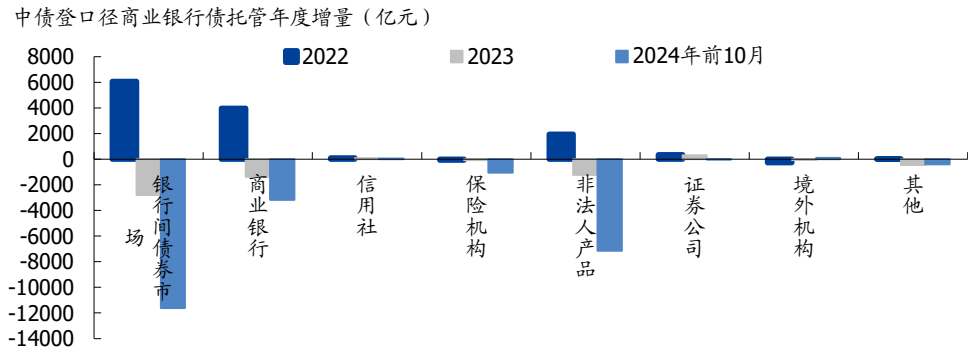


资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

今年非法人产品是金融债最主要的需求力量，收益率快速降至低位波动，对保险的吸引力下降。受到资本占用影响，银行配置二级资本债的意愿下降，而二永弹性大还具有票息优势，非银需求具有一定刚性。理财规模和产品结构影响理财配债规模和配债券种偏好，负债端偏短决定了理财偏好配置短债。非法人产品成为今年以来最主要的需求力量。今年二永债收益率快速降至低位波动，对保险的吸引力有所下降。

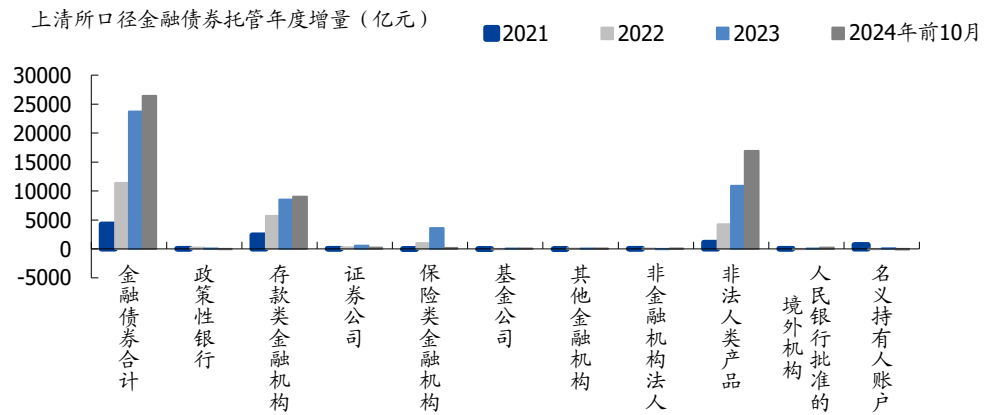
明年预计非法人产品仍将是最主要的需求力量。明年补充银行资本金国债安排后，二永债供给可能会减少，二永债发行需求减少而同时到期规模增加的情况下，预计明年净融资会进一步下降，整体资产荒压力明显。而且化债大规模开展，置换的主要是中小行、保险的资产，如果城投债融资未有明显放松，这会加剧中小行、保险的资产荒，届时保险对二永债的需求将会增加。明年预计非法人产品仍将是最主要的需求力量。

图表30: 中债登口径商业银行债托管年度增量



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表31: 上清所口径金融债券托管年度增量



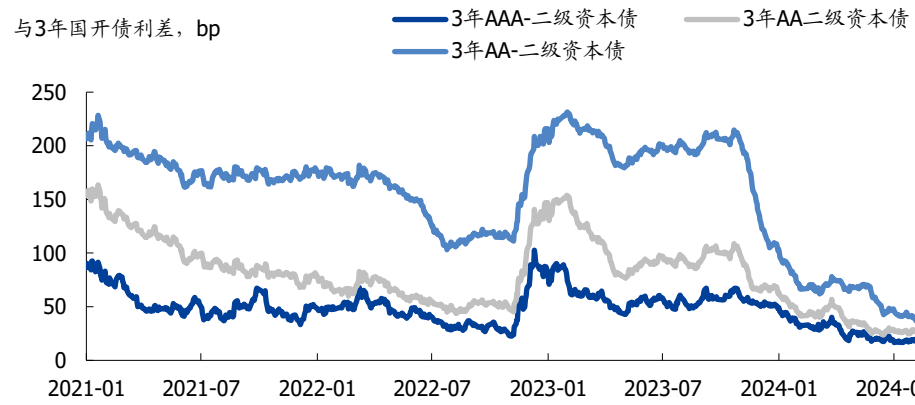
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

### 4.3 二永债配置策略

明年供需格局决定了二永债收益率仍将继续下行，策略上可以拉久期和适当下沉，但要关注利率债反转带来的国股二永债波动放大和城农商行二永债的流动性风险。明年补充银行资本金国债安排后，二永债供给可能会减少，二永债发行需求减少而同时到期规模增加的情况下，预计明年净融资会进一步下降。明年预计基非法人产品仍将是最主要的需求力量。整体资产荒压力明显，明年二永债收益率仍将继续下行。但要关注利率债反转带来的国股二永债波动放大和城农商行二永债的流动性风险。

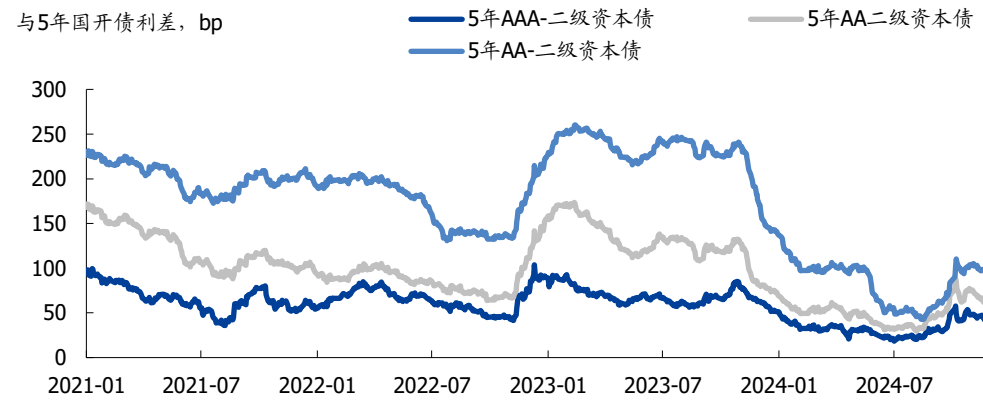
随着非银负债端逐步的修复，信用利差预计将出现趋势性修复。截至12月10日，3年AAA-、AA、AA-二级资本债信用利差分别处于24.6%、16.6%、16.6%的历史分位（2021年以来，下同），5年AAA-、AA、AA-二级资本债信用利差分别处于19.7%、16.8%、9.5%的历史分位。以往化债阶段，由于存量信用债规模的收缩，信用债利率和利差多有收窄。如果城投融资不能有效放量，存量城投债在化债过程中可能逐步减少，方式可能是提前到期或者城投企业增加回购等方式。而化债之后，城农商行、保险等缺资产状况可能更为明显，这也将增加相应债券的配置能力。近期非银负债端不稳定导致信用利差走阔，但随着预计年末资金冲击过后，非银负债端逐步的修复，信用利差预计将出现趋势性修复。

图表32: 二级资本债信用利差



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表33: 二级资本债信用利差



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

## 5、公募 REITs 投资策略：2024 年回顾及 2025 年展望

### 5.1 今年新发情况

伴随二级市场表现回暖以及市场迈入常态化发行阶段，公募 REITs 一级发行迎来增长。截至 2024 年 11 月 18 日，2024 年已配售完毕新发行上市的公募 REITs 有 21 只，规模为 479.43 亿元，今年新发产品涉及的底层基础资产类型包括水利设施、保障性租赁住房、消费基础设施、园区基础设施、交通基础设施、能源基础设施和仓储物流七类。

截至到 2024 年 11 月 18 日，已挂网未发行的产品有 22 只。包括目前已获批通过待发行上市的 9 只，包括平安宁波交投杭州湾跨海大桥 REIT、华安外高桥仓储物流 REIT、广发成都高投产业园 REIT、工银瑞信蒙能清洁能源 REIT、招商科创孵化器 REIT、中金重庆两江产业园 REIT、华泰紫金南京建邺产业园 REIT、中航易商仓储物流 REIT、招商基金招商公路高速公路 REIT，整体底层资产规模共计 204.84 亿元。

已反馈的包括华夏北京保障房中心租赁住房 REIT、汇添富九州通医药仓储物流 REIT、中金亦庄产业园 REIT、国泰君安济南能源供热 REIT、建信建融家园租赁住房 REIT、华夏金隅智造工场产业园 REIT，整体底层资产规模共计 73.29 亿元。

已受理的包括国泰君安临港创新智造产业园 REIT、华夏基金华润有巢租赁住房 REIT、中信建投沈阳国际软件园 REIT，整体底层资产规模共计 18.25 亿元。

图表34：2024 年公募 REITs 一级发行情况明细

上市日期	名称	资产类型	发行规模 (亿元)	发行份额 (亿份)	发行价格 (元)	询价区间	
						上限	下限
2024/11/8	银华绍兴原水水利REIT	水利设施	16.968	6	2.828	2.693	3.000
2024/11/1	华夏南京交通高速公路REIT	交通基础设施	27.260	5	5.452	5.399	5.669
2024/11/5	中金联东科技创新产业园REIT	园区基础设施	16.170	5	3.234	3.072	3.396
2024/11/21	招商基金公路高速公路REIT	交通基础设施	34.960	5	6.992	6.992	7.346
2024/10/23	招商基金蛇口租赁住房REIT	保障性租赁住房	13.635	5	2.727	2.485	2.871
2024/10/29	华泰紫金宝湾物流仓储REIT	仓储物流	12.186	3	4.062	4.062	4.265
2024/9/20	华夏大悦城购物中心REIT	消费基础设施	33.230	10	3.323	3.271	3.502
2024/9/23	易方达广州开发区高新产业园REIT	园区基础设施	20.584	8	2.573	2.573	2.706
2024/9/19	博时津开开工产业园REIT	园区基础设施	11.990	5	2.398	2.385	2.504
2024/8/28	华夏首创奥特莱斯REIT	消费基础设施	19.744	8	2.468	2.464	2.591
2024/7/23	中信建投明阳智能新能源REIT	能源基础设施	12.816	2	6.408	5.852	6.776
2024/8/16	华安百联消费REIT	消费基础设施	23.320	10	2.332	2.332	2.449
2024/7/9	华夏深国际仓储物流REIT	仓储物流	14.940	6	2.490	2.490	2.616
2024/7/2	华夏特变电工新能源REIT	能源基础设施	11.637	3	3.879	3.543	4.102
2024/6/28	工银河北高速集团高速公路REIT	交通基础设施	56.980	10	5.698	5.698	5.983
2024/4/30	中金印力消费基础设施REIT	消费基础设施	32.600	10	3.260	3.260	3.529
2024/3/28	嘉实中国电建清洁能源REIT	能源基础设施	10.700	4	2.675	2.585	2.970
2024/3/29	易方达深高速公路REIT	交通基础设施	20.475	3	6.825	6.825	7.168
2024/3/14	华夏华润商业REIT	消费基础设施	69.020	10	6.902	6.784	7.269
2024/3/12	嘉实物美消费REIT	消费基础设施	9.532	4	2.383	2.383	2.633
2024/3/12	华夏金茂商业REIT	消费基础设施	10.680	4.000	2.670	2.666	2.884

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表35: 已挂网但尚未发行上市 REITs 项目情况

名称	资产类型	项目状态	更新日期	底层资产估值 (亿元)
平安宁波交投杭州湾跨海大桥REIT	交通基础设施	通过	2024/11/12	99.00
华安外高桥仓储物流REIT	仓储物流	通过	2024/11/12	2.52
广发成都高投产业园REIT	园区基础设施	通过	2024/11/7	8.11
工银瑞信蒙能清洁能源REIT	能源基础设施	通过	2024/11/7	2.70
招商科创孵化器REIT	园区基础设施	通过	2024/9/11	10.03
中金重庆两江产业园REIT	园区基础设施	通过	2024/8/23	10.20
华泰紫金南京建邺产业园REIT	园区基础设施	通过	2024/6/28	10.17
中航易商仓储物流REIT	仓储物流	通过	2024/6/21	24.35
招商基金招商公路高速公路REIT	交通基础设施	通过	2024/5/24	37.75
华夏北京保障房中心租赁住房REIT	保障性租赁住房	已反馈	2024/11/12	11.57
汇添富九州通医药仓储物流REIT	仓储物流	已反馈	2024/10/18	11.70
中金亦庄产业园REIT	园区基础设施	已反馈	2024/10/11	10.26
国泰君安济南能源供热REIT	能源基础设施	已反馈	2024/10/8	14.60
建信建融家园租赁住房REIT	保障性租赁住房	已反馈	2024/4/15	9.86
华夏金隅智造工场产业园REIT	园区基础设施	已反馈	2024/4/15	15.30
中航京能光伏REIT	能源基础设施	已申报	2024/4/1	24.54
国泰君安临港创新智造产业园REIT	园区基础设施	已受理	2024/11/19	7.41
华夏基金华润有巢租赁住房REIT	保障性租赁住房	已受理	2024/11/11	7.30
中信建投沈阳国际软件园REIT	园区基础设施	已受理	2024/11/1	3.54
易方达华威农贸市场REIT	消费基础设施	已问询	2024/10/16	16.28
南方顺丰仓储物流REIT	仓储物流	已问询	2024/10/16	4.15
华夏万纬仓储物流REIT	仓储物流	已问询	2024/4/15	11.49

资料来源: Wind, 同花顺, 国盛证券研究所

**2024年公募REITs投资者认购热情项目间分化较大，保障房、水利、能源类认购热情较高。**今年已新发21单中战配平均占比75.89%，网下投资者平均占比16.88%，公众投资者平均占比7.23%，战配份额占比仍保持高位。

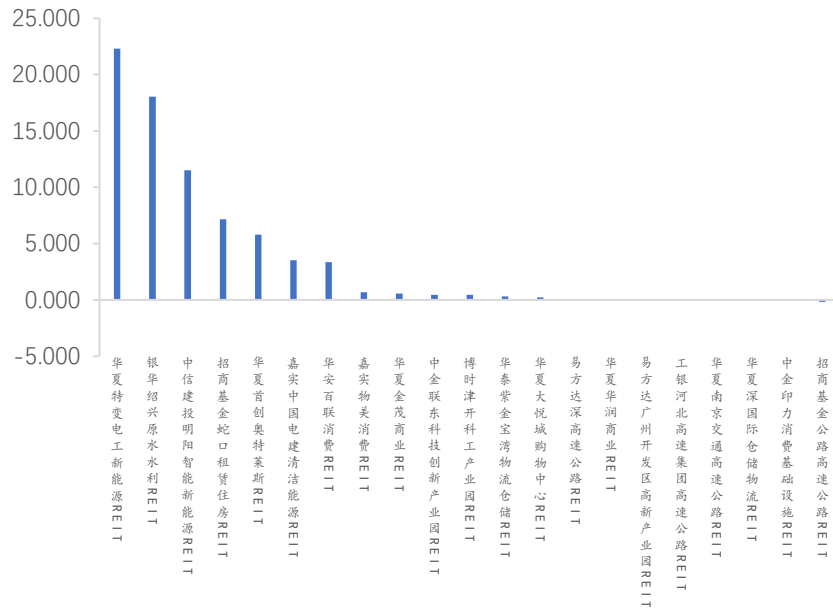
图表36: 2024 年公募 REITs 发行配售情况 (单位: %)

名称	资产类型	战略投资者	网下投资者		公众投资者	
		占总额比例	占总额比例	获配比例	占总额比例	获配比例
银华绍兴原水水利 REIT	水利设施	69.06	21.66	0.94	9.28	0.43
华夏南京交通高速公路 REIT	交通基础设施	74.80	17.64	12.85	7.56	19.16
中金联东科技创新产业园 REIT	园区基础设施	73.09	18.84	93.16	8.07	95.46
招商基金公路高速公路 REIT	交通基础设施	83.64	11.45	83.35	4.91	27.91
招商基金蛇口租赁住房 REIT	保障性租赁住房	72.83	19.02	1.07	8.15	0.63
华泰紫金宝湾物流仓储 REIT	仓储物流	76.00	16.80	83.62	7.20	26.32
华夏大悦城购物中心 REIT	消费基础设施	73.98	18.21	36.58	7.81	37.09
易方达广州开发区高新产业园 REIT	园区基础设施	83.00	11.90	54.86	5.10	60.37
博时津开科工产业园 REIT	园区基础设施	70.00	21.00	14.65	9.00	10.92
华夏首创奥特莱斯 REIT	消费基础设施	75.00	17.50	16.06	7.50	4.30
中信建投明阳智能新能源 REIT	能源基础设施	80.00	14.00	1.44	6.00	0.32
华安百联消费 REIT	消费基础设施	73.28	18.71	67.75	8.02	92.32
华夏深国际仓储物流 REIT	仓储物流	80.00	14.00	60.68	6.00	41.45
华夏特变电工新能源 REIT	能源基础设施	70.00	21.00	1.47	9.00	0.22
工银河北高速集团高速公路 REIT	交通基础设施	80.00	14.00	64.54	6.00	95.38
中金印力消费基础设施 REIT	消费基础设施	83.56	11.51	86.23	4.93	78.17
嘉实中国电建清洁能源 REIT	能源基础设施	70.00	21.00	17.43	9.00	1.94
易方达深高速公路 REIT	交通基础设施	80.00	14.00	50.30	6.00	27.97
华夏华润商业 REIT	消费基础设施	80.00	14.00	91.83	6.00	63.83
嘉实物美消费 REIT	消费基础设施	70.00	21.00	75.95	9.00	71.64
华夏金茂商业 REIT	消费基础设施	75.48	17.16	49.04	7.36	94.41

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从上市首日表现来看,项目之间分化加大。相较去年,2024 年 REITs 首日表现较好,银华绍兴原水水利 REIT、中信建投明阳智能新能源 REIT、华夏特变电工新能源 REIT 涨幅均超过 10%。交通、消费、仓储物流、园区 REITs 首日表现相差不大。保障性租赁住房仅有招商基金蛇口租赁住房 REIT 一支上市,首日涨幅为 7.15%。水利设施也仅有银华绍兴原水水利 REIT 一支上市,首日涨幅达 18.03%。能源类华夏特变电工新能源 REIT、中信建投明阳智能新能源 REIT、嘉实中国电建清洁能源 REIT 首日涨幅分别为 22.3%、11.5%和 3.51%。

图表37: 2024公募REITs上市首日涨跌幅情况(单位: %)

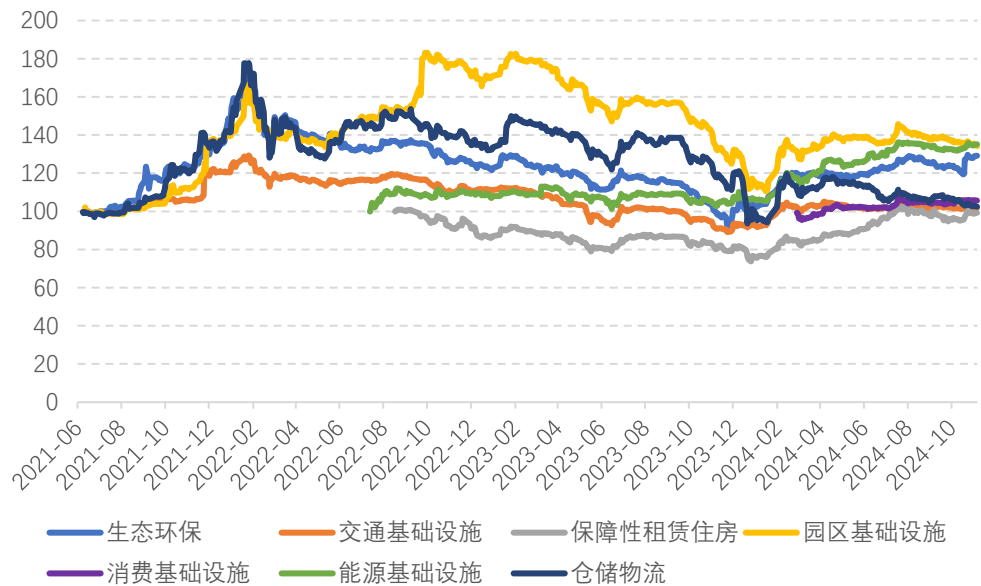


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 5.2 二级市场表现

2024年的REITs二级市场触底反弹,截至2024年11月25日,板块整体上涨约12%。2024年开年以来二级市场行情见底后,不同底层资产的产品均出现了不同程度的反弹,仓储物流、生态环保、园区表现相对较好。具体行情可以分为三个阶段。

图表38: 公募REITs各资产类型发行至今板块回报走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 备注: 剔除上市前五日数据, 采用市值加权计算板块回报走势

第一个阶段为开年以来至2月上旬,由于部分仓储项目经营情况不及预期,引发了市场的担忧与调整,仓储及产业园板块跌幅最为明显。

第二阶段为2月8日至3月中旬，2月8日证监会出台《监管规则适用指引-会计类第4号》，公募REITs可被计入FVOCI，市场情绪提振，REITs市场保持活跃上涨。  
 第三阶段为3月中旬至7月底，市场保持震荡，成交量尚可。  
 第四阶段为7月底至8月上旬，发改委出台1014号文，公募REITs市场迈向了规范、有序、常态化发行的新阶段。市场情绪提振，量价齐升。  
 第五阶段为8月中至今，缺乏交易主线，板块调整下行。

### 5.3 2024年公募REITs市场展望

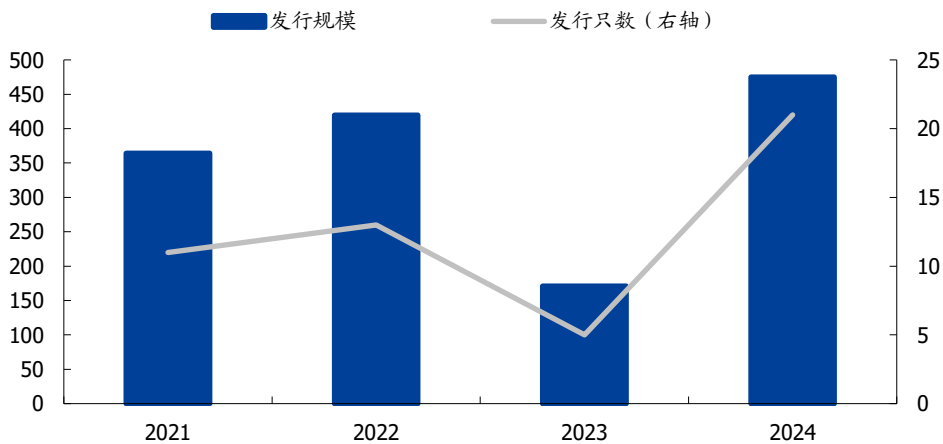
截至2024年11月18日，目前C-REITs市场共发行上市50支产品，总市值共计1324.36亿元，未来仍有较大发展空间。仍是一个蓝海市场。展望2025年REITs市场，我们提出三点展望与期待：

**一级市场发行或将上量，关注优质资产打新及配置的机会。**REITs一级发行方面，政策支持力度持续加强，我国REITs的相关政策框架体系已基本成型且日趋成熟。2024年以来，监管又相继出台了一系列积极政策，进一步推动制度优化和市场发展。今年2-4月，发改委连续发文，推动基础设施领域REITs的发行，并积极鼓励民间资本参与；明确允许改建类保租房发行REITs，推动REITs项目常态化发行。**2024年7月，发改委推进基础设施领域不动产投资信托基金项目常态化发行，标志着具有中国特色的基础设施REITs正式迈入常态化发行的新阶段。**截至2024年11月18日，目前挂网但未上市的产品有22单，底层资产估值合计352.83亿元，未来一级市场放量是趋势，对于底层资产较为优质的产品，结合二级市场情绪，仍推荐关注优质资产打新及配置的机会。

低利率环境下，REITs高分红属性进一步凸显，伴随市场供给增加，需求端投资者结构有望更加多样，配置价值得到进一步释放。从派息率和IRR绝对指标来看，截至2024年11月18日，产权类REITs年化派息率在3.43~14.57%，特许经营权类REITs IRR在3.42~12.49%，从绝对收益的角度来看已具备一定性价比。随着市场规模进一步放量，险资、理财、券商、基金ETF的参与热情有望进一步上升。

从基本面角度来看，逆周期型底层资产在2024年获得市场热捧，2025年或将延续此类投资者偏好。2024年保障房REITs、能源类REITs和二级市场表现较好，与其稳健的底层资产的经营表现密不可分。展望2025年，园区类REITs和仓储物流类REITs其供需关系或仍在筑底阶段，投资者偏好或仍将延续。

图表39: REITs发行规模及发行只数(亿元, 只)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表40: REITs 二级市场情况 (%)

证券简称	资产类型	折/溢价率	年化派息率	中债估值
国泰君安临港创新产业园 REIT	园区基础设施	0.00	4.70	4.21
东吴苏园产业 REIT	园区基础设施	-2.39	5.28	3.35
国泰君安东久新经济 REIT	园区基础设施	0.00	5.07	3.27
中金联东科创 REIT	园区基础设施	0.31		3.23
华安张江产业园 REIT	园区基础设施	-2.76	3.65	2.53
博时津开产业园 REIT	园区基础设施	-0.41		2.44
易方达广开产业园 REIT	园区基础设施	2.12		2.36
华夏和达高科 REIT	园区基础设施	1.32	5.06	2.28
中金湖北科投光谷 REIT	园区基础设施	2.22	5.72	2.26
建信中关村 REIT	园区基础设施	2.80	4.42	2.14
博时蛇口产业园 REIT	园区基础设施	0.00	3.78	2.00
华夏合肥高新 REIT	园区基础设施	0.00	5.76	1.87
华夏华润商业 REIT	消费基础设施	-6.40	4.67	7.50
华夏大悦城商业 REIT	消费基础设施	-0.29		3.39
中金印力消费 REIT	消费基础设施	3.43	5.42	3.21
华夏首创奥莱 REIT	消费基础设施	2.22		2.71
嘉实物美消费 REIT	消费基础设施	2.59	6.29	2.70
华夏金茂商业 REIT	消费基础设施	2.68	5.14	2.61
华安百联消费 REIT	消费基础设施	-0.45	6.00	2.23
银华绍兴原水水利 REIT	水利设施	0.00		3.42
中航首钢绿能 REIT	生态环保	0.64	11.07	12.49
富国首创水务 REIT	生态环保	0.00	9.14	3.64
中信建投国家电投新能源 REIT	能源基础设施	0.10	6.85	10.08
中航京能光伏 REIT	能源基础设施	-1.30	14.67	9.97
中信建投明阳智能新能源 REIT	能源基础设施	1.30	10.95	7.68
华夏特变电工新能源 REIT	能源基础设施	1.03	5.18	4.85
嘉实中国电建清洁能源 REIT	能源基础设施	-1.44	5.27	3.47
鹏华深圳能源 REIT	能源基础设施	0.00	14.57	6.02
平安广州广河 REIT	交通基础设施	0.00	9.21	9.31
国金中国铁建 REIT	交通基础设施	-0.48	13.39	8.33
中金山东高速 REIT	交通基础设施	-0.26	17.33	7.56
浙商沪杭甬 REIT	交通基础设施	-1.53	13.91	7.17
中金安徽交控 REIT	交通基础设施	1.88	9.64	6.90
易方达深高速 REIT	交通基础设施	0.16	21.78	6.44
华夏越秀高速 REIT	交通基础设施	0.63	7.57	6.30
华泰江苏交控 REIT	交通基础设施	0.67	9.17	5.96
华夏南京交通高速公路 REIT	交通基础设施	0.18		5.71
工银河北高速 REIT	交通基础设施	3.88	8.34	5.41
华夏中国交建 REIT	交通基础设施	0.00	6.34	5.00
华泰宝湾物流 REIT	仓储物流	3.48		3.74
中金普洛斯 REIT	仓储物流	1.20	4.84	3.32

嘉实京东仓储基础设施 REIT	仓储物流	1.53	6.13	2.61
华夏深国际 REIT	仓储物流	3.45	5.01	2.32
红土创新盐田港 REIT	仓储物流	0.00	4.80	2.00
国泰君安城投宽庭保租房 REIT	保障性租赁住房	-0.88	3.71	3.40
中金厦门安居 REIT	保障性租赁住房	0.62	3.60	3.21
华夏北京保障房 REIT	保障性租赁住房	0.00	3.43	3.16
招商基金蛇口租赁住房 REIT	保障性租赁住房	0.66		3.03
红土创新深圳安居 REIT	保障性租赁住房	-1.77	3.68	2.82
华夏基金华润有巢 REIT	保障性租赁住房	0.39	4.05	2.57

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

财政政策超预期: 若 2025 年财政政策超预期, 利率可以超预期调整。

城投融资政策超预期: 若 2025 年城投融资政策明显放松, 城投债供给放量, 资产荒格局或受到调整。

信用黑天鹅事件: 若出现信用黑天鹅事件, 可能影响信用风险偏好, 导致信用债调整。

统计及测算可能产生的风险: 统计样本、模型假设有限性, 可能导致测算结果存在误差。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

<b>北京</b> 地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>上海</b> 地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
<b>南昌</b> 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>深圳</b> 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com