

房地产

2021年07月04日

多地继续推进物管条例制定，完善养老服务体系

——行业周报

投资评级：看好（维持）

齐东（分析师）

陈鹏（分析师）

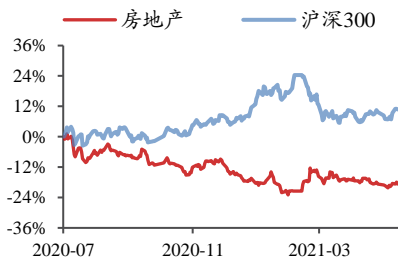
qidong@kysec.cn

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

- 《行业深度报告-物管行业专题报告二：穿越周期的国际龙头标的，关注流量变现，向管理要红利》-2021.6.28
- 《行业周报-中央加强租赁市场规范，LPR连续14个月不变》-2021.6.27
- 《行业周报-增值服务再思考，消费类业务增长最为可观》-2021.6.20

● 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，成长性标的世茂服务、金科服务、新城悦服务、永升生活服务；受益标的包括宝龙商业、华润万象生活；维持“看好”评级。

● 周内物管板块表现优于大盘，金科服务港股通比例提升明显

2021年第27周，物业板块总市值单周涨跌幅-0.85%，同期恒生指数、恒生地产类、沪深300涨跌幅分别为-3.34%、-2.90%、-3.03%，优于港股大盘指数；月初至今板块涨跌幅-2.92%，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。从周内数据看，金科服务、中海物业、恒大物业南下资金表现活跃，港股通持股占比分别提升1.04%、0.32%、0.29%。

● 《“十四五”民政事业发展规划》正式印发，全要素构建养老服务体系

由民政部、国家发改委联合编制的《“十四五”民政事业发展规划》正式印发。“十四五”时期民政事业发展的主要任务包括：（1）全力提升基本民生保障水平；（2）全面加强和创新基层社会治理；（3）全方位强化基本社会服务；（4）全要素构建养老服务体系。**地方政策方面，多地持续推进物业管理条例制定进程。**上海市住宅物业管理规定自2021年7月1日起施行，明确了新建物业管理区域的核定。郑州市人大常委会通过《郑州市物业管理条例》，明确物业服务费预收制度。**城市更新方面**，北京市发布《北京市人民政府关于实施城市更新行动的指导意见》，旨在满足人民群众美好生活需要、推动城市高质量发展。

● 增值服务再思考：消费类增长迅猛，做难而正确的事

社区增值服务可分为社区消费类、空间资源运营、地产后周期业务三大类。我们梳理了6个物管公司增值服务概况，发现2020年这三大类业务中社区消费类业务增长最为可观，同比增速达80%，空间资源运营、地产后周期业务分别为62%、16%；从各业务占总收入情况看，6家公司社区消费类、空间资源运营、地产后周期业务占总收入比例分别为7.1%、2.6%、5.0%，其中社区消费类业务改善幅度最为明显，地产后周期业务受疫情波动最大，主要和地产公司交付节奏放缓相关。消费类业务涉及方向众多，未来想象空间最为可观，但面临的外部挑战也最大（比如需要和外部电商、团购、教育平台等竞争），该业务得以顺利开展的前提是物管公司与业主之间存在较强的客户黏性；空间资源运营类业务中长期看存在一定瓶颈；地产后周期类主要与地产平台开发体量相关，这类业务当前得以快速发展仍然依赖于新房市场的持续拓展。

● **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、 周内物管板块表现优于大盘，金科服务港股通提升明显.....	3
1.1、 板块表现：周内物管板块表现优于大盘.....	3
1.2、 个股表现：建发物业领涨，金科服务港股通提升明显.....	3
2、 多地继续推进物管条例制定，完善养老服务体系.....	5
3、 增值服务再思考：消费类增长迅猛，做难而正确的事.....	7
4、 投资建议.....	8
5、 风险提示.....	9

图表目录

图 1： 2021 年 7 月初至今物业板块指数涨跌幅-2.92%.....	3
图 2： 周内建发物业涨幅迅猛（2021W27）.....	4
图 3： 保利物业港股通持股占比最高（截至 2021W27）.....	4
图 4： 6 家公司 2018 年以来社区增值服务占收入比例持续提升.....	7
图 5： 6 家公司社区增值服务中消费类业务占收入比例提升最为明显.....	8
表 1： 周内板块表现优于大盘（2021W27）.....	3
表 2： 年初至今看，金科服务、新城悦服务、建业新生活南下资金表现活跃.....	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 26-27 周）.....	6
表 5： 主流物管公司对应 2022 年 PE 均值 20 倍.....	8

1、周内物管板块表现优于大盘，金科服务港股通提升明显

1.1、板块表现：周内物管板块表现优于大盘

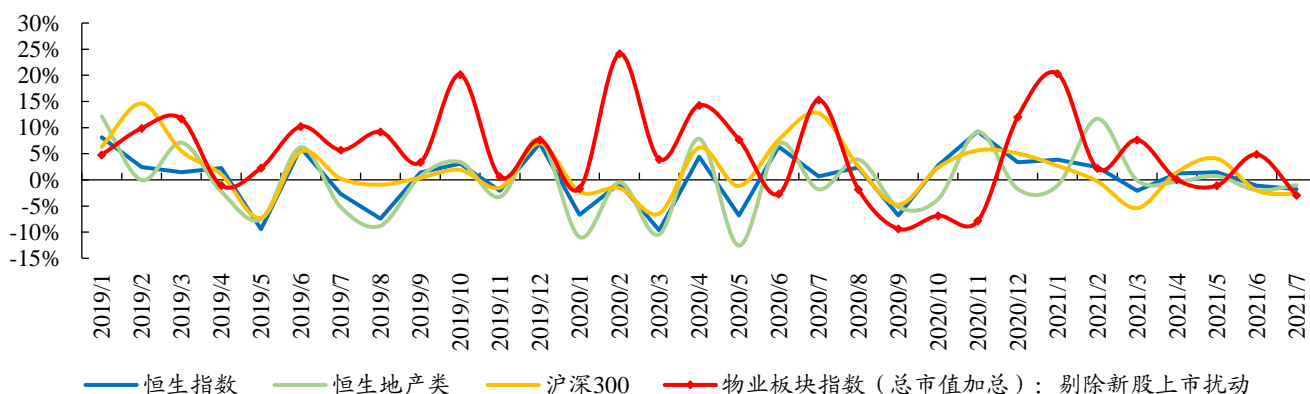
2021年第27周，物业板块总市值单周涨跌幅-0.85%，同期恒生指数、恒生地产类、沪深300涨跌幅分别为-3.34%、-2.90%、-3.03%，优于港股大盘指数；月初至今板块涨跌幅-2.92%，表现略显一般，主要系3月业绩后涨幅较快，及行业较多物业公司陆续高额限售股解禁，近期市场高位盘整。

表1：周内板块表现优于大盘（2021W27）

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	-3.34%	-1.80%	3.96%
HSPI.HI	恒生地产类	-2.90%	-1.01%	7.43%
399300.SZ	沪深300	-3.03%	-2.74%	-2.50%
	物业板块总市值	-0.85%	-2.92%	33.17%

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7月初至今物业板块指数涨跌幅-2.92%

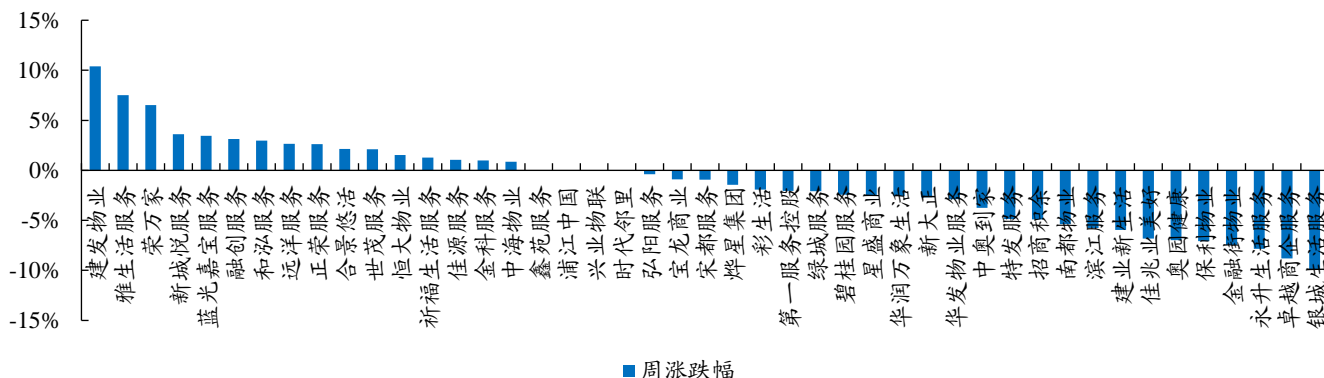


数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：2021年7月为截至3日数据）

1.2、个股表现：建发物业领涨，金科服务港股通提升明显

周内涨幅前五的标的有建发物业（+10.39%）、雅生活服务（+7.50%）、荣万家（+6.52%）、新城悦服务（+3.62%）、蓝光嘉宝服务（+3.46%）。跌幅前五的标的有银城生活服务（-9.90%）、卓越商企服务（-8.79%）、永升生活服务（-7.84%）、金融街物业（-7.45%）、保利物业（-7.08%）。

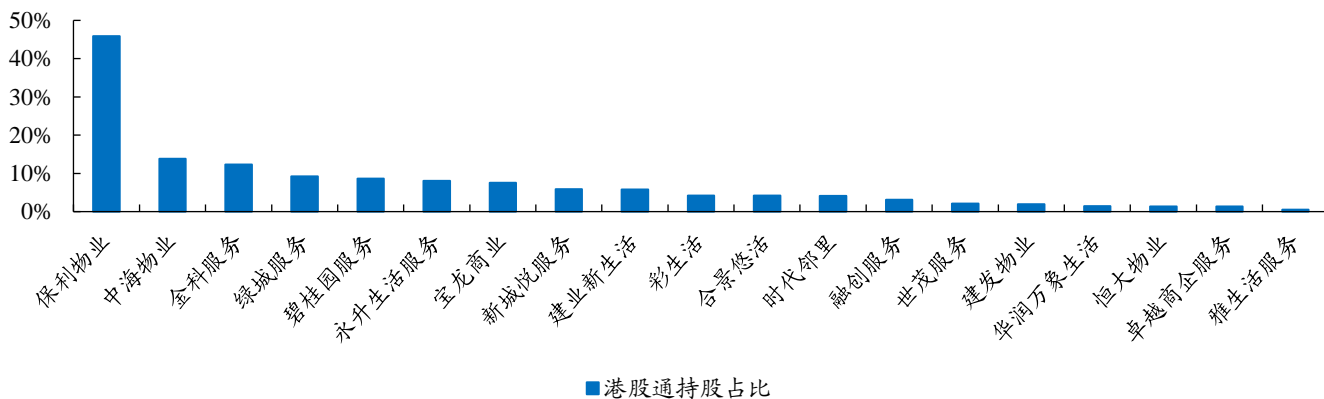
图2: 周内建发物业涨幅迅猛 (2021W27)



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27周,保利物业港股通持股占比45.9%,此外中海物业、金科服务、绿城服务、碧桂园服务港股通持股比例居前。从周内数据看,金科服务、中海物业、恒大物业南下资金表现活跃,港股通持股占比分别提升1.04%、0.32%、0.29%。

图3: 保利物业港股通持股占比最高 (截至2021W27)



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、建业新生活南下资金表现活跃

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	7,038	30.0	45.90%	-0.47%	-2.61%
2669.HK	中海物业	45,284	30.9	13.78%	0.32%	2.01%
2869.HK	绿城服务	29,991	28.2	9.25%	-0.16%	-1.48%
1995.HK	永升生活服务	13,413	21.0	8.03%	-0.18%	3.19%
6098.HK	碧桂园服务	27,691	184.5	8.59%	0.11%	0.14%

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
9909.HK	宝龙商业	4,840	11.1	7.52%	-0.01%	2.00%
9666.HK	金科服务	1,887	11.4	12.35%	1.04%	12.35%
1755.HK	新城悦服务	5,081	10.0	5.83%	0.16%	5.83%
1778.HK	彩生活	6,093	1.6	4.19%	0.03%	-0.09%
9983.HK	建业新生活	7,287	4.6	5.76%	0.10%	3.67%
3913.HK	合景悠活	8,465	6.8	4.19%	0.21%	1.78%
2156.HK	建发物业	2,288	1.0	1.94%	-0.01%	-3.42%
9928.HK	时代邻里	4,077	2.2	4.14%	0.10%	1.45%
0873.HK	世茂服务	4,936	10.9	2.09%	0.19%	2.09%
1516.HK	融创服务	9,713	22.6	3.13%	0.08%	2.65%
3319.HK	雅生活服务	676	2.2	0.47%	-0.01%	0.21%
6989.HK	卓越商企服务	1,660	1.1	1.36%	-0.06%	1.36%
1209.HK	华润万象生活	3,191	13.6	1.40%	0.19%	1.40%
6666.HK	恒大物业	14,764	11.5	1.37%	0.29%	1.37%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (日期截至 2021 年 7 月 2 日, 汇率为: 1 港币=0.83 人民币)

2、多地继续推进物管条例制定, 完善养老服务体系

由民政部、国家发改委联合编制的《“十四五”民政事业发展规划》正式印发。

“十四五”时期民政事业发展的主要任务包括: (1) 全力提升基本民生保障水平; (2) 全面加强和创新基层社会治理; (3) 全方位强化基本社会服务; (4) 全要素构建养老服务体系。《规划》明确要加强基本养老服务, 逐步建立养老服务分类发展、分类管理机制, 完善兜底性养老服务, 发展普惠性养老服务。

地方政策方面, 多地持续推进物业管理条例制定进程。上海市房管局印发《关于进一步贯彻实施〈上海市住宅物业管理规定〉的若干意见》, 自 2021 年 7 月 1 日起施行, 明确了新建物业管理区域的核定。郑州市人大常委会表决通过《郑州市物业管理条例》, 明确物业服务费预收期限最长不得超过一年, 物业服务人不得采取停止或者限制供电、供水、供热、供气的方式催交物业费。呼和浩特市人大常委会通过《呼和浩特市住宅小区物业管理条例(草案)》, 对物业服务收费、物业选聘方式等问题做出明确规定。**养老服务方面,**江苏民政厅、发展改革委等 7 部门联合印发《关于加强养老服务人才队伍建设的实施意见》, 实施“物业+养老服务”行动计划, 鼓励有条件的物业企业组建养老服务专业人员队伍。**城市更新方面,**北京市人民政府发布《北京市人民政府关于实施城市更新行动的指导意见》, 旨在提升城市品质、满足人民群众美好生活需要、推动城市高质量发展。

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
6 月 22 日	民政部、发改委	《“十四五”民政事业发展规划》正式印发, 明确了全力提升基本民生保障水平、全面加强和创新基层社会治理、全方位强化基本社会服务、全要素构建养老服务体系等多项内容。
6 月 22 日	江苏	民政厅、发展改革委等 7 部门联合印发《关于加强养老服务人才队伍建设的实施意见》, 实施“物

时间	地区/部门	事件
		业+养老服务”行动计划，鼓励有条件的物业服务企业组建养老服务专业人员队伍。
6月23日	上海	房屋管理局发布《关于进一步贯彻实施<上海市住宅物业管理规定>的若干意见》，在新建物业管理区域的核定方面，对有市政道路、自然河道、公共通道及公共空间穿越的住宅建设用地，在住宅建设工程设计时，原则上建设单位应当分别配置配套设施设备，自2021年7月1日起施行。
6月23日	韶关	发展和改革局发布通知，上调市区普通住宅前期物业服务收费标准。
6月24日	郑州	市人大常委会表决通过《郑州市物业管理条例》，物业服务费预收期限最长不得超过一年，物业服务人不得采取停止或者限制供电、供水、供热、供气的方式催交物业费，非法催缴物业费最高罚款5万。
6月24日	北京	市人民政府发布《北京市人民政府关于实施城市更新行动的指导意见》，适用于本市老旧小区内老旧住宅楼加装电梯、利用现状房屋和小区公共空间补充社区综合服务设施或其它配套设施、增加停车设施等更新改造项目。
6月25日	武汉	房管局发布关于征求《武汉市物业服务企业退出住宅小区管理指导意见（征求意见稿）》意见的公告，选聘和解聘物业服务企业应按规定召开业主大会会议，由业主共同决定。
6月25日	宁波	根据《宁波市物业服务达标创优提质三年行动方案（2021-2023年）》，到2023年，力争实现全市物业行业党建工作全覆盖、物业服务企业安全生产管理制度全达标、住宅小区物业服务全覆盖。
6月29日	济宁	推出全省首个市级智慧物业监管平台，串联起全市1250家物业服务企业及市县住建部门、属地街道和社区、业主委员会同步在线，围绕智慧养老、智慧安保等内容不断丰富程序功能，满足群众日益增长的生活品质的需求。
6月30日	呼和浩特	出台《呼和浩特市住宅物业管理条例草案》，对物业服务收费、物业选聘方式等问题做出明确规定。
7月3日	临沂	开展物业领域集中整治专项行动，物业服务企业存在不执行政府定价、政府指导价规定，擅自提高收费标准、扩大收费范围、增加收费项目等问题。

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26-27周）

时间	公司	公告
6月21日	绿城服务	吴志华辞任公司行政总裁及首席财务官，首席运营官金科丽接任
6月23日	金融街物业	(1)公司拟以不超过1.32亿元，收购株洲宏达物业65%的股权；(2)公司控股股东有意将改制后的永泰恒100%股权转让予公司
6月23日	雅生活服务	哈尔滨景阳达成经营目标，收购对价未被扣除
6月28日	建业新生活	公司子公司河南建业新生活与荣鑫订立战略合作谅解备忘录
6月28日	世茂服务	公司已采纳股份奖励计划，授出额度不超已发行股份总数3%
6月28日	华润万象生活	公司就6.2亿港元贷款与一家银行订立循环融资协议
6月28日	星盛商业	公司拟租赁厦门特房波特曼财富中心部门物业，用于运营“星河COCOPark”购物中心
6月29日	合景悠活	公司以人民币4.98亿元，收购上海申勤物业管理服务有限公司80%股权
6月30日	彩生活	罗舒宇女士已辞任公司秘书及授权代表，董事会委任杨利女士为公司秘书及授权代表
7月1日	建发物业	公司拟斥资人民币3739万收购洛阳泉舜物业服务51%股权
7月1日	银城生活服务	公司收购银城国际四处空置商用物业，总面积281平方米，总代价人民币1162万元
7月1日	新城悦服务	(1)公司授出770万份购股权，行使价每股股份23.6港元；(2)公司授出230万股奖励股份，授出价每股11.8港元
7月2日	碧桂园服务	蓝光嘉宝除牌条件未达成，公司将要约延后至7月16日
7月2日	建发物业	公司拟根据激励计划发行不超3530万股限制性股份，占公司已发行股份的3.0%

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

3、增值服务再思考：消费类增长迅猛，做难而正确的事

物管公司的社区增值服务在持续探索中，业务类型多元化，同时不同公司具备个性化特点，比如碧桂园服务的社区传媒业务、金科服务的旅游业务、绿城服务的养老教育业务、新城悦的云柜业务等。从各业务背后依赖的资源属性看，我们大致将增值服务分为社区消费类、空间资源运营、地产后周期业务三大类。

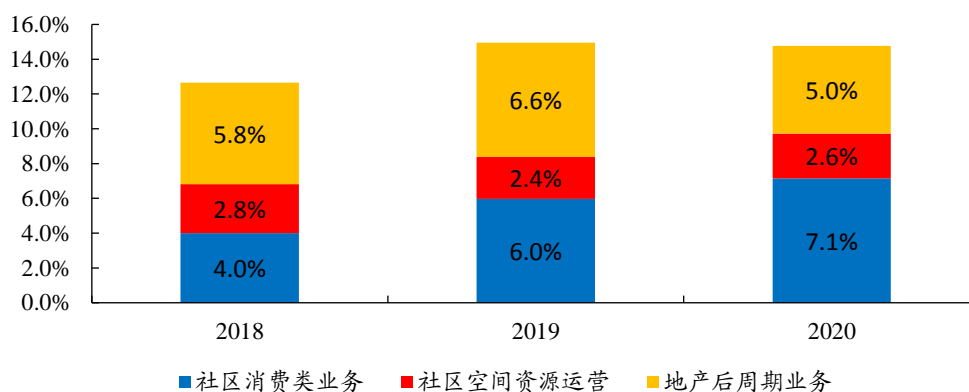
社区消费类：在三类业务中消费属性最强，物管公司可以切入到业主生活场景中去，衣食住行等多方面满足业主需求，主要业务包括零售、养老、教育、家政等方面。这类业务涉及方向众多，未来想象空间最为可观，但面临的外部挑战也最大（比如需要和外部电商、团购、教育平台等竞争），该业务得以顺利开展的前提是物管公司与业主之间存在较强的客户黏性。

空间资源运营类：主要是依赖公共空间形成的收入，主要包括园区空间服务、社区传媒服务等，该业务随着在管面积的提升稳步提升，但单位面积产生的坪效短期难以提升，且中高档小区业主处于对生活品质的追求，对社区空间资源的利用有一定的排斥，因此该业务中长期看存在一定瓶颈。

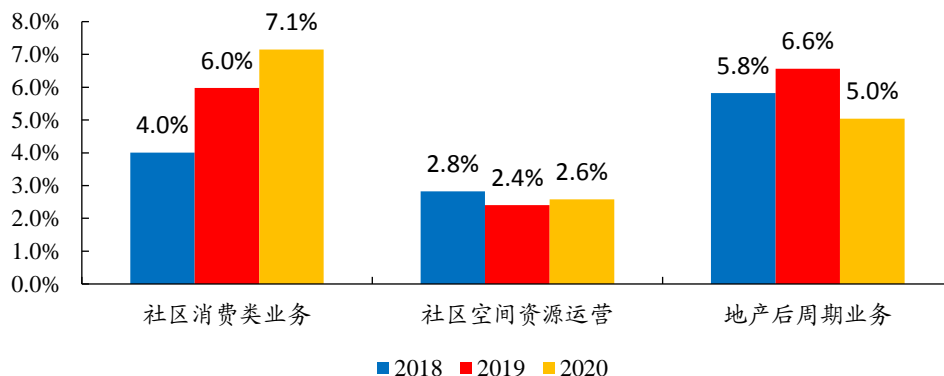
地产后周期类：主要与地产平台开发体量相关，主要业务包括美居、房屋经纪、社区资产管理等业务，这类业务当前得以快速发展仍然依赖于新房市场的持续拓展，比如未来大量新房交付后可以提供拎包入住业务，提高美居渗透率是当前物管公司发展重点之一。此外，存量市场也会给后周期业务带来部分动力，比如车位管理、存量房屋买卖等。

我们梳理了 6 个物管公司（碧桂园服务、金科服务、世茂服务、融创服务、绿城服务、永升生活服务）的增值服务概况，发现 2020 年这三大类业务中，6 家公司社区消费类业务增长最为可观，同比增速达 80%，空间资源运营、地产后周期业务分别为 62%、16%；从各业务占总收入情况看，6 家公司社区消费类、空间资源运营、地产后周期业务占总收入比例分别为 7.1%、2.6%、5.0%，其中社区消费类业务改善幅度最为明显，地产后周期业务受疫情波动最大，主要和地产公司交付节奏放缓相关。

图4：6 家公司 2018 年以来社区增值服务占收入比例持续提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图5：6家公司社区增值服务中消费类业务占收入比例提升最为明显


数据来源：各公司公告、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，成长性标的世茂服务、金科服务、新城悦服务、永升生活服务；受益标的包括宝龙商业、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20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	2148	买入	26.9	42.2	65.6	100.4	51	33	21
6666.HK	恒大物业	840	未评级	26.5	45.1	65.9	95.0	19	13	9
1516.HK	融创服务	722	未评级	6.0	12.5	19.9	28.1	58	36	26
9666.HK	金科服务	393	买入	6.2	9.9	15.9	25.4	40	25	15
3319.HK	雅生活服务	458	未评级	17.5	23.0	30.4	40.5	20	15	11
0873.HK	世茂服务	524	买入	6.9	12.5	22.4	34.2	42	23	15
1995.HK	永升生活	262	买入	3.9	6.1	9.1	13.3	43	29	20
2869.HK	绿城服务	305	未评级	7.1	9.6	13.0	18.6	32	23	16
6049.HK	保利物业	236	买入	6.7	8.6	10.8	13.5	28	22	18
001914.SZ	招商积余	179	买入	4.4	6.8	9.0	11.9	26	20	15
1755.HK	新城悦服务	171	买入	4.5	6.8	9.9	13.7	25	17	13
2669.HK	中海物业	225	未评级	5.9	7.7	10.1	13.3	29	22	17
002968.SZ	新大正	71	买入	1.3	1.8	2.5	3.3	39	28	21
9983.HK	建业新生活	80	未评级	4.3	6.1	8.8	12.5	13	9	6
9928.HK	时代邻里	53	未评级	2.3	4.1	6.2	8.5	13	9	6

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
6677.HK	远洋服务	61	未评级	2.6	4.3	6.3	8.2	14	10	7
6958.HK	正荣服务	44	未评级	1.7	2.8	4.0	5.5	16	11	8
3316.HK	滨江服务	76	未评级	2.2	3.4	5.3	8.0	22	14	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	38	未评级	2.2	3.2	5.0	7.7	12	8	5
1209.HK	华润万象	972	未评级	8.2	14.3	19.9	26.6	68	49	36
9909.HK	宝龙商业	148	未评级	3.1	4.4	6.2	8.6	33	24	17
3913.HK	合景悠活	161	未评级	3.2	6.7	11.5	21.0	24	14	8
均值								29	20	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 7 月 2 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

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