

## 保利地产 (600048.SH) 业绩稳健，销售提速，投资积极，杠杆有所回落

2020年10月29日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

齐东 (分析师)

陈鹏 (分析师)

qidong@kysec.cn

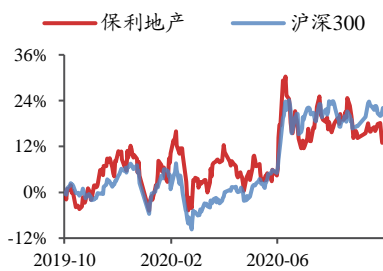
chenpeng@kysec.cn

证书编号: S0790520060001

证书编号: S0790520100001

|            |             |
|------------|-------------|
| 日期         | 2020/10/29  |
| 当前股价(元)    | 15.76       |
| 一年最高最低(元)  | 18.70/13.40 |
| 总市值(亿元)    | 1,885.98    |
| 流通市值(亿元)   | 1,885.98    |
| 总股本(亿股)    | 119.67      |
| 流通股本(亿股)   | 119.67      |
| 近3个月换手率(%) | 42.48       |

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩稳健，投资积极，融资优势明显》-2020.8.24

《公司信息更新报告-业绩稳健释放，销售持续复苏，投资强度回升》-2020.7.20

《公司首次覆盖报告-一主两翼，发展为先，央企龙头起舞》-2020.7.9

### ● 业绩稳健，销售复苏，拿地积极，维持“买入”评级

保利地产坚持“一主两翼”战略，打造全产业的不动产生态发展平台。公司基本面持续向好，我们维持盈利预测不变，预计2020-2022年EPS分别为2.76、3.26、3.84元，当前股价对应PE分别为5.7、4.8、4.1倍，维持“买入”评级。

### ● 业绩稳健释放，毛利率高位略有回落

保利地产发布2020年三季报: 2020年前三季度，公司实现营业总收入1174.8亿元，同比增长5.02%；归母净利润132.0亿元，同比增长2.88%；EPS为1.11元，受结转结构影响，毛利率为34.02%，同比下降1.87个百分点；净利率15.60%，同比下降0.1个百分点，仍处于高位。

### ● 三季度销售增长靓丽，回款表现优异，投资更为积极

2020年前三季度，公司实现销售金额3673.78亿元，销售面积2444.06万平方米，分别同比增长5.94%和6.55%，其中第三季度分别同比增长51.72%和44.81%。公司目前实现销售回笼3317.42亿元，回笼率达到90.3%，继续维持在90%以上水平。公司投资积极，前三季度累计新拓展项目88个，拿地面积1982万平方米，拿地金额1314亿元，分别同比增长32.75%、31.93%；拿地金额占当期销售额的36%，同比提升7个百分点；楼面价占销售均价的44%。拿地布局看，公司在38个核心城市拓展金额占比83%。截至三季度末，公司在建面积14021万平方米，待开发面积7075万平方米。

### ● 杠杆水平回落，资产负债结构稳健

截至2020Q3，公司资产负债率为77.9%，净负债率70.9%，同比分别下降1.7个百分点、11.4个百分点；公司现金短债比为1.91，负债结构较为合理，短期偿债能力较强。公司拟发行商用物业类REITs项目，首期发行规模约22.36亿元，持续探索融资方式，利好公司融资端持续改善。

### ● 风险提示: 行业销售波动；政策调整导致经营风险；企业运营风险。

### 财务摘要和估值指标

| 指标         | 2018A   | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 194,514 | 235,934 | 285,445 | 340,241 | 405,182 |
| YOY(%)     | 32.9    | 21.3    | 21.0    | 19.2    | 19.1    |
| 归母净利润(百万元) | 18,904  | 27,959  | 33,023  | 38,966  | 45,936  |
| YOY(%)     | 21.0    | 47.9    | 18.1    | 18.0    | 17.9    |
| 毛利率(%)     | 32.5    | 35.0    | 34.1    | 34.4    | 34.3    |
| 净利率(%)     | 9.7     | 11.9    | 11.6    | 11.5    | 11.3    |
| ROE(%)     | 14.0    | 16.4    | 16.8    | 16.9    | 16.9    |
| EPS(摊薄/元)  | 1.58    | 2.34    | 2.76    | 3.26    | 3.84    |
| P/E(倍)     | 10.0    | 6.7     | 5.7     | 4.8     | 4.1     |
| P/B(倍)     | 1.6     | 1.3     | 1.2     | 1.0     | 0.8     |

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| 1、 业绩稳健释放，毛利率高位略有回落 .....        | 3 |
| 2、 三季度销售增长靓丽，回款表现优异，投资更为积极 ..... | 3 |
| 3、 杠杆水平回落，资产负债结构稳健 .....         | 5 |
| 4、 盈利预测与投资建议 .....               | 6 |
| 5、 风险提示 .....                    | 6 |
| 附：财务预测摘要 .....                   | 7 |

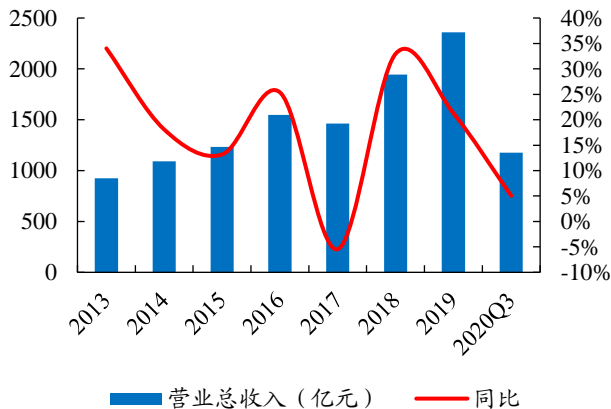
## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图 1： 保利地产 2020 年前三季度营收增速 5.0% .....     | 3 |
| 图 2： 保利地产 2020 年前三季度归母净利润增速 2.9% .....  | 3 |
| 图 3： 保利地产 2020 年前三季度盈利能力维持稳定 .....      | 3 |
| 图 4： 保利地产 2020 年前三季度合约负债增速-0.7% .....   | 3 |
| 图 5： 保利地产 2020 年前三季度销售金额增速 6% .....     | 4 |
| 图 6： 保利地产 2020 年前三季度销售面积增速 7% .....     | 4 |
| 图 7： 保利地产 2020 年前三季度拿地金额增速 32% .....    | 4 |
| 图 8： 保利地产 2020 年前三季度拿地面积增速 33% .....    | 4 |
| 图 9： 保利地产 2020 年前三季度拿地金额/销售额为 36% ..... | 5 |
| 图 10： 保利地产楼面价/销售均价有所回升 .....            | 5 |
| 图 11： 保利地产 2020 年前三季度土储规模维持稳定 .....     | 5 |
| 图 12： 保利地产 2020 年前三季度杠杆水平稳定 .....       | 6 |

## 1、业绩稳健释放，毛利率高位略有回落

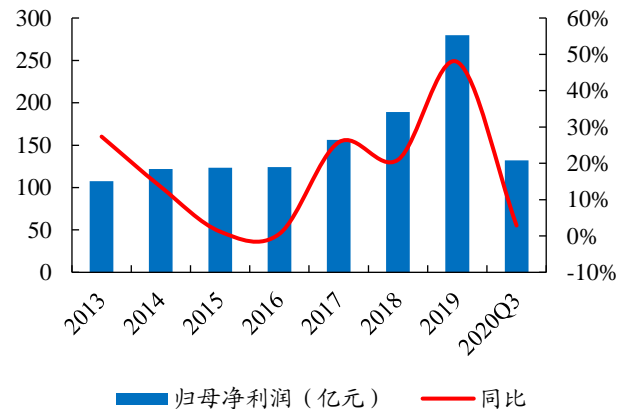
保利地产发布 2020 年三季报：2020 年前三季度，公司实现营业总收入 1174.8 亿元，同比增长 5.02%；归母净利润 132.0 亿元，同比增长 2.88%；EPS 为 1.11 元，受结转结构影响，毛利率为 34.02%，同比下降 1.87 个百分点；净利率 15.60%，同比下降 0.1 个百分点，仍处于高位。

图1：保利地产 2020 年前三季度营收增速 5.0%



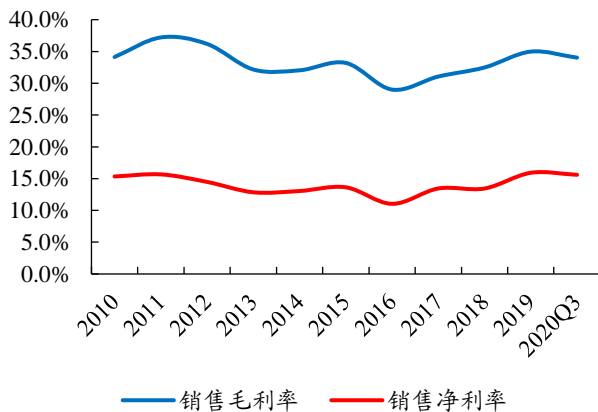
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：保利地产 2020 年前三季度归母净利润增速 2.9%



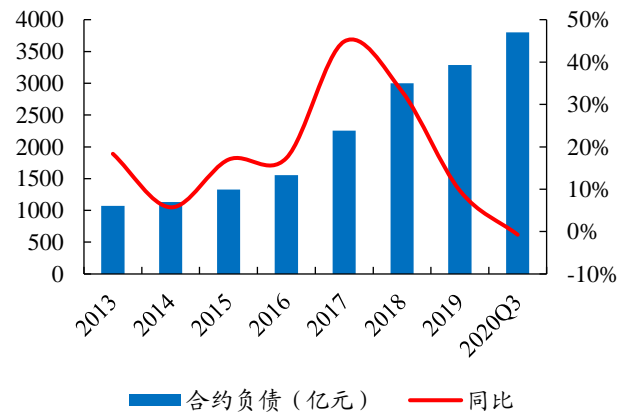
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：保利地产 2020 年前三季度盈利能力维持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：保利地产 2020 年前三季度合约负债增速-0.7%



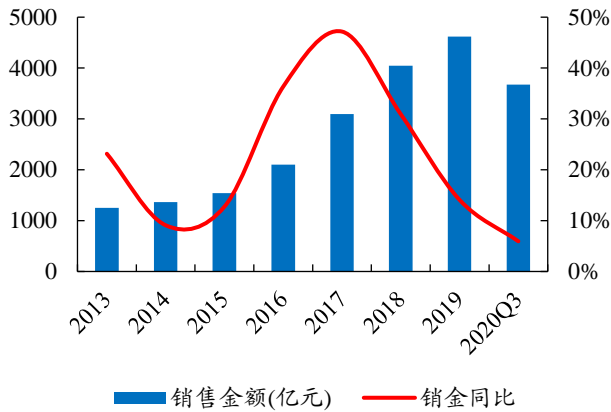
数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、三季度销售增长靓丽，回款表现优异，投资更为积极

2020 年前三季度，公司实现销售金额 3673.78 亿元，销售面积 2444.06 万平方米，分别同比增长 5.94% 和 6.55%，其中第三季度分别同比增长 51.72% 和 44.81%。公司目前实现销售回笼 3317.42 亿元，回笼率达到 90.3%，继续维持在 90% 以上水平。公司投资积极，前三季度累计新拓展项目 88 个，拿地面积 1982 万平方米，拿地金额 1314 亿元，分别同比增长 32.75%、31.93%；拿地金额占当期销售额的 36%，同比提

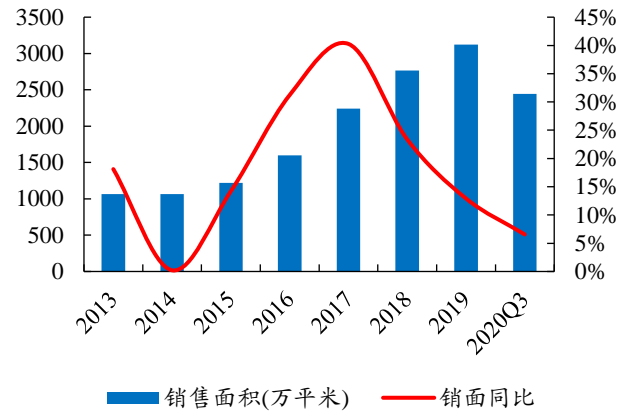
升7个百分点；楼面价占销售均价的44%。拿地布局看，公司在38个核心城市拓展金额占比83%。截至三季度末，公司在建面积14021万平方米，待开发面积7075万平方米。

图5：保利地产2020年前三季度销售金额增速6%



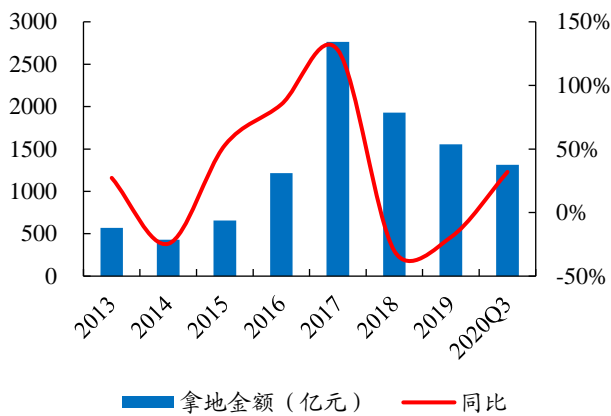
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：保利地产2020年前三季度销售面积增速7%



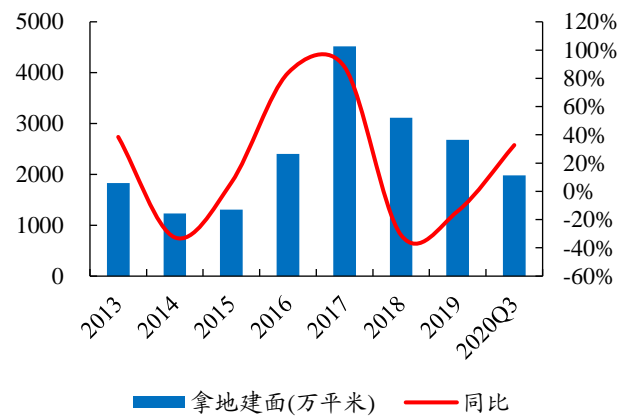
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：保利地产2020年前三季度拿地金额增速32%

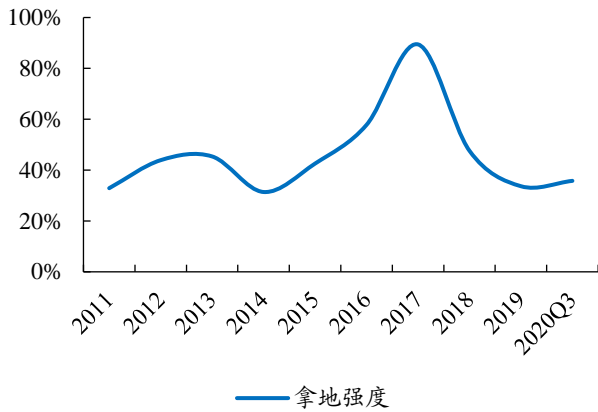


数据来源：公司公告、开源证券研究所

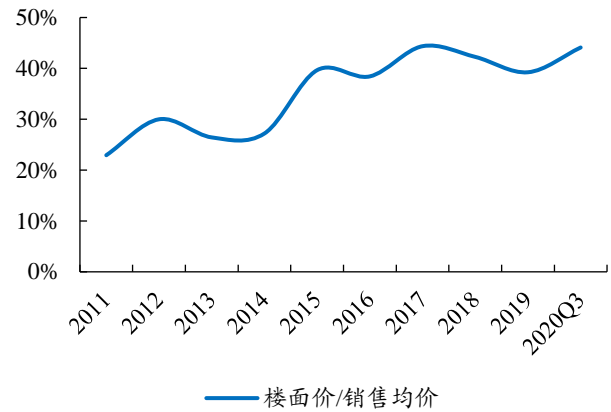
图8：保利地产2020年前三季度拿地面积增速33%



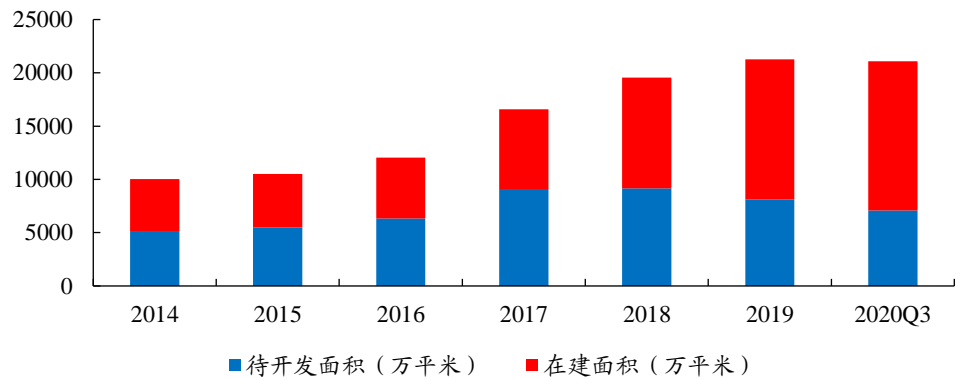
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图9: 保利地产 2020 年前三季度拿地金额/销售额为 36%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图10: 保利地产楼面价/销售均价有所回升**


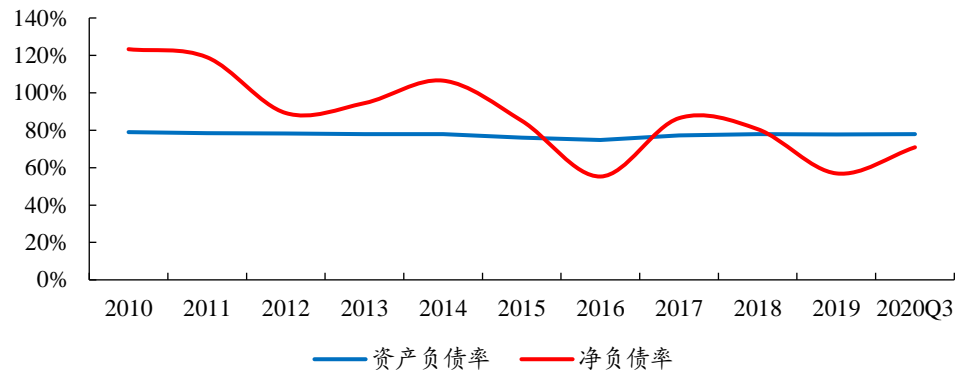
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图11: 保利地产 2020 年前三季度土储规模维持稳定**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3、杠杆水平回落，资产负债结构稳健

截至 2020Q3，公司资产负债率为 77.9%，净负债率 70.9%，同比分别下降 1.7 个百分点、11.4 个百分点；公司现金短债比为 1.91，负债结构较为合理，短期偿债能力较强。公司拟发行商用物业类 REITs 项目，首期发行规模约 22.36 亿元，持续探索融资方式，利好公司融资端持续改善。

**图12: 保利地产 2020 年前三季度杠杆水平稳定**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

保利地产坚持“一主两翼”战略，房地产主业规模持续提升，土储资源充沛，城市布局完善；同时不动产金融、综合服务两翼持续推进，打造全产业链的不动产生态发展平台。公司管理团队经验丰富，有冲劲，品牌意识强；同时公司强大的央企背景，帮助公司获取品牌溢价和低成本融资，进一步提升竞争力。我们维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.76、3.26、3.84 元，当前股价对应 PE 分别为 5.7、4.8、4.1 倍，维持“买入”评级。

#### 5、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。
- 4) 企业运营风险: 企业高管及核心业务骨干人员变动，推货节奏误判导致销售不达预期。

**附：财务预测摘要**

| 资产负债表(百万元)       | 2018A  | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| <b>流动资产</b>      | 766481 | 936922  | 1023506 | 1197951 | 1292600 |
| 现金               | 113431 | 139419  | 166700  | 203096  | 243386  |
| 应收票据及应收账款        | 2044   | 1845    | 2233    | 2628    | 3160    |
| 其他应收款            | 119352 | 133125  | 138728  | 170582  | 181750  |
| 预付账款             | 26045  | 42751   | 49328   | 58685   | 67934   |
| 存货               | 474505 | 584001  | 628988  | 723539  | 754988  |
| 其他流动资产           | 31104  | 35780   | 37529   | 39422   | 41381   |
| <b>非流动资产</b>     | 80012  | 96287   | 113052  | 130995  | 150249  |
| 长期投资             | 48489  | 59046   | 68180   | 77728   | 87730   |
| 固定资产             | 4594   | 7472    | 8769    | 10899   | 13727   |
| 无形资产             | 119    | 389     | 378     | 364     | 348     |
| 其他非流动资产          | 26810  | 29379   | 35724   | 42004   | 48444   |
| <b>资产总计</b>      | 846494 | 1033209 | 1136557 | 1328946 | 1442849 |
| <b>流动负债</b>      | 444897 | 599700  | 626102  | 739726  | 783533  |
| 短期借款             | 3011   | 3133    | 3227    | 3324    | 3424    |
| 应付票据及应付账款        | 50686  | 113153  | 87590   | 135577  | 130558  |
| 其他流动负债           | 391199 | 483414  | 535284  | 600825  | 649551  |
| <b>非流动负债</b>     | 215103 | 203986  | 246328  | 278842  | 293906  |
| 长期借款             | 214939 | 203590  | 245912  | 278406  | 293447  |
| 其他非流动负债          | 164    | 396     | 416     | 437     | 458     |
| <b>负债合计</b>      | 660000 | 803687  | 872430  | 1018568 | 1077439 |
| 少数股东权益           | 64572  | 73500   | 84833   | 98205   | 113969  |
| 股本               | 11895  | 11933   | 11967   | 11967   | 11967   |
| 资本公积             | 15246  | 18323   | 18323   | 18323   | 18323   |
| 留存收益             | 88121  | 110106  | 138939  | 172961  | 213068  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 121923 | 156022  | 179295  | 212172  | 251441  |
| 负债和股东权益          | 846494 | 1033209 | 1136557 | 1328946 | 1442849 |

| 现金流量表(百万元)     | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 11893  | 39155  | 11196  | 2713   | 24465  |
| 净利润            | 26149  | 37554  | 44356  | 52338  | 61700  |
| 折旧摊销           | 1015   | 1259   | 1340   | 1762   | 2344   |
| 财务费用           | 2585   | 2582   | 2559   | 3008   | 3329   |
| 投资损失           | -2690  | -3702  | -4627  | -4893  | -5421  |
| 营运资金变动         | -19231 | 202    | -31185 | -47998 | -35663 |
| 其他经营现金流        | 4066   | 1261   | -1248  | -1505  | -1823  |
| <b>投资活动现金流</b> | -13459 | -10498 | -12176 | -13306 | -14324 |
| 资本支出           | 604    | 279    | 5663   | 6361   | 6652   |
| 长期投资           | -14420 | -11070 | -9134  | 0      | -10002 |
| 其他投资现金流        | -27276 | -21289 | -15646 | -6945  | -17674 |
| <b>筹资活动现金流</b> | 46498  | -2835  | 28261  | 46988  | 30149  |
| 短期借款           | -56    | 122    | 94     | 97     | 100    |
| 长期借款           | 39833  | -11349 | 42322  | 32493  | 15041  |
| 普通股增加          | 37     | 38     | 34     | 0      | 0      |
| 资本公积增加         | -217   | 3078   | 0      | 0      | 0      |
| 其他筹资现金流        | 6901   | 5277   | -14190 | 14398  | 15008  |
| <b>现金净增加额</b>  | 45093  | 25899  | 27281  | 36395  | 40290  |

| 利润表(百万元)     | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>  | 194514 | 235934 | 285445 | 340241 | 405182 |
| 营业成本         | 131339 | 153450 | 188013 | 223167 | 266135 |
| 营业税金及附加      | 16122  | 21841  | 26424  | 31496  | 37508  |
| 营业费用         | 5912   | 6681   | 8083   | 9634   | 11473  |
| 管理费用         | 3495   | 4233   | 5121   | 6975   | 8428   |
| 研发费用         | 41     | 56     | 68     | 81     | 97     |
| 财务费用         | 2585   | 2582   | 2559   | 3008   | 3329   |
| 资产减值损失       | 2351   | -1048  | 559    | 855    | 1228   |
| 其他收益         | 2      | 49     | 51     | 52     | 54     |
| 公允价值变动收益     | 190    | 713    | 232    | 284    | 355    |
| 投资净收益        | 2690   | 3702   | 4627   | 4893   | 5421   |
| 资产处置收益       | 1      | 2      | 2      | 2      | 2      |
| <b>营业利润</b>  | 35593  | 50402  | 59529  | 70254  | 82817  |
| 营业外收入        | 366    | 353    | 423    | 465    | 559    |
| 营业外支出        | 179    | 224    | 269    | 296    | 355    |
| <b>利润总额</b>  | 35780  | 50531  | 59683  | 70424  | 83021  |
| 所得税          | 9631   | 12977  | 15327  | 18085  | 21320  |
| <b>净利润</b>   | 26149  | 37554  | 44356  | 52338  | 61700  |
| 少数股东损益       | 7245   | 9595   | 11333  | 13372  | 15764  |
| <b>归母净利润</b> | 18904  | 27959  | 33023  | 38966  | 45936  |
| EBITDA       | 44857  | 58640  | 62975  | 74281  | 87100  |
| EPS(元)       | 1.58   | 2.34   | 2.76   | 3.26   | 3.84   |

| 主要财务比率         | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 32.9  | 21.3  | 21.0  | 19.2  | 19.1  |
| 营业利润(%)        | 39.4  | 41.6  | 18.1  | 18.0  | 17.9  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 21.0  | 47.9  | 18.1  | 18.0  | 17.9  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 32.5  | 35.0  | 34.1  | 34.4  | 34.3  |
| 净利率(%)         | 9.7   | 11.9  | 11.6  | 11.5  | 11.3  |
| ROE(%)         | 14.0  | 16.4  | 16.8  | 16.9  | 16.9  |
| ROIC(%)        | 8.3   | 10.0  | 9.3   | 9.3   | 9.6   |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 78.0  | 77.8  | 76.8  | 76.6  | 74.7  |
| 净负债比率(%)       | 80.6  | 56.9  | 54.5  | 52.7  | 44.7  |
| 流动比率           | 1.7   | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 1.6   |
| 速动比率           | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| 应收账款周转率        | 99.3  | 121.3 | 140.0 | 140.0 | 140.0 |
| 应付账款周转率        | 2.7   | 1.9   | 1.9   | 2.0   | 2.0   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.58  | 2.34  | 2.76  | 3.26  | 3.84  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.99  | 3.27  | 0.94  | 0.23  | 2.04  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 9.65  | 11.73 | 13.67 | 16.42 | 19.70 |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 10.0  | 6.7   | 5.7   | 4.8   | 4.1   |
| P/B            | 1.6   | 1.3   | 1.2   | 1.0   | 0.8   |
| EV/EBITDA      | 9.0   | 6.7   | 6.6   | 6.1   | 5.4   |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 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