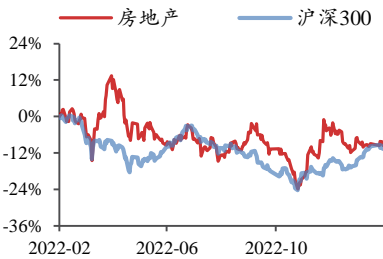


## 房地产

2023 年 02 月 06 日

投资评级：看好（维持）

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

- 《二手房累计成交增速回正，多地首套房贷利率下调——行业周报》-2023.2.5
- 《春节销售不及预期，多地首套房贷利率开启动态调整——行业周报》-2023.1.29
- 《四项行动化解房企风险，金融支持地产政策不断出台——行业周报》-2023.1.15

## 宽松政策持续演化，春节期间二手房市场率先回暖

——行业深度报告

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

### ● 新房成交同比下降，市场信心仍未恢复

受销售持续低迷影响，购房者观望情绪较浓，市场信心依旧不足，春节期间新房成交难挽颓势。我们跟踪的重点 56 城 2023 年春节期间成交量位于近五年低点，较 2019-2022 年同期分别下降 25.9%、22.4%、43.0%、35.8%。一线城市四城 2023 年春节期间新房成交同比下降 54.1%，整体来看优于 2019-2020 年表现。二线城市新房成交情况不及预期，重点 14 城春节期间新房成交同比降幅 28.4%，仅杭州、厦门和宁波三城成交面积同比实现增长，南京和苏州同比降幅较大。三四线城市成交冷淡行情依旧，39 城 2023 年春节期间成交面积 112.1 万方，同比下降 34.5%，较 2019-2022 年降幅均超过 30%。

### ● 二手房成交保持增长，购房需求往存量房转移

根据贝壳研究院数据，春节期间二手房看房和购房数量显著提升，二手房市场量升价稳，整体回暖趋势较为明显。近两月在链家一二线城市中，超过 80% 的城市二手房挂牌量下降，已经进入去库存阶段。我们跟踪的重点 22 城 2023 年春节期间成交量较 2019-2022 年同期分别增长 12.0%、37.2%、-20.0%、13.5%。其中一线两城成交面积同比下降 27.7%，二线城市成交同比增长 29.0%，三四线城市成交同比增长 32.9%，返乡置业人群购房需求往存量房转移。

### ● 疫情管控放松拉动消费，商业地产有望迎来复苏

积累三年的返乡潮叠加各地推出的消费刺激政策，助力春节期间商业地产市场企稳回暖。典型房企商场客流量及销售额实现同比增长，各城市春节期间重点商圈客流量及销售额同比均有上升，“烟火气”逐渐回归。我们预计在春节期间放量后，大规模报复性消费复苏预期较低，在居民观望情绪下，商业地产的全面复苏仍需经历一段时间的调整期。

### ● 投资建议

在房地产开发投资和销售数据持续低迷情况下，进入 2023 年中央和地方层面房地产宽松政策不断出台。春节期间楼市整体表现呈现新房和二手房热度不均、城市间分化较大的特点，总体来看新房销售基本面仍在触底，二手房成交和商业地产市场逐步企稳回暖。在针对刚需购房政策应出尽出的情况下，我们预计后续更多针对改善需求的政策将逐步落地。我们认为在后续人口增长动力不足，人口和产业不断往高能级城市聚集的情况下，一二线城市销售市场有望率先修复，带动全国市场的逐步复苏。在供需两端政策持续宽松预期下，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、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：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧。

## 目 录

1、新房成交同比下降，市场信心仍未恢复.....	3
2、二手房成交保持增长，购房需求往存量房转移.....	5
3、疫情管控放松拉动消费，商业地产有望迎来复苏.....	10
4、投资建议.....	11
5、风险提示.....	12

## 图表目录

图 1：2023 年春节期间 56 城新房成交同比下降 35.8%（万方）.....	3
图 2：一线城市新房成交同比下降 54.1%.....	4
图 3：上海和深圳 2023 年成交降幅较大（万方）.....	4
图 4：二线城市新房成交同比下降 28.4%.....	4
图 5：二线城市中仅杭州、厦门和宁波成交面积同比增长（万方）.....	4
图 6：三四线城市新房成交同比下降 34.5%.....	5
图 7：多数三四线城市成交数据大幅降低（万方）.....	5
图 8：2023 年 1 月贝壳 50 城市二手房景气指数大幅提升.....	6
图 9：2023 年 1 月贝壳 50 城二手房价格指数止跌回升.....	6
图 10：2023 年春节期间 22 城二手房成交同比增长 13.5%.....	8
图 11：一线城市二手房成交同比下降 27.7%.....	8
图 12：二线城市二手房成交同比增长 29.0%.....	8
图 13：三四线城市二手房成交同比增长 32.9%.....	9
图 14：北京和深圳二手房成交已接近疫情前水平（万方）.....	9
图 15：二线城市中南京、苏州、成都、青岛等地二手房成交数据大幅增长（万方）.....	9
图 16：三四线城市中扬州、江门、梧州等地二手房成交数据超预期增长（万方）.....	9
表 1：2022 年四季度以来链家一二线城市挂牌套数有下降趋势.....	7
表 2：重点房企春节期间商业地产市场复苏明显.....	10
表 3：重点城市春节期间商业地产市场复苏明显.....	11
表 4：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.....	11

## 1、新房成交同比下降，市场信心仍未恢复

在房地产开发投资和销售数据持续低迷情况下，进入 2023 年，中央和地方层面房地产宽松政策持续演化。

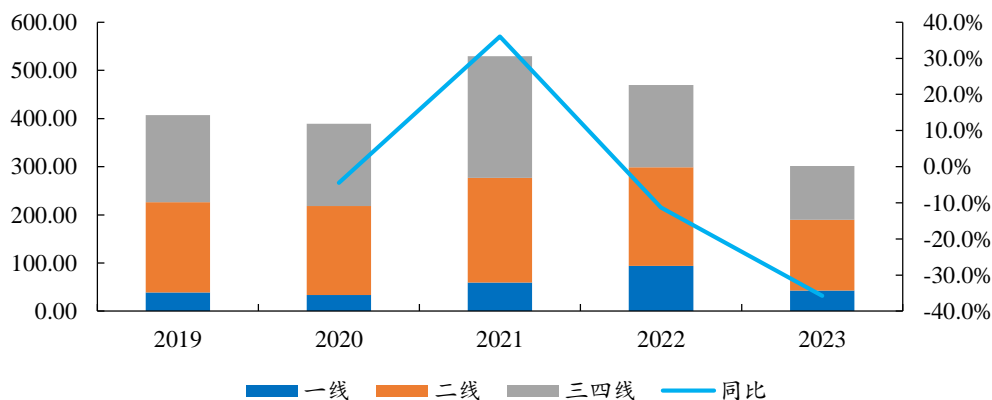
中央层面，央行和银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，首套房贷利率仍有下探空间；提出将通过四项具体行动化解优质头部房企风险，改善资产负债情况。国务院副总理刘鹤、住建部部长倪虹、银保监会主席郭树清、央行货币政策司长邹澜等均积极表态支持房地产平稳发展。

地方层面，南京房票安置办法将在全市推行，东莞全域首套房首付降至两成，长沙二孩家庭增加一套购房指标，武汉二环外取消限购。在首套房贷利率动态调整机制下，郑州、厦门、福州、珠海、沈阳等地部分银行首套利率降至 3.8%，惠州和韶关阶段性取消首套房商贷利率下限。济南、大连、绍兴、济宁等城市上调公积金最高贷款额度；哈尔滨、南昌、徐州、盐城等地对购房者提供相应补贴。

在宽松政策不断释放及疫情管控措施调整的作用下，2023 年春节新房销售市场预期向好，但受市场持续低迷影响，购房者观望情绪较浓，市场信心依旧不足，新房成交难挽颓势。根据克而瑞数据，春节期间房企推盘积极性普遍不高，重点 40 城成交同比下降 14%，与疫情前的 2019 年相比跌幅达到 32%。

我们以重点 56 城近五年春节前后两周的新房成交面积数据为参照，2023 年春节期间成交量位于近五年低点，较 2019-2022 年同期分别下降 25.9%、22.4%、43.0%、35.8%，考虑到个别城市成交统计滞后，同比降幅依然在 20% 以上。

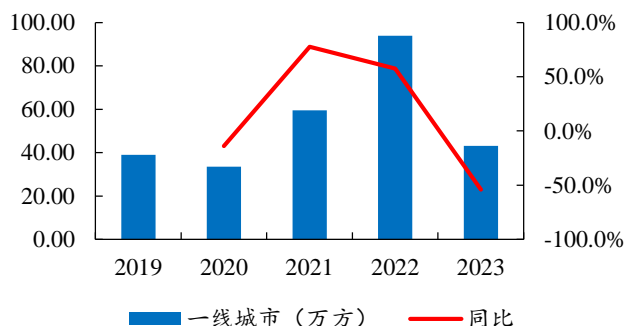
**图1：2023 年春节期间 56 城新房成交同比下降 35.8%（万方）**



数据来源：Wind、开源证券研究所

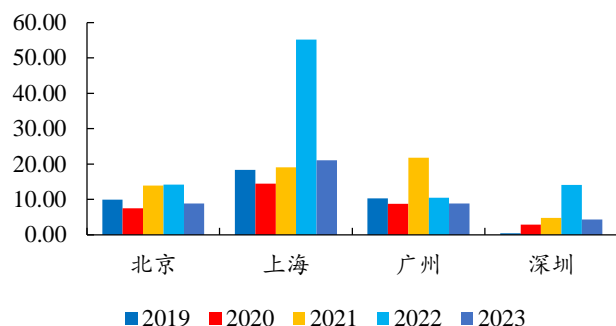
**一线城市购房需求相对稳定。**北上广深四城 2023 年春节期间新房成交同比下降 54.1%，其中上海和深圳在 2022 年超预期的数据下降幅较大。整体来看 2023 年成交数据优于 2019 年和 2020 年，伴随人口净流入和发展预期，未来购房需求企稳回升可期。

图2：一线城市新房成交同比下降 54.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

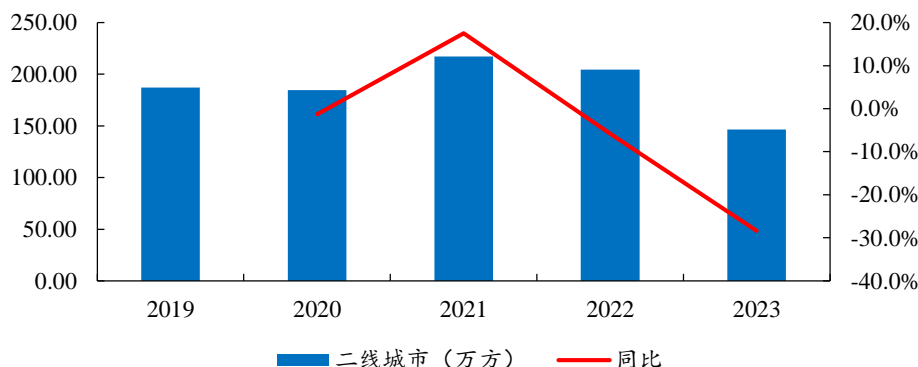
图3：上海和深圳 2023 年成交降幅较大（万方）



数据来源：Wind、开源证券研究所

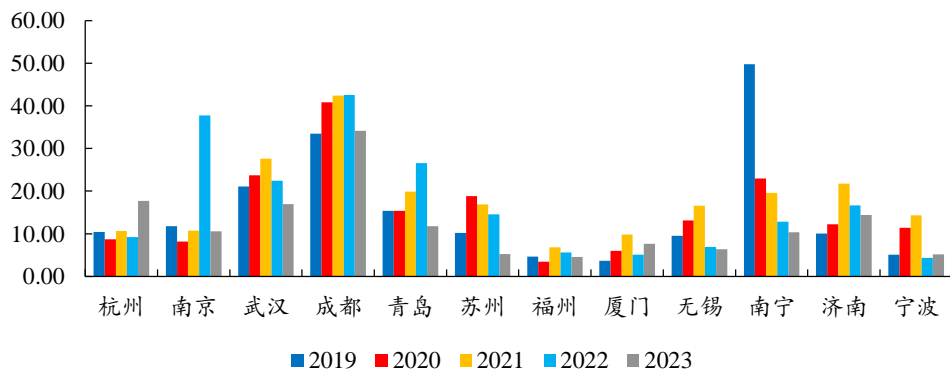
**二线城市新房成交情况不及预期。**重点 14 城春节期间新房成交同比降幅 28.4%，仅杭州、厦门和宁波三城成交面积同比实现增长，南京和苏州同比降幅较大。在因城施策出台以来，二线城市在限购、限贷、公积金贷款和税费补贴等各层面均有不同程度松动，政策组合拳短时间仍未能提振购房预期，成交数据相较于 2019-2022 年同期仍有一定差距。

图4：二线城市新房成交同比下降 28.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

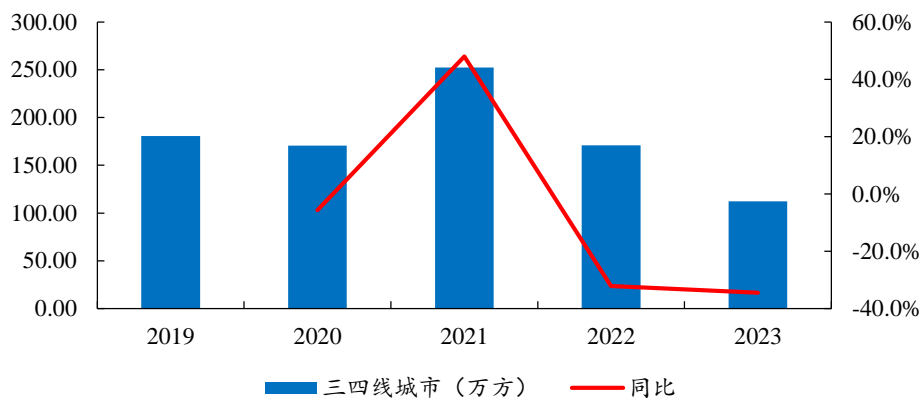
图5：二线城市中仅杭州、厦门和宁波成交面积同比增长（万方）



数据来源：Wind、开源证券研究所

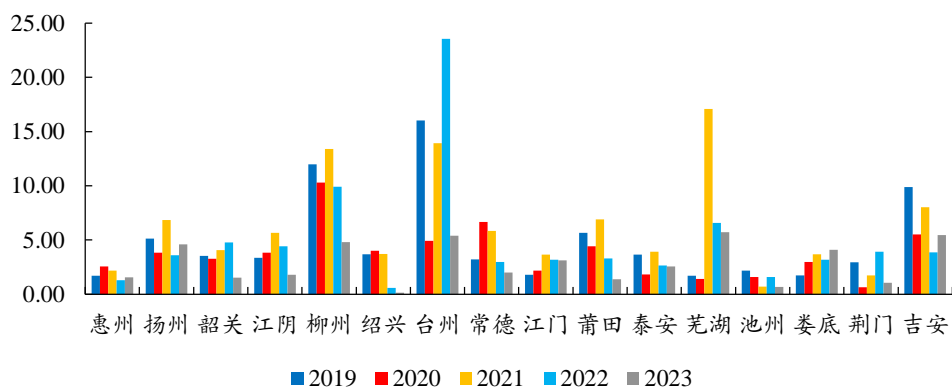
**三四线城市成交冷淡行情依旧。**39城2023年春节期间成交面积112.1万方，同比下降34.5%，较2019-2022年降幅均超过30%，在疫情放松返乡置业预期下，成交数据仍无明显起色。

**图6：三四线城市新房成交同比下降34.5%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：多数三四线城市成交数据大幅降低（万方）**

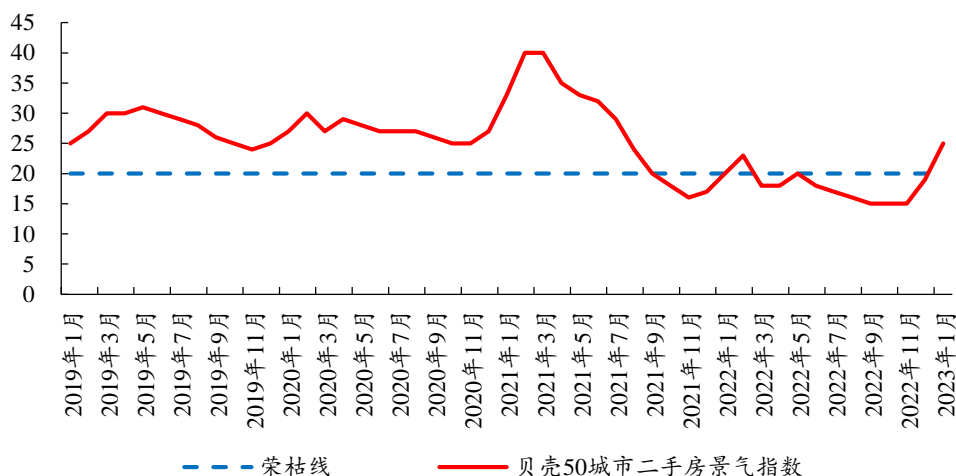


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、二手房成交保持增长，购房需求往存量房转移

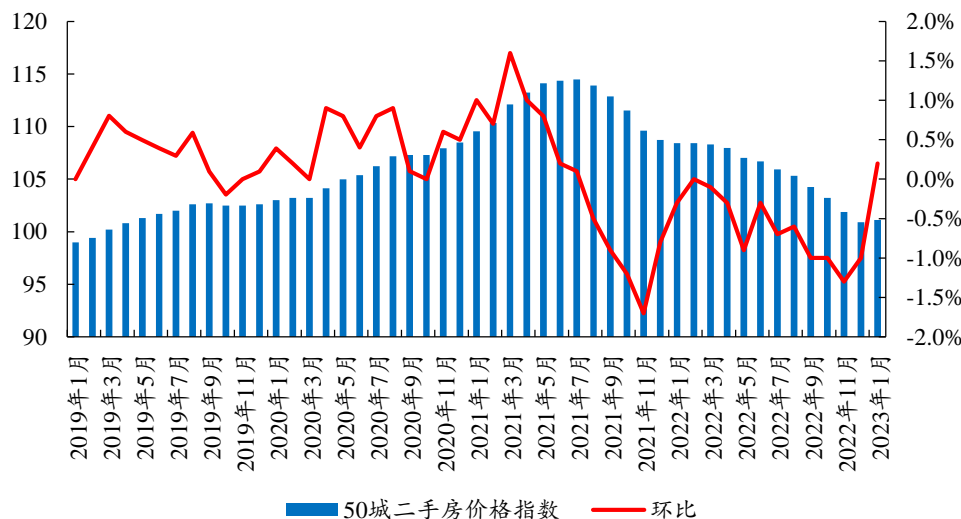
由于房企断贷事件及2021年同期低基数的影响，2022年下半年二手房成交数据优于新房市场。根据贝壳研究院数据，2023年春节期间二手房看房和购房数量明显提升，贝壳50城二手房带看量同比提升28%，二手房成交量同比提升57%，二手房景气指数已超越2022年最高水平，二手房价格指数较2022年最后一周下跌0.3%，为2022年6月以来的最小跌幅。春节期间二手房市场量升价稳，整体回暖趋势较为明显。

### 图8：2023年1月贝壳50城市二手房景气指数大幅提升



数据来源：贝壳研究院、开源证券研究所（景气指数=调涨次数占调价次数百分比，荣枯线 20）

### 图9：2023年1月贝壳50城二手房价格指数止跌回升



数据来源：贝壳研究院、开源证券研究所（基数 2018 年 11 月，定基=100）

我们将链家一二线城市的月末挂牌数据进行汇总，2023年1月底35城挂牌量相较于2022年10月下降2.9%，2022年10月至2023年1月挂牌套数下降的城市分别有7、13、31、28个，下降城市占比分别为20%、37%、89%、80%，近两月八成以上城市二手房挂牌量下降说明二手房市场已经进入去库存阶段。苏州、东莞、福州、宁波等城市四季度在限购和限贷层面的政策放松后，挂牌量明显下降，宽松政策释放了部分二手购房需求。



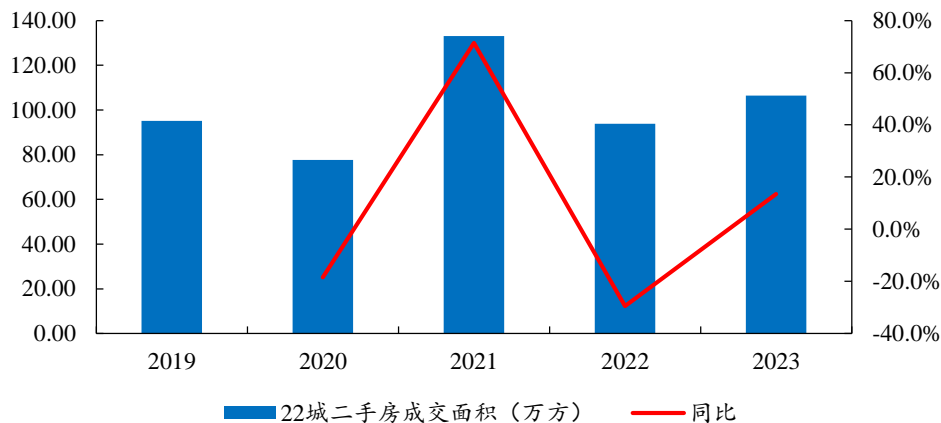
**表1：2022 年四季度以来链家一二线城市挂牌套数有下降趋势**

城市	能级	2022 年 10 月 挂牌套数	环比	2022 年 11 月 挂牌套数	环比	2022 年 12 月 挂牌套数	环比	2023 年 1 月 挂牌套数	环比
北京	一线城市	99051	5%	102035	3%	101096	-1%	97030	-4%
广州	一线城市	124360	4%	126331	2%	126105	0%	125995	0%
重庆	二线城市	174428	1%	179087	3%	172104	-4%	171863	0%
苏州	二线城市	142258	7%	145175	2%	139859	-4%	133219	-5%
成都	二线城市	177171	4%	181510	2%	180333	-1%	177807	-1%
杭州	二线城市	106644	5%	109738	3%	109426	0%	106009	-3%
南京	二线城市	148983	6%	150462	1%	148389	-1%	146339	-1%
天津	二线城市	161695	2%	164295	2%	160450	-2%	153359	-4%
宁波	二线城市	82791	4%	84565	2%	73891	-13%	72471	-2%
青岛	二线城市	80311	2%	79192	-1%	77756	-2%	80404	3%
无锡	二线城市	47366	5%	48093	2%	44882	-7%	45268	1%
长沙	二线城市	61027	3%	59762	-2%	57528	-4%	57040	-1%
郑州	二线城市	87347	1%	87164	0%	85205	-2%	83182	-2%
济南	二线城市	57529	3%	58550	2%	56863	-3%	56872	0%
合肥	二线城市	102902	6%	106543	4%	107275	1%	106991	0%
福州	二线城市	34920	-2%	32672	-6%	31940	-2%	29889	-6%
沈阳	二线城市	126558	-2%	125179	-1%	120376	-4%	120214	0%
长春	二线城市	72136	-2%	72993	1%	71046	-3%	70602	-1%
厦门	二线城市	29001	3%	29135	0%	28985	-1%	28416	-2%
佛山	二线城市	96259	5%	99216	3%	99817	1%	99754	0%
东莞	二线城市	58155	7%	59889	3%	56550	-6%	52955	-6%
西安	二线城市	111309	2%	111608	0%	109464	-2%	109937	0%
大连	二线城市	98004	2%	99765	2%	98551	-1%	97372	-1%
昆明	二线城市	44148	1%	43841	-1%	42008	-4%	38671	-8%
南昌	二线城市	64243	0%	63801	-1%	62501	-2%	63124	1%
石家庄	二线城市	33515	-4%	33256	-1%	32490	-2%	31822	-2%
哈尔滨	二线城市	97340	2%	96585	-1%	92378	-4%	90304	-2%
太原	二线城市	30266	3%	30634	1%	30001	-2%	29233	-3%
贵阳	二线城市	38431	3%	39108	2%	38006	-3%	37857	0%
乌鲁木齐	二线城市	19399	-10%	19202	-1%	20113	5%	20452	2%
兰州	二线城市	27861	2%	27544	-1%	27150	-1%	26874	-1%
呼和浩特	二线城市	39962	-4%	37438	-6%	37028	-1%	36809	-1%
银川	二线城市	41109	-5%	41374	1%	40109	-3%	40072	0%
海口	二线城市	14244	8%	12466	-12%	12674	2%	12800	1%
三亚	二线城市	2522	10%	2535	1%	2530	0%	2513	-1%
<b>挂牌量下降城市数量</b>			<b>7</b>		<b>13</b>		<b>31</b>		<b>28</b>

数据来源：链家、开源证券研究所

我们以重点 22 城近五年春节前后两周的二手房成交数据为参照, 2023 年春节期间成交量回暖明显, 较 2019-2022 年同期分别增长 12.0%、37.2%、-20.0%、13.5%, 数据层面来看二手房市场率企稳回升, 超过 2019、2020 和 2022 年同期水平。

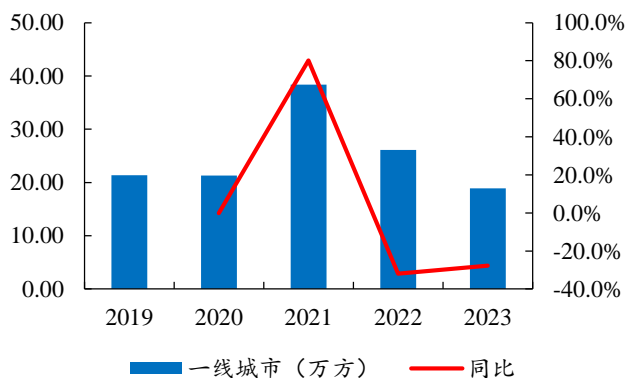
**图10: 2023 年春节期间 22 城二手房成交同比增长 13.5%**



数据来源: Wind、开源证券研究所

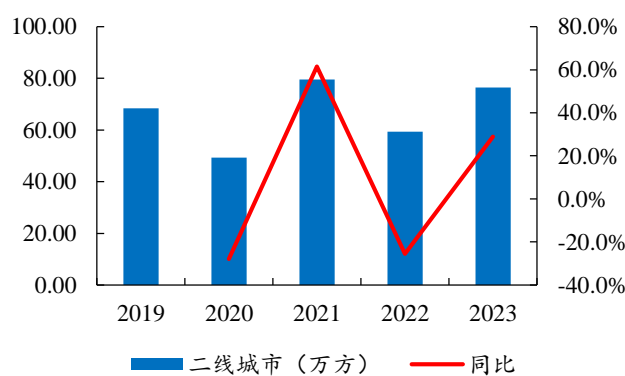
从不同城市等级来看, 一线两城春节期间二手房成交面积同比下降 27.7%, 其中北京降幅约 30%, 深圳基本持平, 已经接近疫情前成交水平。二线城市春节期间成交同比增长 29.0%, 南京、苏州、成都、青岛等地成交数据大幅增长, 较 2019-2020 年有所增长, 在人口及产业支撑下购房需求坚挺。三四线城市春节期间成交同比增长 32.9%, 在期房交付不明朗的预期下, 返乡置业人群购房需求往存量房转移, 带动三四线二手房市场回暖, 扬州、江门、梧州等地二手房成交均实现超预期增长。

**图11: 一线城市二手房成交同比下降 27.7%**



数据来源: Wind、开源证券研究所

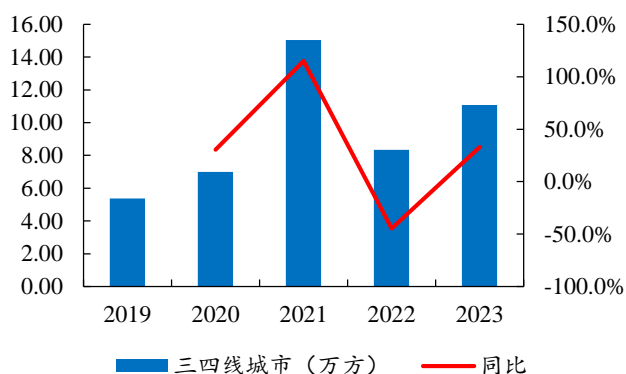
**图12: 二线城市二手房成交同比增长 29.0%**



数据来源: Wind、开源证券研究所

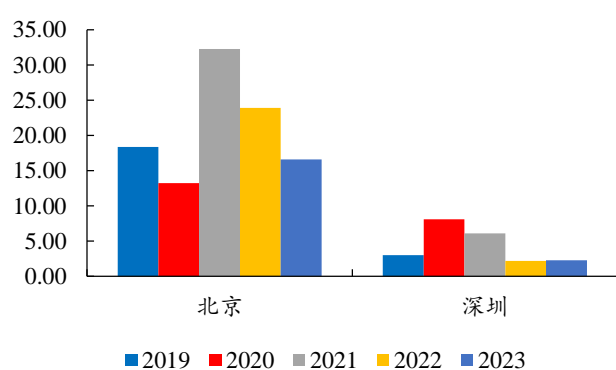


图13：三四线城市二手房成交同比增长 32.9%



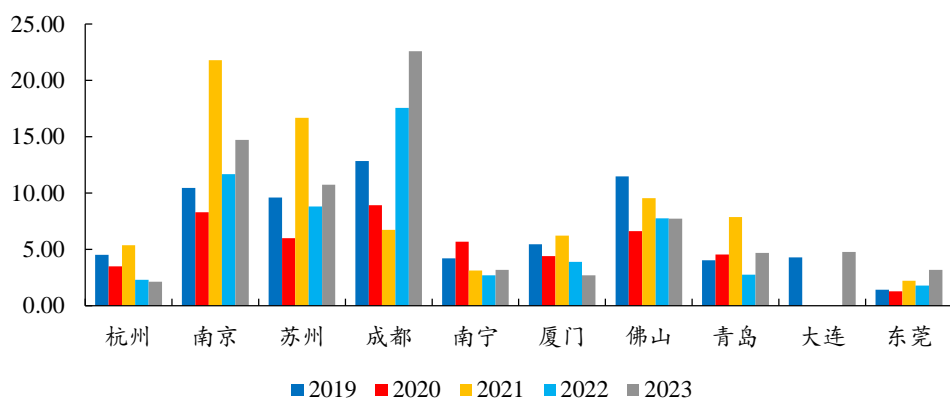
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：北京和深圳二手房成交已接近疫情前水平（万方）



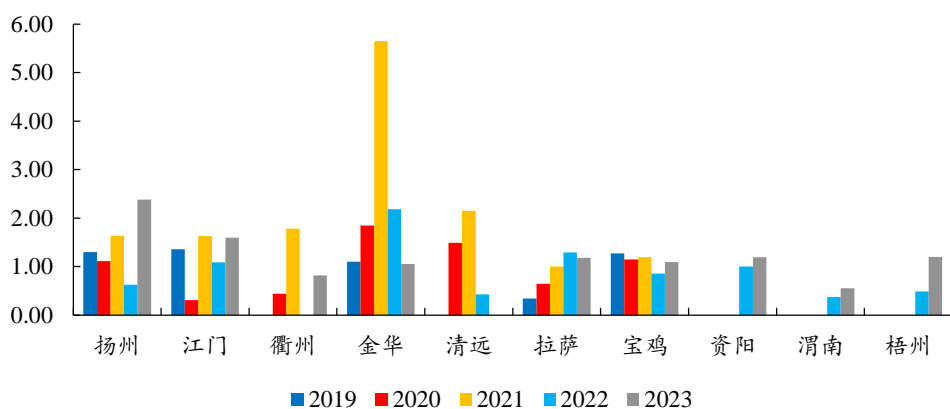
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：二线城市中南京、苏州、成都、青岛等地二手房成交数据大幅增长（万方）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：三四线城市中扬州、江门、梧州等地二手房成交数据超预期增长（万方）



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、疫情管控放松拉动消费，商业地产有望迎来复苏

2023年春节是自2019年以来疫情管控放松后迎来的首个春节假期。根据国家税务总局数据，春节假期全国消费相关行业销售收入与2022年春节假期相比增长12.2%，其中商品消费和服务消费同比分别增长10%和13.5%。美团公布数据，生活服务业假期前6天日均消费规模同比2019年春节增长66%，异地消费较2021年同期增长76%。积累三年的返乡潮叠加各地推出的消费刺激政策，助力春节期间商业地产市场企稳回暖。

从房企披露的商场数据来看，受益于线下客流回暖，2023年春节商业地产复苏明显，典型房企商场客流量及销售额实现同比增长，其中万达集团和世茂集团酒店经营数据在旅游业复苏的背景下已超过2019年同期水平。

**表2：重点房企春节期间商业地产市场复苏明显**

企业	春节期间商业地产市场情况
万达集团	✓ 全国480座万达广场客流1.6亿人次，销售收入126.8亿元，其中可比万达广场同比2019年客流增长15%，销售额增长29%。
	✓ 万达酒店管理公司全国酒店131家，春节期接待人数35.6万人，收入1.55亿元，可比酒店同比2019年接待人数增加2%，收入增长21%。
华润万象	华润万象生活在管86个购物中心零售额33亿元，客流2100万人次，车流逾222万辆。
招商蛇口	招商蛇口全国23座在营购物中心客流342.88万人次。客流同比2022年提升47.1%，销售金额同比2022年提升20.4%。
世茂集团	✓ 在上海、济南、成都等地的商业广场，春节期间通过特色鲜明的主题活动，客销量同比2022年显著提升，多家品牌门店斩获销量全国第一。
	✓ 全国38家酒店（包括国际品牌酒店及自营品牌酒店），春节期间实现总收入超5000万元，可比酒店收入较2019年同期增长7.2%。
旭辉控股	整体销售超1亿元，合肥肥西旭辉Cmall、南昌旭辉Cmall、淮安旭辉Cmall客流量均超10万+人次，长沙旭辉Mall客流量同比增长41%。
中骏集团	10座中骏世界城全线销售超1.5亿，同比增长8%；客流超200万，同比提升超10%。
大悦城	总销售额7.14亿元，总客流572万人次，全国销冠数106个，会员新增6.9万人。

资料来源：各企业官方微信公众号、开源证券研究所

从各城市统计的商场经营数据来看，各城市春节期间重点商圈客流量及销售额同比均有明显增长，同时部分商场开展众多新春活动，“烟火气”逐渐回归。2023年，在疫情管控放开的背景下，实体商业重新回归，不同于过去三年出现的阶段性复苏迹象，当下的复苏拥有宏观政策保障，在数字化、智能化和新场景模式调整下有望开启新的发展阶段。我们预计在春节期间放量后，大规模报复性消费复苏预期较低，在居民观望情绪下，商业地产的全面复苏仍需经历一段时间的调整期。

**表3：重点城市春节期间商业地产市场复苏明显**

城市	春节期间商业地产市场情况
北京	全市 60 个重点商圈客流量 2531.1 万人次，恢复至 2022 年同期的 88.7%。大兴机场商圈、前门大栅栏商圈、西红门商圈客流量同比分别增长 99.5%、45.1%、31%。
上海	36 个商圈线下客流总量达 2914 万人次，多家购物中心销售额超 2 位数增长
深圳	22 家重点商圈春节假期七天累计客流量 495.93 万人，同比上涨 12.05%；春节假期七天累计销售额 56587.78 万元，同比上涨 4.64%。
广州	全市各重点商圈、大型商场开展迎新春、购年货等主题活动 360 多场。北京路步行街累计客流 340 万人次，同比增长 36.7%，实现营业收入 3.45 亿元，同比增长 19.4%
杭州	25 家大型商场营收 7.32 亿元，同比增长 36.2%，其中杭州大厦、湖滨银泰 in77 两大核心商场增幅分别高达 86.7%、77.2%。
成都	30 家重点商贸零售企业客流量 1246.51 万人次，同比增长 5.66%；实现商品销售额 11.74 亿元，同比增长 5.92%。
重庆	主要商圈和重点商贸企业实现零售额 156.67 亿元，比 2022 年同期增长 13%。
天津	监测的 21 家百货和 43 家购物中心销售 2.29 亿元，同比增长 18.5%，较 2019 年增长 3.5%；客流量超过 132 万人次，同比增长 24.5%。
南京	重点商场客流量增长 30% 左右，重点监测的商场、综合体销售额同比增长 7.7%。

资料来源：各城市商务局、开源证券研究所

## 4、投资建议

春节期间楼市整体表现呈现新房和二手房热度不均、城市间分化较大的特点，总体来看新房销售基本面仍在触底，二手房成交和商业地产市场逐步企稳回暖。2022 年 12 月中央经济工作会议提出要因城施策支持刚性和改善性住房需求，在针对刚需购房政策应出尽出的情况下，我们预计后续更多针对改善需求的政策将逐步落地。我们认为在后续人口增长动力不足，人口和产业不断往高能级城市聚集的情况下，一二线城市销售市场有望率先修复，带动全国市场的逐步复苏。在供需两端政策持续宽松预期下，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、华发股份、建发股份、越秀地产等优质央企国企；（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4：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			
			2023/02/03	2023/02/03	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
A 股												
600048.SH	保利发展	买入	1835.1	15.33	273.9	183.0	236.2	283.2	6.7	10.0	7.8	6.5
000002.SZ	万科 A	买入	2006.0	17.97	225.2	244.4	269.0	297.4	8.9	8.2	7.5	6.7
001979.SZ	招商蛇口	买入	1079.6	13.95	103.7	42.8	72.0	102.5	10.4	25.2	15.0	10.5
601155.SH	新城控股	买入	455.2	20.18	126.0	29.9	56.7	68.9	3.6	15.2	8.0	6.6
600153.SH	建发股份	买入	387.7	12.90	61.0	62.1	74.2	85.2	6.4	6.2	5.2	4.5
600383.SH	金地集团	未评级	428.9	9.50	94.1	95.6	102.0	108.3	4.6	4.5	4.2	4.0
600325.SH	华发股份	未评级	198.2	9.36	31.9	34.4	37.1	40.6	6.2	5.8	5.3	4.9
H 股												

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			
			2023/02/03	2023/02/03	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
0688.HK	中国海外发展	未评级	2271.1	20.75	401.6	398.8	418.0	453.1	5.7	5.7	5.4	5.0
1109.HK	华润置地	未评级	2645.6	37.10	324.0	333.4	367.3	412.3	8.2	7.9	7.2	6.4
0817.HK	中国金茂	买入	234.3	1.76	46.9	48.8	64.9	75.0	5.0	4.8	3.6	3.1
0123.HK	越秀地产	买入	348.0	11.24	35.9	48.3	57.1	68.9	9.7	7.2	6.1	5.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2023 年 02 月 03 日，港元汇率 1 港元=0.86 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）

## 5、风险提示

- （1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大。
- （2）调控政策超预期变化，行业波动加剧。

### 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

### 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9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