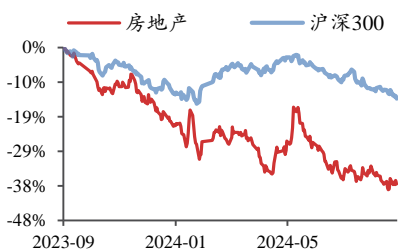


房地产

2024年09月09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

《二手房成交面积同比增长，湘潭支持住房套内面积计价—行业周报》

-2024.9.8

《住建部明确公共账户属性，南京进一步优化公积金贷款政策—行业周报》

-2024.9.1

《新房成交环比增长，住建部“大起底”打好保交房攻坚战—行业周报》

-2024.8.25

销售投资规模收缩，毛利率进入底部区间，格局重塑 优质企业凸显

——2024上半年房地产行业综述

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

胡耀文（分析师）

huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790524070001

● 销售需求支撑不足，房企销售不及预期

统计局数据显示，2024上半年全国商品房销售面积4.79亿平，同比下降19.0%。商品房销售额4.71万亿元，同比下降25.0%。根据克而瑞百强房企销售情况，2024上半年百强房企累计销售面积和金额分别同比下降42.8%和41.8%，上半年企业销售仍延续筑底调整、保持低位运行。上半年头部房企销售金额及面积同比均下降，销售金额仅中海和绿城降幅在20%以内，总体销售表现地方国企>央企>混合所有制企业>民企。

● 土地出让数据下滑，房企拿地意愿不足

受新房价格下行、去化流速放缓的影响，多地政府收缩土地供应规模，2024上半年在供应和成交端均降温明显。上半年住宅土地供应面积2.76亿平，同比-35%，成交面积1.84亿平，同比-29%。在销售回款不及预期的情况下，头部房企拿地意愿有所下降，上半年仅12家房企拿地金额超百亿元，其中建发国际为唯一超300亿房企，滨江集团成为唯一一家拿地金额超百亿的民企。从拿地强度来看，建发国际超60%，滨江集团超30%，虽然央企依旧为拿地主力军，但央企拿地强度均有所放缓。

● 结转毛利率进入底部区间，融资成本继续下探

从头部房企财务表现来看，2024上半年业绩盈利的房企仅中国金茂业绩扭亏同比实现增长，越秀地产、绿城中国业绩降幅在20%以内，万科、金地集团、旭辉集团归母净利润亏损。从盈利能力看，多数房企在销售下行压力下，头部房企上半年结转毛利率均不超过16%，仅中国金茂和绿城中国毛利率较2023年实现了提升，华润置地和万科结转毛利率降幅超8pct。从房企发债情况看，上半年房企发行信用债2142亿元，同比下降21%；加权发债成本2.97%，同比下降0.66pct，融资成本降幅明显。头部房企上半年平均融资成本继续下探，其中滨江集团融资成本同比降幅达50BP，华润置地、越秀地产、绿城中国、华发股份降幅超30BP。

● 投资建议

2024上半年房地产市场整体回暖进度不及预期，销售回款下降也压制了房企拿地动力，头部房企销售拿地数据同比均有较大降幅。在结转毛利率下滑和销售费用增加的压力下，房企盈利能力下降，业绩承压下滑，但同时行业出清过程中优质房企负债结构优化、融资成本压降，看好未来市占率提升。上半年房地产宽松政策持续，预计下半年在低基数下房地产销售数据降幅将持续收窄，我们持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企。受益标的：(1) 保利发展、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产等优质央企；(2) 万科A、绿城中国、滨江集团、新城控股等财务稳健的民企和混合所有制企业。

● 风险提示：宏观经济下行、房地产信贷超预期收紧、行业竞争加剧。

目 录

1、 销售需求支撑不足，房企销售不及预期.....	3
1.1、 行业整体销售下滑，百强房企市占率下降.....	3
1.2、 高基数下上半年表现不及预期，央国企表现优于平均.....	4
2、 土地出让数据下滑，房企拿地意愿不足.....	4
2.1、 土地出让面积降幅扩大，一线城市降幅最大.....	4
2.2、 房企拿地意愿不足，央企拿地力度明显下降.....	6
3、 结转毛利率进入底部区间，融资成本继续下探.....	7
3.1、 营收利润同比下降，结转毛利率承压.....	7
3.2、 发债规模有所下降，融资成本继续下行.....	9
4、 投资策略.....	11
5、 风险提示.....	12

图表目录

图 1： 2024 上半年统计局商品房销售面积和金额分别同比下降 19.4%和 27.6%	3
图 2： 2024 上半年克而瑞百强房企销售面积和金额分别同比下降 50.7%和 49.1%	3
图 3： 2024H1 全部土地成交面积下降 19%	5
图 4： 2024H1 住宅土地成交面积下降 29%	5
图 5： 2024 上半年房企拿地强度有所下降.....	6
图 6： 2022 年以来头部房企拿地权益比整体呈增长趋势.....	7
图 7： 头部房企 2024H1 毛利率同比总体呈下滑趋势.....	8
图 8： 头部房企 2024H1 结转毛利率较 2023 全年呈现下降趋势.....	8
图 9： 头部房企中绿城中国上半年期间费率明显压降.....	9
图 10： 2024 上半年房企发债利率水平持续下降.....	9
图 11： 2024-2025 年仍为房企信用债到期高峰	10
图 12： 截至 8 月末，房企一年内公开债到期占比 15.71%（%）	10
图 13： 头部房企上半年平均融资成本继续下探.....	11
表 1： 2024 上半年百强房企各梯队累计销售门槛较 2023 年同期进一步降低.....	3
表 2： 2024 年上半年央国企销售表现高于头部房企平均水平.....	4
表 3： 2024H1 中指 355 城宅地成交面积和金额分别同比下降 29%和 12%	5
表 4： 2024H1 各能级城市住宅成交面积及金额较 2021 年降幅较大.....	6
表 5： 2024 上半年房企结算业绩同比承压.....	7
表 6： 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、销售需求支撑不足，房企销售不及预期

1.1、行业整体销售下滑，百强房企市占率下降

统计局数据显示，2024 上半年全国商品房销售面积 4.79 亿平，同比下降 19.0%（1-5 月-20.3%），其中商品住宅销售面积同比下降 21.9%；1-6 月商品房销售额 4.71 万亿元，同比下降 25.0%（1-5 月-27.9%），其中商品住宅销售额同比下降 26.9%。根据克而瑞百强房企销售情况，2024 上半年百强房企累计销售面积和金额分别同比下降 42.8%和 41.8%，降幅自 2024 年 2 月以来持续收窄。

图1：2024 上半年统计局商品房销售面积和金额分别同比下降 19.4%和 27.6%

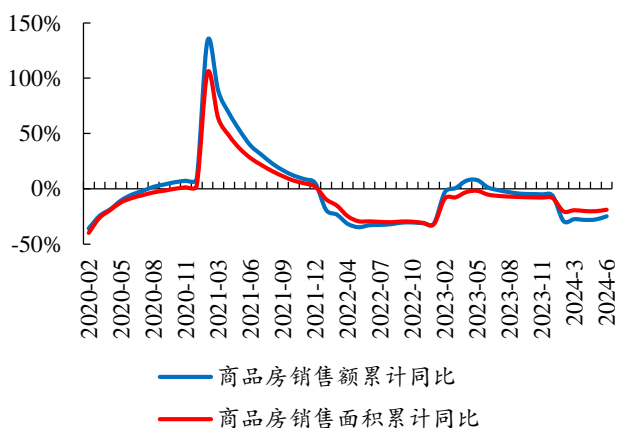
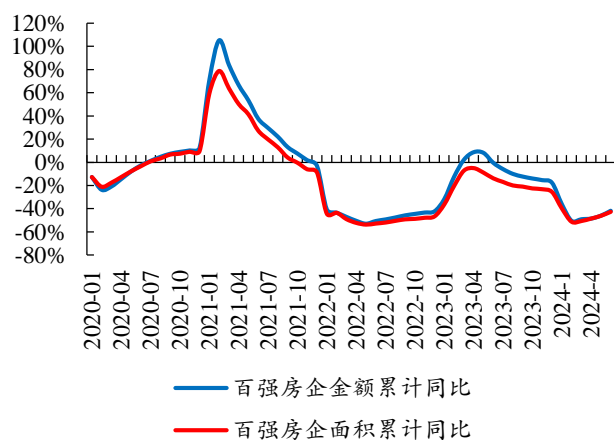


图2：2024 上半年克而瑞百强房企销售面积和金额分别同比下降 50.7%和 49.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：克而瑞、开源证券研究所

从克而瑞百强结构看，TOP10、11-30 名、31-50 名、51-100 名房企累计销售金额同比增速分别为-34%、-48%、-49%、-45%。百强房企各梯队累计销售门槛较 2023 年同期进一步降低。其中，TOP10 房企全口径销售金额均值同比-33.9%至 990.4 亿元。TOP11-30 房企均值同比-48.5%至 253.5 亿元，TOP31-P50 和 TOP51-100 房企的销售均值则分别降低 49.3%、45.3%至 113.8、57.4 亿元。

表1：2024 上半年百强房企各梯队累计销售门槛较 2023 年同期进一步降低

单位：亿元，万平 平方米	2024H1 金额	相较 2023H1	相较 2022H1	相较 2021H1	2024H 面积	面积同比
TOP100	20116	-42%	-42%	-71%	11053	-43%
TOP10	9904	-34%	-31%	-62%	5097	-43%
TOP11-30	5069	-48%	-47%	-75%	3060	-41%
TOP31-50	2275	-49%	-54%	-80%	1335	-43%
TOP 51-100	2868	-45%	-52%	-77%	1562	-46%

数据来源：克而瑞、开源证券研究所

1.2、高基数下上半年表现不及预期，央国企表现优于平均

2024 年以来虽然政策面有明显优化放宽、核心一二线城市调控政策松绑，但上半年企业销售仍延续筑底调整、保持低位运行。上半年头部房企销售金额及面积同比均下降，销售金额仅中海和绿城降幅在 20% 以内，**总体销售表现地方国企>央企>混合所有制企业>民企。**

表2：2024 年上半年央国企销售表现高于头部房企平均水平

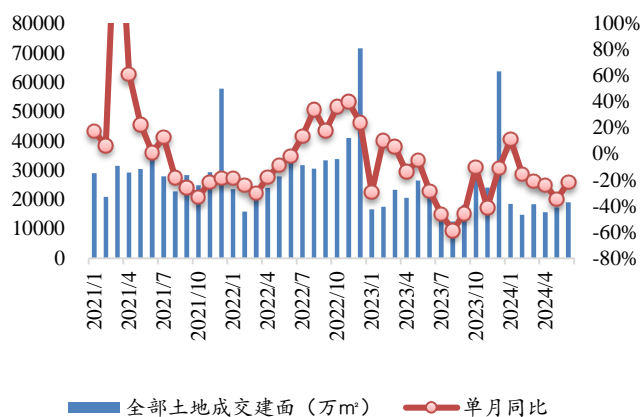
单位：亿元，万	2023 全年数据				2024 上半年数据			
	平米	销售金额	金额同比	销售面积	面积同比	销售金额	金额同比	销售面积
保利发展	4222	-8%	2386	-13%	1733	-27%	954	-31%
中国海外发展	3098	5%	1336	-4%	1484	-18%	544	-32%
万科 A	3761	-10%	2466	-6%	1273	-38%	940	-28%
华润置地	3070	2%	1307	-8%	1247	-27%	521	-26%
招商蛇口	2936	0%	1223	2%	1010	-39%	439	-36%
绿城中国	3011	0%	686	-13%	855	-13%	279	-17%
建发房产	3011	0%	686	-13%	660	-30%	311	-28%
滨江集团	1536	-31%	877	-14%	582	-37%	125	-35%
越秀地产	1535	0%	334	8%	555	-34%	193	-22%
龙湖集团	1891	11%	865	8%	511	-48%	366	-37%
华发股份	1412	-9%	828	6%	452	-41%	167	-33%
中国金茂	1420	14%	445	8%	445	-48%	246	-48%
金地集团	1735	-14%	1080	-17%	361	-58%	240	-49%
绿地控股	1260	5%	399	0%	336	-46%	290	-44%
碧桂园	2169	-53%	2686	-51%	333	-79%	412	-79%
融创中国	1135	-19%	1071	-17%	263	-50%	139	-64%
新城控股	848	-50%	608	-53%	236	-44%	326	-37%
旭辉集团	760	-35%	969	-19%	203	-52%	166	-43%
美的置业	700	-44%	514	-39%	202	-50%	179	-43%

数据来源：Wind、克而瑞、开源证券研究所（数据采用上市公司公告，如未公告则为克而瑞数据）

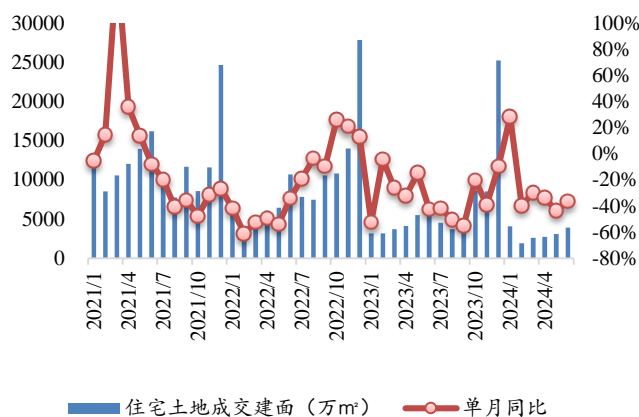
2、土地出让数据下滑，房企拿地意愿不足

2.1、土地出让面积降幅扩大，一线城市降幅最大

从 Wind 322 城土地累计数据来看，受新房价格下行、去化流速放缓的影响，多地政府收缩土地供应规模，2024 上半年在供应和成交端均降温明显。上半年全部土地供应面积 13.66 亿平，同比-21%，成交面积 10.37 亿平，同比-19%；住宅土地供应面积 2.76 亿平，同比-35%，成交面积 1.84 亿平，同比-29%。

图3：2024H1 全部土地成交面积下降 19%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024H1 住宅土地成交面积下降 29%


数据来源：Wind、开源证券研究所

从各能级城市表现来看，受广州和深圳土地出让降幅超7成影响，2024上半年一线城市住宅土地成交面积高于三四线城市。受益于供地更加趋于核心区域，一线城市上半年宅地成交金额降幅小于面积降幅，整体成交均价超2.8万元/平。

表3：2024H1 中指 355 城宅地成交面积和金额分别同比下降 29%和 12%

322城土地	2024年1-6月				
	成交面积 (万方)	同比	成交金额 (亿元)	同比	成交均价 (元/平)
全部土地	103746	-19%	10616	-31%	1023
一线	2684	-29%	1567	-39%	5839
二线	18080	-23%	3722	-33%	2059
三四线	82982	-18%	5327	-27%	642
住宅土地	18383	-29%	6768	-39%	3682
一线	446	-43%	1278	-37%	28643
二线	3962	-27%	2790	-41%	7041
三四线	13974	-29%	2700	-38%	1932

数据来源：Wind、开源证券研究所

从近七年上半年宅地成交数据来看，2024H1 整体成交表现不及预期，宅地成交面积由 2019H1 的 8.41 亿平降至 2024H1 的 1.84 亿平，宅地成交金额由 2021H1 的 1.30 万亿降至 2024H1 的 0.27 亿平，自 2021 上半年来下跌幅度明显。

表4: 2024H1 各能级城市住宅成交面积及金额较 2021 年降幅较大

时期	宅地成交面积 (亿平)	一线	二线	三四线	宅地成交金额 (万亿元)	一线	二线	三四线
2018H1	8.19	0.10	1.73	6.36	2.07	0.12	0.79	1.16
2019H1	8.41	0.13	1.96	6.32	2.37	0.20	1.03	1.14
2020H1	6.27	0.24	1.77	4.26	2.31	0.33	0.99	0.99
2021H1	7.28	0.25	1.86	5.17	2.88	0.41	1.17	1.30
2022H1	3.83	0.11	0.83	2.88	1.40	0.24	0.59	0.57
2023H1	2.59	0.08	0.54	1.97	1.11	0.20	0.47	0.44
2024H1	1.84	0.04	0.40	1.40	0.68	0.13	0.28	0.27

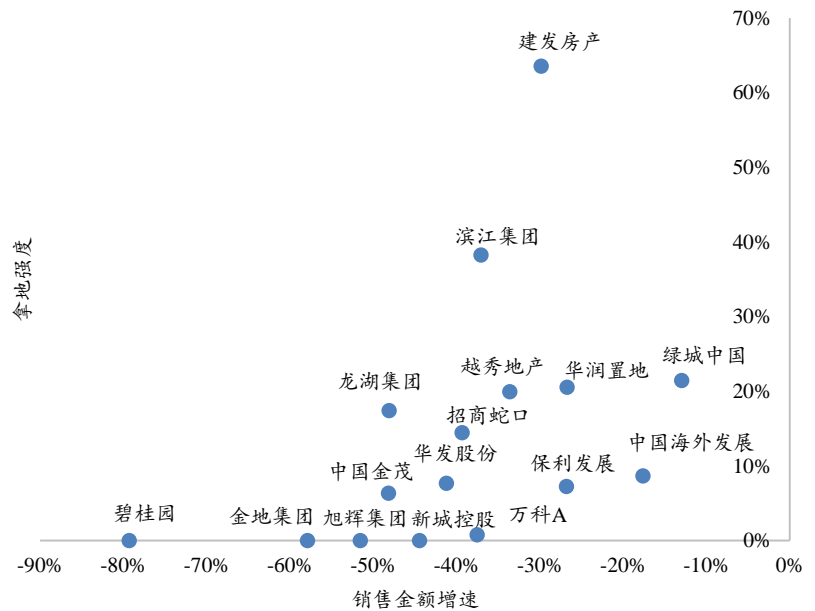
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、房企拿地意愿不足，央企拿地力度明显下降

上半年在销售回款不及预期的情况下，头部房企拿地意愿有所下降。根据公司公告和克尔瑞数据，上半年 12 家房企拿地金额超百亿元，其中建发国际为唯一超 300 亿房企，滨江集团成为唯一一家拿地金额超百亿的民企。从拿地强度（拿地金额/销售金额）来看，建发国际超 60%，滨江集团超 30%，虽然央企依旧为拿地主力军，但央企拿地强度均有所放缓，保利发展、招商蛇口和中国海外发展均仅超百亿规模，较 2023 年同期降幅较大。

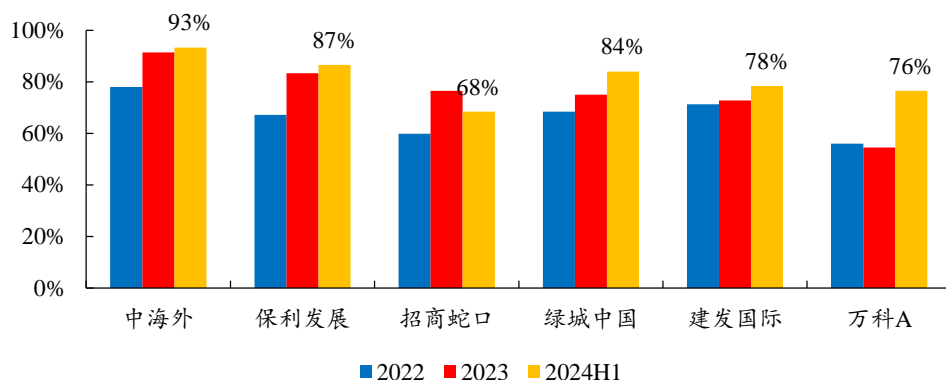
图5: 2024 上半年房企拿地强度有所下降

公司	拿地金额 (亿元)	拿地强度
建发国际集团	420	64%
滨江集团	223	38%
绿城中国	183	21%
华润置地	256	21%
越秀地产	111	20%
龙湖集团	89	17%
招商蛇口	146	14%
中国海外发展	129	9%
华发股份	35	8%
保利发展	126	7%
中国金茂	28	6%
万科A	10	1%
碧桂园	0	0%
金地集团	0	0%
新城控股	0	0%



数据来源: 各公司公告、克而瑞、开源证券研究所 (数据采用上市公司公告, 如未公告则为克而瑞数据)

从拿地权益比来看，头部企业上半年拿地权益比整体呈增长趋势，其中中国海外发展、保利发展和绿城中国拿地权益比超 80%。我们认为在房企流动性危机仍存的情况下，房企提升拿地权益比将进一步稳固公司操盘能力，降低项目合作风险。

图6：2022年以来头部房企拿地权益比整体呈增长趋势


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3、结转毛利率进入底部区间，融资成本继续下探

3.1、营收利润同比下降，结转毛利率承压

从头部房企财务表现来看，2024 上半年建发国际、绿城中国、华润置地、保利发展和招商蛇口营收同比增长，业绩盈利的企业中仅中国金茂业绩扭亏同比实现增长，越秀地产、绿城中国业绩降幅在 20% 以内，中海外、华润置地、龙湖集团、滨江集团业绩降幅在 30% 以内，万科 A、金地集团、旭辉控股归母净利润亏损。

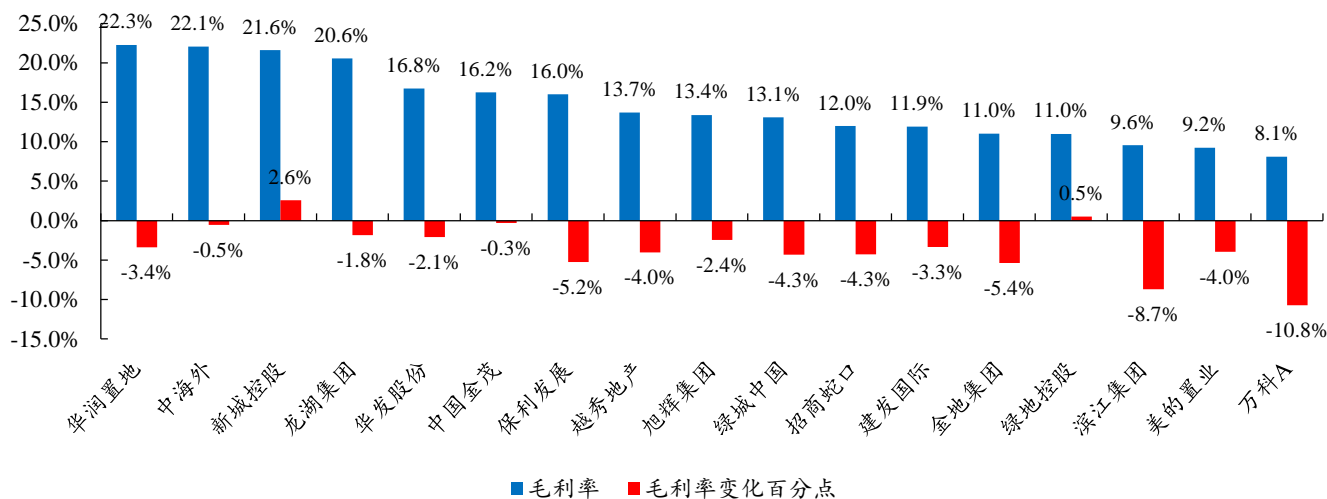
表5：2024 上半年房企结算业绩同比承压

公司	营收 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	毛利率	毛利率变 化百分点	净利率	期间费率	期间费率变 化百分点	销售费率	管理费率
万科 A	1428	-29%	-98.5	-200%	8.1%	-10.8%	-6.0%	6.7%	1.4%	2.9%	2.3%
保利发展	1392	2%	74.2	-39%	16.0%	-5.2%	7.7%	5.2%	0.0%	2.2%	1.5%
绿地控股	1154	-34%	2.1	-92%	11.0%	0.5%	0.3%	8.1%	1.9%	1.4%	3.4%
中国海外发展	872	-2%	103.1	-24%	22.1%	-0.5%	13.2%	4.4%	0.0%	2.4%	1.5%
华润置地	825	13%	102.5	-25%	22.3%	-3.4%	15.2%	6.5%	0.8%	3.3%	2.2%
绿城中国	698	22%	20.4	-20%	13.1%	-4.3%	4.8%	3.8%	-1.4%	1.6%	2.4%
招商蛇口	513	0%	14.2	-34%	12.0%	-4.3%	3.6%	6.4%	-0.1%	2.7%	1.6%
龙湖集团	471	-24%	58.7	-27%	20.6%	-1.8%	14.8%	8.4%	0.5%	4.1%	4.8%
越秀地产	355	10%	18.3	-16%	13.7%	-4.0%	7.2%	4.9%	0.6%	3.1%	1.6%
新城控股	339	-19%	13.2	-42%	21.6%	2.6%	4.0%	13.9%	2.8%	4.8%	3.9%
建发国际集团	328	34%	8.2	-36%	11.9%	-3.3%	4.4%	6.9%	-0.2%	4.4%	2.8%
美的置业	253	-31%	3.8	-52%	9.2%	-4.0%	2.4%	7.1%	1.8%	4.5%	2.3%
华发股份	248	-21%	12.6	-34%	16.8%	-2.1%	7.0%	6.4%	0.7%	3.2%	2.4%
滨江集团	242	-10%	11.7	-29%	9.6%	-8.7%	5.1%	3.7%	0.0%	1.6%	1.2%
中国金茂	222	-18%	10.1	133%	16.2%	-0.3%	8.3%	14.1%	1.1%	4.4%	5.8%
金地集团	211	-43%	-33.6	-319%	11.0%	-5.4%	-21.0%	14.5%	5.4%	3.3%	6.4%
旭辉控股集团	202	-36%	-49.4	45%	13.4%	-2.4%	-22.0%	16.7%	5.1%	3.3%	4.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

从盈利能力看，多数房企在销售下行压力下，项目结转毛利率承压，上半年头部房企毛利率仅华润置地、中国海外发展、新城控股和龙湖集团超 20%，仅新城控股和绿地控股毛利率同比实现增长，万科 A、滨江集团、金地集团和保利发展毛利率降幅超 5pct，大多数房企均仍受制于结转毛利率下滑的压力中。

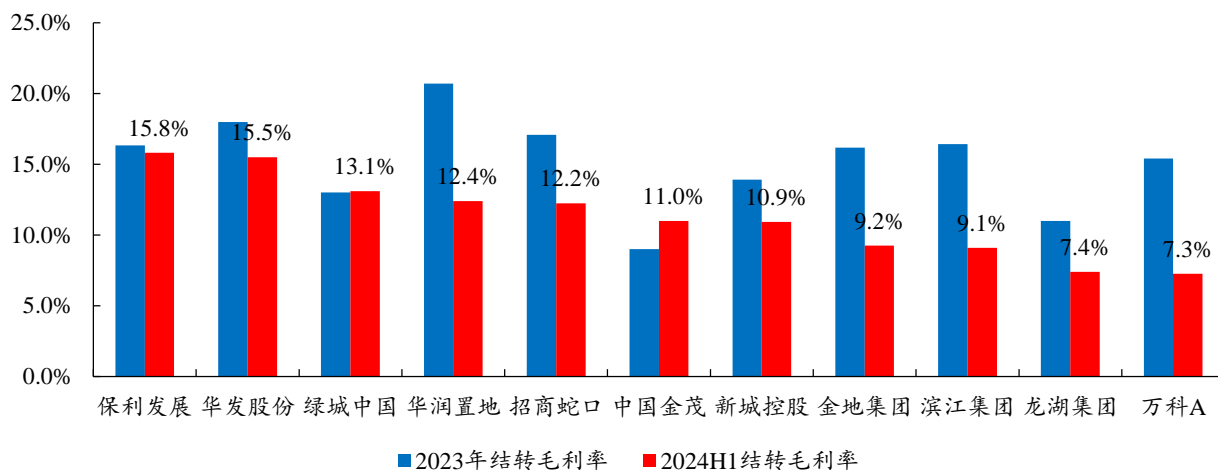
图7：头部房企 2024H1 毛利率同比总体呈下滑趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

头部房企毛利率下滑主要源于项目结转毛利率下降，2024 年结转项目多来源于 2021 年高价获取的项目。从上半年结转毛利率情况看，头部房企均不超过 16%，龙湖集团和万科结转毛利率低于 8%。对比房企 2023 年全年和 2024 上半年的项目结转毛利率，仅中国金茂和绿城中国实现了提升，华润置地和万科 A 结转毛利率降幅超 8pct。

图8：头部房企 2024H1 结转毛利率较 2023 全年呈现下降趋势

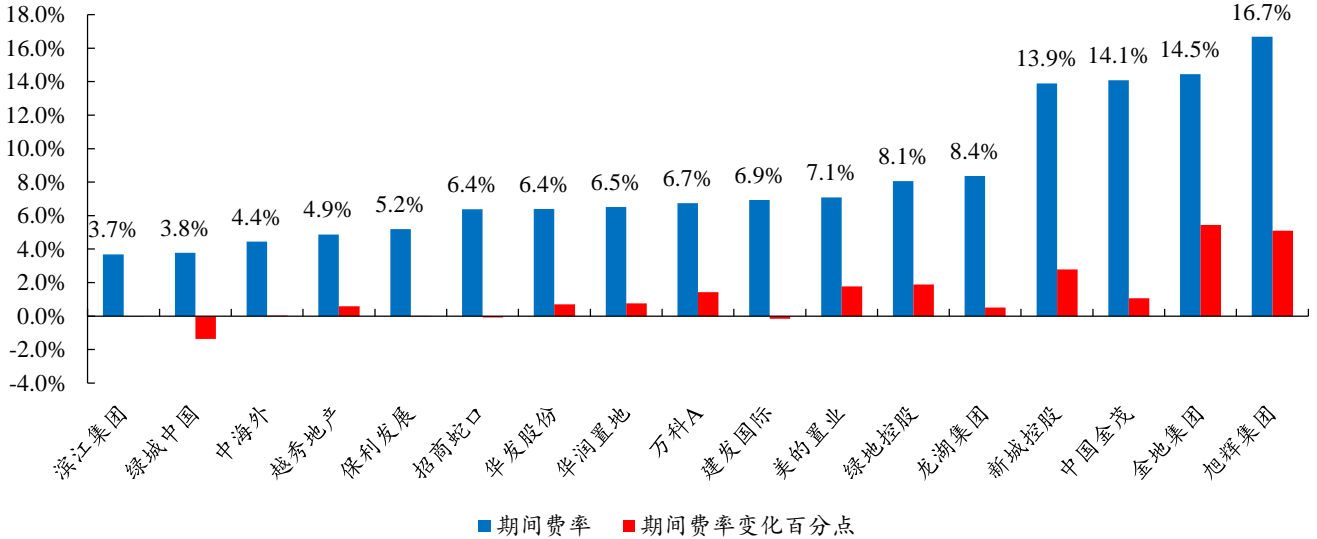


数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

在行业结转毛利率承压的环境下，一方面房企通过降本增效动作压降管理费率，

一方面销售不景气导致销售费率有所增加。2024 上半年，滨江集团、绿城中国和中国海外发展人均效能高，项目品质和区位优势，整体期间费率控制在 4.5% 以内，持续保持行业最低水平，其中绿城中国期间费率同比下降 1.4pct；保利发展、招商蛇口、华润置地等龙头企业期间费率保持在 6.5% 以内，新城控股、中国金茂、金地集团和旭辉集团期间费率较高，且较 2023H1 有明显上涨。

图9：头部房企中绿城中国上半年期间费率明显压降

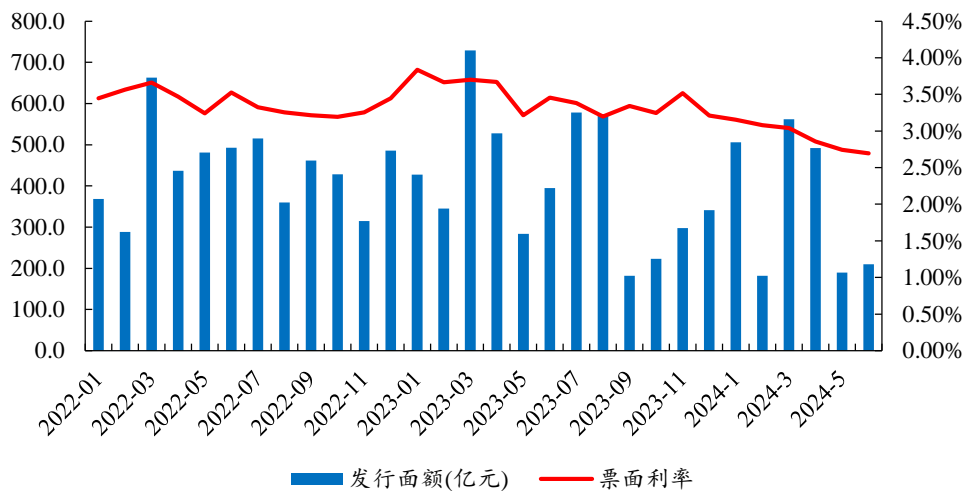


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、发债规模有所下降，融资成本继续下行

从房企发债情况看，上半年房企发行信用债 2142 亿元，同比下降 21%；加权发债成本 2.97%，同比下降 0.66 个百分点，融资成本降幅明显。其中 3-4 月单月发债规模均超 490 亿元，5-6 月发债规模有所回落，但发债加权成本持续走低。

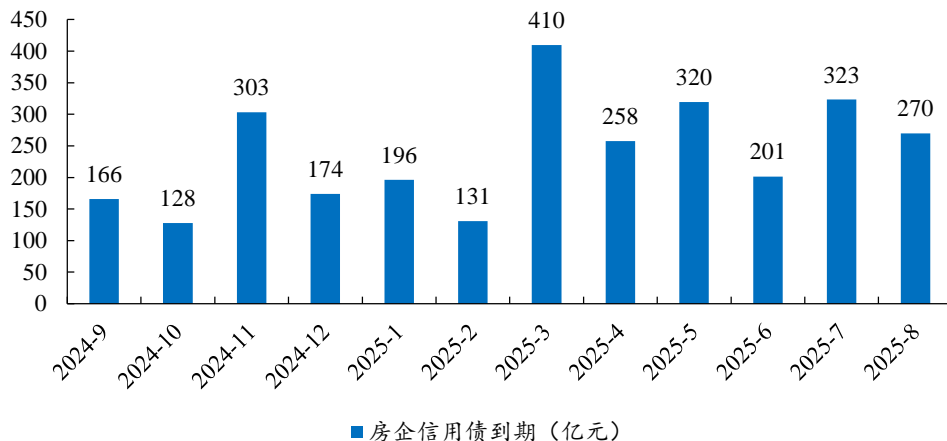
图10：2024 上半年房企发债利率水平持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

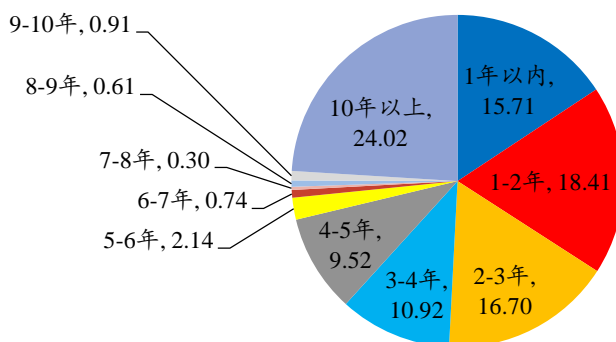
截至 8 月末，房企一年内公开债务到期占比 15.71%。2024-2025 年仍为房企信用债到期高峰，2024 年 9 月至 2025 年 8 月房企月均债务到期 240 亿元，后续暴雷房企债务展期或将持续。

图11：2024-2025 年仍为房企信用债到期高峰



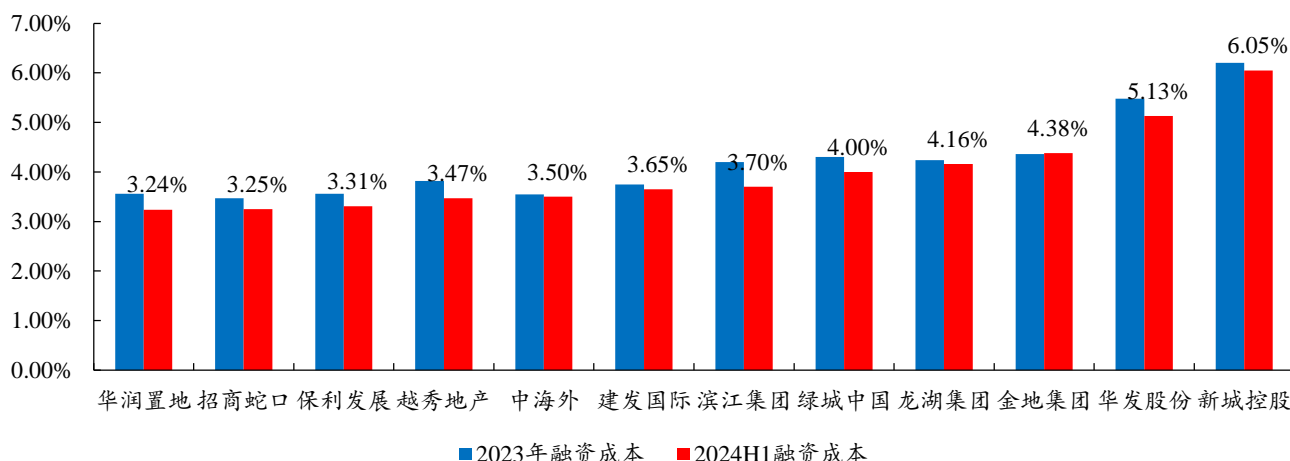
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：截至 8 月末，房企一年内公开债到期占比 15.71% (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

在行业分化加剧和房企融资宽松政策下，头部房企上半年平均融资成本继续下探，其中滨江集团融资成本同比降幅达 50BP，华润置地、越秀地产、绿城中国、华发股份降幅超 30BP，央国企融资优势明显。从平均融资利率绝对值来看：央企 < 地方国企 < 混合所有制 < 民企。

图13：头部房企上半年平均融资成本继续下探


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、投资策略

2024 上半年房地产市场整体回暖进度不及预期，销售回款下降也压制了房企拿地动力，头部房企销售拿地数据同比均有较大降幅。在结转毛利率下滑和销售费用增加的压力下，房企盈利能力下降，业绩承压下滑，但同时行业出清过程中优质房企负债结构优化、融资成本压降，看好未来市占率提升。上半年房地产宽松政策持续，预计下半年在低基数下房地产销售数据降幅将持续收窄，我们持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企。受益标的：（1）保利发展、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产等优质央企；（2）万科 A、绿城中国、滨江集团新城控股等财务稳健的民企和混合所有制企业。

表6：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	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					P/E			
				2024/9/6	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
A 股												
600048.SH	保利发展	买入	920.5	120.7	132.0	142.5	151.6	7.6	7.0	6.5	6.1	
000002.SZ	万科 A	增持	711.0	121.6	-60.5	0.8	27.5	5.8	-11.8	942.5	25.8	
001979.SZ	招商蛇口	买入	809.1	63.2	63.9	70.3	74.3	12.8	12.7	11.5	10.9	
600153.SH	建发股份	买入	221.6	131.0	50.5	64.3	78.0	1.7	4.4	3.4	2.8	
601155.SH	新城控股	买入	233.5	7.4	11.8	16.7	21.6	31.7	19.8	14.0	10.8	
600383.SH	滨江集团	买入	163.4	25.3	30.8	38.3	44.1	6.5	5.3	4.3	3.7	
港股												
0688.HK	中国海外发展	买入	1,176.3	256.1	278.8	298.5	316.5	4.6	4.2	3.9	3.7	
1908.HK	建发国际集团	买入	220.8	43.4	53.2	64.5	78.3	5.1	4.1	3.4	2.8	
0123.HK	越秀地产	买入	150.3	31.9	35.2	39.7	44.3	4.7	4.3	3.8	3.4	
3900.HK	绿城中国	买入	151.3	30.9	36.5	44.0	50.7	4.9	4.1	3.4	3.0	

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2024 年 9 月 6 日，港元汇率 1 港元=0.91 人民币）

5、风险提示

- (1) 宏观经济下行: 经济下行或将导致收入和购买力下降, 购房需求受到冲击。
- (2) 房地产信贷超预期收紧: 信贷收紧导致企业融资紧张, 影响投资和新开工动力。
- (3) 行业竞争加剧: 竞争加剧可能导致价格下行, 侵蚀企业利润, 行业分化加剧。

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3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