

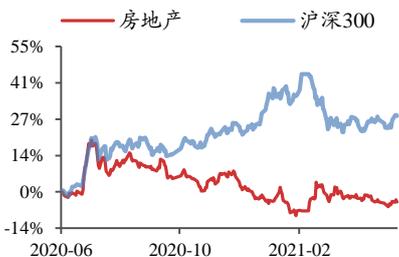
房地产

2021年06月06日

投资评级：看好（维持）

——行业周报

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-销售增速趋势性回落, TOP30 目标完成度 40%》-2021.6.1
- 《行业周报-单周成交继续回落, 多地发布房价调控机制》-2021.5.30
- 《行业周报-单周成交有所回落, REITs 试点稳妥推进》-2021.5.23

多地完善物业服务标准, 部分公司港股通持股比例提升明显

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, 金科服务港股通持股比例提升明显

2021年第23周, 物业板块总市值单周涨跌幅-2.73%, 同期恒生指数、恒生地产类、沪深300涨跌幅分别为-0.71%、-2.64%、-0.73%; 月初至今板块涨跌幅-4.86%, 表现略显一般, 主要系3月业绩后涨幅较快, 及行业多家物管公司部分限售股进入解禁期, 近期市场高位盘整。从周内数据看, 金科服务、合景悠活、绿城服务南下资金表现活跃, 港股通持股占比分别提升1.49%、0.43%、0.30%。

● 多地完善物业服务标准, 养老服务试点持续推进

商务部、住房和城乡建设部等12部门联合印发《关于推进城市一刻钟便民生活圈建设的意见》, 拟在全国范围内开展城市一刻钟便民生活圈建设试点。《意见》的发布, 给物业公司勾勒了发展边界, 利于增值服务开展提供便利性。北京、陕西、哈尔滨等地相继完善物业管理相关管理办法, 明确物业管理服务标准, 促进物业服务行业定价机制的完善, 推动物业服务的高质量发展。住房和城乡建设部在深圳市召开物业服务企业开展居家社区养老服务试点工作推进会, 指出物业服务企业要优势, 聚焦老龄化社会居家养老服务的痛点, 预先布局养老业务。此外, 上海、泸州等地推进物业管理治理, 提升物业服务质量。

● 二季度多家物管公司迎来股份解禁期

由于行业内较多物管公司在2020年4季度开始上市, 2021年2季度成为多家物管公司基石投资者的解禁期。我们统计, 在行业45家物管公司中, 有12家物管公司在2季度迎来解禁期; 其中市值50亿元人民币以上、且2季度达到解禁窗口期的物管公司有卓越商企服务、合景悠活、世茂服务、金科服务、融创服务、恒大物业、华润万象生活共7家。除去世茂服务外(上市时无基石投资者), 其余6家物管公司的基石投资者解禁股份市值达239亿元, 仅占6家公司总市值的8.5%, 占比较小。从上市后股价涨幅情况看, 除卓越商企服务外, 其余物管公司涨幅均在25%以上, 均值在34%, 因此基石投资者短期内或存在一定减持套利动力。但我们认为, 物管行业当前成长确定性较强, 同时业务模式持续完善成熟, 行业发展前景明朗, 仍较为看好中长期市场表现。

● **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，金科服务港股通提升明显.....	3
1.1、 板块表现：周内物管板块表现一般.....	3
1.2、 个股表现：滨江服务领涨，金科服务港股通提升明显.....	3
2、 多地完善物业服务标准，养老服务试点持续推进.....	5
3、 二季度多家物管公司迎来股份解禁期.....	6
4、 投资建议.....	7
5、 风险提示.....	8

图表目录

图 1： 2021 年 6 月初至今物业板块指数涨跌幅-4.86%.....	3
图 2： 周内滨江服务涨幅迅猛（2021W23）.....	4
图 3： 保利物业港股通持股占比最高（截至 2021W23）.....	4
表 1： 周内板块表现可观（2021W23）.....	3
表 2： 年初至今看，金科服务、新城悦服务、永升生活服务南下资金表现活跃.....	4
表 3： 多地发布政策促进物管市场平稳健康运行.....	5
表 4： 重点公司周内公告一览（2021 年第 22-23 周）.....	6
表 5： 2021 年 2 季度部分物业公司基石解禁期来临.....	7
表 6： 主流物管公司对应 2022 年 PE 均值 19 倍.....	7

1、周内物管板块表现一般，金科服务港股通提升明显

1.1、板块表现：周内物管板块表现一般

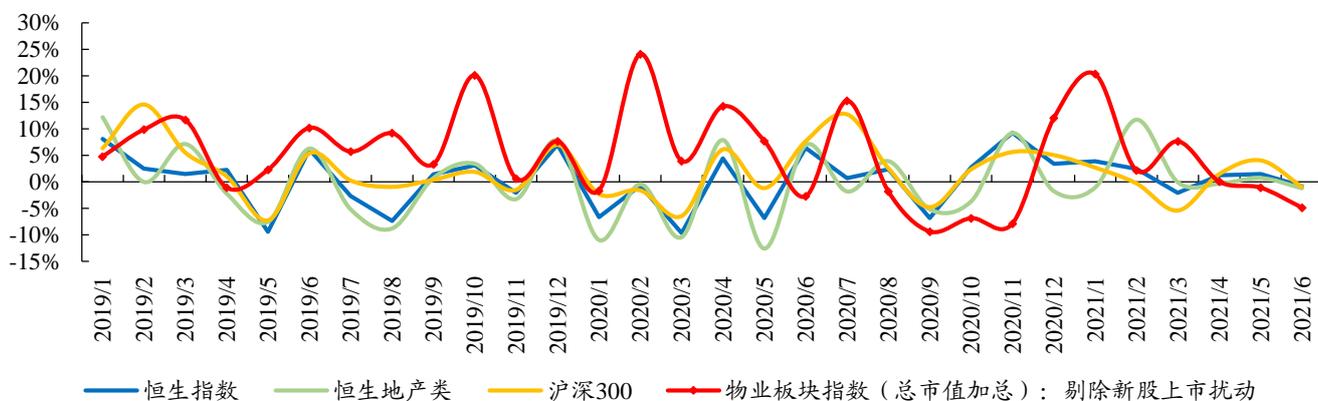
2021年第23周，物业板块总市值单周涨跌幅-2.73%，同期恒生指数、恒生地产类、沪深300涨跌幅分别为-0.71%、-2.64%、-0.73%，弱于港股大盘指数；月初至今板块涨跌幅-4.86%，表现略显一般，主要系3月业绩后涨幅较快，及行业较多物业公司陆续高额限售股解禁，近期市场高位盘整。

表1：周内板块表现可观（2021W23）

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	-0.71%	-0.80%	6.20%
HSPLHI	恒生地产类	-2.64%	-1.23%	9.38%
399300.SZ	沪深300	-0.73%	-0.92%	1.36%
	物业板块总市值	-2.73%	-4.86%	24.42%

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）

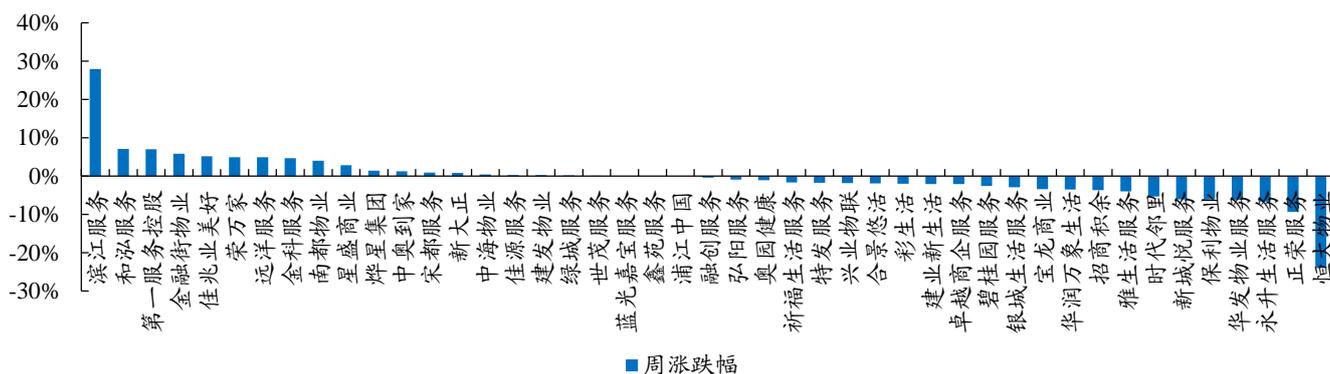
图1：2021年6月初至今物业板块指数涨跌幅-4.86%



数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：2021年6月为截至4日数据）

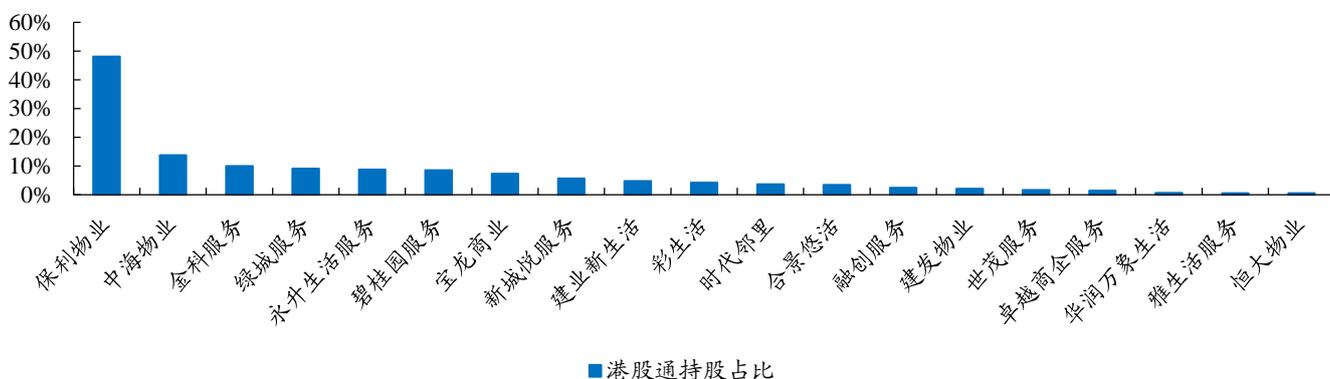
1.2、个股表现：滨江服务领涨，金科服务港股通提升明显

周内涨幅前五的标的有滨江服务（+27.92%）、和泓服务（+7.04%）、第一服务控股（+7.00%）、金融街物业（+5.81%）、佳兆业美好（+5.20%）。跌幅前五的标的有恒大物业（-24.04%）、正荣服务（-9.36%）、永升生活服务（-6.69%）、华发物业服务（-6.17%）、保利物业（-6.12%）。

图2: 周内滨江服务涨幅迅猛 (2021W23)


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23周,保利物业港股通持股占比48.1%,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,金科服务、合景悠活、绿城服务南下资金表现活跃,港股通持股占比分别提升1.49%、0.43%、0.30%。

图3: 保利物业港股通持股占比最高 (截至2021W23)


数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 年初至今看, 金科服务、新城悦服务、永升生活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	7,367	35.3	48.05%	-1.52%	-0.46%
2669.HK	中海物业	45,363	30.3	13.81%	0.13%	2.04%
2869.HK	绿城服务	29,391	29.2	9.06%	0.30%	-1.67%
1995.HK	永升生活服务	14,645	24.2	8.77%	-0.03%	3.93%
6098.HK	碧桂园服务	27,364	172.8	8.52%	-0.42%	0.07%
9909.HK	宝龙商业	4,672	10.9	7.26%	0.24%	1.74%
9666.HK	金科服务	1,532	8.7	10.02%	1.49%	10.02%

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
1755.HK	新城悦服务	4,890	9.1	5.61%	0.16%	5.61%
1778.HK	彩生活	6,062	1.6	4.17%	-0.03%	-0.11%
9983.HK	建业新生活	6,030	3.5	4.80%	-0.05%	2.71%
3913.HK	合景悠活	6,960	4.4	3.45%	0.43%	1.04%
2156.HK	建发物业	2,396	0.9	2.04%	-0.03%	-3.32%
9928.HK	时代邻里	3,590	1.7	3.65%	0.26%	0.96%
0873.HK	世茂服务	3,852	6.6	1.63%	0.07%	1.63%
1516.HK	融创服务	7,666	14.6	2.47%	0.13%	1.99%
3319.HK	雅生活服务	728	2.2	0.54%	0.03%	0.28%
6989.HK	卓越商企服务	1,792	1.4	1.47%	0.04%	1.47%
1209.HK	华润万象生活	1,534	5.4	0.67%	0.05%	0.67%
6666.HK	恒大物业	5,268	4.0	0.49%	0.29%	0.49%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (日期截至 2021 年 6 月 4 日, 汇率为: 1 港币=0.83 人民币)

2、多地完善物业服务标准, 养老服务试点持续推进

5 月 31 日, 商务部、住房和城乡建设部等 12 部门联合印发《关于推进城市一刻钟便民生活圈建设的意见》, 拟在全国范围内开展城市一刻钟便民生活圈建设试点。一刻钟便民生活圈是指以社区居民为服务对象, 服务半径为步行 15 分钟左右的范围内, 以满足居民日常生活基本消费和品质消费等为目标, 以多业态集聚形成的社区商圈。《意见》的发布, 带给物业管理行业新的机遇, 给物业公司勾勒了发展边界, 利于增值服务开展提供便利性。北京、陕西、哈尔滨等地相继完善物业管理相关管理办法, 明确物业管理服务标准, 促进物业服务行业定价机制的完善, 推动物业服务的高质量发展。住房和城乡建设部在深圳市召开物业服务企业开展居家社区养老服务试点工作推进会, 指出物业服务企业要优势, 聚焦老龄化社会居家养老服务的痛点, 预先布局养老业务。此外, 上海、泸州等地推进物业管理治理, 提升物业服务质量。

表3: 多地发布政策促进物管市场平稳健康运行

时间	地区/部门	事件
5 月 24 日	济宁	《济宁市物业管理办法》6 月 10 日起实施, 明确环物委主要职责, 将物业服务融入社区治理。
5 月 25 日	珠海	《珠海经济特区生活垃圾分类管理条例》自 6 月 1 日起正式生效施行, 标志着珠海市将进入强制垃圾分类时代。
5 月 25 日	住建部	住房和城乡建设部在深圳市召开物业服务企业开展居家社区养老服务试点工作推进会, 研讨各试点城市的项目实施方案以及试点工作推进事宜。
5 月 25 日	北京	住建委发布《关于老旧小区综合整治实施适老化改造和无障碍环境建设的指导意见》, 推出适老化改造“菜单”, 9 项必须改造的内容都围绕着通行无障碍设定。
5 月 26 日	陕西	陕西省人大常委会审议通过新修订的《陕西省物业服务管理条例》, 规定物业服务人提供的服务达不到合同约定的等级和标准的, 不得按照约定的等级和标准收取费用。
5 月 26 日	自然资源部	自然资源部公示《社区生活圈规划技术指南》, 指引社区生活圈规划, 鼓励学校、单位附属设施向社区开放共享。

时间	地区/部门	事件
5月27日	上海	上海市城管执法局称，将定期将物业企业的处罚信息报送市公共信息平台，小区物业不作为将被扣分降级并被信用惩戒。
5月30日	哈尔滨	哈尔滨市出台《哈尔滨市物业服务企业信用评价管理办法》，“黑名单”企业2年内不得参与招投标。
5月31日	商务部	商务部、住房和城乡建设部等12部门联合印发《关于推进城市一刻钟便民生活圈建设的意见》，拟在全国范围内开展城市一刻钟便民生活圈建设试点。
5月31日	北京	住建委发布《关于规范物业服务评估活动的通知》，物业费标准意见不一致可委托第三方评估。
6月1日	泸州	住房城乡建设局启动规范物业管理不到位、物业服务乱收费问题整治工作，将完善物业服务价格形成机制。
6月4日	山东	住房和城乡建设厅、民政厅联合下发《关于在社区居民委员会下设环境和物业管理委员会的通知》，要求在社区居民委员会下设环境和物业管理委员会。

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22-23周）

时间	公司	公告
5月24日	新大正	公司吸纳总裁刘文波为员工持股平台合伙人，间接新增持有30万股股份，约占公司总股本的0.19%。
5月25日	碧桂园服务	公司拟配售1.39亿股，代价为每股75.25港元，所得款项净额约104.2亿港元。
5月27日	宝龙商业	公司出资5000万元收购上海悦商8.3%权益。
5月27日	时代邻里	公司控股股东卓源增持120万股，代价每股约为5.7港元。
5月28日	雅生活服务	公司拟向不少于6名承配人配售8667万股新H股，配售价为37.6港元/股，所得款净额预计为32.4亿港元。
6月1日	招商积余	公司已发行3亿元超短期融资券，期限270日，利率为3.0%。
6月1日	第一服务控股	公司已与上海麦克风文化传媒有限公司（蜻蜓FM）订立战略合作协议。
6月2日	金科服务	公司拟回购已发行H股总数的10%，即1528万股H股。
6月4日	招商积余	中航国际深圳累计减持7.45万股股票，占公司总股本的0.007%。

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

3、二季度多家物管公司迎来股份解禁期

由于行业内较多物管公司在2020年4季度开始上市，2021年2季度成为多家物管公司基石投资者的解禁期。我们统计，在行业45家物管公司中，有12家物管公司在2季度迎来解禁期；其中市值50亿元人民币以上、且2季度达到解禁窗口期的物管公司有卓越商企服务、合景悠活、世茂服务、金科服务、融创服务、恒大物业、华润万象生活共7家。除去世茂服务外（上市时无基石投资者），其余6家物管公司的基石投资者解禁股份市值达239亿元，仅占6家公司总市值的8.5%，占比较小。从上市后股价涨幅情况看，除卓越商企服务外，其余物管公司涨幅均在25%以上，均值在34%，因此基石投资者短期内或存在一定减持套利动力。但我们认为，物管行业当前成长确定性较强，同时业务模式持续完善成熟，行业发展前景明朗，仍较为看好中长期市场表现。

表5: 2021年2季度部分物业公司基石解禁期来临

代码	公司	市值 (亿元)	上市时间	解禁时间	基石投资 机构数量	基石持股数 (亿股)	基石持股市 值 (亿元)	总股本 (亿股)	占总股本比 例	上市以来 股价涨跌 幅
6989.HK	卓越商企服务	98	2020-10-19	2021/4/19	9	1.09	8.70	12.22	8.9%	-10.1%
3913.HK	合景悠活	128	2020-10-30	2020/4/30	8	1.18	7.50	20.18	5.8%	25.8%
9666.HK	金科服务	369	2020-11-17	2021/5/17	10	0.60	33.89	6.53	9.2%	31.4%
1516.HK	融创服务	592	2020-11-19	2021/5/19	4	2.48	47.51	31.04	8.0%	57.4%
6666.HK	恒大物业	812	2020-12-02	2020/6/2	21	8.18	61.67	108.11	7.6%	44.4%
1209.HK	华润万象	809	2020-12-09	2021/6/9	7	2.24	79.67	22.83	9.8%	55.7%

资料来源: 各公司公告、开源证券研究所 (日期截至 2021 年 6 月 4 日, 汇率为: 1 港币=0.83 人民币; 世茂服务无基石投资人, IPO 前引入的战略合作方腾讯、红杉于 2021 年 4 月解禁)

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6: 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	2030	买入	26.9	42.2	65.6	100.4	48	31	20
6666.HK	恒大物业	812	未评级	26.5	45.3	67.8	98.0	18	12	8
1516.HK	融创服务	592	未评级	6.0	12.5	20.0	28.1	47	30	21
9666.HK	金科服务	369	买入	6.2	9.9	15.9	25.4	37	23	15
3319.HK	雅生活服务	425	未评级	17.5	23.0	30.4	40.5	18	14	10
0873.HK	世茂服务	405	未评级	6.9	12.9	21.4	32.7	31	19	12
1995.HK	永升生活	276	买入	3.9	6.1	9.1	13.3	45	30	21
2869.HK	绿城服务	322	未评级	7.1	9.4	13.0	18.6	34	25	17
6049.HK	保利物业	265	买入	6.7	8.6	10.8	13.5	31	25	20
001914.SZ	招商积余	217	未评级	4.4	6.8	9.1	11.7	32	24	19
1755.HK	新城悦服务	162	买入	4.5	6.8	9.9	13.7	24	16	12
2669.HK	中海物业	219	未评级	5.9	7.6	10.0	13.2	29	22	17
002968.SZ	新大正	77	未评级	1.3	1.8	2.6	3.4	42	30	23
9983.HK	建业新生活	72	未评级	4.3	6.1	8.8	12.7	12	8	6
9928.HK	时代邻里	46	未评级	2.3	4.1	6.2	8.5	11	7	5
6677.HK	远洋服务	56	未评级	2.6	4.1	5.9	8.2	14	10	7

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
6958.HK	正荣服务	41	未评级	1.7	2.8	4.0	5.5	15	10	8
3316.HK	滨江服务	70	未评级	2.2	3.4	5.3	8.0	20	13	9
3662.HK	奥园健康	34	未评级	2.5	3.7	5.5	7.8	9	6	4
2168.HK	佳兆业美好	37	未评级	2.2	3.2	5.0	7.7	12	7	5
1209.HK	华润万象	809	未评级	8.2	14.5	20.0	26.8	56	41	30
9909.HK	宝龙商业	151	未评级	3.1	4.4	6.1	8.6	34	25	18
3913.HK	合景悠活	128	未评级	3.2	6.7	11.5	21.0	19	11	6
均值								28	19	14

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 6 月 4 日, 汇率为: 1 港币=0.83 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

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

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

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