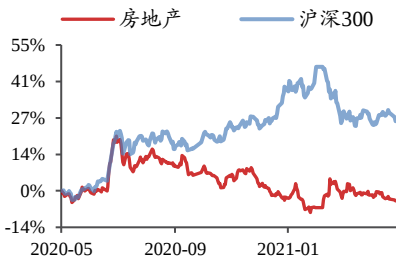


房地产

2021 年 05 月 09 日

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

《行业点评报告-结算压力期到来，静待毛利率拐点，杠杆持续下降》
-2021.5.7

《行业点评报告-维持高增速，价格表现强，TOP30 全年增速均值 10%》
-2021.5.5

《行业周报-政治局会议提出防止学区房炒作，百强房企销售进展可观》
-2021.5.5

北京业委会组建提升可观，行业需持续甄别外拓品质

——行业周报

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790520060001

陈鹏（分析师）

chenpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520100001

● 市场空间大，进阶版物管对技术、能力需求更为迫切，维持“看好”评级

物管公司短期看点仍在于成长性，但其背后的内在驱动因素开始转变，未来市场化竞争能力强的公司将享受更高溢价；同时外拓时代来临将对物管公司精细化运营提出更高要求，也将加快不同质地标的之间的分化速度。此外，大物管时代开启，物业公司服务场景不断拓展，具备一体化运营管理的物管公司将历久弥坚。重点推荐行业龙头标的碧桂园服务，成长性标的金科服务、新城悦服务、永升生活服务；受益标的包括世茂服务、宝龙商业、华润万象生活；维持“看好”评级。

● 周内物管板块表现一般

2021 年第 19 周，物业板块总市值单周涨跌幅-2.82%，同期恒生指数、恒生地产类、沪深 300 涨跌幅分别为-0.40%、+1.44%、-2.49%，弱于港股大盘指数；月初至今板块涨跌幅-2.82%，表现略显一般，主要系 3 月业绩后涨幅较快，近期市场高位盘整。从周内数据看，南下资金表现一般，物管企业港股通持股占比无较大变动。

● 北京街道办助力业委会组建率持续提升

2020 年 5 月 1 日，《北京市物业管理条例》正式实施，物业管理明确被纳入社区治理体系。一年以来，全市各个街道累计成立约 5600 个物管会、近 2000 个业委会，业委会（物管会）组建率从 11.9% 增加至 90.1%。社区街道办对业委会（物管会）的组建有较强推动作用，业委会成立后对于社区居民物业服务意识的觉醒、社区治理水平的提升均有较大益处。哈尔滨市住建局称，哈尔滨市智慧物业管理信息系统上线试运行，“智慧物业”系统上线试运行，可手机监督、投诉物企行为，科技赋能利于信息披露透明度更高，同时利于强化社区居民对物管企业的约束力。《厦门经济特区城市综合管理条例》正式开始施行，明确城市综合管理概念，明确建立多方共治、良性互动的城市综合管理模式等。此外，上海、河北、广东等地多项新规开始实施。地方政府多项新规的实施，持续推动物业管理现代化制度进程。

● 行业高成长驱动因素转变，市拓依赖品牌输出，收并购更关注整合效果

第三方外拓主要有市拓（直拓）及收并购两类方式：（1）市拓较为直观地体现出公司在市场化环境下的外拓竞争力，较好的服务品质、品牌效应使得公司在招投标市场上更受青睐，比如碧桂园服务、绿城服务、金科服务、永升生活服务 2020 年新增合约面积中来自市拓模式的项目占比分别为 53%、93%、96%、87%。（2）收并购本身也是一把双刃剑，收并购后的整合能力至关重要。若收并购后由于自身管理运营效益原因丢失掉一些品质尚可的物管项目，则无疑是较为失败的收并购。同时，上市公司能否通过管理赋能持续提升收购项目的盈利能力也较为重要。

● **风险提示：**行业销售规模波动加大，外拓业务不及预期，人工成本上行压力。

目 录

1、 周内物管板块表现一般	3
1.1、 板块表现：周内物管板块表现一般.....	3
1.2、 个股表现：浦江中国领涨	3
2、 北京街道办助力业委会组建率持续提升.....	5
3、 周内专题：行业高成长驱动因素转变，外拓占比持续提升.....	6
3.1、 高成长属性的内在驱动因素正在逐渐转变.....	6
3.2、 市拓依赖品牌输出，收并购需更关注后续整合效果.....	7
4、 投资建议	9
5、 风险提示	10

图表目录

图 1： 2021 年 5 月初至今物业板块指数涨跌幅-2.82%.....	3
图 2： 周内浦江中国、保利物业涨幅迅猛（2021W19）	4
图 3： 保利物业港股通持股占比最高（截至 2021W19）	4
图 4： 2020 年主流公司在管面积中来自第三方外拓占比有明显提升	7
图 5： 2020 年主流公司物管收入中来自第三方外拓占比有明显提升	7
图 6： 2020 年新增合约面积中来自各渠道占比各有不同	8
图 7： 2020 年新增在管面积中来自各渠道占比各有不同	8
图 8： 世茂服务从投前精准研判到投后一体化管理提升	9
图 9： 世茂服务收购后的物管公司净利率均有所提升	9
表 1： 周内板块表现可观（2021W19）	3
表 2： 年初至今看，永升生活服务、金科服务、新城悦服务南下资金表现活跃	4
表 3： 多地实施物业服务管理新政	5
表 4： 重点公司周内公告一览（2021 年第 18-19 周）	6
表 5： 主流物管公司对应 2022 年 PE 均值 19 倍	9

1、周内物管板块表现一般

1.1、板块表现：周内物管板块表现一般

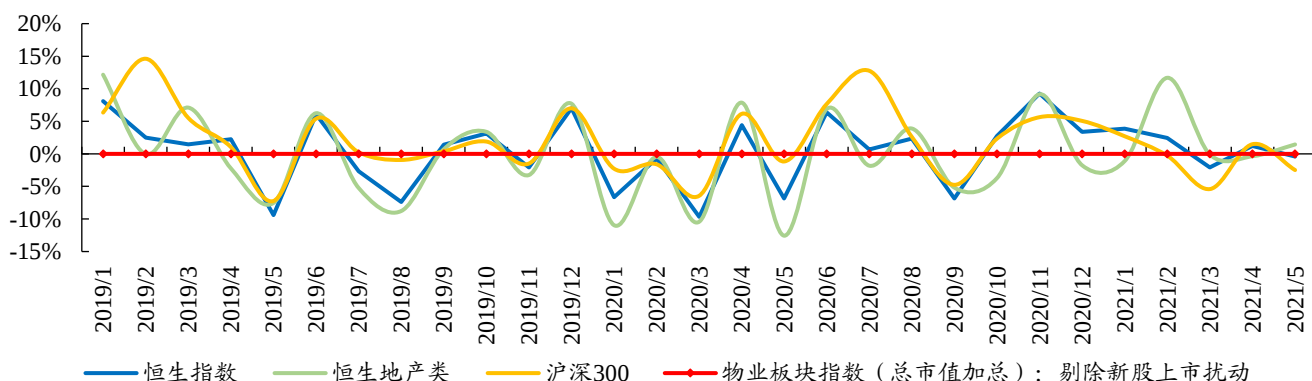
2021 年第 19 周，物业板块总市值单周涨跌幅-2.82%，同期恒生指数、恒生地产类、沪深 300 涨跌幅分别为-0.40%、+1.44%、-2.49%，弱于港股大盘指数；月初至今板块涨跌幅-2.82%，表现略显一般，主要系 3 月业绩后涨幅较快，近期市场高位盘整。

表1: 周内板块表现可观 (2021W19)

代码	指数	单周涨跌幅	本月涨跌幅	年初至今涨跌幅
HSI.HI	恒生指数	-0.40%	-0.40%	5.07%
HSPI.HI	恒生地产类	1.44%	1.44%	11.55%
399300.SZ	沪深 300	-2.49%	-2.49%	-4.13%
物业板块总市值		-2.82%	-2.82%	28.76%

数据来源：Wind、开源证券研究所（物业板块总市值的涨跌幅计算方法，已剔除新股上市带来标的数量变化导致的市值变动，下同）

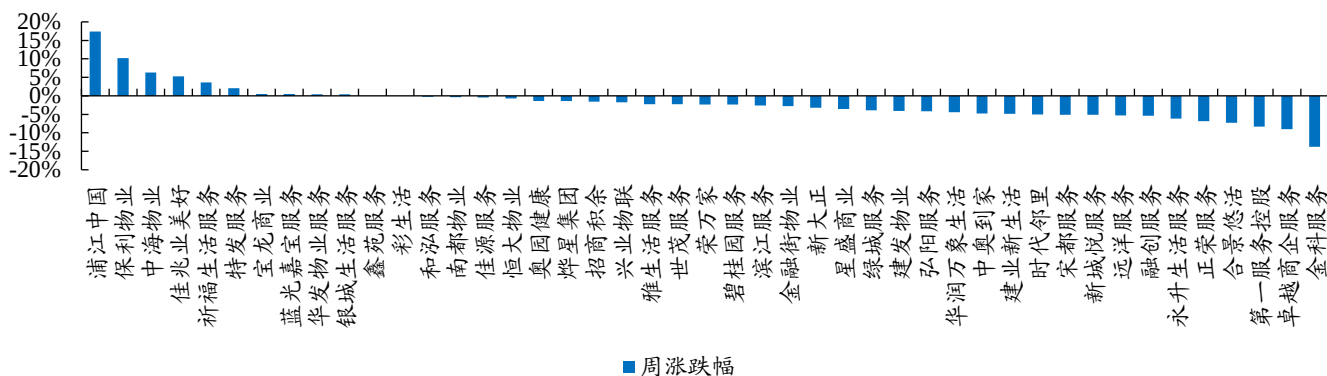
图1: 2021 年 5 月初至今物业板块指数涨跌幅-2.82%



数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：2021 年 5 月为截至 7 日数据）

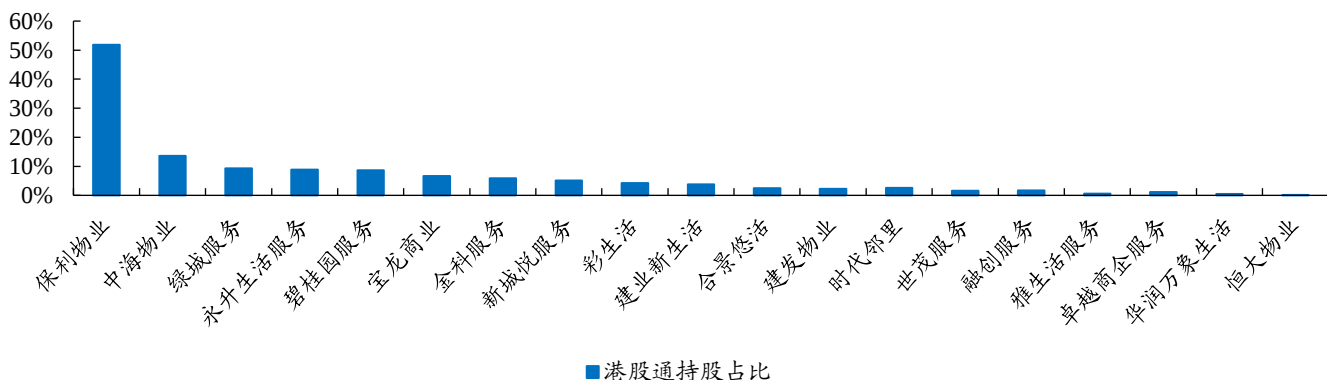
1.2、个股表现：浦江中国领涨

周内涨幅前五的标的有浦江中国（+17.39%）、保利物业（+10.20%）、中海物业（+6.35%）、佳兆业美好（+5.27%）、祈福生活服务（+3.64%）。跌幅前五的标的有金科服务（-13.82%）、卓越商企服务（-9.04%）、第一服务控股（-8.33%）、合景悠活（-7.29%）、正荣服务（-6.85%）。

图2：周内浦江中国、保利物业涨幅迅猛（2021W19）


数据来源：Wind、开源证券研究所

从港股通持股占比看，截至2021年第19周，保利物业港股通持股占比51.8%，此外中海物业、绿城服务、永升生活服务、碧桂园服务港股通持股比例居前。从周内数据看，南下资金表现一般，物管企业港股通持股占比无较大变动。

图3：保利物业港股通持股占比最高（截至2021W19）


数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：年初至今看，永升生活服务、金科服务、新城悦服务南下资金表现活跃

代码	公司	系统持股量 (万股)	持股市值 (亿元 RMB)	港股通持股占 比	持股占比 周内变动	持股占比 年内变动
6049.HK	保利物业	7,948	41.5	51.83%	0.00%	3.32%
2669.HK	中海物业	44,662	31.2	13.59%	0.00%	1.82%
2869.HK	绿城服务	30,123	29.8	9.31%	0.00%	-1.42%
1995.HK	永升生活服务	14,766	22.2	8.84%	0.00%	4.00%
6098.HK	碧桂园服务	26,151	173.2	8.65%	-0.08%	0.20%
9909.HK	宝龙商业	4,291	10.9	6.66%	0.00%	1.14%
9666.HK	金科服务	896	4.4	5.86%	0.00%	5.86%
1755.HK	新城悦服务	4,439	8.9	5.09%	-0.01%	5.09%

代码	公司	系统持股量 (万股)	持股市值 (亿元 RMB)	港股通持股占 比	持股占比 周内变动	持股占比 年内变动
1778.HK	彩生活	6,065	1.7	4.17%	0.00%	-0.11%
9983.HK	建业新生活	4,739	2.5	3.77%	0.00%	1.68%
3913.HK	合景悠活	4,976	3.1	2.47%	0.00%	0.06%
2156.HK	建发物业	2,577	1.0	2.19%	0.00%	-3.17%
9928.HK	时代邻里	2,485	1.2	2.52%	0.00%	-0.17%
0873.HK	世茂服务	3,687	6.1	1.56%	0.00%	1.56%
1516.HK	融创服务	5,154	9.8	1.66%	0.00%	1.18%
3319.HK	雅生活服务	781	2.3	0.58%	0.00%	0.32%
6989.HK	卓越商企服务	1,459	1.2	1.19%	0.00%	1.19%
1209.HK	华润万象生活	1,099	4.0	0.48%	0.00%	0.48%
6666.HK	恒大物业	1,511	1.7	0.14%	0.00%	0.14%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (日期截至 2021 年 5 月 7 日, 汇率为: 1 港币=0.833 人民币)

2、北京街道办助力业委会组建率持续提升

2020 年 5 月 1 日,《北京市物业管理条例》正式实施,物业管理明确被纳入社区治理体系。一年以来,全市各个街道累计成立约 5600 个物管会、近 2000 个业委会,业委会(物管会)组建率从 11.9% 增加至 90.1%。社区街道办对业委会(物管会)的组建有较强推动作用,业委会成立后对于社区居民物业服务意识的觉醒、社区治理水平的提升均有较大益处。哈尔滨市住建局称,哈尔滨市智慧物业管理信息系统上线试运行,“智慧物业”系统上线试运行,可手机监督、投诉物企行为,科技赋能利于信息披露透明度更高,同时利于强化社区居民对物管企业的约束力。《厦门经济特区城市综合管理条例》正式开始施行,明确城市综合管理概念,明确建立多方共治、良性互动的城市综合管理模式等。此外,上海、河北、广东等地多项新规开始实施。地方政府多项新规的实施,持续推动物业管理现代化制度进程。

表3: 多地实施物业服务管理新政

时间	地区/部门	事件
4 月 26 日	唐山	发布《唐山市停车场管理条例》征求意见稿。
4 月 28 日	哈尔滨	哈尔滨市住建局称,哈尔滨市智慧物业管理信息系统上线试运行。“智慧物业”系统上线试运行,可手机监督、投诉物企行为。
4 月 28 日	住建部	确定北京、上海、广州、武汉、长沙、无锡 6 个城市为智慧城市基础设施与智能网联汽车协同发展第一批试点城市。
4 月 29 日	陕西	拟于 5 月中旬召开《陕西省物业服务管理条例(修订草案)》立法听证会。
4 月 30 日	济南	召开生活垃圾分类工作动员会议,将出台生活垃圾分类阶梯性收费政策。
5 月 1 日	河北	实施《河北省城镇住宅小区物业服务监管办法》,物业服务企业未按照合同约定提供服务,业主可提出赔偿。
5 月 1 日	上海	实施《上海市养老服务机构“以奖代补”实施办法》,以促进养老服务机构健康发展,提升养老服务质量。
5 月 1 日	广东	实施《广东省消防工作若干规定》,48 项条文规定中包含 15 个“首次”和 8 项“创新”。

时间	地区/部门	事件
5月1日	北京	2020年5月1日,《北京市物业管理条例》正式实施,物业管理明确被纳入社区治理体系。一年以来,全市各个街道累计成立约5600个物管会、近2000个业委会,业委会(物管会)组建率从11.9%增加至90.1%
5月1日	人大常委会	新修订的《中华人民共和国动物防疫法》正式施行,明确规定:携带犬只出户的,应当按照规定佩戴犬牌并采取系犬绳等措施,防止犬只伤人、疫病传播。届时,遛狗不拴绳或不佩戴犬牌,将涉嫌违法。
5月1日	厦门	实施《厦门经济特区城市综合管理条例》,积极推动形成多方共治、良性互动的城市综合管理模式。
5月6日	南昌	出台《南昌市物业服务企业信用信息管理办法》,推行物业服务企业信用管理。

资料来源:中国物业协会、开源证券研究所

表4: 重点公司周内公告一览(2021年第18-19周)

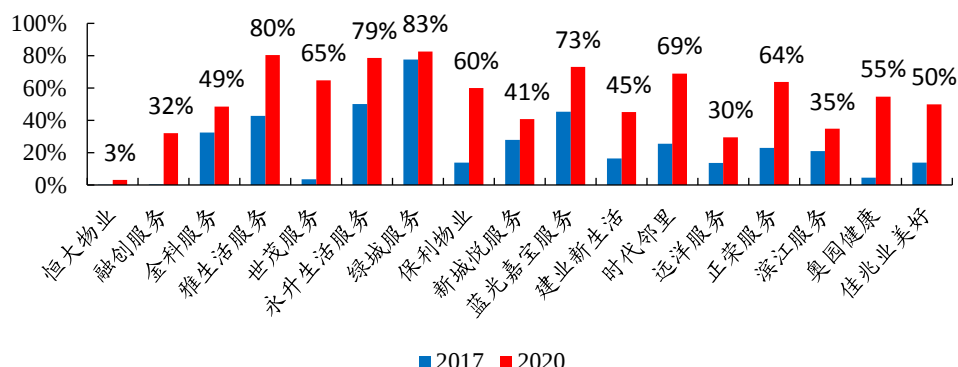
时间	公司	公告
4月26日	卓越商企服务	公司执行董事郭莹增持7.5万股,代价每股约为10.62港元。
4月27日	特发服务	公司发布一季度报告,实现收入3.83亿元,同比增长67.34%;归母净利润2744万元,同比增长68.43%;基本每股收益0.2745元,同比增长26.32%。
4月27日	南都物业	公司发布一季度报告,实现收入3.74亿元,同比增长12.53%;归母净利润3296万元,同比增长8.62%;基本每股收益0.25元,同比增长8.70%。
4月27日	恒大物业	公司以3919.83万元收购恒大保险经纪有限公司100%股权。
4月28日	和泓服务	公司拟以1836万元收购盘锦四季城物业管理51%股权。
4月29日	卓越商企服务	公司董事长兼执行董事李晓平增持9.5万股,代价每股约为10.97港元。
4月30日	卓越商企服务	公司董事长兼执行董事李晓平增持8.8万股,代价每股约为11.22港元。
4月30日	新大正	公司高级管理人员王萍累计减持0.11%股份。
5月3日	卓越商企服务	公司董事长兼执行董事李晓平增持8.9万股,代价每股约为10.91港元。
5月4日	和泓服务	公司补充收购卖方资料:就收购交易卖方盘锦福兴房地产开发有限公司,其最终受益持有人为中国普通居民朱利及郑平元,分别持有卖方约90%及10%股权。
5月7日	融创服务	公司将彰泰服务80%股权收购代价下调为7.3亿元。

资料来源:公司公告、开源证券研究所

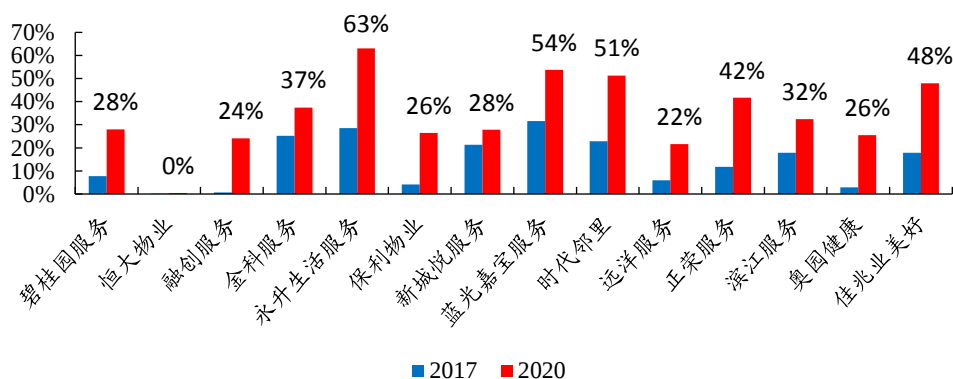
3、周内专题: 行业高成长驱动因素转变, 外拓占比持续提升

3.1、高成长属性的内在驱动因素正在逐渐转变

物管公司在上市初期规模相对较小,依靠关联地产公司交付的项目就可以实现高速增长;但当前经过几年发展,物管公司目前体量已经较为可观,在管面积超过1亿平米的公司已较为常见。未来仅依靠关联地产公司交付项目已维持不了公司强劲的规模增长要求,第三方外拓的重要性在持续提升。我们列举了已披露的主流物管公司在管面积及营收的结构,看到主流物管公司2020年来自第三方外拓的管理面积、营收均有明显提升,面积口径的第三方外拓占比从2017年的24%持续提升至2020年的54%;收入口径的第三方外拓占比从2017年的14%到2020年的34%。

图4：2020年主流公司在管面积中来自第三方外拓占比有明显提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2020年主流公司物管收入中来自第三方外拓占比有明显提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、市拓依赖品牌输出，收并购需更关注后续整合效果

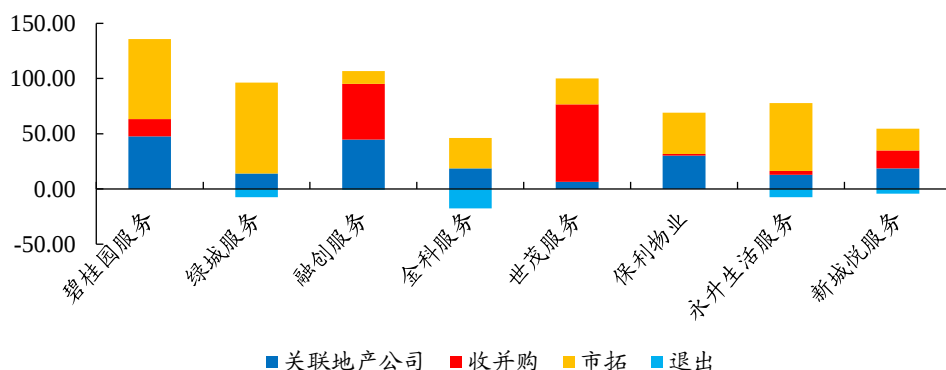
第三方外拓主要有市拓（直拓）及收并购两类方式：

市拓模式主要通过品牌输出及招投标方式获取，较收并购而言获取项目初期并不需要投入资金，属于轻资产运营模式。市拓模式较为直观地体现出公司在市场化环境下的外拓竞争力，较好的服务品质、品牌效应使得公司在招投标市场上更受青睐。目前来看具备较强市拓能力的公司更容易被认可，比如碧桂园服务、绿城服务、金科服务、永升生活服务 2020 年新增合约面积中来自市拓模式的项目占比分别为 53%、93%、96%、87%。在管面积口径方面，绿城服务、永升生活服务、金科服务 2020 年新增在管面积中来自市拓模式项目占比分别为 108%、101%、78%。（存在项目退出情况，因此新增市拓项目占管理面积净增量可能超 100%）

此外，物管公司通过收并购方式提升管理规模较为容易，但收并购本身也是一把双刃剑，收并购后的整合能力至关重要。若收并购后由于自身管理运营效益原因丢失掉一些品质尚可的物管项目，则无疑是较为失败的收并购。同时，上市公司能否通过管理赋能持续提升收购项目的盈利能力也较为重要，主要方式包括成本集约、

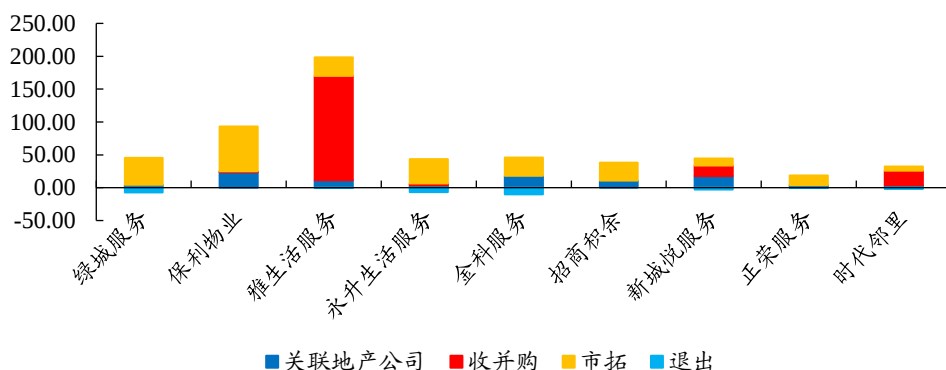
改善项目盈利结构（提升增值服务占比）等。

图6：2020 年新增合约面积中来自各渠道占比各有不同



数据来源：公司公告、开源证券研究所

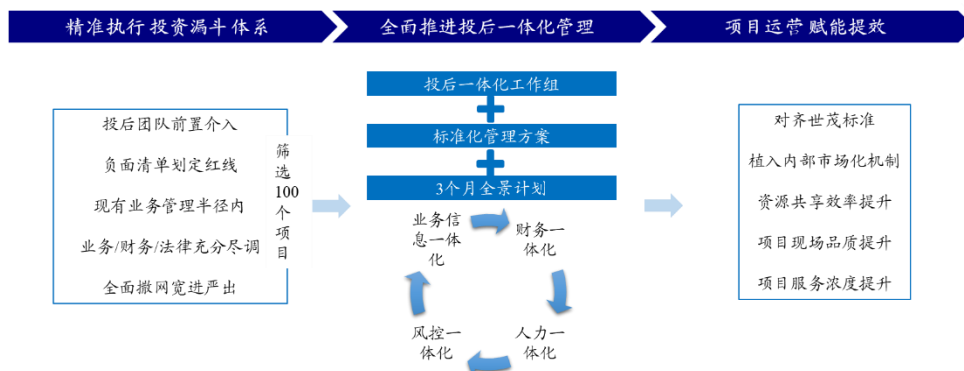
图7：2020 年新增在管面积中来自各渠道占比各有不同



数据来源：公司公告、开源证券研究所

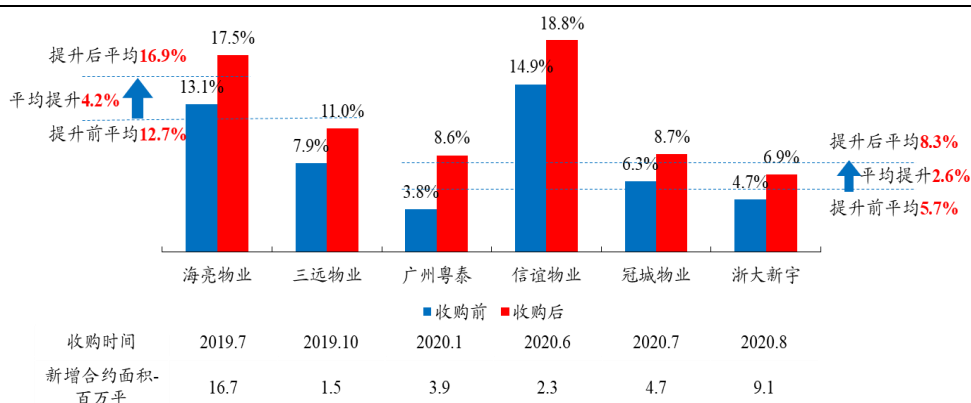
从投前研判到投后管理的一体化机制较为重要。以世茂服务为例，目前世茂服务上市后还主要停留在收并购方式进行外拓，但其对收并购项目后续整合效果较好。公司专门建立工作组并提出标准化管理方案，从财务、人力、风控、业务信息四个角度提出一体化的全景计划，项目运营方面对齐世茂标准，植入内部市场化机制，有效对收并购标的进行赋能提效，做到了收并购环节的一体化运营。因此 2019 年后的收并购项目整体盈利能力均有所提升。2019 年收购的海亮物业、三远物业收购前净利率均值 12.7%，收购后均值高达 16.9%；2020 年收购的广州粤泰、信谊物业、冠城物业、浙大新宇收购前净利率均值 5.7%，收购后均值高达 8.3%。

图8：世茂服务从投前精准研判到投后一体化管理提升



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图9：世茂服务收购后的物管公司净利率均有所提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、投资建议

物管公司短期看点仍在于成长性，但其背后的内在驱动因素开始转变，未来市场化竞争能力强的公司将享受更高溢价；同时外拓时代来临将对物管公司精细化运营提出更高要求，也将加快不同质地标的之间的分化速度。此外，大物管时代开启，物业公司服务场景不断拓展，具备一体化运营管理的物管公司将历久弥坚。重点推荐行业龙头标的碧桂园服务，成长性标的金科服务、新城悦服务、永升生活服务；受益标的包括世茂服务、宝龙商业、华润万象生活；维持“看好”评级。

表5：主流物管公司对应 2022 年 PE 均值 19 倍

代码	公司	市值 (亿元)	评级	归母净利润 (亿元)				PE		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
6098.HK	碧桂园服务	2004	买入	26.9	41.6	62.5	93.7	48.1	32.1	21.4
6666.HK	恒大物业	1208	未评级	26.5	45.3	67.8	98.0	26.7	17.8	12.3

代码	公司	市值 (亿元)	评级	归母净利润 (亿元)				PE		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
1516.HK	融创服务	592	未评级	6.0	12.6	20.0	28.0	47.1	29.6	21.1
9666.HK	金科服务	318	买入	6.2	9.9	15.9	25.4	32.0	20.0	12.5
3319.HK	雅生活服务	389	未评级	17.5	23.0	30.4	40.5	16.9	12.8	9.6
0873.HK	世茂服务	388	未评级	6.9	13.0	21.2	32.3	30.0	18.3	12.0
1995.HK	永升生活	251	买入	3.9	6.1	8.8	12.7	41.5	28.6	19.7
2869.HK	绿城服务	321	未评级	7.1	9.2	12.7	19.0	34.8	25.4	16.9
6049.HK	保利物业	289	买入	6.7	6.7	8.6	10.8	43.1	33.6	26.7
001914.SZ	招商积余	220	未评级	4.4	7.0	9.3	11.8	31.5	23.7	18.6
1755.HK	新城悦服务	175	买入	4.5	6.5	9.4	13.5	26.9	18.7	13.0
2669.HK	中海物业	229	未评级	5.9	7.7	10.1	13.3	30.0	22.8	17.2
002968.SZ	新大正	73	未评级	1.3	1.8	2.6	3.4	40.4	28.6	21.5
9983.HK	建业新生活	66	未评级	4.3	6.1	8.8	12.7	10.7	7.5	5.1
9928.HK	时代邻里	47	未评级	2.3	4.1	6.2	8.5	11.3	7.5	5.5
6677.HK	远洋服务	46	未评级	2.6	4.1	5.9	8.2	11.3	7.8	5.6
6958.HK	正荣服务	43	未评级	1.7	2.8	4.0	5.5	15.5	10.9	7.9
3316.HK	滨江服务	48	未评级	2.2	3.4	5.3	8.0	14.0	9.1	6.0
3662.HK	奥园健康	31	未评级	2.5	3.7	5.5	7.8	8.2	5.5	3.9
2168.HK	佳兆业美好	32	未评级	2.2	3.2	5.0	7.7	9.9	6.4	4.2
1209.HK	华润万象	832	未评级	8.2	14.5	19.8	26.4	57.4	42.0	31.5
9909.HK	宝龙商业	164	未评级	3.1	4.4	6.1	8.6	37.3	26.7	19.1
3913.HK	合景悠活	124	未评级	3.2	6.7	11.1	21.0	18.4	11.2	5.9
均值								27.9	19.4	13.8

数据来源: Wind、开源证券研究所 (备注: 灰色为使用 Wind 一致预期, 日期截至 2021 年 5 月 7 日, 汇率为: 1 港币=0.833 人民币)

5、风险提示

(1) 宏观环境风险: 宏观经济不景气, 居民可支配收入低迷, 支付能力有所下降, 影响行业收缴率水平;

(2) 行业盈利恶化风险: 人工成本持续上行, 物管费提价较难, 行业毛利空间持续压缩;

(3) 行业成长性下滑风险: 市场竣工持续处于低位, 物管公司从合同储备项目向在管项目转化周期拉长;

(4) 企业运营风险: 企业高管及核心业务骨干人员变动; 企业收并购存在误判风险。

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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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