



建筑材料

中性（维持）

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

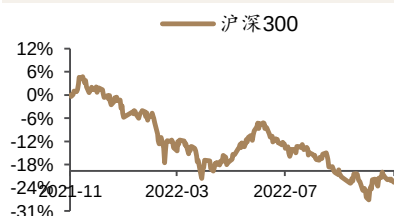
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理

王逸枫

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 1.《周观点：地产政策愈发积极+全面降准，建材趋势已向上》，2022.11.27
- 2.《建材行业周报-【德邦建材】周观点：地产链趋势向上，调整即配置良机》，2022.11.20
- 3.《10月行业数据点评：地产延续弱势但政策愈发积极，当前仍是年前赶工窗口期》，2022.11.17
- 4.《【德邦建材】周观点：地产融资逐步放松，地产链迎最强修复窗口期》，2022.11.13
- 5.《【德邦建材】周观点：光伏玻璃价格上涨，看好板块修复行情》，2022.11.6

房企融资迎三箭齐发，保交楼有望持续推进，看好建材估值修复

投资要点：

- **事件：**11月28日，证监会在新闻发布会上提及，决定在股权融资方面调整优化5项措施，以支持房地产市场平稳健康发展，支持实施改善优质房企资产负债表计划。
- **房企供给端政策密集出台，房企现金流有望实质性改善。**2022年11月以来中央层面密集出台房地产供给端纾困政策，从限制房企融资转为支持房企合理融资需求，信号意义较强。我们认为，当前信贷、债券、股权三个房企外部融资渠道全面打通，且允许银行开展保函置换预售资金业务，政策着力化解存量项目风险，解决“保交楼”增量资金来源痛点，有望持续推动“保交楼”进程。
- **保交楼持续推进，2023年竣工有支撑。**2022年7月中央首提“保交楼”，其后各部门及各地方跟进推出专项借款及纾困基金，形成一批实物工作量，有效促进项目建设交付。统计局数据显示，截止2022年10月房屋竣工面积累计同比降幅已连续三个月收窄。11月央行向商业银行提供2000亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于助力“保交楼”。从宏观层面来看，地产竣工韧性依旧，2018-2021年地产销售面积超过17亿平，随着交房周期到来以及保交房的背景下，新开工有望加速向竣工传导，持续支撑地产链需求。
- **市场回暖无法仅靠供给端政策：**当前需求回暖仍受阻，传统销售旺季表现较弱。我们认为，需求主要受资格（限购、限贷）、意愿（房价、期房交付担忧）和能力（收入）三因素决定，供给端政策有利于缓解交付担忧，但其余影响因素仍在，需求端修复不及预期或推动政策加速放松。预计2022Q4-2023Q1各地政策放松有望持续推进。其中放松限贷政策符合政策支持刚需及改善性合理住房需求的要求，各地有望率先跟进放松，房贷利率下限有望进一步下降，在加大对改善换房需求的支持下，部分核心城市首套房认定标准、二套房贷利率均有优化空间。
- **投资建议：**我们认为，地产政策积极催化，供需两端政策催化有望加速向实际需求传导；虽然短期多地疫情反复会影响基本面数据修复，但政策趋势已然向上，最难阶段已经过去，板块跟随市场的调整都将是配置良机：一方面，消费建材盈利拐点已现，Q3以来大宗原材料明显回落，毛利率有望逐季度改善；另一方面，微观信号已反映需求逐步好转；同时2023年提前批专项债额度下达，多省份额度相比22年明显增长，基建端也有望更快形成实物量。建议重点关注：东方雨虹、科顺股份（防水新规提标扩容，有效对冲地产下行带来的压力，明年预期沥青价格回落，毛利率有望继续改善）；其次是三棵树（国内涂料龙头，Q3业绩拐点已现，C端保持快速增长）；兔宝宝（低估值，板材零售保持稳定增长）、蒙娜丽莎（低估值、B端与C端占比均衡，降本增效提升利润率）、中国联塑（管材龙头，PVC价格下降毛利率改善，估值处于低位）以及伟星新材（管材零售龙头，经营稳健）、青鸟消防（消防一体化公司，成长性突出）、北新建材（石膏板龙头、经营稳健）；二、从盈利周期来看，浮法玻璃处于周期底部，全行业基本处于亏损状态，进入采暖季，天然气价格进一步上涨，持续亏损下加速行业冷修，供给收缩使得行业价格触底，而Q4将是“保交楼”的高峰期，竣工周期或有支撑，新的供需紧平衡状态下或支撑玻璃新一轮上涨，建议关注旗滨集团。
- **风险提示：**固定资产投资低于预期；地产政策传导力度低于预期；环保督查边际放松，供给收缩力度低于预期；原材料价格大幅上涨带来成本压力。

内容目录

1. 供给端政策密集出台，房企现金流有望实质性改善.....	3
1.1. 第一支箭：信贷融资	3
1.2. 第二支箭：债券融资	4
1.3. 第三支箭：股权融资	5
1.4. 保交楼专项资金持续投入	7
2. 需求修复无法仅靠供给端政策	8
3. 投资建议.....	11
4. 风险提示.....	11

图表目录

图 1：房企 A 股市场股权融资相关政策发展历程	5
图 2：证监会在股权融资方面调整优化 5 项措施思路	5
图 3：2021-2022 年 10 月房屋竣工面积累计值及累计同比走势	8
图 4：2010-2021 年度商品房销售面积	8
图 5：2021-2022 年 10 月商品房销售面积累计值及累计同比走势	8
图 6：2021-2022 年 10 月商品房销售金额累计值及累计同比走势	8
图 7：2022 年以来月度各线城市房地产放松政策发布次数	9
图 8：2021-2022 年 11 月主流城市房贷利率走势	9
表 1：2022 年 11 月国有大行与 17 家房企签订战略合作	3
表 2：2022 年三次房企发债支持政策对比	4
表 3：2022 年 7 月以来中央及地方保交楼政策情况	7
表 4：9 月底以来部分城市首套房贷利率下限	9
表 5：房贷利率下调对月供金额影响的敏感性分析相关假设条件	10
表 6：首付比例和房贷利率下调对不同能级城市月供金额影响的敏感性分析	10

1. 供给端政策密集出台，房企现金流有望实质性改善

供给侧政策转为支持。2022 年 11 月以来中央层面密集出台房地产供给端纾困政策，从限制房企融资转为支持房企合理融资需求，信号意义较强。我们认为，当前信贷、债券、股权三个房企外部融资渠道全面打通，且允许银行开展保函置换预售资金业务，政策着力化解存量项目风险，解决“保交楼”增量资金来源痛点。房企融资“三箭齐发”下，有望持续推动“保交楼”进程。

1.1. 第一支箭：信贷融资

中央强调支持房企合理融资需求。11 月 21 日，央行和银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，要求稳定房企开发贷，支持个人住房贷款合理需求；11 月 23 日，央行、银保监会正式发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（简称“金融 16 条”），其中供给侧方面提出要保持房地产融资合理适度。

各银行落实中央会议精神，与优质房企签署战略合作协议。会后，农行、交行、中行等六大国有行率先与中海、华润、万科等房企签署总对总战略合作协议，合计已披露授信额度超 16550 亿元，主要涉及开发贷、并购贷、个人按揭贷款、保函置换预售监管资金、供应链融资及结算服务、债券承销与投资、租赁住房融资 7 个方面。

表 1：2022 年 11 月国有大行与 17 家房企签订战略合作

银行	时间	授信意向额度 (亿)	涉及房企	具体额度 (亿)
农业银行	2022/11/23	暂未披露	万科集团、金地集团、龙湖集团、中海发展、华润置地	/
中国银行	2022/11/23	超 6000 亿元	万科集团	1000
			龙湖集团	600
			碧桂园	600
			美的置业	300
			中海、华润置地、招商蛇口、金地集团、绿城中国、滨江集团	/
交通银行	2022/11/23	1200	万科集团	1000
			美的置业	200
工商银行	2022/11/24	6550	万科集团、金地集团、绿城中国、龙湖集团、碧桂园、美的置业、金辉集团、中海发展、华润置地、保利发展、招商蛇口、华侨城	/
邮储银行	2022/11/24	2800	碧桂园	500
			万科集团、绿城中国、龙湖集团、美的置业	/
建设银行	2022/11/24	暂未披露	万科集团、龙湖集团、美的置业、合生创展、大华、中国交建、首开、越秀	/

资料来源：人民网、经济观察网等、各公司公告，德邦研究所；注：表中数据统计截至 2022 年 11 月 29 日，可能与实际协议签订情况存在差异

我们认为，以国有大行为代表的商业银行接连与优质房企签订战略合作协议，是银行对“金融 16 条”以及信贷座谈会会议精神的落实，有利于改善金融机构对民营房企的风险偏好，缓解 2021Q3 以来民企面临的信用收缩问题，推动房企信贷融资进入正常区间。

1.2. 第二支箭：债券融资

11月民企融资“第二支箭”重启。11月1日，中国银行间市场交易商协会、中国房地产业协会联合中债信用增进投资公司，召集8月以来的第三次民企座谈会，参会房企包括金辉、新希望等21家民企；11月8日，中国银行间市场交易商协会提出继续推进并扩大民企债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房企在内的民企发债融资。近期交易商协会已受理优质民企龙湖、美的、新城，以及混合制万科、金地约930亿融资规模申请。截至11月23日中债增将为龙湖、美的置业、金辉三家民企出具发债信用增进函，拟首批分别支持三家企业发行20亿元、15亿元、12亿元中票。

我们认为，11月的“第二支箭”政策力度较5月和8月的“示范房企”融资支持政策有明显加码：

1) 发债额度明显提升：5月示范民企在信用保护工具下，单公司发债额度不超过10亿元，8月在中债增进公司增信担保下，单公司发债额度不超过15亿元，而本次受理的注册发行额度均超百亿，首批三家获得中债增信用增进函发行的中票额度也都超过12亿元；

2) 支持范围扩容：从已申请房企情况来看，本次支持范围已从优质民企扩大至混合所有制房企。根据11月9日中债增进公司发布的《关于接收民营企业债券融资支持工具房企增信业务材料的通知》，意向民营房地产企业可通过填写《项目需求意向表》向公司提出增信需求，支持房企没有名单限制，较5月和8月两次发债支持范围有明显扩围；

3) 发债成本降低：根据中国银行间交易所协会公告，在“第二支箭”支持政策框架下，对民营房企增信服务费率低于0.8%/年，仅为市场化增信服务费率的一半左右，同时将根据企业信用状况分档确定反担保比例。

表 2：2022 年三次房企发债支持政策对比

11月“第二支箭”						5月信用保护工具债券		8月增信担保债券	
发债企业	性质	协会受理日期	发债方式	规模	首批发债	发债企业	发债规模	发债企业	发债规模
龙湖	民企	11月10日	储架式注册发行	200亿元	20亿元	龙湖	5亿元	龙湖	15亿元
美的置业	民企	11月14日	中期票据储架式注册发行	150亿元	15亿元	美的置业	10亿元	美的置业	10亿元
新城	民企	11月17日	储架式注册发行	150亿元	/	新城	10亿元	新城	10亿元
万科	混合所有制	11月22日	储架式注册发行	280亿元	/	旭辉	5亿元	旭辉	12亿元
金地	混合所有制	11月22日	储架式注册发行	150亿元	/	碧桂园	5亿元	碧桂园	15亿元
金辉	混合所有制	11月24日	中期票据注册发行	20亿元	12亿元			卓越	6亿元

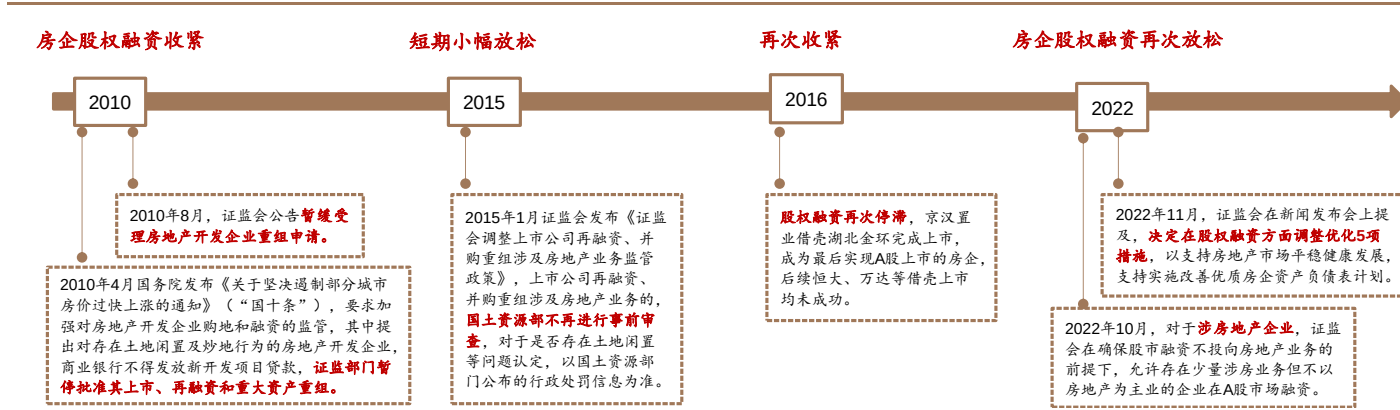
资料来源：中指院、中国银行间交易所协会、中债信用增进公司，德邦研究所

政策信号意义较强，首先利好拥有优质资产的房企。我们认为，由于本次发债仍需提供较高的反担保，要求公司将较为优质、能提供稳定现金流的经营性资产作为抵押，所以政策支持力度难以扩大到所有民企。但增信发债能够重塑民营房企债券融资渠道，有利于改善市场预期，促进民企融资修复。

1.3. 第三支箭：股权融资

2016 年来房企股权融资首次大幅放松。2010 年 4 月国务院发布“国十条”要求加强对房地产开发企业购地和融资的监管，同年 8 月证监会公告暂缓受理房地产开发企业重组申请，自此房企股权融资全面受限；2015 年虽然阶段性有所放松，但 2016 年后房企在 A 股进行股权融资基本再次停滞。此次证监会优化房企股权融资，是 2016 年以来首次恢复 A 股上市房企股权融资。

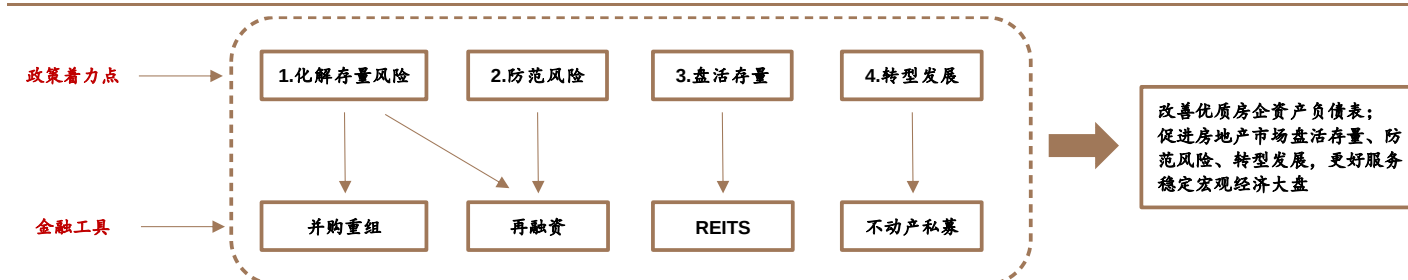
图 1：房企 A 股市场股权融资相关政策发展历程



资料来源：中国政府网、人民网、证券时报、中国证券报等，德邦研究所

我们认为，在 11 月 8 日中央支持房企“第二支箭”债券融资不到 1 个月内，再次放开房企股权融资，体现了本轮周期房地产支持政策的力度和决心。政策托底思路从保项目转化为保主体，通过恢复再融资以补充流动资金和偿还债务，有利于防范未出险房企流动性风险，通过推动行业内并购重组，则有利于化解存量项目风险，推动行业整合。

图 2：证监会在股权融资方面调整优化 5 项措施思路



资料来源：万得通讯社，德邦研究所绘制

细分来看：

1) 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资：允许符合条件的房地产企业实施重组上市，重组对象须为房地产行业上市公司。允许房地产行业上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产；发行股份购买资产时，可以募集配套资金；募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，不能用于拿地拍地、开发新楼盘等。建筑等与房地产紧密相关行业的上市公司，参照房地产行业上市公司政策执行，支持“同行业、上下游”整合。

我们认为，此条政策利好房地产及上下游企业市场化整合进程提速。政策通过允许房企重组上市和房地产上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产，为出

险房企提供了有效退出途径，有利于加速行业整合进度，利好资金及综合实力雄厚的优质房企优化资产负债表，还将有效推动存量问题项目加速建设交付。

此外，建筑、建材等行业与房地产紧密相关，依据政策表述将参照房地产行业上市公司政策执行，并支持“同行业、上下游”整合。**我们认为，强调地产上下游行业融资的重要性，将有利于改善建筑建材等上下游企业的流动性，并购重组、提升市占率的逻辑同样适用于建筑建材龙头企业。**

2) 恢复上市房企和涉房上市公司再融资：允许上市房企非公开方式再融资，引导募集资金用于政策支持的房地产业务，包括与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。允许其他涉房上市公司再融资，要求再融资募集资金投向主业；**调整完善房地产企业境外市场上市政策：**与境内 A 股政策保持一致，恢复以房地产为主业的 H 股上市公司再融资；恢复主业非房地产业务的其他涉房 H 股上市公司再融资。

我们认为，这两条政策主要着力点在于防范未出险房企的潜在风险。A/H 股上市房企均可恢复非公开方式再融资，除用于“保交楼”项目推进外，可用于补充流动资金和偿还债务，**极大缓解房企流动性紧张，使当前房地产行业实现软着陆成为可能，最终平稳度过行业深度调整期：**在市场下行阶段房企通过外部融资（股权+债权）偿还到期债务、推动存量项目建设，并静待需求政策发酵下带来销售回暖，修复房企内部资金来源。

此外，再融资资金可用于棚改和旧改也有利于推动存量项目风险化解。棚改项目由于需经历拆迁——规划——建设——销售，较长的开发周期和较大的前期资金投入，对房企的资金链形成较大考验。房企现金流一旦进入过紧阶段，由于棚改项目无法在短期内转化为销售，则会率先进入停工等中止状态。我们认为，此次提及再融资资金可用于旧改和棚改项目，有利于化解存量项目风险，推动旧改项目建设，配合此前多城市推出的“房票”政策，有利于后续对需求形成一定增量支撑。

3) 进一步发挥 REITs 和私募股权投资基金作用。

我们认为，这两条政策主要出发点在于盘活房企存量资产和探索房地产新发展模式，拥有优质经营性存量资产的房企有望率先受益。

1.4. 保交楼专项资金持续投入

7月首提“保交楼”，目前推进进展显著，有效促进存量项目建设交付。2022年7月28日中共中央政治局首次提及“保交楼”，其后中央各部门以及各地方跟进推出专项借款及纾困基金。据央视网，国家开发银行和中国农业发展银行8月首批次2000亿专项借款已基本投放至项目，资金投入已带动形成一批实物工作量，有效促进了项目建设交付。11月央行向商业银行提供2000亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于助力“保交楼”，有望再次促进一批项目建设交付。

表3：2022年7月以来中央及地方保交楼政策情况

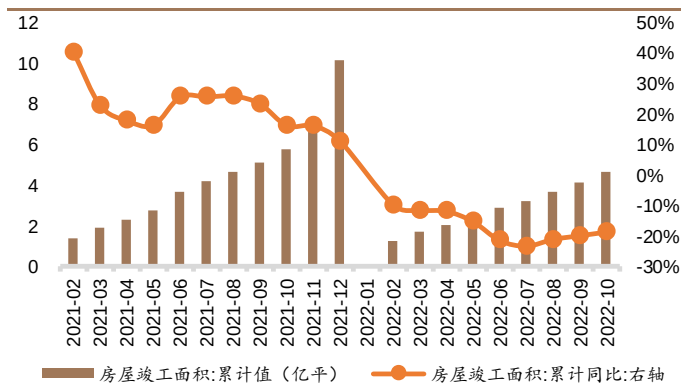
中央/地方	时间	部委/地方	政策内容
中央	2022年7月28日	中共中央政治局	会议指出，要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任， 保交楼、稳民生 。
	2022年8月29日	央行	专项用于“ 保交楼 ”2000亿元全国性纾困基金启动，由央行指导国家开发银行、中国农业发展银行在现有贷款额度中安排，后续，中国进出口银行或也会加入。中央财政将根据实际借款金额，对政策性银行予以1%的贴息，贴息期限不超过两年。
	2022年8月31日	国务院常务会议	支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和 保交楼专项借款 。
	2022年11月21日	央行、银保监会	人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，研究部署金融支持稳经济大盘政策措施落实工作，会后人民银行行长易纲在2022年金融街论坛年会上讲话表示，房地产业关联很多上下游行业，其良性循环对经济健康发展具有重要意义。在2023年3月31日前，央行将向商业银行提供 2000亿元免息再贷款 ，支持商业银行提供配套资金用于助力“保交楼”，封闭运行、专款专用。
	2022年11月24日	银保监会	国家开发银行和中国农业发展银行按照有关政策和要求，设立了封闭运行、专款专用，专项用于支持已售逾期难交付住宅项目建设的“保交楼”专项借款。目前， 专项借款资金已基本投放至项目，资金投入已带动形成一批实物工作量，有效促进了项目建设交付。
地方	2022年8月	郑州	郑州市政府印发了《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》，将按照“政府引导、多层级参与、市场化运作”原则，由中心城市基金下设立 纾困专项基金，规模暂定100亿元 ，采用母子基金方式运作，相关开发区、区县（市）据纾困项目，吸引不同类型社会资本共同出资设立子基金，并按照项目及子基金设立情况，资金分期到位。
	2022年8月	湖北	在全省地方金融组织不良资产处置项目对接会上，湖北省资产管理有限公司与浙商资产管理有限公司联合 设立50亿元纾困基金 ，聚焦助企纾困，加大对全省不良资产的收购、处置力度，服务“保交楼、保民生、保稳定”。
	2022年8月	南宁	南宁市平稳房地产基金正式设立， 基金首期规模30亿元 ，首笔出资已于8月18日完成缴付，后续资金将陆续到位，现已围绕“保交楼、稳民生”开展工作，对部分项目进行调研。
	2022年10月	绍兴	祥生控股集团公告称，绍兴市人民政府主导成立的 房地产纾困稳保产业基金已落地 ，公司位于诸暨市的城市之光项目或成为稳保基金项下潜在受益人之一，基金注入总额为7亿元。

资料来源：新华网、财联社、证券时报、央视网、中国房地产报、澎湃网、南宁日报、每日经济新闻等，德邦研究所

我们认为，停工项目大多债务关系复杂，资不抵债项目社会资本参与意愿较低，保交楼痛点在于增量资金来源，而中央层面提供纾困基金和低成本再贷款精准切入保交楼痛点，有利于实质性推进保交楼进度。鉴于保交楼项目资金需要封闭运行、专款专用，放款流程及项目建设周期较长，且若2023Q1市场需求修复不及预期，更多在建项目无法转化为销售，则保交楼资金需求量将会上升，央行2000亿无息再贷款有望延期至2023Q1之后。

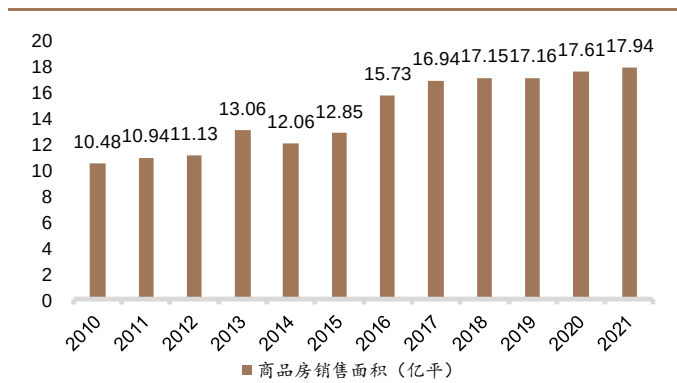
保交楼支撑竣工边际改善，2023年交房周期对竣工仍有支撑。通过统计局数据，截止2022年10月房屋竣工面积累计值4.66亿平，累计同比减少18.7%，降幅较9月收窄1.2个百分点，2022年8月以来累计同比降幅已连续三个月收窄。从宏观层面来看，地产竣工韧性依旧，2018-2021年地产销售面积超过17亿平，随着交房周期到来以及保交房的背景下，新开工有望加速向竣工传导，支撑地产链需求。

图 3：2021-2022 年 10 月房屋竣工面积累计值及累计同比走势



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：2010-2021 年度商品房销售面积

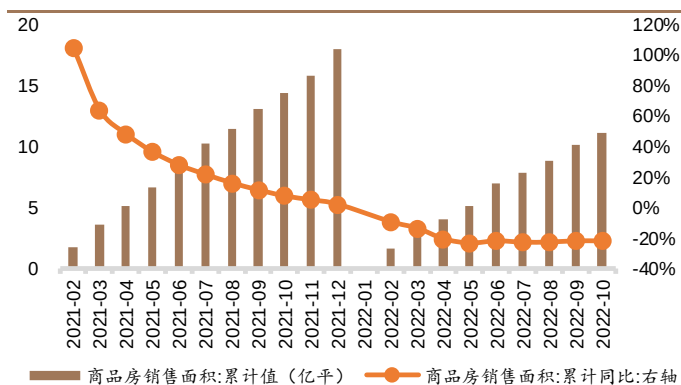


资料来源：Wind，德邦研究所

2. 需求修复无法仅靠供给端政策

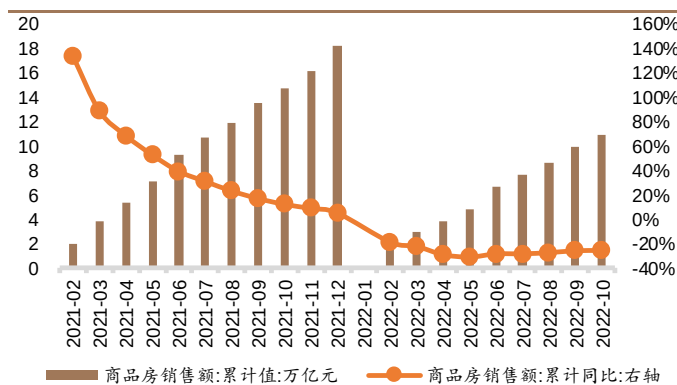
当前需求回暖仍受阻，传统销售旺季弱。今年 9 月和 10 月，商品房销售面积累计同比降幅仍然维持在-20%以上，而商品房销售金额累计同比降幅则达到 26% 以上，传统销售旺季未表现出需求反弹迹象，当前需求端仍处于筑底阶段。我们认为，需求主要受资格（限购、限贷）、意愿（房价、期房交付担忧）和能力（收入）三因素决定，当前供给端政策出台有利于降低房企流动性风险，进而缓解购房者对于期房交付担忧，但其余影响仍在，需求端修复不及预期或推动政策加速放松。

图 5：2021-2022 年 10 月商品房销售面积累计值及累计同比走势



资料来源：Wind，德邦研究所

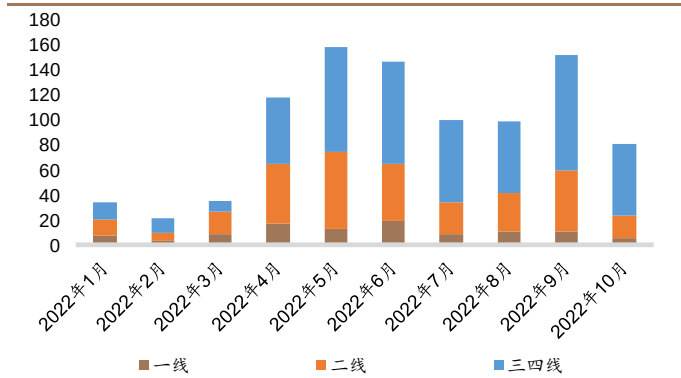
图 6：2021-2022 年 10 月商品房销售金额累计值及累计同比走势



资料来源：Wind，德邦研究所

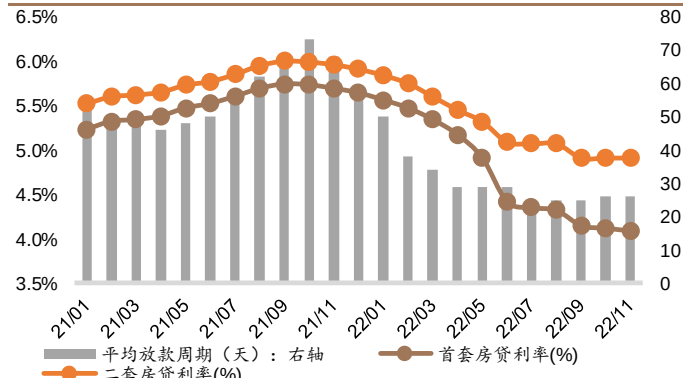
需求端政策放松有望再次提速，供需两端政策齐发推动需求修复。根据中指院数据，2022 年 4-6 月、9 月是政策放松的高峰，7-8 月以及 10 月政策放松力度有所减弱。11 月“金融 16 条”以及央行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会均提及因城施策实施好差别化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求、支持个人住房贷款合理需求。我们认为，本次自上而下政策传导中，地方政府在需求端调控政策有望拥有更多优化空间，其中放松限贷政策符合政策支持刚需及改善性合理住房需求的要求，各地有望率先跟进放松，房贷利率下限有望进一步下降，在加大对改善换房需求的支持下，部分核心城市首套房认定标准、二套房贷利率均有优化空间。

图 7：2022 年以来月度各线城市房地产放松政策发布次数



资料来源：中指院，德邦研究所

图 8：2021-2022 年 11 月主流城市房贷利率走势



资料来源：贝壳研究院，德邦研究所

9 月以来部分城市响应号召突破首套房贷利率下限。2022 年 5 月央行及银保监会将首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点。按照最新 10 月 20 日 5 年期以上 LPR4.3% 计算，首套房贷利率下限为 4.1%。但根据 9 月 29 日央行、银保监会发布的《阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限》，满足 2022 年 6-8 月新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在 2022 年底可阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限，并在 11 月 16 日央行发布《2022 年第三季度中国货币政策执行报告》再次重申。根据中指院数据，9 月底以来已有 23 个城市将首套房贷利率下调至 4.1% 以下。

表 4：9 月底以来部分城市首套房贷利率下限

省市	政策日期	首套最低利率
阳江	2022/9/30	3.90%
清远	2022/9/30	3.70%
云浮	2022/9/30	取消利率下限
湛江	2022/9/30	取消利率下限
济宁	2022/10/5	3.95%
武汉	2022/10/8	3.90%
贵阳	2022/10/11	3.90%
江门	2022/10/11	3.90%
宜昌	2022/10/13	3.90%
襄阳	2022/10/13	3.90%
天津	2022/10/13	3.90%
包头	2022/10/14	3.90%
阜阳	2022/10/14	3.95%
石家庄	2022/10/15	3.80%
秦皇岛	2022/10/15	3.80%
昆明	2022/10/17	3.95%
大连	2022/10/20	3.95%
大理	2022/10/21	3.95%
泸州	2022/10/21	3.90%
安庆	2022/10/24	3.95%
温州	2022/10/25	3.80%
瑞安	2022/10/26	3.80%
乐清	2022/10/26	3.80%

资料来源：中指院，德邦研究所

房贷利率下降有望实质性降低购房成本，刺激购房需求。我们测算，假设首付比例维持 20%，一线/二线城市家庭月均收入分别为 6 万元和 3 万元，当房贷利率从 4.70% 下降至 3.75% 时，一线/二线城市月供金额均下降 10.7%，全年月供金额将分别减少 2.79 万元和 9616 元，月供占家庭月收入比重将分别下降 4 和 3 个百分点。

表 5：房贷利率下调对月供金额影响的敏感性分析相关假设条件

	一线城市	二线城市
21 年成交均价:元/m ²	48469	15677
21 年成交套均面积: m ²	108	115
总价: 万元	523	180
住房贷款年限: 年	30	30

资料来源：中指院，德邦研究所；注：成交均价、套均面积、总价由中指院数据计算得到，贷款年限数据为假设数据

表 6：首付比例和房贷利率下调对不同能级城市月供金额影响的敏感性分析

一线城市：月供：元								二线城市：月供：元						
房贷利率								房贷利率						
4.70% 4.50% 4.30% 4.10% 3.90% 3.75%								4.70% 4.50% 4.30% 4.10% 3.90% 3.75%						
首付比例	80%	5423	5298	5175	5053	4932	4843	80%	1871	1828	1786	1743	1702	1671
	70%	8135	7947	7762	7579	7398	7264	70%	2807	2742	2678	2615	2553	2506
	60%	10846	10596	10349	10105	9864	9685	60%	3743	3656	3571	3487	3404	3342
	50%	13558	13246	12937	12632	12330	12107	50%	4678	4570	4464	4359	4255	4177
	40%	16270	15895	15524	15158	14796	14528	40%	5614	5484	5357	5230	5105	5013
	30%	18981	18544	18111	17684	17262	16949	30%	6549	6399	6249	6102	5956	5848
	20%	21693	21193	20699	20210	19728	19370	20%	7485	7313	7142	6974	6807	6684

资料来源：德邦研究所测算；注：按照等额本息还款法计算

高能级城市放松“四限”，其余城市有望跟进。11 月以来，北京、杭州、成都、西安相继放松优化四限政策，以刺激当地房地产市场需求。北京政策虽然仅属于微调，但一线城市放松四限，稳地产信号意义较强。我们认为，今年以来各地持续因城施策优化房地产调控政策，但需求修复不及预期情况下，需求端政策放松预期仍然较强，2022Q4-2023Q1 各地政策放松有望持续加速推进，配合供给端政策，以最终促进房地产需求触底反弹。

3. 投资建议

当前房地产供给端政策密集出台，同时央行定于 2022 年 12 月 5 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，进一步释放流动性，杭州、成都、西安等强二线城市继续优化四限政策，需求端政策向高能级城市延伸。

我们认为，地产政策积极催化，供需两端政策催化有望加速向实际需求传导；虽然短期多地疫情反复会影响基本面数据修复，但政策趋势已然向上，最难阶段已经过去，板块跟随市场的调整都将是配置良机：一方面，消费建材盈利拐点已现，Q3 以来大宗原材料明显回落，毛利率有望逐季度改善；另一方面，微观信号已反映需求逐步好转；同时 2023 年提前批专项债额度下达，多省份额度相比 22 年明显增长，基建端也有望更快形成实物量。

按推荐顺序建议重点关注：

- 1) 东方雨虹、科顺股份(防水新规提标扩容,有效对冲地产下行带来的压力,明年预期沥青价格回落,毛利率有望继续改善);
- 2) 其次是三棵树(国内涂料龙头, Q3 业绩拐点已现, C 端保持快速增长)、坚朗五金(行业细分龙头, 市场认可度高);
- 3) 兔宝宝(低估值, 板材零售保持稳定增长)、蒙娜丽莎(低估值、B 端与 C 端占比均衡, 降本增效提升利润率)、中国联塑(管材龙头, PVC 价格下降毛利率改善, 估值处于低位)以及伟星新材(管材零售龙头, 经营稳健)、青鸟消防(消防一体化公司, 成长性突出)、北新建材(石膏板龙头、经营稳健);
- 4) 其次, 从盈利周期来看, 浮法玻璃处于周期底部, 全行业基本处于亏损状态, 进入采暖季, 天然气价格进一步上涨, 持续亏损下加速行业冷修, 供给收缩使得行业价格触底, 而 Q4 将是“保交楼”的高峰期, 竣工周期或有支撑, 新的供需紧平衡状态下或支撑玻璃新一轮上涨, 建议关注旗滨集团。

4. 风险提示

固定资产投资低于预期；地产政策传导力度低于预期；环保督查边际放松，供给收缩力度低于预期；原材料价格大幅上涨带来成本压力

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021 年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业研究员，剑桥大学经济学硕士，2022 年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。