公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

滨江集团（002244.SZ） 新晋千亿龙头，品牌、管控、效率熠熠生辉

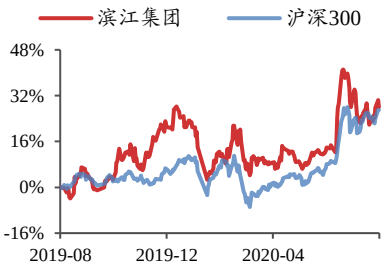
2020 年 08 月 19 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/8/18
当前股价(元)	4.79
一年最高最低(元)	5.47/3.67
总市值(亿元)	149.04
流通市值(亿元)	128.97
总股本(亿股)	31.11
流通股本(亿股)	26.92
近 3 个月换手率(%)	52.43

股价走势图



数据来源：贝格数据

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

● 聚焦杭州，辐射华东，品牌与规模齐飞，首次覆盖给予“买入”评级

滨江集团持续聚焦杭州、深耕浙江、辐射华东、开拓粤港澳大湾区，关注中西部重点城市；公司销售破千亿规模，品牌效应明显，融资成本持续下行，管理细化、提质提效。预计公司 2020-2022 年营收分别为 324、404、493 亿元，同比分别增长 29.8%、24.8%、21.9%；归母净利润分别为 21、27、33 亿元，同比分别增长 30.4%、25.4%、24.1%，EPS 分别为 0.68、0.86、1.06 元，当前股价对应 PE 为 7.0、5.6、4.5 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 品牌优势明显，销售晋级千亿

2019 年公司实现销售金额 1121 亿元，同比增长 31.8%，近五年复合增速 48.2%。公司销售破千亿规模，重点布局浙江省境内。2020 年，公司公告继续提出保持 1000 亿元以上的销售规模目标。公司时间节点管控强，项目去化速度快；产品品牌效应明显。

● 拿地积极，聚焦杭州，深耕浙江

2019 年公司拿地建面 295.39 万平米，同比减少 15%；拿地金额 504 万平米，同比增长 1.5%；拿地均价有所提升主要源于公司拿地仍然重点布局在浙江省内核心区域核心地段。2019 年公司在杭州、浙江（杭州以外）拿地金额占比分别为 74%、26%。2018-2019 年权益维度的拿地金额/销售金额达到 48%、64%，公司仍在积极扩土储过程中。2019 年末公司土地储备可售货值约 2500 亿元。

● 融资优势明显，杠杆维持低位

融资余额有所提升，无短期偿债压力。2019 年公司融资余额 318.61 亿元，同比增长 22%，短期债务占比仅 33%，在手货币资金对短债覆盖率达 114%。2019 年公司综合融资成本 5.6%，同比下降 0.2 个百分点，在公司拓规模、加杠杆的过程中，公司融资成本逆势向下，展现了市场对公司经营模式和运营结果的充分肯定。

● 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。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,115	24,955	32,381	40,425	49,264
YOY(%)	53.3	18.2	29.8	24.8	21.9
归母净利润(百万元)	1,217	1,631	2,128	2,668	3,312
YOY(%)	-28.9	34.0	30.4	25.4	24.1
毛利率(%)	35.7	35.1	35.0	34.0	33.9
净利率(%)	5.8	6.5	6.6	6.6	6.7
ROE(%)	16.3	17.7	19.5	19.6	19.7
EPS(摊薄/元)	0.39	0.52	0.68	0.86	1.06
P/E(倍)	12.2	9.1	7.0	5.6	4.5
P/B(倍)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 二十余载蓬勃发展，“1+5”战略积极推进 3
2、 品牌优势明显，销售晋级千亿 4
3、 拿地积极，聚焦杭州，深耕浙江 6
4、 融资优势明显，杠杆维持低位 8
5、 盈利预测与投资建议 10
6、 风险提示 11
附：财务预测摘要 12

图表目录

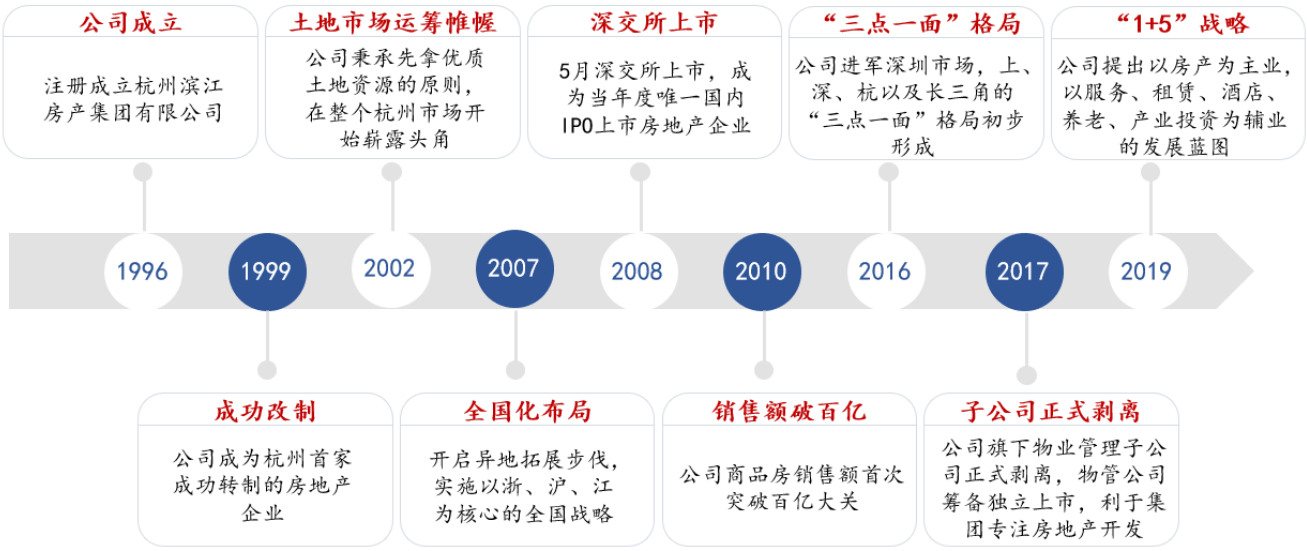
图 1: 滨江集团成立已二十余载 3
图 2: 滨江集团营收增长可观 3
图 3: 滨江集团 2019 年归母净利润达 16 亿元 3
图 4: 滨江集团房地产开发业务仍是主要收入来源 4
图 5: 滨江集团预收账款（合同负债）保障业绩增速 4
图 6: 滨江集团盈利能力持续提升 4
图 7: 滨江集团竣工面积稳步提升 4
图 8: 2019 年公司销售金额破千亿规模 5
图 9: 2019 年公司销售面积达 346 万平米 5
图 10: 2020 年一季度公司销售权益比例有所回升 5
图 11: 2019 年公司拿地金额同比基本持平 6
图 12: 2019 年公司拿地面积达 295 万平米 6
图 13: 2019 年拿地权益比例有所回升 7
图 14: 2019 年拿地均价占销售均价比例持续提升 7
图 15: 2016 年后公司拿地成本占销售金额比例持续可观 7
图 16: 2019 年公司土储货值主要集中在浙江省内 8
图 17: 2019 年公司融资余额同比增长 22% 8
图 18: 2019 年公司融资余额中 65%来自银行贷款 8
图 19: 2019 年公司短期债务占比 33% 9
图 20: 公司杠杆水平维持低位 9
图 21: 公司融资成本持续下行 9
图 22: 滨江集团 PE-BAND 持续处于低位 10
图 23: 滨江集团 PB-BAND 持续处于低位 11

表 1: 2019 年公司土地储备总建面达 1071 万平米 7
表 2: 2020 年以来公司发债利率持续新低 9

1、 二十余载蓬勃发展，“1+5”战略积极推进

杭州滨江房产集团股份有限公司（以下简称“滨江集团”或公司）成立于 1996 年 8 月，总部位于杭州，成立之初聚焦杭州，2007 年开启异地拓展步伐，2008 年公司在深交所上市。2019 年公司提出“1+5”战略规划，即搭建“以房地产为主业，以服务、租赁、酒店、养老、产业投资为辅业”的多元发展蓝图。2019 年公司实现销售金额 1121 亿元，同比增长 31.8%，位列 CRIC 发布的 2019 年度百强房企销售排行榜第 31 位。

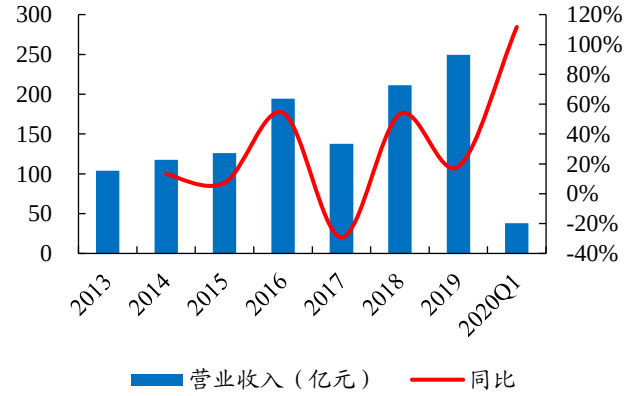
图1：滨江集团成立已二十余载



资料来源：公司公告、开源证券研究所

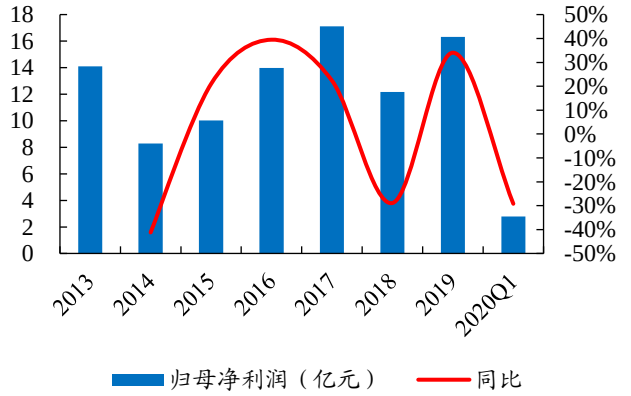
业绩持续强劲，利润水平高。2019 年公司实现营业收入 250 亿元，同比增长 18%，继续维持营收高位；实现归母净利润 16 亿元，同比增长 34%，公司毛利率达 35%，2016 年后持续向上。目前公司主营业务为房地产开发、酒店服务等领域，从收入看，房地产开发是主要来源，占比 97.1%。

图2：滨江集团营收增长可观



数据来源：公司公告、开源证券研究所

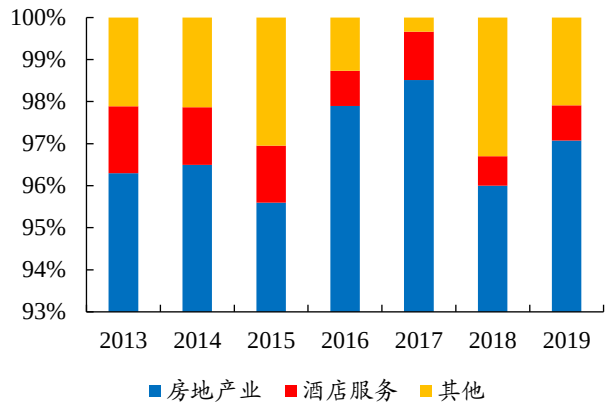
图3：滨江集团 2019 年归母净利润达 16 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

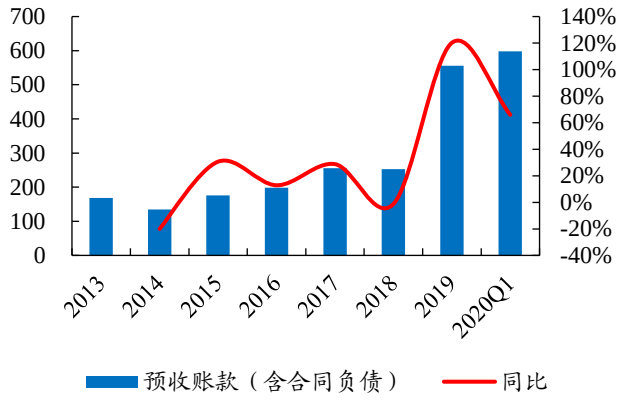
预收账款充沛保障未来结算水平。截至 2020 年一季度末，公司预收账款达 598 亿元，同比增长 66%，是 2019 年全年营收规模的 2.4 倍，有效保障未来结算水平。

图4：滨江集团房地产开发业务仍是主要收入来源



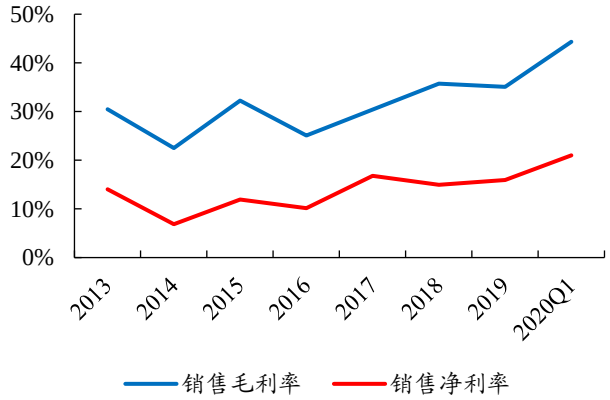
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：滨江集团预收账款（合同负债）保障业绩增速



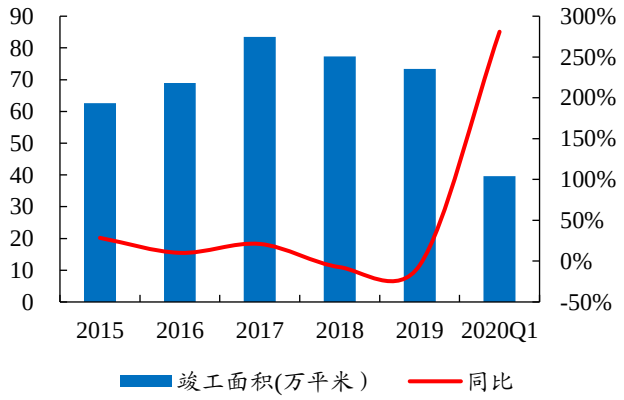
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：滨江集团盈利能力持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：滨江集团竣工面积稳步提升

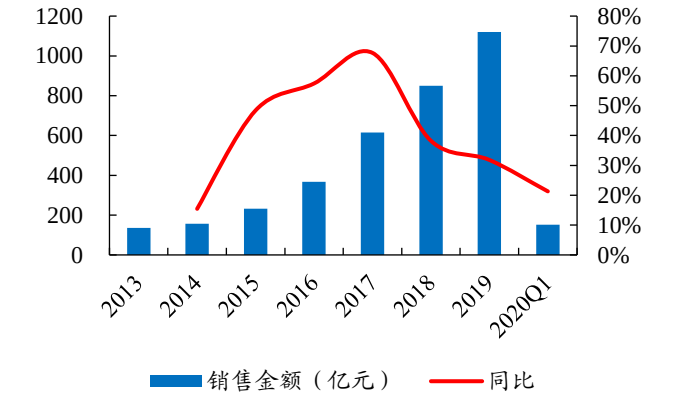


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 品牌优势明显，销售晋级千亿

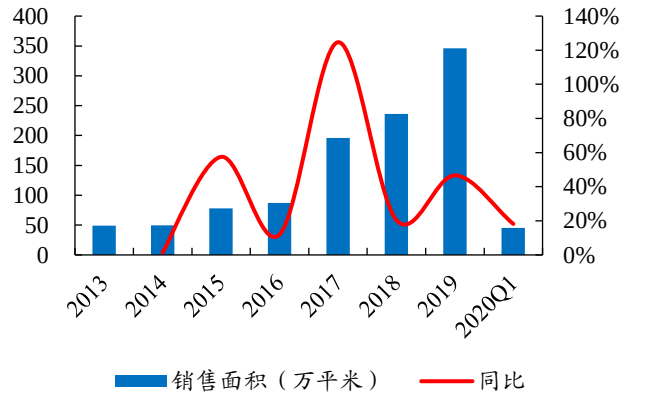
销售破千亿规模，重点布局浙江省境内。2019 年公司实现销售金额 1121 亿元，同比增长 31.8%，近五年复合增速 48.2%；销售面积 346 万平米，同比增长 46.6%，近五年复合增速 46.6%。2020 年，公司公告继续提出保持 1000 亿元以上的销售规模目标。公司管理高质高效，2019 年公司房地产板块员工 889 人，管理项目近 90 个，平均每个项目 10 人，人均销售额 1.26 亿元。公司项目布局主要集中在浙江省内，在已披露的 2019 年主要销售项目中，杭州、浙江（杭州以外）区域的销售金额占比分别达到 60%、29%。

图8：2019 年公司销售金额破千亿规模



数据来源：公司公告、开源证券研究所

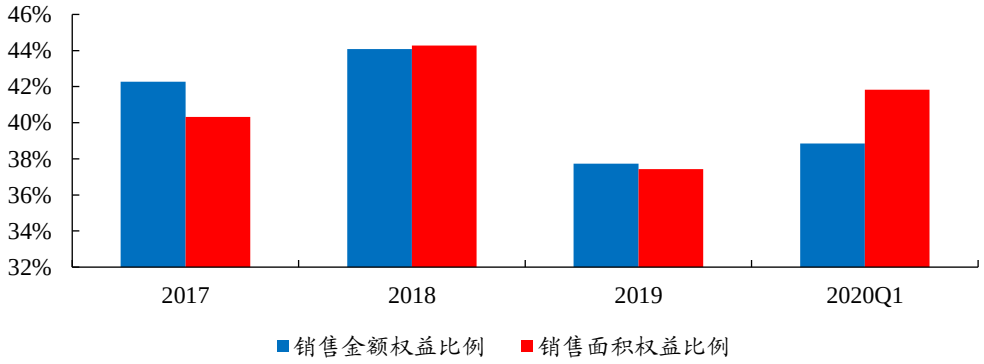
图9：2019 年公司销售面积达 346 万平米



数据来源：公司公告、开源证券研究所

销售权益比例有提升趋势。公司权益比例持续维持在 35%-45%之间，与主流地产公司相比，权益比例较低，主要源于公司项目重点布局在杭州市场，合作拿地可以有效控制土地项目溢价率情况，从边际变化看，未来随着公司外省项目逐渐增多，公司销售权益比例有望持续提升。

图10：2020 年一季度公司销售权益比例有所回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

时间节点管控强，项目去化速度快。公司要求杭州项目从拿地到首期开盘销售，要求在 7.5 个月之内完成，外地项目从拿地到首期开盘销售要求在 6 个月之内完成；项目首期开盘后要求 2 个月内售罄并续开供货，杭州项目要求 12 个月内整盘售罄。公司在杭州的项目中签率较低，屡屡开盘售罄。2019 年 6 月，公司杭州御品项目首开 119 套房源，中签率仅 21%，同期开盘的周边项目中签率为 77%；2020 年 3 月，在“线上云选房”销售方式下，公司“仁恒滨江园”中签率 6.2%，而同期竞品项目中签率在 46%。公司项目中签率较低，主要源于公司项目具备强大品牌号召力和品牌溢价实力。

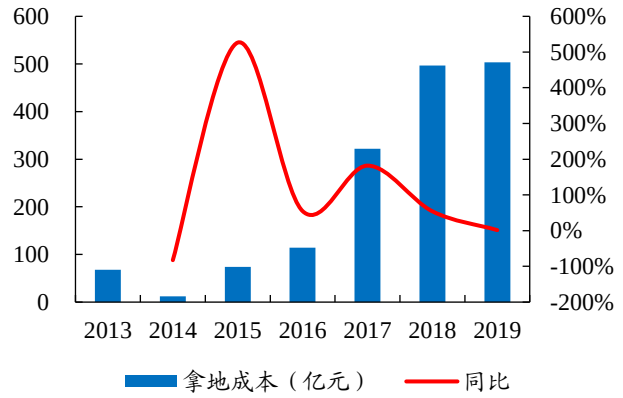
产品品牌效应明显。公司提出要做“行业品牌领跑者，高端品质标准制订者”，

公司二手房能获得较高的市场溢价，溢价率甚至在 30%以上，典型的如江干区的华家池公寓，二手房挂牌均价较周边可比项目溢价高达 20%；御景苑项目二手房挂牌均价较周边可比项目溢价高达 30%以上。公司产品在二手房市场的高溢价能力也说明了市场对公司品牌的认可。

3、 拿地积极，聚焦杭州，深耕浙江

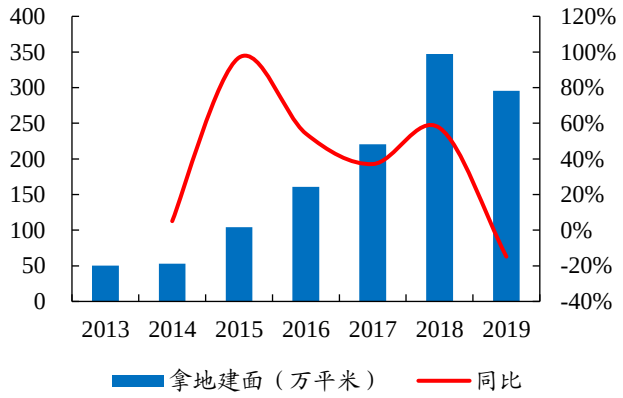
拿地积极，持续深耕杭州区域。2019 年公司新增拿地建面 295.39 万平米，同比减少 15%；拿地金额 504 万平米，同比增长 1.5%；拿地楼面均价 17052 元/平米，占当年销售均价的 53%，较前值提升 13 个百分点。拿地均价有所提升主要源于公司拿地仍然重点布局在浙江省内核心区域核心地段。2019 年公司在杭州、浙江（杭州以外）拿地建面占比分别为 54%、46%；拿地金额占比分别为 74%、26%。

图11：2019 年公司拿地金额同比基本持平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

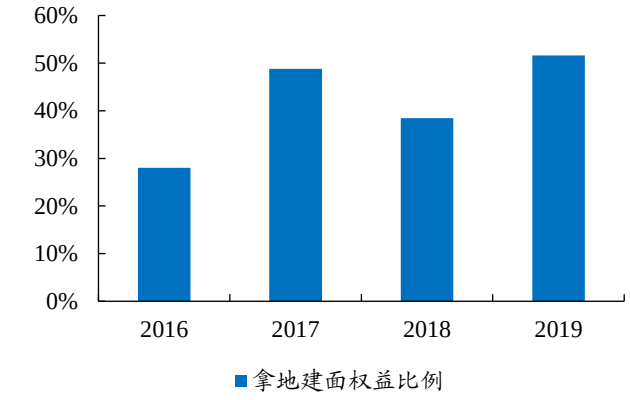
图12：2019 年公司拿地面积达 295 万平米



数据来源：公司公告、开源证券研究所

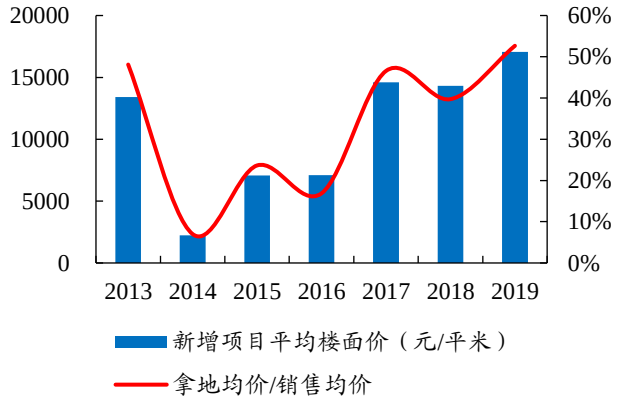
若用拿地金额/销售金额来衡量公司当年拿地强度，2016 年后公司拿地强度整体上一台阶，2017-2019 年分别达到 52%、58%、45%，2018-2019 年权益维度的拿地金额/销售金额达到 48%、64%。公司拿地权益比例也有所提升，2019 年拿地建面权益比例为 51.6%，较前值提升 13.1 个百分点。2020 年，公司公告提出年内目标新增 30 幅土地，新增后储备货值不少于 2500 亿元。

图13：2019 年拿地权益比例有所回升



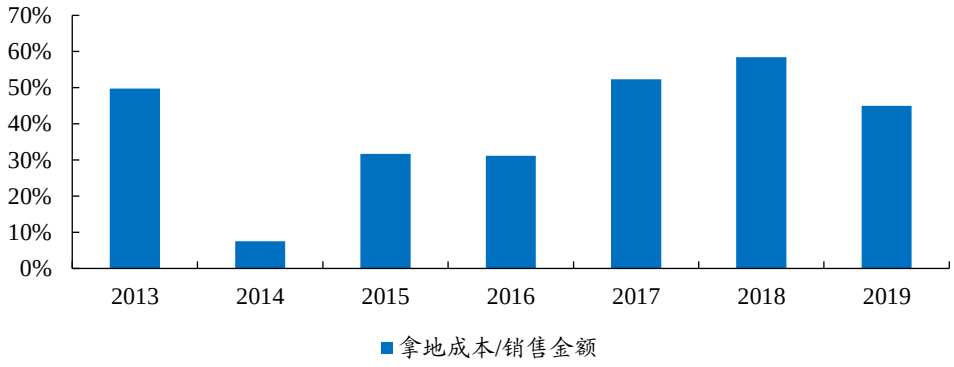
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：2019 年拿地均价占销售均价比例持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：2016 年后公司拿地成本占销售金额比例持续可观



数据来源：公司公告、开源证券研究所

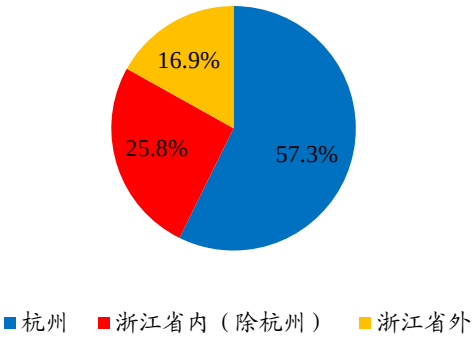
土储充沛，巩固固有优势区域，持续拓展城市覆盖面。2019 年，公司土地储备可售货值约 2500 亿元，其中杭州内占 57.3%，且基本在杭州核心区域，例如望江新城、奥体博览城、钱江新城、钱江世纪城和萧山市北板块。除杭州以外，浙江省内其他城市约占 25.8%，布局在经济相对发达的嘉兴、湖州、宁波、金华、温州、台州等城市，项目区位和土地成本优势较为突出；此外，省外已开拓上海、深圳、江苏和江西，占比约 16.9%，良好的区域布局使公司具备较强的抗风险能力。

表1：2019 年公司土地储备总建面达 1071 万平米

区域	土储总占地面积（万㎡）	总建面（万㎡）	剩余可开发建面（万㎡）
杭州	258.25	507.02	55.88
浙江省内（杭州以外）	209.84	465.62	23.58
浙江省外	35.84	98.73	42.33
总计	503.93	1,071.37	121.79

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：2019 年公司土储货值主要集中在浙江省内



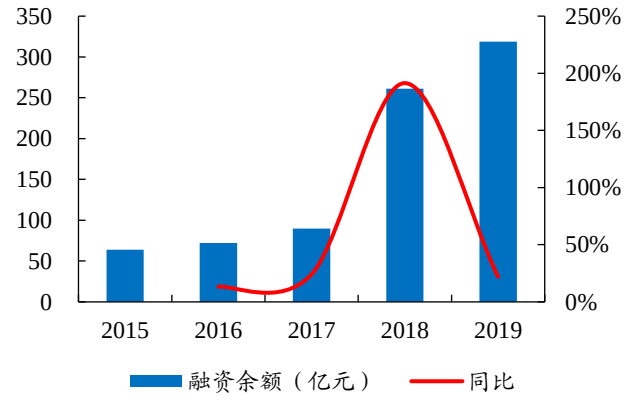
数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 融资优势明显，杠杆维持低位

融资余额有所提升，无短期偿债压力。2019 年公司融资余额 318.61 亿元，同比增长 22%，公司自 2018 年开始融资余额有明显提升，主要源于投资力度持续加大。但从结构来看，公司短期债务占比仅 33%，在手货币资金对短债覆盖率达 114%。

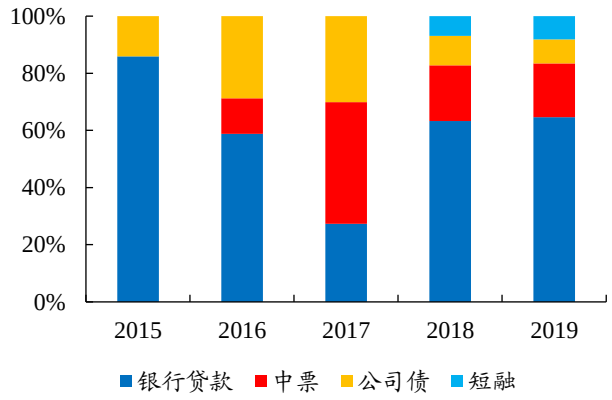
从融资方式看，公司银行贷款、中票、公司债、短融占比分别为 65%、19%、8%、8%，融资方式众多，同时公司资质背书持续好转，2019 年公司综合融资成本 5.6%，同比下降 0.2 个百分点，在公司拓规模、加杠杆的过程中，公司融资成本逆势向下，展现了市场对公司经营模式和运营结果的充分肯定。

图17：2019 年公司融资余额同比增长 22%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：2019 年公司融资余额中 65%来自银行贷款

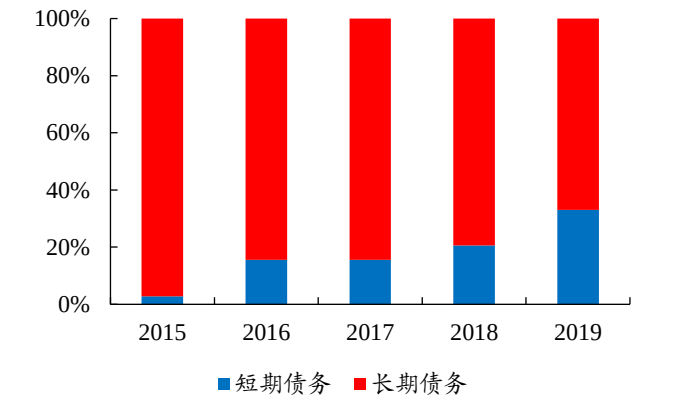


数据来源：公司公告、开源证券研究所

杠杆维持低位。2019 年，公司总资产有息负债率始终低于 30%，净负债率虽然有所提升，但仍处于可控水平，2016-2019 年公司净负债率分别为-11%、-4%、98%、88%。根据《中国房地产百强企业研究报告》，2019 年百强房企剔除预收款后资产负

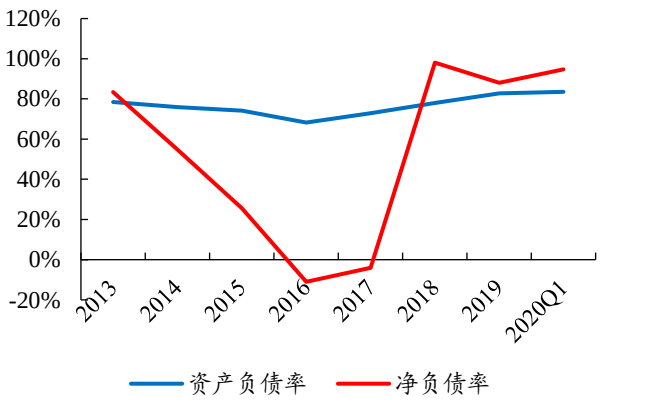
债率均值为 49%，而公司同期扣除预收款后的资产负债率仅为 39.82%，较百强均值低 9.18 个百分点。

图19：2019 年公司短期债务占比 33%



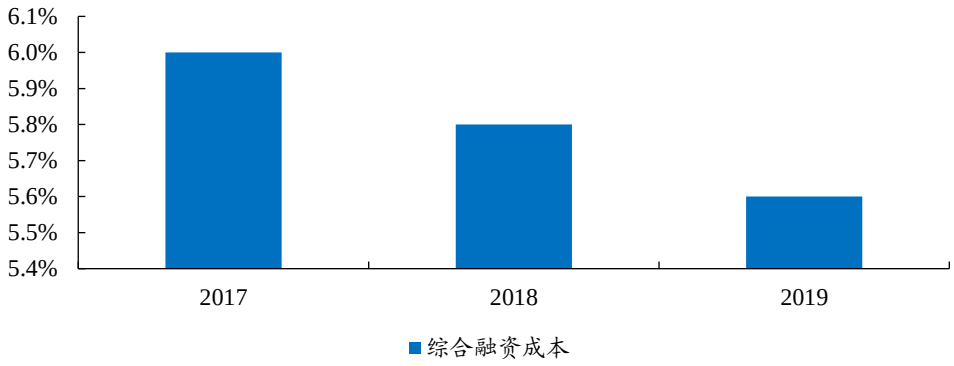
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：公司杠杆水平维持低位



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：公司融资成本持续下行



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020 年公司提出融资利率要在 2019 年综合融资成本 5.6%的基础上，争取下降 0.2%。截至目前，公司发行的短融、中票持续低位；2020 年 6 月，联合资信评估有限公司确定将公司主体及相关债项评级信用等级由“AA+”提升为“AAA”，评级展望为稳定。未来公司融资优势持续明显。

表2：2020 年以来公司发债利率持续新低

债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模（亿元）	票面利率
20 滨江房产 CP001	短融	2020/1/9	2021/1/9	9	4.00%
20 滨江房产 MTN001	中票	2020/2/20	2023/2/20	12	4.00%
20 滨江房产 CP002	短融	2020/2/26	2021/2/26	9	3.24%

债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模（亿元）	票面利率
20 滨江房产 MTN002	中票	2020/3/12	2023/3/12	5	3.85%
20 滨江房产 CP003	短融	2020/3/12	2021/3/12	3	3.00%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5、 盈利预测与投资建议

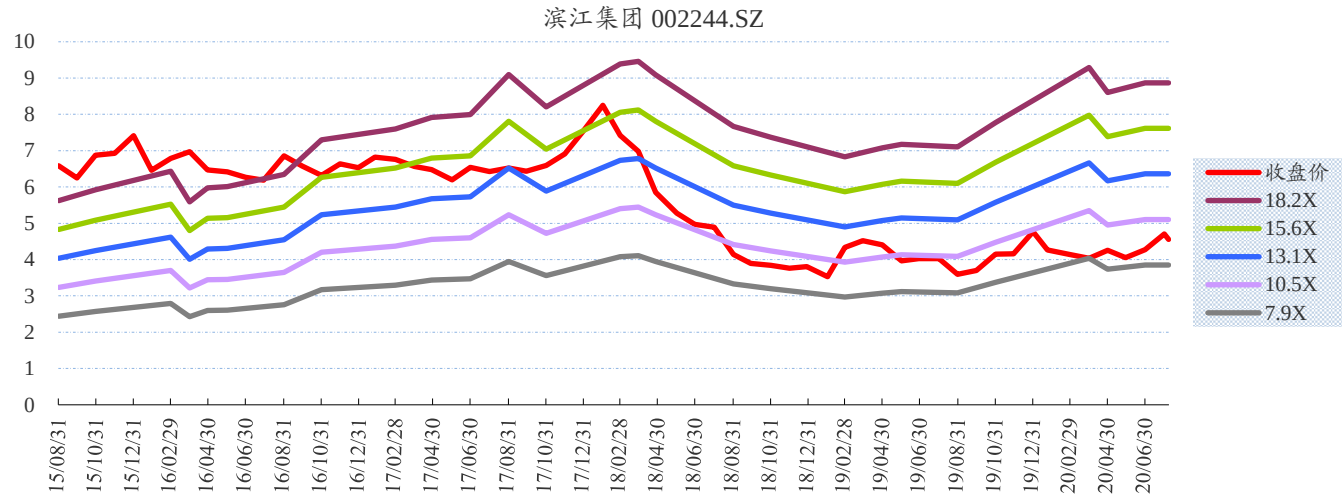
滨江集团目前营收主要由房地产开发业务构成，2019 年房地产开发收入占比达 97%；近年来销售规模增长迅猛，近 5 年销售金额增速 48.2%；预计未来随着项目逐渐进入结算环节，公司结算收入有望持续提升，预计 2020-2022 年公司房地产开发收入分别为 314.8、393.2、479 亿元，同比增长 30%、25%、22%；

公司酒店服务收入占比较小，2019 年收入增速达 41%，预计 2020-2022 年酒店业务收入增速 30%左右；

最终我们测算出公司 2020-2022 年营收分别为 324、404、493 亿元，同比分别增长 29.8%、24.8%、21.9%；归母净利润分别为 21、27、33 亿元，同比分别增长 30.4%、25.4%、24.1%，EPS 分别为 0.68、0.86、1.06 元，当前股价对应 PE 为 7.0、5.6、4.5 倍。

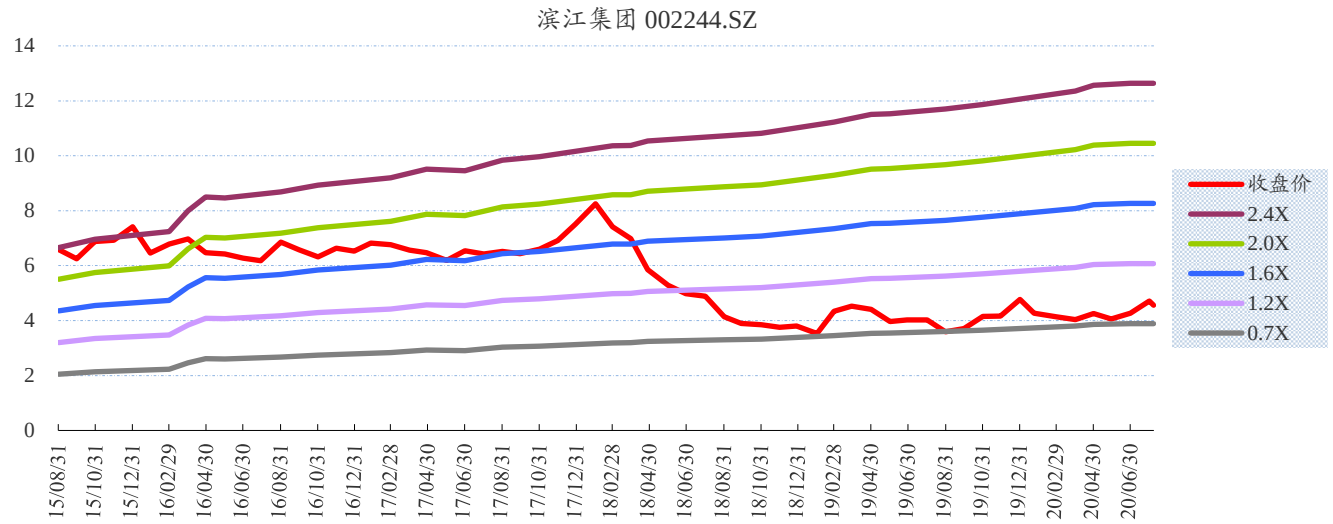
滨江集团持续聚焦杭州、深耕浙江、同时辐射华东、关注中西部重点城市；公司销售破千亿规模，品牌效应明显，融资成本持续下行，管理细化提质提效，首次覆盖给予“买入”评级。

图22：滨江集团 PE-BAND 持续处于低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：滨江集团 PB-BAND 持续处于低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、 风险提示

1）行业销售规模大幅下滑：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。

2）按揭贷款利率大幅上行：按揭贷款利率大幅上行则购房者购房按揭还款金额将明显上升，对购买力有损伤。

3）房地产政策大幅收紧：政策大幅收紧，则房地产销售将承压，带来销售规模下滑。

4）房企资金成本大幅上行：房地产企业资产负债率较高，资金成本上行将导致财务费用大幅增加，侵蚀利润。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	80666	119654	137901	166205	188437
现金	7190	12017	12956	15792	23225
应收票据及应收账款	307	461	535	709	807
其他应收款	15430	18319	20930	29601	31979
预付账款	39	50	65	78	97
存货	53514	84494	98669	114806	126587
其他流动资产	4186	4314	4745	5219	5741
非流动资产	6886	9972	12288	14777	17276
长期投资	1532	2570	3806	5197	6677
固定资产	221	588	660	790	891
无形资产	140	151	151	152	155
其他非流动资产	4994	6662	7671	8638	9553
资产总计	87552	129625	150189	180982	205713
流动负债	46953	85144	100009	124371	143252
短期借款	1260	601	931	766	1500
应付票据及应付账款	2618	3167	4224	5139	6296
其他流动负债	43075	81376	94855	118466	135457
非流动负债	21285	22069	22837	22939	20880
长期借款	20735	21505	22272	22373	20314
其他非流动负债	550	564	565	565	566
负债合计	68238	107213	122846	147309	164132
少数股东权益	4053	5845	9059	12987	17864
股本	3111	3111	3111	3111	3111
资本公积	2309	2198	2198	2198	2198
留存收益	9788	11248	15244	20180	26307
归属母公司股东权益	15261	16567	18284	20686	23717
负债和股东权益	87552	129625	150189	180982	205713

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-13940	2621	5224	4997	11033
净利润	3152	3973	5341	6597	8189
折旧摊销	119	217	189	268	374
财务费用	657	901	1188	1212	1258
投资损失	105	-304	-395	-514	-668
营运资金变动	-18473	-1752	-917	-2359	2117
其他经营现金流	499	-414	-183	-207	-236
投资活动现金流	-7442	-980	-1927	-2036	-1968
资本支出	27	28	554	526	397
长期投资	-1019	123	-1236	-1001	-1480
其他投资现金流	-8434	-829	-2609	-2511	-3052
筹资活动现金流	18947	3179	-2358	-125	-1632
短期借款	793	-659	329	-165	734
长期借款	13184	770	767	101	-2059
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-26	-110	0	0	0
其他筹资现金流	4995	3178	-3454	-61	-307
现金净增加额	-2391	4834	939	2837	7433

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	21115	24955	32381	40425	49264
营业成本	13568	16196	21064	26684	32588
营业税金及附加	1125	1839	2056	2567	3128
营业费用	307	572	742	926	1129
管理费用	310	381	485	611	741
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	657	901	1188	1212	1258
资产减值损失	808	0	0	0	0
其他收益	10	3	4	5	6
公允价值变动收益	0	25	32	42	54
投资净收益	-105	304	395	514	668
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	4246	5419	7278	8985	11149
营业外收入	11	5	8	6	7
营业外支出	15	20	21	20	19
利润总额	4241	5403	7264	8972	11136
所得税	1089	1430	1923	2375	2948
净利润	3152	3973	5341	6597	8189
少数股东损益	1935	2342	3214	3929	4877
归母净利润	1217	1631	2128	2668	3312
EBITDA	5376	6498	7735	9481	11586
EPS(元)	0.39	0.52	0.68	0.86	1.06

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	53.3	18.2	29.8	24.8	21.9
营业利润(%)	44.2	27.6	34.3	23.5	24.1
归属于母公司净利润(%)	-28.9	34.0	30.4	25.4	24.1
获利能力					
毛利率(%)	35.7	35.1	35.0	34.0	33.9
净利率(%)	5.8	6.5	6.6	6.6	6.7
ROE(%)	16.3	17.7	19.5	19.6	19.7
ROIC(%)	9.7	9.9	11.7	13.2	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	77.9	82.7	81.8	81.4	79.8
净负债比率(%)	91.5	80.6	59.9	44.2	17.7
流动比率	1.7	1.4	1.4	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	80.4	65.0	65.0	65.0	65.0
应付账款周转率	5.4	5.6	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.52	0.68	0.86	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	-4.48	0.84	1.68	1.61	3.55
每股净资产(最新摊薄)	4.90	5.32	5.88	6.65	7.62
估值比率					
P/E	12.2	9.1	7.0	5.6	4.5
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.8	6.0	5.2	4.5	3.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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