

房地产

2022年12月16日

地产融资三箭齐发，优质房企持续受益

——行业深度报告

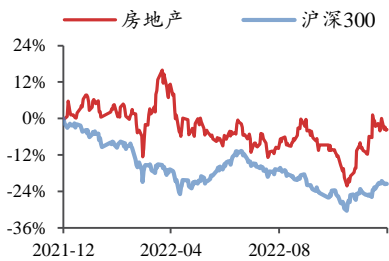
投资评级：看好（维持）

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《房企多维度融资持续推进，佛山厦门限购松动——行业周报》-2022.12.11

《房企股权融资开闸，四城土拍热度分化——行业周报》-2022.12.4

《供需双降下供给侧改革出清，阵痛后迎接城镇化下一阶段——行业投资策略》-2022.12.4

● 第一支箭：优质房企获得银行信贷融资支持

在央行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会后，截至2022年12月上旬，包括六家国有大行在内的多家银行已宣布和房地产企业签署战略合作协议，满足企业合理融资需求，给予意向性授信额度，约80家全国或地方性房企获得银行的融资支持，累计授信额度超3万亿元。中央多部出台政策指导银行向优质房企出具保函置换预售监管资金，各地的预售资金监管政策有望加快落地执行，为优质房企释放更多资金流动性。同时监管机构要求内保外贷跨境增信支持房企融资，助力房企在离岸市场的信用环境改善。

● 第二支箭：增信支持下民企发债融资逐渐修复

2022年5月，证监会宣布在交易所债券市场推出民营企业债券融资专项支持计划，由中证金负责实施，成功助力五家民企成功发债。同时交易商协会组织中债增信公司主动设立了中债民企债券融资支持工具，8-10月中债增信公司累计全额担保支持民企发债规模68亿元，票面利率3.2%-3.5%不等，认购倍数较高，优质民企发债有所复苏，但总体仍处于低位。在11月多部接连释放为民营房企融资纾困的积极信号后，优质民企陆续开展储架式注册发行工作，截至12月上旬已有八家房企宣布储架式注册发行意向，申请规模达1210亿元。12月三家优质民企通过“央地合作增信”新模式，通过中证金融公司采用信用保护凭证方式进行发债，也对民企债券融资形成了良好的积极示范效应。

● 第三支箭：房企股权融资重新开闸

11月28日，证监会决定在房企股权融资方面调整优化5项措施，宣布停摆多年的股权融资重新开闸。本次股权融资明确提出资金流向是用于保交楼、保障房、棚改房、补充流动性资金、偿还债务，定向解决保交楼和企业债务两大行业难点，有效缓解当前流动资金紧张的困境，改善房企资产负债结构。优质民企通过增发配股等融资形式补充流动资金，PB较低、负债率较高、有扩张诉求的地方国企通过股权融资能优化负债结构，提升市场份额。从历史周期来看，房企股权融资窗口基本会在行业低谷打开，整体开放时间较短。随着“第三支箭”落地，截至12月上旬已有18家房企披露再融资计划。

● 行业格局逐渐出清，看好优质企业发展

本轮政策从“第一支箭”银行信贷融资打开，到“第二支箭”债券融资支持，再到“第三支箭”股权融资重启，三支箭连续落地对房企融资提供多维支撑。当前对于地产政策底已经明确，行业最危险的时刻已经过去。供给侧改革下，未来行业胜者为王逻辑将持续演进，持续看好那些融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企。受益标的（1）保利发展、招商蛇口、万科A、华发股份、建发股份、越秀地产等优质央国企；（2）万科A、金地集团、新城控股、美的置业等财务稳健等民企和混合所有制企业。

● **风险提示：**政策落地不及预期、销售回暖不及预期、行业流动性风险加剧。

目 录

1、 行业流动性危机加剧，民企融资受到阻碍.....	3
2、 第一支箭：优质房企获得银行信贷融资支持.....	5
2.1、 多家商业银行给优质房企提供超千亿融资授信支持.....	5
2.2、 优质房企可出具保函置换预售监管资金.....	7
2.3、 银行内保外贷跨境增信支持房企融资.....	9
3、 第二支箭：增信支持下民企债券融资逐渐修复.....	10
3.1、 政策层面：多部门支持优质民企融资.....	10
3.2、 增信层面：中债增信和中证金融通过多种方式进行增信.....	11
3.3、 企业层面：优质民企融资逐渐恢复.....	14
4、 第三支箭：房企股权融资重新开闸.....	16
4.1、 房企股权融资窗口开放周期较短.....	16
4.2、 第三支箭落地后多家房企披露再融资计划.....	17
5、 投资建议.....	18
6、 风险提示.....	19

图表目录

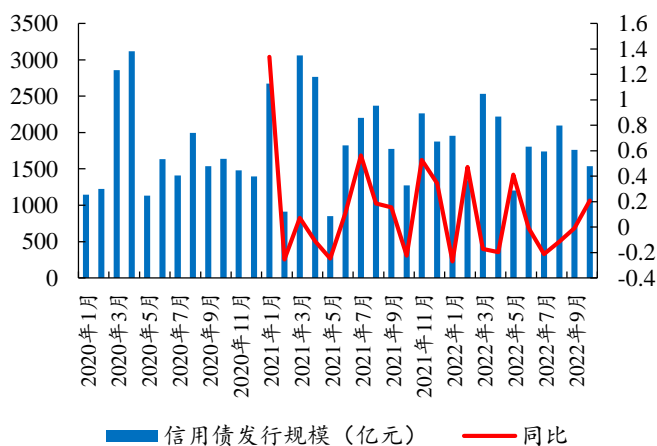
图 1： 2021 年下半年以来地产信用债发行规模波动较大.....	3
图 2： 2022 年以来地产信用债违约规模扩大.....	3
图 3： 2021 年下半年来民营房企发债规模下降（亿元）.....	4
图 4： 2022 年以来地产信用债发行利率波动下降（%）.....	4
图 5： 2023 年房企偿债压力仍然较大.....	4
图 6： 六家国有大银行为 19 家优质房企提供意向授信融资.....	5
图 7： 国有六大行外其他大型银行为优质房企提供意向融资额度.....	6
图 8： 重点房企受限监管资金占比较高.....	9
图 9： 民营房企海外债总规模相对更大.....	10
图 10： 中债民企支持工具通过六种方式支持民营房企发债融资.....	11
图 11： 中债增信公司由交易商协会联合多家国资控股公司共同设立.....	12
图 12： 信用风险缓释/保护工具一共有六种形式.....	13
图 13： 2016 年后房企股权融资不断收紧.....	17
表 1： 七家银行给房企提供超千亿授信融资额度支持.....	6
表 2： 多家优质房企获得银行的融资支持.....	7
表 3： 2021 年以来多城出台保函置换监管资金政策.....	7
表 4： 2022 年 5 月以来优质民企创新融资工具重新打开.....	15
表 5： 中债增信公司全额担保支持六家优质民企发债.....	15
表 6： 八家优质民企拥有储架式发行债券意愿.....	16
表 7： 三家民企通过央地联动创设信用保护工具成功发债.....	16
表 8： 2017 年以来房企股权融资大幅减少.....	17
表 9： 18 家房企披露股权再融资计划.....	18
表 10： 受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企.....	19

1、行业流动性危机加剧，民企融资受到阻碍

在 2020 年来“三条红线”政策、贷款集中度管理政策及预售资金监管收紧政策的影响下，部分房企因举债过高、扩张较快、盲目冲击规模等问题，高周转发展模式不能持续，2021 年下半年因部分房企债券违约引发行业的流动性危机，行业销售不断走弱，房企投融资大幅收缩。

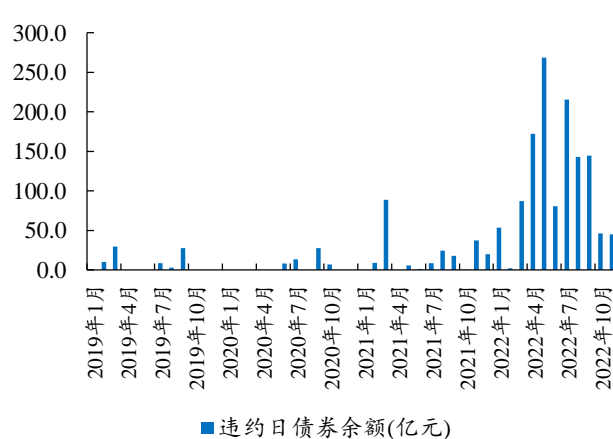
实际上房企债券违约自 2018 年下半年开始发生，一些中小型、低资质民企开始出现债券违约及展期，2021 年上半年开始部分房企出现商票逾期、项目停缓建等负面舆情，至 2021 年下半年开始房企融资受阻，包括恒大集团、阳光城在内多家头部房企发生违约，进一步打击了投资者对民营房企的信心，房企信用风险开始集中暴露，融资环境开始收缩。2022 年开始民营房企债券违约事件进一步恶化，融创中国、正荣集团和世茂集团等民企债券违约，房企信用风险加速暴露。2022 年 1-10 月信用债违约日债券总余额达 1213.8 亿元，地产信用债违约规模迅速扩大。

图1：2021 年下半年以来地产信用债发行规模波动较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

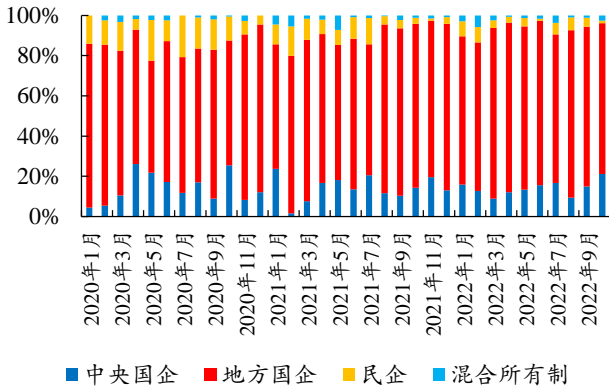
图2：2022 年以来地产信用债违约规模扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

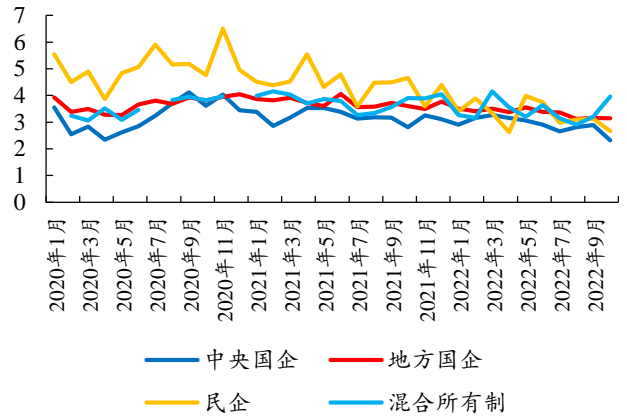
在地产信用风险事件多发环境下，2022 年民营房企融资环境受阻，大部分民企公开市场融资处于停滞状态，仅部分优质房企在监管层面支持下顺利发债。对比近三年不同阵营房企融资数据，2020-2021 年民企融资规模占比分别为 12.0% 和 7.4%，2022 年 1-10 月民企融资规模 809 亿元，同比下降 51.8%，占比下降至 4.4%，而国央企发行相对畅通，发行规模同比小幅下降 3.4%。从公开市场融资利率来看，2022 年行业平均发行票面利率呈现波动下滑趋势，民企阵营由于中债增信公司的担保，融资利率改善明显。

图3：2021 年下半年以来民营房企发债规模下降（亿元）



数据来源：中指研究院、开源证券研究所

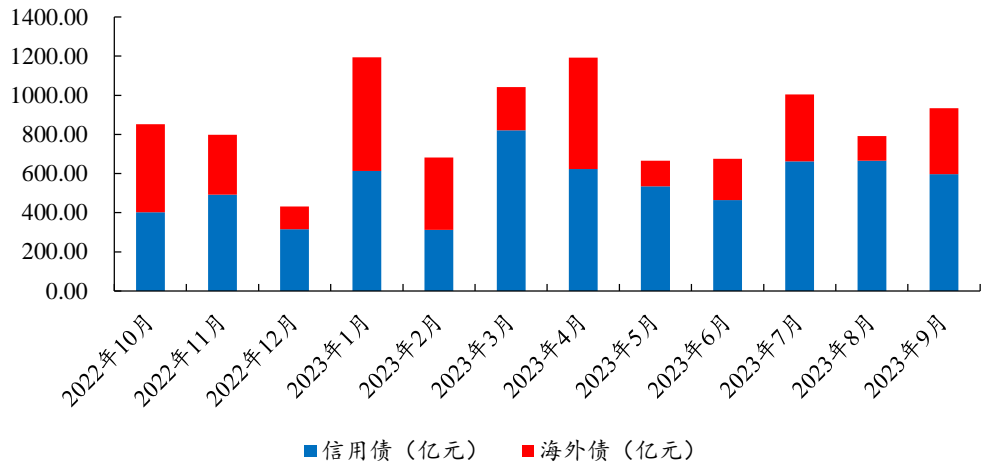
图4：2022 年以来地产信用债发行利率波动下降（%）



数据来源：中指研究院、开源证券研究所

在融资受阻的情况下，房企 2023 年债偿压力仍然较大，行业流动性危机犹存。2022Q4-2023Q3 房企国内外债券到期规模分别为 2082、2916、2533 和 2730 亿元，整体债偿规模较大，2023 年一季度预计房企将迎来债券到期高峰。

图5：2023 年房企债偿压力仍然较大



数据来源：中指研究院、开源证券研究所

在房企融资受阻，债偿压力仍然较大的压力下，之前财务较为稳健的房企也开始出现资金问题。2018 年，针对部分民营企业遇到的融资困难问题，经国务院批准，人民银行会同有关部门，从信贷、债券、股权三个融资渠道采取“三支箭”的政策组合，支持民营企业拓展融资。11 月以来，伴随支持房企融资的“三支箭”逐渐落地，不少房企迎来融资好时机，不断获得信贷支持和增新发债支持，同时部分企业也在筹备股权融资事宜。

2、第一支箭：优质房企获得银行信贷融资支持

2.1、多家商业银行给优质房企提供超千亿融资授信支持

在央行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会后，截至12月上旬，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行六家国有大行及较多地方银行均已宣布和房地产企业签署战略合作协议，将围绕房地产开发贷款、个人住房按揭贷款、租赁住房融资等业务领域与相关房企集团开展全方位合作，满足企业合理融资需求，银企合作进一步深化。

从银行端来看，授信总额度较大的银行依次为工商银行、中国银行、浦发银行，对房企授信总额度分别为6550亿元、6000亿元和5300亿元；兴业银行、邮储银行、光大银行和交通银行对房企授信总额度也均超过1000亿元。此外农业银行、建设银行、民生银行等也都与房企签署了合作协议，总授信额度并未披露。截至12月初共22家银行公开宣布与房企签署战略协议，提供多元化的综合金融服务，并给予意向性授信额度。

从房企端来看，约80家全国或地方性房企获得银行的融资支持，累计授信额度超3万亿元。万科、绿城中国受到银行授信个数最多，均超过10家；其次，龙湖集团、美的置业、碧桂园、中海地产、滨江集团和金地集团，均受到5家以上银行授信；招商蛇口、华润置地、华宇地产、建发集团、保利发展等房企也均受到2家以上银行授信。

图6：六家国有大银行为19家优质房企提供意向授信融资

		工商银行	中国银行	交通银行	农业银行	建设银行	邮储银行
方式		总对总方式签订战略合作协议	签订战略合作协议	签署全面战略合作协议	银企战略合作协议	签署《支持房地产市场健康发展合作协议》	签署全面战略合作协议
规模		意向性融资总额6550亿元	万科1000亿元，碧桂园、龙湖各600亿元	万科1000亿元，美的200亿元			意向性授信额度2800亿（其中碧桂园500亿元）
业务领域		开发贷、按揭、并购贷款、租赁住房融资、保函、债券承销与投资	开发贷、并购贷款、贸易融资、保函、债券承销与投资、按揭	开发贷、按揭、并购贷款、保函、供应链融资、债券投资	开发贷、按揭、并购贷款、债券承销与投资		开发贷、按揭、并购贷款、债券承销与投资、保函、供应链融资及结算服务
混合所有制	万科	★	★	★	★	★	★
	金地	★			★		
	绿城	★					★
民企	龙湖	★	★		★	★	★
	美的	★		★		★	★
	碧桂园	★	★				★
	新城						
	旭辉						★
	金辉	★					
	合生创展					★	
国企	大华					★	
	中海	★			★		
	华润	★			★		
	保利	★					
	招蛇	★					
	华侨城	★					
	中国交建					★	
	首开					★	
越秀					★		

资料来源：各银行公告、开源证券研究所

图7：国有六大行外其他大型银行为优质房企提供意向融资额度

	浦发银行	浦发银行上海分行	中信银行	兴业银行	光大银行	浙商银行	平安银行	上海银行	广发银行	上海农商银行
方式	签订“总对总”战略合作协议	签订战略合作协议	签订“总对总”战略合作协议	签订战略合作协议	签订战略合作协议	签署全面战略合作协议	签署战略合作协议	签署战略合作协议	签署全面银企战略合作协议	签署战略合作协议
规模	16家房企合计意向性融资总额达5300亿元	7家房企新增意向性融资额度800亿元		提供意向性融资总额达4400亿元	10家房企提供意向性融资总额合计2600亿元	提供意向性融资总额合计1600亿元	为绿城中国、滨江集团提供意向性融资金额500亿元	为仁恒置地、滨江集团各提供200亿元意向性授信额度	为碧桂园、美的置业提供意向性授信金额合计300亿元	提供意向性融资总额合计200亿元
	5300	800		4400	2600	1600	500	400	300	200
业务领域	房地产开发贷款、住房按揭、并购贷款、债券承销与投资、预售资金监管保函、经营性物业贷款及租赁住房贷款等业务		房地产开发贷款、并购贷款、债券承销与投资、预售资金监管保函、内保外贷等业务	房地产开发贷款、个人住房按揭贷款、房地产项目并购融资、租赁住房融资、债券承销与投资等业务	房地产开发贷款、按揭贷款、并购贷款、债券承销与投资、预售资金监管保函、内保外贷等业务	房地产开发贷款、按揭贷款、并购贷款、债券承销与投资、预售资金监管保函、内保外贷等业务	房地产开发贷款、个人住房按揭贷款、并购贷款、债券承销和投资、保障房贷款、保函等业务	房地产开发贷款、个人住房按揭贷款、并购贷款、银行保函、债券承销和投资等	房地产开发贷款、个人住房按揭贷款、房地产项目并购融资、租赁住房融资、保函置换预售监管资金、债券承销与投资等业务	房地产开发贷款、租赁住房贷款、保障性住房开发贷款、城市更新改造贷款、新城建设贷款、房地产并购贷款、住房按揭贷款、债券承销与投资等业务
混合所有制	万科	★		★	★					
	金地	★		★	★					
民企	绿城	★	★	★	★	★	★			
	龙湖	★		★	★					
	美的	★		★		★			★	
	碧桂园	★		★					★	
	新城		★			★				
	旭辉					★				
	滨江			★	★		★	★		
	宝龙									★
	仁恒	★						★		
	香港置地		★							
复地									★	
大华	★									
国企	中海	★	★	★	★					
	华润	★								
	保利	★		★		★				
	招蛇	★		★						
	金茂	★			★					
	建发	★		★	★					
	华发	★								
	华侨城			★						
	建工集团		★							
	首开					★				
	大悦城	★		★		★				
	中华企业		★							
	陆家嘴		★							
	信达						★			
	永业集团		★							
	瑞安地产		★							
	国贸				★					
象屿				★						
厦门安居				★						
福州左海				★						
越秀	★					★				

资料来源：各银行公告、开源证券研究所

表1：七家银行给房企提供超千亿授信融资额度支持

银行	总授信额度(亿元)	银行	总授信额度(亿元)
工商银行	6550	光大银行	2600
中国银行	6000	交通银行	1200
浦发银行	5300	平安银行	500
兴业银行	4400	上海银行	400
邮储银行	2800	广发银行	300

数据来源：中国房地产报、开源证券研究所

表2：多家优质房企获得银行的融资支持

房企	授信银行个数	房企	授信银行个数
万科 A	11	华宇地产	3
绿城中国	10	建发集团	3
龙湖集团	9	保利发展	3
美的置业	9	大悦城	3
碧桂园	8	华侨城	2
中国海外发展	8	越秀地产	2
滨江集团	5	大华集团	2
金地集团	5	旭辉控股	2
招商蛇口	4	新城控股	2
华润置地	4	仁恒置地	2

数据来源：中国房地产报、开源证券研究所

2.2、优质房企可出具保函置换预售监管资金

11月14日，中国银保监会、住房和城乡建设部、人民银行联合印发《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金，明确保函置换金额不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的30%，此条政策也是控制房地产金融风险不再扩大，不再新增违约主体。对资金不太紧、仍有扩表动力的企业，本次政策相当于给与了30%置换资金额度的经营杠杆，资金成本为保函的费用及保证金利息；对资金相对紧，有保交付压力，在边缘的房企，本次政策给与了额外的腾挪空间，能够帮助减少资金压力，保障项目后续顺利交付。

2021年下半年以来，面对诸多开发企业发生资金流动性问题，全国多地调整预售资金监管政策，或放松资金监管为房企提供部分资金支持，或收紧政策保证项目建设资金安全，诸多城市通过出台保函置换监管资金政策来提高预售资金使用效率，但“一城一策”置换比例并不统一。而本次中央多部首次将保函置换上升至全国性政策，将各地政府不一致的保函置换政策进行全国统一化转变，实现房地产风险的软着陆。

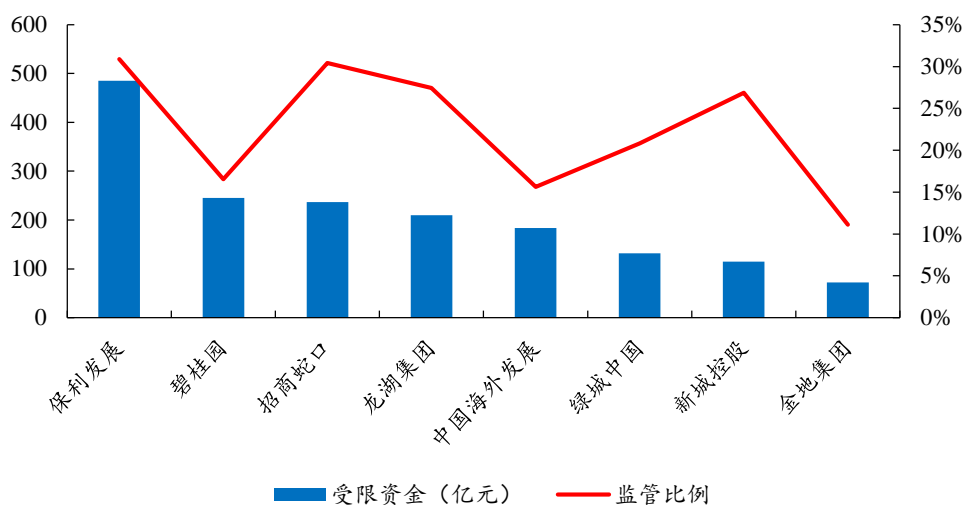
表3：2021年以来多城出台保函置换监管资金政策

时间	事件
2021/2/18	武汉 完成房屋所有权初始登记前，监管账户内的资金余额不得低于重点监管资金的5%，保函金额应不高于监管账户中重点监管资金的95%。
2021/4/1	济南 主体结构验收前，企业可以凭列入济南市商品房预售资金监管系统内监管银行出具的见索即付、不可撤销的保函部分抵顶商品房预售监管资金，监管资金留存比例不低于35%。
2021/7/27	天津 房地产开发企业可以凭银行出具的保函，免除同等额度的资金监管。
2021/8/16	衡阳 A级及以上的房地产开发企业，其已办好施工许可证并开工的商品房开发项目，替换现金保函额度按信用等级从高到低分别为80%、70%、60%。
2021/11/4	北京 房地产开发企业可凭非监管银行出具的现金保函，免除同等额度的监管资金。
2022/4/11	南京 开发企业申请等额资金保函替换后，预售资金账户监管额度内的余额，须满足项目后1年内建设资金需求；且保函替换资金不得超过项目预售资金监管额度的60%。

时间	事件
2022/4/14	无锡 信用等级评定为诚信企业（A级）的房地产开发企业，可以凭其监管银行以外的符合条件的商业银行出具的不可撤销的见索即付现金保函，免除同等额度的重点监管资金额度。
2022/5/3	徐州 试点商品房预售监管资金使用银行保函的方式，调整市区商品房预售许可和现售备案批次规模，尾盘可一次性申请。
2022/5/6	长春 允许符合条件的商业银行为房地产开发企业出具保函，以保函替代预售监管资金。对于 2022 年度涉及施工建设的房地产开发项目，依开发企业申请可以提前提取商品房预售监管资金账户余额，专项用于本项目复工复产，后续商品房销售款需足额补齐提取金额。
2022/5/8	景德镇 金融担保机构出具的项目保函可冲抵商品房预售重点监管资金，但不得突破重点监管资金节点监管额度的 50%。
2022/5/10	吉林 新开工的房地产开发项目，可按 50%比例监管项目资本金，项目企业可以采取商业银行保函形式替代项目资本金现金。
2022/5/18	泰州 房地产开发企业可采用“现金+银行保函”或“现金+保险保函”等形式缴纳竞买保证金。房企和施工单位房地产开发企业可采用“现金+银行保函”或“现金+保险保函”等形式缴纳竞买保证金。
2022/5/20	南通 对高品质房地产开发商预购管控资产推行差异化管控现行政策，可享受有提升拨款连接点、减少关键管控资产信用额度、应用银行保函更换等额本息商品房预售管控资产等收益。
2022/7/25	济宁 AAA 级企业在主体结构封顶前，预售人可凭银行出具的保函抵顶监管额度的 30%；AA 级企业在主体结构封顶前，预售人可凭银行出具的保函抵顶监管额度的 20%
2022/7/29	南昌 对于未设立土地和在建工程抵押的项目，可允许房地产企业使用银行保函替换等额商品房预售监管资金。
2022/8/2	东莞 房地产开发企业已按规则预留工程建设保证金的，可凭相关银行出具的现金保函置换同等金额的商品房预售资金，在担保期限内不能提前申请撤回现金保函。
2022/8/16	宿州 对信用 A+级和信用 A 级开发企业允许用银行保函替换等额重点监管资金，但替换比例最高不超过重点监管资金额度的 50%。
2022/8/17	麻城 优化预售资金监管。允许开发企业以银行保函的形式释放等额监管资金，但最高额度不超过预售监管资金总额的 30%。
2022/8/18	长沙县 允许开发企业以银行保函的形式替换等额重点监管资金转为非重点监管资金使用，但最高额度不得高于监管账户中重点监管资金额度的 70%。
2022/10/12	周口 以保函形式等额替代预售监管资金。在确保项目竣工交付所需资金的前提下，通过银行保函、商业保险、国有担保公司保函替代的方式，合理释放预售监管资金流动性，提高资金使用效率。

资料来源：各地房管局官网、开源证券研究所

本次政策从全国层面对保函置换预售监管资金的方式提出细致要求，既允许房企以保函置换部分监管资金，提高资金流动性，又要求资金监管账户留存充足额度，保障项目竣工交付。从重点房企受限资金占比来看，保利发展、招商蛇口等优质央企均超过 30%，预售资金监管比例较高，本次政策出台后，各地的预售资金监管政策有望加快落地执行，为优质房企释放更多资金流动性。

图8：重点房企受限监管资金占比较高


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

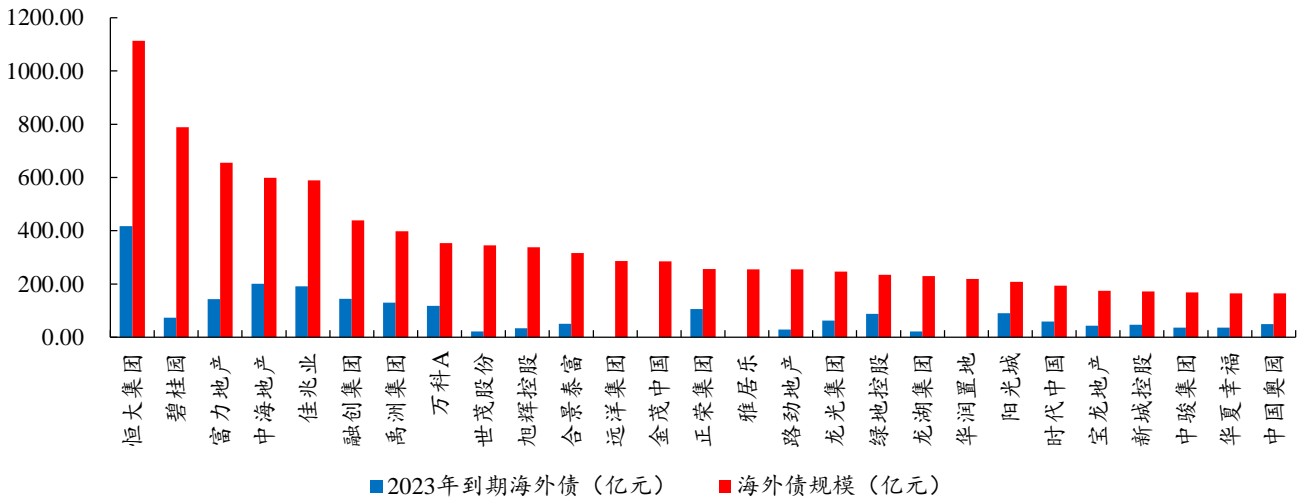
2.3、银行内保外贷跨境增信支持房企融资

据路透社 2022 年 12 月 2 日报道，中国监管机构要求四大行在 12 月 10 日前向房企提供以国内资产做担保的离岸贷款。金融机构为房企提供离岸贷款，主要通过“内保外贷”形式，即境内银行为境内企业在境外注册的附属企业或参股投资企业提供担保，由境外银行给境外投资企业发放相应贷款。“金融 16 条”发布之后，多家银行积极支持房企盘活资金，助力房地产市场稳定健康发展，其中中信银行、光大银行等多家银行支持房企融资的政策包含内保外贷。

银行在“总对总”提供意向性融资额度的同时，借助于境外市场帮助房企融资也是多元化服务的重要方向，近几年房企在离岸、境外融资规模明显扩大，境外融资环境改善也将是稳楼市一个重要环节。通过内保外贷业务，一方面有助于缓解房企现金流压力，维持政策运营；另一方面银行加大支持力度，将明显提振投资者对房地产复苏信心，有助于改善离岸、境外房地产市场信用环境，促进市场融资功能恢复，助力房地产复苏。

12 月 9 日，中国银行利用境内外市场资源，成功为龙湖集团提供“内保外贷”业务，该笔贷款规模为 7 亿元，已于 12 月 9 日实现提款。中行境内外两家机构共同参与，中国银行重庆分行为龙湖集团开立人民币融资性保函，中银香港以人民币保函为担保，为龙湖集团境外企业提供贷款融资。

近期美的置业与工行总行签订“总对总”合作协议中提到了内保外贷支持，中信银行与多家房企签订“总对总”战略合作协议中，也提起合作方向涉及内保外贷业务，我们相信将有更多的房企获得银行“内保外贷”的落地贷款，助力房企在离岸市场的信用环境改善。

图9：民营房企海外债总规模相对更大


数据来源：中指研究院、开源证券研究所

3、第二支箭：增信支持下民企债券融资逐渐修复

3.1、政策层面：多部门支持优质民企融资

民营企业债券融资支持工具作为“第二支箭”，有力引导市场机构改善对民营企业的风险偏好和融资氛围，有效缓解了民营企业信用收缩问题，促进了民营企业融资恢复。

2022年5月，交易商协会召开民营企业债券融资发展线上调研座谈会，组织中债信用增进公司主动设立了“中债民企债券融资支持工具”（CSIPB），在坚持市场化、法治化原则下建立与市场主体风险分散共担机制，与银行、证券公司、增进公司、担保机构等市场机构合力推进优质民企发债。

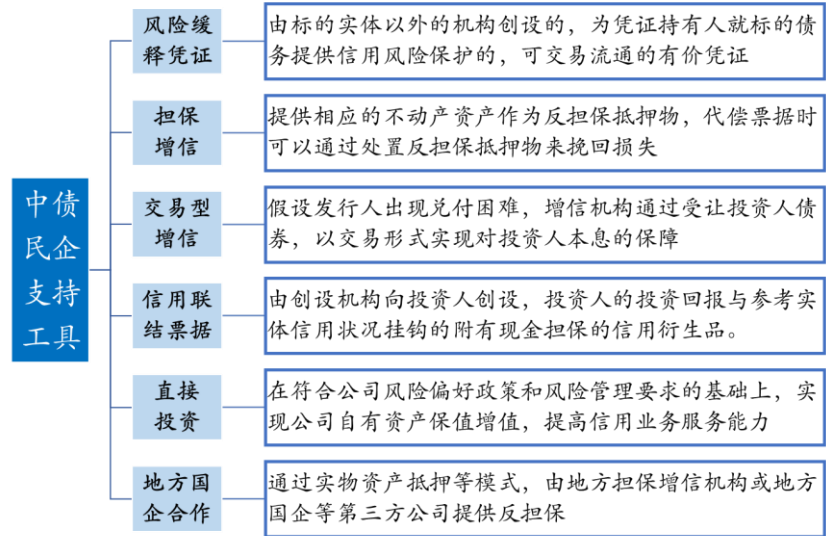
2022年11月1日，在人民银行的支持和指导下，交易商协会联合房地产业协会与中债增信公司，召集21家民营房企召开座谈会，继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。

2022年11月8日，交易商协会表示，将继续推进并扩大“第二支箭”，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。

2022年11月21日，人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，强调要全面落实房地产长效机制，保持房地产融资平稳有序，稳定房地产企业开发贷款、建筑企业贷款投放，用好民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）支持民营房企发债融资。

2022年11月23日，央行、银保监会公告称稳定房地产开发贷款投放，坚持“两个毫不动摇”，对国有、民营等各类房地产企业一视同仁。鼓励金融机构重点支持治理完善、聚焦主业、资质良好的房地产企业稳健发展。

图10：中债民企支持工具通过六种方式支持民营房企发债融资



资料来源：中债增信公司官网、开源证券研究所

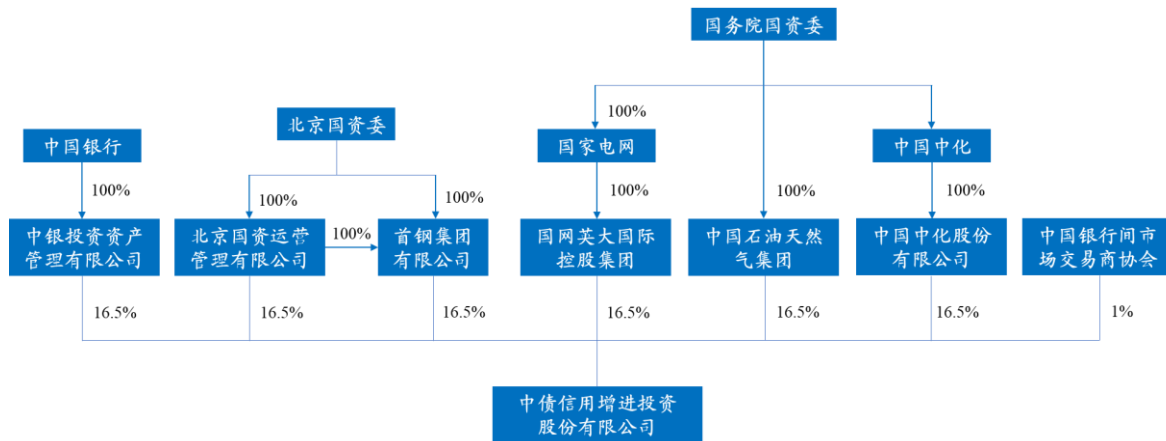
民企融资受行业流动性危机影响，金融机构信心偏弱，市场化风险分散分担机制尚不完善，同时较高的违约率进一步加剧了融资困难。中债增信担保发债一方面可以支持优质民企债券融资功能恢复，降低发债成本，尽量减少债券违约事件的发生；另一方面释放了对民企债券融资的政策支持信号，提振市场对民企债券投资信心，引导更多银行、专业增信机构等市场力量利用市场化增信模式服务民企发债融资。

3.2、增信层面：中债增信和中证金融通过多种方式进行增信

增信发债主要通过中债信用增进投资股份有限公司和中国证券金融股份有限公司推进。

(1) 中债增信

中债信用增进投资股份有限公司（简称“中债增信”）是我国首家专业债券信用增进机构，于2009年在央行指导下，由银行间交易商协会联合中石油、国网英大、中化股份、北京国有资本、首钢集团、中银资产等联合发起成立，注册资本金为60亿元人民币。公司为中小企业及低信用级别企业发行直接债务融资工具提供信用增进服务，解决中小企业融资困难；同时进行债券市场产品创新和制度创新，推动市场信用风险分散分担机制建设的信用增进服务产品。

图11：中债增信公司由交易商协会联合多家国资控股公司共同设立


资料来源：Wind、开源证券研究所

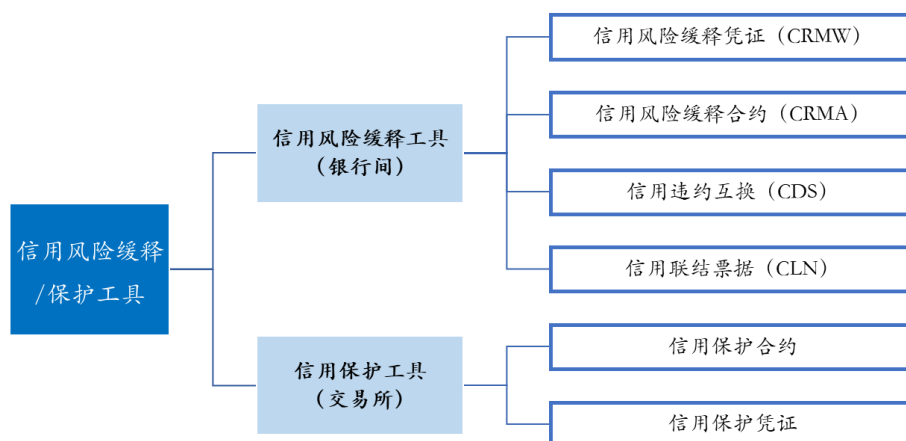
中债增信公司业务主要分成三大类：信用增进业务、投资业务和信用风险缓释工具。

(1) 信用增进业务：可分为基础类债券信用增进业务、创新类债券信用增进业务和其他债权类增信业务。基础类债券信用增进业务主要指以传统方式开展的企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具等标准化债权类资产的信用增进业务；创新类债券信用增进业务主要指以信用风险缓释工具、差额补足等方式开展的信用增进业务。其他债权类增信业务主要指保险债权投资计划、资产管理计划、信托计划等其他债权类资产的信用增进业务。

(2) 投资业务：投资业务的宗旨是为公司作为中国信用债券市场基础设施建设者提供充分的资本保障和业务能力支持。积极参与信用市场做市活动，通过产品创新，建立信用市场风险分散分担机制，促进金融深化，满足经济体深层次的投融资需求，为广大优质中小企业提供全生命周期的金融服务。

(3) 信用风险缓释工具：目前公司业务范围涉及信用风险缓释工具的所有品种，积极参与信用风险缓释工具的研究与上线工作，完成了首批信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换、信用联结票据交易，并通过持续报价和交易，为市场提供流动性。

信用风险缓释/保护工具一共有六种，是指信用风险保护买方向信用保护卖方支付信用保护费用或从创设机构手中购买相关凭证，由信用保护卖方或创设机构就约定的参考债务向信用保护买方提供信用风险保护的金融工具。2022年5月以来，民企融资恢复主要依靠信用违约互换和信用风险缓释凭证工具落地。

图12：信用风险缓释/保护工具一共有六种形式


资料来源：中国银行间交易商协会、开源证券研究所

公司信用债增信业务主要集中在中国境内，2022H1 公司信用增信净收入为 4.03 亿元，同比增长 4.8%，占营业收入比例为 55%。截至 2022Q1，公司累计开展增信业务 458 个，累计增信金额 3282 亿元，未到期增信业务责任余额 813 亿元，市场地位和行业竞争力较强。

中债增信公司增信业务以城投类客户和政策支持类产业客户为主，拥有土地房产等优质抵押资产，客户质量较高，代偿率极低，且代偿回收情况良好、担保准备金覆盖程度不断提高。2018 年以来，公司债券担保无代偿，仅于 2021 年 9 月发生一笔前期集合票据的代偿，代偿金额 2000 万元。公司在为企业担保时，通常要求相应的反担保，因此代偿时可以处置抵押物或向第三方反担保方追溯来弥补损失。

中债增信公司以往合作客户中地产房企占比较低，而在 2022 年 5 月政策支持下，由中债增及金融机构为房企发债提供信用风险缓释工具，助力部分民营房企完成发债。中债增信公司的风险缓释措施主要有担保公司担保、第三方保证担保、股票质押、股权质押、房产土地抵押等形式，而公司为民企发债全额担保同时，房企通过第三方或实物资产进行反担保。

(2) 中证金融

中国证券金融股份有限公司（简称“中证金融”）是经国务院同意，中国证监会批准设立的全国性证券类金融机构，是中国境内从事转融通业务的金融机构，旨在为证券公司融资融券业务提供配套服务，成立于 2011 年 10 月 28 日。其股东单位有：上海证券交易所、深圳证券交易所、上海期货交易所、中国证券登记结算有限责任公司、中国金融期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所。

5 月 11 日，证监会宣布在交易所债券市场推出民营企业债券融资专项支持计划，以稳定和促进民营企业债券融资。民营企业债券融资专项支持计划，由中证金融运用自有资金负责实施，通过与债券承销机构合作创设信用保护工具等方式，增信支持有市场、有前景、有技术竞争力并符合国家产业政策和战略方向的民营企业债券融资。

12月中证金融在“央地合作模式”下，创设“合约+凭证”，为财务总体健康、面临短期困难的民营房企债券发行提供增信支持，联合证券公司、地方担保机构为碧桂园地产、美的置业和新希望3家企业发行债券创设信用保护工具。

2022年5月至今，中证金融共为15家民营企业的19只债券提供信用保护，保护金额合计约17亿元，助力民营企业债券融资超过180亿元，在改善市场预期、提振市场信心、缓解民企融资难方面发挥了积极作用。

3.3、企业层面：优质民企融资逐渐恢复

自2022年5月以来，在中央监管层面的不断支持下，优质民企融资工具重新打开，龙湖集团、碧桂园、新城控股、美的置业等优质民企通过成立信用保护凭证和信用风险缓释凭证成功发债：

(1) 龙湖集团：深交所推出中证金融和专项计划管理人中信证券联合创设的信用保护凭证，与龙湖供应链ABS配套成功完成簿记。龙湖供应链ABS发行总规模4.02亿元，优先级资产支持证券利率3.50%。对应信用保护凭证名义本金4000万元，被保护标的发行规模4亿元。

(2) 美的置业：在上交所指导下，中证金融与国泰君安证券为本期债券创设信用保护合约，提供了相应的增信支持。美的置业成功发行2022年（第一期）公司债券，发行规模10亿元，票面利率为4.5%。同时中债信用增进公司联合浙商银行成功创设信用风险缓释凭证(CRMW)助力美的置业成功发行供应链资产支持票据(ABN)5.69亿元，帮助美的置业上游381个中小供应商和工程方实现融资，信用风险缓释凭证创设总金额2.8亿元。

(3) 碧桂园：中证金融与中信建投证券为本期债券创设信用保护合约，提供了相应的增信支持。碧桂园成功发行2022年第一期公司债券，发行规模5亿元，票面利率为4.5%。

(4) 新城控股：信用风险缓释凭证拟创设总金额不超过1.3亿元，支持新城控股融资总规模不超过10亿元。本期信用风险缓释凭证搭配债券的品种为中期票据，期限2+1年。

(5) 旭辉集团：旭辉集团使用中证金融与国泰君安证券创设的信用保护凭证，发行规模5亿元，发行期限4年期(2+2)，票面利率定于5.5%。

表4：2022年5月以来优质民企创新融资工具重新打开

时间	事件	主体	规模	票面利率	保护工具
2022年5月	龙湖使用中证金融与中信证券创设的信用保护凭证发行ABS	龙湖集团	4.02亿元	3.50%	信用保护凭证
2022年5月	美的置业使用中证金融与国泰君安证券创设的信用保护凭证发行公司债	美的置业	10亿元	4.50%	信用保护凭证
2022年5月	碧桂园使用中证金融与中信建投证券创设的信用保护凭证发行公司债	碧桂园	5亿元	4.50%	信用保护凭证
2022年5月	中债信用增进公司和上海银行联合创设信用风险缓释凭证(CRMW)，助力新城控股发行2022年第一期中期票据	新城控股	10亿元	6.50%	信用风险缓释凭证
2022年6月	旭辉使用中证金融与国泰君安证券创设的信用保护凭证发行公司债	旭辉集团	5亿元	5.50%	信用保护凭证
2022年8月	中债信用增进公司联合浙商银行成功创设信用风险缓释凭证(CRMW)，助力美的置业发行供应链资产支持票据(ABN)	美的置业	5.69亿元	4.50%	信用风险缓释凭证

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

2022年8月以来，中债增信公司在市场化和法治化原则下，提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，通过全额担保的方式为优质民企发债提供强信用支持。8-10月中债增信公司累计支持民企发债规模68亿元，票面利率3.2%-3.5%，认购倍数较高。

表5：中债增信公司全额担保支持六家优质民企发债

时间	主体	规模	票面利率	认购倍数	担保方式
2022/8/26	龙湖集团	15亿元	3.33%	2.86	全额担保增信
2022/9/7	美的置业	10亿元	3.33%	1.97	全额担保增信
2022/9/13	新城控股	10亿元	3.28%	2.8	全额担保增信
2022/9/19	碧桂园	15亿元	3.20%	2.86	全额担保增信
2022/9/22	旭辉集团	12亿元	3.22%	2.64	全额担保增信
2022/10/14	卓越商管	6亿元	3.50%	-	全额担保增信

资料来源：Wind、开源证券研究所

在11月多部接连释放为民营房企融资纾困的积极信号后，优质民企陆续开展储架式注册发行工作，截至12月上旬交易商协会已受理龙湖集团、美的置业、新城控股、万科集团、金地集团、金辉集团储架式发债申请，此外旭辉集团也已经向交易商协会表达了150亿元储架式注册发行意向，绿城中国也拟报送110亿元储架式中期票据注册发行计划，用于置换到期债券及项目开发建设。八家房企储架式注册发行申请规模达1210亿元，近期“第二支箭”政策框架下增信发债、储架式注册发行得到市场广泛认可，取得了良好政策效果。

表6：八家优质民企拥有储架式发行债券意愿

时间	主体	规模	方式	当前进展
2022年11月	龙湖集团	200亿元	储架式发行	交易商协会已受理
2022年11月	美的置业	150亿元	储架式发行	交易商协会已受理
2022年11月	新城控股	150亿元	储架式发行	交易商协会已受理
2022年11月	万科A	280亿元	储架式发行	交易商协会已受理
2022年11月	金地集团	150亿元	储架式发行	交易商协会已受理
2022年11月	金辉集团	20亿元	储架式发行	交易商协会已受理
2022年12月	旭辉控股	150亿元	储架式发行	向交易商协会表达发行意向
2022年12月	绿城中国	110亿元	储架式发行	拟报送注册发行计划

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

12月9日，新希望五新实业集团、美的置业和碧桂园三家民企通过“央地联动创设信用保护工具（CDS）”模式成功发债，也意味着优质民企公开市场融资正在逐渐恢复。与5月份面世的带有信用保护合约的公司债相比，本次发行采用信用保护凭证方式，信用保护比例由20%提升至100%；此外还增加了地方担保公司为债券提供全额担保的增信新模式。民营房企“央地合作增信”新模式的落地，是沪深交易所证监局指导下，协同各类市场参与主体进行的创新探索，增进了民营房企投融资对接和市场信心，形成了良好的积极示范效应。

表7：三家民企通过央地联动创设信用保护工具成功发债

时间	主体	规模	票面利率	发行期限	担保金额
2022/12/9	新希望	11.8亿元	4.5%~5.5%	2~4年期	4.8亿元
2022/12/9	美的置业	12.5亿元	3.9%~4.9%	2~4年期	5亿元
2022/12/9	碧桂园	10亿元	4.0%-4.88%	2年期	10亿元

资料来源：Wind、开源证券研究所

4、第三支箭：房企股权融资重新开闸

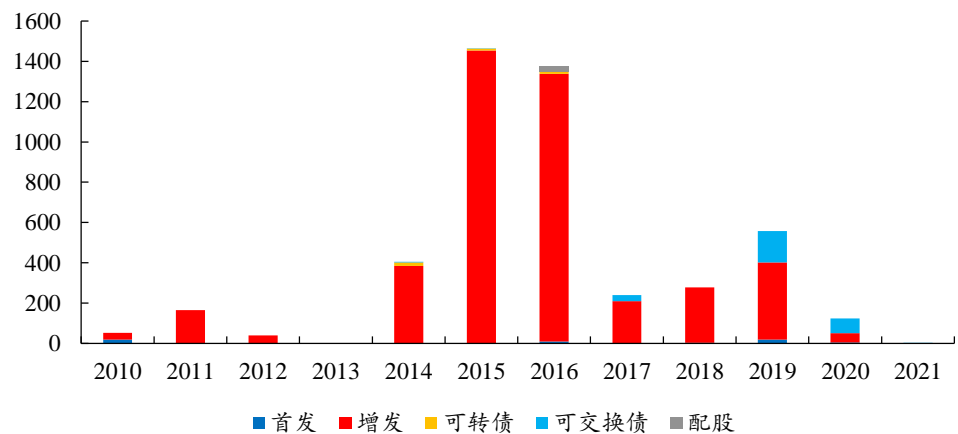
4.1、房企股权融资窗口开放周期较短

房企股权融资自2010年开始受中央调控开始收紧，2014年重启后在2016年再度加码，之后主流房地产开发股权融资基本停滞，2017年后仅部分地方国资企业进行增发。上一次大型开发在A股市场股权类融资须追溯到2015年招商蛇口换股吸收合并招商地产，成为深交所首单A+B股转A股整体上市案例，之后万达商业“回A之路”失败、恒大及深深房各方签署重组上市协议未获批准及富力地产连续五次冲击A股IPO失败都意味着监管层对房企股权融资及重组把控严格。从历史周期来看，房企股权融资窗口基本会在行业低谷打开，整体开放时间较短。

表8：2017年以来房企股权融资大幅减少

发行方式	发行证券代码	证券简称	发行日期	募资总额/发行规模(万元)
增发	600848.SH	上海临港	2017/1/18	15.00
增发	600162.SH	香江控股	2017/1/25	23.50
增发	002377.SZ	国创高新	2017/7/27	21.93
增发	002377.SZ	国创高新	2017/9/22	18.17
增发	600773.SH	西藏城投	2017/9/30	11.68
增发	000560.SZ	我爱我家	2017/12/20	39.24
增发	000560.SZ	我爱我家	2018/1/22	16.60
增发	600675.SH	中华企业	2018/4/23	148.51
增发	600657.SH	信达地产	2018/7/12	78.33
增发	600675.SH	中华企业	2018/11/15	19.94
增发	000031.SZ	大悦城	2019/2/2	144.47
增发	600848.SH	上海临港	2019/6/21	161.06
增发	000031.SZ	大悦城	2019/10/31	24.26
增发	600848.SH	上海临港	2019/11/1	47.67
增发	001914.SZ	招商积余	2019/11/20	29.90
增发	002208.SZ	合肥城建	2020/1/20	12.86
增发	002208.SZ	合肥城建	2020/7/15	10.00

资料来源：Wind、开源证券研究所

图13：2016年后房企股权融资不断收紧


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、第三支箭落地后多家房企披露再融资计划

11月28日，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，恢复上市房企和涉房上市公司再融资，调整完善房地产企业境外市场上市政策，进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用，积极发挥私募股权投资基金作用。

随着“第三支箭”落地，福星股份、世茂股份等房企就率先发布筹划非公开发行股票融资公告。截至12月上旬，已有碧桂园、雅居乐、大名城、建发国际、新湖中宝、陆家嘴、华夏幸福等18家房企披露再融资计划，融资方式包含配股和定向增发。

本次股权融资明确提出资金流向是用于保交楼、保障房、棚改房、补充流动性资金、偿还债务，定向解决保交楼和企业债务两大行业难点，有效缓解当前流动资金紧张的困境，改善房企资产负债结构。优质民企通过增发配股等融资形式补充流动资金，PB较低、负债率较高、有扩张诉求的地方国企通过股权融资能优化负债结构，提升市场份额。

表9：18家房企披露股权再融资计划

日期	房企	融资方式	拟发行股份
A股			
11月29日	北新路桥	增发	拟发行的股票数量不超过发行前公司总股本的30%
11月29日	世茂股份	增发	拟发行的股票数量不超过发行前公司总股本的30%
11月30日	大名城	增发	拟定增募资不超30亿元
11月30日	新湖中宝	增发	拟发行的股票数量不超过发行前公司总股本的20%
12月1日	天地源	增发	拟发行的股票数量不超过发行前公司总股本的30%
12月1日	万科A	增发	不超过目前A股/H股已发行股份数量的20%
12月1日	陆家嘴	发股并购	拟募资收购股权资产，筹划重大资产重组
12月1日	华夏幸福	增发	拟发行的股票数量不超过发行前公司总股本的30%
12月2日	格力地产	发股并购	拟募集资金不超过16亿
12月5日	福星股份	增发	非公开发行股票募集资金总额不超过13.41亿元
12月5日	华发股份	增发	拟募集资金不超60亿元
12月5日	招商蛇口	发股并购	拟募资收购南油集团24%股权
12月5日	外高桥	增发	拟发行的股票数量不超过发行前公司总股本的30%
12月5日	金科股份	增发	拟非公开发行16.02亿股票
12月5日	绿地控股	增发	拟发行的股票数量不超过发行前公司总股本的30%
H股			
12月6日	建发国际	配售股份	完成以17.98亿港元发行合共4500万股股份
12月7日	碧桂园	配售股份	拟配售股份合共17.8亿股，配股价格为每股2.7港元
12月9日	雅居乐	配售股份	出售4860万股雅生活H股

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

5、投资建议

本轮政策从“第一支箭”银行信贷融资打开，到“第二支箭”债券融资支持，再到“第三支箭”股权融资重启，三支箭连续落地对房企融资提供多维支撑。当前对于地产政策底已经明确，行业最危险的时刻已经过去。供给侧改革下，未来行业胜者为王逻辑将持续演进，持续看好那些融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企。受益标的：(1) 保利发展、招商蛇口、万科A、华发股份、建发股份、越秀地产等优质央国企；(2) 万科A、金地集团、新城控股、美的置业等财务稳健等民企和混合所有制企业。

表10：受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企

股票代码	公司名称	评级	收盘价/元	总市值/亿元				归母净利润/亿元				P/E			
				2022/12/15	2022/12/15	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
A 股															
600048.SH	保利发展	买入	1,881.8	15.72	273.9	264.8	281.4	324.7	6.9	7.1	6.7	5.8			
000002.SZ	万科 A	买入	2,141.1	19.12	225.2	244.4	269.0	297.4	9.5	8.8	8.0	7.2			
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,131.5	14.62	103.7	91.0	154.0	177.4	10.9	12.4	7.3	6.4			
601155.SH	新城控股	买入	495.1	21.95	126.0	81.2	85.7	96.8	3.9	6.1	5.8	5.1			
600153.SH	建发股份	买入	432.1	14.38	61.0	62.1	77.2	85.6	7.1	7.0	5.6	5.0			
600383.SH	金地集团	未评级	492.5	10.91	94.1	95.6	102.0	108.3	5.2	5.2	4.8	4.5			
600325.SH	华发股份	未评级	207.1	9.78	31.9	34.4	37.1	40.6	6.5	6.0	5.6	5.1			
H 股															
0688.HK	中国海外发展	未评级	2,260.1	20.65	401.6	398.8	418.0	453.1	5.6	5.7	5.4	5.0			
1109.HK	华润置地	未评级	2,467.3	34.60	324.0	333.4	367.3	412.3	7.6	7.4	6.7	6.0			
0817.HK	中国金茂	买入	243.7	1.83	46.9	48.8	64.9	75.0	5.2	5.0	3.8	3.2			
0123.HK	越秀地产	买入	300.0	9.69	35.9	48.3	57.1	68.9	8.4	6.2	5.3	4.4			

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2022 年 12 月 15 日，港元汇率 1 港元=0.90 人民币，已评级公司盈利预测来自开源证券研究所，未评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

6、风险提示

政策落地不及预期、销售回暖不及预期、行业流动性风险加剧。

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，属于商业秘密材料，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9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