

房地产（标配，维持）

政策力度空前，行业基本面加速修复可期

房地产行业 2024 年下半年投资策略

2024 年 6 月 13 日

投资要点：

- 近几年板块及个股的下跌行情已经较充分考量及反映悲观预期。行业当前处于大范围洗牌出清阶段，叠加刺激政策带来的行业基本面修复，行业进入新一轮发展周期，迎来估值提升可期。
- 板块估值修复，短中期催化因素包括：1. 优化、刺激政策的持续加码叠加，改善市场预期；2. 房企融资情况改善，逐步化解债务危机；3. 政策成效逐步体现，楼市基本探底回升；4. 房企盈利能力及业绩的修复。
- 而中长期来看，板块估值修复主要催化因素包括：1. 行业进入新发展模式，房企过去极力加杠杆扩规模情况改善；2. 经历了近几年大范围洗牌出清后，行业竞争格局更优，这将带来行业整体估值向上修复；3. 剩下的经营稳健房企安全性更好，现金流情况也将更好；4. 剩存之优秀者更有利于提升市场占有率，后续较行业更早实现业绩修复，并且业绩修复弹性更高，这将带来优质个股估值更高的向上弹性。
- 整体我们认为，4月底至5月中旬房地产板块及个股的向上修复行情，更多是政策优化提振市场信心，带来估值修复。而较迅速及较大力度的反弹行情后，5月下旬开始板块有所调整。我们认为后续板块将可能再度储力上行。第二波的向上修复行情将可能是地产行业基本面逐步修复，政策成效逐步兑现带动。而第三波向上修复行情将可能需要上市房企整体业绩及盈利能力改善来带动。
- 建议可关注经营稳健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)、城建发展(600266)、招商蛇口(001979)等。
- **风险提示：**房地产优化政策出台低于预期，地方政府救市政策落实及成效不足；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；房企资金链改善缓慢，融资仍然受阻，暴雷现象持续出现；购房需求及信心不足。

分析师：何敏仪

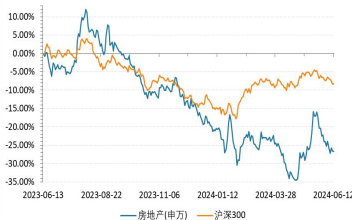
SAC 执业证书编号：

S0340513040001

电话：0769-22177163

邮箱：hmy@dgzq.com.cn

房地产（申万）指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

目 录

1. 房地产板块行情回顾	3
2. 本轮楼市刺激政策力度空前	4
3. 销售探底回升预期加强	6
4. 房企业绩继续承压，仍需一定时间修复	7
5. 板块行情修复路径探究	10
6. 风险提示	11

插图目录

图 1: SW 房地产指数近十年走势	3
图 2: SW 房地产指数近十年涨跌幅	3
图 3: SW 房地产板块近十年 PE 估值变化	3
图 4: SW 房地产板块近十年 PB 估值变化	3
图 5: 全国商品房销售面积变化	6
图 6: 全国商品房销售额变化	6
图 7: 商品房单月销售面积变化	6
图 8: 商品房单月销售金额变化	6
图 9: 近二十五年全国商品房累计销售面积变化	7
图 10: 近二十五年全国商品房累计销售额变化	7
图 11: 上市房企营业总收入（年度对比）	8
图 12: 营业利润、净利润、归属净利润变化（年度对比）	8
图 13: 上市房企营业总收入（季度对比）	8
图 14: 营业利润、净利润、归属净利润变化（季度对比）	8
图 15: 总资产净利率、净资产收益率变化	9
图 16: 销售毛利率、净利润率变化	9
图 17: 100 大中城市近年成交土地溢价率变化情况	9

表格目录

表 1 : 重点公司盈利预测及投资评级（2024/6/12）	11
--------------------------------	----

1. 房地产板块行情回顾

从近十年 SW 房地产板块整体走势来看，2020 年四季度以来地产板块整体呈现震荡下行走势。2023 年四季度以来，SW 房地产板块整体跌幅扩大，跌破 2014 年年初点位，并且持续下探。其中 2014 年年初 SW 房地产板块及沪深 300 指数点位均为近十年低点，也是 2014 年至 2015 年牛市启动前的最低位置。

2020 年初截至 2024 年 4 月 25 日底部，SW 房地产板块累计下跌 59.54%，同期沪深 300 指数下跌 14.98%。2023 年三季度末截至 2024 年 4 月 25 日，SW 房地产板块累计下跌 35.88%，同期沪深 300 指数下跌 6.89%。地产板块近几年跌幅明显。

而在政策刺激下，板块在 2024 年 4 月 25 日从底部开启历时近半个月的较快速并且力度较大的超跌反弹行情。

图 1：SW 房地产指数近十年走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 2：SW 房地产指数近十年涨跌幅



资料来源：wind，东莞证券研究所

从板块估值来看，当前由于盈利情况下滑，房企业绩承压，板块整体 PE 估值被动提升，而 PB 估值持续下降，跌至近十年最低水平。

近十年，SW 房地产板块估值高位在 2015 年期间，市盈率 PE (TTM) 在 20X 以上，高点达 33X 左右。随后持续下滑，2021 年年末板块估值跌至底部 6.8X 附近，随后由于板块整体盈利下降，估值被动上升。而从市净率 PB 来看，SW 房地产板块估值在 2019 年下半年开始持续下探。截止 2024 年 6 月 4 日，SW 房地产板块整体 PE 为 18.4 倍，PB 为 0.66 倍。

图 3：SW 房地产板块近十年 PE 估值变化

图 4：SW 房地产板块近十年 PB 估值变化



资料来源：wind，东莞证券研究所



资料来源：wind，东莞证券研究所

2. 本轮楼市刺激政策力度空前

中国房地产政策周期性相对明显，同时楼市也整体呈现周期性震荡上行态势。而房地产板块行情走势，中短期也往往受政策影响较直接。

回顾最近一轮楼市调控政策，也呈现从“紧—松—支持—刺激”逐步变化的过程推进。2020年监管层对于房企提出“三道红线”，同时建立“银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度”，对于楼市调控从严。进入2021年“房住不炒”、“稳房价、稳地价、稳预期”仍为主要基调，但在年末中央经济工作会议定调：“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，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。发改委副主任解读中央经济工作会议则提到：“房地产是支柱产业，住房更是居民的消费”。楼市政策整体呈现先紧后松趋势。

2022年前三季度楼市政策整体以“托而不举”为主基调。3月16日，国务院金融稳定发展委员会、银保监会、证监会、财政部等六部门相继表态，促进房地产业良性循环和健康发展，释放出积极信号。4月29日中央政治局会议，提出支持刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。7月28日，中央政治局会议强调要稳定房地产市场，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。

四季度楼市政策则转向进一步宽松及支持。比如保交楼首次进入中央政治局会议内容；金融“16”条等金融政策组合拳力以及房企融资“三支箭”的提出；另外房地产“支柱产业”地位再次被确认，政策力度达到近年高度。

2023年楼市政策以支持房地产平稳健康发展为主，政策力度进一步加码。2023年上半年陆续有二三线城市优化当地房地产政策，支持房地产市场发展。7月份中央政治局会议定调房地产市场“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”，随后全国各地陆续放宽或优化楼市政策，年末政

策环境接近 2014 年最宽松阶段。

2023 年楼市优化政策主要包括“认房不用认贷”“取消限购、限售”“降低首套、二套房首付及贷款利率”“指导参考价松动甚至取消”“土地出让恢复‘价高者得’模式、取消土地出让中商品房限价限制”，另一方面，楼市优化政策也从低能级城市逐步推广至北上广深等一线及部分热点二线城市。

进入 2024 年，房地产政策整体转向刺激楼市复苏为主。1 月份政策加大住房租赁金融支持、经营性物业贷款新规发布，随后房地产融资协调机制全面铺开，降低 LPR 等陆续出台。3 月末政府工作报告中指出房地产行业目标主要包括“防范风险、优化政策、构建新模式”。

二季度楼市政策再加码，并且力度空前。4 月以来，全国多地陆续放开楼市限购及优化当地楼市政策。4 月 30 日中央政治局会议提到“要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。其中“消化存量房产”以及“优化增量住房”的表述，指明未来房地产政策将转向“去库存”为主方向，提振市场信心。会后更多城市加速落地全面放开限购政策，政策力度再升级。截止当前，仅北上广深及天津等个别城市没有全面放开限购，大部分城市限购政策解除。

5 月 17 日全国切实做好保交房工作视频会上，国务院副总理也表示：“相关地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房”。同日，央行“四箭齐发”提振楼市：一是拟设立 3000 亿元保障性住房再贷款。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款 5000 亿元。二是降低全国层面个人住房贷款最低首付比例。三是取消全国层面个人住房贷款利率政策下限。四是下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。其中首套及二套房首付比例下降至中国购房史以来最低水平，而全国层面取消贷款利率下限也是历史首次，政策力度可谓空前。6 月 7 日国常会会议指出，“房地产业发展关系人民群众切身利益，... 继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施”。后续政策进一步加码发力可期，政策空间仍然存在。

从供地情况来看，自然资源部发布《关于做好 2024 年住宅用地供应有关工作的通知》，商品住宅去化周期超过 36 个月的，应暂停新增商品住宅用地出让。根据中指监测，截止 4 月 29 日，重点 22 城中已有 15 城公布今年供地计划，商品住宅用地整体计划供应量同比下降 10%。

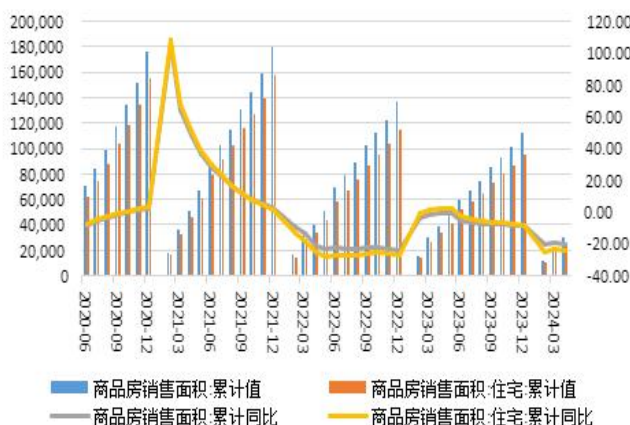
预计未来进一步放开限购、放宽落户、优化“以旧换新”、“消化存量房产”、“优化增量住房”、“降低税负”等将是政策的主要方向。

政策持续加码发力，将助力楼市加速走出本轮周期底部。而楼市基本面的修复，预计也将能更好带动板块个股进入第二轮向上修复行情。

3. 销售探底回升预期加强

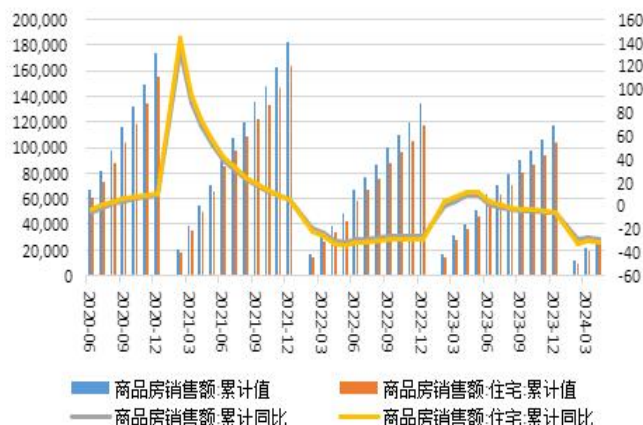
从楼市销售情况来看，2024年前4月楼市成交恢复进程仍相对缓慢。2024年1-4月全国商品房累计销售面积2.92亿平米，同比下降20.2%，降幅相比3月末扩大0.8个百分点；全国商品房销售金额累计2.8万亿，同比下降28.3%，降幅也较上月末扩大0.7个百分点。

图 5：全国商品房销售面积变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

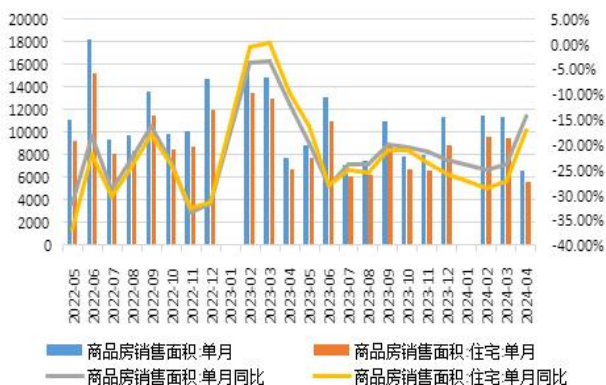
图 6：全国商品房销售金额变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

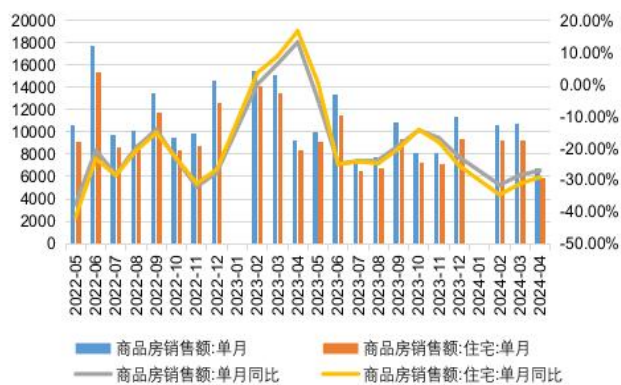
从单月销售情况来看，2024年4月份全国商品房销售面积6584万平方米，同比下降14.38%，降幅较3月末收窄9.34个百分点，环比则下跌41.72%。4月全国商品房销售金额6711亿，同比下降27.09%，降幅较3月末收窄1.4个百分点，环比3月则下跌37.79%。4月份楼市销售绝对值也降至2014/2015年同期水平附近，相当于降至近十年同期低位。

图 7：商品房单月销售面积变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 8：商品房单月销售金额变化



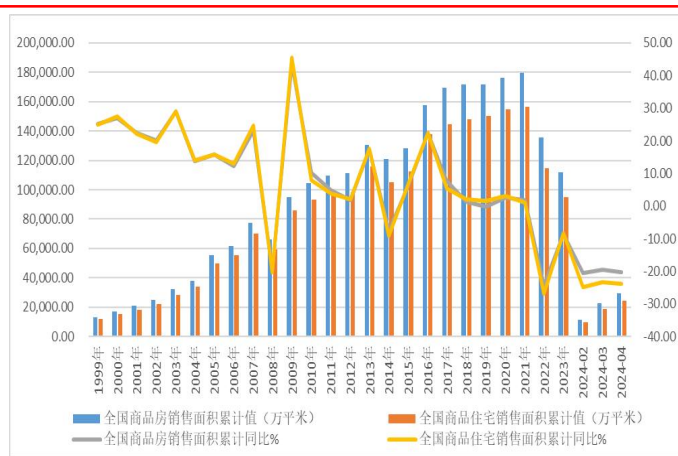
资料来源：wind，东莞证券研究所

而4月底至5月初，持续较大力度的楼市刺激政策，带动部分热点城市销售活跃度明显提升。根据中指数据，上海5.27新政落地后，市场情绪出现明显回升，而二手房市场活跃度较新房更为明显。深圳5.6限购政策优化后，新房、二手房销售均有加快，二手房市场表现较为活跃；5.7-6.5期间，二手房日均成交较4月日均增长约10%，5月全月同比增长48%，恢复节奏有所加快。广州5.28政策优化后，新房项目活跃度回升明显。北京方面，销售改善情况较其他一线城市相对滞后。销售数据的改善仍需持续观察，但相信政策持续发力，将加速销售探底回升。

回顾近二十五年楼市销售情况，2000年以来中国房地产市场进入快速发展阶段，销售面积及销售金额持续增长，2021年达到历年销售高点。2021年全国商品房销售面积为17.9亿平米，全国商品房销售金额为18.1万亿，同比分别增长1.9%和4.8%。而2022年全国商品房销售面积及销售金额同比分别下降24.3%和下降26.7%，分别降至13.5亿平米及13.3万亿水平。2023年全国商品房销售面积及销售金额同比降幅分别为8.5%和6.5%，基数再下降。

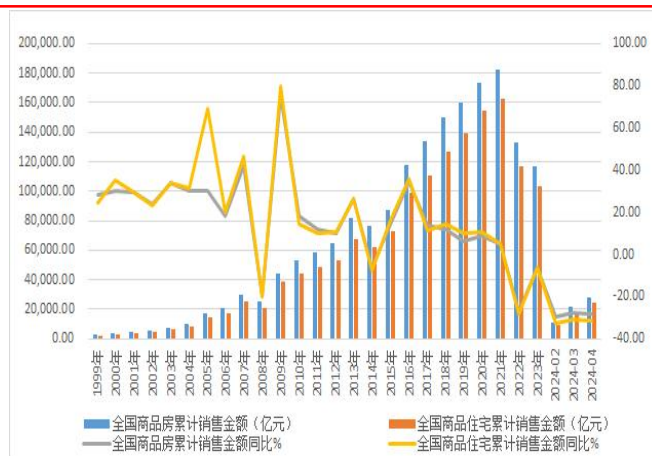
而由于城镇化持续推进、“三大工程”以及楼市优化政策持续发力，我们认为未来几年楼市销售基本盘仍较稳固，楼市整体销售量进一步下降空间有限。而在政策提振下，2024年全年销售较2023年修复预期提升，无需对楼市后续销售过于悲观。

图 9：近二十五年全国商品房累计销售面积变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 10：近二十五年全国商品房累计销售金额变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

4. 房企业绩继续承压，仍需一定时间修复

从上市房企盈利层面看，2023年上市房企共实现营业总收入2.62万亿，较2022年同期下降4.62%，降幅较上年收窄4.91个百分点。共实现营业利润653.1亿，同比增长77.03%；2022年营业利润大幅下降至368.93亿，2023年有所修复，但仍为近十年第二低水平。2023年共实现净利润-163.56亿，亏损较2022年减少359.31亿；归属母公司股东净利润-306.88亿，亏损较2022年减少464.84亿。

整体来看，2023年营业总收入较2022年继续有所下降，连续两年负增长，营业

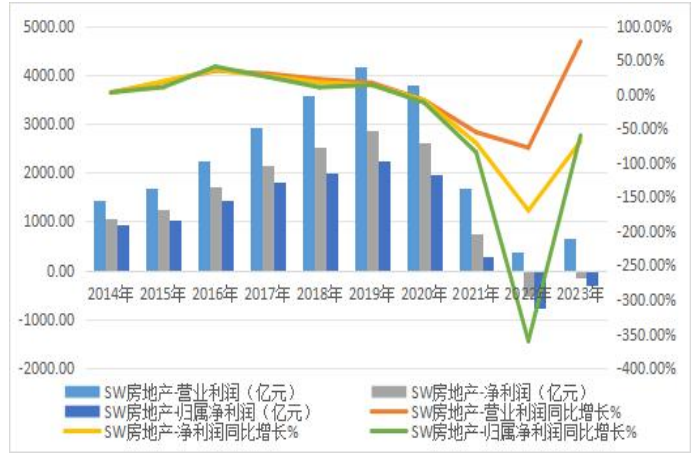
总收入绝对值降至 2019 年的水平。上市房企整体净利润、归属净利润继续录得亏损，行业业绩继续承压。亏损主要仍由于结算量下降、毛利率下滑以及计提减值准备等带来。

图 11：上市房企营业总收入（年度对比）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 12：营业利润、净利润、归属净利润变化（年度对比）



资料来源：wind，东莞证券研究所

上市房企整体盈利高点出现在 2019 年。2020 年以来行业整体营业利润、净利润及归属净利润同比增速均转负，行业经营情况开始走差。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，为有统计以来罕见的情况。而 2023 年行业仍处于亏损状态。

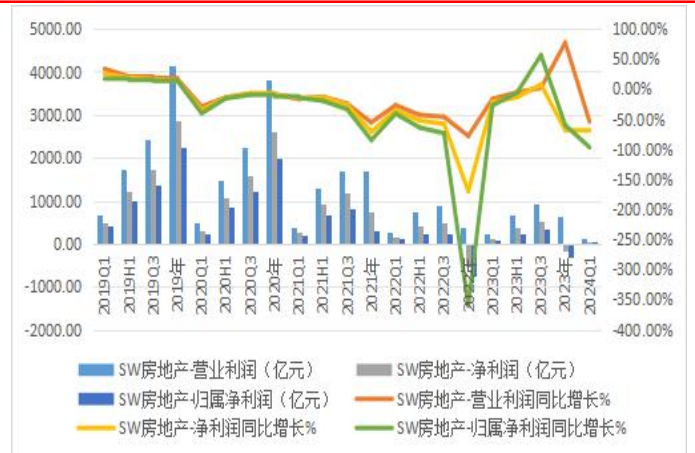
2024 年一季度，上市房企共实现营业总收入 3605.49 亿，较 2023 年同期下降 17.43%，降幅较 2023 年末大幅扩大 12.81 个百分点。共实现营业利润 110.02 亿，同比大幅下降 54.05%；营业利润绝对值为近十年最低水平。2024 年 Q1 共实现净利润 45.1 亿，同比下降 66.88%，降幅较 2023 年同期扩大 45.38 个百分点。归属母公司股东净利润 2.66 亿，同比大幅下降 96.94%。整体看，行业 2024 年 Q1 业绩继续承压。

图 13：上市房企营业总收入（季度对比）



资料来源：wind，东莞证券研究所

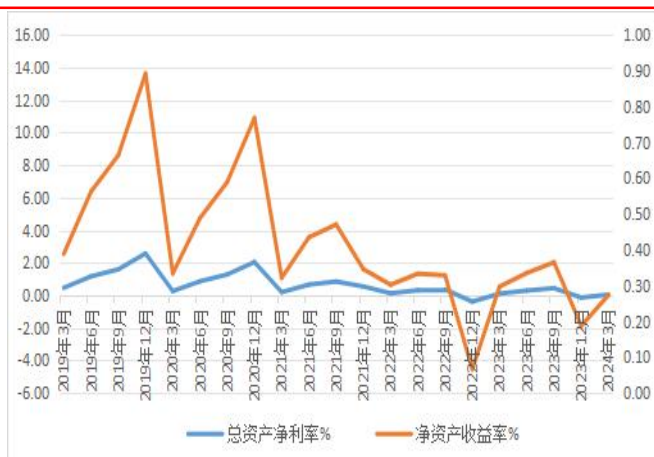
图 14：营业利润、净利润、归属净利润变化（季度对比）



资料来源：wind，东莞证券研究所

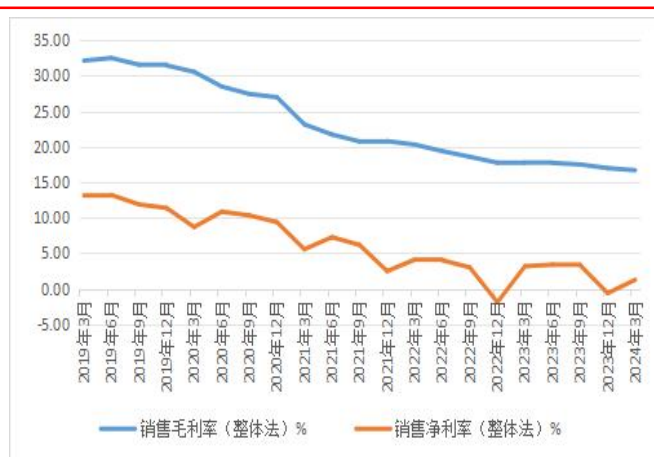
从行业盈利能力来看，2023 年末房地产行业平均净资产收益率为-1.87%，继 2022 年后 2023 年净资产收益率继续为负，但相比 2022 年降幅有所收窄，在申万 31 个一级行业板块中排名第 30 位，盈利能力大幅下滑。2023 年行业整体销售毛利率及销售净利率分别为 16.98%和-0.62%，毛利率较 2022 年全年下降 0.76 个百分点，净利率降幅则收窄 1.28 个百分点。2024 年 Q1 销售毛利率为 16.68%，销售净利率为 1.25%，也在近十年同期的底部。

图 15：总资产净利率、净资产收益率变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 16：销售毛利率、净利润率变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

整体来看，2023 年全年行业维持亏损局面，行业仍处于调整之中。由于 2023 年结算大部分为 2021 年至 2023 年的销售，房价处于调整之中，行业整体亏损；2024 年如若楼市修复进程相对缓慢，年内结算业绩或大概率继续承压，因此仍需持续观察楼市恢复进程。

我们认为，在政策持续发力之下，楼市销售将逐步探底回升，房价也将得到支撑；同时 2022 年以前高溢价率项目逐步消化完毕，2022 年以来土地溢价率明显下降，行业毛利率将得到修复；叠加房企降本增效将能带动整体盈利改善。而上市房企业绩的改善，将更好带动板块及个股进入第三阶段的向上修复行情。

图 17：100 大中城市近年成交土地溢价率变化情况



资料来源: wind, 东莞证券研究所

5. 板块行情修复路径探究

近几年房地产板块行情呈现持续震荡走低态势，整体估值中枢也持续下行。板块估值向下主要由于市场对行业的悲观情绪影响：1. 行业快速发展期已经过去，后续盈利能力下降；2. 行业天花板将到来，后续规模可能持续收缩；3. 开发商扩大杠杆及规模不可持续；4. 经营模式带来的重资产、现金流不佳等。

而我们认为，近几年板块及个股的下跌行情已经较充分考量及反映悲观预期。行业当前处于大范围洗牌出清阶段，叠加刺激政策带来的行业基本面修复，行业进入新一轮发展周期，迎来估值提升可期。

板块估值修复，短中期催化因素包括：1. 优化、刺激政策的持续加码叠加，改善市场预期；2. 房企融资情况改善，逐步化解债务危机；3. 政策成效逐步体现，楼市基本探底回升；4. 房企盈利能力及业绩的修复。

而中长期来看，板块估值修复主要催化因素包括：1. 行业进入新发展模式，房企过去极力加杠杆扩规模情况改善；2. 经历了近几年大范围洗牌出清后，行业竞争格局更优，这将带来行业整体估值向上修复；3. 剩下的经营稳健房企安全性更好，现金流情况也将更好；4. 剩存之优秀者更有利于提升市场占有率，后续较行业更早实现业绩修复，并且业绩修复弹性更高，这将带来优质个股估值更高的向上弹性。

整体我们认为，4月底至5月中旬房地产板块及个股的向上修复行情，更多是政策优化提振市场信心，带来估值修复。而较迅速及较大力度的反弹行情后，5月下旬开始板块有所调整。我们认为后续板块将可能再度储力上行。第二波的向上修复行情将可能是地产行业基本面逐步修复，政策成效逐步兑现带动。而第三波向上修复行情将可能需要上市房企整体业绩及盈利能力改善来带动。

建议可关注经营稳健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）、城建发展（600266）、招商蛇口（001979）等。

6. 风险提示

- （1）房地产优化政策出台低于预期，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）购房需求及信心不足。

表 1：重点公司盈利预测及投资评级（2024/6/12）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
000002.SZ	万科 A	7.89	1.02	0.88	0.90	7.74	8.92	8.81	持有	维持
001979.SZ	招商蛇口	9.87	0.7	0.90	1.06	14.10	11.02	9.35	持有	维持
002244.SZ	滨江集团	8.11	0.81	0.96	1.11	10.01	8.48	7.29	持有	维持
600048.SH	保利发展	10.11	1.01	1.06	1.16	10.01	9.52	8.72	持有	维持
600266.SH	城建发展	4.51	0.25	0.46	0.58	18.04	9.71	7.80	持有	维持
600325.SH	华发股份	7.17	0.67	0.75	0.82	10.70	9.62	8.74	持有	维持

资料来源：Wind，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。

本报告仅供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