

房地产

2021年01月24日

全年需求景气度高位，上海房地产调控升级

——行业周报

投资评级：看好（维持）

齐东（分析师）

陈鹏（分析师）

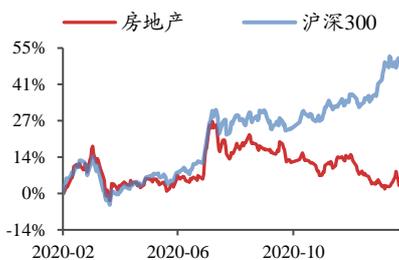
qidong@kysec.cn

chenpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520060001

证书编号：S0790520100001

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-开工、投资可圈可点，需求景气度持续超预期》-2021.1.19

《行业周报-一二手房成交有所分化，央行持续房地产金融监管》-2021.1.17

《行业周报-一二手房成交有所分化，物管行业迎政策东风》-2021.1.10

● 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，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2021年1季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

● 2020年全年需求景气度高位，上海政策调控升级

（1）中央层面，宏观政策基调不变，全年需求景气度维持高位。发改委例行新闻发布会指出，宏观政策不会出现“急转弯”，将根据经济运行实际情况，做好政策进退之间的平衡。统计局发布房地产投资销售数据，2020年12月，商品房销售面积单月同比增长11.5%（11月12.0%），累计增速为2.6%，较前值提升1.3个百分点，自2月以来持续好转，需求景气度仍处高位。年末开工如期上修，竣工不达预期；此外施工、土地端表现均可圈可点，推动全年地产投资增速靓丽。1月20日，央行公布1月LPR，1年期LPR报价3.85%、5年期为4.65%，连续9个月不变。**（2）地方政策看，政策调控方面，**上海对夫妻离异3年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算；个人对外销售住房增值税征免年限从2年提高至5年；新房公证摇号选房优先满足“无房家庭”自住购房需求；优化土地供应结构，对郊区轨道交通站点周边、五大新城加大供应力度。**信息登记方面，**深圳住建局补充“715新政”，家庭购买商品住房，只能登记在具备购房资格成员名下；高层次人才可凭认定证书购买首套房，无需提供社保个税证明，购买二套则需遵守限购政策。**市场秩序方面，**广州天河住建局严厉打击各类投机炒房、哄抬房价等行为。**装修政策方面，**无锡发布新房精装新政，推行基本装修和升级装修分类管理，按规申请价格备案。周内地方政策呈现多元化，地方政府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：单周一二手房成交继续分化

（1）新房：根据房管局数据，2021年第4周，全国32城成交面积382万平米，同比增加58%，环比下降27%；从累计数值看，年初至今32城累计成交面积达2052万平米，累计同比增加29%，表现较为靓丽。**（2）二手房：**2021年第4周，全国9城成交面积为139万平米，同比增速137%，前值-5%；年初至今累计成交面积403万平米，同比增速-13%，较前值提升22个百分点。

● 资金：单周发债规模同比增长，利率有所回落

2021年第4周，信用债发行140亿元，同比增加209%，环比增加41%，平均加权利率3.92%，环比增加23BPs；海外债发行87.2亿美元，同比增加17%，环比增加49%，平均加权利率3.32%，环比减少185BPs。

● 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、 2020 年全年需求景气度高位，上海政策调控升级.....	3
1.1、 宏观政策基调不变，上海房地产调控升级.....	3
1.2、 全年开工、投资可圈可点，需求景气度持续超预期.....	4
1.2.1、 全年销售额增速达 8.7%，需求景气度超市场预期.....	4
1.2.2、 开工如期上修，竣工不达预期.....	5
1.2.3、 施工、土地端表现均可圈可点，推动全年地产投资增速靓眼.....	5
1.2.4、 回款可观，房企到位资金表现靓眼.....	6
2、 一二手成交同比增速分化.....	6
2.1、 全国重点 32 城新房成交同比增长 58%.....	6
2.2、 9 城二手房成交表现萎靡.....	7
3、 土地：溢价率持续高位，流拍率低位徘徊.....	7
4、 资金：单周发债规模同比增长，利率有所回落.....	8
4.1、 房企发债利率有所回落.....	8
4.2、 LPR 连续 9 月不变，房贷利率维持低位.....	9
5、 投资建议：维持行业“看好”评级.....	10
6、 风险提示.....	10

图表目录

图 1： 2020 年 12 月商品房销售额单月增速达 18.9%.....	4
图 2： 2020 年 12 月商品房销售面积单月增速达 11.5%.....	4
图 3： 2020 年 12 月开竣工单月增速分别为 6.3%、-0.2%.....	5
图 4： 2020 年 12 月房地产开发投资额单月增速达 9.3%.....	5
图 5： 2020 年 12 月施工面积单月增速 28.0%.....	5
图 6： 2020 年 12 月房地产开发企业到位资金单月增长 21.8%.....	6
图 7： 全国 32 城新房成交面积单周同比增长 58%.....	6
图 8： 全国 32 城新房成交面积单周环比下降 27%.....	6
图 9： 全国 32 城新房成交中一线城市表现最佳.....	7
图 10： 全国 9 城二手房单周成交面积同比增速 137%.....	7
图 11： 全国 9 城二手房成交累计增速-13%.....	7
图 12： 100 城全类型土地成交溢价率保持高位.....	8
图 13： 100 城全类型土地流拍率低至 0.9%.....	8
图 14： 2021 年第 4 周房地产信用债发行规模同比增加.....	9
图 15： 2021 年第 4 周房地产海外债发行规模同比增加.....	9
图 16： 信用债、海外债单周发债规模同比增加.....	9
图 17： 2020 年 1 月 LPR 利率暂未调整.....	10
图 18： 12 月首套房贷利率下降 1BP.....	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（2021 年第 4 周）.....	3
表 2： 100 城中三线城市全类型土地成交溢价率最高（2021 年第 4 周）.....	8
表 3： 100 城中三线城市宅地成交流拍率 2.0%（2021 年第 4 周）.....	8

1、2020 年全年需求景气度高位，上海政策调控升级

1.1、宏观政策基调不变，上海房地产调控升级

宏观政策基调不变，棚改如期推进。国务院召开全体会议，要求继续扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，保持宏观政策连续性、稳定性和可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度。发改委例行新闻发布会指出，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，宏观政策不会出现“急转弯”，将根据经济运行实际情况，做好政策进退之间的平衡。棚改方面，2020 年 1-11 月全国各类棚户区改造开工 206.9 万套；新开工改造城镇老旧小区 3.97 万个，惠及居民 700 多万户。未来城市建设质量将不断提升，居住条件持续改善。

地方政策看，政策调控方面，上海发布调控新政，对夫妻离异 3 年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算；个人对外销售住房增值税征免年限从 2 年提高至 5 年；新房公证摇号选房优先满足“无房家庭”自住购房需求；优化土地供应结构，增加宅地供应，对郊区轨道交通站点周边、五大新城（南汇、松江、嘉定、青浦、奉贤新城）加大供应力度。**信息登记方面，**深圳住建局补充“715 新政”，家庭购买商品住房，只能登记在具备购房资格成员名下（此前只要求一人有名额，其他联名人无购房资格也可以联名登记），目前已暂停夫妻婚内更名；高层次人才可凭认定证书购买首套房，无需提供社保个税证明，购买二套房需遵守限购政策。**市场秩序方面，**广州天河住建局发布提醒，严厉打击各类投机炒房、哄抬房价等行为，各房地产中介机构不得配合或协助业主以明显高于市场价方式挂牌，不得配合或协助业主以非正常方式频繁调整已挂牌的房产出售价格。**装修政策方面，**无锡发布新房精装新政，推行基本装修和升级装修分类管理，按规申请价格备案；基本装修的价格按建面计算，价格标准应控制在 1500-2000 元/m²之间的合理范围内；房企不得捂盘惜盘和只提供升级装修方案，不得强迫或变相要求购房者选择升级装修方案。**周内地方政策呈现多元化，**地方政府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（2021 年第 4 周）

时间	政策
2021/1/18	央行: ①今年稳健的货币政策会更加灵活精准、合理适度；②M2、社融增速不宜再设置数字目标，保持与名义经济增速基本匹配；③坚持“房住不炒”、租购并举、因城施策，加强对各类资金流入房地产的情况监测，实施房地产金融审慎管理制度，完善住房租赁金融政策
2021/1/18	发改委: ①继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，努力保持经济运行在合理区间；②推进“十四五”重大工程项目建设，加大新型基础设施投资力度；③推进以人为核心的新型城镇化，推动大中城市提升功能品质，解决好大城市住房突出问题
2021/1/18	长沙: 调整住房公积金政策，两中心实行统一的住房公积金提取、贷款、缴存政策；放开长江中游城市群和湖南省内异地贷款
2021/1/18	国家统计局: 1、2020 年 1-12 月份，全国房地产开发投资 141443 亿元，比上年增长 7.0%，增速比 1-11 月份提高 0.2%，比上年回落 2.9%；2、2020 年全国商品房销售面积为 176086 万平方米，增长 2.6%；商品房销售额 173613 亿元，增长 8.7%
2021/1/19	国家发改委: 基础设施、制造业、房地产开发等重点领域投资持续改善
2021/1/22	上海: 发布调控新政：①对夫妻离异 3 年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算；②个人对

时间	政策
	外销售住房增值税征免年限从2年提高至5年；③新房公证摇号选房优先满足“无房家庭”自住购房需求；④优化土地供应结构，增加宅地供应，对郊区轨道交通站点周边、五大新城（南汇、松江、嘉定、青浦、奉贤新城）加大供应力度
2021/1/22	深圳： 住建局补充“715新政”：①家庭购买商品住房，只能登记在具备购房资格成员名下（此前只要求一人有名额，其他联名人无购房资格也可以联名登记），目前已暂停夫妻婚内更名；②高层次人才可凭认定证书购买首套房，无需提供社保个税证明，购买二套则需遵守限购政策。
2021/1/22	广州： 住建局发布提醒，严厉打击各类投机炒房、哄抬房价等行为，各房地产中介机构不得配合或协助业主以明显高于市场价方式挂牌，不得配合或协助业主以非正常方式频繁调整已挂牌的房产出售价格。
2021/1/22	无锡： 发布新房精装新政：①推行基本装修和升级装修分类管理，按规申请价格备案；②基本装修的价格按建面计算，价格标准应控制在1500-2000元/m ² 之间的合理范围内；③房企不得捂盘惜盘和只提供升级装修方案，不得强迫或变相要求购房者选择升级装修方案。
2021/1/22	合肥： 对哄抬房价的房地产经纪机构取消其网签权限

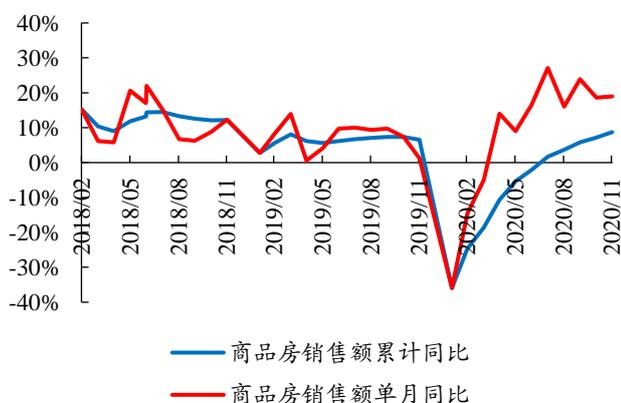
资料来源：Wind、政府官网、保利投顾研究院、开源证券研究所

1.2、全年开工、投资可圈可点，需求景气度持续超预期

1.2.1、全年销售额增速达8.7%，需求景气度超市场预期

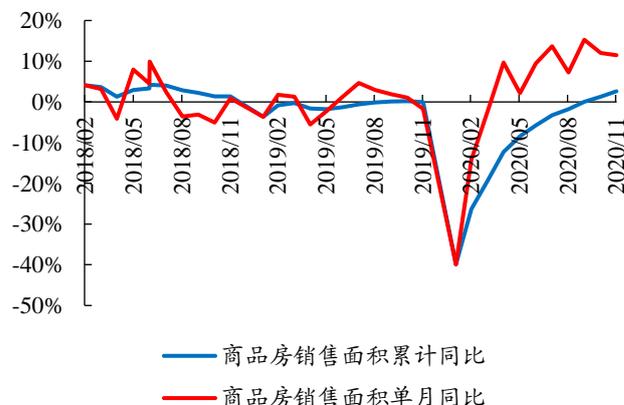
国家统计局发布2020年12月商品房投资和销售数据，2020年12月，商品房销售面积单月同比增长11.5%（11月12.0%），累计增速为2.6%，较前值提升1.3个百分点，自2月以来持续好转，需求景气度仍处高位。12月，商品房销售额单月同比增长18.9%（11月18.6%）；累计增速+8.7%，增幅较前值提升7.2个百分点。从区域看，东部、中部、西部、东北区域单月住宅销售额增速分别为25%、15%、10%、17%，较前值分别下降0.4、提升2.9、下降1.3、提升6.5个百分点，全年累计增速分别为14%、1%、5%、-2%，全年来看东部区域增长持续靓丽，东北区域表现乏力，但年底单月复苏态势最为明显。

图1：2020年12月商品房销售额单月增速达18.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2020年12月商品房销售面积单月增速达11.5%

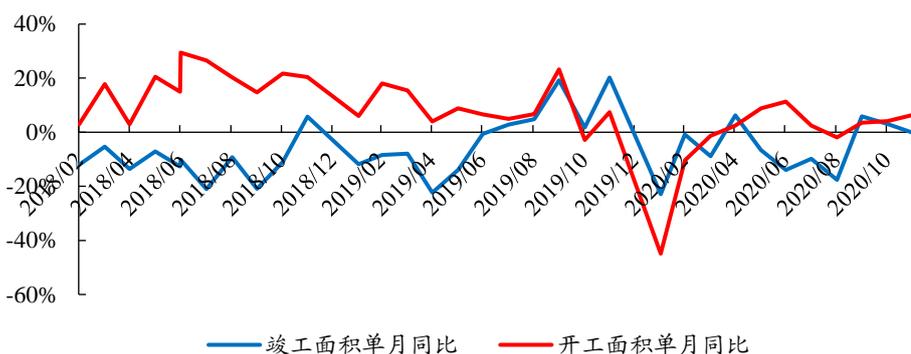


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、开工如期上修，竣工不达预期

2020年12月，房屋新开工面积单月同比增长6.3%，较前值提升2.2个百分点；累计增速-1.2%，较前值提升0.8个百分点；上半年疫情影响房企开工进程，下半年房企开工加速修复，同时需求景气度维持高位背景下，新开工意愿继续回升。中长期看，考虑到融资新政影响，我们对开工维持“短多长空”判断。12月，房屋竣工面积同比下降0.2%，累计增速-4.9%，较前值提升2.4个百分点。年内竣工数据表现一般，年底复苏迹象未现，但高竣工是前两年高开工的必然推演，我们维持2021年高竣工判断。

图3：2020年12月开竣工单月增速分别为6.3%、-0.2%

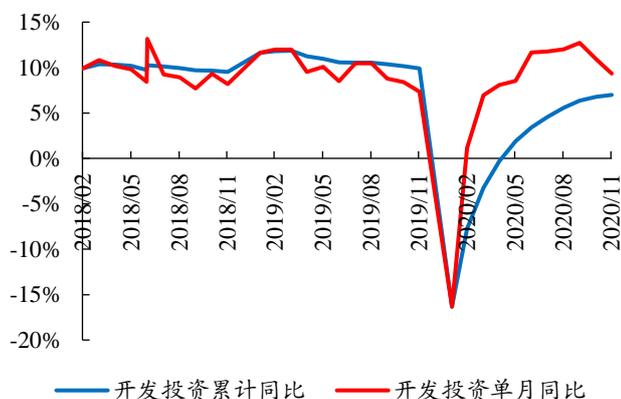


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.3、施工、土地端表现均可圈可点，推动全年地产投资增速靓丽

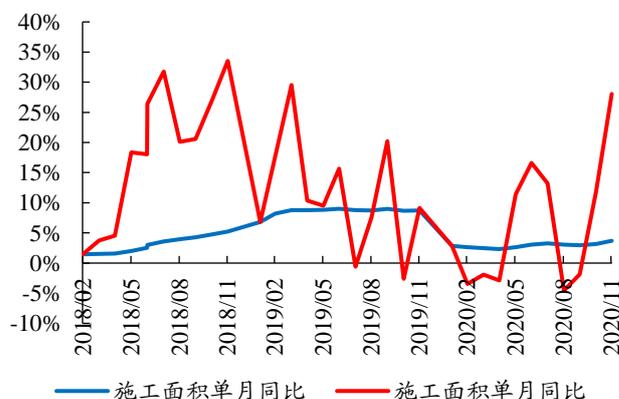
2020年12月，房地产开发投资额同比增长9.3%，较前值回落1.6个百分点；累计增速7.0%，较前值提升0.2个百分点；施工力度回升明显，叠加土地端表现优异，推动全年房地产投资增速靓丽。12月购置土地面积、土地成交价款累计增速分别为-1.1%、17.4%，较前值分别提速4.1个百分点、提升1.3个百分点。同时，行业施工端表现优异，12月施工面积单月增速28.0%，较前值提升16.1个百分点；累计增速3.7%，略有回升。

图4：2020年12月房地产开发投资额单月增速达9.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020年12月施工面积单月增速28.0%

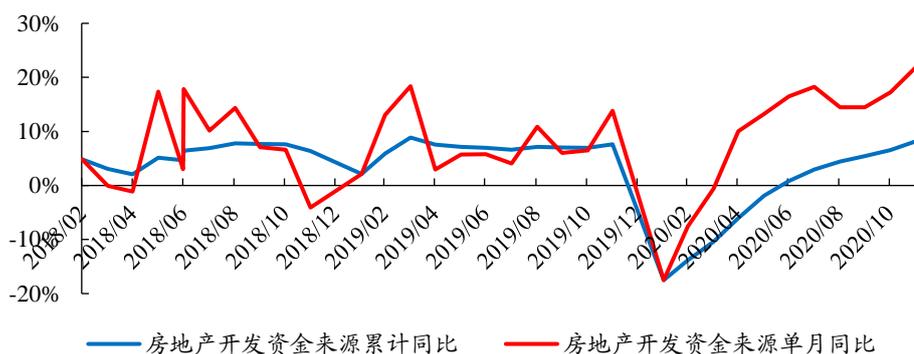


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.4、回款可观，房企到位资金表现靛眼

2020年12月，房地产开发企业到位资金同比增长21.8%，较前值提升4.6个百分点；累计增速+8.1%，较前值提升1.5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9.2%、18.8%、33.2%、3.7%较前值分别提升0.3、下降1.2、提升18.6、下降14.6个百分点；全年看，自筹资金、个人按揭贷款增速表现最佳。

图6：2020年12月房地产开发企业到位资金单月增长21.8%



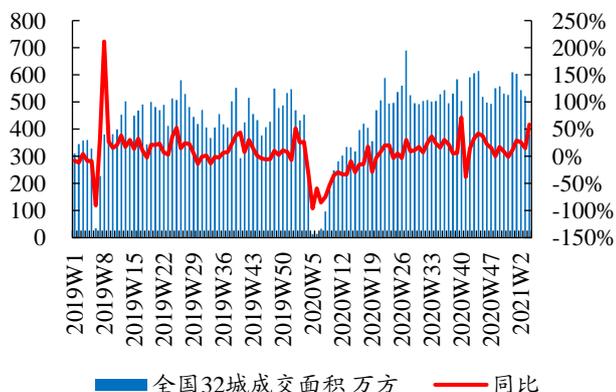
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、一二手成交同比增速分化

2.1、全国重点32城新房成交同比增长58%

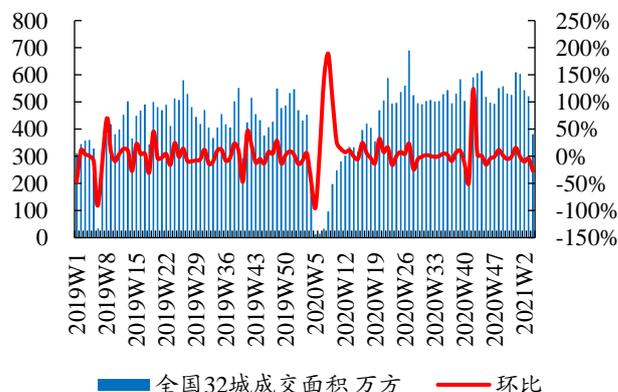
2021年第4周，全国32城成交面积382万平方米，同比增加58%，环比下降27%；从累计数值看，年初至今32城累计成交面积达2052万平方米，累计同比增加29%，新房成交表现优异。

图7：全国32城新房成交面积单周同比增长58%



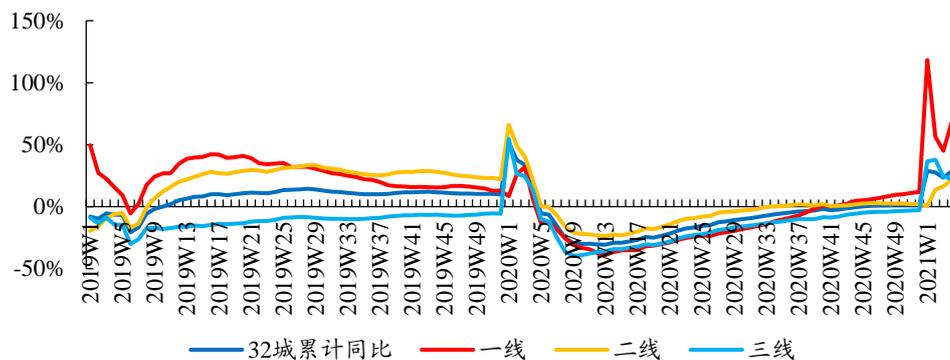
数据来源：Wind、开源证券研究所（横坐标W代表周，下同）

图8：全国32城新房成交面积单周环比下降27%



数据来源：Wind、开源证券研究所

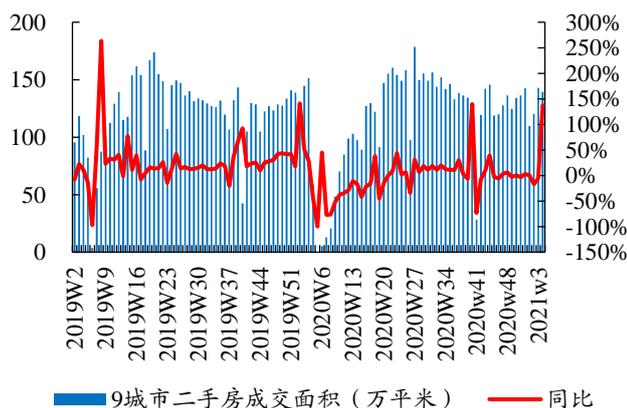
根据房管局数据，2021年第4周，全国32城成交面积同比增速58%，年初至今累计增速29%，持续处于修复通道。各线城市走势基本一致，一、二、三线单周成交同比增速分别为299%、52%、15%，年初至今累计增速68%、22%、22%，成交表现均较为靓丽。

图9：全国32城新房成交中一线城市表现最佳


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、9城二手房成交表现萎靡

9城二手房成交累计增速降幅收缩至-13%。2021年第4周，全国9城成交面积为139万平方米，同比增速137%，前值-5%；年初至今累计成交面积403万平方米，同比增速-13%，较前值提升22个百分点。

图10：全国9城二手房单周成交面积同比增速137%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：全国9城二手房成交累计增速-13%


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。2021年第4周，全国100城全类型土地成交溢价率18.3%，流拍率0.9%；宅地成交溢价率18.8%，流拍率1.2%。

表2: 100 城中三线城市全类型土地成交溢价率最高 (2021 年第 4 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	391	0.0%	232	2818	10.1%
二线	2469	2.0%	1078	3102	11.5%
三线	2656	0.0%	1378	1676	32.8%
合计	5517	0.9%	2688	2346	18.3%

数据来源: Wind、开源证券研究所

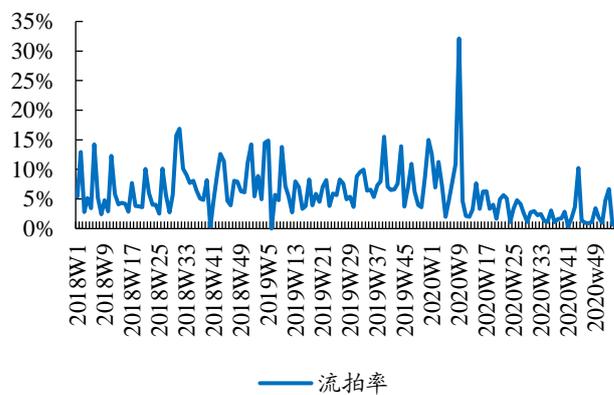
表3: 100 城中三线城市宅地成交流拍率 2.0% (2021 年第 4 周)

	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	230	0.0%	134	4581	10.9%
二线	1407	2.2%	394	6632	11.4%
三线	868	0.0%	346	4637	37.4%
合计	2505	1.2%	874	5527	18.8%

数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 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

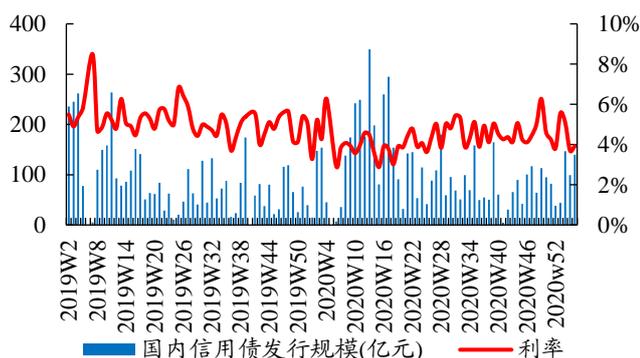
图13: 100 城全类型土地流拍率低至 0.9%


数据来源: Wind、开源证券研究所

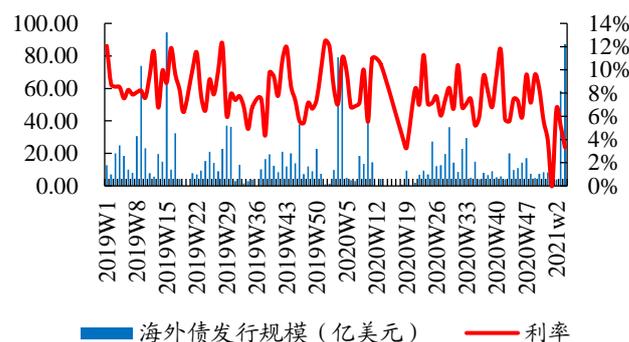
4、资金：单周发债规模同比增长，利率有所回落

4.1、房企发债利率有所回落

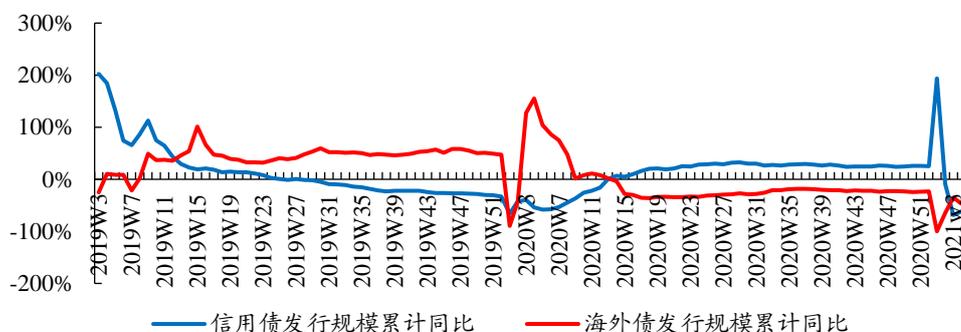
2021 年第 4 周，信用债发行 140 亿元，同比增加 209%，环比增加 41%，平均加权利率 3.92%，环比增加 23BPs；海外债发行 87.2 亿美元，同比增加 17%，环比增加 49%，平均加权利率 3.32%，环比减少 185BPs。

图14: 2021年第4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15: 2021年第4周房地产海外债发行规模同比增加


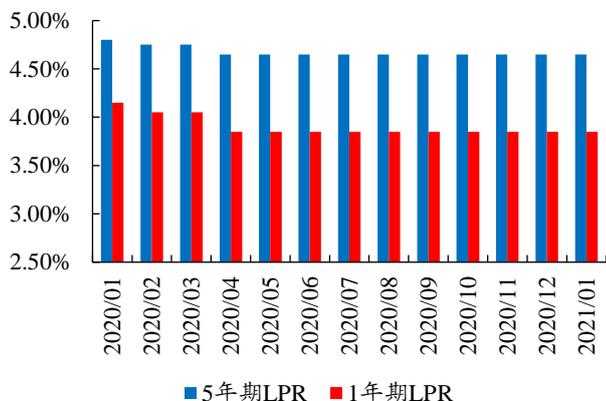
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 信用债、海外债单周发债规模同比增加


数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、LPR 连续 9 月不变，房贷利率维持低位

12月居民端房贷利率探底。1月20日，央行公布1月LPR，1年期LPR报价3.85%、5年期为4.65%，连续9个月不变。融360表示，2020年12月，全国首套房贷款平均利率为5.23%，环比略下降1BP；二套房贷款平均利率为5.54%，与11月持平。目前虽然银行整体信贷资金较为充裕，但贷款投向仍要严格遵循政策引导扶持实体经济融资的大方向，严防资金违规流入楼市。

图17: 2020年1月LPR利率暂未调整


数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 12月首套房贷利率下降1BP


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, 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2021年1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