房地产

2020 年 09 月 06 日

8 月百强房企销售增速创新高，因城施策持续灵活

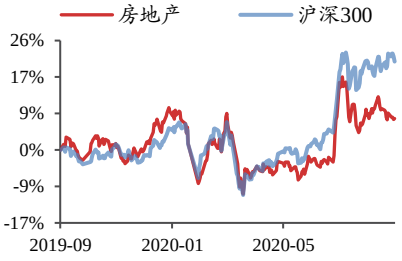
——行业周报

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

《行业周报-房企融资边际有所收紧，无锡调控政策升级，成交向好趋势不变》-2020.8.30

《行业周报-宏观政策环境友好，地方多出台规范性政策，成交向好趋势不变》-2020.8.23

《行业周报-数据持续超预期，房价温和上涨，地方政府多出台规范性政策》-2020.8.16

● **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 9.25 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：住建部重申房住不炒，因城施策持续灵活**

1）中央层面，货币政策持续灵活适度，住建部重申房住不炒。国务院常务会议提出，坚持稳健的货币政策灵活适度，保持政策力度和可持续性；住建部印发政务公开工作要点，坚持房住不炒定位，落实城市主体责任，稳地价、稳房价、稳预期；加强房地产市场监管信息公开。**2）地方政策看，**西安住建局要求房企必须公示相关许可、规划参数及不利因素，一律无权承诺教育资源配套，不得拒绝购房人使用公积金贷款等；凡在重庆两江新区房交会期间购买参展项目的新建商品房且已网签的，首房首贷的可享受首付 2 成优惠；杭州调控加码，完善住房限购政策，明确以父母投靠成年子女方式落户本市的，须满 3 年方可买房；30 周岁以上未婚单身，或离异单身满 3 年且无自有购房记录，可认定为无房家庭；加大无房家庭房源倾斜比例，商品房房源倾斜比例达到 80%，且 5 年不可上市交易；沈阳出台楼市新政，包括二套首付比例提高到 50%，个人住房转让增值税免征年限由 2 年调整到 5 年，严控住房用地出让溢价率等内容。不同城市政策方向不一，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：一二手成交向好趋势不变，8 月百强房企销售增速创新高**

1）新房：2020 年第 36 周，全国 32 城成交面积 464 万平米，同比增加 11%，环比下降 12%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 14215 万平米，累计同比下降 5%，增速降幅仍在收敛。**2）二手房：**2020 年第 35 周，2020 年第 36 周，全国 9 城成交面积为 130 万平米，同比增速 8%，前值 11%；年初至今累计成交面积 4084 万平米，同比增速-6%，较前值提升 0.4 个百分点。3）百强房企单月销售额增速再创年内新高。2020 年 8 月，TOP100 房企销售额、销售面积单月同比增速分别为 29.1%、20.3%，较前值分别提升 4.4%、下降 7.4 个百分点，单月销售额增速连续 6 月持续提升。

● **资金：8 月发债规模同比提升，利率持续下行**

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。

● **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、 住建部重申房住不炒，因城施策持续灵活 3
2、 成交：一二手成交持续向好 4
2.1、 32 城新房单周成交同比有所回升 4
2.1.1、 全国重点 32 城新房成交同比增加 11% 4
2.1.2、 二线城市新房成交表现最佳 4
2.2、 9 城二手房成交累计增速降幅收缩至-6% 5
2.3、 百强房企单月销售额增速再创年内新高 6
3、 土地：溢价率持续高位，流拍率低位徘徊 7
4、 资金：8 月发债规模同比提升，利率持续下行 8
4.1、 房企信用债、海外债发行规模累计增速分别为 29%、8% 8
4.2、 8 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 11% 4
图 2： 全国 32 城新房成交面积单周环比增速-12% 4
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 8% 5
图 5： 全国 9 城二手房成交累计增速有所回暖 5
图 6： 2020 年 8 月百强企业销售额当月同比增长 29% 6
图 7： 2020 年 8 月百强企业销售额累计同比持续复苏 6
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 3.1% 8
图 10： 2020 年第 36 周房地产信用债发行规模同比增加 8
图 11： 2020 年第 36 周房地产海外债发行规模同比下降 8
图 12： 年初至今信用债发行规模增速高达 29%，高于海外债累计增速 8% 9
图 13： 2020 年 8 月房地产信用债发行规模同比增长 9% 9
图 14： 2020 年 8 月海外债发行规模同比增长 314% 9
图 15： 2020 年 8 月信用债、海外债发行利率分别为 4.55%、6.72% 10
图 16： 8 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 36 周） 3
表 2： 二线城市成交表现最为靓眼 5
表 3： 百强企业不同层次销售额增速表现靓眼 7
表 4： 100 城中三线城市全类型土地成交溢价率最高（2020 年第 36 周） 7
表 5： 100 城中三线城市宅地成交溢价率最高（2020 年第 36 周） 7

1、 住建部重申房住不炒，因城施策持续灵活

货币政策持续灵活适度，住建部政务公开工作要点重申房住不炒。9 月 2 日，李克强主持召开国务院常务会议，要求坚持稳健的货币政策灵活适度，保持政策力度和可持续性，不搞大水漫灌；引导资金更多流向实体经济，以促进经济金融平稳运行；会议通过实施金融控股公司准入管理的规定，明确金融控股公司准入规范。住建部印发政务公开工作要点，坚持房住不炒定位，落实城市主体责任，稳地价、稳房价、稳预期；加强房地产市场监管信息公开，严格规范房地产开发和中介市场秩序，防止虚假宣传、恶意炒作等加剧市场波动。

地方政策看，8 月 31 日，西安住建局要求房企必须公示相关许可、规划参数及不利因素；房企一律无权承诺教育资源配套，不得拒绝购房人使用公积金贷款等。9 月 2 日，东莞调整公积金贷款额度计算系数，10 月起执行新区间的流动性调节系数 0.8（原为 1.0），即公积金贷款可贷额度将下调 20%。9 月 3 日，凡在重庆两江新区房交会期间购买参展项目的新建商品房且已网签的，首房首贷的可享受首付 2 成优惠。9 月 4 日，杭州调控加码，完善住房限购政策，明确以父母投靠成年子女方式落户本市的，须满 3 年方可买房；30 周岁以上未婚单身，或离异单身满 3 年且无自有购房记录，可认定为无房家庭；加大无房家庭房源倾斜比例，商品房房源倾斜比例达到 80%，且 5 年不可上市交易。9 月 6 日，沈阳出台楼市新政，包括二套首付比例提高到 50%，个人住房转让增值税免征年限由 2 年调整到 5 年，严控住房用地出让溢价率等内容。不同城市政策方向不一，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 36 周）

时间	政策
2020/8/31	西安：起草《西安市商品房销售信息公示管理规定（征求意见稿）》，包括必须公示相关许可、规划参数及不利因素；房企一律无权承诺教育资源配套，不得拒绝购房人使用公积金贷款等条例
2020/9/1	东莞：发文调整公积金贷款额度计算系数，10 月起执行新区间的流动性调节系数 0.8（原为 1.0）
2020/9/1	住建部：印发政务公开工作要点，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实城市主体责任，稳地价、稳房价、稳预期。严格规范房地产开发和中介市场秩序，防止虚假宣传、恶意炒作等加剧市场波动。
2020/9/2	国常会：会议要求坚持稳健的货币政策灵活适度，引导资金更多流向实体经济，以促进经济金融平稳运行；同时通过实施金融控股公司准入管理的规定，明确准入规范
2020/9/2	发改委：发布《关于信贷支持县城城镇化补短板强弱项的通知》，明确国开行、农发行、工行、农行、建行、光大银行六家银行总行每年分别安排一定规模信贷额度，专项用于支持县城城镇化补短板强弱项项目
2020/9/2	广州：审议通过金融支持粤港澳大湾区建设的行动方案，提出 66 条具体措施，包括开展不动产跨境抵押登记，试点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，便利港澳居民在粤港澳大湾区内地购房
2020/9/3	杭州：公租房申请条件再放宽，申请公租房家庭的年人均可支配收入标准从低于 6.1 万元放宽至低于 6.6 万元，比上一年度放宽近 5000 元，政策将自 9 月 4 日起开始执行
2020/9/3	深圳：住建部、财政局发布关于《深圳市发展住房租赁市场中央财政专项资金管理办法》的通知，涉及房源筹集建设、日常运营、贷款贴息等均可获企业补助，开发商承诺租赁 5、10 年以上的商品房项目，将分别补贴 1200、1500 元/㎡
2020/9/3	保定：增加住房公积金归集，支持新市民群体解决住房需求
2020/9/3	东莞：针对 7 月出台的楼市限购、限转让新政出台细则，其中明确 2017 年 4 月 11 日零时至 2020 年 7 月 24 日 24

时间	政策
	时期间完成网签的商品住房，须取得不动产权证满 2 年后方可交易转让（含赠与）
2020/9/3	**重庆：**凡在两江新区房交会期间购买参展项目的新建商品房且已网签的，首房首贷的可享受首付 2 成优惠。房交会共有 30 家品牌房企、累计 95 个项目参展，可售建面 231 万㎡，展会将持续至 10 月 31 日
2020/9/4	**杭州：**发布《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》，对土地市场、住房贷款、税收政策、限购政策、无房家庭认定等方面内容作了进一步明确规定，主要有完善住房限购政策，明确以父母投靠成年子女方式落户本市的，须满 3 年方可买房；30 周岁以上未婚单身，或离异单身满 3 年且无自有购房记录，可认定为无房家庭；加大无房家庭房源倾斜比例，商品房房源倾斜比例达到 80%，且 5 年不可上市交易等政策
2020/9/6	**沈阳：**出台楼市新政，包括有 1、严格执行个人购买首套商品住房首付比例不低于 30%规定，第二套商品住房首付比例提高到 50%，首付款须一次性支付，禁止分期支付和“首付贷”；2、个人住房转让增值税免征年限由 2 年调整到 5 年；3、严控住房用地出让溢价率，采取“限房价、竞地价”、“限地价、竞配建、竞自持”等方式出让住房用地

资料来源：政府官网、乐居财经、Wind、开源证券研究所

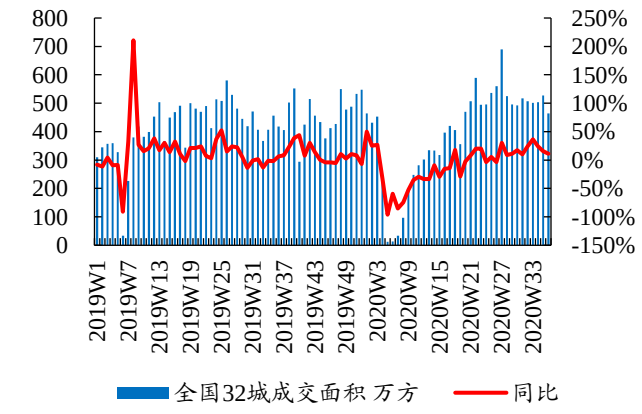
2、 成交：一二手成交持续向好

2.1、 32 城新房单周成交同比有所回升

2.1.1、 全国重点 32 城新房成交同比增加 11%

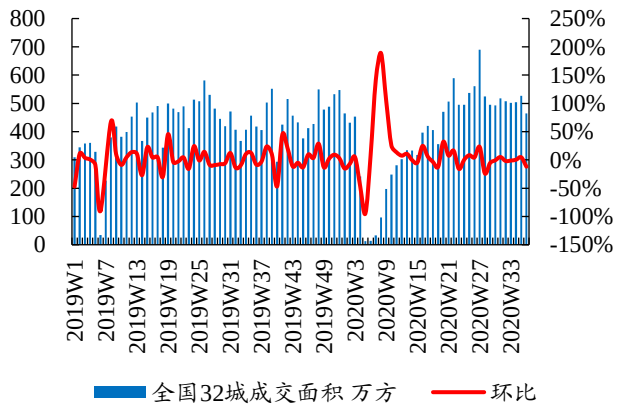
根据房管局数据，2020 年第 36 周，全国 32 城成交面积 464 万平米，同比增加 11%，环比下降 12%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 14215 万平米，累计同比下降 5%，增速降幅仍在收敛。

图1：全国 32 城新房成交面积单周同比增速 11%



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-12%

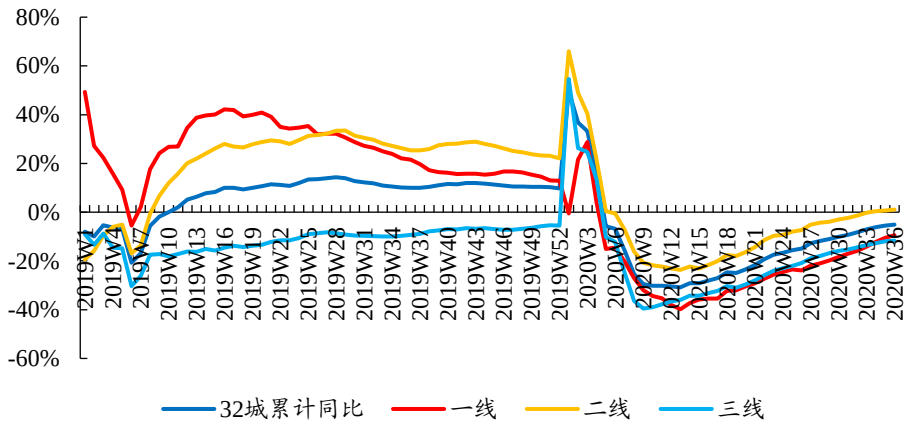


数据来源：Wind、开源证券研究所

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 36 周，全国 32 城成交面积同比增速 11%，年初至今累计增速-5%，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 32%、13%、-2%，年初至今累计增速-9%、1%、-12%，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2：二线城市成交表现最为靓眼

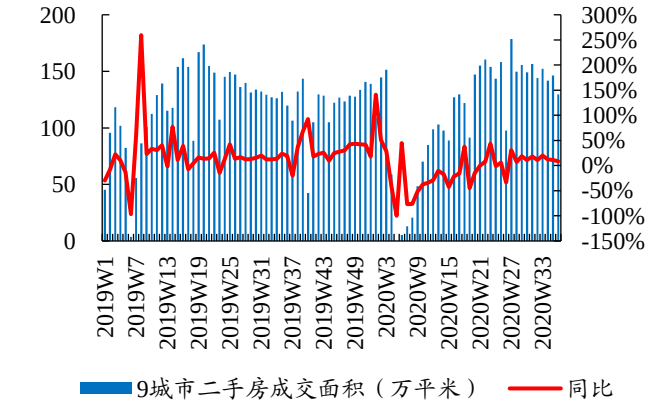
	成交面积（万方）	同比	环比	累计成交面积（万方）	累计同比	累计环比
一线城市	76	32%	-31%	2111	-9%	4%
二线城市	256	13%	3%	7435	1%	4%
三线城市	132	-2%	-22%	4669	-12%	3%
合计	464	11%	-12%	14215	-5%	3%

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-6%

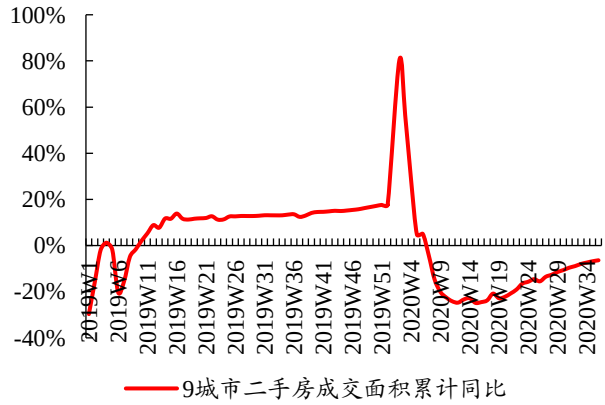
9 城二手房成交累计增速降幅收缩至-6%。2020 年第 36 周，全国 9 城成交面积为 130 万平米，同比增速 8%，前值 11%；年初至今累计成交面积 4084 万平米，同比增速-6%，较前值提升 0.4 个百分点。

图4：全国 9 城二手房单周成交面积同比增速 8%



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

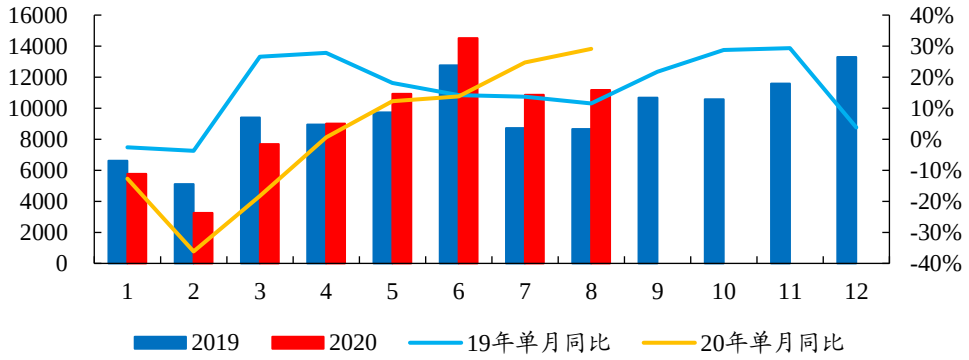


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 百强房企单月销售额增速再创年内新高

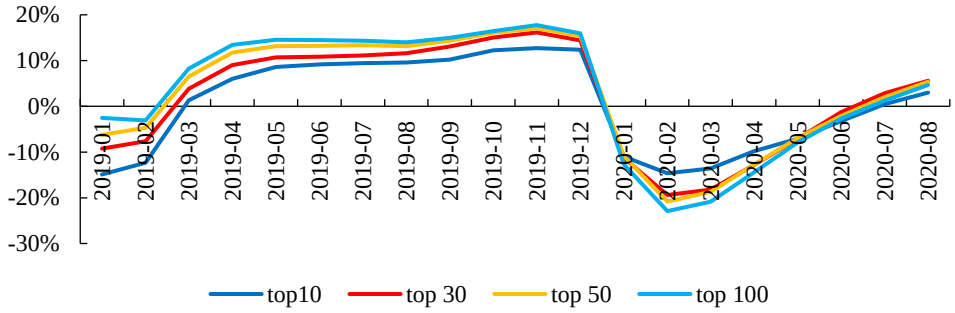
百强房企单月销售额增速再创年内新高。2020 年 8 月，TOP100 房企销售额、销售面积累计同比增速分别为 4.7%、3.3%，较前值分别提升 3.5、2.5 个百分点；单月同比增速分别为 29.1%、20.3%，较前值分别提升 4.4%、下降 7.4 个百分点，单月销售增速连续 6 月持续提升。

图6：2020 年 8 月百强企业销售额当月同比增长 29%



数据来源：CRIC、开源证券研究所

图7：2020 年 8 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

TOP50 后房企销售复苏强劲。2020 年 8 月，百强房企单月销售增速同比+29.1%。货币政策宽松，居民端融资利率下行，销售持续好转，单月销售额同比增速连续 6 个月持续提升。TOP10、TOP11-30、TOP31-50、TOP51-100 房企的销售同比+21.9%、29.1%、56.6%、24.6%。各梯队房企增速均较为可观，TOP31-50 的企业销售改善最为明显，其次是 Top51-100; 龙头房企销售增速有所回落，但仍处于绝对高位。TOP10、TOP11-30、TOP31-50、TOP51-100 较上月增速分别下降 1.5 个百分点、下降 7.0 个百分点、提升 33.2 个百分点、提升 11.3 个百分点。

展望未来，2020 年 9 月，尽管去年同期基数仍然较高，但前期积压需求有望逐渐得到释放，短期内销售增速高位具备可持续性。

表3：百强企业不同层次销售额增速表现靓眼

	2020 年 1 月	2020 年 2 月	2020 年 3 月	2020 年 4 月	2020 年 5 月	2020 年 6 月	2020 年 7 月	2020 年 8 月
top 3	4.8%	-16.5%	-0.2%	0.2%	9.6%	14.2%	34.1%	18.4%
top 4-10	-26.4%	-22.0%	-22.2%	-0.8%	-5.2%	7.0%	15.2%	24.7%
top10	-11.0%	-19.0%	-12.3%	-0.3%	1.6%	10.0%	23.4%	21.9%
top 11-30	-11.8%	-48.1%	-23.4%	0.4%	27.6%	29.6%	36.1%	29.1%
top 30	-11.3%	-29.6%	-16.7%	0.0%	11.5%	18.0%	28.4%	24.9%
top 31-50	-8.6%	-51.4%	-12.3%	8.1%	8.8%	-4.4%	23.4%	56.6%
top 51-100	-21.6%	-52.5%	-30.1%	-3.3%	18.3%	16.3%	13.2%	24.6%
top 100	-12.7%	-36.2%	-18.3%	0.6%	12.2%	13.8%	24.8%	29.1%

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有所回升。2020 年第 36 周，全国 100 城全类型土地成交溢价率 14%，流拍率 3.1%；宅地成交溢价率 15%，流拍率 1.2%。

表4：100 城中三线城市全类型土地成交溢价率最高（2020 年第 36 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	33	0.0%	57	19342	5%
二线	1798	6.1%	1460	3677	11%
三线	2651	1.0%	1631	2643	22%
合计	4482	3.1%	3147	3422	14%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：100 城中三线城市宅地成交溢价率最高（2020 年第 36 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	4	0.0%	44	23053	6%
二线	1125	2.1%	917	5399	11%
三线	1176	0.5%	828	4664	23%
合计	2305	1.2%	1789	5490	15%

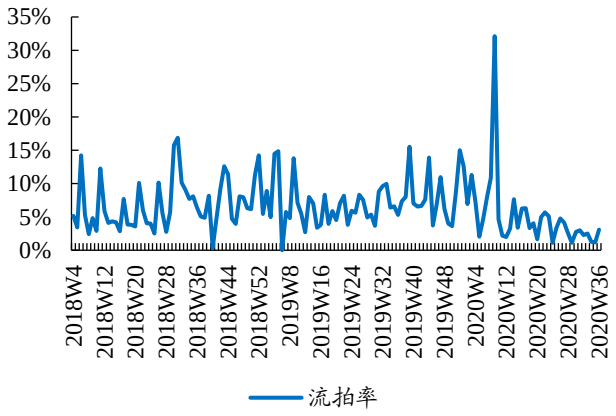
数据来源：Wind、开源证券研究所

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 3.1%



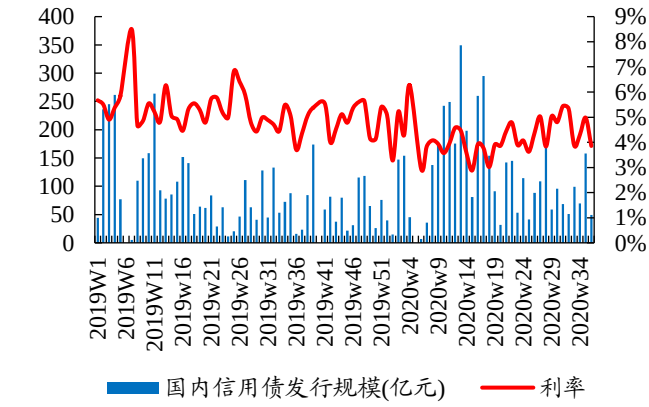
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 资金：8 月发债规模同比提升，利率持续下行

4.1、 房企信用债、海外债发行规模累计增速分别为 29%、8%

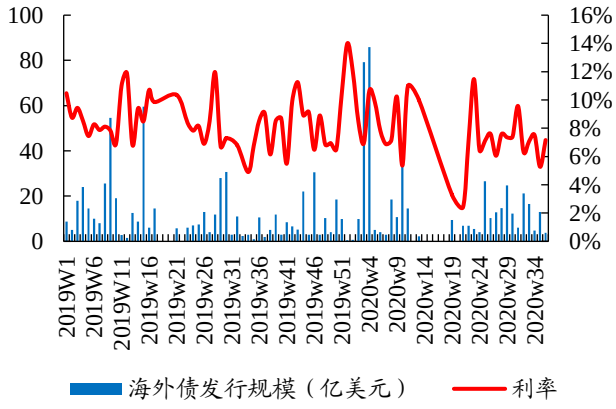
2020 年第 36 周，信用债发行 49.4 亿元，同比增加 209%，环比减少 69%，平均加权利率 3.85%，环比减少 113BPs；海外债发行 3.8 亿美元，同比减少 64%，环比减少 71%，平均加权利率 7.17%，环比增加 190BPs。

图10：2020 年第 36 周房地产信用债发行规模同比增加



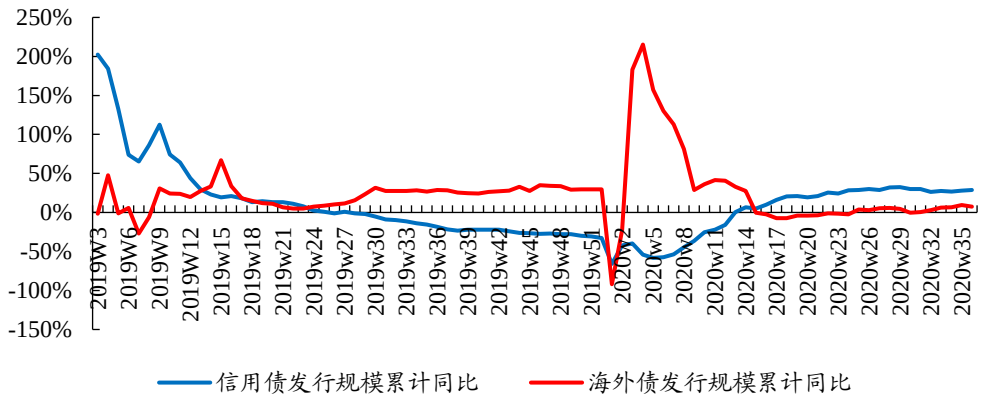
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2020 年第 36 周房地产海外债发行规模同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

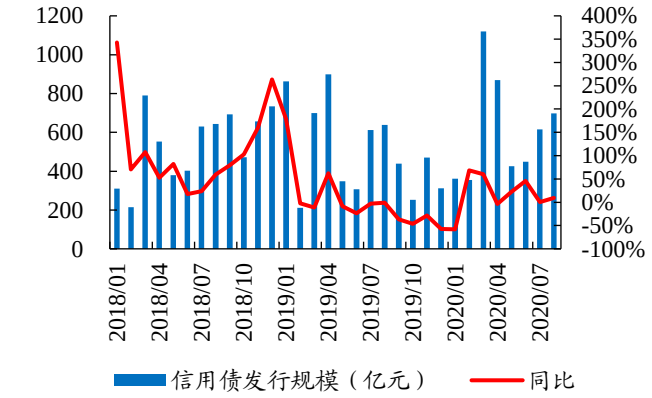
图12：年初至今信用债发行规模增速高达 29%，高于海外债累计增速 8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

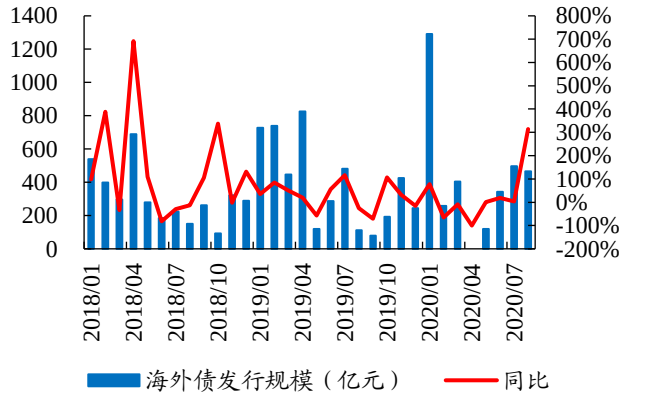
从大趋势看，2020 年受益于货币政策持续宽松，叠加市场逐渐由宽货币向宽信用过渡，房企发债规模有所提升、成本也有所改善。2020 年 8 月，信用债发行 697 亿元，同比增长 9%，环比增长 13%；海外债发行 466 亿元，同比增长 314%，环比减少 6%；加权利率分别为 4.55%、6.72%，较 2019 年末均有下降。

图13：2020 年 8 月房地产信用债发行规模同比增长 9%



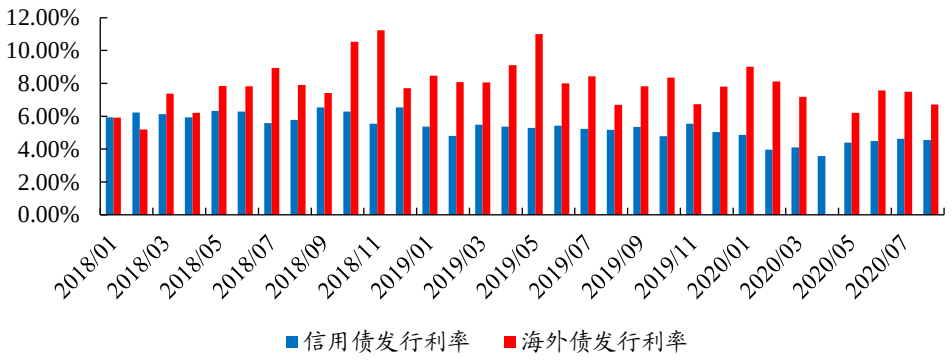
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2020 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15：2020 年 8 月信用债、海外债发行利率分别为 4.55%、6.72%

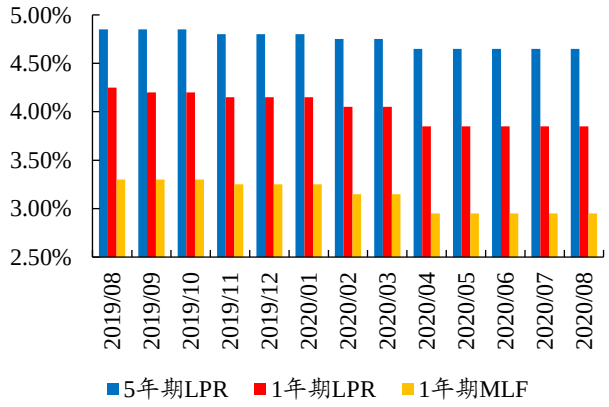


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 8 月 LPR 报价未变，房贷利率处于低位

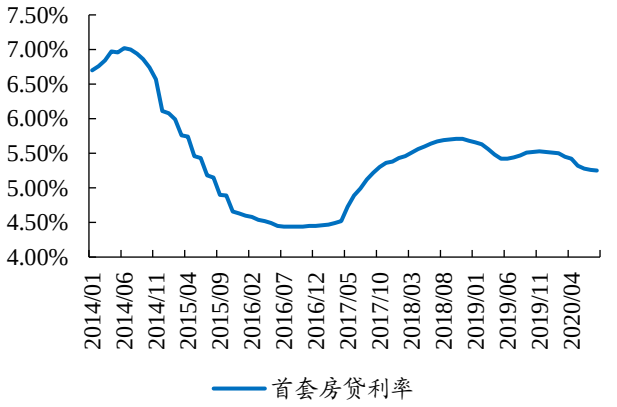
居民端房贷利率缓慢下行，或将探底。8 月 20 日，央行公布 8 月 LPR，1 年期 LPR 报价 3.85%、5 年期为 4.65%，连续 4 个月不变。根据融 360 数据，2020 年 8 月，全国首套房贷款平均利率为 5.25%，环比下调 1BP；二套房贷款平均利率为 5.56%，环比下降 2BP。目前全国房贷利率走势逐渐趋于平缓，整体水平较去年同期下降 22BP。后续房贷利率有望探底，当前利率仍处于历史低位，利于缓和居民还贷压力，释放居民置业需求。

图16：8 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 9.25 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（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