房地产

2020 年 09 月 20 日

8 月基本面温和向好，行业资金监管力度趋严

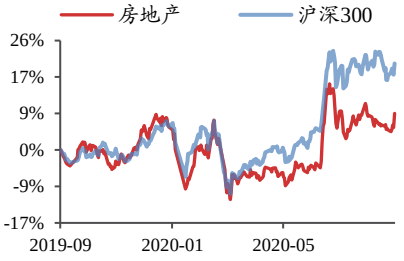
——行业周报

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

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-基本面温和向好，销售、投资、资金端持续靓眼》-2020.9.18

《房地产行业展望：寻求模糊的正确，规避精确的错误-房地产行业展望：寻求模糊的正确，规避精确的错误》-2020.9.17

《行业周报-成交向好，租赁市场政策持续完善，常州调控升级》-2020.9.13

● 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 8.99 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。我们建议三季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

● 政策：资金监管力度加大，成都新政有效保障无房家庭需求

1）中央政策：银保监持续开展 30 多个重点城市房地产贷款专项整治，加大对首付贷、消费贷资金流入房市的查处力度，引导银行资金重点支持棚户区改造等保障性民生工程和居民合理自住购房需求……房地产金融化、泡沫化倾向得到有效遏制。央行副行长潘功胜表示，重点房企资金监测和融资管理规则建设的目的，在于增强房企融资管理的市场化、规则化和透明化。银保监会发文小额贷款公司贷款不得用于股票/金融衍生品等投资、房地产市场违规融资及其他违规用途。近年来，央行、银保监会等机构持续通过完善资金监管制度、加强监管力度，推动金融体系抗风险能力持续提升。**2）地方政策看，住房保障方面，**成都增加住宅用地供应，建立房价地价联动机制，提高公证摇号中棚改、无房居民家庭优先的比例，个人住房转让增值税征免年限由 2 年调整到 5 年。深圳司法局就《深圳市房地产市场监管办法（修订征求意见稿）》公开征求意见，包括在二手房交易方面，明确完善房地产市场价格监管机制。**公积金制度方面，**苏州长三角住房公积金一体化战略合作正式落地，公积金可偿还长三角三省一市房贷；北京发布住房公积金行政处罚裁量基准；大连取消原有的“子女可以自己名义为已退休父母申请公积金贷款，且不占用子女的公积金贷款额度”。**人才政策方面，**郑州最高首次购房补贴达 300 万元。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略有回落，但整体改善趋势不变

1）新房：2020 年第 38 周，全国 32 城成交面积 435 万平米，同比下降 13%，环比下降 12%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 15214 万平米，累计同比下降 4%，增速降幅仍在收敛。**2）二手房：**2020 年第 38 周，全国 32 城成交面积 435 万平米，同比下降 13%，环比下降 12%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 15214 万平米，累计同比下降 4%，增速降幅仍在收敛。

● 资金：单周发债规模、发行利率均有回落

2020 年第 38 周，信用债发行 50 亿元，同比减少 41%，环比减少 9%，平均加权利率 4.11%，环比减少 74BPs；海外债发行 3.7 亿美元，同比减少 25%，环比减少 71%，平均加权利率 3.04%，环比减少 718BPs。

● 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、 资金监管力度加大，8 月基本面温和向好 4
1.1、 行业资金监管力度加大，成都新政有效保障无房家庭需求 4
1.2、 8 月基本面温和向好，销售、投资、资金端持续靓眼 5
1.2.1、 单月销售额增速创 2017 年 7 月新高，需求景气度持续回升 5
1.2.2、 开竣工单月增速收敛，竣工短期波动不改全年向好走势 6
1.2.3、 施工回升，叠加土地市场热度高位，地产投资增速靓眼 6
1.2.4、 回款可观，房企到位资金表现靓眼 7
1.2.5、 70 城房价温和上涨 7
2、 成交：一二手单周成交同比略有回落，但整体改善趋势不变 9
2.1、 32 城新房单周成交同比有所下降 9
2.1.1、 全国重点 32 城新房成交同比下降 13% 9
2.1.2、 二线城市新房成交表现最佳 9
2.2、 9 城二手房成交累计增速降幅收缩至-5% 10
3、 土地：溢价率持续高位，流拍率低位徘徊 11
4、 资金：单周发债规模、发行利率均有回落 11
4.1、 房企信用债、海外债发行规模累计增速分别为 28%、10% 12
4.2、 8 月 LPR 报价未变，房贷利率处于低位 13
5、 投资建议：维持行业“看好”评级 14
6、 风险提示 14

图表目录

图 1： 2020 年 8 月商品房销售额单月增速达 27.1% 6
图 2： 2020 年 8 月商品房销售面积单月增速达 13.7% 6
图 3： 2020 年 8 月开竣工单月增速分别为 2.4%、-9.8% 6
图 4： 2020 年 8 月房地产开发投资额单月增速达 11.8% 7
图 5： 2020 年 8 月施工面积单月增速 13.2% 7
图 6： 2020 年 8 月房地产开发企业到位资金单月增长 18.3% 7
图 7： 2020 年 8 月 70 城中有 59 城新房价格环比上涨 8
图 8： 2020 年 8 月 70 城中有 47 城二手价格环比上涨 8
图 9： 2020 年 8 月 70 城中新房住宅价格环比上涨 0.6% 8
图 10： 2020 年 8 月 70 城中二手房住宅价格环比上涨 0.3% 9
图 11： 全国 32 城新房成交面积单周同比增速-13% 9
图 12： 全国 32 城新房成交面积单周环比增速-12% 9
图 13： 全国 32 城新房成交各线城市复苏趋势一致 10
图 14： 全国 9 城二手房单周成交面积同比增速-4% 10
图 15： 全国 9 城二手房成交累计增速有所回暖 10
图 16： 100 城全类型土地成交溢价率保持高位 11
图 17： 100 城全类型土地流拍率低至 1.6% 11
图 18： 2020 年第 38 周房地产信用债发行规模同比减少 12
图 19： 2020 年第 38 周房地产海外债发行规模同比减少 12
图 20： 年初至今信用债发行规模增速高达 28%，高于海外债累计增速 10% 12

图 21： 2020 年 8 月房地产信用债发行规模同比增长 9% 13
图 22： 2020 年 8 月海外债发行规模同比增长 314% 13
图 23： 2020 年 8 月信用债、海外债发行利率分别为 4.55%、6.72% 13
图 24： 8 月 LPR 利率暂未调整 14
图 25： 房贷利率仍在下行通道 14

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 38 周） 4
表 2： 二线城市新房成交同比表现最为靓眼 10
表 3： 100 城中三线城市全类型土地成交溢价率最高（2020 年第 38 周） 11
表 4： 100 城中三线城市宅地成交溢价率最高（2020 年第 38 周） 11

1、 资金监管力度加大，8 月基本面温和向好

1.1、 行业资金监管力度加大，成都新政有效保障无房家庭需求

9 月 14 日，银保监持续开展 30 多个重点城市房地产贷款专项整治，加大对首付贷、消费贷资金流入房市的查处力度，引导银行资金重点支持棚户区改造等保障性民生工程和居民合理自住购房需求，保障性安居工程贷款余额稳步增长，房地产金融化、泡沫化倾向得到有效遏制。央行副行长潘功胜表示，重点房企资金监测和融资管理规则建设的目的，在于增强房企融资管理的市场化、规则化和透明化。9 月 16 日，银保监会发文加强小额贷款公司监管，贷款不得用于股票/金融衍生品等投资、房地产市场违规融资及其他违规用途。近年来，央行、银保监会等机构持续通过完善资金监管制度、加强监管力度，推动金融体系抗风险能力持续提升。

地方政策看，住房保障方面，成都增加住宅用地供应，宅地占经营性用地的比重不低于 60%，供需紧张区域不低于 70%，建立房价地价联动机制；提高公证摇号中棚改、无房居民家庭优先的比例，棚改优先最低比例由 10%提高到 20%，无房居民家庭由棚改优先后剩余房源的 50%提高到 60%；个人住房转让增值税征免年限由 2 年调整到 5 年。深圳司法局就《深圳市房地产市场监管办法（修订征求意见稿）》公开征求意见，内容包括在二手房交易方面，明确完善房地产市场价格监管机制。**公积金制度方面，**苏州公积金可偿还长三角三省一市房贷；长三角三省一市公积金，可在苏州贷款买房，异地贷款将逐步实现等；北京发布住房公积金行政处罚裁量基准。大连取消原有的“子女可以自己名义为已退休父母申请公积金贷款，且不占用子女的公积金贷款额度”。**人才政策方面，**郑州最高首次购房补贴达 300 万元，对符合条件的博士、硕士和“双一流”高校本科毕业生，分别给予 10 万元、5 万元、2 万元的首次购房补贴。

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 38 周）

时间	政策
2020/9/14	银保监会：持续开展 30 多个重点城市房地产贷款专项整治，加大对首付贷、消费贷资金流入房市的查处力度，引导银行资金重点支持棚户区改造等保障性民生工程和居民合理自住购房需求，保障性安居工程贷款余额稳步增长，房地产金融化、泡沫化倾向得到有效遏制
2020/9/14	国务院：举行政策例行吹风会，介绍实施金融控股公司准入管理及监督管理的新规，明确金控公司实施许可的范围、条件、程序，下一步将开展准入管理和持续监管
2020/9/14	北京：发布《北京住房公积金行政处罚裁量基准》，按照不同违法情节划分为“处 1 万元罚款”、“处 1 万元以上 3 万元以下罚款”、“处 3 万元以上 5 万元以下罚款”三个基础裁量阶次
2020/9/14	大连：公积金政策微调，取消原有的“子女可以自己名义为已退休父母申请公积金贷款，且不占用子女的公积金贷款额度”
2020/9/14	成都：1、增加住宅用地供应，要求其占经营性用地比重不低于 60%；2、建立房价地价联动机制，调控土地价格；3、打击捂地、捂盘，加大已供未开发土地的促建力度；4、棚改优先最低比例由 10%提高到 20%，无房居民家庭优先最低比例由棚改优先后剩余房源的 50%提高到 60%；5、个人住房转让增值税征免年限由 2 年调整到 5 年
2020/9/15	央行：1、LPR 比国债收益率更适宜作为中国贷款利率定价基准；2、将继续深化 LPR 改革，推动实现利率“两

时间	政策
	轨合一轨”，完善货币政策调控和传导机制，健全基准利率和市场化利率体系
2020/9/15	**国家统计局：**商品房销售额已经由负转正，政府没有把房地产作为短期刺激经济的手段，仍坚持房住不炒的定位
2020/9/15	**苏州：**1、苏州公积金可偿还长三角三省一市房贷；2、长三角三省一市公积金，可在苏州贷款买房，异地贷款将逐步实现；3、三省一市缴存职工办理异地贷款缴存使用证明，可直接线上申请，实现异地贷款证明信息互认
2020/9/16	**发改委：**1、加快 5G、一体化数据中心等新基建项目建设；2、将督促地方政府加快专项债券发行使用进度，支持民间投资参与补短板和新型基础设施建设，规范创新推广 PPP 模式，稳妥推进基础设施领域 REITs 试点；3、继续支持西部地区加大基础设施投资、民生保障等领域补短板力度，同时严防地方政府债务风险
2020/9/17	**郑州：**发布人才新政，最高首次购房补贴达 300 万元；对符合条件的博士、硕士和“双一流”高校本科毕业生，分别给予 10 万元、5 万元、2 万元的首次购房补贴
2020/9/17	**福建：**住建部发文规范预售资金缴存和拨付行为，专款用于工程建设，不得挪用于买地或偿债，确保开发商按时交付竣工验收合格的商品房
2020/9/17	**广州：**颁布金融支持粤港澳大湾区 66 条措施，包括向港澳地区的机构或项目发放跨境贷款、支持广州开展不动产跨境抵押登记、允许港澳居民将其在粤港澳大湾区内地购买的自住住宅抵押给港澳银行、鼓励开展房地产 REITs 试点等
2020/9/17	**银保监会：**发文加强小额贷款公司监管，贷款不得用于股票/金融衍生品等投资、房地产市场违规融资及其他违规用途
2020/9/17	**深圳：**司法局就《深圳市房地产市场监管办法（修订征求意见稿）》公开征求意见，内容包括：在二手房交易方面，明确完善房地产市场价格监管机制，并建立存量商品房价格引导制度；在房屋租赁方面要求加强租赁房屋管理，实行实名租赁、建立租赁租金监管制度等

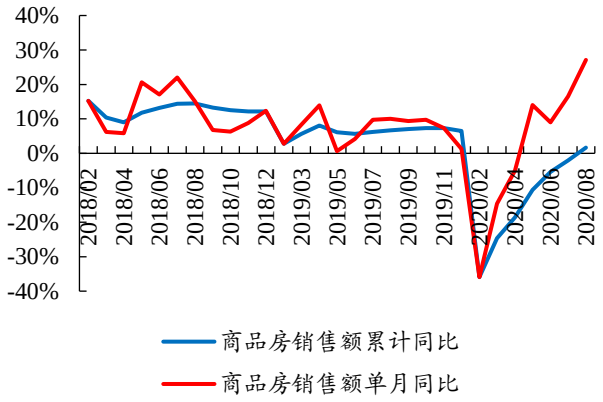
资料来源：政府官网、乐居财经、Wind、开源证券研究所

1.2、 8 月基本面温和向好，销售、投资、资金端持续靓眼

1.2.1、 单月销售额增速创 2017 年 7 月新高，需求景气度持续回升

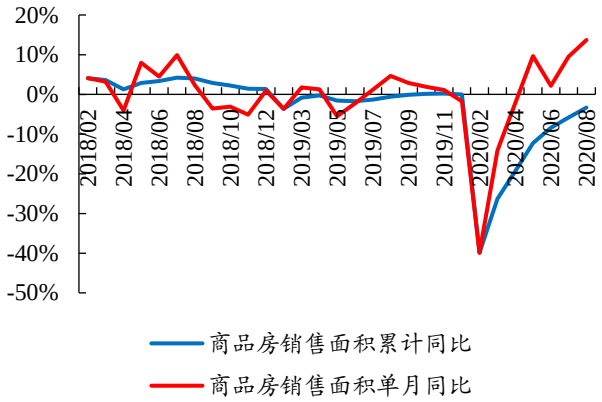
国家统计局发布 2020 年 8 月商品房投资和销售数据，2020 年 8 月，商品房销售面积单月同比增长 13.7%（7 月 9.5%）；累计增速-3.3%，降幅较前值收窄 2.5 个百分点，自 2 月以来持续好转；8 月，商品房销售额单月同比增长 27.1%，单月增速创 2017 年 7 月以来新高；累计增速+1.6%，年内增速转负为正。量价齐升推动行业销售持续靓眼。从区域看，各区域销售回暖趋势一致，东部、中部、西部、东北区域单月住宅销售面积增速分别为 22%、9%、7%、12%，较前值均有明显回升。

图1：2020 年 8 月商品房销售额单月增速达 27.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2020 年 8 月商品房销售面积单月增速达 13.7%

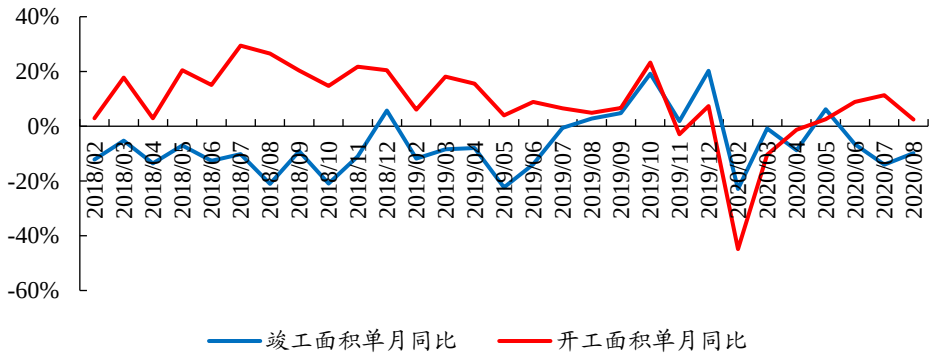


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、 开竣工单月增速收敛，竣工短期波动不改全年向好走势

2020 年 8 月，房屋新开工面积单月同比增长 2.4%，较前值下降 8.9 个百分点；累计增速-3.6%，较前值提升 0.9 个百分点；需求端景气度回升推动房企新开工意愿仍然维持可观水平，叠加融资新政影响，我们对开工维持“短多长空”判断。8 月，房屋竣工面积同比减少 9.8%，较前值提升 4.2 个百分点；累计增速-10.8%，较前值提升 0.1 个百分点。高竣工是前两年高开工的必然推演，维持全年高竣工判断，且待四季度数据验证。

图3：2020 年 8 月开竣工单月增速分别为 2.4%、-9.8%



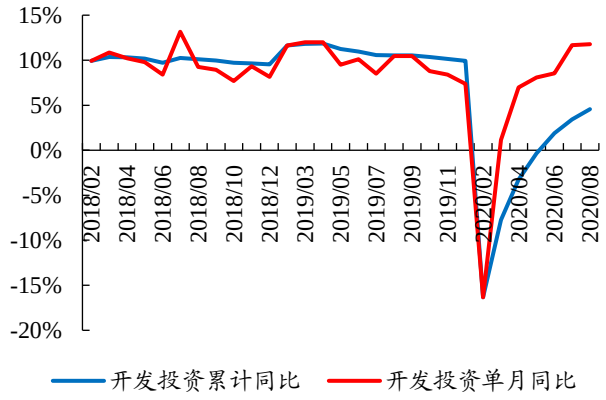
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.3、 施工回升，叠加土地市场热度高位，地产投资增速靓眼

2020 年 8 月，房地产开发投资额同比增长 11.8%，较前值继续提升 0.1 个百分点；累计增速 4.6%，较前值提升 1.2 个百分点；投资增速靓眼受益于：（1）施工端增速高位维稳，8 月施工面积单月增速 13.2%，较前值下降 3.4 个百分点；累计增速

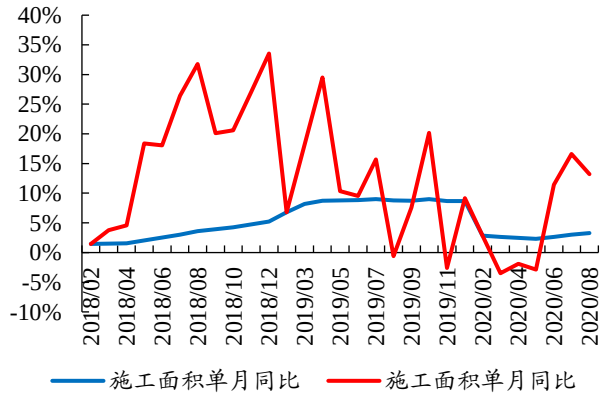
3.3%，呈现持续向上态势；（2）土地投资仍是地产投资复苏的主要支撑力，但边际效应有所减弱，8 月购置土地面积、土地成交价款累计增速分别为-2.4%、11.2%，较前值分别下降 1.3 个百分点、1.0 个百分点。

图4：2020 年 8 月房地产开发投资额单月增速达 11.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020 年 8 月施工面积单月增速 13.2%

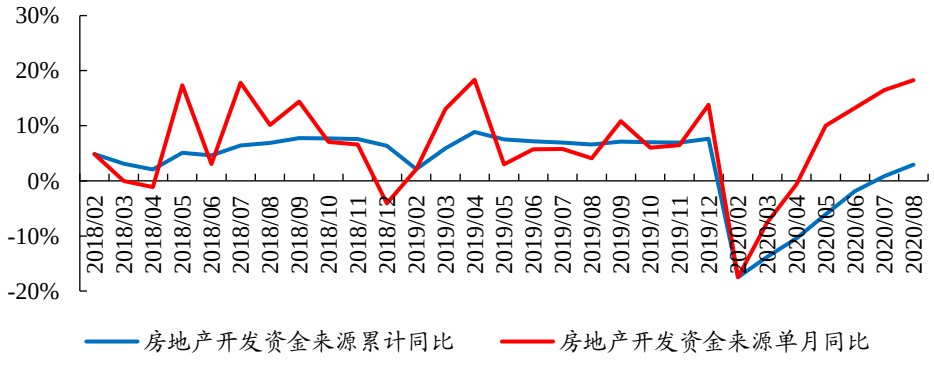


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.4、 回款可观，房企到位资金表现靓眼

2020 年 8 月，房地产开发企业到位资金同比增长 18.3%，较前值提升 1.8 个百分点；累计增速+3.0%，较前值提升 2.1 个百分点。分结构看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款当月增速分别为-3.0%、5.5%、36.6%、22.5%，除国内贷款外，其他渠道到位资金均保持正增长，其中定金及预收款、个人按揭贷款数据最为靓眼，房企在销售景气度上行阶段更依赖自身销售回款。

图6：2020 年 8 月房地产开发企业到位资金单月增长 18.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

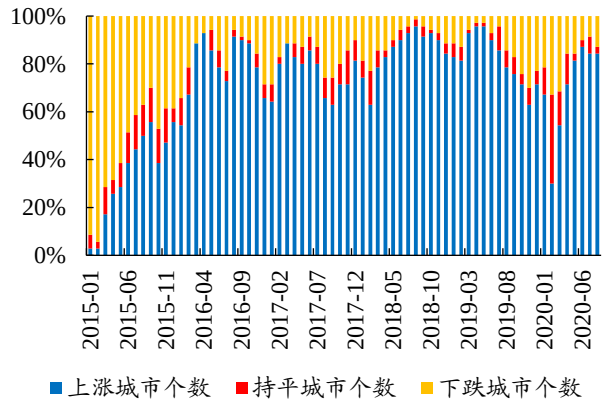
1.2.5、 70 城房价温和上涨

统计局发布 2020 年 8 月商品住宅销售价格变动情况统计数据。4 个一线城市新

建商品住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点；二手住宅销售价格环比上涨 1.0%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。31 个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点；二手住宅销售价格环比上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。35 个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 1.0%和 0.6%，涨幅比上月分别扩大 0.2 和 0.1 个百分点。

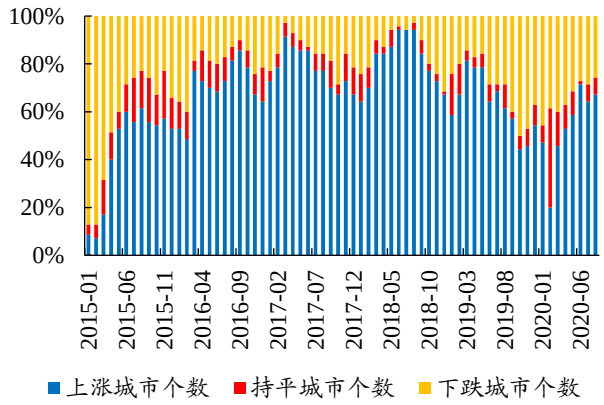
整体而言，各线城市房价环比涨幅均略有提升，预计未来核心城市由于人口、产业、教育等更好的资源禀赋，房价表现将有更强韧性，当前 70 个大中城市房地产市场价格总体平稳，符合“房住不炒”基调。

图7：2020 年 8 月 70 城中有 59 城新房价格环比上涨



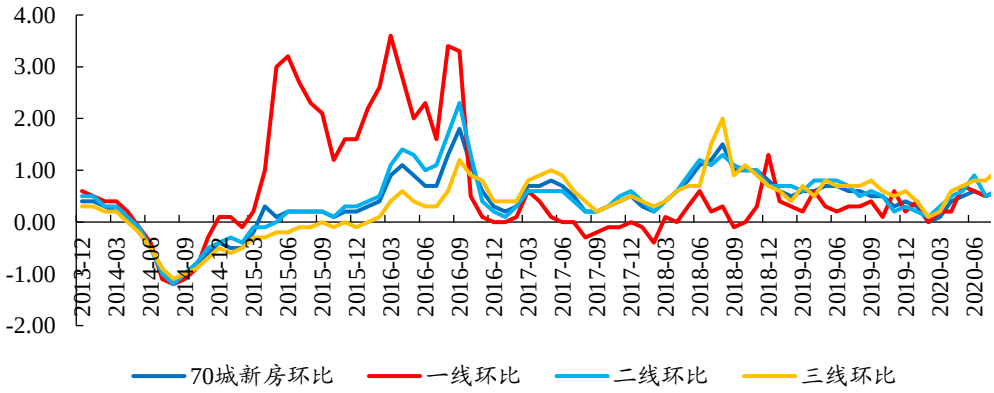
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020 年 8 月 70 城中有 47 城二手价格环比上涨



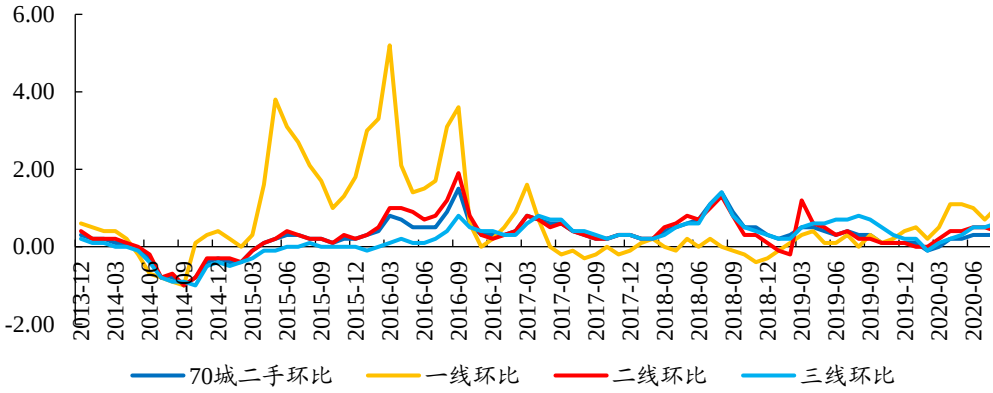
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2020 年 8 月 70 城中新房住宅价格环比上涨 0.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2020 年 8 月 70 城中二手房住宅价格环比上涨 0.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

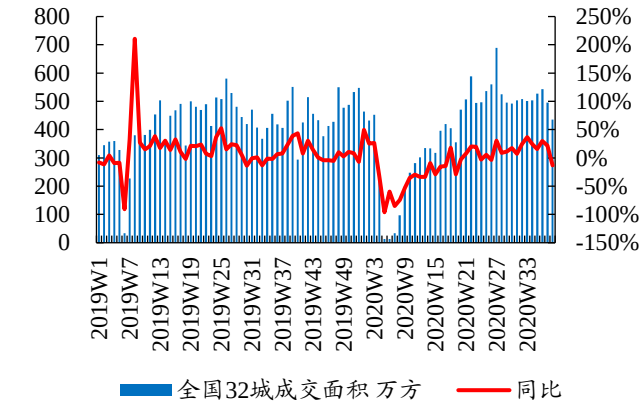
2、 成交：一二手单周成交同比略有回落，但整体改善趋势不变

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 13%

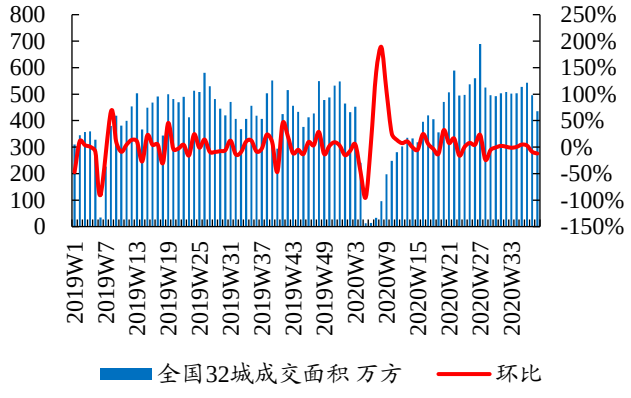
根据房管局数据，2020 年第 38 周，全国 32 城成交面积 435 万平米，同比下降 13%，环比下降 12%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 15214 万平米，累计同比下降 4%，增速降幅仍在收敛。

图11：全国 32 城新房成交面积单周同比增速-13%



数据来源：Wind、开源证券研究所（横坐标 W 代表周，下同）

图12：全国 32 城新房成交面积单周环比增速-12%

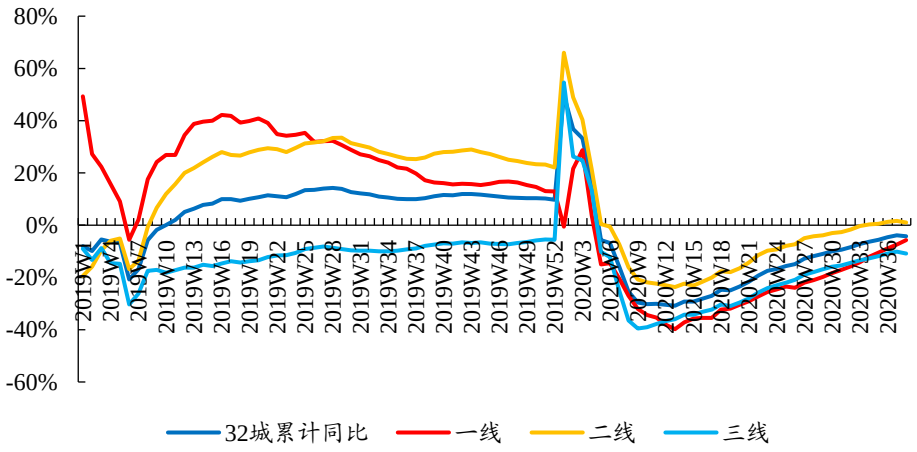


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.2、 二线城市新房成交表现最佳

根据房管局数据，2020 年第 38 周，全国 32 城成交面积同比增速-13%，年初至今累计增速-4%，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 55%、-17%、-32%，年初至今累计增速-6%、1%、-11%，二线城市成交情况最佳，一、三线城市承压，复苏情况较为一般。

图13：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2：二线城市新房成交同比表现最为靓眼

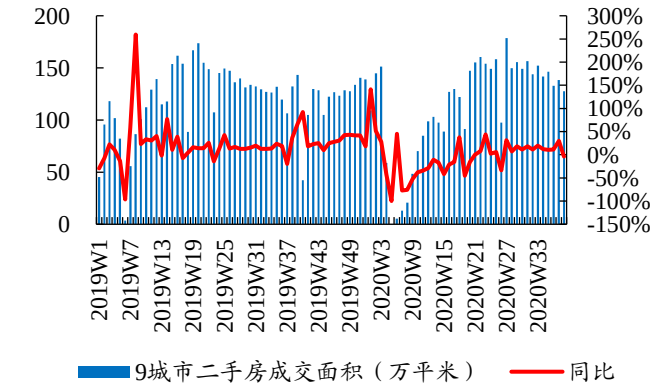
	成交面积（万方）	同比	环比	累计成交面积（万方）	累计同比	累计环比
一线城市	100	55%	15%	2311	-6%	5%
二线城市	213	-17%	-13%	7910	1%	3%
三线城市	122	-32%	-25%	4993	-11%	3%
合计	435	-13%	-12%	15214	-4%	3%

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收缩至-5%

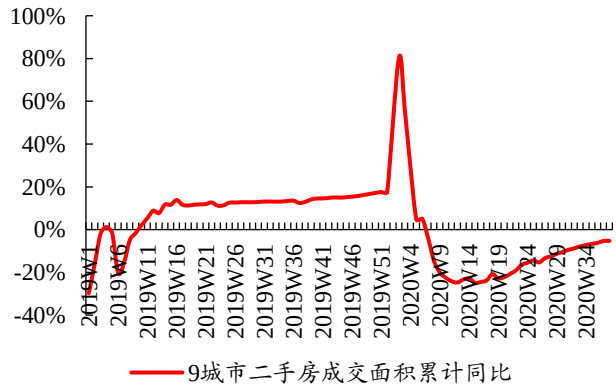
9 城二手房成交累计增速降幅收缩至-5%。2020 年第 38 周，全国 9 城成交面积为 127 万平米，同比增速-4%，前值 30%；年初至今累计成交面积 4359 万平米，同比增速-5%，与前值持平。

图14：全国 9 城二手房单周成交面积同比增速-4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：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

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有所回升。2020 年第 38 周，全国 100 城全类型土地成交溢价率 14%，流拍率 1.6%；宅地成交溢价率 15.7%，流拍率 1.2%。

表3：100 城中三线城市全类型土地成交溢价率最高（2020 年第 38 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	516	0.3%	100	7504	3%
二线	2519	1.4%	1495	2956	13%
三线	4577	1.9%	1623	2329	18%
合计	7611	1.6%	3218	2782	14%

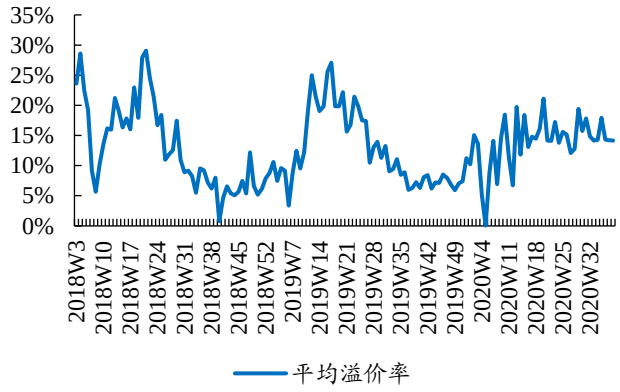
数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：100 城中三线城市宅地成交溢价率最高（2020 年第 38 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	174	0.0%	37	9934	7%
二线	1417	1.5%	643	6105	14%
三线	1894	1.1%	788	4155	18%
合计	3485	1.2%	1468	5155	16%

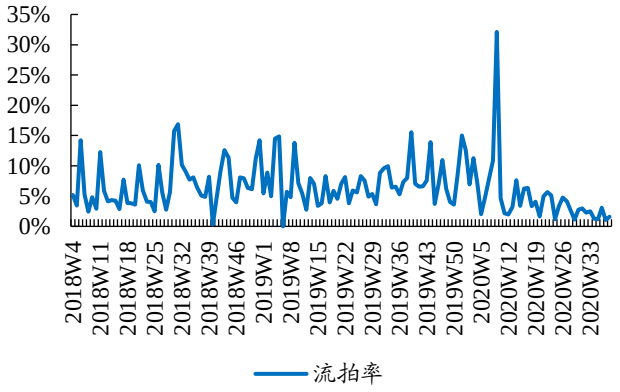
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：100 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17：100 城全类型土地流拍率低至 1.6%



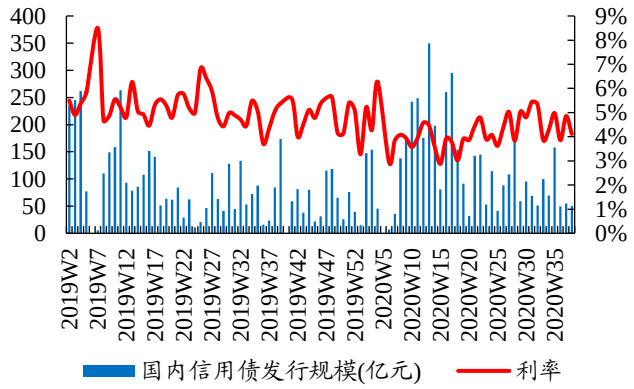
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 资金：单周发债规模、发行利率均有回落

4.1、 房企信用债、海外债发行规模累计增速分别为 28%、10%

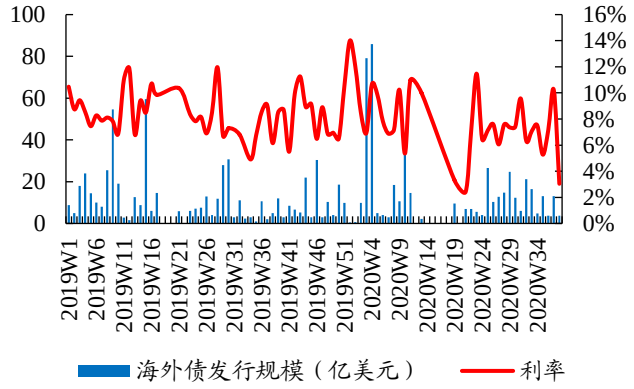
2020 年第 38 周，信用债发行 50 亿元，同比减少 41%，环比减少 9%，平均加权利率 4.11%，环比减少 74BPs；海外债发行 3.7 亿美元，同比减少 25%，环比减少 71%，平均加权利率 3.04%，环比减少 718BPs。

图18：2020 年第 38 周房地产信用债发行规模同比减少



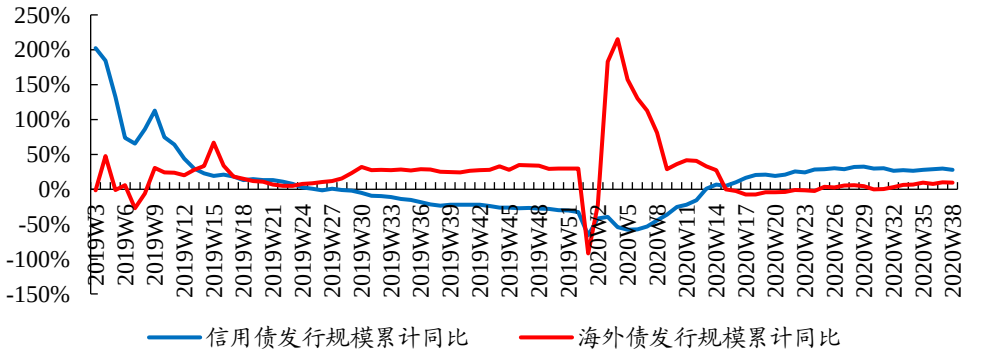
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2020 年第 38 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

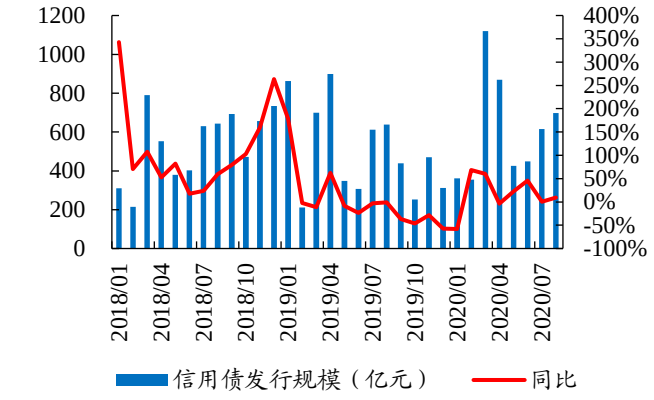
图20：年初至今信用债发行规模增速高达 28%，高于海外债累计增速 10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

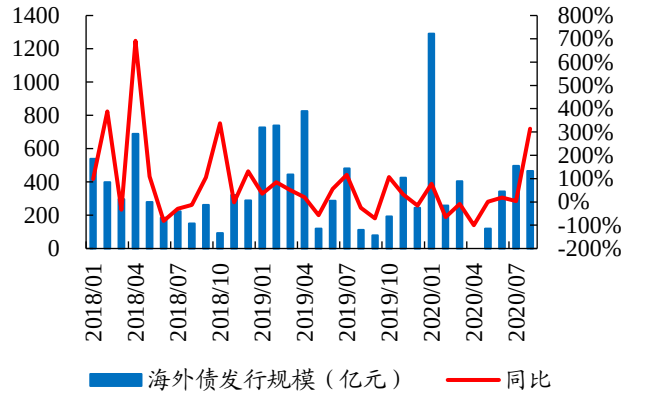
从大趋势看，2020 年受益于货币政策持续宽松，叠加市场逐渐由宽货币向宽信用过渡，房企发债规模有所提升、成本也有所改善。2020 年 8 月，信用债发行 697 亿元，同比增长 9%，环比增长 13%；海外债发行 466 亿元，同比增长 314%，环比减少 6%；加权利率分别为 4.55%、6.72%，较 2019 年末均有下降。

图21：2020 年 8 月房地产信用债发行规模同比增长 9%



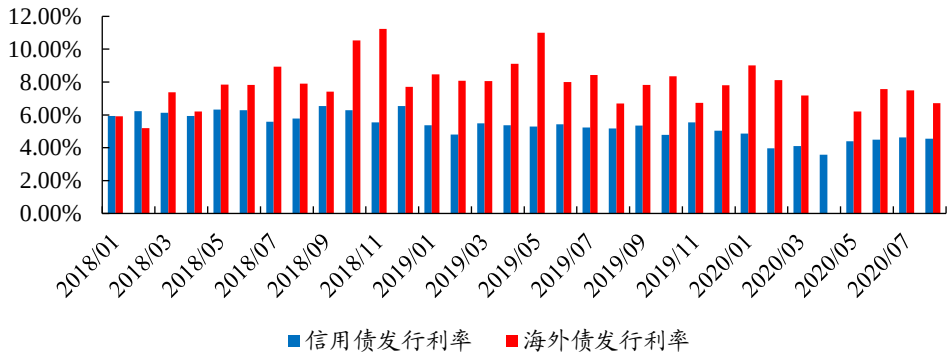
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2020 年 8 月海外债发行规模同比增长 314%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2020 年 8 月信用债、海外债发行利率分别为 4.55%、6.72%

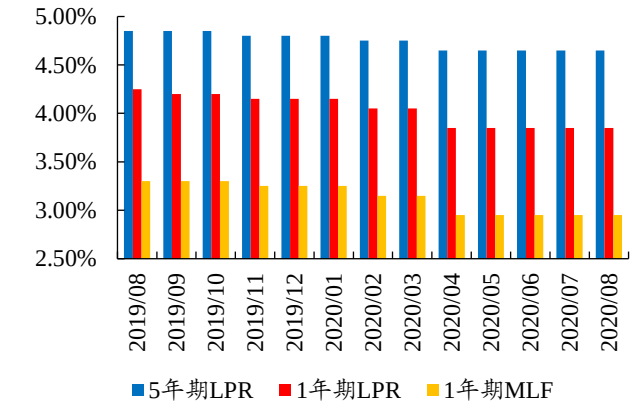


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 8 月 LPR 报价未变，房贷利率处于低位

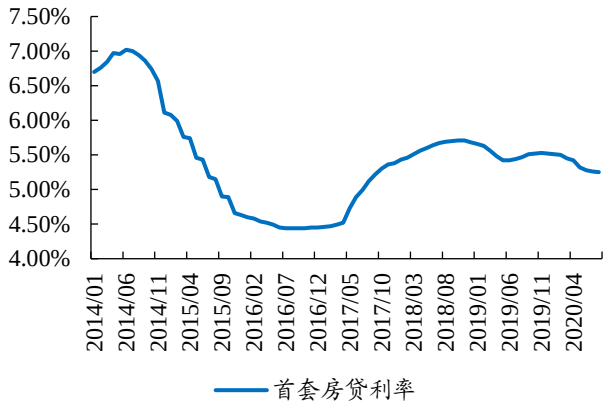
居民端房贷利率缓慢下行，或将探底。8 月 20 日，央行公布 8 月 LPR，1 年期 LPR 报价 3.85%、5 年期为 4.65%，连续 4 个月不变。根据融 360 数据，2020 年 8 月，全国首套房贷款平均利率为 5.25%，环比下调 1BP；二套房贷款平均利率为 5.56%，环比下降 2BP。目前全国房贷利率走势逐渐趋于平缓，整体水平较 2019 年同期下降 22BP。后续房贷利率有望探底，当前利率仍处于历史低位，利于缓和居民还贷压力，释放居民置业需求。

图24：8 月 LPR 利率暂未调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：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 8.99 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。

我们建议三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	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	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