

房地产（标配，维持）

行业支持政策力度空前，基本面止跌回稳逐步兑现

房地产行业 2025 年上半年投资策略

2024 年 11 月 21 日

投资要点：

分析师：何敏仪

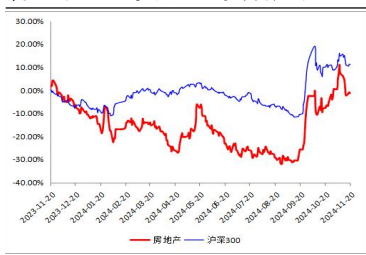
SAC 执业证书编号：

S0340513040001

电话：0769-22177163

邮箱：hmy@dgzq.com.cn

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

- **城镇化及人口在政策带动下仍将持续释放红利。**截至当前房地产开发投资较峰值跌去近两成五，销售面积较高点跌去约三成五。近年行业处于下行周期，景气度跌至低点，不少刚需及改善性需求被严重抑制，短期超跌。预计在政策助力下，未来城镇化仍将持续推进，人口红利也许能更持续释放，将对房地产中长期需求带来有力支撑。
- **利率降至历史低点，行业刺激政策力度空前。**中央及地方政府密集出台重磅房地产优化政策，从供需两端共同发力，力求促进房地产市场止跌回稳。低利率及税收环境，叠加持续落地的房地产刺激政策，提振需求加速行业基本面修复可期。整体来看，我们认为政策力度空前，将能加速房地产行业走出本轮周期底部。
- **预计四季度行业销售将持续有所改善。**10月销售改善明显，而今年最后两个月预计是政策密集落地执行期，行业将大概率维持高景气度。在政策带动下，预计房地产市场量、价止跌回稳将加快到来。
- **整体观点与投资建议。**9月底以来的上涨行情，更多是出于对政策放松及刺激的预期，市场从过去极度悲观中有所修正。而10月下旬至今板块的修复行情，我们认为更多是行业基本面逐步修复的预期带动，为第二阶段的向上修复行情。11月及12月为政策落地以及成效的观察期，相信板块估值仍会在基本面持续回暖的预期及逐步兑现中继续修复。而随着行业整体基本面回暖，房企资产负债表及业绩将实现修复向上，将能带动板块估值第三阶段的向上行情。
- 中长期看，城镇化持续推进，经济增长及人口政策带来需求继续释放，行业平稳发展将有支撑。板块经历了近几年大范围洗牌出清后，进入新的发展模式及下一轮向上周期，行业竞争格局更优，将有助整体估值的进一步提升；而剩下之优秀房企将能更好提升市场占有率，维持持续稳健增长，也将可能享受更高的估值向上修复弹性。
- 建议关注经营稳健的头部央企/聚焦一二线城市的区域龙头企业/股价仍大幅低于净资产的央企地产股，包括保利发展（600048）、华发股份（600325）、滨江集团（002244）、招商蛇口（001979）、金融街（000402）、城建发展（600266）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。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，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。

策略报告

行业研究

证券研究报告

目 录

前言：.....	3
1. 城镇化及人口在政策带动下仍将持续释放红利.....	3
2. 利率降至历史低点，行业刺激政策力度空前.....	6
3. 预计四季度行业销售将持续有所改善.....	8
4. 房企业绩探底修复可期.....	10
5. 整体观点与投资建议.....	11
6. 风险提示.....	12

插图目录

图 1：近二十余年全国商品房年销售面积变化.....	3
图 2：近二十余年全国商品房年销售金额变化.....	3
图 3：近二十余年房地产年开发投资额变化.....	4
图 4：“纳瑟姆曲线”规律.....	4
图 5：中国常住人口城镇化率（%）.....	4
图 6：中国年出生人口数（万人）.....	6
图 7：贷款市场报价利率（LPR）变动.....	7
图 8：全国首套二套房平均房贷利率变化.....	7
图 9：100 大中城市成交土地规划建面变化.....	8
图 10：100 大中城市成交土地总价变化.....	8
图 11：百城住宅价格同环比变化.....	9
图 12：70 大中城市房价同环比变化.....	9
图 13：全国商品房单月销售面积（万平米）.....	10
图 14：全国商品房单月销售额（亿元）.....	10
图 15：上市房企营业总收入（年度对比）.....	10
图 16：上市房企营业利润、净利润、归属净利润（年度对比）.....	10
图 17：上市房企整体毛利率净利润率变化情况.....	11
图 18：SW 房地产板块市净率（整体法）变化.....	11
图 19：今年以来各行业板块涨跌幅对比.....	11

表格目录

表 1：近期关于三大工程政策统计.....	5
表 2：近期关于人口政策统计.....	6
表 3：近年 LPR 下降次数统计.....	7
表 4：近期房地产重磅政策统计.....	7
表 5：重点公司盈利预测及投资评级（2024/11/19）.....	12

前言：

房地产是一个周期属性较强的行业，也是一个政策高敏感性的行业。我国房地产市场在过去 30 多年的发展过程中，始终在波动调整中前行。而支撑房地产的需求，我们认为中长期来看，与城镇化及人口红利密不可分；而中短期来看，往往更受经济周期、货币流动性、利率水平以及行业政策等因素影响。

下文我们将从以上几方面影响因素出发，特别是近期出台的一些行业重磅政策，分析探讨对行业未来一段时间发展带来的影响。

1. 城镇化及人口在政策带动下仍将持续释放红利

我们认为，城镇化及人口是支撑房地产行业中长期持续平稳发展的两大核心因素。这两方面虽然当前来看已经越过最大红利期，但在国家层面的支持刺激政策带动下，相信未来一段时间仍能继续维持红利的释放。

当前我国房地产销售及开发投资已经从高位回落，销售峰值或已经出现，后续或难以回到历史的销售高点（年销售面积高点）。

我们统计了 1999 年至今全国商品房年销售面积及销售金额的变化情况。2021 年以前的二十余年中，全国商品房年销售面积除了 2008 年（-18.51%）、2014 年（-7.58%）及 2019 年（-0.06%）有所回落，其余时间销售面积均维持正增长。2021 年行业整体销售面积达到历史峰值 17.9 亿平米，随后 2022、2023 年全年销售面积分别同比-24.3%、-17.74%，至 13.5 亿平米、11.17 亿平米。2024 年截至 10 月末累计销售面积同比-15.8%。

全国商品房销售金额来看，除了 2008 年（-18.69%）、2014 年（-6.31%）有所回落，其余时间年销售金额均维持正增长。2021 年行业整体销售金额达到历史高点 18.2 万亿，随后 2022、2023 年销售金额分别同比-26.73%、-12.52%，至 13.3 万亿、11.6 万亿。2024 年截至 10 月末累计销售金额同比-20.9%。可以看出，2022 年以来，行业整体销售持续下降，至今已三年。截至 2023 年末行业整体销售面积及销售金额绝对值已从 2021 年高点下降超三成五。

图 1：近二十余年全国商品房年销售面积变化



图 2：近二十余年全国商品房年销售金额变化



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

从开发投资来看,2021年房地产开发投资达到峰值,为14.7万亿,同比增长4.35%,随后开发投资增速持续下降。2022年及2023年房地产开发投资分别为13.2万亿及11.09万亿,同比分别下降9.96%和16.54%。开发投资从2021年高位到2023年下跌达24.86%。2024年截至10月末,房地产开发投资累计值为8.6万亿,同比下跌9.83%。房地产开发投资从2021年高位到2023年末也下跌约两成五,今年下半年以来跌幅则有所收窄。

图 3：近二十余年房地产年开发投资额变化



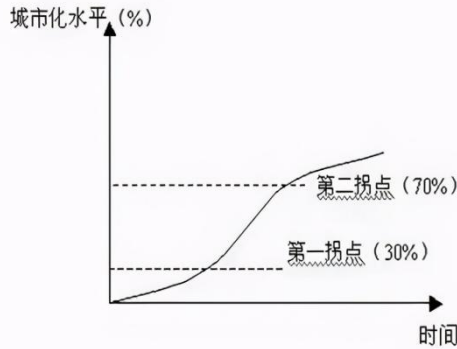
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

从城镇化进程来看,世界城市化发展有一个共同规律——这就是著名的“纳瑟姆曲线”,它是1979年由美国城市地理学家Ray. M. Northam首先发现并提出的。纳瑟姆曲线表明发达国家的城市化大体上都经历了类似正弦波曲线上升的过程。这个过程包括二个拐点:当城市化水平在30%以下,代表经济发展势头较为缓慢的准备阶段;当城市化水平超过30%时,第一个拐点出现,代表进入城镇化的加速阶段;城市化水平继续提高到超过70%之后,出现第二个拐点,代表城镇化进入趋于平缓的成熟阶段。

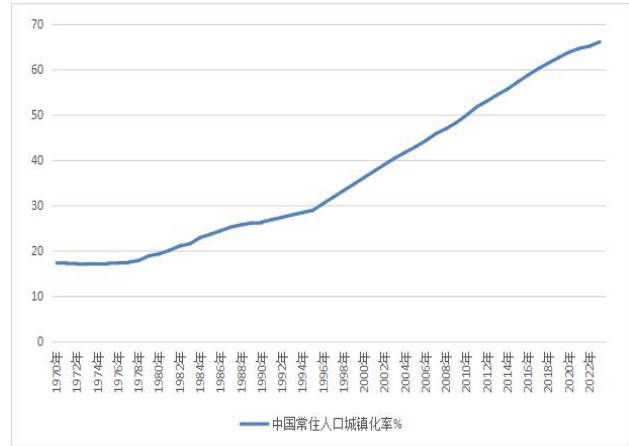
从我国城镇化来看,《2004年—2005年中国社会形势回顾与展望》的报告中指出,我国城镇化率由1978年的17.92%提高到2004年的42%,平均每年提高近1个百分点。其中1996年中国常住人口城镇化率为30.5%,进入城镇化加速阶段。根据统计局公布,截至2023年末,中国常住人口城镇化率为66.16%,距离70%的第二个城镇化率拐点仍有一定距离。

图 4：“纳瑟姆曲线”规律

图 5：中国常住人口城镇化率（%）



资料来源：网络图片，东莞证券研究所



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

政策层面，2023 年末中央经济工作会议强调“加快推进保障性住房建设、平急两用公共基础设施建设、城中村改造等三大工程”；今年以来，包括三大工程等表述在重要会议上持续提及。预计未来“三大工程”将持续发力，同时未来五年计划把常住人口城镇化率进一步提升至接近 70%，将激发对房地产需求的继续释放。

表 1：近期关于三大工程政策统计

2023年12月	中央经济工作会议强调“加快推进保障性住房建设、平急两用公共基础设施建设、城中村改造等三大工程”，加快构建房地产发展新模式。
2024年5月	全国切实做好保交房工作视频会议要求，“扎实推进保障性住房建设、城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设‘三大工程’”。
2024年7月	国务院印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》提出，经过5年的努力，农业转移人口落户城市渠道进一步畅通，常住地提供基本公共服务制度进一步健全，协调推进潜力地区新型工业化城镇化明显加快，培育形成一批辐射带动力强的现代化都市圈，城市安全韧性短板得到有效补齐，常住人口城镇化率提升至接近70%，更好支撑经济社会高质量发展。
2024年10月	国新办举行新闻发布会，住建部部长倪虹表示，将“通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。……据有关调查，仅在全国35个大城市，需要改造的城中村就有170万套，那么从全国其他城市来看，这个量还会很大，也可以说，其他城市也有改造的需求。全国城市需要改造的危旧房，我们也做了一个调查，有50万套。”

资料来源：中国政府网，东方财富网、金融界等媒体，东莞证券研究所整理

从人口情况来看，近年我国出生人口持续下滑，从统计局数据可以看出，2020 年以来每年新生人口均有较明显的下滑，2022 年及 2023 年新生人口更是跌破年 1000 万大关。根据人口统计规律，总和生育率为 2.1，是一个保证人口发展可持续的更替水平生育率。第七次全国人口普查显示，2020 年我国育龄妇女总和生育率为 1.3，处于较低水平。2023 年我国总和生育率更是跌至 1.0 左右，在全球主要经济体中位居倒数第二。

新生儿人口下降以及老龄化的加剧，对于房地产市场的需求将带来负面影响，同时也对其他消费需求及经济增长带来冲击。国家层面也意识到促进生育提升人口的重要性。我们认为，持续的提升生育政策仍在路上，这将是未来一段时间国家重点关注的方向。持续的生育支持鼓励措施，将能逐步提升生育率，也将对房地产中长期的需求带来一定提振。

图 6：中国年出生人口数（万人）



资料来源：wind，东莞证券研究所

表 2：近期关于人口政策统计

2023年5月	总书记在二十届中央财经委员会第一次会议上强调，要全面认识、正确看待我国人口发展新形势，以人口高质量发展支撑中国式现代化。
2024年7月	二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》提出：“健全人口发展支持和服务体系”。显示党中央在新的历史条件下对人口工作作出的重大决策部署。
2024年10月	国务院办公厅印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》的通知，从“强化生育服务支持”、“加强育幼服务体系建设”、“强化教育、住房、就业等支持措施”、“营造生育友好社会氛围”四方面支持提升生育率。

资料来源：共产党员网、中国政府网、澎湃新闻，东莞证券研究所整理

整体来看，我们认为房地产销售面积峰值或已经出现。截至当前房地产开发投资较峰值跌去近两成五，销售面积较高点跌去约三成五，跌幅较大。而由于近年房地产处于下行周期，行业景气度跌至低点，不少刚需需求及改善性需求被严重抑制，短期有所超跌。预计在政策助力之下，未来城镇化仍将持续推进，人口红利也许能更持续释放，将对房地产中长期需求带来有力支撑。

2. 利率降至历史低点，行业刺激政策力度空前

从中短期来看，经济周期、货币流动性、利率水平以及行业政策，也许是促进房地产需求的更重要因素。而往往，以上各因素也相辅相成，互相影响。

今年以来，5年期LPR三次下调，房贷利率再创新低。10月份不少城市首套房贷款利率下跌至3%以下。据媒体报道，10月底以来已有包括武汉、长沙、南京、广州、佛山、苏州、东莞等在内的多地相继回调房贷利率，首套房贷重回“3字头”，其主要是为了保持银行正常利息差避免过度竞争。当前来看，房贷利率水平已经下跌至历史底部，预期再度下调空间有限，将较好激发潜在需求的释放。

表 3：近年 LPR 下降次数统计

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
1年期LPR	2次	2次	1次	2次	2次	2次
5年期LPR	1次	2次	无	3次	1次	3次

资料来源：wind，东莞证券研究所

图 7： 贷款市场报价利率（LPR）变动



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 8： 全国首套二套房平均房贷利率变化



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

另一方面，今年下半年以来，中央及地方政府密集出台重磅房地产优化政策，从供需两端共同发力，力求促进房地产市场止跌回稳。低利率及税收环境，叠加持续落地的房地产刺激政策，提振需求加速行业基本面修复可期。整体来看，我们认为政策力度空前，将能加速房地产行业走出本轮周期底部。

表 4：近期房地产重磅政策统计

9月24日	中国人民银行行长宣布，降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例，引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近。将全国层面的二套房贷款最低首付比例由25%下调至15%。将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。将年底前到期的经营性物业贷款和“金融16条”这两项政策文件延期到2026年底。研究允许政策性银行、商业银行支持有条件企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力，必要时人民银行可提供政策支持。
9月26日	中央政治局会议强调，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。会议强调，要降低存款准备金率，实施有力度的降息。 要促进房地产市场止跌回稳 ，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。
9月末	9月末一线城市及部分热点城市均优化房地产限制措施。
10月份	10月以来，国家发改委、财政部接连召开新闻发布会，介绍落实一揽子增量政策的具体举措。预计四季度财政货币政策将明显发力，更多有利举措有望落实，力争完成全年5%左右的增长目标。
11月初	11月初人大常委会批准了《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议，将增加地方政府专项债用于置换存量隐性债务。
11月13日	财政部、税务总局、住房城乡建设部发布了《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，加大住房交易环节契税优惠力度；降低土地增值税预征率下限；明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税优惠政策。预计将能更好释放刚需及改善性需求，提升房地产流动性，同时缓解房企资金压力。

资料来源：中国人民银行、中国政府网，新浪网、金融界等媒体，东莞证券研究所整理

3. 预计四季度行业销售将持续有所改善

近几年，随着房地产景气度下行，房企资金压力加大，行业整体新开工也大幅下降。2021年7月份以来，房地产新开工面积开始同比转负，2022年新开工面积跌幅巨大，全年累计下跌近四成；2023年全年新开工累计下跌约两成，跌幅有所收窄；而2024年截至三季末，房屋新开工面积累计同比下降约22%。截至2023年末，房地产新开工面积较2020年高点下跌幅度达57%。

从土地成交来看，2021年以来整体也呈现回落状态。100大中城市成交土地规划建面2021年整体下跌12.92%；2022年及2023年分别下跌1.13%和下跌16.39%；2024年前10月累计成交规划建面同比再下跌8.62%。2023年成交规划建面绝对值相比近年高点2019年下跌达30%左右。从100大中城市成交土地总价来看，2021-2023年年跌幅分别为-6.38%、-23.75%和-16.93%，2024年前10月累计成交土地总价同比再下跌26.25%。2023年100大中城市成交土地总价相比2020年高点下跌约41%，跌幅巨大。

近年土地成交持续大幅下滑，同时新开工也跌幅巨大，叠加政府出台政策鼓励收储市场上的存量房及闲置土地，商品房建设严控增量、优化存量，未来可售面积持续下降，开发商资金面改善等，均对房地产价格带来正面支撑。而房价的止跌回稳，也对需求的释放起到刺激促进作用。

图 9：100 大中城市成交土地规划建面变化

图 10：100 大中城市成交土地总价变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

从房价来看，截至 10 月末，百城增长价格指数环比上涨 0.29%，同比上涨 2.08%，9 月以来同环比涨幅均明显扩大。而从 70 个大中城市新建商品住宅价格指数来看，截至 9 月底的近几个月同比跌幅持续扩大，环比跌幅也维持年内较高水平，10 月同环比降幅则小幅收窄。后续几个月房价走势仍需持续观察。

图 11：百城住宅价格同环比变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 12：70 大中城市房价同环比变化



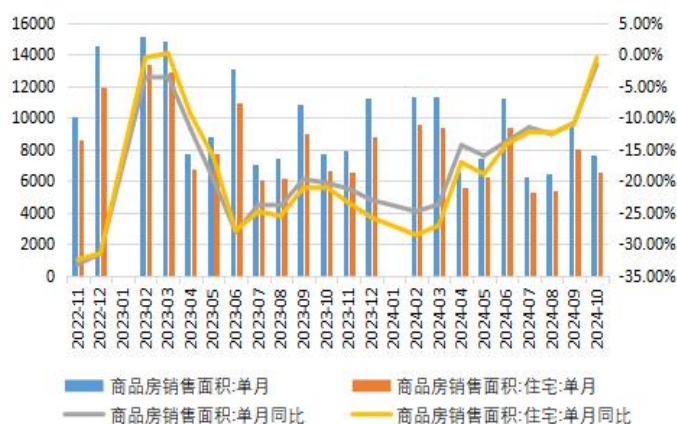
资料来源：wind，东莞证券研究所

从销售来看，全国商品房销售面积及销售金额 6、7 月同比跌幅明显收窄，8 月同比跌幅小幅扩大，9 月再度收窄。在 9 月底政策刺激带动下，10 月商品房销售面积同比的连续下降出现了拐点。根据统计局数据，10 月单月全国商品房销售面积同比降幅收窄至 1.63%，销售额同比降幅收窄至 1.43%，分别较 9 月跌幅收窄 9.2 个百分点和 14.5 个百分点。住建部数据显示，10 月份全国新建商品房网签成交量同比增长 0.9%，比 9 月份同比扩大 12.5 个百分点，自去年 6 月份连续 15 个月下降后首次实现增长，环比增长 6.7%；全国二手房网签成交量同比增长 8.9%，连续 7 个月同比增长，环比增长 4.5%。成交同比、环比实现“双增长”。

整体来看，10 月销售改善明显，而今年最后两个月预计是政策密集落地执行期，行业将大概率维持高景气度。在政策带动下，预计房地产市场量、价止跌回稳将加快

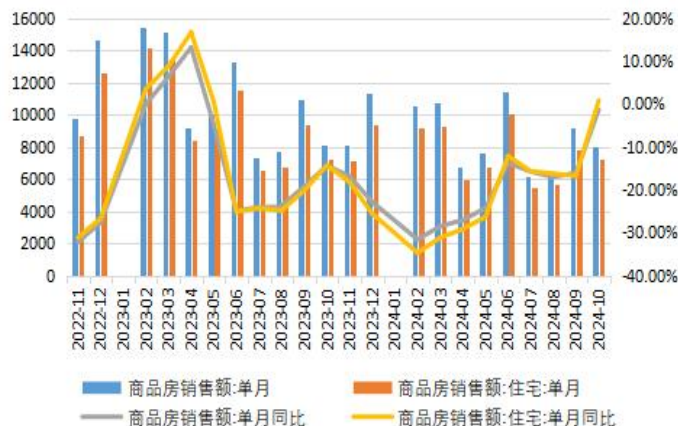
到来。

图 13：全国商品房单月销售面积（万平方米）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 14：全国商品房单月销售额（亿元）

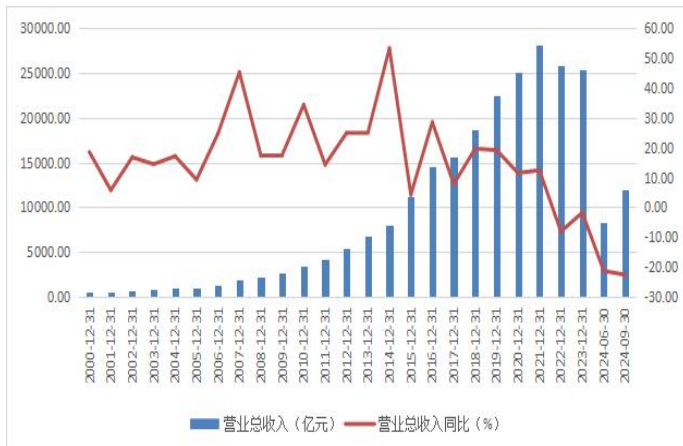


资料来源：wind，东莞证券研究所

4. 房企业绩探底修复可期

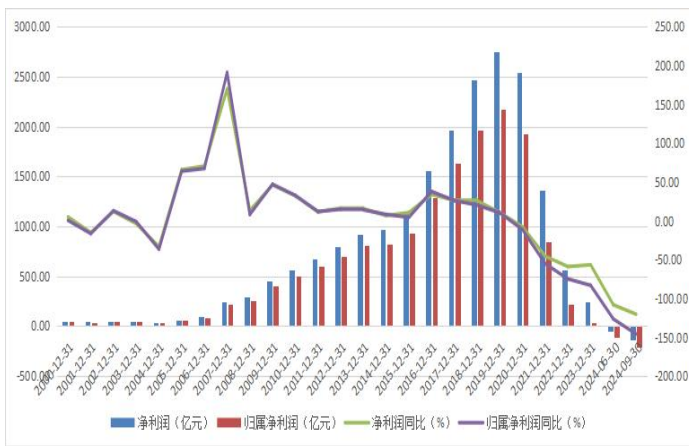
从房企整体盈利情况来看，近年盈利持续下滑。上市房企营业总收入 2022 年以来出现同比负增长，2024 年营收降幅进一步扩大。行业整体净利润与归属净利润 2020 年开始绝对值回落，出现负增长，行业盈利情况转差，随后跌幅持续扩大。2024 年中报以来行业整体净利润及归属净利润均录得负值，表示行业整体出现亏损。

图 15：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 16：上市房企营业利润、净利润、归属净利润（年度对比）



资料来源：wind，东莞证券研究所

从行业整体销售毛利率以及销售净利率情况来看，2024 年整体销售毛利率跌至 15.1%-15.4% 区间，下跌幅度较前两年趋缓。销售净利率 2024 年以来有所探底回升。行业当前整体录得亏损，主要由于结算体量下滑、结算毛利率下降以及计提减值准备等影响。而随着行业销售量价逐步探底回稳，前期高价拿地项目逐步结算完毕，后续结算体量、毛利率将有所回升，计提减值也将回落，将能有力支撑房企业绩的修复。

图 17：上市房企整体毛利率净利润率变化情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

我们认为，当前行业整体出现亏损，为历史以来少见情况。而行业整体盈利明显下行已经有 4 年时间，随着行业竞争格局逐步优化，同时在政策带动下行业景气度上行，销售量价止跌回稳，房企业绩将逐步实现修复，有利于估值及股价的再度向上修复。

5. 整体观点与投资建议

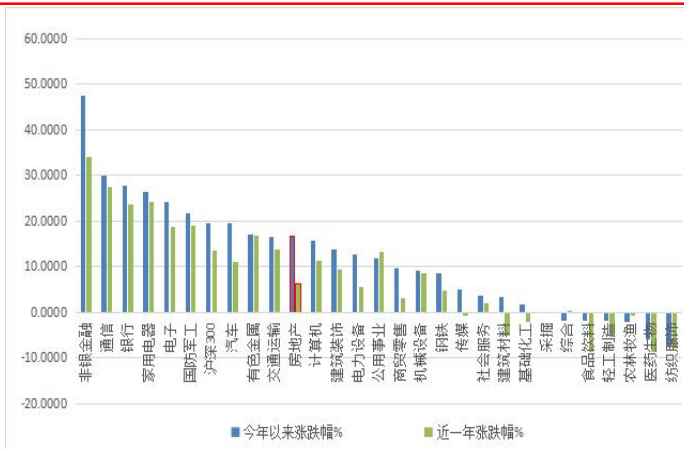
从板块整体估值来看，行业 PB 从 2019 年以来持续走低，今年 9 月以来在反弹行情带动下有所修复。截至 11 月 8 日，行业整体 PB 为 0.91 倍，相比 9 月中旬底部 0.6 倍附近已经有一定幅度的修复。从板块行情走势来看，截至 11 月 8 日，年内房地产板块累计上涨 16.53%，在申万一级行业板块中排名第 10 位，跑输沪深 300 指数约 3 个百分点，整体涨幅弱于大盘。

图 18：SW 房地产板块市净率（整体法）变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 19：今年以来各行业板块涨跌幅对比



资料来源：wind，东莞证券研究所

我们认为，9 月底以来的上涨行情，更多是出于对政策放松及刺激的预期，市场

从过去极度悲观中有所修正。而 10 月下旬至今板块的修复行情，我们认为更多是行业基本面逐步修复的预期带动，为第二阶段的向上修复行情。11 月及 12 月为政策落地以及成效的观察期，相信板块估值仍会在基本面持续回暖的预期及逐步兑现中继续修复。而随着行业整体基本面回暖，房企资产负债表及业绩将实现修复向上，将能带动板块估值第三阶段的向上行情。

从中长期来看，在城镇化持续推进，经济增长以及人口政策带来的需求继续释放，房地产行业平稳发展将有所支撑。板块经历了近几年的大范围洗牌出清后，进入新的发展模式及下一轮向上周期，行业竞争格局更优，将有助整体估值的进一步提升；而剩下之优秀房企将能更好提升市场占有率，维持持续稳健增长，也将可能享受更高的估值向上修复弹性。

建议关注经营稳健的头部央企/聚焦一二线城市的区域龙头企业/股价仍大幅低于净资产的央企地产股，包括保利发展（600048）、华发股份（600325）、滨江集团（002244）、招商蛇口（001979）、金融街（000402）、城建发展（600266）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 5：重点公司盈利预测及投资评级（2024/11/19）

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		
000402.SZ	金融街	3.79	-0.65	-0.51	-0.19	---	---	---	持有	维持
001979.SZ	招商蛇口	10.93	0.70	0.66	0.72	15.61	16.56	15.18	持有	维持
002244.SZ	滨江集团	9.27	0.81	0.88	1.01	11.44	10.53	9.18	持有	维持
600048.SH	保利发展	10.18	1.01	0.97	1.03	10.08	10.49	9.88	持有	维持
600266.SH	城建发展	5.87	0.25	0.45	0.55	23.48	13.04	10.67	持有	维持
600325.SH	华发股份	6.69	0.67	0.61	0.67	9.99	10.97	9.99	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