

2025 年 07 月 27 日

高质量开展城市更新

宏观研究团队

——宏观周报

何宁（分析师）

沈美辰（分析师）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524110002

● 国内宏观政策：高质量开展城市更新

过去两周（7 月 12 日-7 月 26 日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，国家主席习近平出席中央城市工作会议并发表讲话，会议明确城市工作 7 个方面重点任务，其中涉及优化现代化城市体系、高质量开展城市更新、加快构建房地产发展新模式等。7 月 15 日，国务院总理李强在国常会上强调研究做强国内大循环重点政策举措落实工作，深入实施提振消费专项行动，顺应居民消费需求增加多元化供给，把内需潜力充分释放出来，不断增强国内大循环内生动力。

基建与产业方面，近两周政策聚焦工信部强调以市场化思维加强重点行业治理、推动落后产能退出；国务院总理李强出席雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式，雅江工程总投资约 1.2 万亿元，中国雅江集团有限公司成立；16 家中央企业与西藏自治区签署 75 个产业项目投资协议，投资额达 3175 亿元。《住房租赁条例》发布，从监管层面推动建立租购并举的住房制度。

消费方面，政策聚焦国家发改委 27 年来首次修订价格法，《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》，修正草案增设了多条与“反内卷”相关的款项内容，完善了关于低价倾销、哄抬价格、价格串通、价格歧视等不正当价格行为的规定。此外，市场监管总局约谈饿了么、美团、京东三家平台企业，要求进一步规范促销行为，理性参与竞争。

金融监管方面，强调要大力推动上市公司提升投资价值，抓好“并购六条”和重大资产重组管理办法落实落地；央行、外管局提出建立本外币一体化的资金池政策框架。

贸易方面，近两周政策涉及习近平总书记发文强调坚定不移推进高水平对外开放；海南自贸港封关将启动，将实施更加优惠的货物“零关税”政策等；国家主席习近平会见欧洲理事会主席科斯塔、欧盟委员会主席冯德莱恩，探讨中欧关系；国务院副总理何立峰将于 7 月 27 日至 30 日赴瑞典与美方举行经贸会谈，就彼此关心的经贸问题开展磋商。

● 海外宏观政策：美欧关税谈判进入关键时刻

过去两周，海外宏观政策聚焦海外关税谈判进展、欧央行利率决议等。

美国与全球主要经济体的经贸谈判仍在进行中，其中中美、美欧正迎来新一轮高层经贸谈判。25 日谈判后欧盟和美国双方在关键细节上仍存在分歧，双方就钢铁、汽车和医药产品的具体关税数值争执不下。而美日关税谈判已达成协议。美方对日本实施的“对等关税”税率将从 25% 下调至 15%，日本将在现行的“最低准入制度”下增加美国大米的进口量。该协议还包括日本向美国投资 5500 亿美元的承诺。

7 月，欧央行维持三大利率不变。由于关税最终如何落地尚不清晰，欧央行没有就后续政策路径提供任何前瞻指引，并罕见地将“贸易争端”列为政策不确定性的主要来源。

● **风险提示**：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

相关研究报告

《广义财政支出强度大幅提升——宏观经济点评》-2025.7.26

《国内工业品价格表现偏强——宏观经济专题》-2025.7.22

《美国通胀如期反弹，但对联储降息影响或较小——美国 6 月 CPI 点评》-2025.7.16

目 录

1、国内宏观：高质量开展城市更新	3
1.1、经济增长：中央城市工作会议部署七方面工作	3
1.2、基建及产业政策：万亿雅鲁藏布江下游水电工程正式开工	3
1.3、消费政策：加大对非理性价格战的治理力度	4
1.4、金融监管：大力推动中长期资金入市	5
1.5、贸易相关：中美新一轮经贸会谈将启	6
2、海外宏观：美欧关税谈判进入关键时刻	6
3、风险提示	8
表 1：做强国内大循环是推动经济行稳致远的战略之举	3
表 2：汽车、钢铁、有色、石化等重点行业稳增长工作方案即将出台	4
表 3：修订价格法直指综合整治“内卷式”无序竞争	5
表 4：扎实推进公募基金改革	5
表 5：美方主动表示将批准对华销售英伟达 H20 芯片	6
表 6：欧央行 7 月停止降息	7
表 7：7 月第四周海外股指多数上涨	8
表 8：7 月第四周国际原油价格下跌	8

1、国内宏观：高质量开展城市更新

1.1、经济增长：中央城市工作会议部署七方面工作

近日中央层面政策包括：国家主席习近平出席中央城市工作会议并发表讲话，会议明确城市工作 7 个方面重点任务，其中涉及优化现代化城市体系、高质量开展城市更新、加快构建房地产发展新模式等。7 月 15 日，国务院总理李强在国常会上强调研究做强国内大循环重点政策举措落实工作，深入实施提振消费专项行动，顺应居民消费需求增加多元化供给，把内需潜力充分释放出来，不断增强国内大循环内生动力。

表1：做强国内大循环是推动经济行稳致远的战略之举

时间	机构/领导	主题	具体内容
07.15	国家主席习近平	中央城市工作会议	会议部署城市工作 7 个方面的重点任务。一是着力优化现代化城市体系。着眼于提高城市对人口和经济社会发展的综合承载能力，发展组团式、网络化的现代化城市群和都市圈，分类推进以县城为重要载体的城镇化建设，继续推进农业转移人口市民化，促进大中小城市和小城镇协调发展，促进城乡融合发展。二是着力建设富有活力的创新城市。精心培育创新生态，在发展新质生产力上不断取得突破；依靠改革开放增强城市动能，高质量开展城市更新，充分发挥城市在国内国际双循环中的枢纽作用。
07.15	国务院总理李强	国常会研究做强国内大循环重点政策举措落实工作	会议指出，做强国内大循环是推动经济行稳致远的战略之举。要找准关键着力点，深入实施提振消费专项行动，系统清理制约居民消费的不合理限制，优化消费品以旧换新政策，顺应居民消费需求增加多元化供给，扩大新质生产力、新兴服务业等领域投资，把内需潜力充分释放出来，不断增强国内大循环内生动力。

资料来源：中国政府网等、开源证券研究所

1.2、基建及产业政策：万亿雅鲁藏布江下游水电工程正式开工

基建与产业方面，近两周政策聚焦工信部强调以市场化思维加强重点行业治理、推动落后产能退出；国务院总理李强出席雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式，雅江工程总投资约 1.2 万亿元，中国雅江集团有限公司成立；16 家中央企业与西藏自治区签署 75 个产业项目投资协议，投资额达 3175.37 亿元。《住房租赁条例》发布，从监管层面推动建立租购并举的住房制度。

表2：汽车、钢铁、有色、石化等重点行业稳增长工作方案即将出台

时间	机构/领导	主题	具体内容
07.18	工信部	重点行业稳增长、落后产能退出	工信部指出，将以市场化思维、法治化理念加强行业治理、推动落后产能有序退出。汽车、钢铁、有色、石化等重点行业稳增长工作方案即将出台。汽车、纺织、轻工、食品、医药等行业数字化转型方案即将出台。将开展专项行动解决拖欠中小企业账款问题。推动人形机器人、元宇宙、脑机接口等未来产业创新发展。
07.20	国务院总理李强	雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式	雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式在西藏自治区林芝市举行。工程主要采取截弯取直、隧洞引水的开发方式，建设5座梯级电站，总投资约1.2万亿元。工程电力以外送消纳为主，兼顾西藏本地自用需求。中国雅江集团有限公司成立大会在京举行，中共中央政治局委员、国务院副总理张国清出席并为公司成立揭牌。张国清强调，全力把雅下水电工程打造成为具有中国特色、经得起历史检验的世纪工程、标杆工程。
07.21	国务院总理李强	《住房租赁条例》	国务院总理李强日前签署国务院令，公布《住房租赁条例》，自2025年9月15日起施行。《条例》旨在规范住房租赁活动，维护住房租赁活动当事人合法权益，稳定住房租赁关系，促进住房租赁市场高质量发展，推动加快建立租购并举的住房制度。
07.22	国资央企助力西藏高质量发展推进会	对藏投资	16家中央企业与西藏自治区签署75个产业项目投资协议，投资额达3175.37亿元。项目主要集中于清洁能源、绿色矿产、电力通信等重点领域。
07.24	央行、农业农村部	《关于加强金融服务农村改革推进乡村全面振兴的意见》	央行、农业农村部印发《关于加强金融服务农村改革推进乡村全面振兴的意见》，提出要加大对乡村振兴重点领域的金融资源投入，包括加大对粮食主产区、产粮大县信贷资源倾斜，支持拓宽农民增收渠道等。
07.25	国务院总理李强	人工智能发展	国务院总理李强出席2025世界人工智能大会暨人工智能全球治理高级别会议开幕式并致辞。李强围绕如何把握人工智能公共产品属性、推进人工智能发展和治理，提出三点建议。一是更加注重普及普惠，充分用好人工智能发展的已有成果。二是更加注重创新合作，力求更多突破性的人工智能科技硕果。三是更加注重共同治理，确保人工智能在造福人类上最终修成正果。

资料来源：中国政府网等、开源证券研究所

1.3、消费政策：加大对非理性价格战的治理力度

近两周，消费政策聚焦国家发改委27年来首次修订价格法，《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》，修正草案增设了多条与“反内卷”相关的款项内容，完善了关于低价倾销、哄抬价格、价格串通、价格歧视等不正当价格行为的规定。此外，市场监管总局约谈饿了么、美团、京东三家平台企业，要求进一步规范促销行为，理性参与竞争。

表3：修订价格法直指综合整治“内卷式”无序竞争

时间	机构/领导	主题	具体内容
07.18	商务部	提振消费	商务部部长王文涛称，未来会针对性出台政策，进一步激发消费发展动能、释放服务消费潜力、放大新兴消费的带动效应，全方位扩大国内需求，做强国内大循环。
07.19	上海市	5亿元消费券	下半年上海继续安排5亿元财政资金，扩大消费券覆盖面，下半年增设文化消费券，旅游消费券将新增“乡村民宿券”，体育券将发放“健身”“观赛”两类消费券。优化部分领域消费券发放模式，下半年旅游消费券发放模式从“摇号”改为“抢券”。进一步加强跨领域联动。
07.19	市场监管总局	市场监管总局约谈饿了么、美团、京东	7月18日，市场监管总局约谈饿了么、美团、京东三家平台企业，要求相关平台企业严格遵守《中华人民共和国电子商务法》《中华人民共和国反不正当竞争法》《中华人民共和国食品安全法》等法律法规规定，严格落实主体责任，进一步规范促销行为，理性参与竞争，共同构建消费者、商家、外卖骑手和平台企业等多方共赢的良好生态，促进餐饮服务行业规范健康持续发展。
07.22	国家发改委	修订《价格法》	国家发展改革委、市场监管总局研究起草了《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》（下称“修正草案”），向社会公开征求意见。修正草案直指当前市场竞争中备受关注的“内卷”现象。草案内容显示，监管机构将通过完善低价倾销的认定标准、明确禁止利用算法从事不正当价格行为等手段，加大对非理性价格战的治理力度。修正草案增设了多条与“反内卷”相关的款项内容，完善了关于低价倾销、哄抬价格、价格串通、价格歧视等不正当价格行为的规定。
07.23	民政部、财政部	发放养老服务消费补贴	民政部、财政部近日联合印发《关于实施向中度以上失能老年人发放养老服务消费补贴项目的通知》，向中度以上失能老年人发放养老服务消费补贴。7月起在浙江省、山东省、重庆市以及沈阳市、滁州市、新余市、成都市等试点地区先行开展，后续将根据试点情况于2025年底前在其他省份推开。

资料来源：新华网等、开源证券研究所

1.4、金融监管：大力推动中长期资金入市

金融监管方面，证监会强调要大力推动上市公司提升投资价值，抓好“并购六条”和重大资产重组管理办法落实落地；央行、外管局提出建立本外币一体化的资金池政策框架。

表4：扎实推进公募基金改革

时间	机构/领导	主题	具体内容
07.25	证监会	证监会加强金融市场监管	证监会指出，大力推动上市公司提升投资价值，抓好“并购六条”和重大资产重组管理办法落实落地。更大力度培育壮大长期资本、耐心资本，大力推动中长期资金入市，扎实推进公募基金改革，促进畅通私募股权创投基金“募投管退”循环。统筹化解处置房企债券违约风险和支持构建房地产发展新模式，稳步推动融资平台债务风险化解和市场化转型。
07.25	央行、外汇局	低版本资金池政策	央行、外汇局拟出台文件，将低版本资金池政策推广至全国，建立本外币一体化的资金池政策框架，未来各地新增资金池业务及存量外币资金池业务，均按照低版本资金池规定办理。

资料来源：中国政府网、证监会等、开源证券研究所

1.5、贸易相关：中美新一轮经贸会谈将启

近两周，贸易政策聚焦习近平总书记发文强调坚定不移推进高水平对外开放；海南自贸港封关将启动，将实施更加优惠的货物“零关税”政策等；国家主席习近平会见欧洲理事会主席科斯塔、欧盟委员会主席冯德莱恩，探讨中欧关系；国务院副总理何立峰将于7月27日至30日赴瑞典与美方举行经贸会谈，就彼此关心的经贸问题开展磋商。

表5：美方主动表示将批准对华销售英伟达 H20 芯片

时间	机构/领导	主题	具体内容
07.15	国家主席习近平	《坚定不移推进高水平对外开放》	文章指出，要以国内大循环吸引全球资源要素，增强国内国际两个市场两种资源联动效应。稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放，主动对接国际高标准经贸规则，深化外贸、外商投资和对外投资管理体制改革，营造市场化、法治化、国际化一流营商环境。
07.18	商务部	美方主动表示将批准对华销售英伟达 H20 芯片	近日，美方有关官员表示，美批准向中国销售英伟达 H20 芯片是中美经贸谈判的一部分，目前华为等中国企业已经生产了等效芯片，美方不希望中方实现国产替代。
07.20	国新办	海南封关	海南自贸港封关将于2025年12月18日正式启动。现阶段封关政策：一是实施更加优惠的货物“零关税”政策，“一线”进口的“零关税”商品税目比例将由21%提高至74%。二是实施更加宽松的贸易管理措施。三是实施更加便利的通行措施，以岛内现有8个对外开放口岸作为“一线”口岸。四是实施更加高效精准的监管模式。
07.23	国家主席习近平	中欧关系	国家主席习近平会见欧洲理事会主席科斯塔、欧盟委员会主席冯德莱恩，并就中欧关系未来发展提出三点主张。一是坚持相互尊重，巩固伙伴关系定位。二是坚持开放合作，妥善处理分歧摩擦。三是践行多边主义，维护国际规则秩序。另外，国务院总理李强表示，希望欧方为中国企业赴欧投资提供公平、公正、非歧视的营商环境。
07.23	中国商务部	中美贸易协商	国务院副总理何立峰将于7月27日至30日赴瑞典与美方举行经贸会谈。商务部新闻发言人称，中美双方将按照两国元首6月5日通话重要共识，发挥好中美经贸磋商机制作用，本着相互尊重、和平共处、合作共赢的原则，继续就彼此关心的经贸问题开展磋商。
07.23	美国财长贝森特	中国购买俄罗斯、伊朗石油的议题	美国财长贝森特称，美中新一轮谈判可能讨论中国购买俄罗斯、伊朗石油的议题。外交部对此回应称，在关税问题上，中方立场是一贯和明确的，希望美方同中方一道，通过对话沟通增进共识、减少误解、加强合作，推动中美关系稳定健康可持续发展。

资料来源：新华社、中国政府网等、开源证券研究所

2、海外宏观：美欧关税谈判进入关键时刻

过去两周（7月13日-7月26日），海外宏观政策聚焦海外关税谈判进展、欧央行利率决议等。

美国与全球主要经济体的经贸谈判仍在进行中，其中中美、美欧正迎来新一轮高层经贸谈判。欧盟和美国双方在关键细节上仍存在分歧，双方就钢铁、汽车和医

药产品的具体关税数值争执不下。而美日关税谈判已达成协议。美方对日本实施的“对等关税”税率将从 25%下调至 15%，日本将在现行的“最低准入制度”下增加美国大米的进口量。该协议还包括日本向美国投资 5500 亿美元的承诺。中美新一轮关税谈判已于 7 月 27 日开启，密切关注谈判成果。

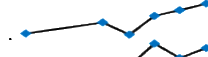
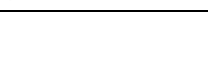
7 月，欧央行维持三大利率不变，自 2024 年 6 月以来连续 8 次降息后首次按下降息“暂停键”。由于关税最终如何落地尚不清晰，欧央行没有就后续政策路径提供任何前瞻指引，并罕见地将“贸易争端”列为政策不确定性的主要来源，强调当前环境“异常不确定”。

表6：欧央行 7 月停止降息

时间	机构/领导	主题	具体内容
07.17	韩国政府	美韩贸易谈判	韩国政府正在考虑就部分农产品进口限制作出“战略性让步”，以换取与美国达成更广泛贸易协议的空间。在农产品领域，美国要求韩放宽对美 30 月龄及以上牛肉的进口限制、扩大大米进口配额、允许进口转基因土豆，并放宽苹果、蓝莓等水果的检疫程序等。
07.18	美国众议院	《天才法案》	稳定币监管相关《天才法案》得到的赞成票是反对票的 2.5 倍，获 100 多名民主党议员“倒戈”支持。《天才法案》标志着美国稳定币监管立法进入实施阶段。特朗普政府明确将稳定币视为增强美元实力、创造美国国债需求的工具，同时反对可能挑战美元地位的央行数字货币（CBDC）出现。
07.18	美国总统特朗普	美欧关税谈判	特朗普推动对所有欧盟商品加征 15%-20%的最低关税，这进一步加大了谈判压力，令谈判陷入僵局。分析指出，这一更为强硬的立场意在测试欧盟的“痛点”，此前双方已就维持大多数商品 10%基准关税的框架协议进行了数周谈判。
07.18	印度政府	美印贸易谈判	知情官员透露，印度认为美国不会将其视为像越南和其他东南亚国家那样的转运枢纽，迄今为止的谈判表明印度的关税税率将优于这些国家。印度希望将关税降至 10%以下。分析指出，最新发展显示特朗普本人偏好的水平趋向 15%-20%区间。
07.20	美国总统特朗普	特朗普威胁对俄追加制裁	媒体称，继特朗普宣布 8 月 1 日将生效的铜关税后，特朗普团队讨论对木材、芯片、关键矿产和药品发布征关税的公告。这些产品都是美国商务部在进行的 232 调查对象。特朗普最近威胁对药品征高达 200%关税、称半导体关税的时间线和药品的类似、“不太复杂”。一些美国议员敦促征至少 60%木制品关税。
07.23	日本政府、美国政府	美日关税协定	美日关税谈判达成协议。美方对日本实施的“对等关税”税率将从 25%下调至 15%，日本将在现行的“最低准入制度”下增加美国大米的进口量。该协议还包括日本向美国投资 5500 亿美元的承诺。美国白宫表示，美日投资协议将重点关注半导体设计和制造、天然气和新造船厂。日本将购买价值 80 亿美元的美国商品，包括玉米、大豆、化肥、生物乙醇和可持续航空燃料。
07.24	欧央行	欧盟停止降息	欧央行维持三大利率不变，自 2024 年 6 月以来连续 8 次降息后首次按下降息“暂停键”。由于关税最终如何落地尚不清晰，欧洲央行没有就后续政策路径提供任何前瞻指引，并罕见地将“贸易争端”列为政策不确定性的主要来源，强调当前环境“异常不确定”。
07.27	美国、欧盟	美欧贸易谈判	美国总统特朗普 25 日动身前往英国苏格兰地区，与欧盟委员会主席冯德莱恩商谈关税事宜。欧盟和美国双方在关键细节上仍存在分歧，美国商务部长霍华德·卢特尼克与欧盟高级官员之间的谈判一直持续到周六深夜，双方就钢铁、汽车和医药产品的具体关税数值争执不下。欧盟方面希望，某些未来可能成为征税目标的敏感行业（如医药）也能纳入 15%的统一税率上限。但消息人士指出，这正是特朗普的立场能否妥协的关键点之一，对最终是否达成协议具有决定性作用。

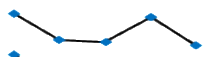
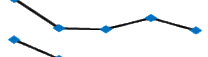
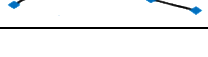
资料来源：央视新闻、华尔街见闻等、开源证券研究所

表7：7月第四周海外股指多数上涨

名称	7月25日	7月18日	近一周涨跌幅	变化趋势
标普 500	6388.64	6296.79	1.46%	
纳斯达克指数	21108.32	20895.66	1.02%	
道琼斯工业指数	44693.91	44342.19	0.79%	
德国 DAX	24217.50	24289.51	-0.30%	
英国富时 100	9120.31	8992.12	1.43%	
法国 CAC40	7834.58	7822.67	0.15%	
韩国综合指数	3196.05	3188.07	0.25%	
日经 225	41456.23	39819.11	4.11%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：7月第四周国际原油价格下跌

名称	7月25日	7月18日	近一周涨跌幅	变化趋势
期货结算价(连续):布伦特原油 (美元/桶)	68.44	69.52	-1.55%	
期货结算价(连续):WTI 原油 (美元/桶)	65.16	67.54	-3.52%	
期货收盘价(连续):NYMEX 天然气 (美元/百万英热单位)	3.10	3.57	-13.23%	
期货结算价(连续):IPE 理查德湾煤炭 (美元/吨)	94.80	94.60	0.21%	
现货收盘价(场内盘):LME 铜 (美元/吨)	9,788.00	9,586.00	2.11%	
现货收盘价(场内盘):LME 铝 (美元/吨)	2,657.00	2,557.00	3.91%	
期货收盘价(连续):COMEX 黄金 (美元/盎司)	3,329.10	3,349.40	-0.61%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn