

证券研究报告



公积金额度提升“变相降息”，核心城市置换链条逐步打通 房地产行业2026年度中期投资策略

姓名 齐东（分析师）

证书编号：S0790522010002

邮箱：qidong@kysec.cn

姓名 胡耀文（分析师）

证书编号：S0790524070001

邮箱：huyaowen@kysec.cn

2026年5月20日

核心观点

1. 公积金贷款额度提升，覆盖度大幅增加，使用场景扩围

我国住房公积金缴纳职工数量持续攀升，2024年攀升至1.76亿人，覆盖我国18%的劳动年龄人口。公积金贷款政策的关键点在于贷款额度，2026年以来多个省份及城市陆续提升公积金贷款额度。我们选取了21个样本城市，测算上浮后家庭公积金最高额度，相对140平米新房总价覆盖度平均达到83%，相对120平米二手房总价覆盖度平均达到96%。公积金在不同省份间居民渗透率差异度较大，北京、上海、天津三城市渗透率断崖式领先，公积金贷款政策的宽松，对一二线城市的支持力度更大。

2. 公积金贷款利率下行达到“变相降息”效果

本轮周期以来，商贷利率快速下行，公积金贷款与个人住房贷款息差持续缩小，但截止目前二者仍有46BPs息差，公积金贷款成本更低，性价比凸显。由于公积金贷款额度不断增加、利率低于商贷，且多次降息，贷款余额规模持续攀升。2022年后，公积金贷款市场占有率持续提升，已经从15.3%提升至17.6%，达到了“变相降息”效果。

3. 香港房地产案例：华丽的止跌回稳

2022年以来，伴随租金上涨、房价下跌，香港住宅租金回报率上涨，资产配置性价比提升。中国香港楼市回暖由三重因素共同促进：产业复苏、高知中青年引入、租金回报率与利率劈叉。

4. 投资建议

我们认为，2026年房地产应聚焦两大主线：一是政策底部的估值修复，开年中央和一线城市政策释放明确政策转向信号，后续公积金政策将持续助力核心城市房地产市场企稳；二是借鉴香港“产业—人口—租金”传导路径，关注核心城市租金回报率修复带来的资产配置需求。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、产品力领先的强信用房企：建发国际、招商蛇口、保利发展、中国海外发展、建发股份、滨江集团、越秀地产、绿城中国；（2）与商业地产双轮驱动，REITs快速发展助力资管战略落地：华润置地、新城控股、龙湖集团；（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、建发物业、南都物业、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务；（4）二手房渗透率持续提升，房地产后服务赛道前景广阔：我爱我家、贝壳。

5. 风险提示 （1）宏观经济下行；（2）房企融资进展不及预期；（3）行业竞争加剧。

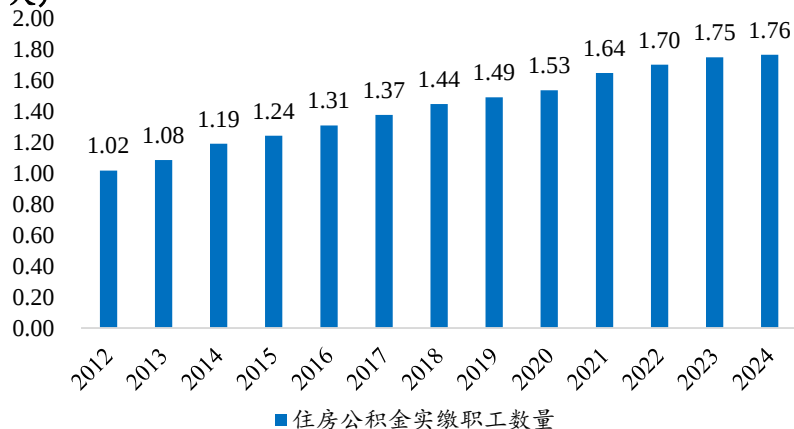
目 录

CONTENTS

- 1 公积金贷款额度提升，覆盖度大幅增加，使用场景扩围
- 2 公积金贷款利率下行达到“变相降息”效果
- 3 香港房地产案例：华丽的止跌回稳
- 4 投资建议
- 5 风险提示

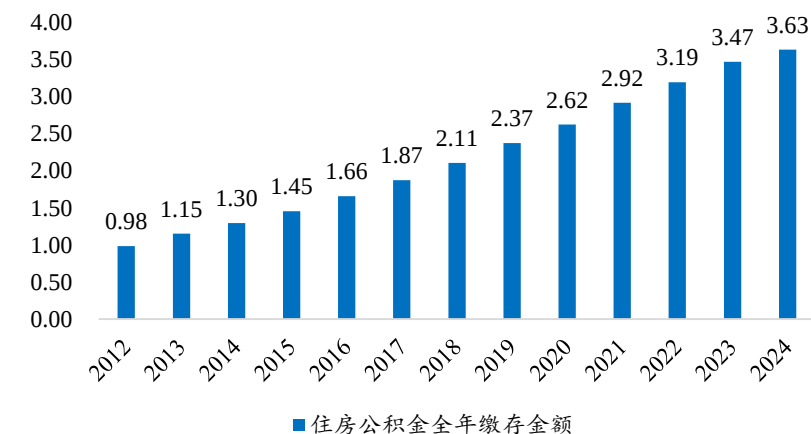
- 我国住房公积金缴纳职工数量持续攀升，2024年攀升至1.76亿人，覆盖我国18.2%的劳动年龄人口（15-64岁人口）；2024年住房公积金全年缴存金额3.63万亿元，实缴职工人均缴纳2.06万元。公积金相关政策可以持续放松的前提正是实缴员工人数和金额的攀升。

图1：住房公积金实缴职工数量持续攀升（单位：亿人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

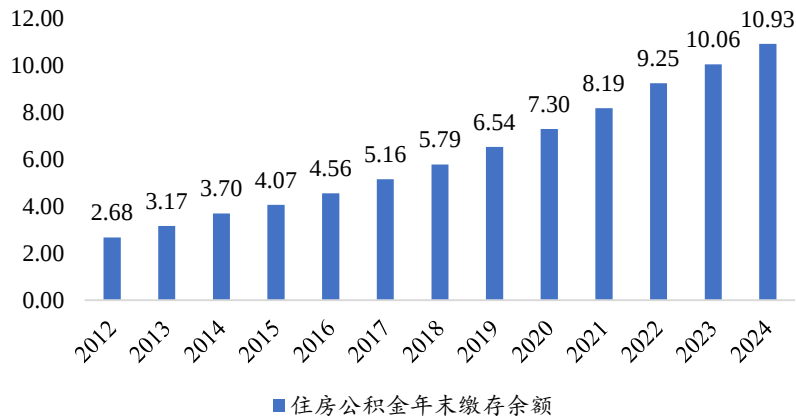
图2：住房公积金全年缴存金额持续攀升（单位：万亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

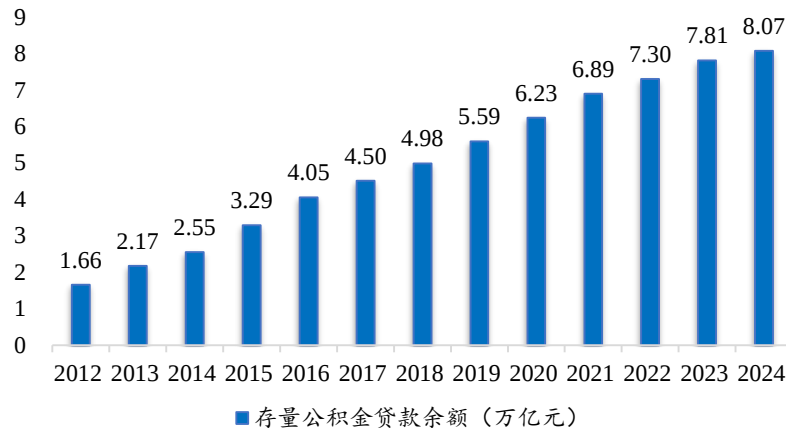
- 由于缴存额长期高于提取额，我国居民住房公积金缴存余额持续攀升，2024年已经提升至10.93万亿元。与商业银行按揭贷款不同，公积金贷款利率较低，因而居民没有出现比较大规模的“早偿”，公积金贷款余额持续攀升，2024年末，公积金贷款余额已经达到8.07万亿元。

图3：住房公积金年末缴存余额持续攀升（万亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：与个人住房贷款趋势不同，公积金贷款余额持续攀升（万亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

➤ 在公积金缴存余额持续攀升的大背景下，各地陆续增加公积金的用途，已经能够覆盖与房产相关的绝大多数场景。

表1：2026年以来多个省份及城市增加公积金用途

公积金用途	出台政策举例
代际互助	兰州：允许三代以内直系亲属作为共同借款人，其缴存余额与收入可合并计算可贷额度。缴存人购买自住房的，可同时提取购房人本人和配偶以及购房人的父母的住房公积金。
缴纳契税	长春：缴存人（或配偶）购买位于吉林省行政区域内拥有所有权自住住房的，缴存人可申请提取住房公积金用于支付该套住房的契税支出。
老旧电梯更新	上海：需要分摊电梯更新费用的居民即可提取住房公积金账户内的存储余额，用于支付电梯更新中个人应分摊的自筹部分的费用。
重大疾病提取	成都：缴存人本人、配偶、父母及子女患重大疾病的，可申请提取本人住房公积金账户全部可用余额用于支付医疗费用，提取频次不受限制。
购买车位提取	成都：缴存人购买新建住房后，一年内购买该住房同一项目新建车位的，可自车位买卖合同备案登记起两年内，一次性申请提取本人及配偶住房公积金账户可用余额。
城市更新	成都：属于本市城市更新改造项目的住房，房屋所有权人及配偶可在支付个人出资改造费用后两年内，申请提取住房公积金账户可用余额。
支付取暖费、物业管理费、维修基金	内蒙古：支持提取住房公积金用于支付取暖费、支付物业服务费、住宅专项维修资金。
既提又贷	湖南：允许缴存职工在提取公积金支付首付后，仍可申请公积金贷款，实现“双线并用”。
购买产权公寓	苏州：购买现房销售的产权公寓可申请公积金贷款。
购买储藏室	济南：扩大公积金提取范围，可购买储藏室。

资料来源：各省市公积金中心、观点网、开源证券研究所

1.3 公积金贷款额度提升，覆盖度大幅增加

➤ 公积金贷款政策的关键点在于贷款额度，2026年以来，多个省份及城市陆续出台政策，提升公积金贷款额度。

表2：2026年以来多个省份及城市调整公积金贷款额度

政策出台日期	发布政策的行政单位	个人最高贷款额度 (万元)	个人上浮后最高额 度 (万元)	家庭最高贷款额度 (万元)	家庭上浮后最高额 度 (万元)	上浮情况
2026/5/14	海南省	-	100	-	120	人才购房、多子女家庭、绿色建筑、保障性住房
2026/5/7	惠州市	100	120	150	170	II类人才家庭
2026/5/5	青岛市	90	160	130	240	多子女家庭
2026/5/4	苏州市	账户余额的15倍	150	账户余额之和的15倍	200	绿色建筑、新建“两智一全”等改善型住宅
2026/4/30	广州市	100		200	360	
2026/4/29	深圳市	70	189	110	351	首套住房、多子女家庭、保障性住房
2026/4/28	长沙市	80	-	120	180	多子女家庭、青年人才家庭
2026/4/21	南昌市	100	130	120	156	、三孩家庭
2026/4/21	珠海市	100	100	150	150	多子女家庭、绿色建筑
2026/4/20	济南市	90	170	130	240	多子女家庭或高层次人才、购买高品质住宅、购买现房销售项目
2026/3/30	杭州市	90	153	180	306	新市民、青年人家庭、多子女家庭、高层次人才、绿色低碳建筑、“以旧换新”购买住房
2026/3/30	宁波市	账户余额的25倍	-	账户余额之和的25倍	360	多孩家庭、人才家庭
2026/3/24	成都市	80	96	120	144	购买现房、房屋征收拆迁使用住房公积金贷款新购住房
2026/2/25	上海市	120	120	240	324	多子女家庭、购买绿色建筑最高贷款额度上浮政策
2026/2/2	甘肃省	70	84	90	108	A、B、C类人才卡
2026/1/26	天津市	-	-	120	144	多子女家庭

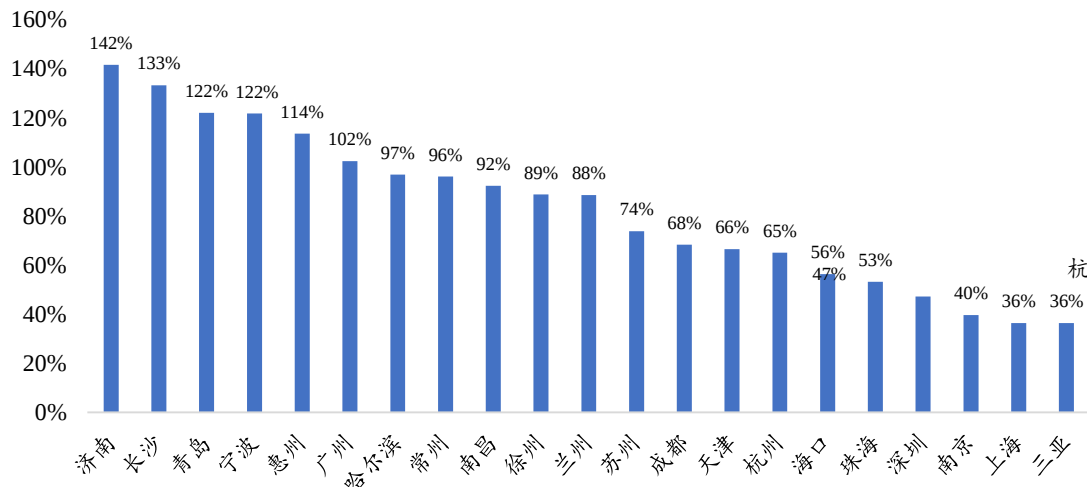
数据来源：各省市公积金中心、观点网、开源证券研究所

1.3 公积金贷款额度提升，覆盖度大幅增加

下载日志已记录，仅供内部参考

➤ 我们选取了21个样本城市，根据这些城市的公积金政策细则，我们测算21城市上浮后家庭公积金最高额度相对140平米新房总价覆盖度平均达到83%。这其中上海、深圳、广州分别为36%、47%、102%。

图5：在达到上浮后家庭公积金最高额度情形下，公积金贷款对济南、长沙、青岛、宁波等城市新房资金覆盖度较高



数据来源：各省市公积金中心、观点网、Wind、开源证券研究所

表3：在达到上浮后家庭公积金最高额度情形下，公积金贷款对140平米新房资金覆盖度平均达到83%

行政单位	上浮后家庭公积金最高额度 (万元)	新房样本平均价格 (元/平米)	上浮后家庭公积金最高额度相对140平米新房总价覆盖度 (%)
济南	240	12100	142%
长沙	180	9652	133%
青岛	240	14038	122%
宁波	360	21120	122%
惠州	170	10694	114%
广州	360	25117	102%
哈尔滨	120	8853	97%
常州	170	12641	96%
南昌	156	12065	92%
徐州	120	9660	89%
兰州	108	8719	88%
苏州	200	19350	74%
成都	144	15050	68%
天津	144	15470	66%
杭州	306	33618	65%
海口	120	15236	56%
珠海	150	20159	53%
深圳	351	53107	47%
南京	144	25981	40%
上海	324	63545	36%
三亚	120	23559	36%
平均	201		83%

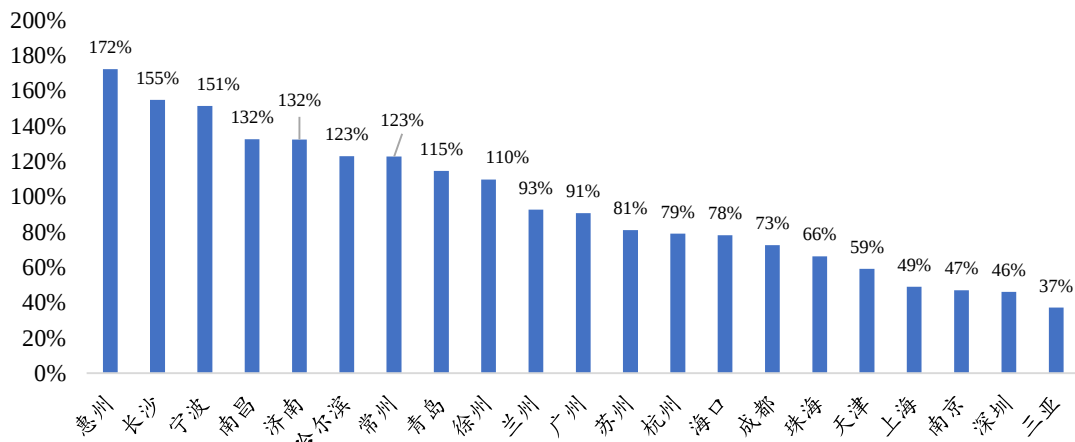
数据来源：各省市公积金中心、观点网、Wind、开源证券研究所

1.3 公积金贷款额度提升，覆盖度大幅增加

下载日志已记录，仅供内部参考

➤ 我们选取了21个样本城市，根据这些城市的公积金政策细则，我们测算21城市上浮后家庭公积金最高额度相对120平米二手房总价覆盖度平均达到96%。其中上海、深圳、广州分别为49%、46%、91%。

图6：在达到上浮后家庭公积金最高额度情形下，公积金贷款对惠州、长沙、宁波、南昌、济南、哈尔滨、常州等城市二手房资金覆盖度较高



数据来源：各省市公积金中心、观点网、Wind、开源证券研究所

表4：在达到上浮后家庭公积金最高额度情形下，公积金贷款对120平米二手房资金覆盖度平均达到96%

行政单位	上浮后家庭公积金最高额度	二手房样本平均价格 (元/平米)	上浮后家庭公积金最高额度相对120平米二手房覆盖度
惠州	170	8227	172%
长沙	180	9686	155%
宁波	360	19821	151%
南昌	156	9813	132%
济南	240	15120	132%
哈尔滨	120	8138	123%
常州	170	11546	123%
青岛	240	17441	115%
徐州	120	9109	110%
兰州	108	9708	93%
广州	360	33107	91%
苏州	200	20550	81%
杭州	306	32250	79%
海口	120	12784	78%
成都	144	16532	73%
珠海	150	18862	66%
天津	144	20268	59%
上海	324	55103	49%
南京	144	25558	47%
深圳	351	63389	46%
三亚	120	26843	37%
平均	201		96%

数据来源：各省市公积金中心、观点网、Wind、开源证券研究所

1.3 公积金贷款额度提升，覆盖度大幅增加

下载日志已记录，仅供内部参考

➤ 从实际成交情况看，由于低总价房源在成交中占比较高，公积金贷款额度覆盖度可能会更高。以上海为例，2025至2026年4月，总价300万元以内的二手房成交占比达56.6%。

表5：上海二手房成交大量聚集在500万总价内，合计占比达到56.6%

总价\面积段	50㎡以下	50-70㎡	70-90㎡	90-110㎡	110-130㎡	130-150㎡	150-180㎡	180-200㎡	200㎡以上	合计	占比
100万元以下	1252	1260	617	212	62	16			1	3420	5.2%
100-300万元	10162	10972	8951	2503	801	267	48	16	10	33730	51.4%
300-500万元	1215	3468	5438	3298	1250	492	163	21	42	15387	23.5%
500-700万元	70	451	1444	2197	1078	482	162	40	83	6007	9.2%
700-900万元	11	80	422	897	799	522	187	47	70	3035	4.6%
900-1200万元		9	135	406	551	524	266	54	118	2063	3.1%
1200-1600万元			13	98	202	309	273	69	136	1100	1.7%
1600-2000万元				1	18	72	140	58	115	404	0.6%
2000-2500万元				1	5	21	82	32	104	245	0.4%
2500-3000万元					1	5	22	11	69	108	0.2%
3000万元以上							4	3	100	107	0.2%
合计	12710	16240	17020	9613	4767	2710	1347	351	848		
占比	19.4%	24.8%	25.9%	14.7%	7.3%	4.1%	2.1%	0.5%	1.3%		

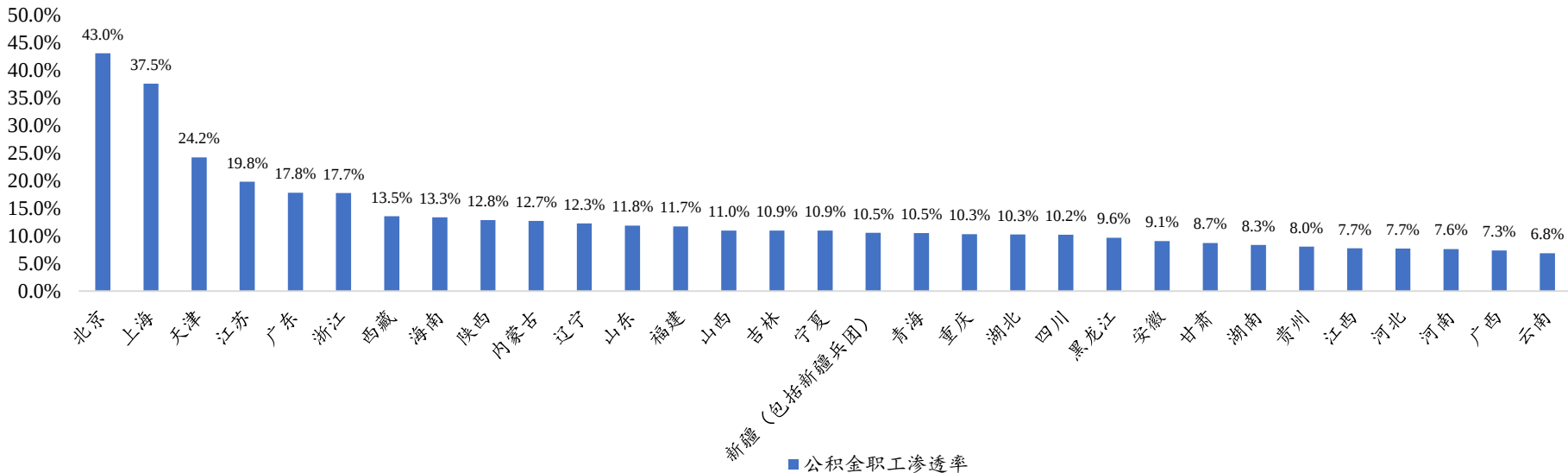
数据来源：中国指数研究院、开源证券研究所

1.3 公积金贷款额度提升，覆盖度大幅增加

下载日志已记录，仅供内部参考

- 公积金在不同省份间居民渗透率差异度较大，从公积金2024年报中数据测算：北京、上海、天津三城市渗透率断崖式领先，分别为43.0%、37.5%、24.2%，我们理解这种差异主要由于一二线城市优质企业和机关事业单位更加集中，且在缴金上监管更严格。但同理也可以反推出，公积金贷款政策的宽松，反而对一二线城市的支持力度更大。

图7：2024年公积金在不同省份间居民渗透率差异度较大，北京、上海、天津渗透率较高（%）



数据来源：住房城乡建设部官网、开源证券研究所

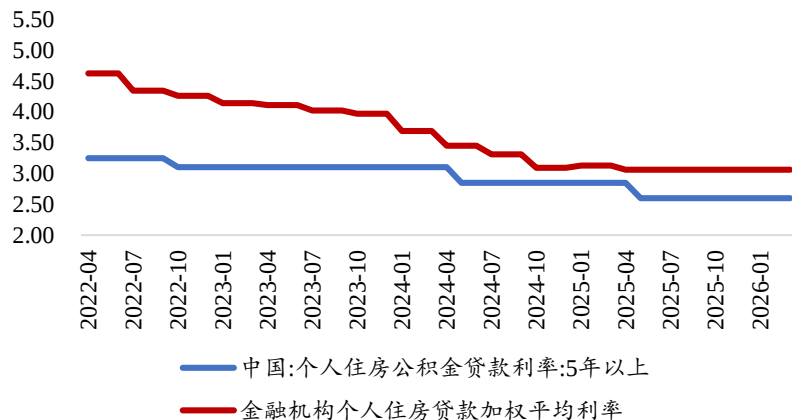
目录

CONTENTS

- 1 公积金贷款额度提升，覆盖度大幅增加，使用场景扩围
- 2 公积金贷款利率下行达到“变相降息”效果
- 3 香港房地产案例：华丽的止跌回稳
- 4 投资建议
- 5 风险提示

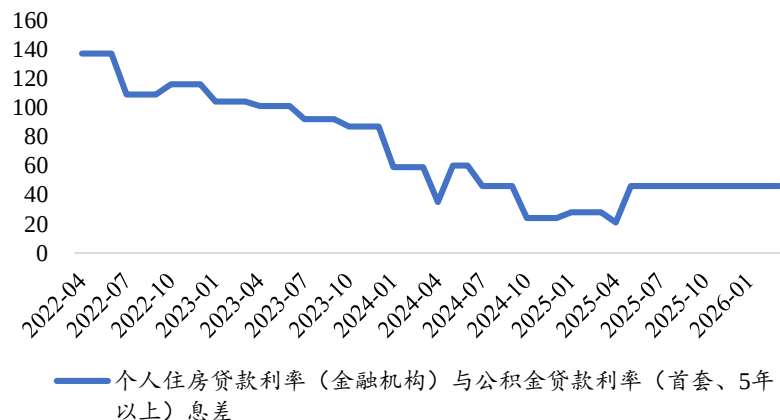
➤ 从利率角度看，公积金贷款长期低于商业贷款按揭利率。本轮周期以来，商贷利率快速下行，公积金贷款与个人住房贷款息差持续缩小，但截止目前二者仍有46BPs息差，公积金贷款成本更低，性价比凸显。

图8：个人住房贷款平均加权利率一直高于公积金贷款利率（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

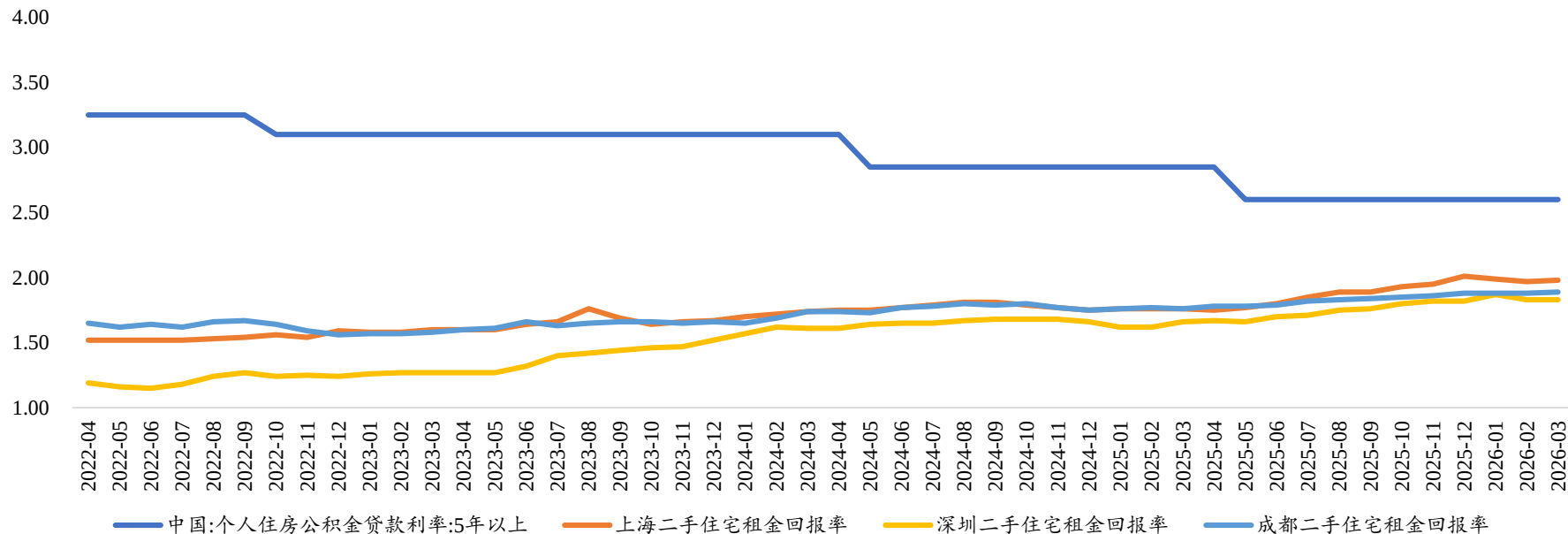
图9：公积金贷款与个人住房贷款利率之间的息差持续缩小（BPs）



数据来源：Wind、开源证券研究所

➤ 本轮周期以来，公积金贷款利率经历了3次降息。目前公积金贷款利率与核心城市租金回报率愈发接近。

图10：核心城市租金回报率开始接近公积金贷款利率水平（%）

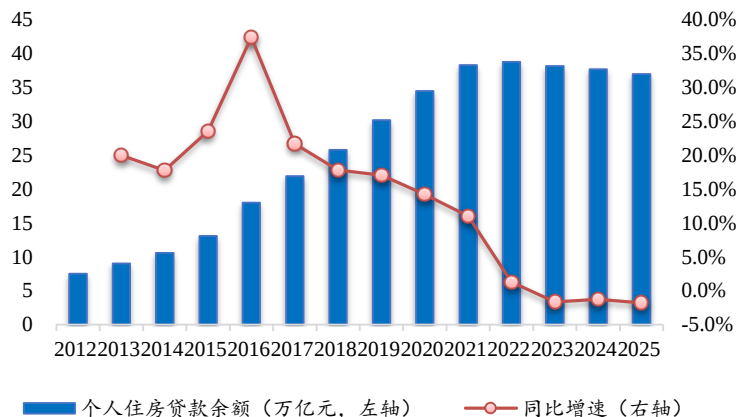


数据来源：Wind、开源证券研究所

公积金贷款市占率提升，达到“变相降息”效果

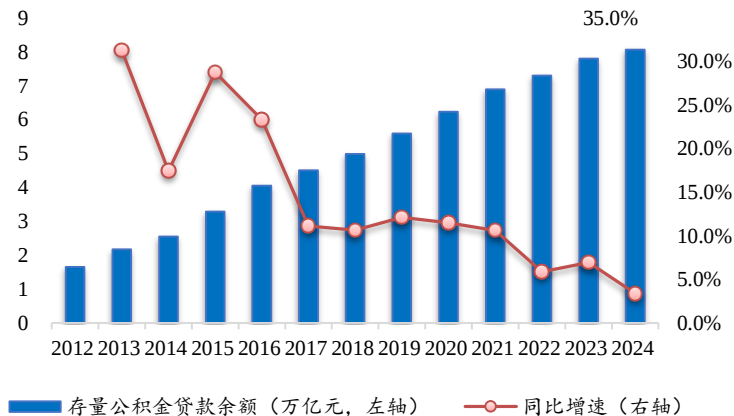
- 由于公积金贷款成本更低，更具有性价比，公积金贷款余额与个人住房贷款余额走向出现分化。在个人住房贷款上，居民更倾向于早偿，个人住房贷款余额2022年后开始下行；而在公积金贷款上，贷款规模则持续攀升。

图11：个人住房贷款余额2022年后开始下行（万亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：存量公积金贷款余额规模持续攀升（万亿元）

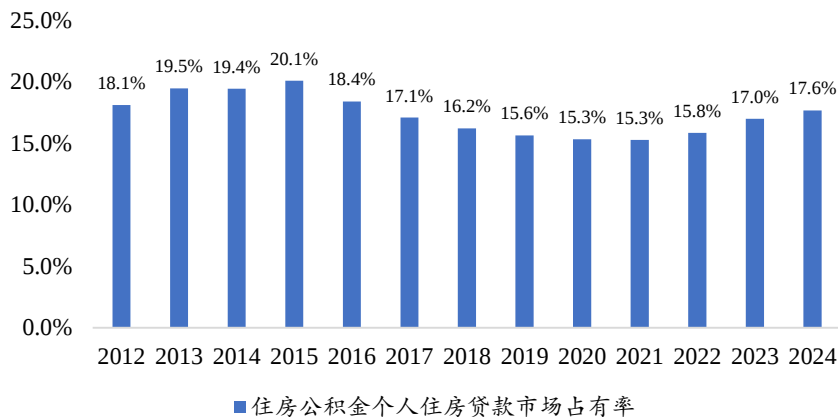


数据来源：Wind、开源证券研究所

公积金贷款市占率提升，达到“变相降息”效果

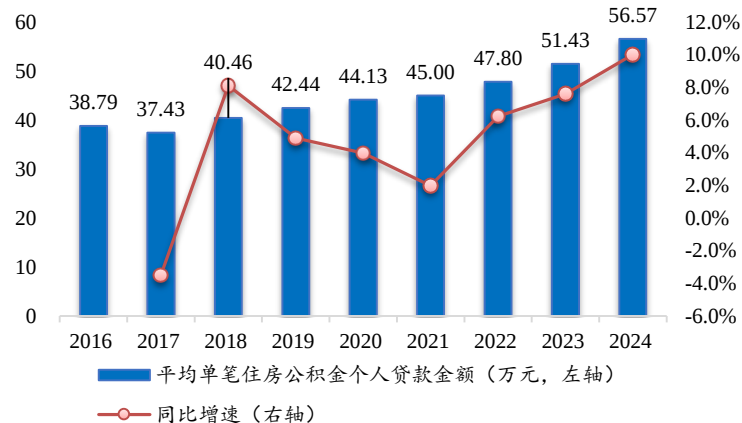
- 由于公积金贷款额度不断增加、利率低于商贷，且多次降息，贷款余额规模持续攀升。2022年后，公积金贷款市场占有率持续提升，已经从15.8%提升至17.6%，达到了“变相降息”效果。

图13：公积金贷款市场占有率2022年后持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024年平均单笔新发住房公积金贷款金额已经增长至56.57万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

- 1 公积金贷款额度提升，覆盖度大幅增加，使用场景扩围
- 2 公积金贷款利率下行达到“变相降息”效果
- 3 香港房地产案例：华丽的止跌回稳
- 4 投资建议
- 5 风险提示

- 中国香港楼市自2021年下半年开始进入下行通道，2022年香港特区政府开始逐步放松楼市政策。

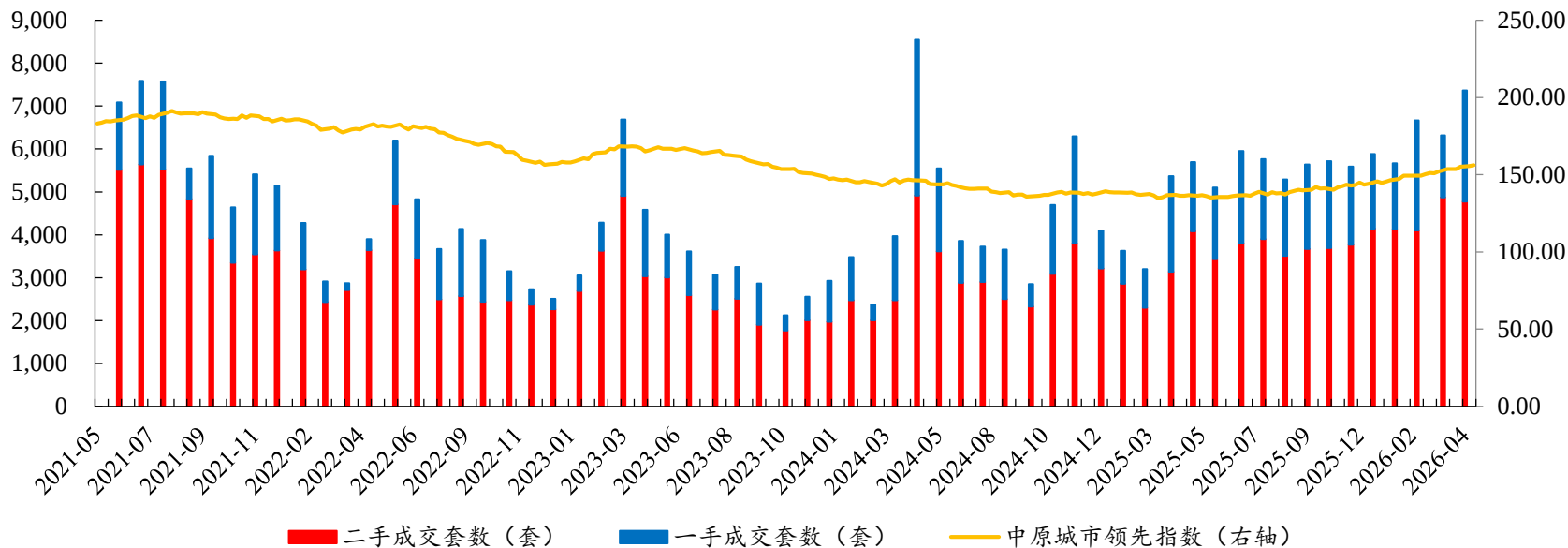
表6：中国香港2023年开启政策放松周期

时间	政策措施
2023年2月	300万以下单位印花税降至100港元。
2023年10月	减辣： 额外印花税(SSD)年期由三年缩短至两年 买家印花税(BSD)、新住宅印花税(NRSD/DSD)减半，从 15% 减半至 7.5%
2024年2月	撤辣： 所有住宅物业交易无须再缴付额外印花税、买家印花税和新住宅印花税。
2025年2月	400万以下单位印花税降至100港元。

资料来源：国家税务总局、中原地产等、开源证券研究所

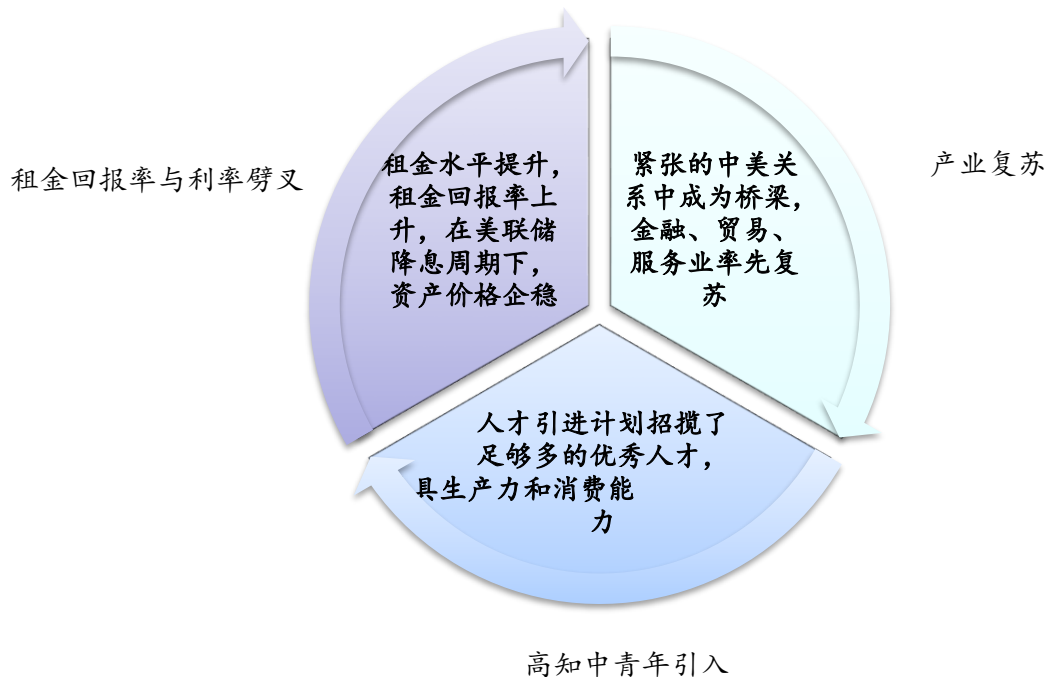
- 2023、2024年中国香港楼市撤辣后需求释放显著，有效补充了内地买家客户。

图15：中国香港楼市撤辣后需求释放显著



数据来源：香港土地注册处、中原地产、开源证券研究所

图16：中国香港楼市回暖由三重因素共同促进



资料来源：开源证券研究所

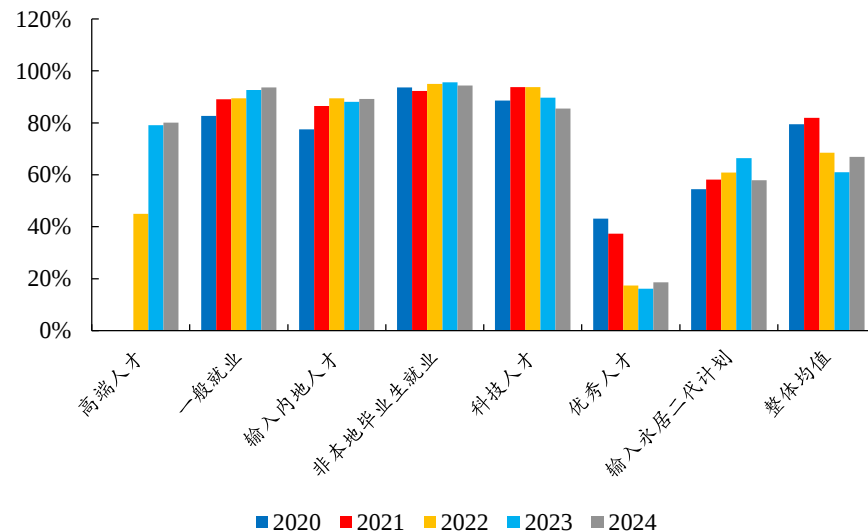
- 香港2025施政报告：自本届香港政府推出一系列新的输入人才政策，至今已有超过23万人才来港工作和发展。其中，高才通计划的申请续签率达55%。

表7：香港政府推出一系列新的输入人才政策

(人)	人才入境计划	2020	2021	2022	2023	2024
高端人才通行证	申请数目			1947	62873	51223
	获批数目			875	49737	41057
一般就业政策	申请数目	17688	15515	15082	28363	37448
	获批数目	14617	13821	13495	26270	35058
输入内地人才计划	申请数目	9026	10485	13155	22411	28398
	获批数目	6995	9065	11768	19757	25344
非本地毕业生留港/回港就业安排	申请数目	7644	7864	10936	27295	26973
	获批数目	7154	7259	10391	26089	25475
科技人才入境计划	申请数目	131	64	64	145	138
	获批数目	116	60	60	130	118
优秀人才入境计划	申请数目	3966	5365	16396	80207	63471
	获批数目	1709	2004	2845	12969	11848
输入中国香港永久性居民第二代计划	申请数目	68	67	92	146	138
	获批数目	37	39	56	97	80
总数	申请数目	38523	39360	57672	221440	207789
	获批数目	30628	32248	39490	135049	138980

数据来源：香港入境事务处、开源证券研究所

图17：香港2024年各项人才计划审批通过率达67%



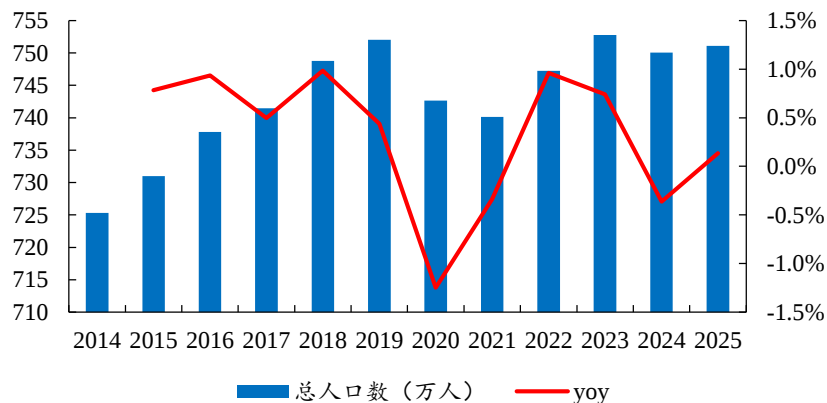
数据来源：香港入境事务处、开源证券研究所

3.3 近十年香港总人口及常住人口整体增长

下载日志已记录，仅供内部参考

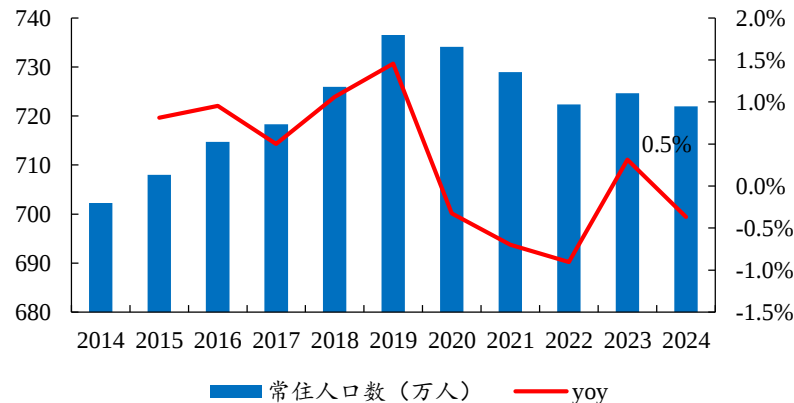
- 2014-2019年，香港总人口数以接近0.5-1%的增速持续增长，2019年香港总人口总人口数752万人，2020年，香港总人口数跌至742.7万人，同比下降1.24%，2021年，总人口数延续跌势，下降0.34%，至740.2万人，2022年起，香港总人口数反弹开始，2022、2023年同比增长0.96%、0.74%，2024年虽同比下降但2025年回升至751万人。
- 常住人口方面，趋势与总人口变化趋势略有不同，2014-2019年常住人口涨势0.5%-1.5%，至2019年达736.5万人，2020-2022年持续下降至722.4万人，2023年略有回升，增长0.32%，达724.6万人，仅回复至2018年左右水平。

图18：香港2025年总人口数同比回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

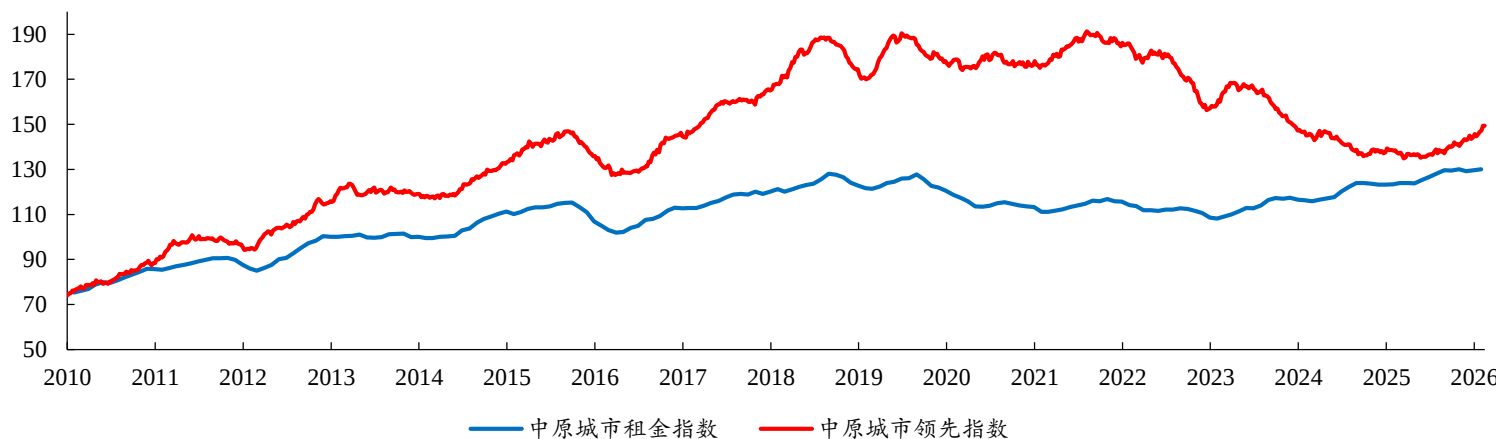
图19：香港2024年常住人口数同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 中原城市租金指数是月度租金指数(CRI)，采用中原集团的租务合约成交价编制。指数是基于一系列有代表性成分屋苑的总租值变化计算，可反映不同角度的租金走势表现。
- 中原城市领先指数是周度房价指数(CCL)，采用中原集团成交记录编制。指数基于有代表性成分屋苑的总市值变化计算，可反映不同角度的房价走势表现。

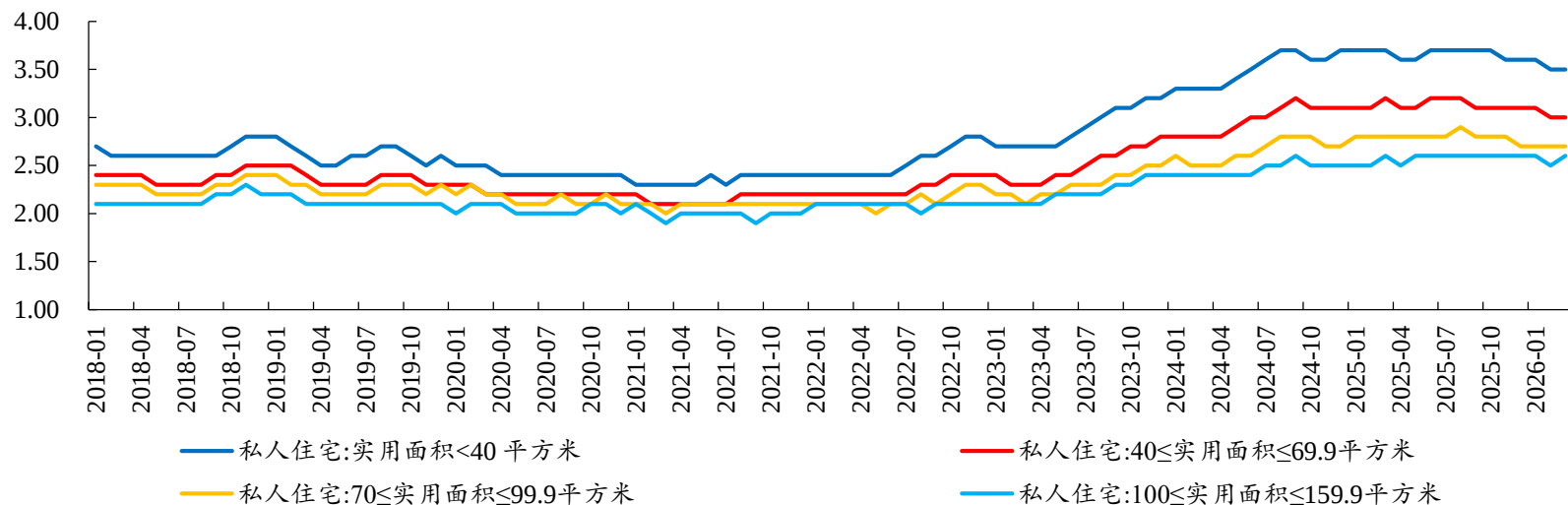
图20：中国香港2026年以来中原城市租金指数和领先指数均有所反弹



数据来源：中原地产、开源证券研究所

- 2022年以来，伴随租金上涨、房价下跌，香港住宅租金回报率上涨，资产配置性价比提升。

图21：香港2023年以来住宅租金回报率有所提升（%）



数据来源：香港差饷物业估价署、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

- 1 公积金贷款额度提升，覆盖度大幅增加，使用场景扩围
- 2 公积金贷款利率下行达到“变相降息”效果
- 3 香港房地产案例：华丽的止跌回稳
- 4 投资建议
- 5 风险提示

我们认为，2026年房地产应聚焦两大主线：一是政策底部的估值修复，开年中央和一线城市政策释放明确政策转向信号，后续公积金政策将持续助力核心城市房地产市场企稳；二是借鉴香港“产业—人口—租金”传导路径，关注核心城市租金回报率修复带来的资产配置需求。

推荐标的：

- （1）布局城市基本面较好、产品力领先的强信用房企：建发国际集团、华润置地、中国金茂、招商蛇口、保利发展、中国海外发展、建发股份、滨江集团、越秀地产、绿城中国；
- （2）住宅与商业地产双轮驱动，REITs快速发展助力资管战略落地：华润置地、新城控股、龙湖集团；
- （3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、建发物业、南都物业、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务；
- （4）二手房渗透率持续提升，房地产后服务赛道前景广阔：我爱我家、贝壳。

表9：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 (亿人民币)		归母净利润(亿人民币)				P/E	
			2026/5/19	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
A股										
600048.SH	保利发展	买入	739	10.35	17.33	31.07	49.52	42.6	23.8	14.9
001979.SZ	招商蛇口	买入	815	10.24	23	38.92	40.75	35.4	20.9	20.0
601155.SH	新城控股	买入	321	6.8	11.18	16.14	24.28	28.7	19.9	13.2
600153.SH	建发股份	买入	288	-108.15	22.11	36.48	46.44	13.0	7.9	6.2
600383.SH	滨江集团	买入	129	21.16	24.08	27.06	25.05	5.3	4.8	5.1
H股										
1109.HK	华润置地	买入	2,200	254.18	263.01	272.48	283.72	8.4	8.1	7.8
0688.HK	中国海外发展	买入	1,519	126.91	118.13	121.31	126.96	12.9	12.5	12.0
1908.HK	建发国际集团	买入	319	36.51	39.6	40.08	41.83	8.1	8.0	7.6
0817.HK	中国金茂	买入	208	12.53	15.6	16.24	-	13.3	12.8	-
0960.HK	龙湖集团	买入	535	10.22	17.04	36.93	50.95	31.4	14.5	10.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至2026年5月20日，汇率1港元=0.87人民币；盈利预测来自开源证券研究所）

- (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) 房企融资进展不及预期：房地产企业融资受限，资金到位不及预期，导致整体建设进度和销售回款滞后。
- (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。

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。

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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

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，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：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

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券