

房地产（标配，维持）

建筑材料（超配，维持）

政策利好持续叠加，建议关注优质房企及建筑材料机会

近期政策解读系列六——地产产业链深度报告

2023 年 10 月 12 日

投资要点：

分析师：何敏仪

SAC 执业证书编号：

S0340513040001

电话：0769-22177163

邮箱：hmy@dgzq.com.cn

分析师：李紫忆

SAC 执业证书编号：

S0340522110001

电话：0769-22117163

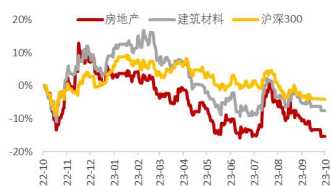
邮箱：liziyi@dgzq.com.cn

■ **整体观点：**房地产行业经历了2022年销售底、业绩底及政策底后，2023年政策刺激持续叠加，虽然销售同比增速仍旧下探，但跌幅较2022年已明显收窄。行业本轮销售下调已经接近两年时间，对比过去多轮调整周期时间最长，基数已经较低。城镇化、消费升级等需求持续存在，行业基本盘稳固；而新开工量大幅下降，供给端收缩，行业处于持续去库存阶段。整体我们认为当前行业向下调整已经逐步完成，正处于筑底阶段。预计未来几个月行业基本面将逐步修复，并且可以持续，行业将逐步走出本轮调整周期的底部，将有利于整体估值的向上修复。同时大范围出清后剩下之优秀房企，更能抓住机遇提升市占率及提升业绩，享受估值重估机会。建议关注经营稳健、融资优势突出的头部央国企及聚焦一二线城市的区域龙头企业。

■ **新一轮城中村改造开启，建筑材料迎来增量机遇。**今年以来，中央高级别会议屡次涉及城中村改造问题，城中村改造工程正在以稳健提速的态势加快推进。本轮城中村改造聚焦于“超大特大城市”，主要涉及一线、直辖市及部分省会城市。这些城市人口规模较大，经济发展水平较高，产业结构相对齐全，既能有效地改善民生，也能够刺激房地产产业链的需求。根据我们的测算，全国城中村待改造面积为10.38亿平方米，而本轮城中村改造将采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造，但无论采用何种改造方式，都将为地产开工端、竣工端品种建筑材料的需求提供新增量。建议关注渠道布局完善，有望在未来的市场竞争中占据优势地位的消费建材龙头企业和优质企业；具有规模成本优势的水泥龙头企业。

■ **维持对房地产行业的“标配”评级，维持对建筑材料行业的“超配”评级。**优质房企方面，建议关注经营稳健、融资优势突出的头部央国企及聚焦一二线城市的区域龙头企业。包括保利发展（600048）、华发股份（600325）、滨江集团（002244）、万科A（000002）、招商蛇口（001979）等。建筑材料方面，建议关注防水材料龙头企业东方雨虹（002271）、C端管材龙头伟星新材（002372）、涂料龙头三棵树（603737）、石膏板龙头北新建材（000786）；具有规模成本优势的优质水泥龙头海螺水泥（600585）、华新水泥（600801）。

■ **风险提示：**房地产优化政策出台低于预期，房地产开发投资持续走低，原材料价格波动风险，基建投资增速不及预期的风险等。

房地产、建筑材料（申万）
指数走势

资料来源：，东莞证券研究所

相关报告

本报告的风险等级为中风险。

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目 录

1. 房地产优化政策持续叠加	4
2. 销售数据有望筑底回升	7
3. 房企业绩及资金面修复值得期待	9
4. 房地产行业将逐步走出周期底部	11
5. 关注行业新一轮周期下带来的优质房企估值提升机会	13
6. 新一轮城中村改造开启，聚焦超大特大城市	14
6.1 城中村改造相关政策梳理	14
6.2 本轮改造涉及范围较广，相对棚改力度温和	15
7. 三种城中村改造模式齐头并进	16
7.1 政府主导的城中村改造	16
7.2 村集体主导的城中村改造	17
7.3 开发商主导的城中村改造	18
8. 城中村待改造面积超 10 亿平方米，拉动建筑建材需求	18
8.1 城中村待改造面积超 10 亿平方米	18
8.2 城中村改造拉动建筑材料需求	19
9. 风险提示	19

插图目录

图 1：全国商品房单月销售面积同比（%）	7
图 2：全国商品房单月销售额同比（%）	7
图 3：全国商品房单月销售面积环比（%）	8
图 4：全国商品房单月销售额环比（%）	8
图 5：2023 年 8/9 月一线城市居民购房意愿变化	8
图 6：近一年居民对房价预期变化	8
图 7：上市房企营业总收入同比变化（%）	9
图 8：上市房企营业利润、净利润、归属净利润变化（%）	9
图 9：房企开发资金来源合计	10
图 10：房企开发资金来源变化	10
图 11：房企现金流情况变化	10
图 12：全国商品房单月销售面积同比（%）	11
图 13：全国商品房单月销售额同比（%）	11
图 14：我国与主要发达经济体城镇化率对比	12
图 15：房地产开发投资完成额同比变化（%）	12
图 16：房屋新开工面积同比变化（%）	13
图 17：建筑防水行业产业链	20
图 18：塑料管道行业产业链	21
图 19：水泥价格（元/吨）	22
图 20：动力煤价格（元/吨）	22
图 21：商品房销售面积累计值（万平方米）及同比（%）	23
图 22：商品房施工、新开工、竣工面积累计同比（%）	23

表格目录

表 1：2022 年至今重要房地产政策统计	5
表 2：超大特大城市名单	15
表 3：我国 21 个超大特大城市城中村面积测算表	19
表 4：重点公司盈利预测及投资评级（2023/10/11）	24

整体观点：

房地产行业经历了 2022 年销售底、业绩底及政策底后，2023 年政策刺激持续叠加，虽然销售同比增速仍旧下探，但跌幅较 2022 年已明显收窄。行业本轮销售下调已经接近两年时间，对比过去多轮调整周期时间最长，基数已经较低。城镇化、消费升级等需求持续存在，行业基本盘稳固；而新开工量大幅下降，供给端收缩，行业处于持续去库存阶段。整体我们认为当前行业向下调整已经逐步完成，正处于筑底阶段。预计未来几个月行业基本面将逐步修复，并且可以持续，行业将逐步走出本轮调整周期的底部，将有利于整体估值的向上修复。同时大范围出清后剩下之优秀房企，更能抓住机遇提升市占率及提升业绩，享受估值重估机会。建议关注经营稳健、融资优势突出的头部央国企及聚焦一二线城市的区域龙头企业。

新一轮城中村改造开启，建筑材料迎来增量机遇。今年以来，中央高级别会议屡次涉及城中村改造问题，城中村改造工程正在以稳健提速的态势加快推进。本轮城中村改造聚焦于“超大特大城市”，主要涉及一线、直辖市及部分省会城市。这些城市人口规模较大，经济发展水平较高，产业结构相对齐全，既能有效地改善民生，也能够刺激房地产产业链的需求。根据我们的测算，全国城中村待改造面积为 10.38 亿平方米，而本轮城中村改造将采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造，但无论采用何种改造方式，都将为地产开工端、竣工端品种建筑材料的需求提供新增量。建议关注渠道布局完善，有望在未来的市场竞争中占据优势地位的消费建材龙头企业 and 优质企业；具有规模成本优势的水泥龙头企业。

1. 房地产优化政策持续叠加

2022 年前三季度中央对行业坚持“房住不炒”基调没有改变，在多个重要会议上均明确表态，整体政策更偏向“托而不举”。如 3 月政府工作报告中提到“继续保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，握紧新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价，稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。”而四季度以来高层对房地产行业的表态以及进一步的优化措施有些超出市场预期。如时隔十多年重提房地产国民经济支柱产业地位。2022 年 12 月 15 日，国务院副总理刘鹤在第五轮中国—东盟工商领袖和前高官对话上发表致辞，“房地产是国民经济的支柱产业，针对当前出现的下行风险，我们已出台一些政策，正在考虑新的举措，努力改善行业的资产负债状况，引导市场预期和信心回暖”。“未来一个时期，中国城镇化仍处于较快发展阶段，有足够需求空间为房地产业稳定发展提供支撑”。12 月 19 日中央财办提到“要充分认识到房地产行业的重要性。房地产链条长、涉及面广，是国民经济支柱产业”。另外年底央行、银保监会出台 16 条金融政策，促进房地产市场平稳健康发展；房地产融资“三支箭”政策落地，放宽房企贷款融资。

2023 年，房地产优化调整政策出台力度及密集度进一步加大，在中央发文后，地

方政府也迅速“因城施策”落地措施。比如住建部等提到要降低首付比例，降低首套房贷利率；同时也提出要落实个人住房贷款“认房不用认贷”等措施。随后多家国有大行纷纷发布降低首套住房贷款利率调整的公告，并将调整范围、规则、方式和相关安排均详细列出。包括北上广深一线城市及部分热点城市也迅速出台政策落地“认房不认贷”。取消限购城市也持续增加等等。

今年 9 月以来，全国大中小城市陆续的“因城施策”政策密集发布，包括对特定人群购房给与贷款额度、税费等方面的优惠或进行购房补贴；提高公积金贷款额度及放宽公积金提取；部分城市积极开展向外推介商品房及举办购房活动促进本地楼市销售；落实认房不认贷及降低首套房、二套房首付及贷款利率；取消限购、指导参考价松动；对港澳台居民购房限制放宽；银行房地产贷款集中度管理执行有所松动等等。积极配合高层的优化调整政策，并迅速落地执行，极力在“金九银十”传统销售旺季发力带动楼市销售的回升。

整体我们认为，房地产行业体量大，上下游涉及行业较多，产业链长，对国民经济增速影响巨大。楼市销售持续疲弱，对拿地、房地产开发投资及上下游行业的需求均带来负面影响，直接拖累我国经济增长。中央政府从稳定房地产市场，到优化及放松调控政策，再到刺激楼市需求，政策力度逐步加码；而地方政府也迅速落地政策，希望尽早带来成效。在房地产优化调整政策持续叠加之下，四季度楼市销售实现探底回升，从而带动行业整体走出周期底部值得期待。

表 1：2022 年至今重要房地产政策统计

年份	月份	来源	内容
2022 年	1 月	相关部门	并购贷不再计入“三道红线”
	2 月	相关部门	保租房贷款不纳入房地产贷款集中度管理
	7 月	中央政治局会议	“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”因城施策用足用好政策工具箱
	8 月	住建部、财政部、央行等	推出 2000 亿政策性银行专项借款
	9 月	央行、银保监会	决定阶段性调整差别化住房信贷政策。符合条件的城市政府，可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。
	11 月	央行	将面向 6 家商业银行提供 2000 亿元再贷款，为商业银行提供零成本资金，以鼓励其支持保交楼工作。
		央行、银保监会	出台 16 条金融政策，促进房地产市场平稳健康发展

2023 年	12 月	财政部、税务总局	对出售自有住房并在 1 年内重新买房的，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
		国务院副总理刘鹤	“房地产是国民经济的支柱产业，针对当前出现的下行风险，我们已出台一些政策，正在考虑新的举措，努力改善行业的资产负债状况，引导市场预期和信心回暖。”
		中央财办	“要充分认识到房地产行业的重要性。房地产链条长、涉及面广，是国民经济支柱产业。”
	1 月	住建部长	对于购买首套住房的要大力支持。首付比、首套利率该降的都要降下来。而对于购买二套住房的，要合理支持。
		央行	决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。具体来看，新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。
	2 月	自然资源部	对住宅用地出让公告不再要求“全年不超过 3 次”。
		总书记重要文章	要防范房地产业引发系统性风险。房地产对经济增长、就业、财税收入、居民财富、金融稳定都具有重大影响。要做好风险应对各项工作，确保房地产市场平稳发展。要因城施策，着力改善预期，扩大有效需求，支持刚性和改善性住房需求。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，深入研判房地产市场供求关系和城镇化格局等重大趋势性、结构性变化，抓紧研究中长期治本之策，消除多年来“高负债、高杠杆、高周转”发展模式弊端，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
	3 月	政府工作报告	加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。
		中国人民银行	央行公布降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。
	4 月	中国人民银行	央行调查统计司司长邹澜指出，2023 年以来人民银行、银保监会建立新发放首套房贷利率政策动态调整机制，实现因城施策原则下首套房贷利率政策的双向动态灵活调整。
	6 月	中国人民银行	授权全国银行间同业拆借中心公布，5 年期以上 LPR 利率下调 10 个基点至 4.2%。
	7 月	中共中央政治局会议	会议指出，要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。
		国家税务总局	发布《支持协调发展税费优惠政策指引》，从区域协同发展、城乡一体发展、物质文明和精神文明平衡发展、经济社会统筹发展等四个方面，梳理形成了涵盖 216 项支持协调发展的税费优惠政策，其中房地产领域涉及 19 条税费优惠政策。
		住建部	继续落实降低首套房首付比例和贷款利率，落实认房不认贷。

	住建部部长	要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付，切实保障人民群众的合法权益。
8月	证监会	发布优化 IPO、再融资新监管安排。对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模。而房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。

资料来源：各部委官网，东莞证券研究所整理

2. 销售数据有望筑底回升

从全国商品房及商品住宅销售数据来看，8月单月销售同比继续出现下跌，跌幅较7月末小幅扩大；而8月单月销售环比则转正，相比7月环比大幅下降有明显改善，但整体销售绝对值仍处于近年单月销售较低水平。从全国十大城市及全国30大中城市商品房销售数据来看，8月环比7月均有所上升，但同样单月销售绝对值处于近年单月销售低位。可见8月行业整体销售仍在筑底阶段。

图 1：全国商品房单月销售面积同比（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 2：全国商品房单月销售额同比（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 3：全国商品房单月销售面积环比（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 4：全国商品房单月销售额环比（%）

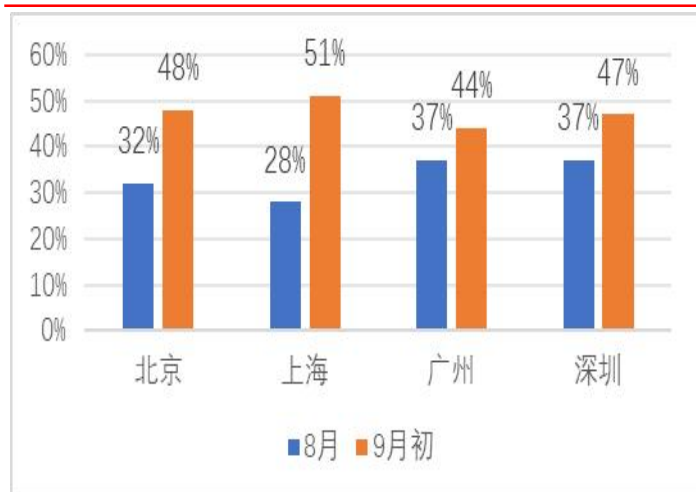


资料来源：wind，东莞证券研究所

后续几个月销售数据仍需持续观察。但随着8月底9月初越来越多的城市落地“认房不认贷”、下调首付比例、解除限购等政策，对购房者信心及房地产市场的情绪均有一定程度的带动。特别对于过去调控政策严厉的一线城市及部分热点城市，9月楼市成交及氛围改善相对更明显。根据中指数据 CREIS 显示，近期持续的房地产优化政策落地，一线城市居民购房意愿均有所提升；同时居民对房价预期也出现改善。

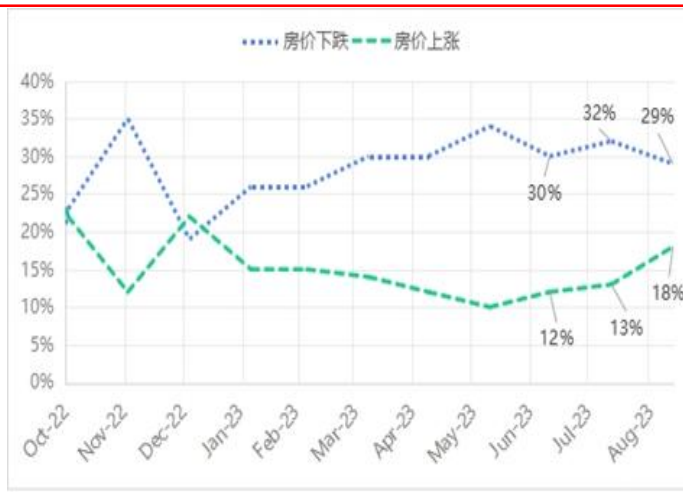
预计随着房地产优化政策持续叠加及发酵，居民购房信心将逐步恢复，叠加前期低基数，未来几个月房地产销售数据逐步筑底回升值得期待。

图 5：2023 年 8/9 月一线城市居民购房意愿变化



资料来源：中指调查，中指数据 CREIS

图 6：近一年居民对房价预期变化



资料来源：中指调查，中指数据 CREIS

3. 房企业绩及资金面修复值得期待

从行业整体业绩来看，2022 年或许为近年业绩低谷期，2023 年上半年业绩有所修复。在“保交楼”推进下，下半年结算业绩进一步修复仍值得期待；另外销售叠加利润率水平上升，后续房企整体业绩将可能持续回升，带动行业走出周期底部。

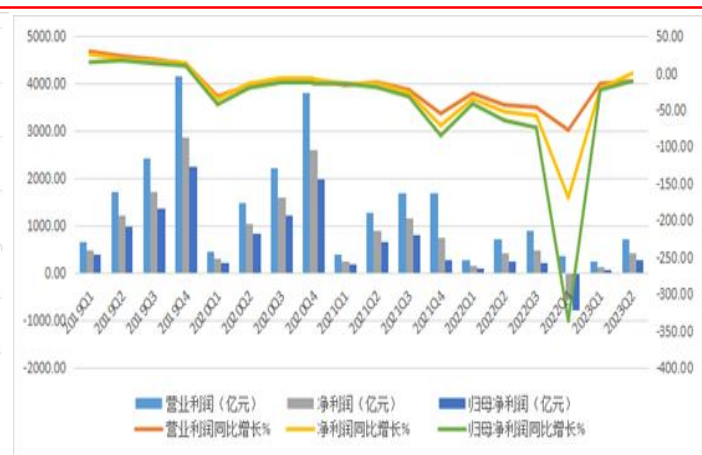
房地产上市企业整体营收增速 2022 年以来均为负值，2023 年开始转负为正。2023 年上半年上市房企共实现营业总收入较 2022 年同期上升 3.81%，增幅较 2023 年一季度末也提升 1.2 个百分点，营收持续改善。2020 年以来，上市房企整体营业利润、净利润及归属净利润同比增速均转负，并且 2021 年下半年以来降幅持续扩大，上市房企经营情况走差。特别在 2022 年末行业整体净利润及归属净利润绝对值为负数，相当于行业整体出现亏损，为有统计以来少见的情况。

图 7：上市房企营业总收入同比变化（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 8：上市房企营业利润、净利润、归属净利润变化（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

但随着楼市调控优化措施持续叠加，行业整体经营情况在 2023 年有所改善，2023 年以来行业整体净利润及归属净利润均为正数，行业整体扭亏为盈。随着过去两年高价拿地叠加楼市景气度低迷，房企降价带来利润率下降，以及计提减值准备等结束，行业后续业绩持续修复值得期待。

行业整体资金面改善不太明显。2023 年前 8 月房地产开发资金来源合计为 8.71 万亿，同比下降 12.9%，降幅较 7 月末扩大 1.7 个百分点。其中国内贷款、利用外资、自筹资金及其他资金来源分别为 1.06 万亿、35 亿、2.71 万亿和 4.92 万亿，同比则分别下降 12.8%、下降 41.6%、下降 22.9%和下降 6.63%，整体降幅较前几个月均有所扩大。

图 9：房企开发资金来源合计



资料来源：wind，东莞证券研究所

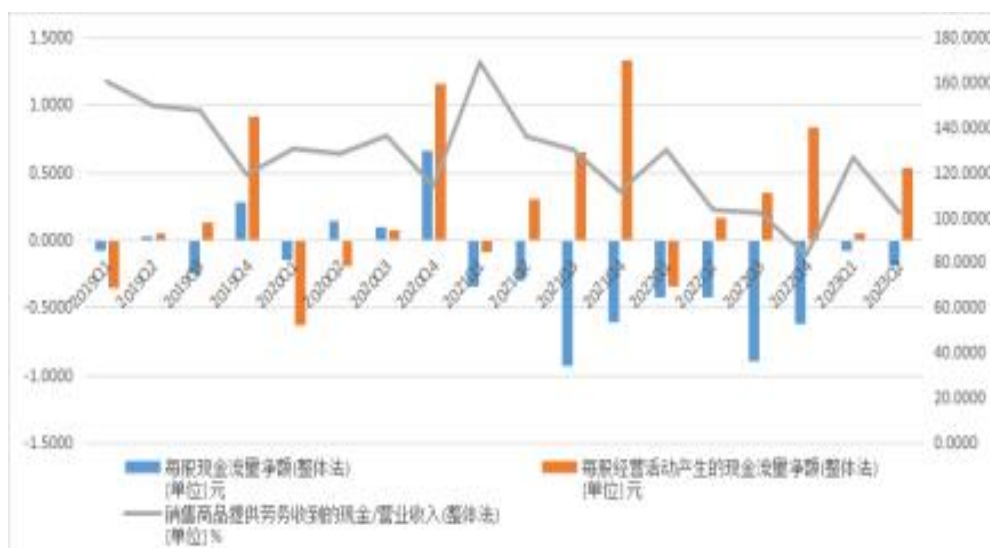
图 10：房企开发资金来源变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

但从上市房企现金流情况来看，2023 年以来有较明显的改善。2023 年中期上市房企每股现金流量净额为-0.18 元，较 2022 年同期每股增加约 0.23 元（2022 年中期为每股-0.41 元），2023 年以来上市房企每股现金流量净额为 2021 年以来最好的水平，现金流有所修复；每股经营活动产生现金流量净额为 0.53 元，与 2022 年中期相比也提升 0.37 元（2022 年中期每股经营活动产生现金流量净额为 0.16 元）。销售商品提供劳务收到现金占营业收入为 101%，较 2022 年末上升约 18 个百分点。

图 11：房企现金流情况变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

近期政策观察，8 月 18 日证监会表示坚持底线思维，全力做好房地产、城投等重点领域风险防控。保持房企股债融资渠道总体稳定，支持正常经营房企合理融资需求。坚持“一企一策”，稳妥化解大型房企债券违约风险。27 日证监会发布优化 IPO、再融资新监管安排。房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。30 日人民银行举行金融支持民营企业发展工作推进会，据人民银行透露，有关部门正抓紧制定金融

支持民营企业发展有关政策文件，明确一个目标，即持续提高民营企业贷款占比，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济发展的贡献相适应。要求金融机构制定民营企业年度服务目标，加大民营企业服务方面的绩效考核权重，大力拓展针对民营企业首贷户。

高层对支持房企融资持续提及，但从当前观察，行业整体融资开闸仍偏向于央国企及部分优质民企，并没有在全行业大范围铺开。另一方面近两个月出险房企数量有所下降，也没有像之前再有大型房企出现实质性暴雷等情况。相信行业整体融资面处于筑底阶段，后续随着行业景气度逐步回升，资金面状况也将有所改善。

4. 房地产行业将逐步走出周期底部

2023 年以来，房地产优化调整政策出台力度及密集度持续加大，特别是下半年开始销售数据持续转弱，从中央层面对房地产行业的支持，再到地方政府迅速落地政策，极力扶持行业走出寒冬。另外从政策出台时间点来看，过去更多在 930 或国庆期间出台利好政策，而本次提前到 8、9 月密集出台，以便更好的把政策传导下去，在金九银十发挥效力提振销售。

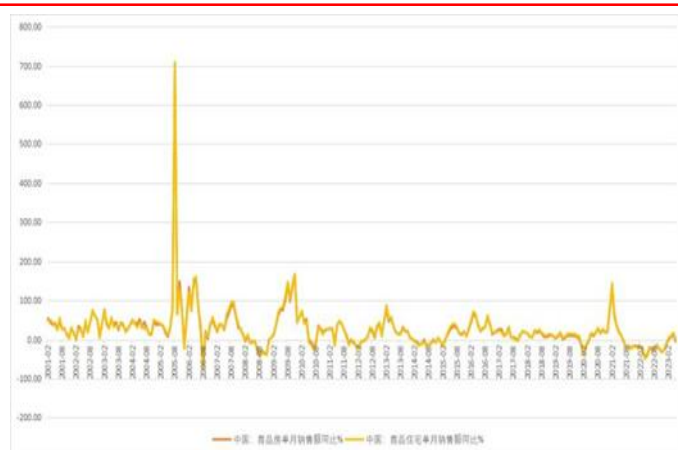
对比过去多轮房地产下跌周期，本次销售下跌时间相对较长，而调整幅度相对可控。2021 年 7 月开始全国商品房及商品住宅月度销售面积、销售金额同比均出现负增长，截止当前已经有 21 个月。对比 2014 年下跌周期约 14 个月，2011 年下跌周期约 12 个月，2008 年下跌周期约 11 个月，本轮调整已经接近两年，时间最长。当前基数已经降低，2023 年以来下跌幅度也较 2022 年明显收窄。同时政策刺激持续叠加，预计本轮楼市调整周期已经接近尾声，正处于筑底阶段。

图 12：全国商品房单月销售面积同比（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 13：全国商品房单月销售额同比（%）

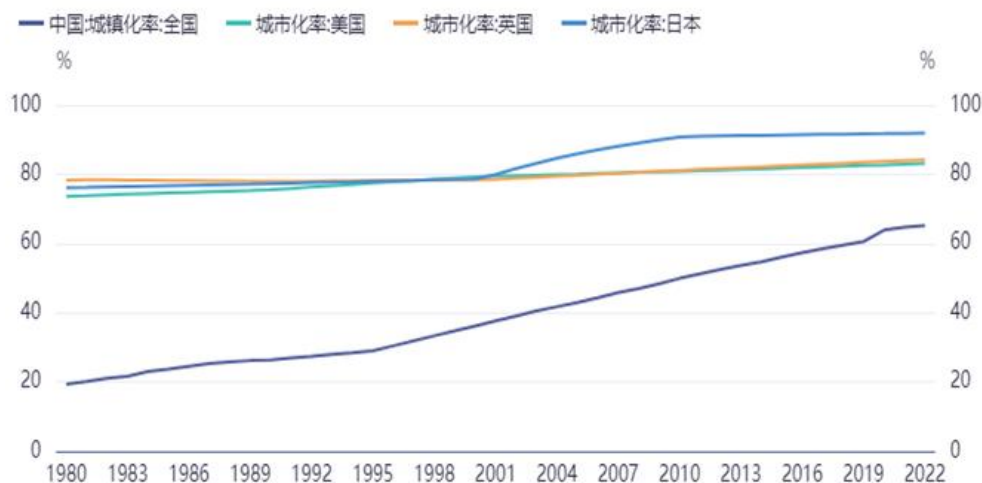


资料来源：wind，东莞证券研究所

根据国家统计局数据，截止 2022 年年末，我国城镇化率为 65.22%，处于城镇化加速阶段的后期，距离城市化成熟阶段还有一段距离，也远没有达到成熟经济体如美、日、英等的高城镇化率水平。未来十年每年新增城市人口叠加旧房置换以及消费升级

带来的改善性需求等，将对房地产销售带来稳定的支撑。房地产基本盘仍旧稳固。

图 14：我国与主要发达经济体城镇化率对比



资料来源：wind，东莞证券研究所

从房地产开发投资及新开工等数据来看，行业 2023 年开发投资及新开工数据持续下探，当前新开工已经跌至约 2009 年同期的水平，供给端减少，行业处于持续去库存阶段。

2023 年 1—8 月全国房地产开发投资完成额累计为 7.69 万亿，同比下降 8.8%；全国住宅开发投资完成额累计为 5.84 万亿，同比下降 8%。年内开发投资累计降幅持续有所扩大。

图 15：房地产开发投资完成额同比变化 (%)



资料来源：wind，东莞证券研究所

开工情况看，前 8 个月全国房屋施工面积累计 80.6 亿平米，其中住宅施工面积

累计 56.7 亿平米，累计同比分别下降 7.1% 和下降 7.3%，累计施工面积同比从 2022 年 5 月开始转负，并且降幅持续扩大，绝对值跌至约 2019 年同期的水平。而 1—8 月累计新开工面积 6.3 亿平方米，其中住宅累计新开工面积为 4.6 亿平方米，较去年同期则分别下降 24.4% 和下降 24.7%。累计新开工同比增幅从 2021 年下半年开始转负，2022 年全年累计新开工同比下降近四成，2023 年以来在基数下降基础上累计同比降幅也整体超两成，绝对值更是跌至约 2009 年同期的水平，新开工量大幅下降。

图 16：房屋新开工面积同比变化（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

从开发商角度看，融资支持力度也持续加码，过去去杠杆、限制融资等已经解除，银行房地产贷款集中度管理也有所松动；另外头部及二线较大型房企持续暴雷可能性降低，行业至暗时期或已经过去。

整体来看，我们认为行业经历了 2022 年销售底、业绩底及政策底后，2023 年政策刺激持续叠加，虽然销售同比增速仍旧下探，但跌幅较 2022 年已经明显收窄。行业本轮销售下调已经接近两年时间，对比过去多轮调整周期时间最长，基数已经较低。城镇化、消费升级等需求持续存在，行业基本盘稳固；而新开工量大幅下降，供给端收缩，行业处于持续去库存阶段。整体我们认为当前行业向下调整已经逐步完成，正处于筑底阶段。预计未来几个月行业基本面将逐步修复，并且可以持续，行业将逐步走出本轮调整周期的底部。

5. 关注行业新一轮周期下带来的优质房企估值提升机会

房地产行业经历了过去两年的深度调整，房企也出现了大范围的洗牌及出清。随后行业将逐步走出本轮调整周期的底部，进入新一轮回升复苏周期，并且开启房地产新发展模式。过去靠高杠杆、扩规模赢得市场，但不惜牺牲利润及安全性的经营模式将会改变。在经历了上半场相对粗放式发展后，下半场房地产行业将进入相对平稳发展期，增速及利润率水平将比过去十几二十年下一个台阶；但同时行业经营者也将更

注重安全性及持续性，这也更考验开发商优秀的经营能力及核心竞争力。

我们认为，行业盈利底部或者已经出现，后续随着楼市优化政策持续叠加，带动购房者信心的重拾，销售将会在未来几个月有所发力。行业逐步走出周期底部，进入新的发展周期，并且开启新的发展模式，将有利于整体估值的向上修复。同时大范围出清后剩下之优秀房企，更能抓住机遇提升市占率及提升业绩，享受估值重估机会。

建议关注经营稳健、融资优势突出的头部央企及聚焦一二线城市的区域龙头企业。包括保利发展（600048）、华发股份（600325）、滨江集团（002244）、万科A（000002）、招商蛇口（001979）等。

6. 新一轮城中村改造开启，聚焦超大特大城市

6.1 城中村改造相关政策梳理

城中村改造是城市更新的重要组成部分，《“十四五”规划纲要》中提出：“城市更新包括完成 2000 年底前建成的 21.9 万个城镇老旧小区改造，基本完成大城市老旧厂区改造，改造一批大型老旧街区，因地制宜改造一批城中村。”

今年以来，中央高级别会议屡次涉及城中村改造问题，城中村改造工程正在以稳健提速的态势加快推进。4 月 28 日，中共中央政治局会议提出，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。

7 月 14 日，国常会审议通过《关于积极稳步推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设的指导意见》，会议指出，在超大特大城市积极稳步推进“平急两用”公共基础设施建设。要充分发挥市场机制作用，加强标准指引和政策支持，充分调用民间投资积极性，鼓励和吸引更多民间资本参与“平急两用”设施的建设改造和运营维护。

7 月 21 日，国常会通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，会议指出，在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。

7 月 24 日，中共中央政治局召开会议指出，要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱。会议再次强调要积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。

7 月 28 日，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议在北京召开，会议强调，城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程，要从实际出发，采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造。当前，全国各地已陆续开展城中村改造工作，通过城中村改造，有助于提升城市品质和形象，提高居民生活水平，推动地区经济发展。

6.2 本轮改造涉及范围较广，相对棚改力度温和

城中村改造将推动城市建设高质量发展，拉动投资、提振内需。城中村改造是一种针对城市内部村落进行空间和功能调整，以更好地满足现代城市化进程需求的活动。自改革开放以来，我国城市化进程持续快速推进，建设规划发生局部失灵现象，进而形成了大城市环绕村庄的“城中村”现象。城中村虽然已经被纳入城市的一部分，但一般缺乏有效管理和合理规划，普遍存在高密度居住、基础设施落后、环境条件差等问题。城市更新是社会经济发展的重要环节，作为城市更新的重要组成部分，城中村改造一方面可以优化人居环境，为城市建设注入高质量发展的动力；另一方面，城中村改造可以拉动投资、提振内需，进一步推动经济步入高质量发展阶段，同时有望带动房地产相关产业链的消费和投资。

本轮城中村改造聚焦于“超大特大城市”，主要涉及一线、直辖市及部分省会城市。根据国务院于 2014 年下发的《关于调整城市规模划分标准的通知》，城区常住人口 1000 万以上的城市为超大城市，城区常住人口 500 万以上 1000 万以下的城市为特大城市。根据第七次人口普查数据，全国共有超大特大城市合计 21 个；其中超大城市 7 个，分别为上海、北京、深圳、重庆、广州、成都、天津；特大城市 14 个，分别为武汉、东莞、西安、杭州、佛山、南京、沈阳、青岛、济南、长沙、哈尔滨、郑州、昆明、大连。超大特大城市人口规模巨大，经济发展水平较高，产业结构相对齐全。在超大特大城市做城中村改造，能起到很好的示范引领作用，既能有效地改善民生，也能够刺激房地产产业链的需求。

表 2：超大特大城市名单

分类	标准	城市
超大城市	城区常住人口1000万以上	上海、北京、深圳、重庆、广州、成都、天津
特大城市	城区常住人口500万以上1000万以下	武汉、东莞、西安、杭州、佛山、南京、沈阳、青岛、济南、长沙、哈尔滨、郑州、昆明、大连

资料来源：住建部《2021 年城市建设统计年鉴》，东莞证券研究所

城中村改造与棚户区改造、老旧小区改造不同。改造对象方面，城中村改造与棚户区改造存在着土地性质的显著差异，棚户区改造针对的是国有土地上的老旧住宅区，不涉及土地转性的问题；城中村改造涉及的土地主要是农村集体所有制土地，土地用地性质相对较为复杂；而老旧小区改造的主要任务是对 2000 年底之前建造的老旧小区进行修缮和改造。

改造模式方面，过去的城中村改造通常是以房地产项目的开发与盈利为目标，往

往采取拆一建二、拆一建三的模式。但本轮城中村改造指导意见将“改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展”放在了重要位置，采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造，而非单纯大规模进行拆除和重建；要求必须实行净地出让，净地出让是指在进行土地出让之前，已经完成了对地块产权的确认、补偿和安置等经济法律方面的工作，并进行了必要的前期土地开发，使其达到具备出让条件的状况。此举可以更有效保障被拆迁人的合法权益，维护公开、公平、公正的土地市场秩序。

本轮城中村改造以稳为主，预计政策效果偏中长期。《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》中提出，“要坚持稳中求进、积极稳妥，成熟一个推进一个，实施一项做成一项”，致力于以稳健的步伐推进城中村改造进程。且在 2021 年住房和城乡建设部发布的《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》中已经明确提出“严格控制大规模拆除”。由于城中村改造是一项复杂的整体性工作，其土地性质、利益主体的协调难度高于棚改和老旧小区改造，且涉及包括村民搬迁、土地征收、城市功能和用地资源规划在内的多个环节。参考以往城中村改造案例，单个城中村改造项目通常需要约 7-10 年的时间才能完成，因此我们预计本轮城中村改造周期也将为 7-10 年。

符合条件的城中村改造项目将被纳入专项债的支持范围。据 21 世纪经济报道，政府已加大对城中村改造的支持力度，并将符合条件的项目纳入专项债支持范围。然而，考虑到今年专项债的发行已接近尾声，预计城中村改造专项债务将于明年发行。近期一些地方已先行储备 2024 年专项债项目，其中城中村改造项目是储备工作的重点。除此之外，银行融资方面也有支持措施，即设立城中村改造专项借款，政府鼓励银行供城中村改造贷款，专款专用、封闭管理。

7. 三种城中村改造模式齐头并进

由于各地的经济实力、生活水平、地理位置等因素存在差异，城中村改造也呈现出各自的特点。在经济发展程度不同的城市，改造的力度、方式和效果往往会有所不同，生活水平的高低也会影响居民对改造的接受程度。因此，各地在进行城中村改造时，必须充分考虑当地实际情况，因地制宜地进行规划和实施。

按照城中村改造主导者类型来分，当前我国城中村改造主要分为三种模式：政府主导、开发商主导以及村集体自行改造。对于政府而言，三种模式虽存在差异，但需要面对的核心问题都是如何平衡多方利益主体之间的矛盾，同时解决现行制度与改造现实之间的冲突。

7.1 政府主导的城中村改造

政府主导的城中村改造是由政府或其成立的专门小组全面负责城中村改造工作，包括立项、拆迁、安置、建设、监督、管理和协调等各个环节。这种改造模式由政府主导并推动其进展，是目前应用较为广泛的城中村改造模式，我们以上海市为例。

上海进行城中村改造已有近十年，在国务院超大特大城市城中村改造利好的推动下，将进一步释放城市价值红利。自 2014 年，上海市针对城中村开始进行改造工程，2014 年-2022 年，上海已完成 62 个城中村改造项目。根据上海市住建委，截至 2022 年底，上海市“城中村”点位约 679 个，涉及农户约 10.73 万户，2023 年市政府计划启动 10 个城中村改造项目。2023 年 3 月 16 日，上海市印发的《上海市城市更新行动方案（2023-2025 年）》中提出，加快推进“两旧一村”改造工作，到 2025 年，中心城区周边“城中村”改造项目将全面启动。根据上海市“两旧一村”改造计划，到 2027 年底，中心城区周边的“城中村”改造项目将全面完成；到 2032 年底，“城中村”改造项目将全面完成。

在改造模式上，上海市采取“市区联手、以区为主、政企合作”的方式，旨在更好地发挥上海市城市更新中心作为统筹平台的作用，通过市区两级的协同作战和政企之间的紧密合作，可以有效地动员各方资源，提高改造的效率和质量，从而实现城市更新的顺利推进。

上海市“两旧一村”改造计划用 10 年时间，分三步完成。第一步，到 2025 年底，中心城区零星二级旧里及小梁薄板房屋改造全面完成，中心城区周边“城中村”改造项目全面启动；第二步，到 2027 年底，小梁薄板房屋改造、中心城区周边“城中村”改造项目全面完成，五个新城等重点区域“城中村”改造规模化推进；第三步，到 2032 年底，不成套职工住宅改造、“城中村”改造项目全面完成。

7.2 村集体主导的城中村改造

村集体主导的城中村改造模式是以村集体为基础，由村集体自行筹资，完成拆迁安置、回迁和商品房建设等工作。在此过程中，政府主要起到指导作用，确保村集体做好改造前期工作。这种模式可以减轻政府的财政压力，但是对于村集体的经济实力有一定的要求，目前采取这种模式的典型案例是广州。

城中村改造是广州城市更新的重点工作。自 2008 年以来，广州市持续加大城中村改造力度，相继出台“三旧”改造政策，并设立了专门的三旧改造办公室，对洗村、猎德、林和等多个城中村改造项目进行了批复，推动城市的现代化更新与发展。2023 年 2 月 6 日，广州市发布了《广州市城市更新专项规划（2021—2035 年）（公开征求意见稿）》，对广州市城市更新工作提出了具体的规划目标和政策方向。根据该规划，至 2025 年，广州市计划累计推进城市更新约 100 平方公里；至 2030 年，计划累计推进城市更新的区域面积达到约 200 平方公里；而至 2035 年，这一数字将增加至约 300 平方公里，为城市更新工作提供了明确的指引。

广州市城中村改造加速，2023 年计划推进 127 个项目。2023 年广州市政府工作报告提出，城市更新投资超 2000 亿元，同比增长超过 60%。广州市住房和城乡建设局已制定城市更新提速增效工作方案，并明确了相关项目的任务清单。2023 年，广州市计划启动 127 个城中村改造项目，预计完成固定资产投资 983 亿元，占全市城市更新固定资产投资目标的 49%；其中涉及 49 个正在进行的项目、20 个新启动项目以及 58

个前期规划项目，这是广州市迄今为止规模最大的年度任务，彰显了广州政府积极推动城中村改造工作的决心。截至 2023 年 7 月，广州市城中村改造项目累计完成固定资产投资 3400 亿元，通过城中村改造，规划新配建公建配套设施 620 万平方米，新建村民复建安置房 31 万套，将进一步优化居民的生活品质和居住环境，同时也将提升建筑材料的需求量。

7 月 24 日，国务院办公厅发布《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》后，广州市政府迅速作出响应，并在此基础上审议通过了《关于积极稳步推进城中村改造工作的决定》，该文件被视为广州市城中村改造的行动指南。现阶段，《广州市城中村改造条例》正在加紧制定，广州有望成为国内第一个为城中村改造立法的城市，因此广州在后续进程中的动向值得密切关注。

7.3 开发商主导的城中村改造

在开发商主导的城中村改造项目中，政府负责确定规划改造目标，并给予相应的优惠政策，而具体的改造任务由开发商负责执行。在实施改造方案过程中，开发商须确保其改造计划满足政府的城市规划要求和标准。在由开发商主导的城中村改造模式下，开发商出资负责过安置、拆迁、过渡费等各种成本的支出，政府的财政压力得以减轻。

以郑州为例，2003 年 9 月，郑州市政府出台了《郑州市城中村改造规定（试行）》，标志着郑州市城中村改造的开始。2007 年，郑州市政府印发《进一步规范城中村改造的若干决定》等一系列文件，城中村改造大潮开始启动，并创造了闻名全国的“郑州模式”。2022 年，《郑州市城市更新工作实施方案》印发，“十四五”期末，力争完成 10 个特色街区、10 个旧工业区、30 个旧市场、1286 个老旧小区改造任务，实现城市更新总投资超 4000 亿元。目前，郑州市城中村改造已取得显著成效，为城市发展注入了新的动力和活力。

8. 城中村待改造面积超 10 亿平方米，拉动建筑建材需求

8.1 城中村待改造面积超 10 亿平方米

根据第七次全国人口普查数据，全国共有超大特大城市合计 21 个；其中超大城市 7 个，分别为上海、北京、深圳、重庆、广州、成都、天津；特大城市 14 个，分别为武汉、东莞、西安、杭州、佛山、南京、沈阳、青岛、济南、长沙、哈尔滨、郑州、昆明、大连。我们选取这 21 个城市为测算对象，采用的估算城中村待改造面积的计算方法如下：城区人口*人均住房建筑面积*城中村面积占比，其中城中村面积占比是采用第七次人口普查数据中自建住房户数/总户数的比例。

根据以上测算方法，结果存在一定程度的低估。根据《广州市城市更新专项规划（2021—2035 年）（公开征求意见稿）》，广东省“三旧”改造地块标图建库总库用地面积为 606 平方公里，其中旧村庄面积为 325 平方公里。考虑到部分城市城中村面

积较大，参考已公开数据，我们对部分城市的数据进行了调整，最终估算出全国城中村待改造面积为 10.38 亿平方米。本轮城中村改造采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造。但无论是拆除重建还是综合整治，都会带来建筑材料的需求。

表 3：我国 21 个超大特大城市城中村面积测算表

	城市	城区人口 (万人)	城区面积 (万平方米)	自建住房占 比	人均住房建 筑面积(平 方米)	城中村面积 (万平方 米)
超大城市	上海	1,987	6,341	2.0%	32	1276
	北京	1,775	16,410	2.7%	35	1705
	深圳	1,744	1,986	-	22	29000
	重庆	1,634	7,781	4.0%	42	2746
	广州	1,488	2,256	-	30	32500
	成都	1,334	1,485	4.4%	42	2465
	天津	1,093	2,653	2.3%	35	880
特大城市	武汉	995	1,452	13.9%	40	5534
	东莞	956	2,460	7.9%	28	2114
	西安	928	943	6.8%	45	2841
	杭州	874	2,272	6.9%	45	2714
	佛山	854	613	16.6%	36	5103
	南京	791	4,226	4.6%	40	1456
	沈阳	707	1,610	1.9%	36	483
	青岛	601	3,089	10.6%	35	2229
	济南	588	2,419	9.4%	41	2265
	长沙	555	1,200	10.4%	43	2480
	哈尔滨	550	491	2.3%	35	443
	郑州	534	762	3.9%	42	875
	昆明	534	1,783	16.2%	42	3634
	大连	521	1,523	5.7%	34	1009
合计		21044	63756	-	-	103754

资料来源：第七次全国人口普查数据长表、《广州市城市更新专项规划（2021-2035 年）（公开征求意见稿）》，东莞证券研究所

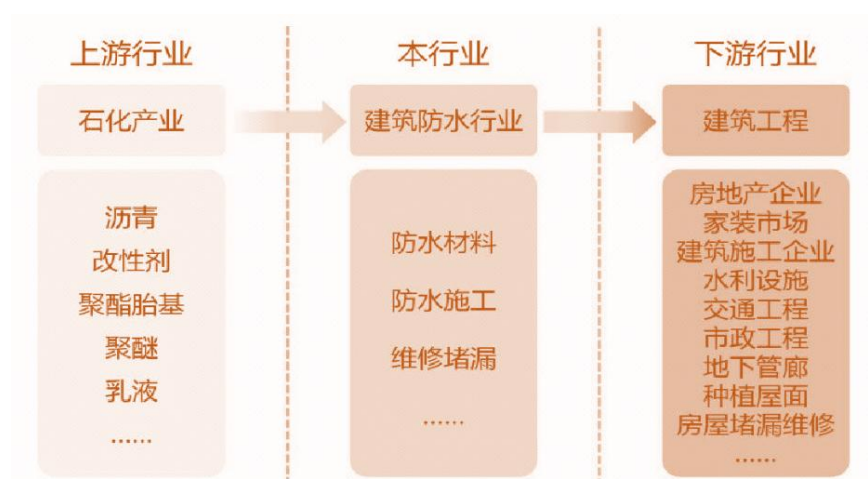
8.2 城中村改造拉动建筑材料需求

在城中村改造项目中，选择合适的建筑材料是确保项目质量和效果的重要保障。当前城中村改造采用的建筑材料涵盖多个品种。其中，与竣工端关联紧密的品种主要有建筑涂料、塑料管道、防水材料等，广泛运用在在墙面粉刷、管线整治与地下修缮、建筑防水等环节。

防水材料在建筑防水环节中起着至关重要的作用。相较于国内消费者对于防水问题的较低投入，欧美等西方国家对于建筑渗漏问题的重视已经成为共识，防水工程的预算占工程总预算的 10% 左右，远高于国内 1%-2% 的水平，防水材料市场需求量增长潜力巨大。根据 2020 年《建筑业发展统计分析报告》数据，我国现有房屋建筑保有量已超过 700 亿平方米，而相关调研结果表明这些房屋的综合渗漏率超过了 63%，房屋渗漏已成为我国建筑工程面临的重要问题之一。《中国建筑室内防水发展白皮书 2.0》

明确指出，无论房屋在先前是否做过防水处理，有 89.66%的消费者在装修时仍会选择再次进行防水处理，这种做法主要是为了确保万无一失。未来，城中村改造项目的推进将进一步带动防水材料的需求，激发市场潜力。

图 17：建筑防水行业产业链

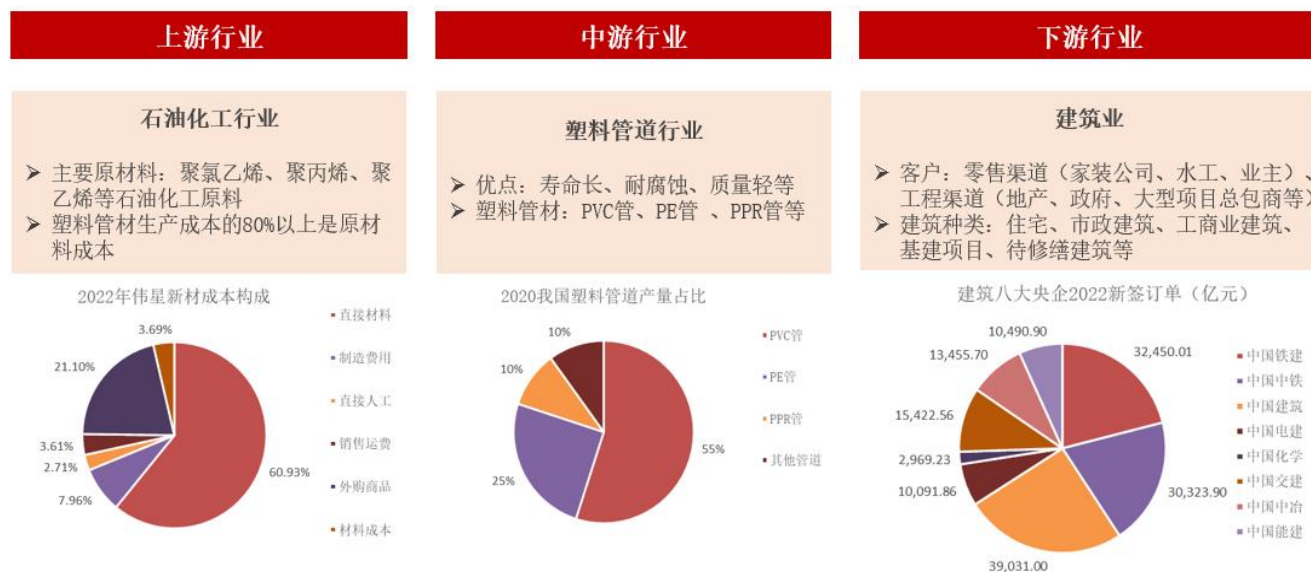


资料来源：《科顺股份：首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》，东莞证券研究所

建筑涂料主要用在新房装饰和旧房翻新，应用于建筑施工后期或毛坯交付后业主装修，包括外墙、精装房内墙或者毛坯房内墙阶段，其质量和性能直接影响到整个建筑项目的外观效果和使用寿命。在选择涂料时，业主需要综合考虑其耐久性、防护性和美观性等多个因素。随着未来城中村改造和老旧小区改造的不断推进，旧房、城中村改造和重涂市场将成为我国建筑涂料需求的重要增长点。

相比于传统的金属管道，塑料管道由于其优良的耐腐蚀性、抗压性能和较长使用寿命，以塑代钢已成为一个长期发展趋势。在各类改造项目中，选择高品质的塑料管道材料至关重要，将直接影响改造的效果。在建筑工程领域，塑料管道需求可分为两类：增量需求与存量重装需求。增量需求主要在房屋竣工阶段产生，因此塑料管材行业需求与地产竣工数据密切相关。存量需求主要来自于旧改、城中村改造等重装需求。目前，二次装修通常都会选择更换管道，主要原因有两个：一是水质状况会影响水管的使用；二是与国内装修习惯有关，当二次装修涉及墙面和地面的全面翻新时，管道也需要重新铺设和更换。在当前国家大力实施城中村改造建设、城市地下管网建设、美丽乡村建设的背景下，塑料管道行业需求将迎来新增量，从而有效对冲地产需求下行的影响。

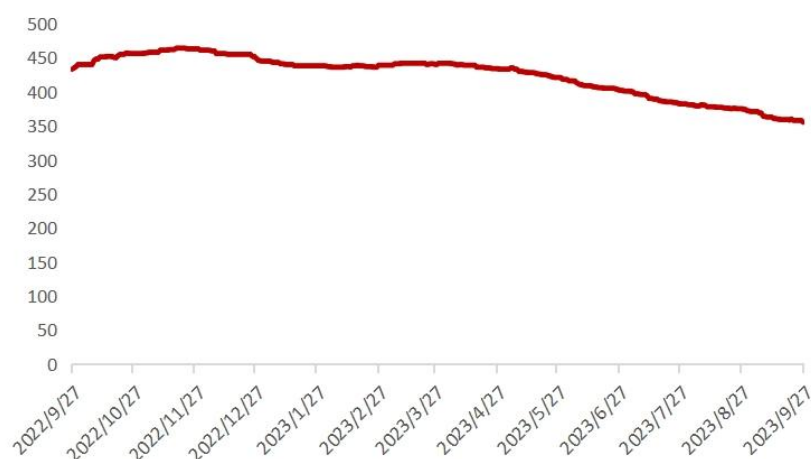
图 18：塑料管道行业产业链



资料来源：iFind，《伟星新材：首次公开发行股票招股说明书》，《伟星新材：2022 年年度报告》，华经产业研究院，东莞证券研究所

在城中村改造过程中，涉及拆除和新建，因此对开工端品种的实际需求亦会随之增长。以水泥为例，水泥是与开工端联系较为紧密的品种，主要应用于建筑结构体系及墙体材料等。自 2023 年初以来，受房地产开工下行等因素的影响，水泥市场需求整体偏弱。供给端，水泥库存仍处于高位，错峰生产对供需关系调控的边际效用有所减弱。成本端，上半年主要原材料动力煤价格持续下行，由年初的 1050 元/吨跌至年中的 682 元/吨；然而，自 7 月份以来原材料价格有所回升，截至 9 月 26 日，动力煤价格为 839 元/吨。在需求偏弱、库存高位的情况下，行业竞争加剧，水泥价格整体持续走弱，截至 2023 年 9 月 26 日，水泥均价为 357 元/吨，与年初水泥均价 445 元/吨相比，下滑幅度为 19.78%。

图 19：水泥价格（元/吨）



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 20：动力煤价格（元/吨）



资料来源：百川盈孚，东莞证券研究所

2023 年 1-8 月份，全国房地产开发投资 76,900 亿元，同比下降 8.8%，降幅环比扩大 0.3pct；房屋新开工面积 63,891 万平方米，同比下降 24.4%，降幅环比收窄 0.1pct；房屋竣工面积 43,726 万平方米，同比增长 19.2%，增幅环比下降 1.3pct。总体来看，全国房地产开发投资数据呈现出持续低迷态势；竣工端数据维持高位；新开工数据降幅环比有所收窄。

目前，与开工端关联较大的品种水泥已处于景气底部区间，其向下弹性空间有限。当前政策方向逐步明晰，刺激需求成为政策的重要目标。具体来看，政府对购房需求的限制逐步放开，并频繁出台地产需求端政策；此外，政府正在大力推进城中村改造、老旧小区改造等城市更新项目，以创造新的需求。这些举措表明政府在逐步落实刺激需求的相关政策，以期达到稳定市场信心，推动基本面逐步修复的效果。我们预期在“金九银十”传统销售旺季来临时，销售端将实现一定程度的复苏，有望带动开工端逐渐好转，水泥行业的基本面或将逐渐恢复，价格有望探底回升。因此，新开工品种

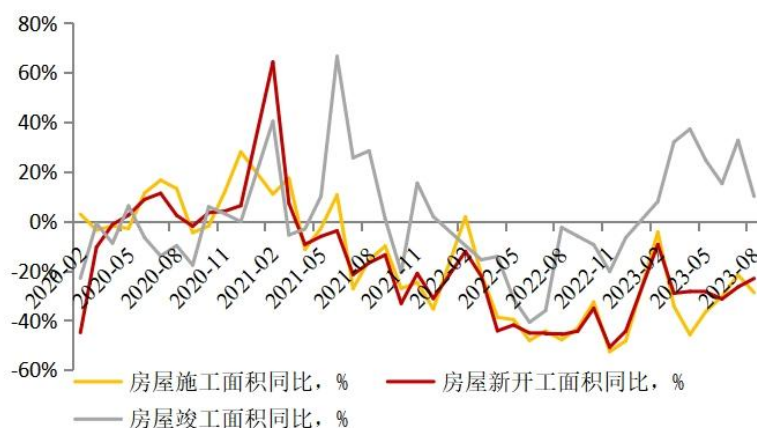
弹性值得期待。

图 21：商品房销售面积累计值（万平方米）及同比（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 22：商品房施工、新开工、竣工面积累计同比（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

综上，我们建议关注防水材料龙头企业东方雨虹（002271）、C端管材龙头伟星新材（002372）、涂料龙头三棵树（603737）、石膏板龙头北新建材（000786）；具有规模成本优势的优质水泥龙头海螺水泥（600585）、华新水泥（600801）。

9. 风险提示

- (1) 房地产优化政策出台低于预期，“房住不炒”持续提及，地方政府救市政策落实及成效不足；
- (2) 楼市销售持续低迷，销售数据不理想，开发商对后市较悲观，开发投资持续走低；
- (3) 房企资金链改善缓慢，融资仍然受阻，暴雷现象持续出现；
- (4) 经济增速持续回落，失业率及降薪情况攀升，带来购房需求及信心不足；
- (5) 原材料价格波动风险，市场价格波动会快速传导至企业的营业成本，产品售价往往调整较原材料价格上涨存在一定滞后性，对企业毛利率产生影响。
- (6) 基建投资增速不及预期的风险，基建投资增速不及预期将影响实物工作量，对建材需求形成负面影响。

表 4：重点公司盈利预测及投资评级（2023/10/11）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
600048	保利发展	12.42	1.53	1.72	1.91	8.10	7.22	6.50	持有	维持
001979	招商蛇口	11.95	0.55	0.78	1.15	21.69	15.32	10.39	持有	维持
600325	华发股份	9.35	1.22	1.35	1.52	7.68	6.93	6.15	持有	维持
000002	万科 A	12.77	1.94	1.85	1.90	6.58	6.90	6.72	持有	维持
002244	滨江集团	9.13	1.20	1.42	1.71	7.61	6.43	5.34	持有	维持
002271	东方雨虹	24.95	0.84	1.43	1.88	29.64	17.42	13.28	买入	维持
002372	伟星新材	17.38	0.81	0.93	1.03	21.33	18.67	16.83	买入	维持
603737	三棵树	64.26	0.88	1.81	2.65	73.41	35.56	24.29	买入	维持
000786	北新建材	29.33	1.86	2.26	2.61	15.80	13.00	11.23	买入	维持
600585	海螺水泥	24.92	2.96	2.78	3.13	8.43	8.96	7.96	买入	维持
600801	华新水泥	14.51	1.29	1.45	1.76	11.27	9.99	8.26	增持	维持

资料来源：， iFind， 东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

东莞证券股份有限公司（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。

本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgza.com.cn