房地产

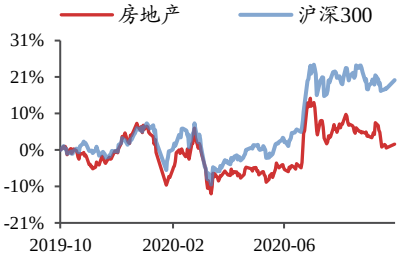
2020 年 10 月 11 日

中央继续推行结构性货币政策，唐山、银川调控升级

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业点评报告-9 月百强销售增速略有回落，建议四季度关注地产》-2020.10.8

《行业周报-行业融资政策继续从严，上海落户政策边际放松》-2020.9.27

《行业周报-8 月基本面温和向好，行业资金监管力度趋严》-2020.9.20

齐东（分析师）
qidong@kysec.cn
证书编号：S0790520060001

陈鹏（联系人）
chenpeng@kysec.cn
证书编号：S0790120060038

● **房住不炒基调不变，长效机制持续完善，维持行业看好评级**

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前房地产板块估值有所修复，板块 PE-TTM 为 8.88 倍，但仍处于历史低位。伴随疫情影响逐渐消散，预计全年结算将回到增长轨道。我们建议四季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

● **政策：中央继续推行结构性货币政策，唐山、银川调控升级**

1）中央政策：中央继续推动结构性货币政策，引导社会融资成本下行。中央货币政策委员会三季度例会，会议指出稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向；有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”；继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动综合融资成本明显下降。**地方政策看，调控升级方面，唐山**提出加大加快商品住宅用地供应，二套房首付比例由 40%上调到 50%，三套及以上暂停商贷等。**银川**要求非本地限购 1 套商品住房，限售 2 年；继续执行差别化信贷，首套首付比例不低于 20%，二套首付比例不低于 40%，二套以上停贷。**徐州**维持商品房限售政策，本市首套住房限售 5 年，二套或非本市首套住房限售 6 年。**人才新政方面，合肥**首次购房的重点生产企业高层次人才，可根据人才层次，享受 10-60 万购房补贴，公积金贷款额度可适当放宽。**广州**放宽入户门槛，拟将“双一流”建设高校本科及以上学历的青年人才入户条件放宽为参保即可入户。**此外，市场规范方面，长沙**要求开发建设单位在办结竣工验收备案手续后交房，在新建商品房交房后 90 天内完成不动产登记；**东莞**城市更新项目应在划定方案中明确安居房比例、配建类型、总建面、移交方式等；**绍兴**明确市区从严执行新建商品住房备案价格，需综合考虑同区域类似房源价格或“地价+成本”等因素。周内政策调控领域全面，地方因城施策自主权较大，但调控的最终目的均是保持当地市场平稳健康发展。

● **成交：一二手单周成交同比有所回落**

1）新房：2020 年第 41 周，全国 32 城成交面积 181 万平米，同比下降 57%，环比下降 64%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 16578 万平米，累计同比下降 3%，增速降幅仍在收敛。**2）二手房**：2020 年第 41 周，全国 9 城成交面积为 16 万平米，同比增速-85%，前值 145%；年初至今累计成交面积 4622 万平米，同比增速-6%，较前值下降 2 个百分点。

● **资金：9 月发债规模有所回升、发行利率略有上行**

2020 年 9 月，信用债发行 618 亿元，同比增长 41%，环比减少 11%；海外债发行 284 亿元，同比增长 261%，环比减少 39%；加权利率分别为 4.86%、8.44%，较 2020 年 8 月有所回升。

● **风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

目 录

1、 中央继续推行结构性货币政策，唐山、银川调控升级 3
2、 成交：一二手单周成交同比有所回落 4
2.1、 32 城新房单周成交同比有所下降 4
2.1.1、 全国重点 32 城新房成交同比下降 57% 4
2.1.2、 一二线城市单周新房成交表现最佳 5
2.2、 9 城二手房成交累计增速降幅为-6% 6
2.3、 9 月百强房企销售增速略有回落，但仍维持高位 6
3、 土地：溢价率持续高位，流拍率低位徘徊 7
4、 资金：单周发债规模同比回落、发行利率有所回升 8
4.1、 房企信用债、海外债发行规模累计增速分别为 26%、9% 8
4.2、 9 月 LPR 报价未变，房贷利率处于低位 10
5、 投资建议：维持行业“看好”评级 10
6、 风险提示 11

图表目录

图 1： 全国 32 城新房成交面积单周同比增速-57% 5
图 2： 全国 32 城新房成交面积单周环比增速-64% 5
图 3： 全国 32 城新房成交各线城市复苏趋势一致 5
图 4： 全国 9 城二手房单周成交面积同比增速-85% 6
图 5： 全国 9 城二手房成交累计增速有所回暖 6
图 6： 2020 年 9 月百强企业销售额当月同比增长 25% 6
图 7： 2020 年 9 月百强企业销售额累计同比持续复苏 7
图 8： 100 城全类型土地成交溢价率保持高位 8
图 9： 100 城全类型土地流拍率低至 0.4% 8
图 10： 2020 年第 41 周房地产信用债发行规模同比减少 9
图 11： 2020 年第 41 周房地产海外债发行规模同比减少 9
图 12： 年初至今信用债发行规模增速高达 26%，高于海外债累计增速 9% 9
图 13： 2020 年 9 月房地产信用债发行规模同比增长 41% 9
图 14： 2020 年 9 月海外债发行规模同比增长 261% 9
图 15： 2020 年 9 月信用债、海外债发行利率分别为 4.86%、8.44% 10
图 16： 9 月 LPR 利率暂未调整 10
图 17： 房贷利率仍在下行通道 10

表 1： 地方政府政策方向不一，最终目的是保持市场平稳运营（2020 年第 40&41 周） 3
表 2： 一二线城市新房成交累计同比表现最为靓眼 5
表 3： 百强企业不同层次销售额单月同比持续靓眼 7
表 4： 100 城中二线城市全类型土地成交溢价率最高（2020 年第 41 周） 8
表 5： 100 城中三线城市宅地成交流拍率达 0.2%（2020 年第 41 周） 8

1、 中央继续推行结构性货币政策，唐山、银川调控升级

中央继续推动结构性货币政策，引导社会融资成本下行。中央货币政策委员会三季度例会，会议指出稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向；有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”；继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动综合融资成本明显下降。住建部统计，2020 年前 8 月全国新开工改造老旧小区 2.78 万个，占年度目标任务（约 3.9 万个）的 71%，较 7 月末提高了 14 个百分点。

地方政策看，调控升级方面，唐山提出加大加快商品住宅用地供应，土地出让“限房价、竞地价”，实施比例不低于供地面积的 50%；打击房地产开发企业捂盘惜售，要求已办理预售许可的商品住房必须在 10 日内一次性对外公开销售；二套房首付比例由 40%上调到 50%，三套及以上暂停商贷等。**银川**要求非本地限购 1 套商品住房，限售 2 年；继续执行差别化信贷，首套首付比例不低于 20%，二套首付比例不低于 40%，二套以上停贷。**徐州**维持商品房限售政策，本市首套住房限售 5 年，二套或非本市首套住房限售 6 年。**人才新政方面，合肥**公布人才购房新政，首次购房的重点生产企业高层次人才，可根据人才层次，享受 10-60 万购房补贴，公积金贷款额度可适当放宽。**广州**放宽入户门槛，拟将“双一流”建设高校本科及以上学历的青年人才入户条件放宽为参保即可入户。**此外，市场规范方面，长沙**要求开发建设单位在办结竣工验收备案手续后交房，在新建商品房交房后 90 天内完成不动产登记；**东莞**城市更新项目应在划定方案中明确安居房比例、配建类型、总建面、移交方式等；**绍兴**明确市区从严执行新建商品住房备案价格，需综合考虑同区域类似房源价格或“地价+成本”等因素。周内政策调控领域全面，地方因城施策自主权较大，但调控的最终目的均是保持当地市场平稳健康发展。

表1：地方政府政策方向不一，最终目的是保持市场平稳运营（2020 年第 40&41 周）

时间	政策
2020/9/28	长沙：开发建设单位在办结竣工验收备案手续后交房，在新建商品房交房后 90 天内完成不动产登记
2020/9/28	绍兴：明确市区从严执行新建商品住房备案价格，需综合考虑同区域类似房源价格或“地价+成本”等因素，经区联席会议审议通过后提交市联席会议审议确定。
2020/9/28	东莞：城市更新项目应在划定方案中明确安居房比例、配建类型、总建面、移交方式等；人才住房以 90㎡以下的中小套型为主，不得超过 144㎡；公租房不得大于 60㎡等；房源分配优先人才住房，配建比例超过 10%部分，可作公租房、共有产权房等；人才住房租金不高于同地段平均租金 60%等。
2020/9/28	唐山：加大加快商品住宅用地供应；土地出让“限房价、竞地价”，实施比例不低于供地面积的 50%；打击房地产开发企业捂盘惜售，要求已办理预售许可的商品住房必须在 10 日内一次性对外公开销售；二套房首付比例由 40%上调到 50%，三套及以上暂停商贷等。
2020/9/28	央行：中央货币政策委员会三季度例会，稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向；有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”；继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动综合融资成本明显下降。
2020/9/28	武汉：出台 16 条开发区改革创新举措，支持龙头企业扩区扩园和在现有园区建设“园中园”、“区中园”，支持龙头企业扶持本地产业链、供应链配套企业，形成特色鲜明的产业集群
2020/9/29	北京：大兴区 1130 套集体建设用地共有产权住房 10 月 9 日起申购，该项目具有与国有土地共有产权房“同权同价”属性
2020/9/29	合肥：公布人才购房新政，首次购房的重点生产企业高层次人才，可根据人才层次，享受 10-60 万购房补贴，公

时间	政策
	积金贷款额度可适当放宽。
2020/9/30	**银川：**非本地限购 1 套商品住房，限售 2 年；继续执行差别化信贷，首套首付比例不低于 20%，二套首付比例不低于 40%，二套以上停贷。
2020/9/30	**贵州：**拟三年内，全省城镇常住人口达到 2010 万人、常住人口城镇化率达到 54%，完成城建投资 7200 亿元，建成城镇保障性安居工程 11 万套，城镇人均住房面积提高到 40 ㎡以上。
2020/9/30	**住建部：**2020 年前 8 月全国新开工改造老旧小区 2.78 万个，占年度目标任务（约 3.9 万个）的 71%，较 7 月末提高了 14 个百分点；涉及居民约 540 万户，占年度目标任务（约 700 万户）的 76%，较 7 月末提高了 14 个百分点。
2020/10/3	**义乌：**因赤岸镇镇区有机更新需要，出台土地征收方案，范围东至华川南路，南至老高桥，西至华川集团，北至报国西路，按照签约期限三个时段分别给予 3%、2%、1%的签约奖励。
2020/10/8	**珠海：**发布城市更新条例征求意见，明确城市更新单元规划、项目监管协议等管理制度；明确审批各级事权划分，给予各区政府、区城市更新部门多项授权；明确鼓励及扶持等
2020/10/8	**广州：**放宽入户门槛，拟将“双一流”建设高校本科及以上学历的青年人才入户条件放宽为参保即可入户
2020/10/8	**徐州：**发布新政：新备案商品住房低于 10 万㎡的实行一次性价格备案，高于的分批备案每次不低于 10 万㎡，备案价格一年内不得调整；推行基础装修+升级装修模式，合理控制基础装修价格；维持商品房限售政策，本市首套住房限售 5 年（备案，权属登记为 2 年）；二套或非本市首套住房限售 6 年（备案，权属登记为 3 年）
2020/10/8	**绍兴：**新增要求项目每期预售申请建面至少 3 万㎡，不足的需一次性申请。重申 7 月调控政策：①全市土拍严格执行“限地价，竞配建“，严控溢价率和楼面地价；②市区新房价格实行”双备案“，经区联席会议审议通过后提交市联席会议审议确定；③严厉打击房企、中介发布虚假房源、捂盘惜售等，严格落实主体责任
2020/10/10	**住建部：**将指导各地以老旧小区改造、居住社区补短板、完整社区建设为契机，因地制宜拓展公共空间、公共设施和公共绿地，推进相邻小区及周边地区联动改造，加强片区健身设施、公共空间共建共享，推动完善城镇老旧小区体育健身等各类公共服务设施

资料来源：政府官网、乐居财经、Wind、开源证券研究所

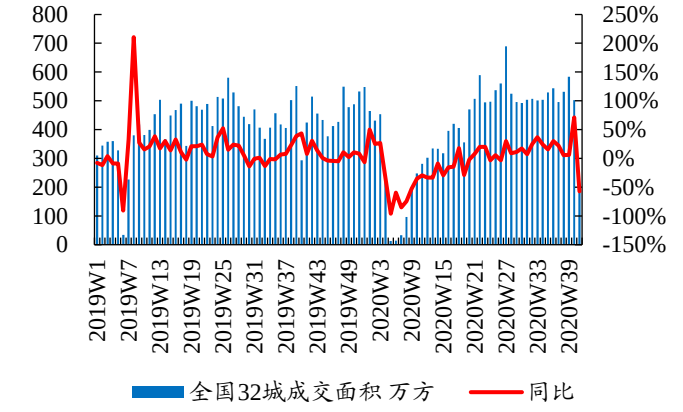
2、 成交：一二手单周成交同比有所回落

2.1、 32 城新房单周成交同比有所下降

2.1.1、 全国重点 32 城新房成交同比下降 57%

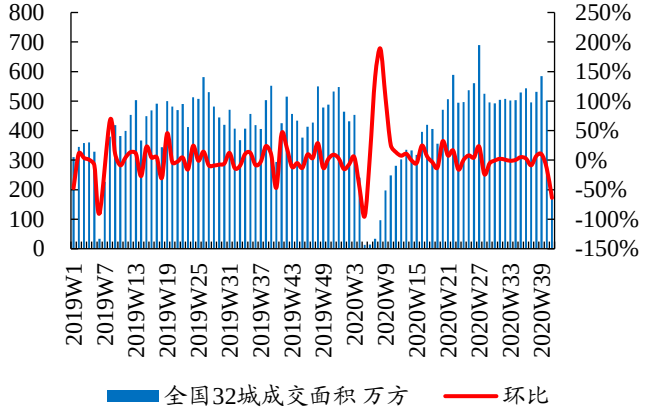
根据房管局数据，2020 年第 41 周，全国 32 城成交面积 181 万平米，同比下降 57%，环比下降 64%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 16578 万平米，累计同比下降 3%，增速降幅仍在收敛。

图1：全国 32 城新房成交面积单周同比增速-57%



数据来源：Wind、开源证券研究所（横坐标 W 代表周，下同）

图2：全国 32 城新房成交面积单周环比增速-64%

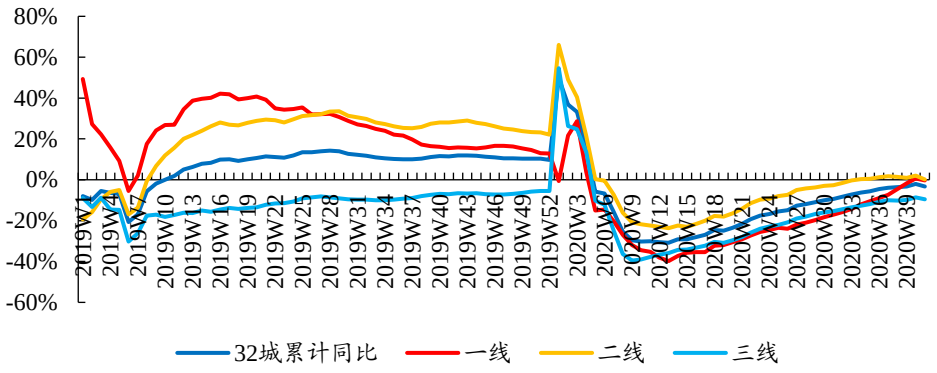


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.2、 一二线城市单周新房成交表现最佳

根据房管局数据，2020 年第 41 周，全国 32 城成交面积同比增速-57%，年初至今累计增速-3%，自 2 月以来处于持续修复通道。各线城市走势基本一致，一、二、三线单周成交同比增速分别为-45%、-68%、-45%，年初至今累计增速 0%、0%、-10%，一二线城市成交情况最佳，三线城市承压，复苏情况较为一般。

图3：全国 32 城新房成交各线城市复苏趋势一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：一二线城市新房成交累计同比表现最为靓眼

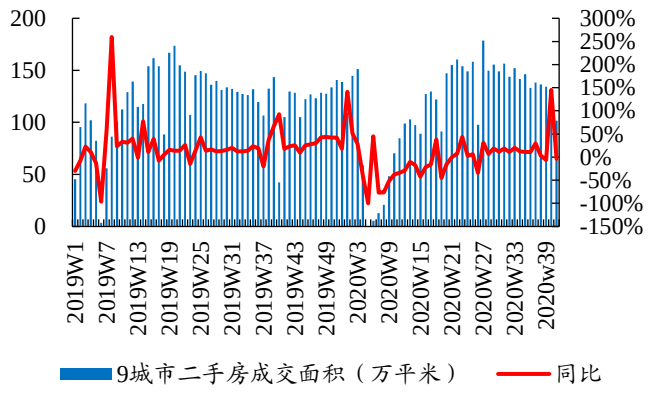
	成交面积（万方）	同比	环比	累计成交面积（万方）	累计同比	累计环比
一线城市	29	-45%	-68%	2608	0%	1%
二线城市	73	-68%	-71%	8525	0%	1%
三线城市	80	-45%	-51%	5445	-10%	1%
合计	181	-57%	-64%	16578	-3%	1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 9 城二手房成交累计增速降幅为-6%

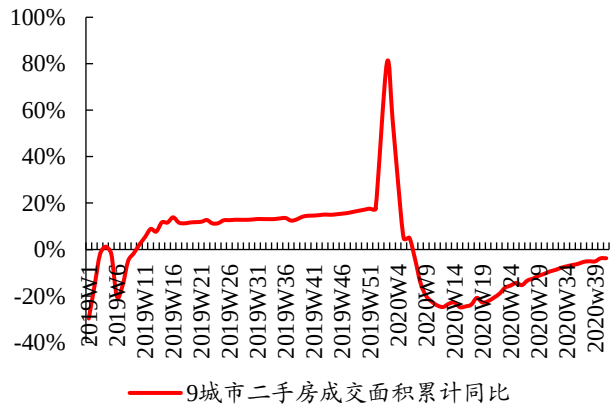
9 城二手房成交累计增速降幅为-6%。2020 年第 41 周，全国 9 城成交面积为 16 万平米，同比增速-85%，前值 145%；年初至今累计成交面积 4622 万平米，同比增速-6%，较前值下降 2 个百分点。

图4：全国 9 城二手房单周成交面积同比增速-85%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：全国 9 城二手房成交累计增速有所回暖

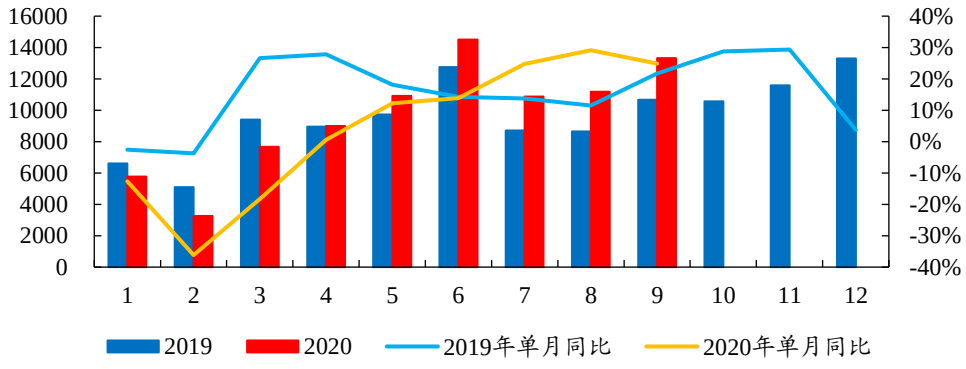


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 9 月百强房企销售增速略有回落，但仍维持高位

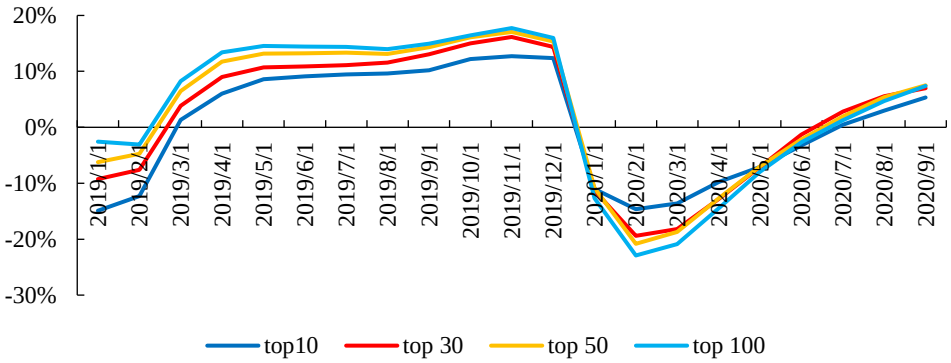
2020 年 9 月，百强房企销售额单月同比增长 24.8%，较前值下降 4.3 个百分点，自 2020 年 2 月以来单月增速首次出现回落，但仍处于较高水平；销售面积单月同比增长 28.4%，较前值提升 8.2 个百分点，9 月销售规模增长靓眼主要源于面积端持续放量，但价格端有所承压。展望未来，四季度宏观环境相对稳定，尽管 2019 年同期基数仍然不低，但当前居民端房贷利率仍处于下行阶段，需求端仍将继续得到释放，短期内销售增速高位具备可持续性。

图6：2020 年 9 月百强企业销售额当月同比增长 25%



数据来源：CRIC、开源证券研究所

图7：2020 年 9 月百强企业销售额累计同比持续复苏



数据来源：CRIC、开源证券研究所

TOP30 后房企销售增速最为靓眼。2020 年 9 月，TOP10、TOP11-30、TOP31-50、TOP51-100 房企的销售同比分别增长 20.6%、增长 10.2%、增长 47.5%、增长 45.4%。各梯队房企增速均较为可观，TOP50-100 的企业销售表现较好，改善最为明显，其余梯队房企销售增速均有一定回落，但仍处于绝对高位。TOP10、 TOP11-30、TOP31-50、TOP51-100 较上月增速分别下降 1.3 个百分点、下降 18.8 个百分点、下降 9.1 个百分点、提升 20.8 个百分点。

表3：百强企业不同层次销售额单月同比持续靓眼

	2020M1	2020M2	2020M3	2020M4	2020M5	2020M6	2020M7	2020M8	2020M9
top 3	4.8%	-16.5%	-0.2%	0.2%	9.6%	14.2%	34.1%	18.4%	9.9%
top 4-10	-26.4%	-22.0%	-22.2%	-0.8%	-5.2%	7.0%	15.2%	24.7%	30.1%
top10	**-11.0%**	**-19.0%**	**-12.3%**	**-0.3%**	**1.6%**	**10.0%**	**23.4%**	**21.9%**	**20.6%**
top 11-30	-11.8%	-48.1%	-23.4%	0.4%	27.6%	29.6%	36.1%	29.1%	10.2%
top 30	**-11.3%**	**-29.6%**	**-16.7%**	**0.0%**	**11.5%**	**18.0%**	**28.4%**	**24.9%**	**16.1%**
top 31-50	-8.6%	-51.4%	-12.3%	8.1%	8.8%	-4.4%	23.4%	56.6%	47.5%
top 51-100	-21.6%	-52.5%	-30.1%	-3.3%	18.3%	16.3%	13.2%	24.6%	45.4%
top 100	**-12.7%**	**-36.2%**	**-18.3%**	**0.6%**	**12.2%**	**13.8%**	**24.8%**	**29.1%**	**24.8%**

数据来源：CRIC、开源证券研究所

3、 土地：溢价率持续高位，流拍率低位徘徊

全国 100 城土地市场成交热度持续高位。2020 年第 41 周，全国 100 城全类型土地成交溢价率 11%，流拍率 0.4%；宅地成交溢价率 16.4%，流拍率 0.1%。

表4：100 城中二线城市全类型土地成交溢价率最高（2020 年第 41 周）

	推出地块规划建筑面积（万方）	流拍率	成交地块规划建筑面积（万方）	成交楼面均价（元/平米）	平均溢价率
一线	73	0.0%	0	-	-
二线	2482	0.8%	607	1887	16%
三线	3819	0.1%	543	1084	4%
合计	6373	0.4%	1150	1509	11%

资料来源：Wind、开源证券研究所

表5：100 城中三线城市宅地成交流拍率达 0.2%（2020 年第 41 周）

	推出地块规划建筑面积	流拍率	成交地块规划建筑面积	成交楼面均价	平均溢价率
一线	57	0.0%	0	-	-
二线	942	0.0%	233	2921	27%
三线	1640	0.2%	236	2115	4%
合计	2640	0.1%	469	2515	16%

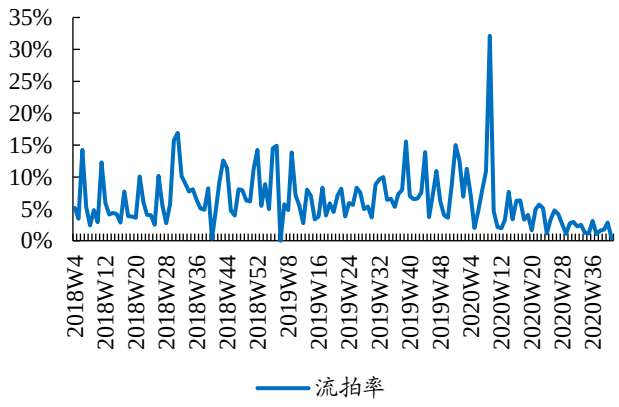
资料来源：Wind、开源证券研究所

图8：100 城全类型土地成交溢价率保持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：100 城全类型土地流拍率低至 0.4%



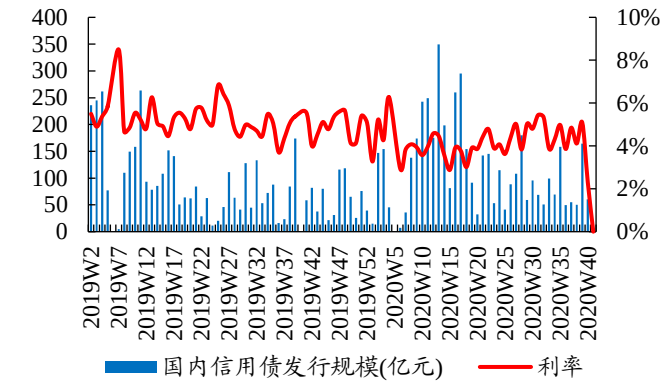
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 资金：单周发债规模同比回落、发行利率有所回升

4.1、 房企信用债、海外债发行规模累计增速分别为 26%、9%

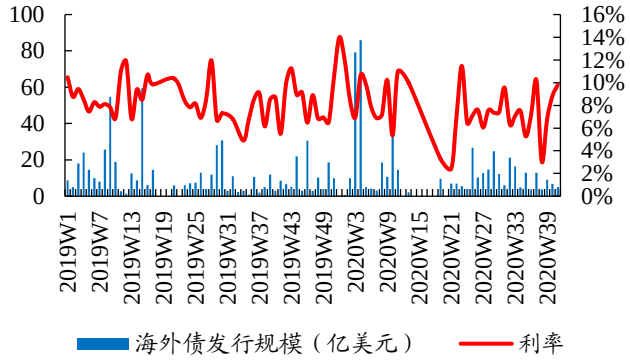
2020 年第 41 周，本周未有信用债发行；海外债发行 5 亿美元，同比减少 41%，环比减少 26%，平均加权利率 9.8%，环比增加 98BPs。

图10：2020 年第 41 周房地产信用债发行规模同比减少



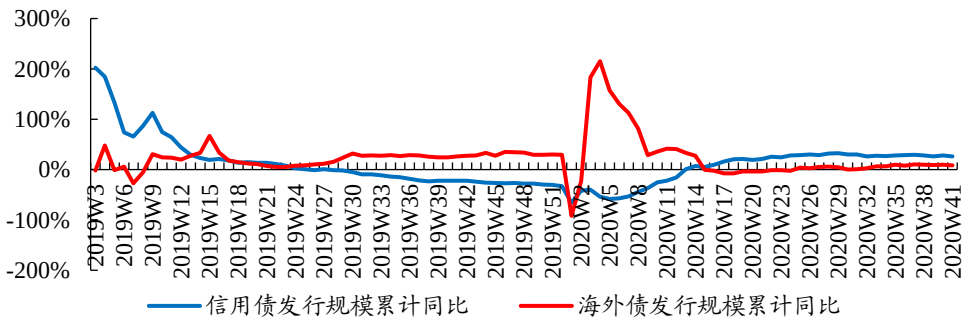
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2020 年第 41 周房地产海外债发行规模同比减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

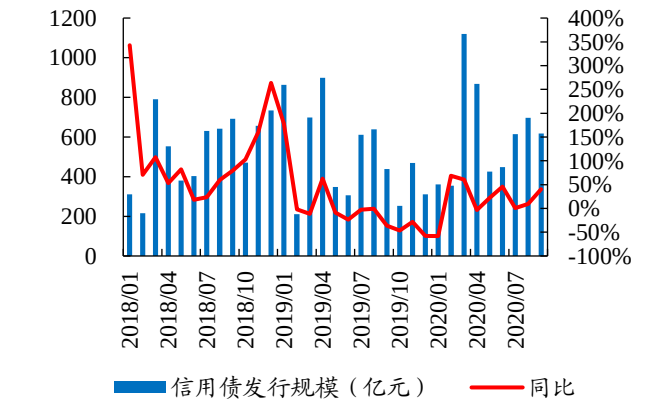
图12：年初至今信用债发行规模增速高达 26%，高于海外债累计增速 9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

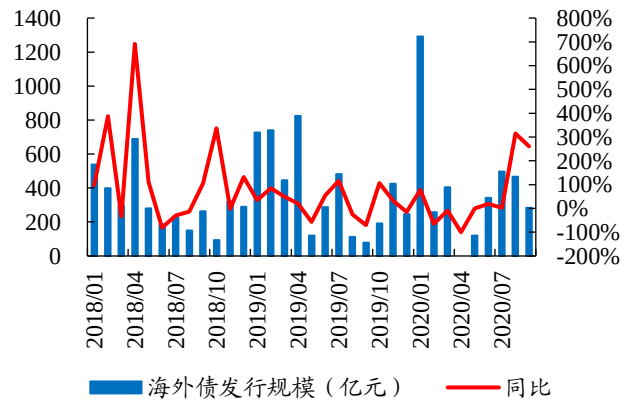
9 月发债规模有所回升、发行利率略有上行。2020 年 9 月，信用债发行 618 亿元，同比增长 41%，环比减少 11%；海外债发行 284 亿元，同比增长 261%，环比减少 39%；加权利率分别为 4.86%、8.44%，较 2020 年 8 月有所回升。

图13：2020 年 9 月房地产信用债发行规模同比增长 41%



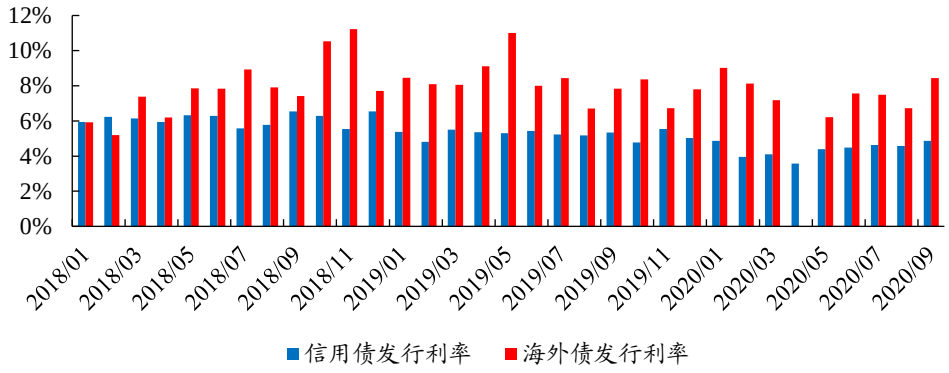
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2020 年 9 月海外债发行规模同比增长 261%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2020 年 9 月信用债、海外债发行利率分别为 4.86%、8.44%

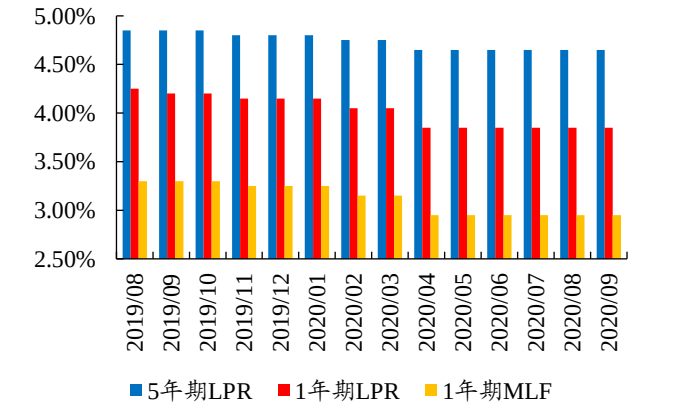


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 9 月 LPR 报价未变，房贷利率处于低位

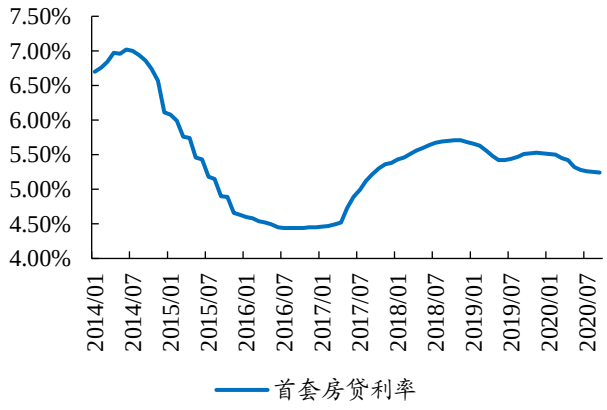
居民端房贷利率缓慢下行，或将探底。9 月 20 日，央行公布 9 月 LPR，1 年期 LPR 报价 3.85%、5 年期为 4.65%，连续 5 个月不变。2020 年 9 月，全国首套房贷款平均利率为 5.24%，二套房贷款平均利率为 5.55%，环比均下降 1BP，这是首套房、二套房连续下调的第 9 个月。目前全国房贷利率走势逐渐趋于平缓，后续房贷利率有望探底，当前利率仍处于历史低位，利于缓和居民还贷压力，释放居民置业需求。

图16：9 月 LPR 利率暂未调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：房贷利率仍在下行通道



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 投资建议：维持行业“看好”评级

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前销售、区域政策等方面均持续向好，在宽信用的大环境下，限价政策有所松动利好房企利润率修复，存货价值有望得到重估。目前房地产板块估值有所修复，板块 PE-TTM 为 8.88 倍，但

仍处于历史低位。伴随疫情影响逐渐消散，预计全年结算将回到增长轨道。

我们建议四季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

6、 风险提示

1）行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。

2）政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。

3）融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。

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R3（中风险），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，属于机密材料，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。

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10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16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