

## 房地产

2021年02月28日

## 一二手成交靓眼，土拍新政下龙头房企受益明显

——行业周报

投资评级：看好（维持）

齐东（分析师）

陈鹏（分析师）

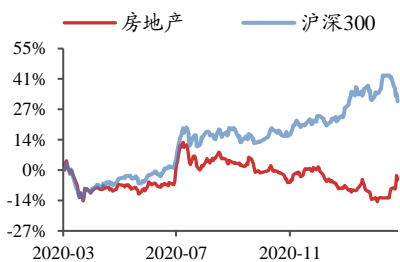
qidong@kysec.cn

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-住宅土地出让“零售改批发”，未来拿地溢价率有望回落，利好一二线龙头房企》-2021.2.25

《行业周报-一二手单周成交靓眼，南京落户政策放松》-2021.2.21

《行业周报-百强销售持续靓眼，上海新房积分摇号新规落地》-2021.2.7

### ● 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。

### ● 住宅土地出让“零售改批发”，改善行业利润率可期

**(1) 住宅土地出让“零售改批发”，未来拿地溢价率有望回落。**据澎湃新闻消息，住建部发文直接监控22个热点城市，实施两集中（集中发布出让公告，集中组织出让活动）。“两集中”带来土地供应端变革，土拍“零售改批发”，土地溢价率有望下降，改善房企毛利率。一方面，集中出让下，中小房企资金量有限，能够参与的项目数量减少，土拍竞争热度下降，高价地减少；另一方面，集中出让虽然没有改变供应量，但供应节奏变化，短期资金分流下土拍热度也会下降。地方政府土拍“零售改批发”，平抑土拍热度，政府让利，受益的将是居民端和企业端；土地供应端变革后，房企运营能力和规模成为关键能力。**(2) 地方政策看，人才保障方面**，太原对于2月20日至3月31日在万柏林区范围内购买五证齐全的新建普通商品住房的各级各类人才，由区财政一次性补贴5万元。青岛进一步优化人才住房配建制度，人才房销售价格原则上应不高于同区域商品住房价格的80%。**租赁政策方面**，宁波明确租赁住房试点专项资金使用范围，明确奖补标准。**户籍政策方面**，江西全面放开全省城镇落户条件，全面取消参加社保、居住年限、就业年限等落户限制。**市场规范方面**，深圳开展经纪机构二手住房成交参考价格应用情况专项检查，将检查经纪机构和经纪人员在门店、网站、微信、QQ等网络平台发布的（挂牌）价格是否超出成交参考价格。本周政策的热点集中在土拍“两集中”新政，住宅土地出让“零售改批发”，未来拿地溢价率有望回落，利好一二线龙头房企。

### ● 成交：一二手成交增长靓眼

**(1) 新房：**2021年第9周，全国32城成交面积470万平方米，同比增加138%，环比增加169%；从累计数值看，年初至今32城累计成交面积达4218万平方米，累计同比增加116%。**(2) 二手房：**2021年第9周，全国9城成交面积为115万平方米，同比增速138%，前值86%；年初至今累计成交面积933万平方米，同比增速69%，较前值提升7个百分点。

### ● 资金：单周发债规模下降，利率有所回升

2021年第9周，信用债发行88.2亿元，同比减少36%，环比增加558%，平均加权利率4.83%，环比减少72BPs；海外债发行0.6亿美元，同比减少97%，环比减少71%，平均加权利率2.95%，环比减少65BPs。

● **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、土地新规利好行业竞争格局，改善房企利润率	3
1.1、住宅土地出让“零售改批发”，未来拿地溢价率有望回落	3
1.2、区域政策多元化，长效机制持续完善	3
1.3、70城房价涨幅可观	4
2、一二手单周成交靓眼	6
2.1、全国重点32城新房成交增速可观	6
2.2、9城二手房成交表现可观	7
3、土地：溢价率持续高位，流拍率低位徘徊	7
4、资金：单周发债规模下降，利率有所回升	8
4.1、房企单周发债规模同比下降	8
4.2、LPR连续10月不变，房贷利率底部回升	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 1：2021 年 1 月 70 城中有 53 城新房价格环比上涨	5
图 2：2021 年 1 月 70 城中有 49 城二手价格环比上涨	5
图 3：2021 年 1 月 70 城中新房住宅价格环比上涨 0.3%	5
图 4：2021 年 1 月 70 城中二手房住宅价格环比上涨 0.4%	6
图 5：全国 32 城新房成交面积单周同比增长回升	6
图 6：全国 32 城新房成交面积单周环比提升	6
图 7：全国 32 城新房成交中一线城市表现最佳	7
图 8：全国 9 城二手房单周成交面积同比增速提升明显	7
图 9：全国 9 城二手房成交同比累计增速 69%	7
图 10：100 城全类型土地成交溢价率保持高位	8
图 11：100 城全类型土地流拍率低至 1.6%	8
图 12：2021 年第 9 周房地产信用债发行规模同比减少	9
图 13：2021 年第 9 周房地产海外债发行规模同比减少	9
图 14：信用债、海外债累计发债规模同比减少	9
图 15：2021 年 2 月 LPR 利率暂未调整	10
图 16：2021 年 2 月首套房贷利率上升 4BP	10
表 1：多城市拟实施土地供应两集中，房地产贷款利率边际放宽（2021 年第 9 周）	4
表 2：100 城中二线城市全类型土地成交溢价率最高（2021 年第 9 周）	8
表 3：100 城中三线城市宅地成交流拍率最高（2021 年第 9 周）	8

## 1、土地新规利好行业竞争格局，改善房企利润率

### 1.1、住宅土地出让“零售改批发”，未来拿地溢价率有望回落

2月24日，青岛自然资源和规划局官网发布，为落实2021年自然资源部住宅用地供应分类调控工作视频会议及相关文件要求，严格实行住宅用地“两集中”同步公开出让；天津、深圳也发布政策。据澎湃新闻消息，住建部发文直接监控22个热点城市，名单包括北上广深4个一线城市以及南京、苏州、杭州、厦门、福州、重庆、成都、武汉、郑州、青岛、济南、合肥、长沙、沈阳、宁波、长春、天津、无锡18个二线城市，实施两集中（集中发布出让公告，集中组织出让活动）。

**“两集中”带来土地供应端变革，土拍“零售改批发”，土地溢价率有望下降，改善房企毛利率。**一方面，集中出让下，中小房企资金量有限，能够参与的项目数量减少，土拍竞争热度下降，高价地减少；另一方面，集中出让虽然没有改变供应量，但供应节奏变化，短期资金分流下土拍热度也会下降。地方政府土拍“零售改批发”，平抑土拍热度，政府让利，受益的将是居民端和企业端。

**土地供应端变革，房企运营能力和规模成为关键能力。**虽然一二线本身就无法高周转，但过往连续供地模式下，房企依旧可以通过滚动开发平滑现金流。未来集中供地下，房企需要更精准地预判城市轮动；劣势在于，在投拓时的房企资金峰值需求大幅提升，同时操盘、设计、营销等动作出现明显“潮汐”现象，对房企运营能力和投拓能力要求进一步提升。

**2020年22个城市住宅用地出让金占比55%，住宅销售金额占比31%。**22个一二线城市2016-2020年住宅用地土地出让金规模合计分别为1.53、1.93、1.76、2.31、2.66万亿元，占全国300城市住宅用地土地出让金比例分别为67%、57%、51%、53%、52%，平均值55%。2020年22城市合计住宅签约销售金额4.82万亿元，占全国比例为31%。

### 1.2、区域政策多元化，长效机制持续完善

**地方政策看，人才保障方面**，太原对于2021年2月20日至3月31日在万柏林区范围内购买五证齐全的新建普通商品住房的各级各类人才，符合条件的购房人，由区财政一次性补贴5万元。青岛进一步优化人才住房配建制度，人才房销售价格原则上应不高于同区域商品住房价格的80%；产权型人才住房签订购房合同满5年可上市交易。**资金监管方面**，泉州针对预售资金监管出台新政，中心市区商品房项目的重点监管资金额度按照项目工程总造价的1.2倍核定，要求开发商开设商品房预售资金监管专用账户，购房人购房款应直接存入监管账户。**租赁政策方面**，宁波明确租赁住房试点专项资金使用范围，包含支持租赁住房筹集建设、扶持专业化租赁机构等四项工作；明确奖补标准，对配套完善的新建租赁社区按住房建面给予1000元/㎡奖补。**户籍政策方面**，江西全面放开全省城镇落户条件，全面取消参加社保、居住年限、就业年限等落户限制。**市场规范方面**，深圳开展经纪机构二手住房成交参考价格应用情况专项检查，将检查经纪机构和经纪人员在门店、网站、微信、QQ等网络平台发布的（挂牌）价格是否超出成交参考价格。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: 多城市拟实施土地供应两集中, 房地产贷款利率边际放宽 (2021年第9周)**

时间	政策
2021/2/22	<b>北京:</b> 就共有产权住房征求意见, 中心城区十八层(含)以下的住宅建筑, 套型总建筑面积不大于95平方米; 十八层以上的住宅建筑, 套型总建筑面积不大于100平方米
2021/2/22	<b>太原:</b> 对于2021年2月20日至3月31日在万柏林区范围内购买五证齐全的新建普通商品住房的各级各类人才, 符合条件的购房人, 由区财政一次性补贴5万元
2021/2/22	<b>青岛:</b> 拟优化人才住房配建制度, 单价不高于同区域商品住房拟售价格的80%, 提供量不低于可售套数的2.5%
2021/2/22	<b>广东:</b> 对辖内(除深圳外)第三档(中资小型银行和非县域农合机构)、第四档(县域农合机构)银行房地产贷款占比上限提高2个百分点至24.5%、20%, 个人住房贷款占比上限提高2.5个百分点至19.5%、15%
2021/2/23	<b>统计局:</b> 1月70城房价涨幅榜出炉, 其中53城新房价格环比上涨, 3城持平, 14城下跌; 二手房方面, 49城上涨, 6城持平, 15城下跌
2021/2/23	<b>上海:</b> 上调辖内第三档、第五档银行房地产贷款集中度考核指标, 分别上浮2个百分点和1.5个百分点
2021/2/23	<b>浙江:</b> 上调第四档、第五档银行相关监管指标1个百分点和2个百分点
2021/2/23	<b>山东:</b> 将辖内城商行、民营银行房地产贷款集中度标准上限调高2.5个百分点至25%
2021/2/23	<b>辽宁:</b> 中小行房地产贷款占比上限不变, 但个人房贷上限均上调三到五档个人住房贷款占比上限提高1-2个百分点
2021/2/23	<b>泉州:</b> 针对预售资金监管出台新政: (1)中心市区商品房项目的重点监管资金额度按照项目工程总造价的1.2倍核定; (2)要求开发商开设商品房预售资金监管专用账户, 6万m <sup>2</sup> 及以下, 监管账户不超2个, 6-12万m <sup>2</sup> , 不超过3个, 12万m <sup>2</sup> 以上, 不超过4个; (3)购房人购房款应直接存入监管账户
2021/2/24	<b>自然资源部:</b> 澎湃新闻报道, 网传自然资源部近期将召开视频会议, 要求22个重点城市土地供应“两集中”(集中发布出让公告、集中组织出让), 会议前22城将暂停发布宅地公告
2021/2/24	<b>天津:</b> 二手房交易自行选择是否接受资金监管服务, 资金监管机构只对自有交易资金进行监管
2021/2/24	<b>宁波:</b> 发布租赁新规, (1)明确租赁住房试点专项资金使用范围, 包含支持租赁房源筹集建设、扶持专业化租赁机构等四项工作; (2)明确奖补标准, 对配套完善的新建租赁社区按住房建面给予1000元/m <sup>2</sup> 奖补, 对其他新建类项目给予800元/m <sup>2</sup> 奖补等
2021/2/24	<b>江西:</b> 全面放开全省城镇落户条件, 以具有合法稳定住所(含租赁)或合法稳定就业为户口迁移的基本条件, 全面取消参加社保、居住年限、就业年限等落户限制
2021/2/25	<b>深圳:</b> 深圳市住建局发布《关于开展房地产经纪机构二手房成交参考价格应用情况专项检查的通知》严查中介机构二手房挂牌价
2021/2/25	<b>济南:</b> 2021年土地供应“两集中”每年招拍挂不超过3次
2021/2/25	<b>北京:</b> 住建委25日披露, 市场上可售住房约9.4万套, 其中限竞房2.8万套、共有产权住房1.4万套, 另有拿地未开工和开工未入市的在途商品住房约15万套(1600万m <sup>2</sup> )。今年将完成不少于300公顷宅地供应, 并提高共有产权住房供应比例
2021/2/26	<b>深圳:</b> 传深圳多家银行二手房根据参考价贷款, 最高可以上浮15%

资料来源: Wind、政府官网、保利投顾研究院、开源证券研究所

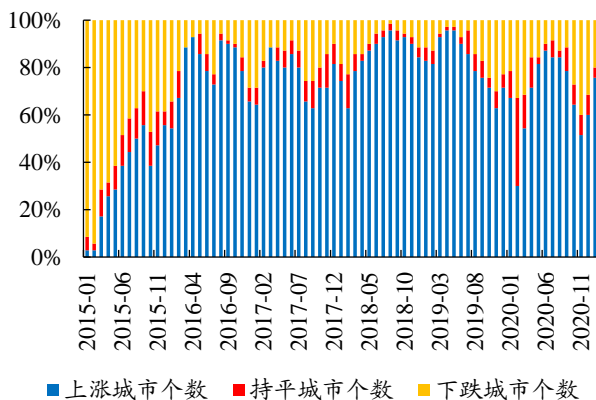
### 1.3、70城房价涨幅可观

统计局发布2021年1月商品住宅销售价格变动情况统计数据。1月份, 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0.3个百分点; 二手住宅销售价格环比上涨1.3%, 涨幅比上月扩大0.7个百分点。31个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比均上涨0.4%, 涨幅比上月均扩大0.3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0.2%和0.3%, 涨幅比上月均扩大0.1个百分点。



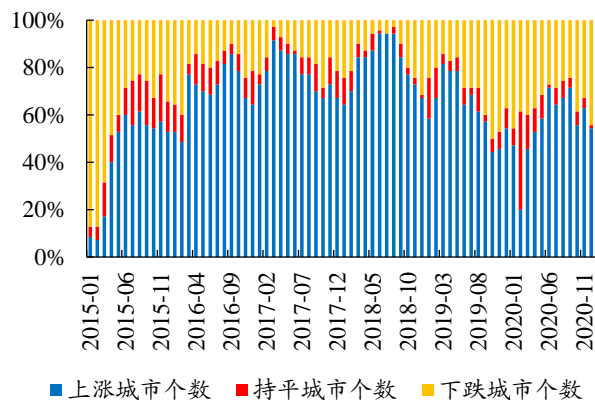
整体而言，各线城市房价环比涨幅有所回升，价格端表现较为坚挺。预计未来核心城市由于人口、产业、教育等更好的资源禀赋，房价表现将有更强韧性，当前 70 个大中城市房地产市场价格总体平稳，符合“房住不炒”基调。

图1：2021年1月70城中有53城新房价格环比上涨



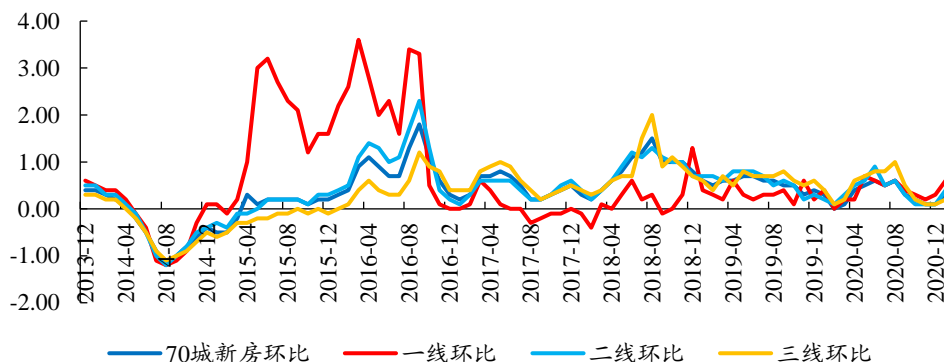
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021年1月70城中有49城二手价格环比上涨

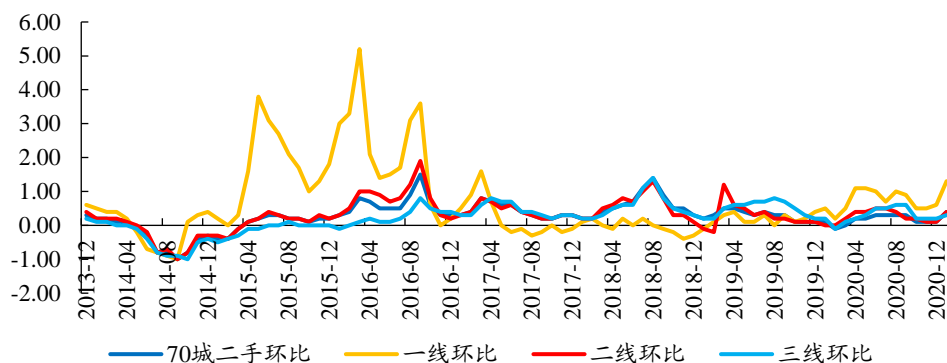


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2021年1月70城中新房住宅价格环比上涨0.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

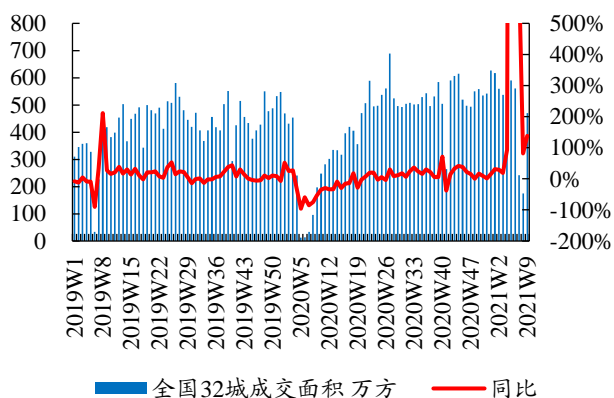
**图4：2021年1月70城中二手房住宅价格环比上涨0.4%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

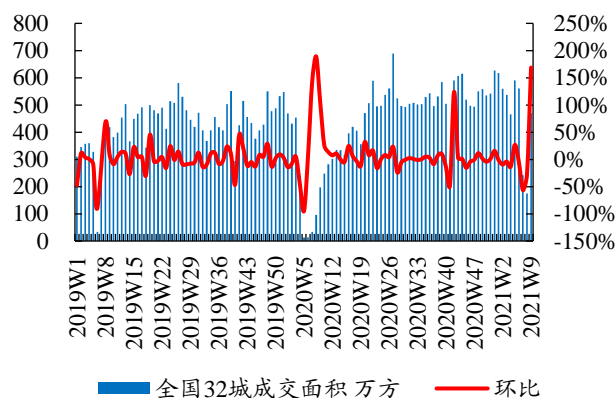
## 2、一二手单周成交靓眼

### 2.1、全国重点32城新房成交增速可观

根据房管局数据，2021年第9周，全国32城成交面积470万平方米，同比增加138%，环比增加169%；从累计数值看，年初至今32城累计成交面积达4218万平方米，累计同比增加116%。

**图5：全国32城新房成交面积单周同比增长回升**


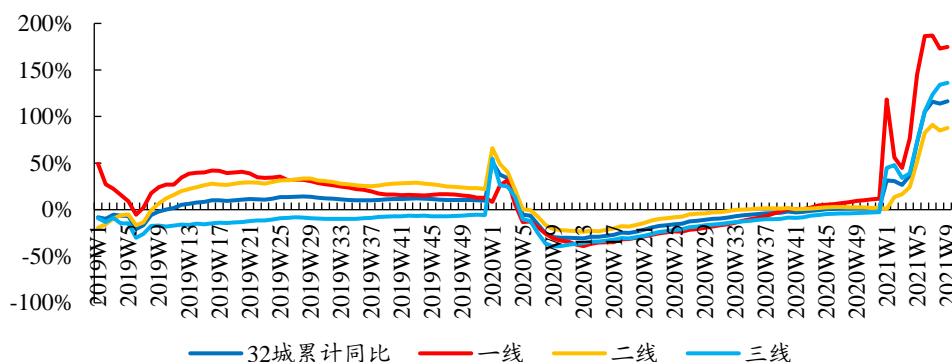
数据来源：Wind、开源证券研究所（横坐标W代表周，下同）

**图6：全国32城新房成交面积单周环比提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

根据房管局数据，2021年第9周，全国32城成交面积同比增速138%，年初至今累计增速116%。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189%、114%、153%，年初至今累计增速175%、88%、136%。

图7: 全国 32 城新房成交中一线城市表现最佳

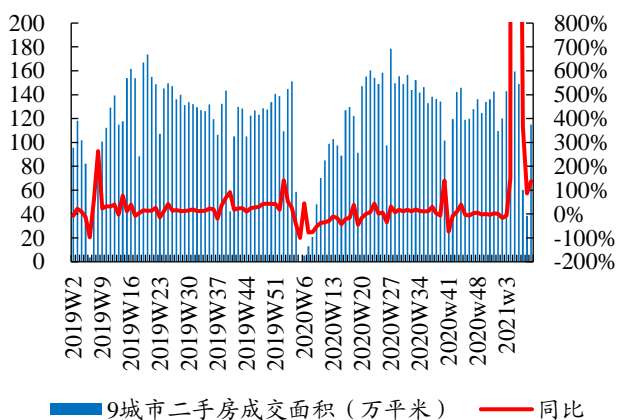


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.2、9 城二手房成交表现可观

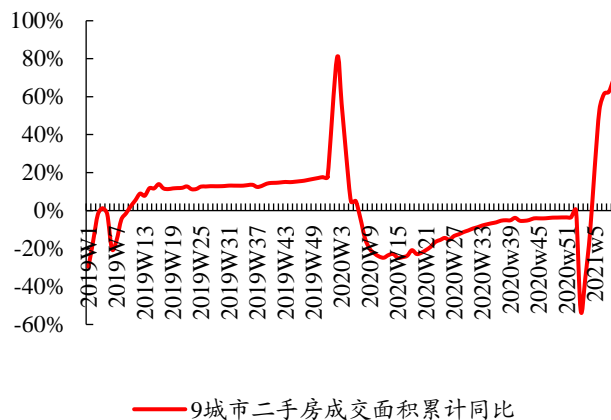
9 城二手房成交累计增速扩大至 69%。2021 年第 9 周，全国 9 城成交面积为 115 万平方米，同比增速 138%，前值 86%；年初至今累计成交面积 933 万平方米，同比增速 69%，较前值提升 7 个百分点。

图8: 全国 9 城二手房单周成交面积同比增速提升明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 全国 9 城二手房成交同比累计增速 69%



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, 溢价率环比提升, 流拍率环比降低。2021 年第 9 周, 全国 100 城全类型土地成交溢价率 15.2%, 流拍率 1.6%; 宅地成交溢价率 16.0%, 流拍率 1.9%。

**表2: 100 城中二线城市全类型土地成交溢价率最高 (2021 年第 9 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	216	0.0%	115	7928	0.3%
二线	2426	0.2%	990	2905	20.8%
三线	8747	2.1%	3196	875	15.2%
合计	11389	1.6%	4302	1531	15.2%

数据来源: Wind、开源证券研究所

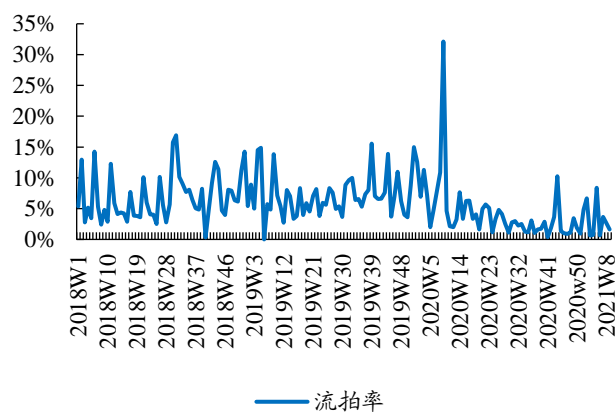
**表3: 100 城中三线城市宅地成交流拍率最高 (2021 年第 9 周)**

	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	0	0.0%	45	18216	0.2%
二线	910	0.0%	441	5957	20.6%
三线	3237	2.4%	975	2152	17.6%
合计	4147	1.9%	1461	3797	16.0%

数据来源: Wind、开源证券研究所

**图10: 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11: 100 城全类型土地流拍率低至 1.6%**


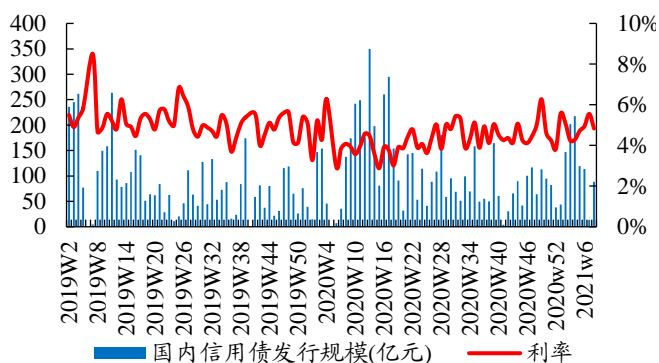
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、资金：单周发债规模下降，利率有所回升

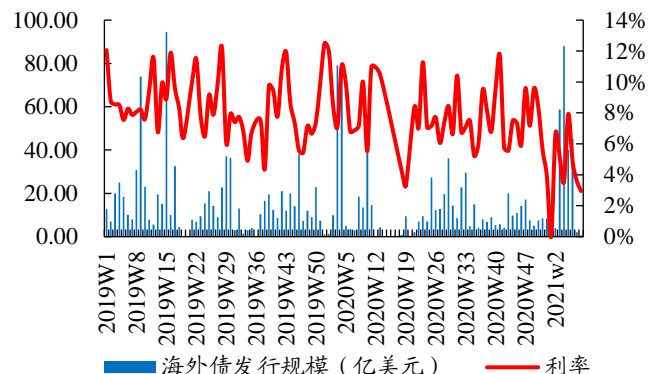
### 4.1、房企单周发债规模同比下降

2021 年第 9 周，信用债发行 88.2 亿元，同比减少 36%，环比增加 558%，平均加权利率 4.83%，环比减少 72BPs；海外债发行 0.6 亿美元，同比减少 97%，环比减少 71%，平均加权利率 2.95%，环比减少 65BPs。

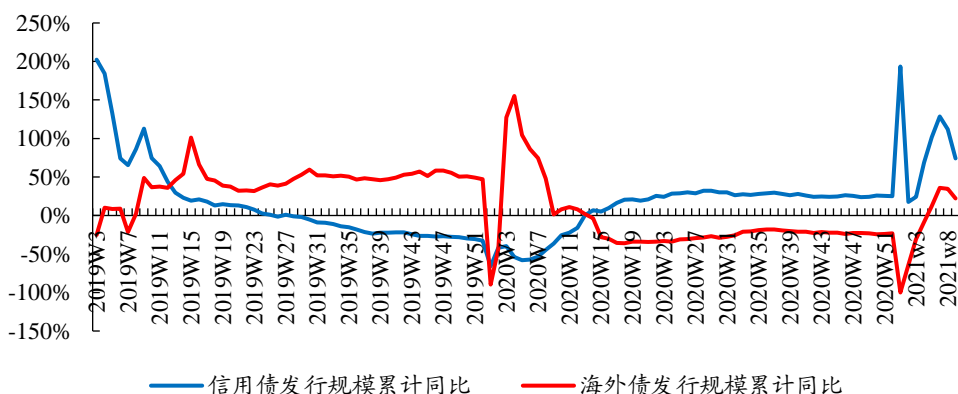


**图12: 2021年第9周房地产信用债发行规模同比减少**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图13: 2021年第9周房地产海外债发行规模同比减少**


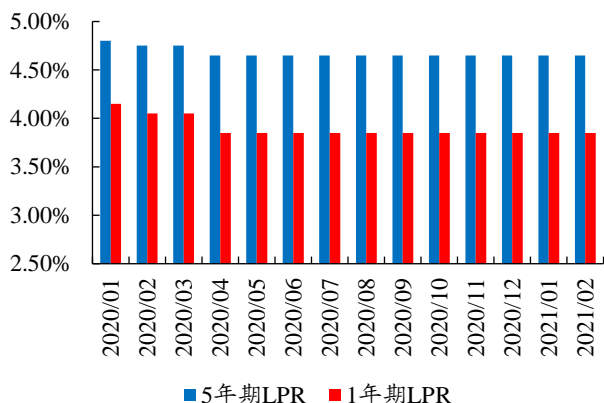
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图14: 信用债、海外债累计发债规模同比减少**


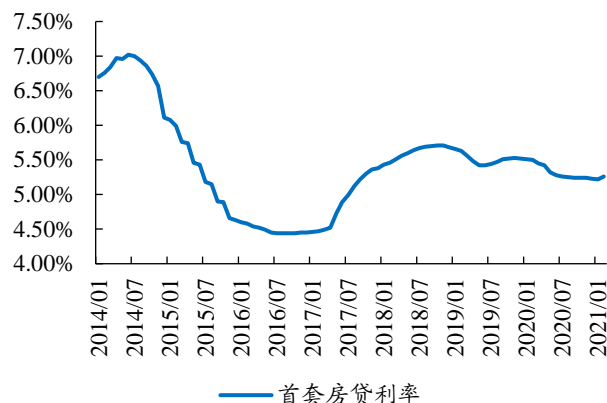
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4.2、LPR 连续 10 月不变，房贷利率底部回升

2月居民端房贷利率有所回升。2月20日，央行公布2月LPR，1年期LPR报价3.85%、5年期为4.65%，连续10个月不变。融360表示，2021年2月，全国首套房贷款平均利率为5.26%，环比上涨4BP；二套房贷款平均利率为5.56%，环比上涨3BP。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15: 2021年2月LPR利率暂未调整**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图16: 2021年2月首套房贷利率上升4BP**


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