

房地产

2021年06月20日

开工意愿下滑，竣工持续修复，70城房价温和上涨

——行业周报

投资评级：看好（维持）

齐东（分析师）

陈鹏（分析师）

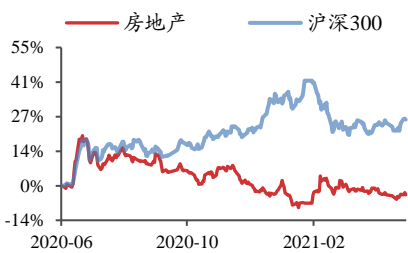
qidong@kysec.cn

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-新开工意愿下滑，竣工修复进行时》-2021.6.16

《行业周报-稳房价预期不变，单周成交继续回落》-2021.6.13

《行业周报-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》-2021.6.6

● 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。我们建议2021年2季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

● 开工意愿下滑，竣工持续修复，70城房价温和上涨

（1）周内政策方向多元，户籍政策方面，湖北深度放开放宽城市落户限制，取消除武汉市外其他城市落户限制，进一步降低武汉市落户门槛，实行省内户口迁移一地办结机制。**秩序规范方面**，厦门公布十部门联合开展整治二手房市场专项行动结果。**资金监管方面**，无锡要求江阴、宜兴两市做好调控政策储备，提出要联手金融监管部门采取措施，严查经营贷、消费贷违规流入房地产市场，要构建多维度住房保障体系，对遏制学区房炒作做出进一步明确要求。河南银保监局就支持郑州高质量发展发文，提及严控“零首付”、“首付贷”、“假按揭”等违法违规行为，严控经营贷、消费贷等违规流入房地产领域。**集中供地方面**，上海公布第一批集中供地时间为6月18日、21日、21-25日，其中19宗挂牌出让，12宗竞价投标出让。长春进行第二轮土地集中出让，出让时间为6月17日-6月18日共两天，共有67宗地块进行出让，49宗成交，其中46宗为底价成交。（2）国家统计局发布2021年1-5月商品房投资和销售数据，前5月全国房地产开发投资5.43万亿元，同比增18.3%，比2019年同期增17.9%；商品房销售面积6.63万m²，同比增36.3%，比2019年同期增19.6%；商品房销售额7.05万亿元，同比增52.4%，比2019年同期增36.2%。**整体来看，销售增速逐渐回落，区域表现继续分化；单月新开工继续负增长，竣工有所改善；行业投资高位，但预计后续增速持续回落；70城房价环比温和上行。**

● 成交：一二手单周成交有所回落

（1）新房：2021年第25周，全国32城成交面积355万平米，同比下降34%，环比下降33%；从累计数值看，年初至今32城累计成交面积达12946万平米，累计同比增加53%。**（2）二手房**：2021年第25周，全国9城成交面积为97万平米，同比增速-38%，前值-12%；年初至今累计成交面积3133万平米，同比增速26%，较前值下降4个百分点。

● 资金：单周发债规模下滑，海外债利率有所回升

2021年第25周，信用债发行71.7亿元，同比增加74%，环比减少52%，平均加权利率4.15%，环比增加15BPs；海外债发行0.5亿美元，同比减少98%，环比减少94%，平均加权利率2.85%，环比减少666BPs。

● 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、 开工意愿下滑，竣工持续修复，70城房价温和上涨.....	4
1.1、 多地政府严控违规资金流入房地产	4
1.2、 新开工意愿下滑，竣工修复进行时	5
1.2.1、 增速逐渐回落，区域表现继续分化.....	5
1.2.2、 单月新开工继续负增长，竣工有所改善.....	5
1.2.3、 行业投资高位，但预计后续增速持续回落.....	6
1.2.4、 房企到位资金随销售稳步增长，定金及预收款增长靓丽.....	6
1.2.5、 70城房价环比温和上行	7
2、 一二手单周成交继续回落	8
2.1、 32城新房成交同比持续下降	8
2.2、 9城二手房单周成交表现回落	9
3、 土地：溢价率有所回落、流拍率大幅增加	10
4、 资金：单周发债规模环比下滑	11
4.1、 发债规模环比有所下滑，海外债利率有所上升.....	11
4.2、 LPR连续13月不变，房贷利率继续回升	12
5、 投资建议：维持行业“看好”评级.....	12
6、 风险提示	13

图表目录

图 1： 2021年5月商品房销售额同比增长17.5%	5
图 2： 2021年5月商品房销售面积单月增速达9.1%	5
图 3： 2021年5月开工竣工单月增速分别为-6.1%、10.1%.....	6
图 4： 2021年5月房地产开发投资额单月增速达9.8%	6
图 5： 2021年5月施工面积单月增速-2.8%.....	6
图 6： 2021年5月房地产开发企业到位资金单月增长14.0%	7
图 7： 2021年5月70城中有62城新房价格环比上涨.....	7
图 8： 2021年5月70城中有50城二手价格环比上涨.....	7
图 9： 2021年5月70城中新房住宅价格环比上涨0.5%	8
图 10： 2021年5月70城中二手房住宅价格环比上涨0.3%	8
图 11： 全国32城新房成交面积单周同比下降34%	9
图 12： 全国32城新房成交面积单周环比下降33%	9
图 13： 全国32城新房成交中一线城市成交情况最佳	9
图 14： 全国9城二手房单周成交面积同比增速下滑	10
图 15： 全国9城二手房成交同比累计增速达26%	10
图 16： 100城全类型土地成交溢价率环比下降	11
图 17： 100城全类型土地流拍率环比上升	11
图 18： 2021年第25周房地产信用债发行规模环比减少	11
图 19： 2021年第25周房地产海外债发行规模环比减少	11
图 20： 信用债、海外债发债规模累计同比有所分化	12
图 21： 2021年5月LPR利率暂未调整	12
图 22： 2021年5月首套房贷利率上升2BP	12

表 1: 多地政府严控经营贷、消费贷违规流入房地产 (2021 年第 25 周)	4
表 2: 100 城中三线城市全类型土地成交溢价率最高 (2021 年第 25 周)	10
表 3: 100 城中三线城市宅地成交溢价率最高 (2021 年第 25 周)	10

1、开工意愿下滑，竣工持续修复，70城房价温和上涨

1.1、多地政府严控违规资金流入房地产

周内政策方向多元，目的均是稳定市场平稳健康运营。户籍政策方面，湖北深度放开放宽城市落户限制，取消除武汉市外其他城市落户限制，进一步降低武汉市落户门槛，实行省内户口迁移一地办结机制。秩序规范方面，厦门公布十部门联合开展整治二手房市场专项行动结果，截至6月4日，查处贷款违规流入房地产领域2725笔共计17.93亿元。资金监管方面，无锡要求江阴、宜兴两市做好调控政策储备，提出要联手金融监管部门采取措施，严查经营贷、消费贷违规流入房地产市场，要构建多维度住房保障体系，对遏制学区房炒作做出进一步明确要求。河南银保监局就支持郑州高质量发展发文，提及严控“零首付”、“首付贷”、“假按揭”等违法违规行为，严控经营贷、消费贷等违规流入房地产领域。集中供地方面，上海公布第一批集中供地时间为6月18日、21日、21-25日，其中19宗挂牌出让，12宗竞价投标出让。长春进行第二轮土地集中出让，出让时间为6月17日-6月18日共两天，共有67宗地块进行出让，49宗成交，其中46宗为底价成交。

表1: 多地政府严控经营贷、消费贷违规流入房地产 (2021年第25周)

时间	政策
2021/6/15	湖北: 印发《2021年新型城镇化和城乡融合发展工作要点》指出: (1) 深度放开放宽城市落户限制, 取消除武汉市外其他城市落户限制, 进一步降低武汉市落户门槛, 实行省内户口迁移一地办结机制; (2) 探索实施实物配租和租赁补贴并举制度, 加快构建以保障性住房和共有产权住房为主的住房保障体系。
2021/6/15	东莞: 七部门联合印发《规范土地招拍挂竞买资格的通告》提出, 新注册空壳公司不能参与土地拍卖, 参拍企业实缴出资金额、员工参保人数、纳税金额均需大于0; 初次违反规则, 参拍企业禁拍1年, 再次违反规则, 参拍企业母公司禁拍1年。
2021/6/15	厦门: 公布十部门联合开展整治二手房市场专项行动结果: 截至6月4日, 查处贷款违规流入房地产领域2725笔共计17.93亿元, 其中确认被“炒房”组织直接套取114笔共计1.01亿元。
2021/6/16	上海: 原则通过上海住房发展“十四五”规划, 并提出坚持“房住不炒”, 进一步完善房地产市场监测, 着力稳房价、稳地价、稳预期; 健全多元化、多层次的租赁住房供应体系; 加速推进旧区改造作为重中之重, 探索存量有机更新的城市发展之路。
2021/6/16	无锡: 要求江阴、宜兴两市做好调控政策储备, 与市区同步推进房地产市场调控工作, 提出: (1) 要联手金融监管部门采取措施, 严查经营贷、消费贷违规流入房地产市场; (2) 要构建多维度住房保障体系; (3) 对遏制学区房炒作做出进一步明确要求。
2021/6/17	国家统计局: 前5月全国房地产开发投资5.43万亿元, 同比增18.3%, 比2019年同期增17.9%; 商品房销售面积6.63万㎡, 同比增36.3%, 比2019年同期增19.6%; 商品房销售额7.05万亿元, 同比增52.4%, 比2019年同期增36.2%, 其中商品住宅销售额6.46万亿元, 同比增56.5%。
2021/6/17	吉林蛟河: 市住建局联合市场监督管理局、税务局对城区房地产项目进行联合检查, 包括查验企业“五证”、告知单上墙、资质、疫情防控情况, 重点检查一房多售、虚假房源、投机炒房、违规预售等。
2021/6/18	国家统计局: (1) 5月70城新房房价中有62城环比上涨, 与上月持平, 一线新房环比涨幅0.7%, 较上月涨幅扩大0.1个百分点, 重庆1.9%领涨全国, 广州涨幅达1.5%; (2) 二手房方面, 一线环比涨幅0.6%, 较上月涨幅回落0.2个百分点, 北京、徐州涨幅1.1%, 深圳下降0.1%。
2021/6/18	长春: 进行第二轮土地集中出让, 出让时间为6月17日-6月18日共两天, 共有67宗地块进行出让, 49宗成交, 其中46宗为底价成交。
2021/6/18	上海: 公布第一批集中供地时间为6月18日、21日、21-25日, 其中19宗挂牌出让, 12宗竞价投标出

时间

政策

2021/6/18

让。

郑州：河南银保监局就支持郑州高质量发展发文，提及严控“零首付”、“首付贷”、“假按揭”等违法违规行为，严控经营贷、消费贷等违规流入房地产领域。

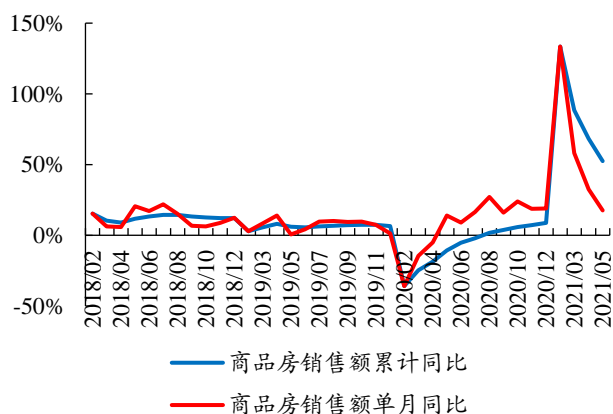
资料来源：Wind、政府官网、保利投顾研究院、开源证券研究所

1.2、新开工意愿下滑，竣工修复进行时

1.2.1、增速逐渐回落，区域表现继续分化

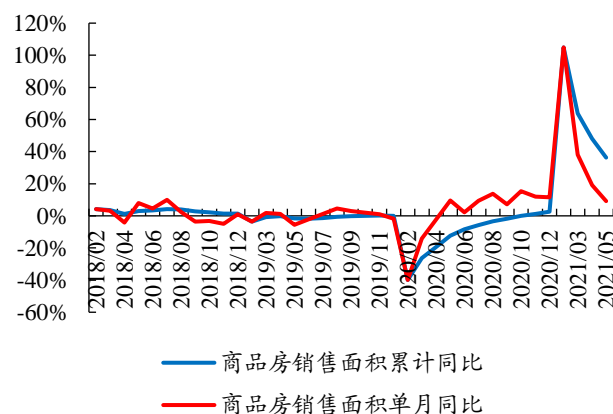
国家统计局发布 2021 年 1-5 月商品房投资和销售数据，2021 年 1-5 月，商品房销售面积同比增长 36.3%，较 2019 年同期增长 19.6%；商品房销售额同比增长 52.4%，较 2019 年同期增长 36.2%。从单月数据看，商品房销售面积、销售金额同比分别增长 9.1%、17.5%，较前值分别回落 10.1、15.0 个百分点，单月增速自 2 月以来高位持续回落。从区域看，东部、中部、西部、东北区域销售金额同比累计增速分别为 62%、55%、31%、22%，较 2019 年同期增速分别为 49%、27%、19%、-2%。东部区域表现最为靓丽，东北区域相对较差。另一方面，城镇化率持续提升，改善需求持续释放。

图1：2021年5月商品房销售额同比增长17.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

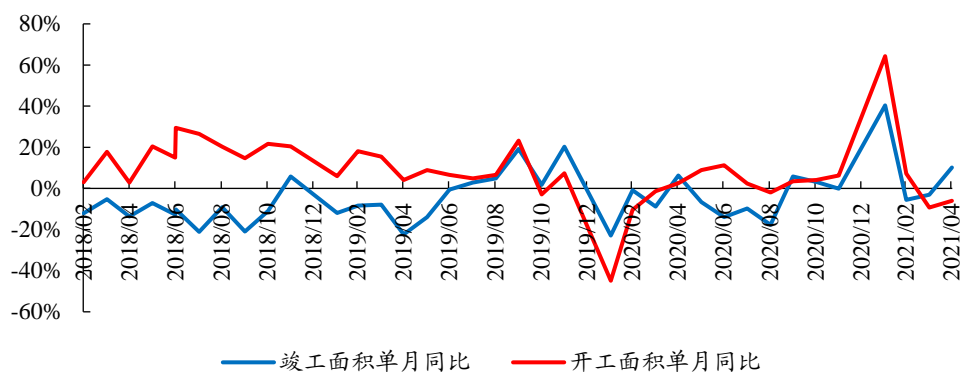
图2：2021年5月商品房销售面积单月增速达9.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、单月新开工继续负增长，竣工有所改善

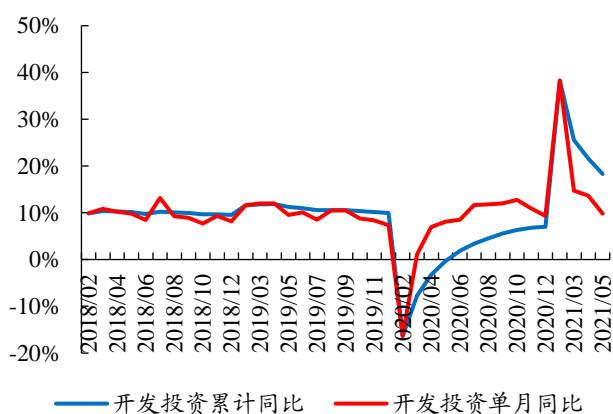
2021 年 1-5 月，房屋新开工面积同比增长 6.9%，较 2019 年同期下降 6.8%；单月同比下降 6.1%，连续 2 月出现负增长。开工下滑的原因是多方面的，集中供地、融资收紧、销售增速回落都对房企开工形成一定压制。1-5 月，房屋竣工面积同比增长 16.4%，较 2019 年同期增长 3.3%；单月同比增长 10.1%，增速由负转正，较 2019 年同期增长 17.0%。我们预判高竣工是前两年高开工的线性推演，维持 2021-2022 年高竣工判断。

图3：2021年5月开工竣工单月增速分别为-6.1%、10.1%


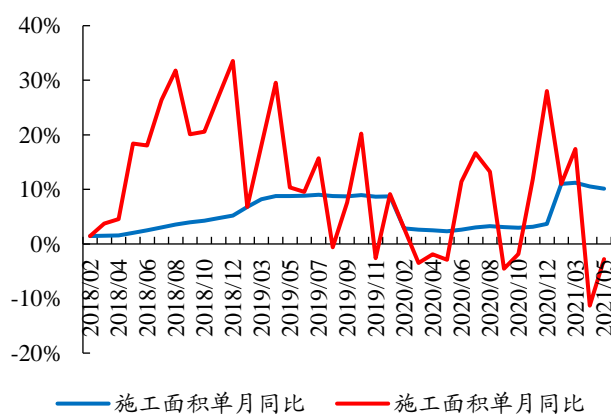
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.3、行业投资高位，但预计后续增速持续回落

2021年1-5月，房地产开发投资额同比增长18.3%，较2019年同期增长17.9%；单月同比增长9.8%，增速自年初至今持续回落，较2019年同期增长18.7%。投资端表现靓丽，一方面源于1-5月行业施工面积同比增长10.1%，较1-4月增速继续回落，但仍处于高位。同时，5月土地端表现一般，1-5月购置土地面积、土地成交价款同比增速分别为-7.5%、-20.5%，单月同比分别下降31.6%、下降0.3%。我们判断，未来开工增速中枢下移，竣工有所修复，施工投资将持续放缓（单月施工增速连续2月为负）；叠加土地市场表现趋于理性，未来行业投资增速将高位持续回落。

图4：2021年5月房地产开发投资额单月增速达9.8%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2021年5月施工面积单月增速-2.8%


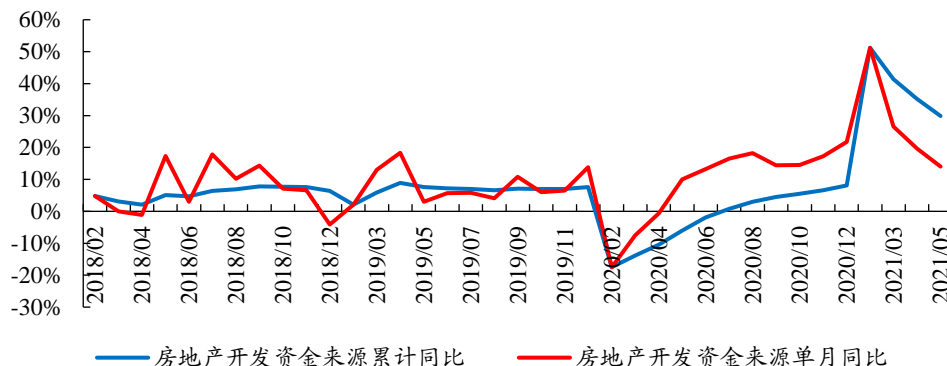
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.4、房企到位资金随销售稳步增长，定金及预收款增长靓丽

2021年1-5月，房地产开发企业到位资金同比增长29.9%，较2019年同期增长22.0%。分结构看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款同比增长分别为1.6%、12.8%、62.9%、32.0%，较2019年同期分别增长1.0%、11.9%、41.7%、30.7%。从单月数据看，房地产开发企业到位资金同比增长14.0%，较2019年同期增

长 25.4%，定金及预收款增速表现最佳。

图6：2021年5月房地产开发企业到位资金单月增长14.0%

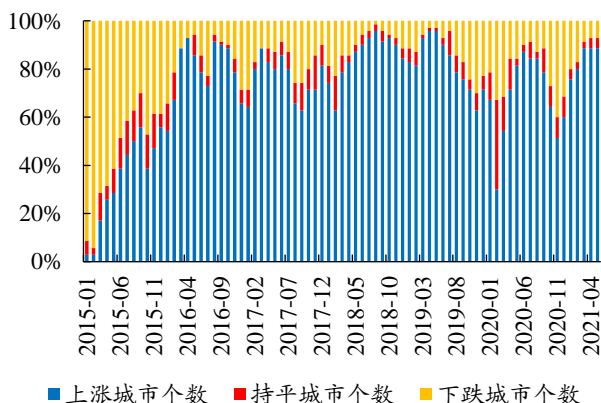


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.5、70城房价环比温和上行

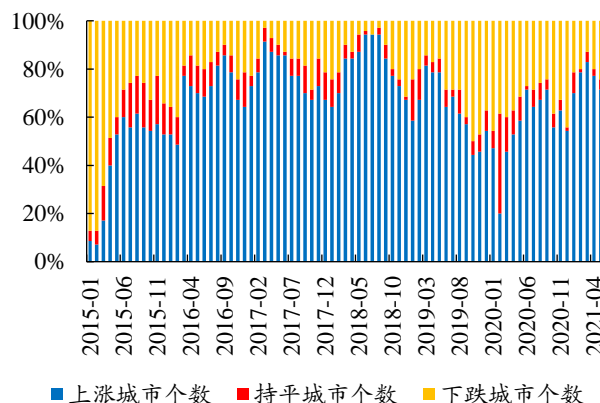
统计局发布2021年5月商品住宅销售价格变动情况统计数据。2021年5月，各线城市商品住宅销售价格环比涨幅与上月相比变动幅度不大，同比涨幅继续上升。4个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.7%，涨幅比上月微扩0.1个百分点；二手住宅销售价格环比上涨0.6%，涨幅比上月回落0.2个百分点。31个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.6%，涨幅与上月相同；二手住宅销售价格环比上涨0.4%，涨幅比上月回落0.1个百分点。35个三线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.4%，涨幅与上月相同；二手住宅销售价格环比上涨0.2%，涨幅比上月回落0.1个百分点。

图7：2021年5月70城中有62城新房价格环比上涨

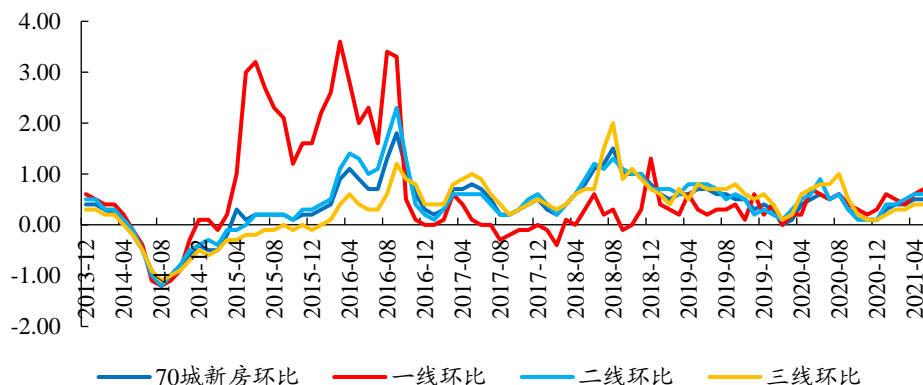


数据来源：Wind、开源证券研究所

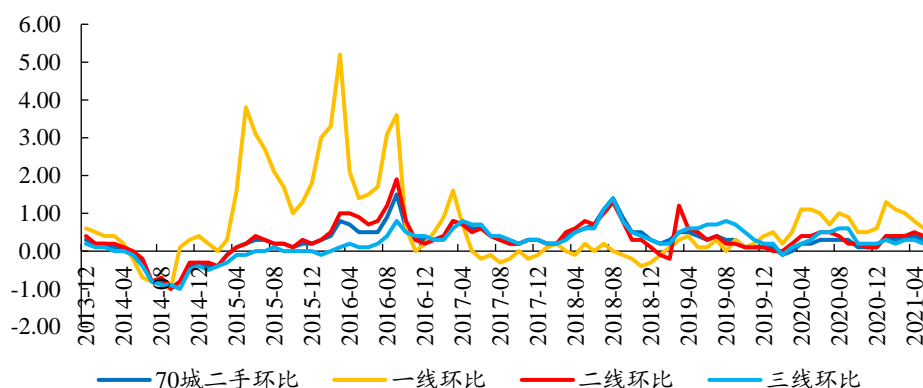
图8：2021年5月70城中有50城二手价格环比上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2021年5月70城中新房住宅价格环比上涨0.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

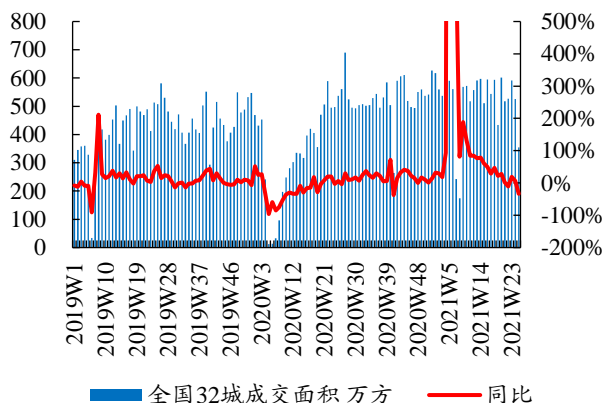
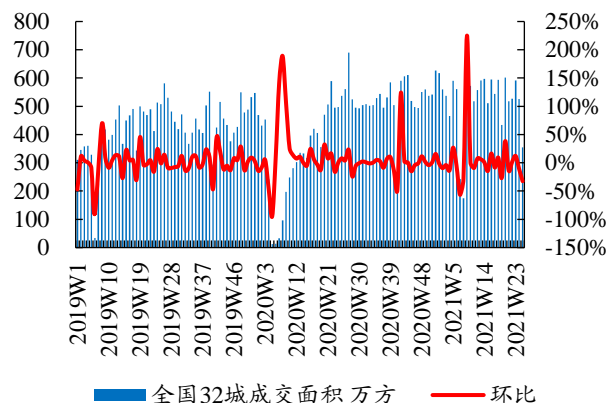
图10：2021年5月70城中二手房住宅价格环比上涨0.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、一二手单周成交继续回落

2.1、32城新房成交同比持续下降

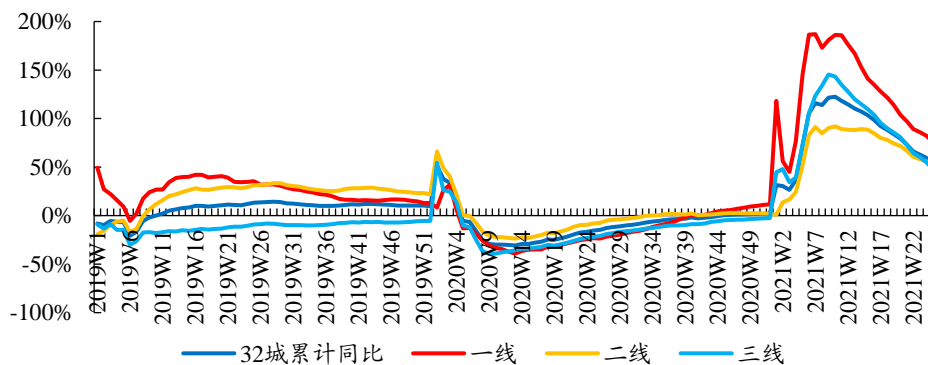
根据房管局数据，2021年第25周，全国32城成交面积355万平方米，同比下降34%，环比下降33%；从累计数值看，年初至今32城累计成交面积达12946万平方米，累计同比增加53%。

图11: 全国 32 城新房成交面积单周同比下降 34%

图12: 全国 32 城新房成交面积单周环比下降 33%


数据来源: Wind、开源证券研究所 (横坐标 W 代表周, 下同)

数据来源: Wind、开源证券研究所

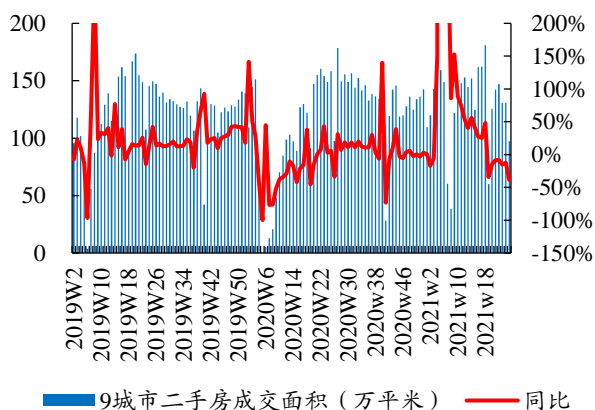
根据房管局数据, 2021 年第 25 周, 全国 32 城成交面积同比增速-34%, 年初至今累计增速 53%。各线城市走势基本一致, 一、二、三线单周成交同比增速分别为-23%、-22%、-59%, 年初至今累计增速 76%、51%、48%。

图13: 全国 32 城新房成交中一线城市成交情况最佳


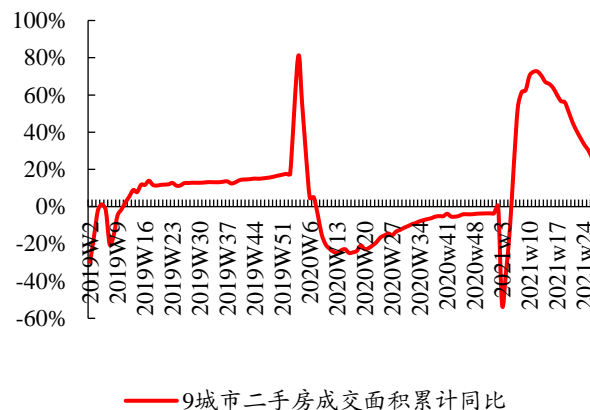
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、9 城二手房单周成交表现回落

9 城二手房成交累计增速达 26%。2021 年第 25 周, 全国 9 城成交面积为 97 万平米, 同比增速-38%, 前值-12%; 年初至今累计成交面积 3133 万平米, 同比增速 26%, 较前值下降 4 个百分点。

图14: 全国9城二手房单周成交面积同比增速下滑


数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 全国9城二手房成交同比累计增速达26%


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、土地：溢价率有所回落、流拍率大幅增加

全国100城土地市场成交热度有所回落。2021年第25周，全国100城全类型土地成交溢价率8.2%，流拍率9.7%；宅地成交溢价率8.5%，流拍率15.2%。

表2: 100城中三线城市全类型土地成交溢价率最高（2021年第25周）

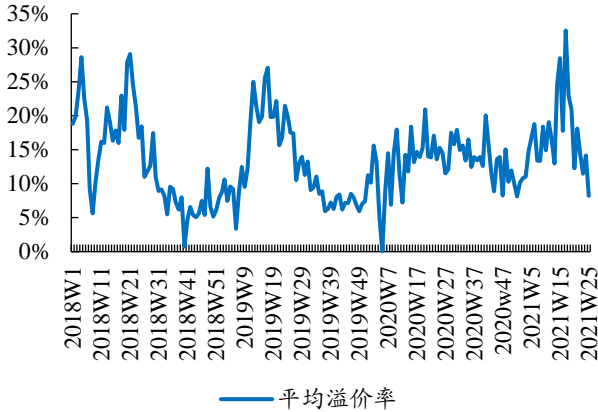
	推出地块规划 建面（万方）	流拍率	成交地块规划 建面（万方）	成交楼面价 （元/平方米）	平均溢价率
一线	42	0.0%	441	11024	2.0%
二线	3229	11.3%	1402	3211	10.5%
三线	2851	8.1%	1668	2110	14.7%
合计	6122	9.7%	3510	3726	8.2%

数据来源: Wind、开源证券研究所

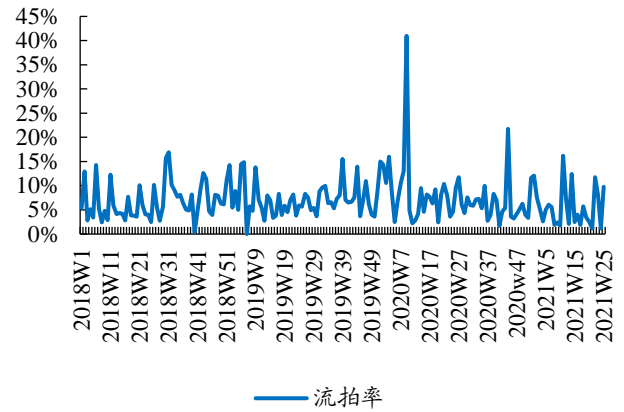
表3: 100城中三线城市宅地成交溢价率最高（2021年第25周）

	推出地块规划 建面（万方）	流拍率	成交地块规划 建面（万方）	成交楼面价 （元/平方米）	平均溢价率
一线	0	0.0%	418	11551	2.0%
二线	1620	21.0%	1068	3987	10.8%
三线	1235	7.5%	751	3948	17.3%
合计	2855	15.2%	2237	5476	8.5%

数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 100城全类型土地成交溢价率环比下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

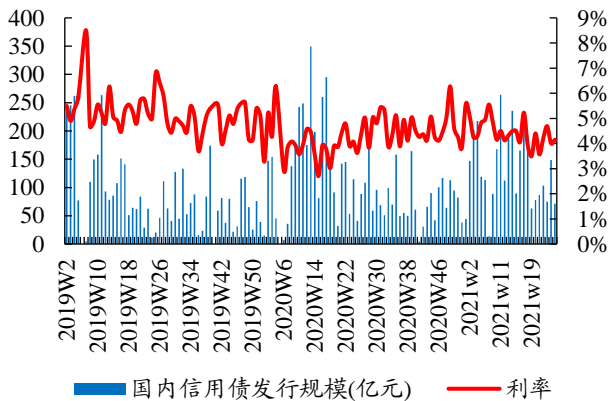
图17: 100城全类型土地流拍率环比上升


数据来源: Wind、开源证券研究所

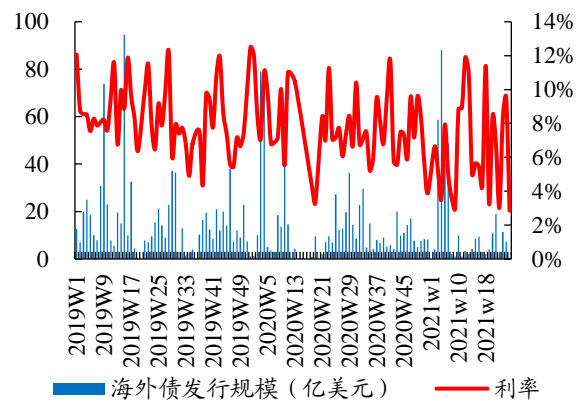
4、资金：单周发债规模环比下滑

4.1、发债规模环比有所下滑，海外债利率有所上升

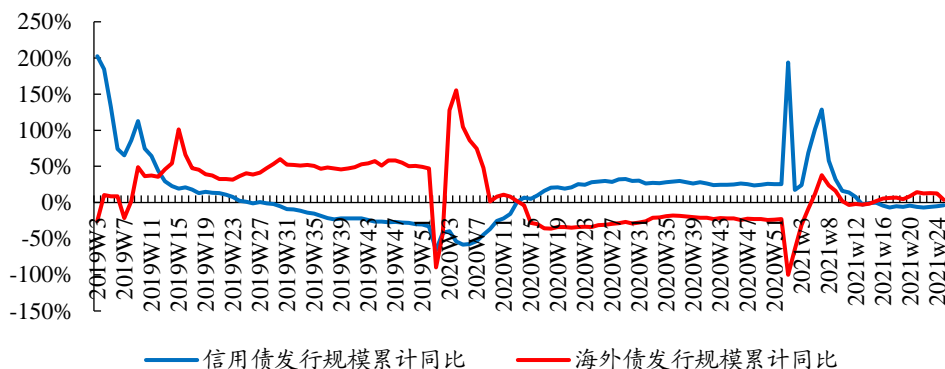
2021年第25周，信用债发行71.7亿元，同比增加74%，环比减少52%，平均加权利率4.15%，环比增加15BPs；海外债发行0.5亿美元，同比减少98%，环比减少94%，平均加权利率2.85%，环比减少666BPs。

图18: 2021年第25周房地产信用债发行规模环比减少


数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2021年第25周房地产海外债发行规模环比减少


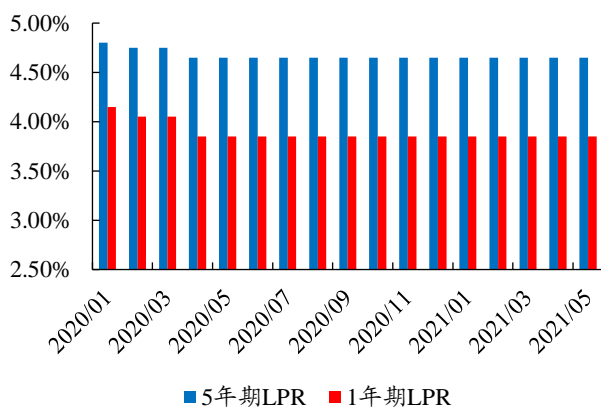
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 信用债、海外债发债规模累计同比有所分化


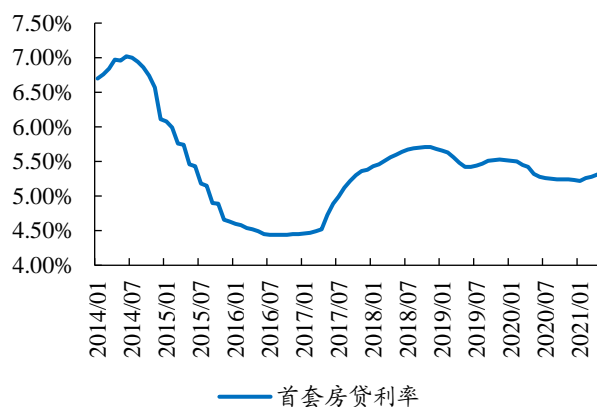
数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、LPR 连续 13 月不变，房贷利率继续回升

5 月居民端房贷利率继续回升。5 月 20 日，央行公布 4 月 LPR，1 年期 LPR 报价 3.85%、5 年期为 4.65%，连续 13 个月不变。融 360 表示，2021 年 5 月，全国首套房贷款平均利率为 5.33%，二套房贷款平均利率为 5.61%，环比均上涨 2BP。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21: 2021 年 5 月 LPR 利率暂未调整


数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 2021 年 5 月首套房贷款利率上升 2BP


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。我们建议 2021 年 2 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的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	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	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