

## 房地产

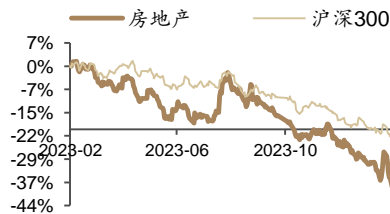
优于大市（维持）

证券分析师

金文曦  
资格编号：S0120522100001  
邮箱：jinwx@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



相关研究

- 《房地产行业周报(2024.1.29-2.2)-上海松绑住房限购,首批地产“白名单”陆续落地》, 2024.2.6
- 《房地产行业周报(2024.1.22-1.26)-30大中城市成交环比下降,政策优化稳中有进》, 2024.1.30
- 《金融支持地产责无旁贷,多措并举改善融资》, 2024.1.26
- 《房地产行业周报(2024.1.15-1.19)-2023年地产投资承压,LPR连续5个月保持不变》, 2024.1.23
- 《房地产行业周报(2024.1.8-1.12)-上海青浦奉贤限购优化,两部门加大住房租赁金融支持》, 2024.1.16

# 政策优化+“三大工程”,重塑行业正循环

## 2024年房地产投资策略

投资要点:

- “三大问题”仍待解决,结构重塑革故鼎新。楼市三大问题亟待解决,刚需购买力不足,收入就业预期悲观,改善群体“独木难支”;城市结构性库存问题显现,远郊库存去化压力犹存,核心保值库存稀缺,城中村优质土储尚待纳储;市场信心明显不足,房价收入比较高,二手房“以价换量”和置换传导放缓显著。地市成交缩量,国企和开发型城投托底支撑地市,2024年行业格局或将进一步调整。
- 三箭齐发有的放矢,政策优化道阻且长。“三支箭”实施一年,不同所有制房企大相径庭,行业风险进一步向大型房企传导,银行和AMC肩负重任。限制性政策进一步优化,因城施策充分发挥地方救市智慧,工具箱中仍有储备,关键还看如何联动。
- “三大工程”蓄势待发,以进促稳先立后破。PSL新增落地、专项债、商业银行配套资金多渠道提供资金支持,实物工作量2024年有望加速。金融支持住房租赁,政府回购存量房纳入保障房,盘活存量+纳保任务一石二鸟;配售型保障房践行双轨制推进,城中村配建稳步推进。房票安置配合城中村改造,三大工程建设有望提速。
- 投资建议:限制性政策逐步退出,政策环境进一步宽松,“三大工程”加速拉动地产投资,扩大内需。建议关注:(1)布局核心城市群且土储质量优质,经营边际安全的开发商,如滨江集团、建发股份、华发股份;(2)有望受益于城中村改造的开发商,如城建发展、中华企业、城投控股、天健集团、越秀地产等。
- 风险提示:商品房销售不及预期;政策修复不及预期;保障房项目不及预期。

## 内容目录

1. “三大问题”仍待解决，结构重塑革故鼎新 .....	5
1.1. 楼市：刚需购买力有限，改善群体支撑楼市 .....	5
1.2. 地市：土拍降温，限价取消与城投托底双向助力市场回升 .....	13
2. “三箭齐发”有的放矢，政策优化道阻且长 .....	16
2.1. “三箭齐发”稳楼市，限制性政策持续退出 .....	16
2.2. 积极稳妥化解房地产领域风险，稳主体稳需求 .....	17
3. “三大工程”蓄势待发，以进促稳先立后破 .....	18
3.1. 城中村改造重点推进，房票政策不断优化 .....	18
3.2. 房地产行业逐步进入双轨发展深水区 .....	21
4. 风险提示 .....	28

## 图表目录

图 1: 中国房价收入比城市间差异明显 .....	5
图 2: 居民对于未来购房保持谨慎 .....	5
图 3: 2023 年 1-10 月 30 个代表城市各面积段住宅销售套数占比 .....	6
图 4: 以深圳为例, 2023 年 90 平以下成交面积占比 3 成 .....	6
图 5: 2023 年 1-10 月多数样本城市商品房成交套总价增长 .....	6
图 6: 2023 年 1-10 月多数样本城市商品房成交套总价中位提升 .....	6
图 7: 以上海为例, 外环外库存比例持续上升 .....	7
图 8: 2023 年改善型住房开发占比提升, 但仍不足 20% .....	7
图 9: 2023 年 2 季度居民就业、收入预期均低于 2023 年 1 季度 .....	7
图 10: 居民杠杆率虽不及美日, 但空间有限 .....	7
图 11: 截至 2023 年底, 商品住宅待售面积 3.31 亿平方米 .....	8
图 12: 2023 年, 商品住宅待售面积增长 22.2% .....	8
图 13: 2023 年 7 月以来深圳去化周期整体拉长 .....	9
图 14: 部分城市仍面临较大去化压力 .....	9
图 15: 2023 年商品住宅销售均价自 5 月以来, 整体下降 .....	9
图 16: 70 大中城市新房价格连续数月下降 .....	9
图 17: 二三线城市二手房挂牌量指数在 2023 年下半年整体上行 .....	10
图 18: 2023 年 11 月一线城市二手房挂牌量指数持续上行 .....	10
图 19: 2024 年 1 月上海二手房挂牌量涨价跌 .....	10
图 20: 2024 年 1 月北京二手房挂牌量跌价涨 .....	10
图 21: 2024 年 1 月广州二手房挂牌量价均跌 .....	11
图 22: 2024 年 1 月深圳二手房挂牌价稳量跌 .....	11
图 23: 2023 年下半年上海二手住宅成交价下行 .....	11
图 24: 杭州二手房均价调整至 2021 年四季度水平 .....	11
图 25: 2021 年至今商品住宅销售面积震荡下降 .....	11
图 26: 2021 年至今商品住宅销售规模持续下降 .....	11
图 27: 2021 年至今全国商品住宅新开工逐年走低 .....	12
图 28: 保交楼带动下竣工面积保持正增长 .....	12
图 29: 房地产投资持续下行 .....	12
图 30: 地产投资下行拖累固定资产投资 .....	12
图 31: 2023 年土地成交缩量明显 .....	13
图 32: 百强房企拿地销售比持续走低 .....	13

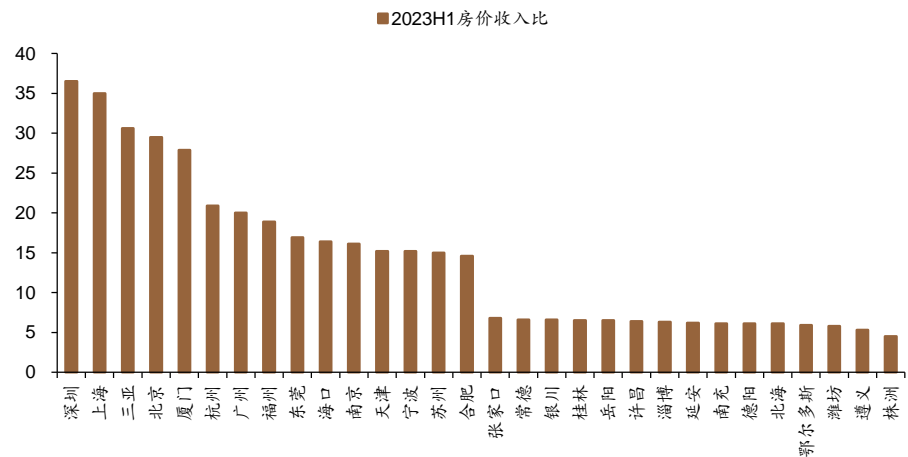
图 33: 中建、能发等国企平台拿地销售比较高 .....	13
图 34: 2023 年拿地金额 TOP100 中城投拿地量超 4 成 .....	14
图 35: 样本一二线城市成交楼面均价整体上行 .....	14
图 36: 2020 年南京、广州主城宅地供应不足 3 成 .....	15
图 37: 取消限价后, 城市分化愈加明显 .....	16
图 38: 房企新增融资规模持续走低 .....	16
图 39: 民营房企融资规模持续下降 .....	16
图 40: 各地政策持续调整, 限制性政策逐步退出 .....	17
图 41: 深圳市城中村分区布局情况 .....	19
图 42: 上海市已批准的城中村改造项目分布图 .....	19
图 43: 广州房票样式 .....	21
图 44: 2023 年 12 月 PSL 净新增 3500 亿 .....	21
图 45: 截至 2023 年 12 月, PSL 期末余额 3.25 万亿 .....	21
图 46: 2023 年 6 月以来基建投资增速边际放缓 .....	22
图 47: 福州配售型保障房开发探索 .....	23
图 48: 湖南具体落实支持城中村改造 .....	23
图 49: 截至 2022 年 6 月, 保障房开发贷余额 4.56 万亿 .....	24
图 50: 2022 年地方财政用于保障性安居工程支出同比-2% .....	24
图 51: 2023 年 10 月新增保障性安居工程专项债仅 77 亿元 .....	25
图 52: 青岛市首批租赁住房贷款支持计划试点落地 .....	25
表 1: 已取消土拍限价城市统计 .....	15
表 2: 供给侧支持房企融资, 改善房企融资环境 .....	17
表 3: 需求侧政策支持 .....	18
表 4: 城中村改造与棚改区别 .....	18
表 5: 政策支持“三大工程”推进 .....	19
表 6: 广州试点片区和做地主体 .....	20
表 7: 部分地方政府房票安置政策 .....	20
表 8: 新一轮保障房建设重点问题总结 .....	22
表 9: 深圳市保障房试点 .....	24
表 10: 保障房相关 REIT 项目 .....	26
表 11: 部分城市“平急两用”政策 .....	26

## 1. “三大问题”仍待解决，结构重塑革故鼎新

### 1.1. 楼市：刚需购买力有限，改善群体支撑楼市

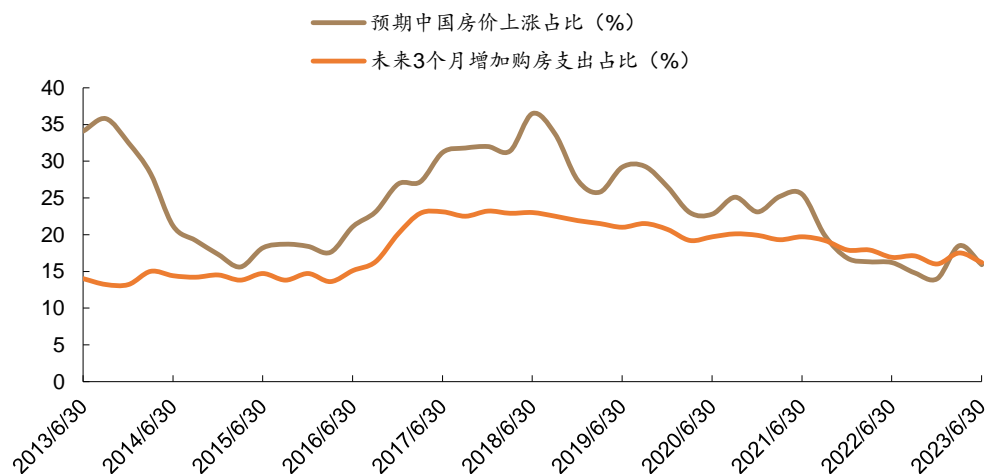
房价收入比较高，刚需购买力受限。上海、广州、北京、杭州等重点城市房价收入比较高，较高的房价收入比一方面让刚需购房者望而却步，另一方面叠加期房交付等问题，居民观望情绪浓厚。自 2021 年房地产行业出现一些行业风险，居民预期未来房价上涨比例整体走低，未来 3 个月购房支出增加的比例逐步下跌至 20% 以下，体现出当前房地产市场信心不足，居民对于购置房产的情绪不高。

图 1：中国房价收入比城市间差异明显



资料来源：诸葛找房，德邦研究所

图 2：居民对于未来购房保持谨慎

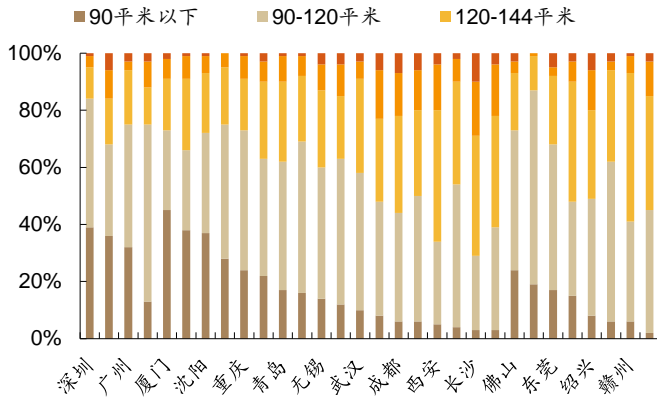


资料来源：Wind，德邦研究所

刚需销售占比下降，多数城市 90 平以下成交占比 4 成以下。刚需作为国内购房需求的重要群体之一，过去十年城镇化率提升带动新市民进入核心城市，较高的房价收入比使得新市民阶层购买力转弱。从成交面积段来看，90-120 平方米

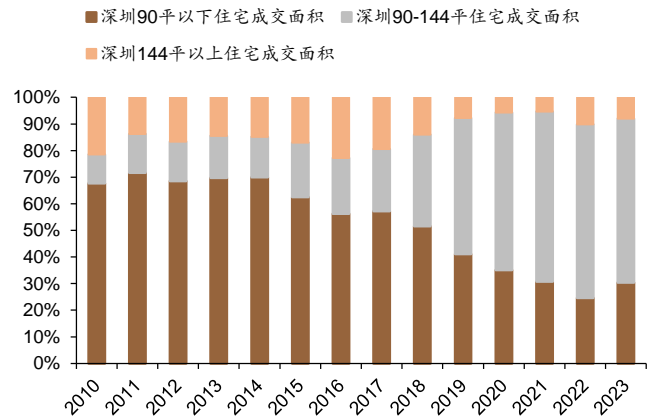
产品仍是新房市场需求主力。

图 3：2023 年 1-10 月 30 个代表城市各面积段住宅销售套数占比



资料来源：中指院，土地情报站公众号，德邦研究所

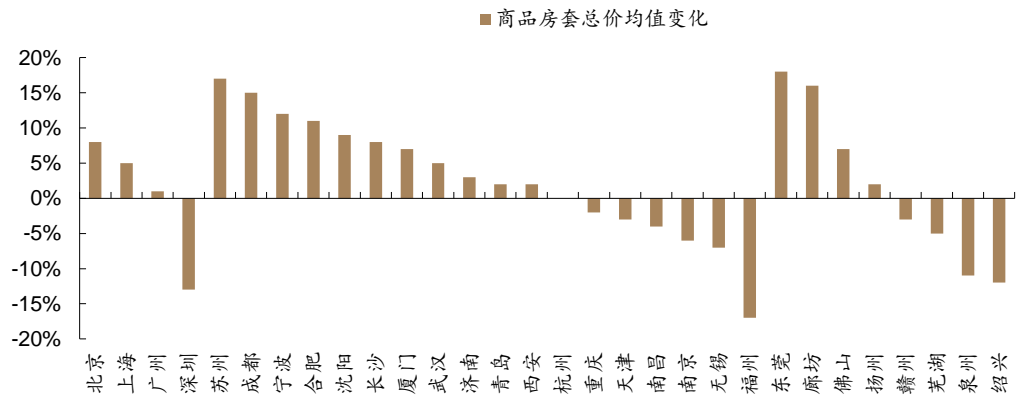
图 4：以深圳为例，2023 年 90 平以下成交面积占比 3 成



资料来源：Wind，德邦研究所

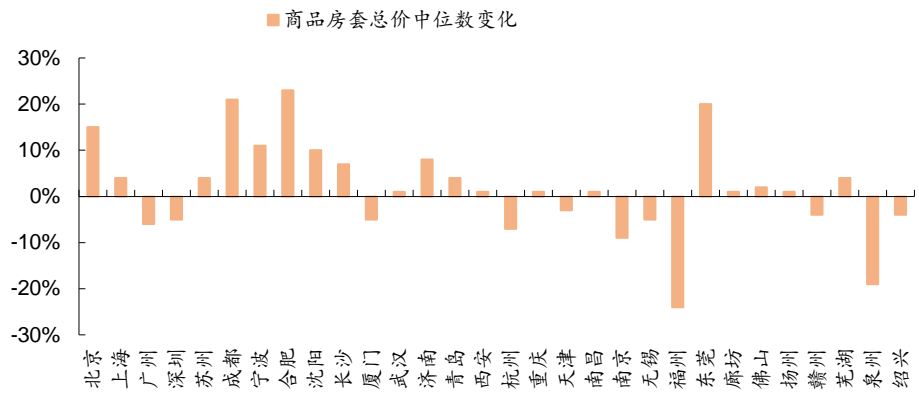
**改善性需求是楼市主要支撑。**2023 年 1-10 月，北京、上海、宁波、成都、合肥等城市商品房成交套均总价提升，北京、苏州、宁波、合肥等城市商品房成交中位数有不同程度上涨。当前楼市需求端，改善性需求都是主要支撑，刚需群体观望情绪尚未明显好转。

图 5：2023 年 1-10 月多数样本城市商品房成交套总价增长



资料来源：中指院，土地情报站公众号，德邦研究所

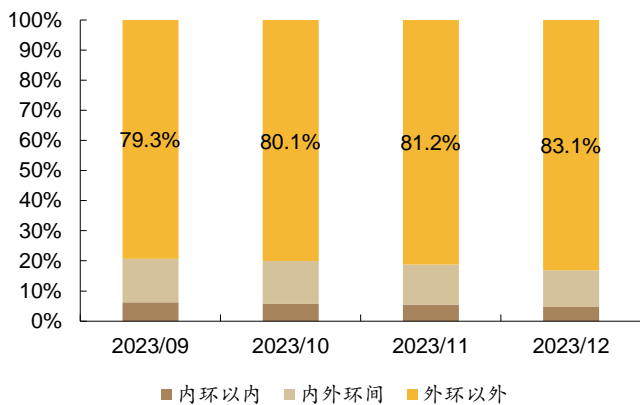
图 6：2023 年 1-10 月多数样本城市商品房成交套总价中位提升



资料来源：中指院，土地情报站公众号，德邦研究所

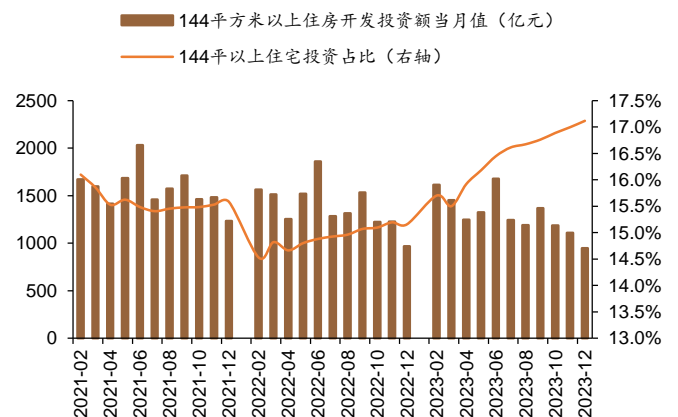
**144 平以上开发住房开发投资额占比提升，但仅占全国房地产开发投资 17%。**当前房地产市场供给关系已经发生深刻变化，居民住房需求向高品质发展，而目前房屋供给未得到充分改善，从 144 平方米以上住房开发投资额占全国商品房投资总额比重来看，144 平以上住宅投资占比整体提升，但截至 2023 年底仅占 17%。

图 7：以上海为例，外环外库存比例持续上升



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：2023 年改善型住房开发占比提升，但仍不足 20%

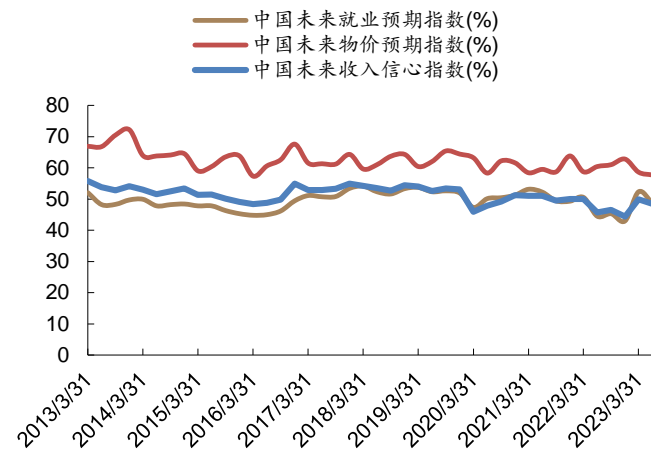


资料来源：Wind，德邦研究所

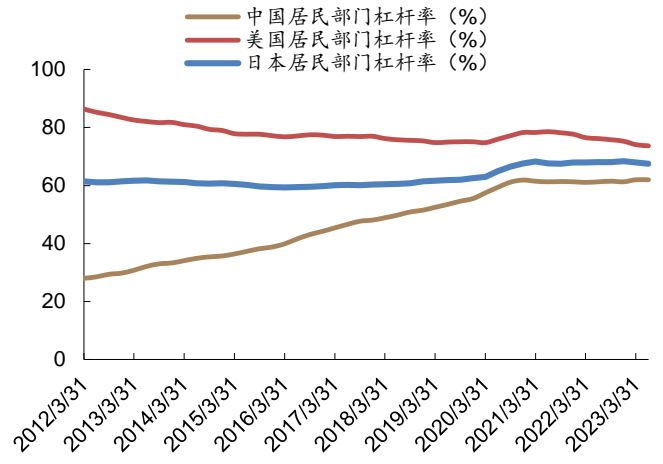
**就业收入信心下降，居民加杠杆空间有限。**从居民对未来就业、收入信心来看，2023 年 2 季度居民就业、物价、收入信心指数虽然较 2022 年 4 季度有所提升，但较 2023 年 1 季度均下降。从居民部门杠杆率来看，虽然中国居民杠杆率低于美日，但地产市场下行之后市场预期房价下跌，房价上涨预期被打破，居民加杠杆意愿不足。

图 9：2023 年 2 季度居民就业、收入预期均低于 2023 年 1 季度

图 10：居民杠杆率虽不及美日，但空间有限



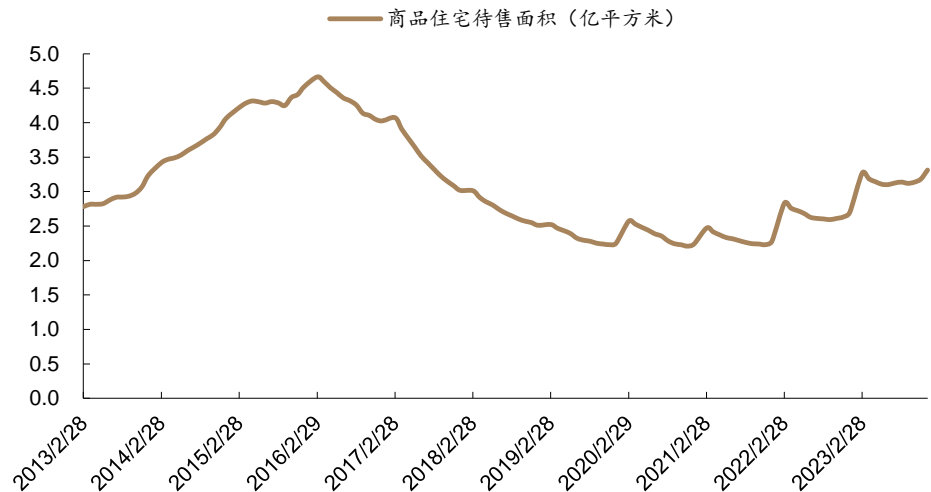
资料来源：Wind，德邦研究所



资料来源：Wind，德邦研究所

**商品住宅待售面积整体增长。**2023年下半年以来市场销售不畅导致商品住宅待售面积整体增加，而近年来由于部分房企出险，项目交付等问题加剧购房者观望情绪，销售去化不畅拉长去化周期。截止2023年底，商品住宅待售面积3.31亿平方米，同比增长22.2%。

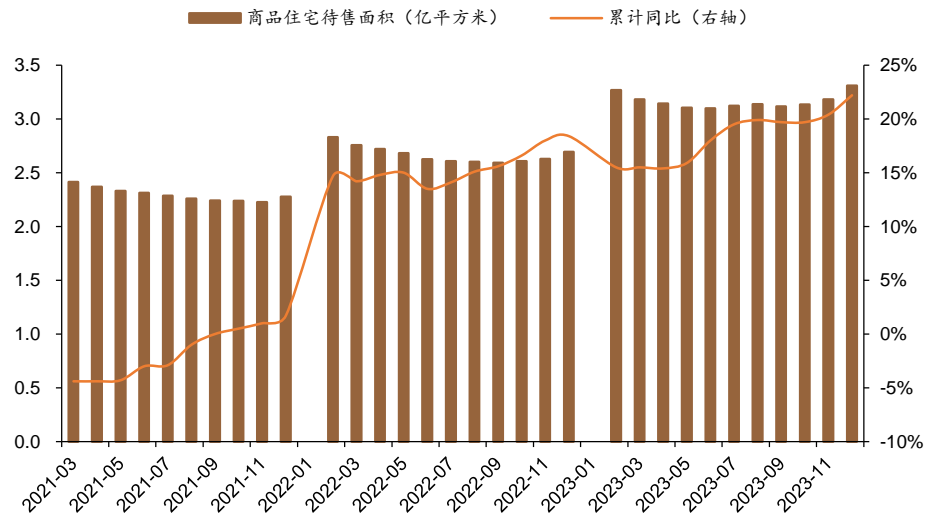
图 11：截至 2023 年底，商品住宅待售面积 3.31 亿平方米



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：2023 年，商品住宅待售面积增长 22.2%

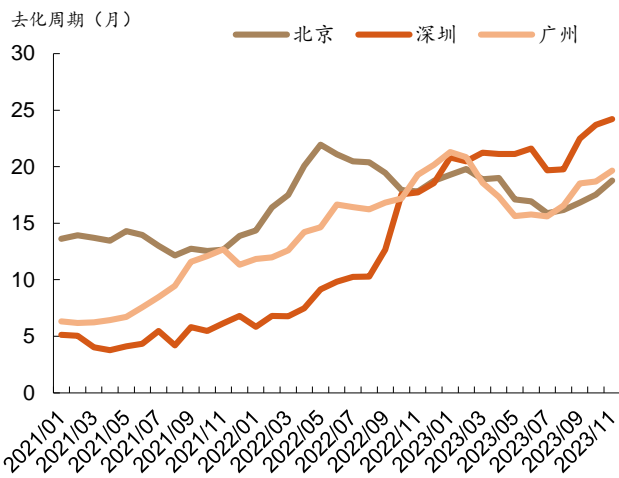




资料来源：Wind，德邦研究所

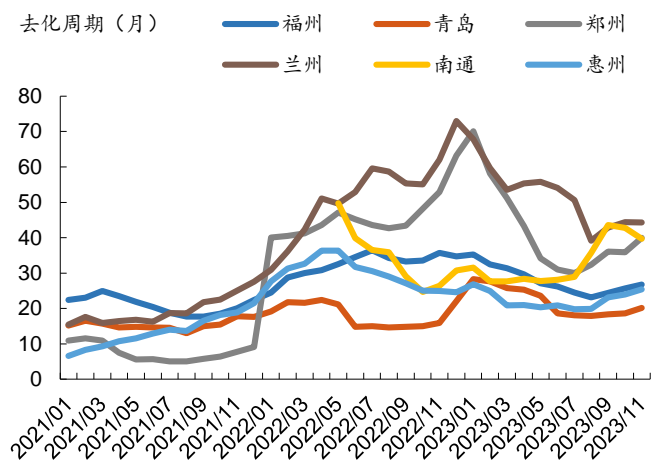
**新房去化周期整体拉长，去化压力犹存。**随着房地产销售的阶段性调整，北京、深圳等高能级城市的去化周期有所拉长，上海、杭州的市场去化周期较低。不同城市之间分化明显，厦门、宁波等城市去化仍有压力。

图 13：2023 年 7 月以来深圳去化周期整体拉长



资料来源：中指院，德邦研究所

图 14：部分城市仍面临较大去化压力

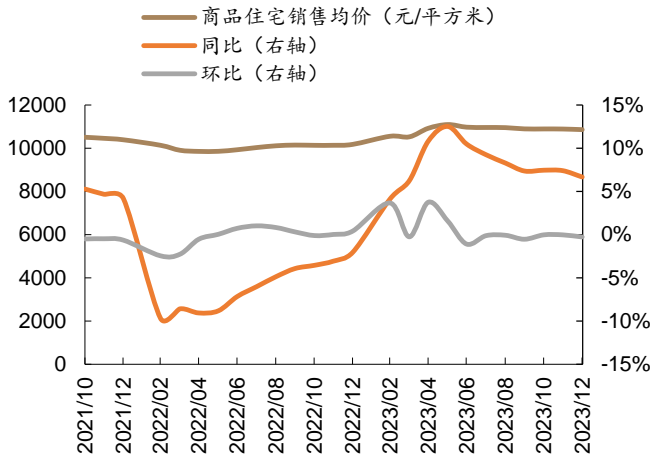


资料来源：中指院，德邦研究所

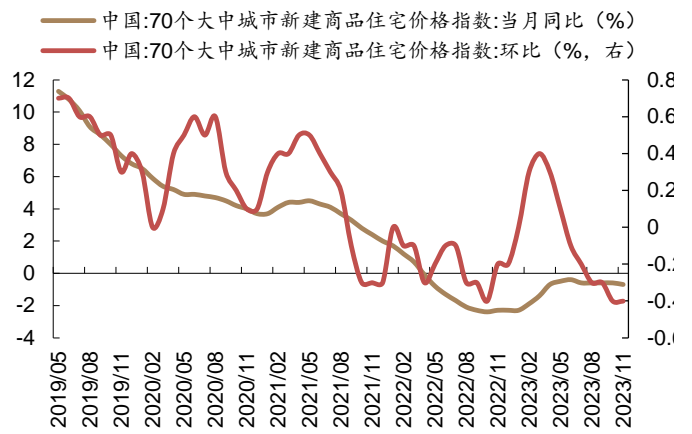
**新房均价出现下跌，房价上涨预期被打破。**销售市场整体下行，全国商品住宅销售均价 2023 年下半年以来，全国住宅销售均价持续下跌，房价缺少上涨预期，影响购房者入市。

图 15：2023 年商品住宅销售均价自 5 月以来，整体下降

图 16：70 大中城市新房价格连续数月下降



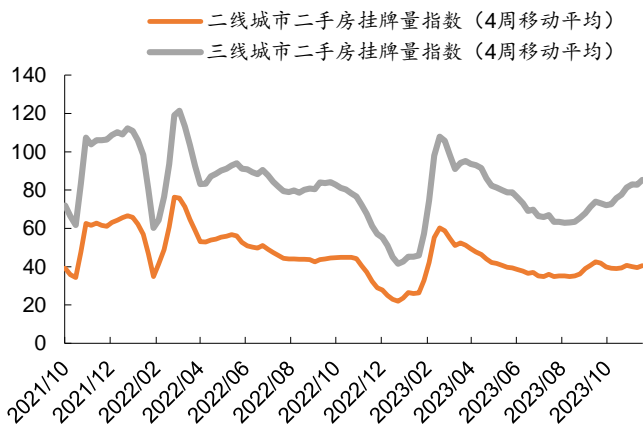
资料来源: Wind, 德邦研究所



资料来源: Wind, 德邦研究所

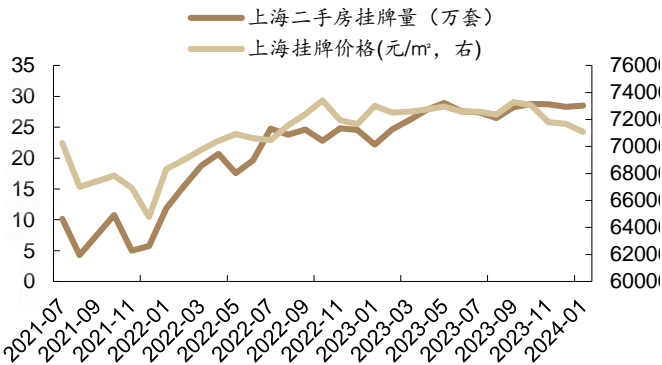
**二手房挂牌激增, 存量去化一定程度制约新房销售。**二手房挂牌量较高, 历史库存遗留问题严峻。目前市场上二手房挂牌量持续走高, 二手房去化不顺畅会影响部分“卖一买一”用户进入新房市场的进度。二手房挂牌量上行, 供应量增长有望驱动价格下调。

图 17: 二三线城市二手房挂牌量指数在 2023 年下半年整体上行



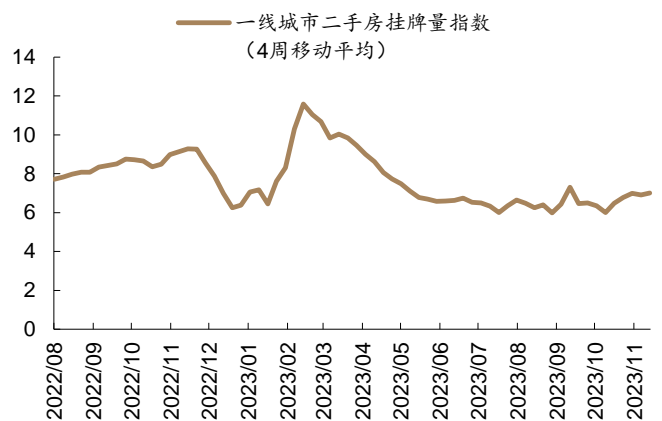
资料来源: Wind, 德邦研究所  
注: 去化周期 2015 年=100

图 19: 2024 年 1 月上海二手房挂牌量涨价跌



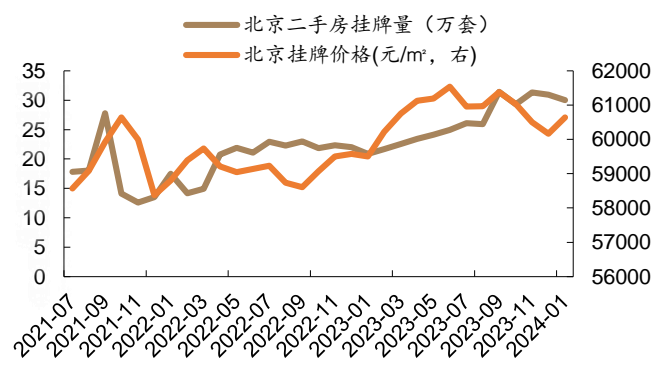
资料来源: 中指院, 德邦研究所

图 18: 2023 年 11 月一线城市二手房挂牌量指数持续上行



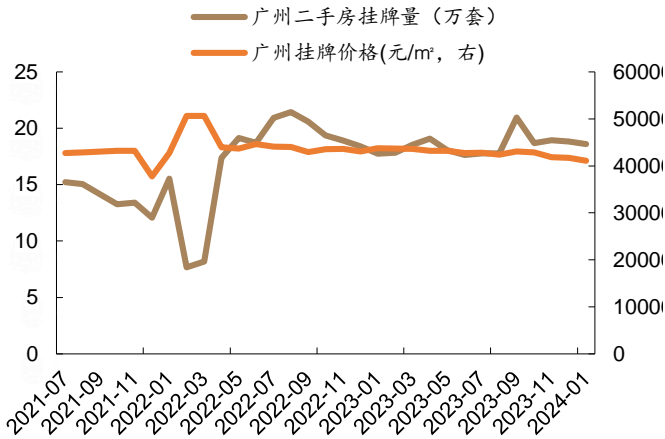
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 20: 2024 年 1 月北京二手房挂牌量跌价涨



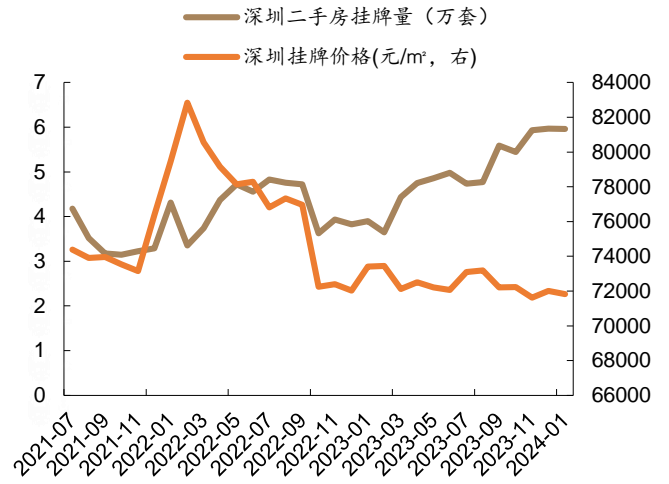
资料来源: 中指院, 德邦研究所

图 21: 2024 年 1 月广州二手房挂牌量价均跌



资料来源: 中指院, 德邦研究所

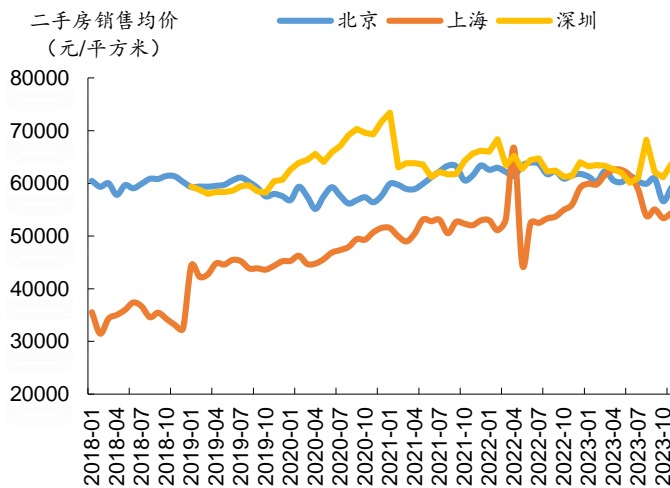
图 22: 2024 年 1 月深圳二手房挂牌价稳量跌



资料来源: 中指院, 德邦研究所

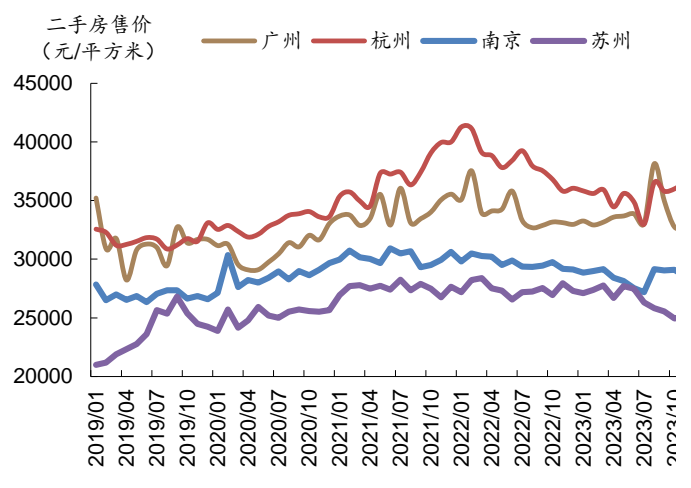
**二手房价格调整, 性价比逐步凸显, 影响新房销售。**二手房挂牌量激增, 成交均价整体下行, 相较于新房, 二手房无交付问题, 且价格优势逐步显现, 部分购买力转向二手房市场, 从而影响新房销售市场。

图 23: 2023 年下半年上海二手住宅成交价下行



资料来源: 中指院, 德邦研究所

图 24: 杭州二手房均价调整至 2021 年四季度水平

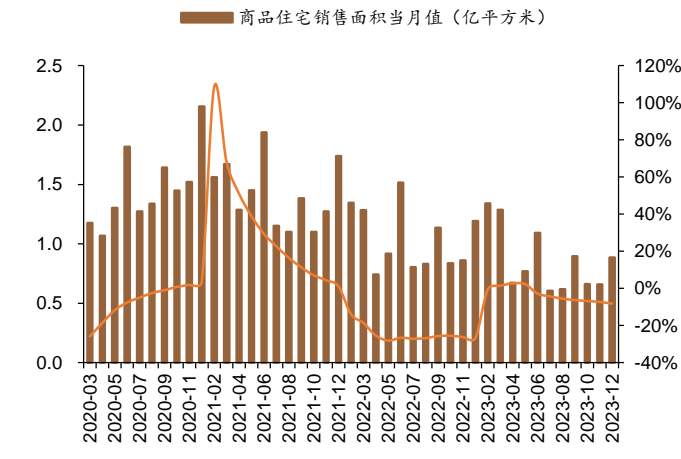


资料来源: 中指院, 德邦研究所

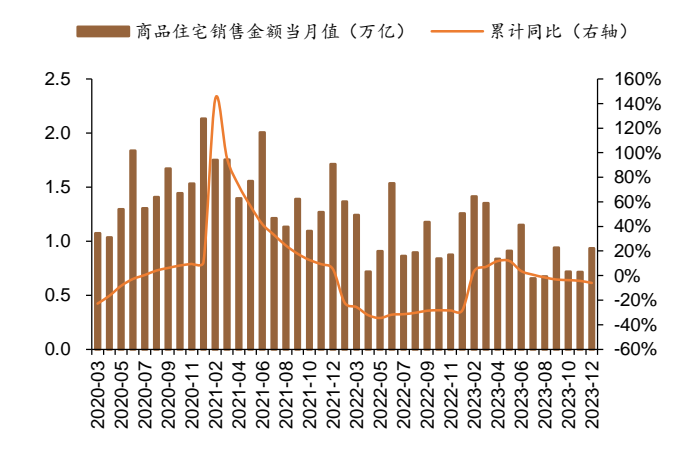
**新房销售疲弱, 规模下降。**近三年来房地产销售市场遇冷, 销售面积和销售金额都呈现不同程度的下降趋势, 购房者实际购买意愿较低, 这也将导致投资商对待投资的态度保持谨慎。2023 年, 全国商品住宅销售面积 9.5 亿方, 同比-8.2%, 销售面积 10.3 亿方, 同比-6%。

图 25: 2021 年至今商品住宅销售面积震荡下降

图 26: 2021 年至今商品住宅销售规模持续下降



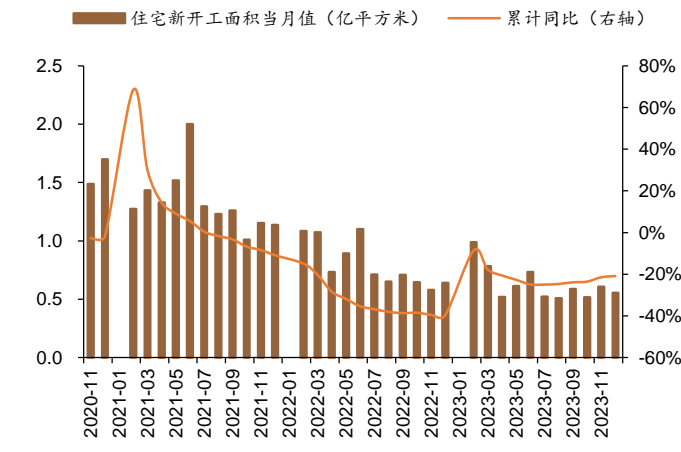
资料来源: Wind, 德邦研究所



资料来源: Wind, 德邦研究所

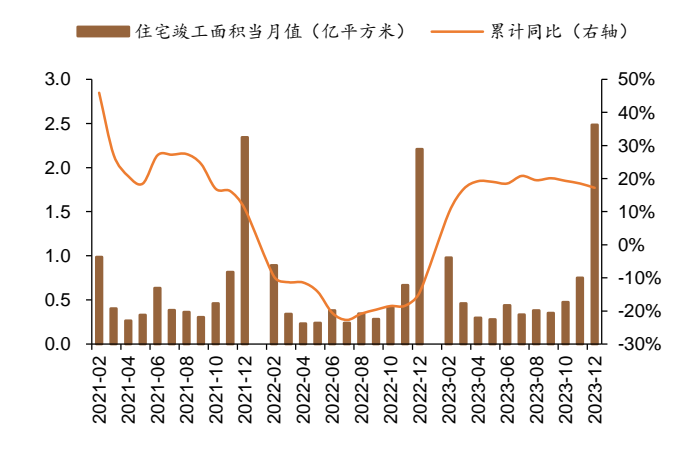
**新开工大幅下滑, 预计明年销售仍有压力。**销售市场下行, 新开工大幅下降, 房地产投资商对于新楼盘的开工意愿不高。新开工作为销售的重要前瞻指标, 也反映了开发商对当前市场相对审慎的态度, 新开工的大幅下滑反应到 2024 年的销售市场, 在没有其他市场刺激的情况下, 销售市场预计仍会有一定压力。保交楼督促房企主动完成施工, 尤其是问题楼盘的逐步交付会对市场信心有一定的提振作用。2023 年在保交楼的带动下, 全国商品住宅竣工面积保持快速增长。

图 27: 2021 年至今全国商品住宅新开工逐年走低



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 28: 保交楼带动下竣工面积保持正增长

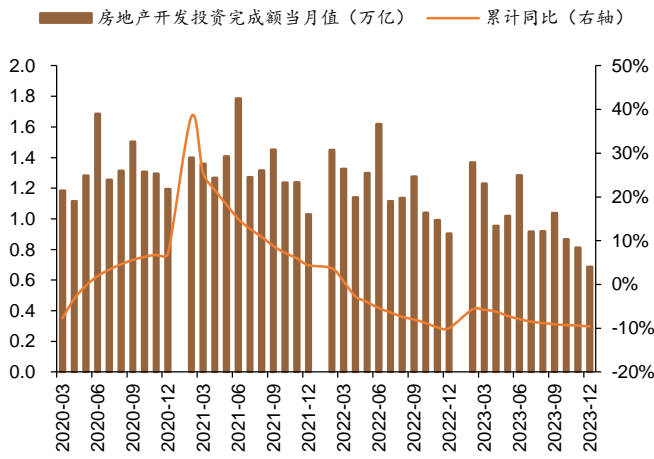


资料来源: Wind, 德邦研究所

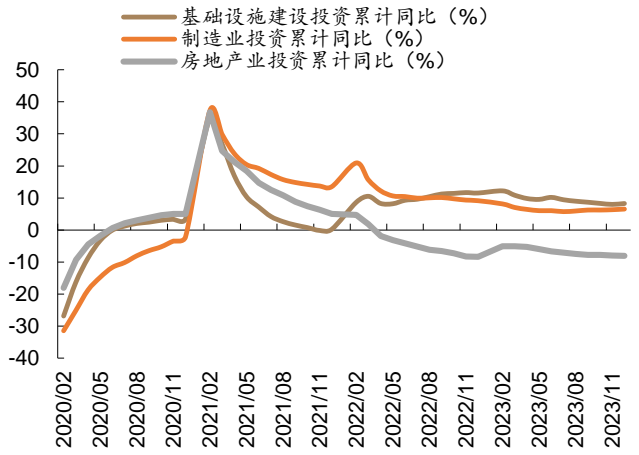
**市场遇冷, 投资意愿不高。**我国当前房地产行业商品房销售遇冷, 销售回款作为开发商资金回笼的重要渠道, 销售下行导致开发商资金面相对紧张, 进而导致开发商投资态度较为审慎。

图 29: 房地产投资持续下行

图 30: 地产投资下行拖累固定资产投资



资料来源：Wind，德邦研究所

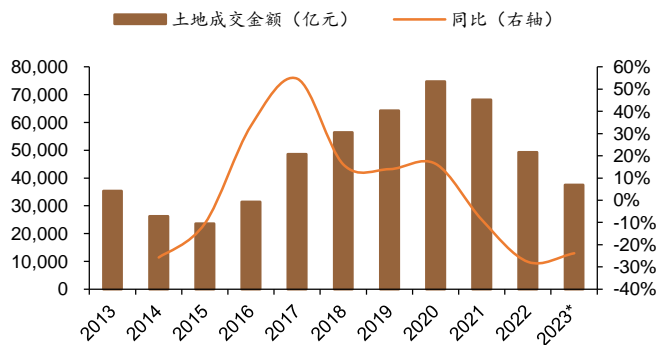


资料来源：Wind，德邦研究所

## 1.2. 地市：土拍降温，限价取消与城投托底双向助力市场回升

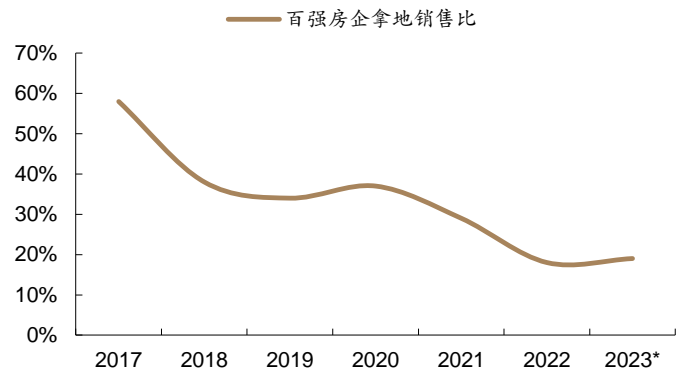
土地成交缩量，后市销售仍有压力。销售市场尚未出现明显的改善，2021年开始土地市场成交持续下降，2023年同比2022年进一步下降，下降幅度超过20%，开发商拿地态度仍较为谨慎，百强房企拿地销售比进一步下降至不足20%。土地市场作为销售市场供给的前瞻指标之一，土地市场成交缩量预计后市销售市场供给规模会有一定程度下降。

图 31：2023 年土地成交缩量明显



资料来源：CRIC，德邦研究所  
注：2023 年土地成交数据截至 12 月 20 日

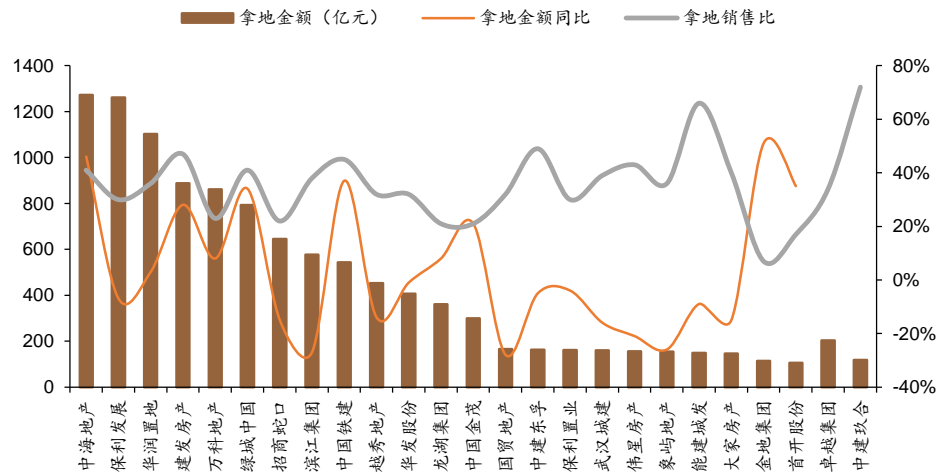
图 32：百强房企拿地销售比持续走低



资料来源：CRIC，公司公告，德邦研究所  
注：2023 年土地成交数据截至 12 月 20 日

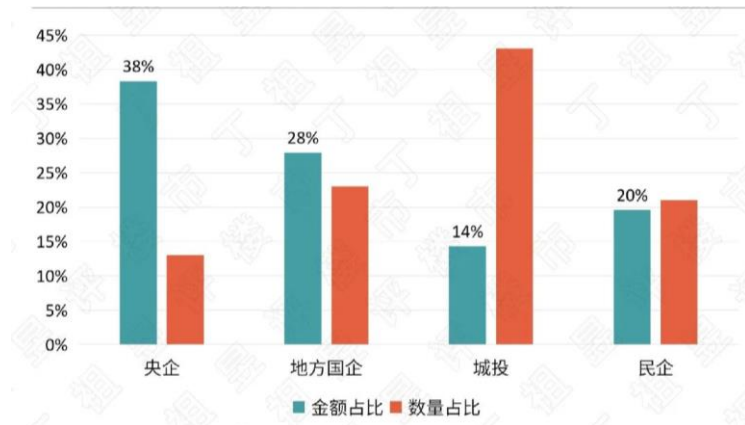
城投仍在支撑地市。城投托底支撑地市，2023 年拿地金额 TOP100 企业中，城投拿地金额占比仅有 14%，但拿地数量超 4 成。销售百强房企中，近 5 成企业投资停滞。

图 33：中建、能发等国企平台拿地销售比较高



资料来源：克而瑞，德邦研究所

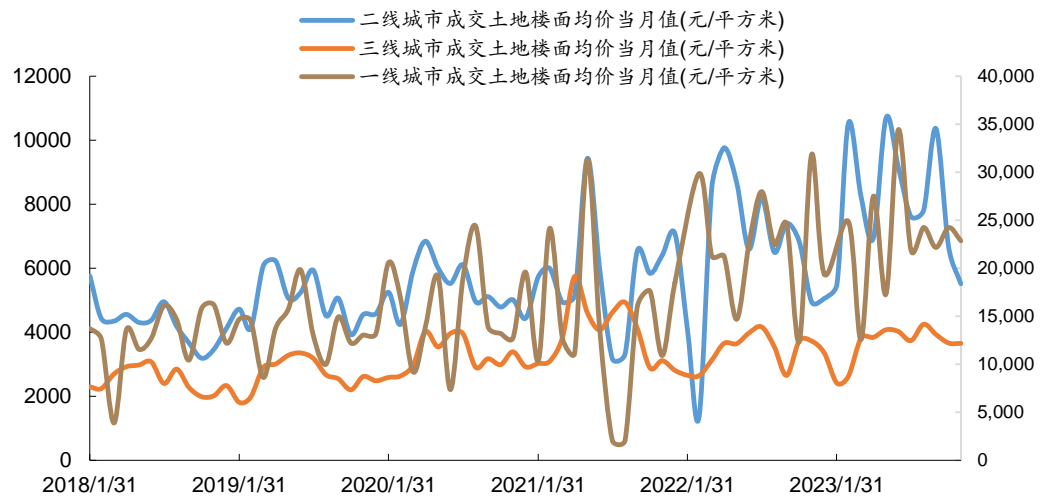
图 34: 2023 年拿地金额 TOP100 中城投拿地量超 4 成



资料来源：克而瑞，德邦研究所

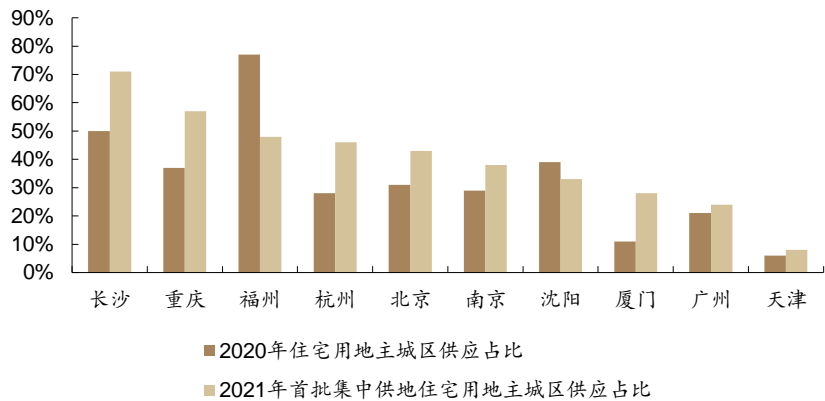
过往核心区供地不足，品质楼盘稀缺，市场调整后核心区供地有望增加。过往主城区住宅土地供应比例不高，尤其是在此前多数城市纷纷在郊区建设产业新城，郊区土地供应比例相对较高。2020 年南京、广州主城区住宅用地供应不足 3 成。随着此次地产销售市场的调整，地方也纷纷调整土地出让结构，核心区土地出让规模有望提升，2022-2023 年百城住宅土地成交楼面均价整体上行，土地出让结构的优化，有助于增加品质楼盘供应，满足改善性购房群体需求。

图 35: 样本一二线城市成交楼面均价整体上行



资料来源：Wind，德邦研究所

图 36：2020 年南京、广州主城宅地供应不足 3 成



资料来源：中指院，德邦研究所

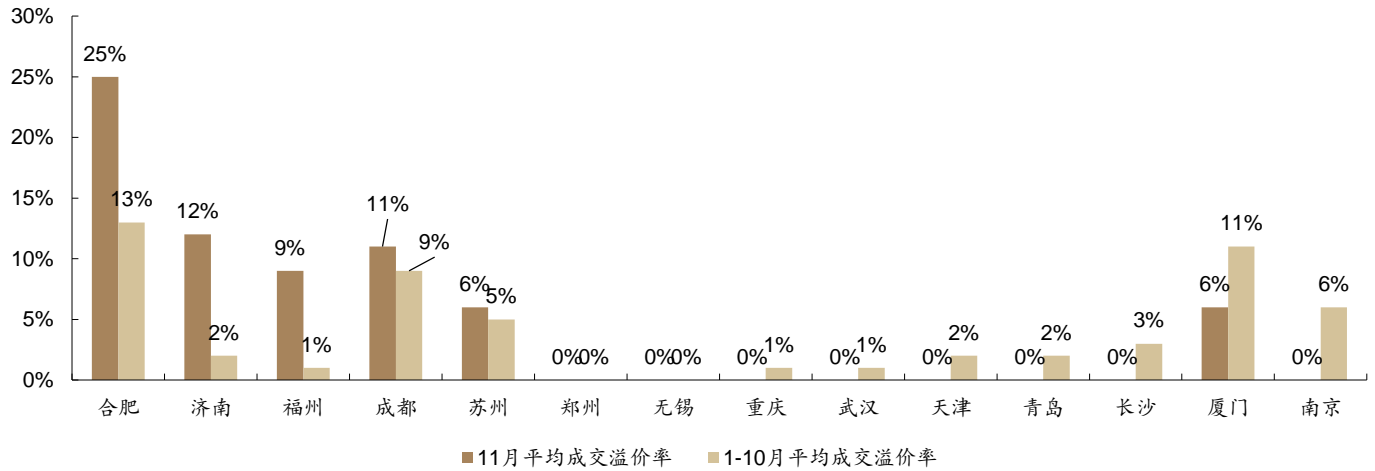
**多地取消土拍限价，预计土拍分化愈加明显。**2023 年以来，集中供地政策逐步放松，22 个集中供地城市已经有 18 个城市宣布取消土拍限价，让土地拍卖回归市场化。市场化拍卖机制有助于短期内提振市场情绪，同时也会加剧不同地块之间的竞争，热门地块竞争预计更加激烈，远郊板块容易陷入“无人问津”的状态。头部企业凭借资金规模优势有能力拿下核心区位的优质地块，中小企业拿地竞争或将更加激烈。高溢价地块大都处于主要城市的核心城区，因此在改善型住宅需求增加的背景下，土拍限价取消或将进一步加剧拿地分化，核心城区地块有望维持高溢价趋势。

表 1：已取消土拍限价城市统计

城市	城市
沈阳、广州、成都、合肥、济南、重庆、厦门、长沙、南京、福州、武汉、苏州、青岛、无锡、天津（部分取消）、长春、杭州、沈阳、郑州	

资料来源：中指院，土地情报公众号，德邦研究所

图 37：取消限价后，城市分化愈加明显



资料来源：中指院，土地情报公众号，德邦研究所

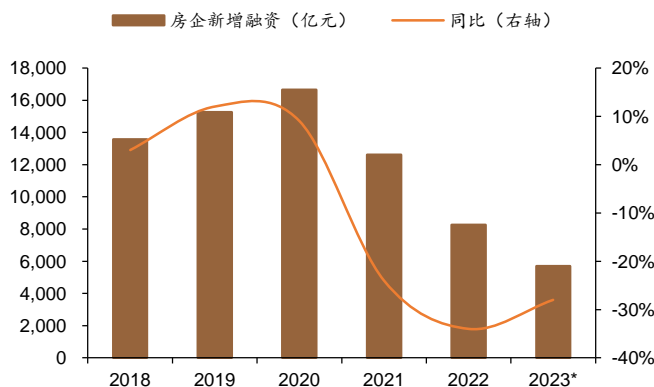
## 2. “三箭齐发”有的放矢，政策优化道阻且长

### 2.1. “三箭齐发”稳楼市，限制性政策持续退出

**多管齐下稳楼市，政策优化稳中有进。**22 城集中供地、银行贷款集中度管理等政策限制房地产的盲目扩张，突然收紧的流动性使不少房企在“三高”模式之下出现信用危机，恒大出险进一步打击市场预期。21 年下半年地产销售降温明显，进入 22 年，央行多次下调 5 年期以上 LPR 降低购房成本，年底“三支箭”、金融 16 条、保函置换预售监管资金等政策推出改善开发商融资环境。23 年多地取消限购限贷政策，稳定市场预期。

**民企发债融资规模持续下降，碧桂园等大型房企债务展期。**我国当前地产行业商品房销售遇冷，2022 年底“三支箭”出台助力房企融资，但销售作为房企重要的回款渠道，销售市场疲弱，开发商资金回笼速度降低，信用风险逐步向大型房企传导，碧桂园、远洋集团分别在 2023 年、2024 年进行债务展期。

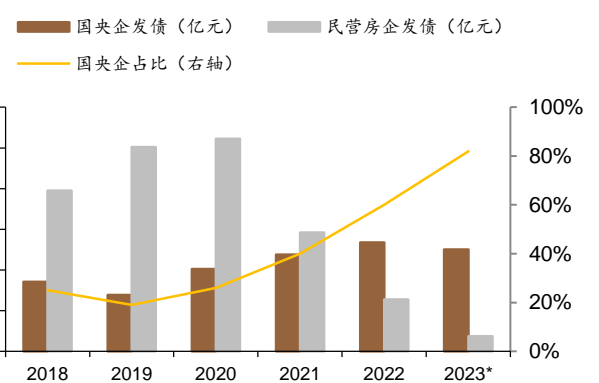
图 38：房企新增融资规模持续走低



资料来源：Wind，克而瑞，德邦证券研究所

注：2023 年房企融资规模数据截至 12 月 20 日

图 39：民营房企融资规模持续下降



资料来源：Wind，克而瑞，德邦证券研究所

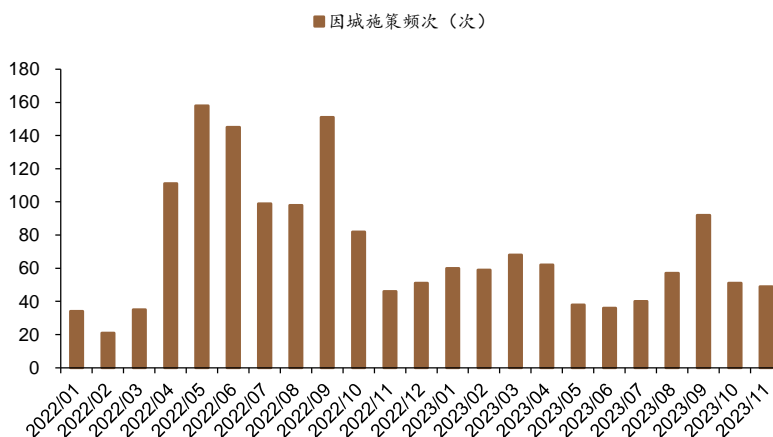
注：2023 年房企融资规模数据截至 12 月 20 日



## 2.2.积极稳妥化解房地产领域风险，稳主体稳需求

各地政策持续调整，限制性政策逐步退出。楼市销售持续承压，各地因城施策，优化限购限售，调整普宅标准认定，创新性的提出“以旧换新”等政策，营造相对宽松的政策环境，刺激楼市企稳回升。

图 40：各地政策持续调整，限制性政策逐步退出



资料来源：中指院，德邦研究所

表 2：供给侧支持房企融资，改善房企融资环境

时间	内容
2023 年 1 月	有关部门起草《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，行动方案明确，合理延长房地产贷款集中度管理制度过渡期，同时完善针对 30 家试点房企的“三线四档”规则，在保持规则整体框架不变的基础上，完善部分参数设置。
2023 年 7 月	央行、金融监管总局发文延长“金融 16 条”其中有关政策有适用期限的，将适用期限统一延长至 2024 年 12 月 31 日。引导金融机构继续对房企存量融资展期，加大保交楼金融支持。
2023 年 8 月	8 月 3 日，央行召开金融支持民营企业发展座谈会，强调推进民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）扩容增量，强化金融市场支持民营企业发展；满足民营房地产企业合理融资需求，促进房地产行业平稳健康发展。
2023 年 8 月	证监会：上市房企再融资不受破发、破净、亏损限制
2023 年 10 月	中央金融工作会议：健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。
2023 年 11 月	金融监管部门召开金融机构座谈会，提出“三个不低于”，即各家银行自身房地产贷款增速不低于银行业平均房地产贷款增速，对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速，对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。会议还提出，拟修改开发贷、经营性物业贷、个人住房贷款办法等。

资料来源：财联社，德邦研究所

需求侧降利率、降低首付比例、认房不认贷，降低购房压力。2023 年需求端政策持续加码，认房不认贷、降低首付比例、调整房贷利率下限等政策密集落地，降低居民购房压力，有助于释放部分购房需求。

表 3：需求侧政策支持

时间	内容
2023 年 1 月	人民银行、银保监会近日发布关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。
2023 年 3 月	央行：全面降准 0.25 个百分点
2023 年 6 月	5 年期以上 LPR 下调 10 个基点，报 4.2%，结束此前连续 9 个月维持不变态势
2023 年 8 月	住房和城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施
2023 年 8 月底 9 月初	北上广深等城市落地“认房不认贷”
2023 年 12 月	北京上海调整普宅认定标准，降低首付比例，下调房贷利率

资料来源：财联社，新华网、澎湃新闻，北京市人民政府官网等，德邦研究所

### 3. “三大工程”蓄势待发，以进促稳先立后破

#### 3.1. 城中村改造重点推进，房票政策不断优化

城中村即“都市里的村庄”，本轮城中村改造有别于棚改。城中村被称为“都市里的村庄”，兼具农村和城市的双重特征，推进超大特大城中村改造有助于改造城中村居民条件，优化居民居住环境，深入推进以人为本的新型城镇化。城中村改造和棚改均涉及对存量资产的改造升级，但本轮城中村改造在改造范围、改造模式、资金来源等方面与棚改不同，不能将城中村改造简单理解为棚改 2.0。

表 4：城中村改造与棚改区别

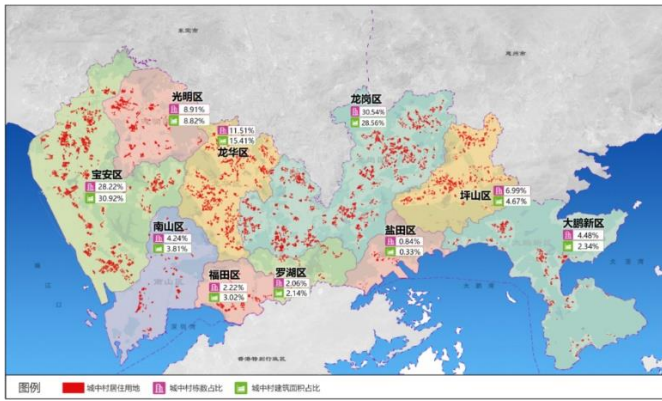
	城中村改造	棚改
改造范围	超大特大城市	全国范围，主要是三四线城市
改造模式	成熟一个推进一个，实施一项做成一项； 净地出让	拆除重建
资金来源	多渠道筹措改造资金，积极创新改造模式， 鼓励和支持民间资本参与	PSL、专项债等
改造主体	市场化为主导，引入更多国企及民间资本参与	政府主导，地方国企为实施主体
改造体量	截至 2023 年 10 月，已入库 162 个项目	截至 2018 年 8 月，棚改 10 年全国开工 3896 万套，1 亿人出棚进楼

资料来源：住建部官网，财联社，人民日报，新华观点，德邦研究所

城中村改造有助于推动新型城镇化建设、释放内需。2023 年以来，城中村改造提速，4 月 28 日召开的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”的要求；7 月，国务院办公厅印发《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》。城中村主要在城市中心地带，城中村改造一方面能够释放核心城市优质土地资源，增加城市核心区土地供应，另一方面有助于消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件。12 月 29 日国务院总理李强

主持召开国务院常务会议，研究深入推进以人为本的新型城镇化有关举措。

图 41：深圳市城中村分区布局情况



资料来源：澎湃新闻，德邦研究所

图 42：上海市已批准的城中村改造项目分布图



资料来源：澎湃新闻，德邦研究所

**政策支持+PSL 投放，“三大工程”有望加速推进。**2023 年 4 月以来，中央层面多次提及推进城中村改造、保障房建设、“平急两用”三大工程建设，截至 2023 年 10 月已入库 162 个项目，12 月单月新增 PSL3500 亿，2024 年 1 月新增 PSL 1500 亿，资金投放配合政策支持，三大工程有望加速推进，形成实物工作量。

表 5：政策支持“三大工程”推进

时间	内容
2023 年 4 月	中共中央政治局：促进房地产市场平稳健康发展 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
2023 年 7 月	国常会，审议通过《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》。要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，成熟一个推进一个，实施一项做成一项。
2023 年 7 月	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：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。实行改造资金和规划指标全市统筹、土地资源区域统筹，促进资金综合平衡、动态平衡。必须实行净地出让。
2023 年 11 月	《广州市城中村改造条例》（征求意见稿）提出，经改造项目所在村农村集体经济组织三分之二以上成员和三分之二以上村民同意的，方可启动改造。
2023 年 11 月	央行：加大对城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度
2023 年 12 月	中央经济工作会议：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”。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。

资料来源：财联社，德邦研究所

**广州“做地”新模式，国企负责土地一级整备。**2023 年 3 月 23 日，广州市规划和自然资源局、广州住建局印发《广州市统筹做地推进高质量发展工作方案》，意味着本轮城改或将采取“做地”模式。在当前市场环境之下，部分主体参与城中村改造的积极性较弱，城中村改造资金投入大，沉淀时间长，部分企业不具备

主导城中村改造的能力和资金实力，同时净地出让意味着一二级联动的模式在城中村改造中将受限，广州做地+收储的模式为其他城市推进城中村改造提供了范式。

**表 6：广州试点片区和做地主体**

**4 大试点片区；7 家做地主体**

广州火车站片区（广州城投集团、广州市建筑集团）；

城市新中轴（海珠）片区（越秀集团）；

罗冲围片区（珠江实业集团、机场建设投资集团）；

环五山创新策源区（越秀集团、机场建设投资集团）

资料来源：广州市人民政府官网，德邦研究所

**城中村改造提速，房票安置或进一步推广。**房票安置可实现政府、被征收人、开发商三方共赢。传统的货币安置则是被征收人直接获得一笔资金，资金使用用途、购买房源地点等方面均不做任何限制，相较于货币化安置，房票安置明确的规定了资金用途、购买房源范围，能够实现定向去库存，将购买力“锁定”到本地房地产市场。同时通过房票安置，政府无需大规模建设保障房，可以减轻财政资金压力，同时政府不必“边征收，边建设安置房”，减少政府精力的分散，进而缩短拆迁周期；此外，由于房源超市房屋不止一处，被征收人可以根据自身需求，选择符合自己需求的房屋。

**多地推进房票安置，为拆迁户安置提供资产解决路径。**房票在上一轮棚改中广泛应用，助力楼市去库存。与货币化安置相比，房票安置具备几大优势，首先可以定向去库存，拆迁户可以拿房票购买房源超市内的房源，资金定向流入本地楼市；其次房票安置可缩短安置周期，拆迁户可以直接购买市场上现房，不需要等待安置房建设，加快城中村改造进程。本轮城中村改造若结合房票安置，预计可以加速城中村改造进程。

**表 7：部分地方政府房票安置政策**

时间	城市	内容
2023.06	青岛	鼓励各区（市）棚户区 and 城中村改造征收补偿货币化安置，试点房票制度。
2023.07	宁波	各区（县、市）政府可从列入年度征收实施计划的国有和集体所有土地上的征收项目中，制定发行房票计划方案，确定发行房票的征收项目及房票发行规模。
2023.07	合肥	大力推动货币化安置、房票安置等多元化安置方式，尽全力让市民在安置上更早更快更灵活。
2023.08	南昌	对未开工建设的安置房征收项目，被征收人可选择货币化、“房票”和实物安置方式，对选择“房票”购买新建商品房安置的予以奖励。
2023.09	南京	对征收集体土地涉及住宅房屋的，鼓励被征收人选择房票安置，满足被征收人多元化安置需求，缩短安置过渡周期，具体由各区制定实施细则。
2023.12	杭州临平区	住宅房屋新征迁项目实行多高层公寓安置的区域，鼓励实行房票安置。
2023.12	江苏泰州姜堰区	对于征收搬迁、集体土地项目已搬迁未安置的住户，鼓励选用房票安置方式并给予安置奖励
2023.12	无锡	新启动的国有土地上房屋（住宅）征收、征收集体土地涉及房屋（住宅）安置补偿的项目以及城中村改造、棚户区改造项目中涉及房屋（住宅）征收的可以使用房票结算。

资料来源：财联社，德邦研究所

广州发布房票制度，有望拉动需求增长。2024年1月4日，由广州市规划和自然资源局组织编制的《广州市房票安置实施方案》经广州市政府常务会议审议通过。紧跟着，1月5日，广州市荔湾区发行了广州市第一张房票，标志着广州市房票政策正式落地。被征收人可以自主灵活选择复建安置、产权调换、货币补偿、“房票安置”等其中一种补偿方式，也可以是其中几种补偿方式的组合形式。“房票安置”极大地拓宽了安置渠道，增加了被征收人的选择自由度。房票全市通用，可跨区购买“房源超市”中的房屋。增加了被征收人选择安置房源的范围，化解了复建区建设的不确定风险，可以让被征收人根据自身需求和喜好，在规定的时间内，在“房源超市”中自由选择合适的物业类型、户型、面积、位置等，满足了被征收人更加灵活、多元和个性的需求，也可以推动广州现行房地产市场去库存。被征收住宅位于限购区的，使用房票购房不计入家庭限购套数；被征收住宅位于非限购区的，使用房票在限购区内购房须符合本市限购政策。

图 43：广州房票样式



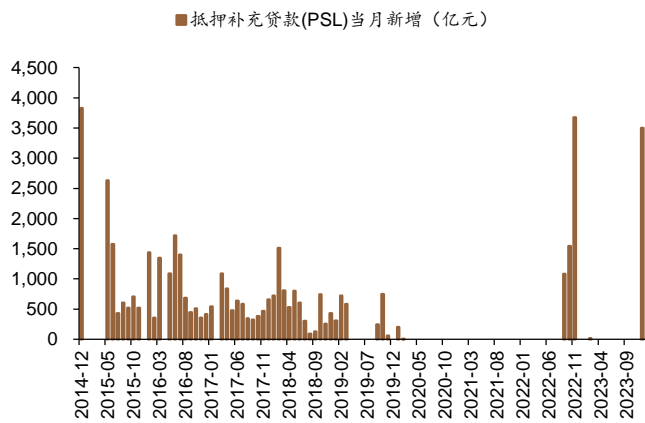
资料来源：澎湃新闻，德邦研究所

### 3.2 房地产行业逐步进入双轨发展深水区

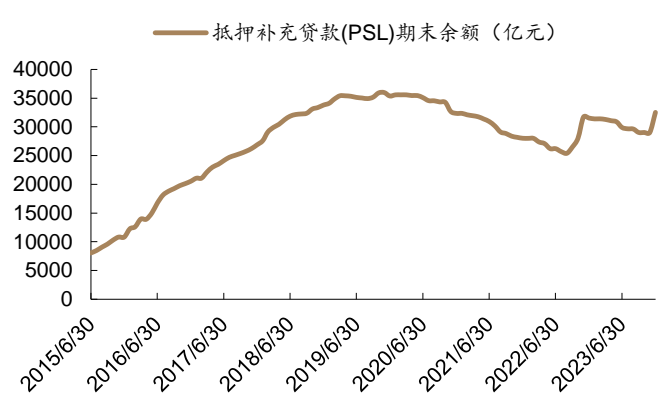
PSL 新增 3500 亿有望支持“三大工程”建设，后续净新增将有望延续。抵押补充贷款是央行 2014 年创设，当年 7 月，央行向国开行注入为期 3 年 1 万亿的 PSL，利率 4.5%，用于支持棚户区改造、保障房安居工程、三农和小微企业发展。2023 年 12 月 PSL 净新增 3500 亿，预期 24Q1 产生实物工作量。PSL 单月新增 3500 亿，为近年来单月新增第三高，前两次分别为 2014 年 12 月 (3831 亿) 和 2022 年 11 月 (3675 亿)。2023 年 12 月净新增 PSL3500 亿，期末 PSL 余额 3.25 万亿，上一次净新增抵押补充贷款为 2023 年 2 月，当月新增 17 亿。

图 44：2023 年 12 月 PSL 净新增 3500 亿

图 45：截至 2023 年 12 月，PSL 期末余额 3.25 万亿



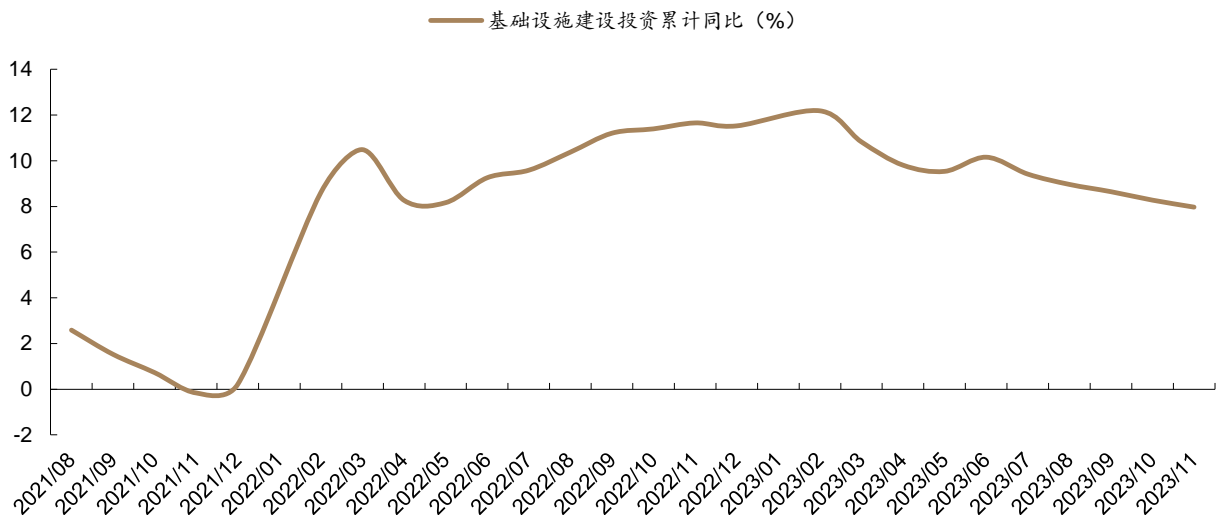
资料来源: Wind, 德邦研究所



资料来源: Wind, 德邦研究所

**万亿特别国债下发, 中央财政发力稳经济。**增发 1 万亿元国债, 支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设, 客观上有利于带动国内需求。中央政府财政扩张 2023 年全国财政赤字由 3.88 万亿元增加到 4.88 万亿元, 中央财政赤字由 3.16 万亿元增加到 4.16 万亿元, 预计财政赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。中央政府扩表, 适度提升财政赤字率, 资金重点投向八大领域, 拉动投资稳经济。

图 46: 2023 年 6 月以来基建投资增速边际放缓



资料来源: Wind, 德邦研究所

**14 号文商品+保障双规并行, 保障房体系着力解决刚需购买力不足。**2023 年 8 月 25 日国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》。会议指出, 推进保障性住房建设, 有利于保障和改善民生, 有利于扩大有效投资, 是促进房地产市场平稳健康发展、推动建立房地产业发展新模式的重要举措。新一轮保障房建设分为配租型和配售型, 配售型保障房封闭管理, 封闭保障房的交易和套利空间, 解决刚需购买力不足问题。

表 8: 新一轮保障房建设重点问题总结

类别	内容
为什么启动新一轮保障房建设?	保障性住房建设相对滞后, 在住房供给中占比偏低, 不能满足需求, 存在明显短板。特别是在一二线大城市, 由于房价高, 部分工薪收入群体

买不起商品住房。

保障谁？

以家庭为单位，保障对象只能购买一套保障性住房，其重点针对住房有困难且收入不高的工薪收入群体，以及城市需要引进的科技人员、教师、医护人员等这“两类群体”

怎么建？

配售型保障性住房的建设数量，将由城市政府“以需定建”，科学合理确定供给规模。

怎么管？

新一轮保障性住房规划建设过程中，将采用“新房新政策，老房老办法”的原则，保障性住房政策实施前已配售的共有产权住房、人才房等，将继续执行原有政策。

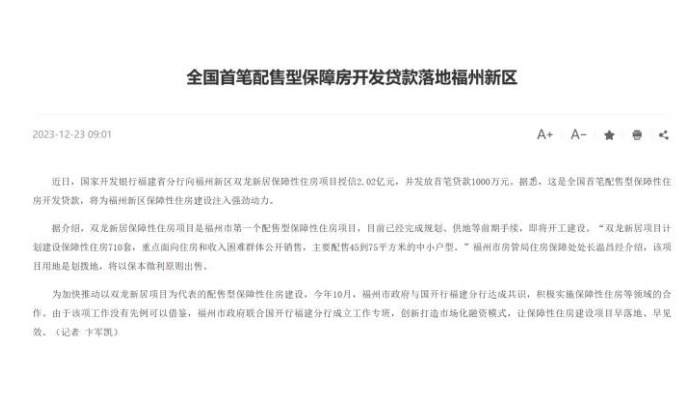
土地来源

部分城市个别区域已经出现供给过剩，可充分利用依法收回的已批未建土地、司法处置的住房和土地等建设筹集配售型保障性住房，避免闲置浪费。

资料来源：中国政府网，德邦研究所

**保障房开发贷、城中村专项债等金融工具落地支持“三大工程”建设。**新一轮保障性住房建设一个突出的特点是拓展了配售型保障性住房新路子。目前大部分城市已按要求报送了2024年的建设计划和建设项目，其中上海、济南、青岛、福州、长沙等不少城市已经开工了一批项目。2023年12月，国家开发银行福建省分行向福州新区双龙新居保障性住房项目授信2.02亿元，并发放首笔贷款1000万元。双龙新居项目计划建设保障性住房710套，重点面向住房和收入困难群体公开销售，主要配售45到75平方米的中小户型。2023年12月23日，长沙市望城区大泽湖片区城中村改造项目一期工程获得国开行湖南省分行配套贷款1000万元，是全国发放的首笔超大特大城市城中村改造项目配套贷款，专项用于支持城中村改造项目范围内产业载体配套基础设施建设。

图 47：福州配售型保障房开发探索



资料来源：福建省人民政府官网，福建日报，德邦研究所

图 48：湖南具体落实支持城中村改造



资料来源：湖南住建微信公众号，德邦研究所

**深圳配售型保障房开工，福田南山共供应 4 个项目。**2023 年 12 月 28 号，深圳首批配售型保障房集体开工，本次集中开工共有 13 个配售型保障性住房项目，其中福田区 2 个项目、南山区 2 个项目、宝安区 2 个项目、龙岗区 2 个项目、龙华区 2 个项目、坪山区 2 个项目、光明区 1 个项目，总用地面积 17.7 万平方米，配售型保障性住房建设面积 75.7 万平方米，总投资约 125 亿元，房源合计 1 万余套，项目周边交通、教育、商业等配套较为完善。“十四五”以来，深圳已建设筹集了各类保障性住房约 49 万套(间)，其中，2023 年建设筹集了 18.9 万套(间)。

根据深圳市规划和自然资源局数据，宝安区一配售型保障房土地来自一图书展览用地调整用途而来，由此可以看出，配售型保障房建设还承担一定盘活存量资产功能。

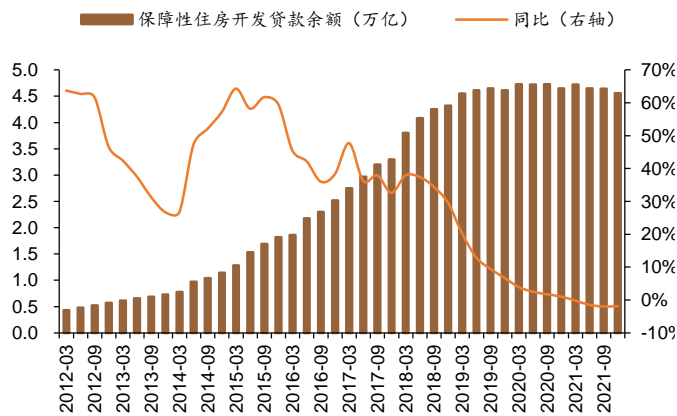
表 9：深圳市保障房试点

类别	内容
集中开工数量	13 个
区位分布	福田区 2 个项目、南山区 2 个项目、宝安区 2 个项目、龙岗区 2 个项目、龙华区 2 个项目、坪山区 2 个项目、光明区 1 个项目
面积	总用地面积 17.7 万平方米，配售型保障性住房建设面积 75.7 万平方米
总投资	125 亿元

资料来源：深圳发布公众号，深圳特区报，德邦研究所

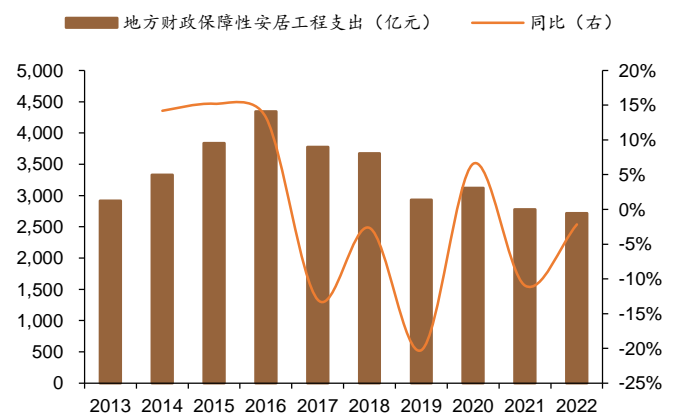
财政支持保障房总量下降，预计政策性资金支持新建保障房力度有限。在保障房建设过程中，财政、专项债、贷款等金融工具均可提供资金支持。保障性安居工程开发贷余额自 2015 年开始明显提速，近年来维持在 4.5 万亿规模，地方财政用于保障性安居工程支出自 2017 年开始退坡。财政支持保障建设力度下降，预计本轮政策性资金支持新建保障房力度有限，叠加市场上二手房库存激增，政府回购商品房用作保障房为地方政府保障供应提供思路。

图 49：截至 2022 年 6 月，保障房开发贷余额 4.56 万亿



资料来源：Wind，德邦研究所

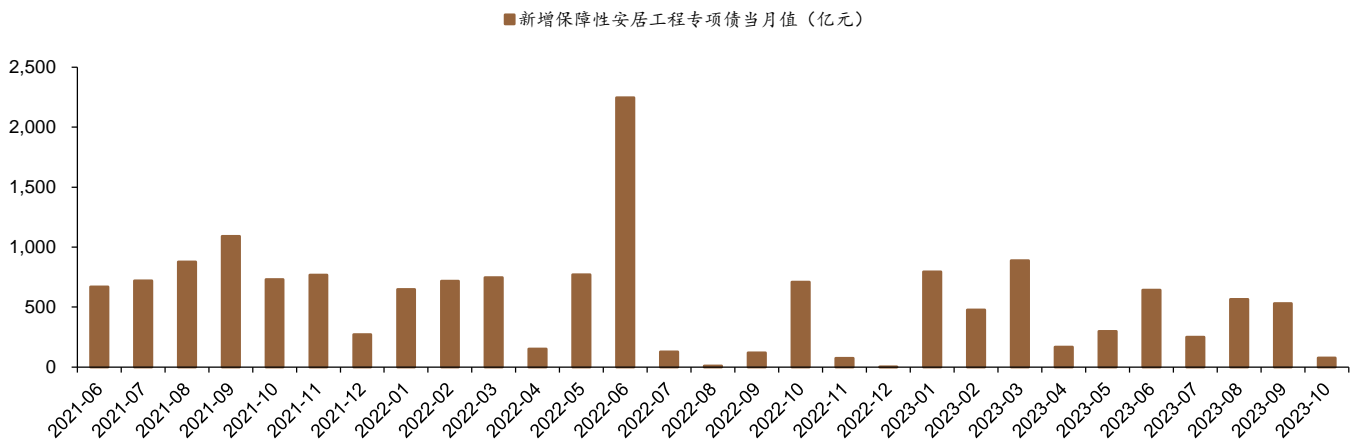
图 50：2022 年地方财政用于保障性安居工程支出同比-2%



资料来源：Wind，德邦研究所



图 51：2023 年 10 月新增保障性安居工程专项债仅 77 亿元



资料来源：Wind，德邦研究所

**两部门强化金融支持住房租赁市场，青岛首批租赁住房贷款支持计划试点贷款落地。**2023 年 1 月，中国人民银行印发《关于开展租赁住房贷款支持计划试点有关事宜的通知》，设立 1000 亿“租赁住房贷款支持计划”，向重庆、济南、郑州、长春、成都、福州、青岛、天津 8 个试点城市发放租赁住房购房贷款。2024 年 1 月，央行、金融监管局联合印发《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》，从加强住房租赁信贷产品和服务模式创新、拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道、加强和完善住房租赁金融管理等方面推出 17 条举措，支持住房租赁市场发展。青岛市首批租赁住房贷款支持计划试点贷款落地。国家开发银行、工商银行、农业银行和中国银行青岛市分行成功发放首批试点贷款 18.5 亿元，支持收购首批存量住房项目 7 个，涉及房屋总套数 2319 套，主要用于向新市民、青年人等群体提供保障性租赁住房。

图 52：青岛市首批租赁住房贷款支持计划试点落地

青岛市首批租赁住房贷款支持计划试点贷款落地

字号 大 中 小
文章来源:
2024-01-04 15:27:15

[打印本页](#) [关闭窗口](#)

近日，青岛市首批租赁住房贷款支持计划试点贷款正式落地。国家开发银行、工商银行、农业银行和中国银行青岛市分行成功发放首批试点贷款18.5亿元，支持收购首批存量住房项目7个，涉及房屋总套数2319套，主要用于向新市民、青年人等群体提供保障性租赁住房。

为加大保障性租赁住房供给，探索长租房市场建设，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，中国人民银行部署在青岛等8个城市开展租赁住房贷款支持计划试点，通过设立专项再贷款，引导试点金融机构向试点城市专业化住房租赁经营主体发放长期限租赁住房购房贷款，用于批量收购存量住房、扩大租赁住房供给。人民银行青岛市分行联合青岛市住房城乡建设局，组织召开专题调度会，指导银行开展模拟业务操作，做好前期准备工作。在试点方案获批后，指导银行抢抓政策窗口期，开通绿色通道，加快贷款审批投放。

青岛建融投资置业有限公司是青岛市两家试点经营主体之一，目前已获得银行12.4亿元贷款支持，用于收购1032套存量商品房作为租赁住房。该公司负责人表示，本次试点发放的长期限租赁住房购房贷款额度充裕、利率优惠，有效降低了公司的资金成本，提升了公司为各类租房群体提供更优质住房租赁服务的能力。

下一步，人民银行青岛市分行将深入贯彻落实党中央关于构建房地产发展新模式有关决策部署，指导金融机构用足用好国家优惠金融试点政策，切实降低住房租赁经营主体融资成本，促进金融与房地产良性循环，助力青岛市房地产市场平稳健康发展。

资料来源：央行官网，德邦研究所

**保障房 REITs 打通保障房“投融管退”融资渠道。保障房作为房地产市场体**

系的重要环节，保障房 REITs 的发行上市，打通了保障房“投融资退”商业模式。截至 2023 年 12 月底，华润有巢 REIT、中金厦门安居 REIT 等四支保障房 REITs 已经上市，国泰君安城投宽庭保租房 REIT 于 2024 年 1 月 12 日上市，REIT 成功发行有望为保障性租赁住房提供金融支持。

**表 10：保障房相关 REIT 项目**

类别	华夏北京保障房 REIT	华夏基金华润有巢 REIT	中金厦门安居 REIT	红土创新深圳安居 REIT	国泰君安城投宽庭保租房 REIT
资产估值	11.5 亿元	11.1 亿元	12.14 亿元	-	30.53 亿元
底层资金及建面 (万方)	文龙家园项目 (7.7 万方) 熙悦尚郡项目 (3.6 万方)	有巢东部经开区项目 (6.6 万方) 有巢泗泾项目 (5.5 万方)	珩琦公寓项目 (8.6 万方) 园博公寓项目 (11.3 万方)	凤凰公馆项目 (5.2 万方) 安居百泉阁项目 (3.9 万方) 安居锦园项目 (2.7 万方) 保利香槟苑项目 (1.6 万方)	光华社区 (5.9 万方) 江湾社区 (11 万方)
原始权益人	北京保障房中心有限公司	有巢住房租赁(深圳)有限公司	厦门安居集团有限公司	深圳市福田人才安居有限公司, 深圳市罗湖人才安居有限公司, 深圳市人才安居集团有限公司	上海城投房屋租赁有限公司

资料来源：Wind，德邦研究所

**“平急两用” 各地陆续推进，盘活低效闲置资源。**“平急两用”公共基础设施是集隔离、应急医疗和物资保障为一体的重要应急保障设施，“平时”可用作旅游、康养、休闲等，“急时”可转换为隔离场所，满足应急隔离、临时安置、物资保障等需求。

**表 11：部分城市“平急两用”政策**

时间	城市	文件名称	相关内容
2023.09	南京	《南京市盘活存量资产资源行动方案(2023—2025 年)》	对符合条件的既有旅游酒店、仓储物流设施、高速服务区周边等存量资源可纳入“平急两用”公共基础设施储备、建设及改造范畴，“平时”用作旅游、康养、休闲及物流等，“急时”可满足应急隔离、临时安置、物资保障等需求。
2023.09	杭州	《“平急两用”公共基础设施建设第一批项目清单》	首批共 87 个项目，投资金额超 400 亿元，全部围绕老百姓最关心的“医、食、住、行”4 个方面展开，并计划于 2024 年开工建设
2023.9	佛山	《关于佛山市 2023 年上半年国民经济和社会发展计划执行情况的报告》	积极面向民间资本推荐优质示范项目，支持民间资本参与科技创新、新型储能以及城中村改造、平急两用等基础设施领域投资。
2023.10	武汉	——	武汉市首批“平急两用”公共基础设施建设项目推介会上，首批推介项目共 23 个，总投资 162.5 亿元，将有效补齐我市公共卫生和应急物资保障建设短板，助力超大城市治理能力现代化，不断增强城市安全韧性。
2023.11	北京市平谷区	《落实进一步推动首	积极探索超大特大城市统筹经济社会发展和公共安全建设路径，推进

都高质量发展取得新 “平急两用”公共基础设施建设，建立健全平急转换工作体系，重点打  
突破的行动方案 造“吃、住、行、医、集中承载”五大应用场景  
(2023-2025 年)》

资料来源：各地政府官网，杭州日报，长江日报，德邦研究所

## 4. 风险提示

1. **商品房销售不及预期风险。**房地产开发企业经营杠杆的核心在于前端销售去化带来的现金回款,后续市场销售是否符合开发商预期也直接影响开发商盈利水平。
2. **政策修复不及预期风险。**“稳增长”背景下房地产作为重要的支柱产业,多地放松调控政策,稳定市场预期,若政策改善不及预期,将会影响房企销售去化。
3. **保障房项目不及预期风险。**保障房建设需要地方财政资金支持和土地供给支持,且配售型保障房采用封闭管理,若地理位置及配套建设不合理,购房者接受程度不高,可能会形成新的库存。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

金文曦 德邦证券地产&新材料首席分析师，先后任职于西部证券、东亚前海证券、上海证券，2022年中指房地产十大金牌分析师，第一财经日报特约专家作者，第一财经、证券日报、证券之星、国际金融报、乐居财经等主流财经媒体特约评论员。

## 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。