

房地产（标配，维持）

中央城市工作会议召开，行业或迎来发展新格局

房地产行业专题报告

2025 年 08 月 25 日

投资要点：

- **时隔十年再次召开会议 意义及影响深远。**2025年中央城市工作会议指明方向后，未来房地产业发展将“以推进城市更新为重要抓手”，以“加快构建房地产发展新模式”作为核心任务。后续城市更新、老旧小区改造等将加速推进，同时房地产企业改变发展模式，行业出清提速，将加快房地产行业走出本轮周期底部。
- **房地产发展从“增量扩张”到“存量提质”转变。**中国城镇化接近加速阶段的尾端，人口结构变化，市场供需收缩，将带来城市发展从“增量扩张”到“存量提质”转变。增量时代的大规模土地开发建设，快速扩大规模，将被存量时代的通过精细化管理、运营和服务，提升城市品质、活力和效率等取代。这也将引导房企寻求新的经营战略。
- **城市更新将是“下半场”的核心抓手。**中国城市更新将是房地产“下半场”发展的核心抓手，既是应对城市发展阶段转变和房地产行业转型的必然选择，也是推动经济增长及高质量发展的战略路径。
- **新模式下房企出清将加速。**在行业面临历史性拐点，进入发展“下半场”，行业也将从高盈利模式回归。后续将更考验房企的综合实力及竞争力，这将加速行业出清，带来竞争格局的持续优化。
- **整体观点与投资建议：**时隔十年再次召开中央城市工作会议，既为房地产后续发展指明方向，也预示着中国城市发展新阶段的到来。未来房地产发展将“以推进城市更新为重要抓手”，进入“存量提质”时代。“下半场”，房地产市场及房企分化将加大，行业或将逐步走向“商品房+保障房”双轨制发展。同时房地产不再是高盈利行业，将加速行业出清，带来竞争格局的持续优化，将推动行业走出本轮周期底部。后续，具备综合竞争实力的房企将能进一步提升市场占有率，持续发展壮大，实现“胜者为王”。建议关注经营稳健的头部央企及聚焦一二线城市的区域龙头企业。建议关注保利发展（600048）、滨江集团（002244）、招商蛇口（001979）、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。

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。

目 录

前言：	3
1. 时隔十年再次召开会议 意义及影响深远	3
2. 房地产发展从“增量扩张”到“存量提质”转变	4
2.1 “增量扩张”时代的终结——城镇化处于快速发展末期	4
2.2 人口结构变化——出生人口持续下降叠加老龄化社会	5
2.3 市场供需高位持续下降	6
3. 城市更新将是“下半场”的核心抓手	7
4. 新模式下房企出清将加速	9
4.1 行业整体利润持续下降	9
4.2 新模式加速分化到来	10
5. 整体观点与投资建议	10
6. 风险提示	11

插图目录

图 1：“纳瑟姆曲线”规律	5
图 2：中国城镇化率变化及预测（单位：%）	5
图 3：中国人口数量变化（单位：万人）	5
图 4：近十年中国年出生人口数量及同比变化（单位：万人，%）	5
图 5：中国人口结构变化（单位：%）	6
图 6：全国商品房销售面积及同比变化（单位：万平米，%）	6
图 7：房地产开发投资完成额及同比变化（单位：亿元，%）	6
图 8：近年新开工改造城镇老旧小区数量（单位：万个）	8
图 9：上市房企近年整体营业利润、净利润、归属净利润及同比变化（单位：亿元，%）	9
图 10：上市房企整体销售毛利率及净利率变化（单位：%）	9
图 11：上市房企整体 ROE 变化（单位：%）	9

表格目录

表 1：各次中央城市工作会议要点对比	4
表 2：重点公司盈利预测及投资评级（2025/08/22）	11

前言：

2025 年 7 月 14 日至 15 日，中央城市工作会议在北京举行。这是继 2015 年后，时隔十年再度召开的最高规格城市工作专题会议。会议为中国城市发展的未来指明了新的方向。

其中，会议作出核心判断——“我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段”。预示着“增量扩张”时代将落幕，以“存量提质”为核心的新时代将到来。与此同时，会议指出，“以推进城市更新为重要抓手”，“稳步推进城中村和危旧房改造”。整体来看，本次中央城市工作会议召开对房地产行业未来发展方向及行业格局重塑具有深远影响，也将推动房企改变发展模式及加速行业出清，助力行业尽快走出周期底部。

1. 时隔十年再次召开会议 意义及影响深远

中央城市工作会议为中国城市发展领域的最高规格会议，历史上该会议召开次数不多，但每次都精准回应了当时城市发展面临的核心矛盾，并深刻影响后续的政策走向。

计划经济时代，中共中央、国务院于 1962 年 9 月和 1963 年 10 月，先后召开了第一次和第二次全国城市工作会议。这两次会议的核心任务是“调整”，主要目标是为快速膨胀的城市“降温”。会议明确了城市工业对农村的支持定位，并实施了压缩城镇人口的方针，以缓解城市供给负担。这一时期的城市工作，主要围绕着如何处理工农关系、城乡关系，以及如何维持城市基本运转展开，带有鲜明的计划经济色彩和调整性质。

时隔 15 年，第三次全国城市工作会议于 1978 年 3 月召开。这次会议的背景是改革开放即将到来，国家发展进入新的历史时期。会议的核心议题转变为“建设”，主要讨论城市建设资金从哪里来，为什么要花钱建设城市等问题。随后城镇化进程拉开了序幕，城市发展在市场化浪潮中高速前进。此后长达 37 年，中央未再召开城市工作会议。

进入新时代，随着中国城镇化水平迈过 50% 的门槛，城市发展积累了巨大成就，也面临着前所未有的复杂挑战。在这样的背景下，中央城市工作会议在 2015 年召开，为城市发展和房地产行业指引方向。

2015 年 12 月，中央城市工作会议时隔 37 年再度召开，其背景是中国城镇化率已超过 55%，但交通拥堵、环境污染、房价高企等“城市病”问题日益严峻，粗放式的发展模式难以为继。会议旨在为城市发展进行一次全面的顶层设计。

其中 2015 年的会议最引人注目的提法之一是“加快城镇棚户区 and 危房改造”，并提出“力争到 2020 年基本完成现有城镇棚户区、城中村和危房改造”。这一部署直接启动了后续几年规模浩大的棚改货币化安置浪潮，成为推动三四线城市房地产市

场去库存、拉动房价上涨的关键。

十年后的 2025 年 7 月，中央城市工作会议在北京举行。会议在当前中国经济面临深刻结构性调整、房地产市场经历深度变革的关键节点召开，具备里程碑式的意义。

会议作出的一个根本性判断：“我国城镇化正从快速增长长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段。”意味着过去依靠“卖地”、大规模建设新区、人口快速涌入城市的的增长模式不可持续。城市发展的核心矛盾，已从“有没有”的规模问题，转变为“好不好”的质量问题。未来城市工作，重心将从“摊大饼”式的外延扩张，转移到对建成区的精耕细作和内涵提升上来。

我们认为，2025 年中央城市工作会议指明方向后，未来房地产行业发展将“以推进城市更新为重要抓手”，以“加快构建房地产发展新模式”作为核心任务。后续城市更新、老旧小区改造等将加速推进，同时房地产企业改变发展模式，行业出清提速，将加快房地产行业走出本轮周期底部。

表 1：各次中央城市工作会议要点对比

会议年份	主要背景	核心目标	重点工作
1962年	经济困难时期，城市工作面临调整压力	调整城市结构，缓解城市压力	控制城市规模，减少城市人口过度集中，加强城市基础设施建设。
1963年	城市化进程初步恢复	推动城市合理布局	强调城市规划的科学性和前瞻性，注重城市功能分区和基础设施配套。
1978年	改革开放初期，城市发展进入新阶段	推动城市经济体制改革	以经济建设为中心，推动城市产业结构调整，加强城市基础设施建设。
2015年	城镇化快速推进阶段	优化城市体系，提升城市承载能力	提出“五个统筹”城市工作思路，强调“人民城市人民建、人民城市为人民”，推动城市更新和城市治理现代化。
2025年	城镇化率已达67%，城市发展进入稳定期	建设创新、宜居、美丽、韧性、文明、智慧的现代化人民城市	从“增量扩张”转向“存量提质增效”，以城市更新为抓手，推动城市结构优化、动能转换、品质提升、绿色转型、文脉赓续、治理增效。

资料来源：中国共产党新闻网，东莞证券研究所整理

2. 房地产发展从“增量扩张”到“存量提质”转变

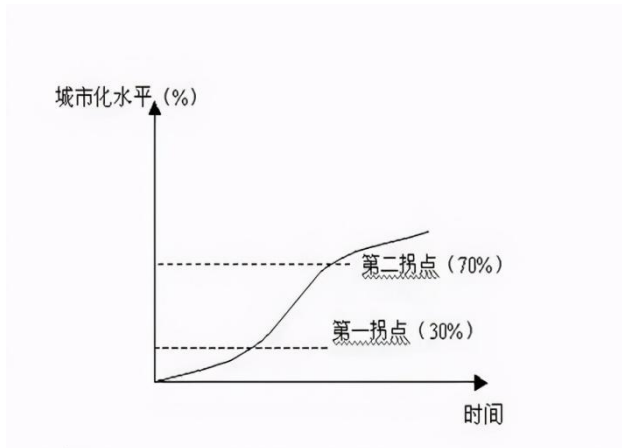
2025 年中央城市工作会议的核心判断是，中国城市发展进入“存量提质增效”的新阶段。我们认为，我国房地产市场从增量扩张到存量提质的历史性转向，是中国城镇化规律、市场供求关系和人口结构演变共同作用下的必然结果。它标志着我国城市和房地产业的发展逻辑发生了根本性变革。

2.1 “增量扩张”时代的终结——城镇化处于快速发展末期

1979 年美国城市地理学家 Ray. M. Northam 首先发现并提出世界城市化发展的共同规律，即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。

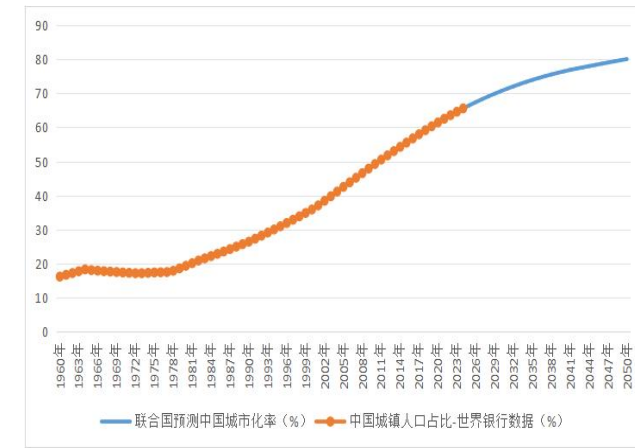
1996 年中国常住人口城镇化率为 30.5%，进入城镇化加速阶段，2024 年我国常住人口城镇化率达到 67%。国际经验表明，城镇化率在 30%至 70%之间通常被视为快速发展区间，中国目前已进入这一区间的后期。因此，过去依靠“卖地”、大规模建设新区、人口快速涌入城市的增长模式已不可持续。未来重心将从“摊大饼”式的外延扩张，转移到对建成区的精耕细作和内涵提升上来。

图 1：“纳瑟姆曲线”规律



资料来源：百度百科，东莞证券研究所

图 2：中国城镇化率变化及预测（单位：%）



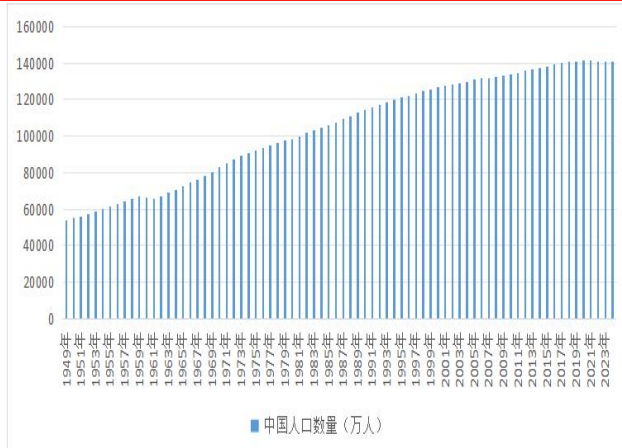
资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

2.2 人口结构变化——出生人口持续下降叠加老龄化社会

第七次全国人口普查数据显示，中国人口增长持续放缓，老龄化程度不断加深，这些都对住房需求产生负面影响。

根据世界银行数据，自 2022 年起，中国人口已连续三年出现负增长。2024 年，全国人口比上年末减少 173 万人，总人口为 14.08 亿人，人口自然增长率为-0.99%。近年中国出生人口也呈趋势性下降，2015 年出生人口数量为 1655 万人，2024 年下降至 954 万人，降幅达 42.35%。整体看，近年出生人口低于死亡人口，人口总量下行。

图 3：中国人口数量变化（单位：万人）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

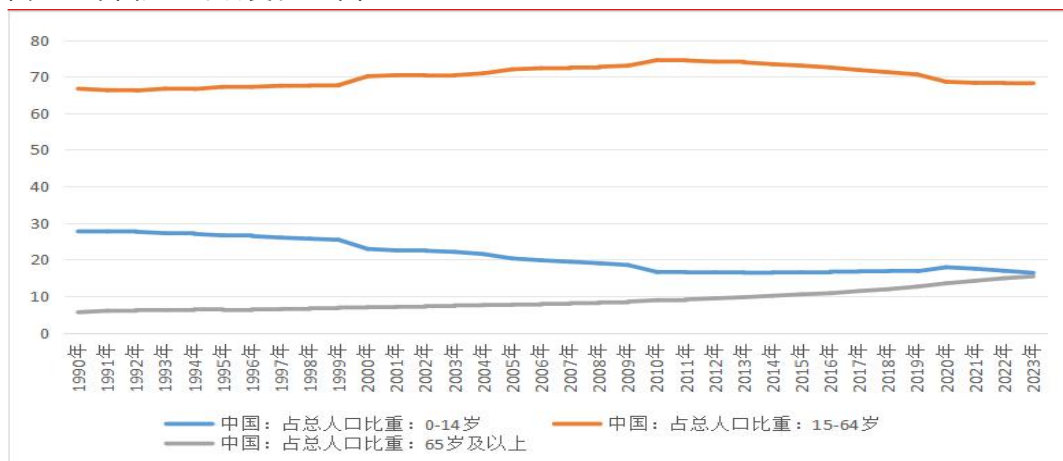
图 4：近十年中国年出生人口数量及同比变化（单位：万人，%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

从人口结构来看，2024 年中国 65 岁及以上人口占比达到 14.67%，占比持续攀升。15-64 岁人口占比为 69.33%，较十年前下降 2.67 个百分点。老龄人口占比持续攀升，新生人口下降，劳动力人口占比也持续下行，均抑制新增住房的需求。

图 5：中国人口结构变化（单位：%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

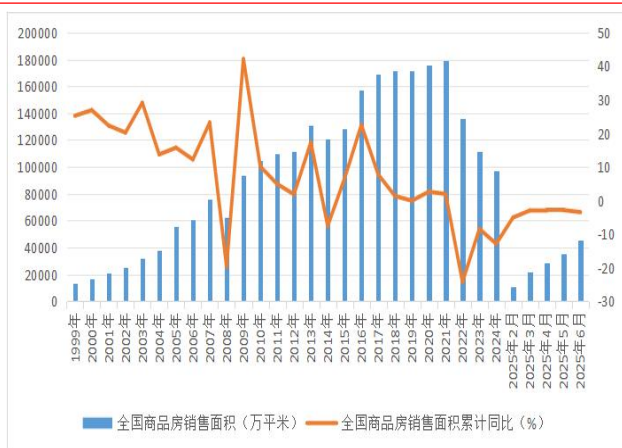
2.3 市场供需高位持续下降

近年来，我国房地产销售量持续下降，与此同时，房地产开发投资增速也持续出现负增长。我们认为，当前我国房地产销售及开发投资峰值或已经出现，后续难以回到历史的高点。

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。

房地产开发投资完成额方面，2021 年房地产开发投资达到峰值，为 14.7 万亿，同比增长 4.4%，随后开发投资增速持续下降。2022-2024 年房地产开发投资分别为 13.2 万亿、11.09 万亿及 10 万亿，同比分别-10%、-9.6%和-10.6%。2024 年整体开发投资完成额对比 2021 年高位下降幅度达 32%。2025 年以来，房地产开发投资增速仍维持同比负增长，其中 6 月份以来同比降幅进一步扩大。

图 6：全国商品房销售面积及同比变化（单位：万平方米，%）
图 7：房地产开发投资完成额及同比变化（单位：亿元，%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

这均显示出房地产市场当前供需层面仍处于收缩下降过程。另一方面，在房地产“下半场”，后续销售及开发投资或再难以重回历史高位。

整体来看，中国城镇化接近加速阶段的尾端，人口结构变化，市场供需收缩，将带来城市发展从“增量扩张”到“存量提质”转变。增量时代的大规模土地开发建设，快速扩大规模，将被存量时代的通过精细化管理、运营和服务，提升城市品质、活力和效率等取代。这也将引导房企寻求新的经营战略。

3. 城市更新将是“下半场”的核心抓手

城市更新已被中央政府明确列为推动城市高质量发展、扩大内需、保障民生的重要抓手。

2021 年城市更新首次被写入政府工作报告，2022 年发布的《“十四五”新型城镇化实施方案》明确提出，要“转变城市发展方式”，“深入推进以人为核心的新型城镇化战略”，“有序推进城市更新改造”。2023 年全国多地推出城市更新政策，政策持续落地。2024 年 12 月中央经济工作会议将“大力实施城市更新”列为扩内需与防风险的关键措施。

2025 年 1 月国常会进一步细化政策，提出“加力实施城中村和危旧房改造”，“在新增 100 万套的基础上继续扩大规模”，释放住房需求。5 月中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于持续推进城市更新行动的意见》提出，转变城市开发建设方式，建立可持续的城市更新模式和政策法规，大力实施城市更新，促进城市结构优化、功能完善、文脉赓续、品质提升，打造宜居、韧性、智慧城市。7 月 14 日中央城市工作会议指出，“以推进城市更新为重要抓手”，“稳步推进城中村和危旧房改造”。7 月 30 日中央政治局会议再次强调“落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新”。

我们认为，未来“城市更新”将作为新的稳增长引擎，推动存量房地产提质，推

进房企建设好房子。这将是未来房地产市场转型发展的重要路径。

另一方面，财政资金也大力支持城市更新，主要用于引导和撬动社会资本。中央预算内投资设立了城市更新专项，地方政府专项债券也将符合条件的更新项目纳入支持范围。

2024 年，财政部、住建部联合印发《关于开展城市更新示范工作的通知》，首次启动城市更新示范工作，并在随后的评审结果中确定石家庄、太原、沈阳、上海、南京、杭州、合肥、福州、南昌、青岛、武汉、东莞、重庆、成都、西安等 15 个城市作为首批补助对象。2025 年公布了第二批城市更新行动评审结果。北京、天津、唐山、包头、大连、哈尔滨、苏州、温州、芜湖、厦门、济南、郑州、宜昌、长沙、广州、海口、宜宾、兰州、西宁、乌鲁木齐等 20 个城市成功入选新一批名单，补助总额超过 200 亿元。

根据住建部统计，2020 年，全年实际新开工改造城镇老旧小区 4.03 万个。2021 年，全年实际新开工改造城镇老旧小区数量达 5.56 万个。2022 年实际新开工改造老旧小区 5.25 万个。2023 年实际新开工改造城镇老旧小区 5.37 万个。根据住建部数据，2024 年，我国城市更新工作全面推进，共实施项目超过 6 万个，完成投资约 2.9 万亿元，涵盖城镇老旧小区改造、完整社区建设及历史文化保护等领域。

图 8：近年新开工改造城镇老旧小区数量（单位：万个）



资料来源：住房和城乡建设部，东莞证券研究所

整体看，中国城市更新将是房地产“下半场”发展的核心抓手，既是应对城市发展阶段转变和房地产行业转型的必然选择，也是推动经济增长及高质量发展的战略路径。

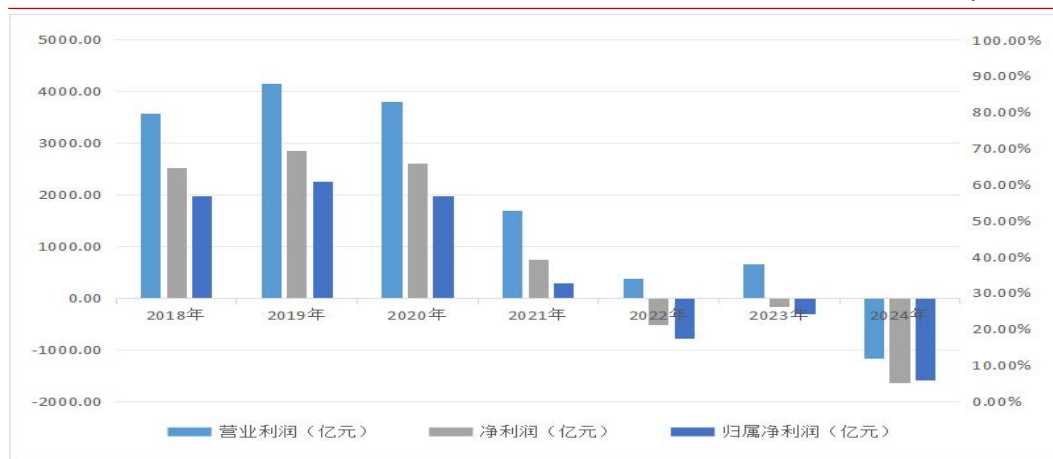
4. 新模式下房企出清将加速

4.1 行业整体利润持续下降

房地产行业在过去上行周期中确实被视为盈利能力较强的行业，但近年，行业整体业绩持续承压，上市房企普遍出现亏损，这是有统计以来首次出现的情况。

根据万得数据统计，上市房企整体净利润及归属净利润在 2019 年达到峰值，2020 年及 2021 年同比持续下降，但仍维持整体盈利状态。2022 年至 2024 年持续三年行业盈利录得整体亏损，这是有统计以来首次。并且 2024 年亏损大幅扩大。2024 年上市房企共实现净利润-1647.9 亿，亏损较 2023 年多亏 1486.55 亿；归属母公司股东净利润-1590.13 亿，亏损较 2023 年多亏 1282.11 亿。

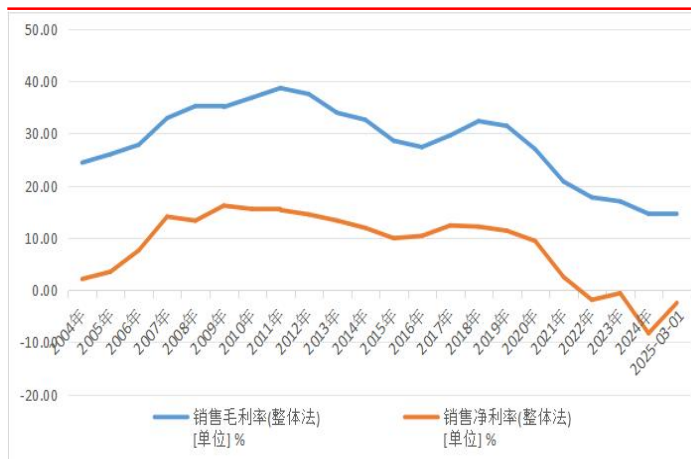
图 9：上市房企近年整体营业利润、净利润、归属净利润及同比变化（单位：亿元，%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

从行业整体销售毛利率及销售净利润率来看，当前也跌至近二十年最低水平。截至 2024 年末，上市房企整体销售毛利率为 14.6%，销售净利润率为-8.31%，整体 ROE 为-10.5%，均跌至历史底部。可以看出，房地产已不再是高盈利行业，持续的整体亏损，将导致更多房企退出市场，加速行业实现出清。

图 10：上市房企整体销售毛利率及净利率变化（单位：%）图 11：上市房企整体 ROE 变化（单位：%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

4.2 新模式加速分化到来

另一方面，面临行业历史性拐点到来，房企积极探索新发展模式，这也将加速企业间的分化。

经过二十多年的房地产市场化发展，中国的住房短缺时代已经结束。中国房地产市场正从整体性短缺时代向结构性短缺和过剩并存的格局转变。整体表现为一线城市及强二线城市由于人口流入、优质资源集中，需求得到支撑，市场表现出较强韧性。而低能级城市则面临较大的供需失衡压力。另外，中心城区和优质地段的住房需求相对旺盛，外围区域住房供应则过剩。与此同时也存在着商品房供应过剩，保障房供应不足等情况。

近年政策也不断推进及引导房地产市场逐步走向“商品房+保障房”双轨制发展。其通过保障房解决中低收入群体的基本居住需求，同时让商品房回归市场属性，满足改善型和投资型需求。

我们认为，房地产市场的城市及区域间的分化将持续加深，并且商品房逐步回归市场属性，将更考验房企应对不同市场需求的变化及开发高质量“好房子”的能力。在这一过程中，房地产市场面临的已经不是单纯的像过去从周期低点迅速复苏，需求再次全面回升，而是整体规则及格局的改变。拥有较强的经营、运营能力，资金成本及融资能力具备优势，并且能打造高质量好产品的房企能进一步提升市场占有率，实现持续发展壮大。而这一过程也将加速竞争能力低下的房企的出清。

整体来看，在行业面临历史性拐点，进入发展“下半场”，行业也将从高盈利模式回归。后续将更考验房企的综合实力及竞争力，这将加速行业出清，带来竞争格局的持续优化。

5. 整体观点与投资建议

时隔十年再次召开中央城市工作会议，既为房地产后续发展指明方向，也预示着中国城市发展新阶段的到来。未来房地产发展将“以推进城市更新为重要抓手”，进入“存量提质”时代。“下半场”，房地产市场及房企分化将加大，行业或将逐步走向“商品房+保障房”双轨制发展。同时房地产不再是高盈利行业，将加速行业出清，带来竞争格局的持续优化，将推动行业走出本轮周期底部。后续，具备综合竞争实力的房企将能进一步提升市场占有率，持续发展壮大，实现“胜者为王”。建议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。建议关注保利发展（600048）、滨江集团（002244）、招商蛇口（001979）、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 2：重点公司盈利预测及投资评级（2025/08/22）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
001979.SZ	招商蛇口	9.17	0.45	0.51	0.57	20.38	17.98	16.09	持有	维持
002244.SZ	滨江集团	10.20	0.82	0.92	1.00	12.44	11.09	10.20	持有	维持
600048.SH	保利发展	7.96	0.42	0.46	0.49	18.95	17.30	16.24	持有	维持
600266.SH	城建发展	4.93	-0.46	0.26	0.43	-10.72	18.96	11.47	持有	维持

资料来源：Wind 资讯，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