

公司研究/年报点评

2020年04月23日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 13.24
合理价格区间(元): 18.62~19.95

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

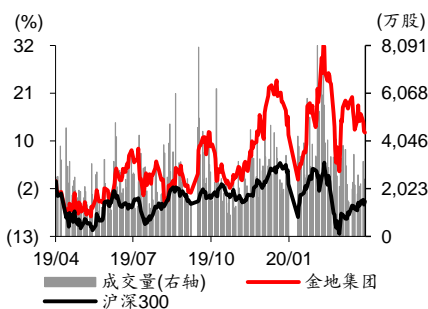
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《金地集团(600383 SH,买入): 销售持续展现弹性,淡季投资力度不减》2020.02
- 2《金地集团(600383 SH,买入): 销售超预期收官,扩张兼具量和质》2020.01
- 3《金地集团(600383 SH,买入): 平衡孕育新成长,而立之年再出发》2019.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,515
流通 A 股 (百万股)	4,515
52 周内股价区间 (元)	11.23-15.67
总市值 (百万元)	59,773
总资产 (百万元)	10,822
每股净资产 (元)	11.98

资料来源: 公司公告

周转增色成长, 权益显著改善

金地集团(600383)

核心观点

公司 2019 年全年实现营收 634.2 亿元, 同比+25.1%; 实现归母净利润 100.8 亿元, 同比+24.4%; EPS2.23 元; 拟每 10 股派发 6.70 元股利; 公司归母净利润符合我们预期。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.66、3.19、3.81 元, 目标价 18.62-19.95 元, 维持“买入”评级。

收入利润如期维持较高增长, 周转提速为成长增色

2019 年公司竣工面积同比+37.7%, 比年初计划超额完成 8%, 推动结算面积和结算收入同比分别+53.8%和 24.6%。2019 年公司要求全面提质增效, 平均开盘周期同比缩短 2 个月, 开竣工周期缩短 3 个月。2020 年计划竣工面积 1158 万方, 同比 19 年计划以及实际竣工面积分别+35.6%和 25.2%, 同时截至 19 年底, 预收账款同比+20.4%, 我们认为规模以及周转效率双重提升能对冲行业利润率下行的影响, 预计公司未来利润依然能维持增长。

全年销售超额完成计划, 20 年预期稳健增长

2019 年全年公司新开工面积 1631 万方, 较年初目标增长 99.1%, 充沛货值推动下, 公司全年销售面积 1079 万方, 同比+22.9%, 销售额 2106 亿, 同比+29.7%, 比年初销售计划高 5%。销售金额位居克而瑞全国榜单第 14, 同比上升 2 名。单城产出 34.5 亿元, 同比+6.3%, 延续核心城市群的深耕优势。2020 年计划新开工面积 923 万方, 同比 19 年年初计划增长 12.7%, 我们预计全年可售货值达 4000 亿, 销售额有望实现稳健增长。

拿地延续积极态度, 权益显著提升

2019 年全年新增土储建面比+57.5%; 新增土储总价同比+20.0%, 面积口径下投资强度为 156.4%, 同比+34.3pct, 拿地权益同比提升, 面积和金额口径下同比分别+7.6 和 6.1pct; 楼面均价 7109 元/平, 同比-23.8%, 保持低成本扩储; 结构方面, 新增土储一、二、三四线城市投资额占比分别为 10%、55%和 35%, 加大了强三线布局。至 19 年底, 公司总土储面积约 5233 万方, 同比+18.9%, 其中一、二线城市占比约 75%, 权益比例 53.5%。

融资和杠杆优势为下一步成长提供空间

19 年底公司净负债率为 60.2%, 同比+12.2pct, 但依然处于行业相对低位, 短债覆盖率为 125%, 尽管同比-278pct, 但依然游刃有余。在整体融资环境收窄, 公司积极扩张的同时, 融资成本依然控制在 4.99%, 2020 年发行的短融以及中票利率仅为 2.60%-3.55%, 彰显公司的融资优势。

平衡孕育新成长, 而立之年再出发, 维持“买入”评级

公司可售货值充足, 看好公司在主流城市聚焦策略下持续施展弹性。维持公司 2020-2021 年 EPS 2.66、3.19 元的盈利预测, 预计 2022 年 EPS 为 3.81 元。参考可比公司 2020 年平均 PE 5.0 倍, 公司 2019 年分红对应股息率达 5.1%, 较高的销售增速和股息率将进一步凸显配置价值, 维持公司 2020 年 PE 估值 7.0-7.5 倍, 目标价 18.62-19.95 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情发展不确定性; 行业政策风险; 行业下行风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	50,699	63,420	81,748	102,758	124,953
+/-%	34.62	25.09	28.90	25.70	21.60
归属母公司净利润 (百万元)	8,098	10,075	12,017	14,414	17,193
+/-%	18.35	24.41	19.28	19.94	19.28
EPS (元, 最新摊薄)	1.79	2.23	2.66	3.19	3.81
PE (倍)	7.38	5.93	4.97	4.15	3.48

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

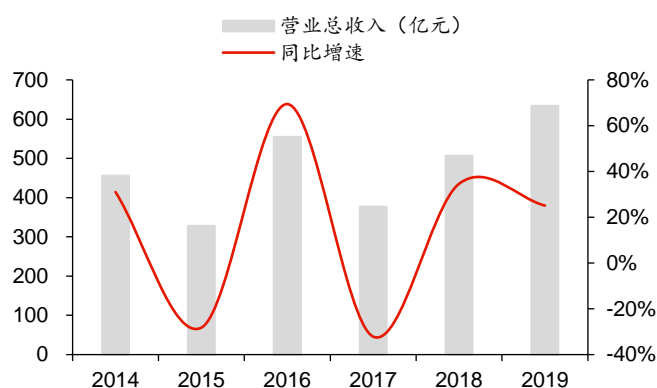
收入利润如期维持较高增长，周转提速为成长增色

2019 年全年公司竣工面积 925 万方，同比增长 37.7%，比年初计划超额完成 8%，推动结算面积同比增长 53.8%至 393.2 万方，结算收入同比上升 24.6%至 573.9 亿元。行业盈利中枢下行的环境下，公司结算毛利率 41.3%，同比下降 1.8pct。2019 年公司要求全面提质增效，加速推进“3722”快周转战略，在运营层面已有显著成效，新开盘住宅项目平均开盘周期同比缩短 2 个月至 8.8 个月，通过优化工程管理，项目开工至竣工周期缩短 3 个月。

公司 2020 年计划竣工面积 1158 万方，同比 19 年计划以及实际竣工面积分别增长 35.6%和 25.2%，同时截至 2019 年底，预收账款同比增长 20.4%至 839.7 亿元，我们认为规模以及周转效率双重提升能够对冲行业利润率下行对公司的影响，我们预计公司未来的利润依然能维持增长。

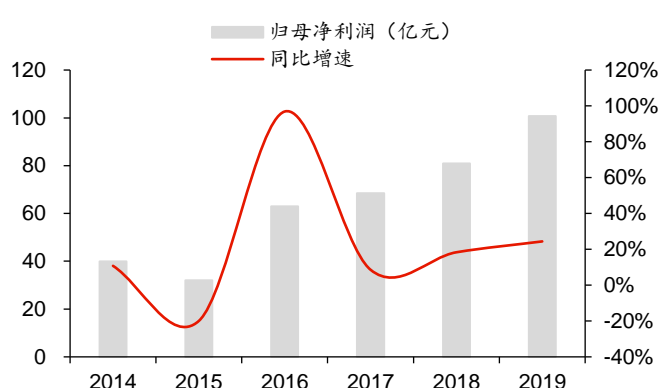
多元化层面，公司物业管理业务进一步快速扩张。截至 2019 年底物管合同管理面积突破 2.1 亿方，同比增长 40%，服务覆盖全国 160 座城市、1000 余个项目。物管收入同比增长 42.2%至 30.7 亿，毛利同比增长 45.2%至 3.0 亿。以商业综合体开发为特色的金地商置以及金融平台稳盛投资也在持续发展，我们认为未来商业、物管、金融协同发展将会形成公司新的增长点。

图表1： 公司营业收入和同比增速



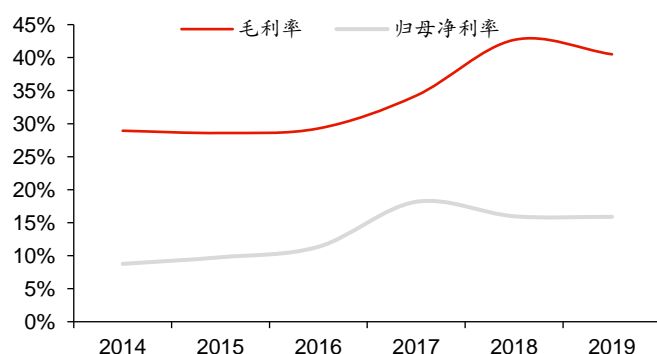
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2： 公司归母净利润和同比增速



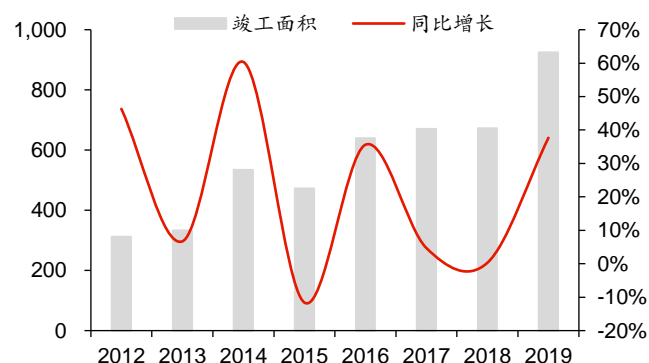
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3： 公司毛利率与净利率



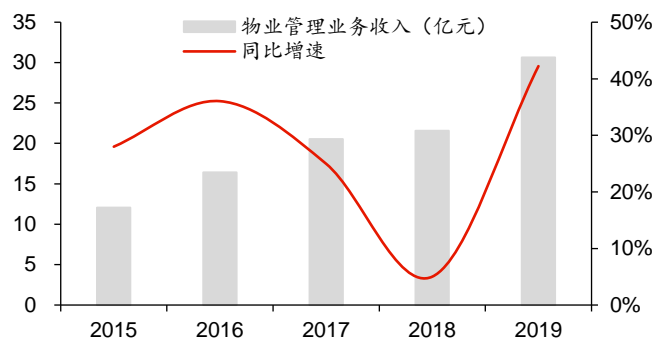
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4： 公司竣工面积和同比增速



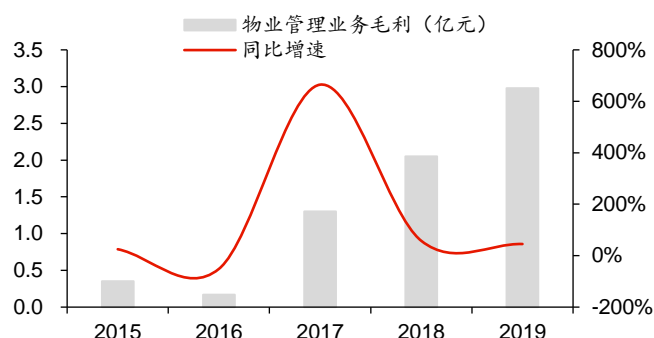
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5： 公司物业管理收入和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6： 公司物业管理毛利和同比增速



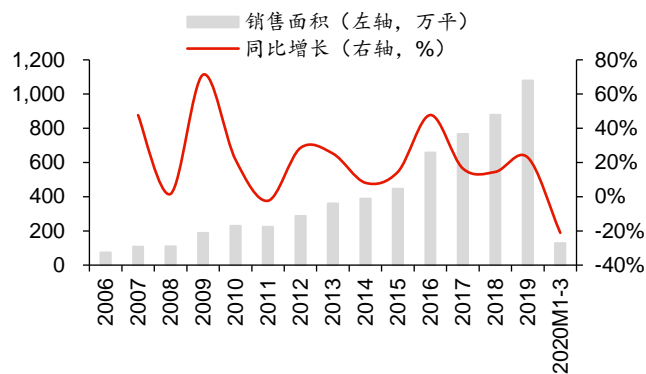
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

全年销售超额完成计划，20 年预期稳健增长

2019 年全年公司新开工面积 1631 万方，在 18 年高位基础上进一步增长 4.9%，较年初目标增长 99.1%，原因在于当年拿地当年实现新开工的项目较多。充沛货值推动下，公司全年销售面积 1079 万方，同比增长 22.9%，销售额 2106 亿，同比增长 29.7%，比年初销售计划高 5%，增速在 A 股上市公司中也保持领先水平；全年销售均价 1.95 万元/平，同比增加 5.5%。全年销售金额位居克而瑞全国榜单第 14，相比 2018 年上升 2 名。公司 2019 年末布局城市数量 61 座，单城产出 34.5 亿元，同比增长 6.3%，延续核心城市群的深耕优势。

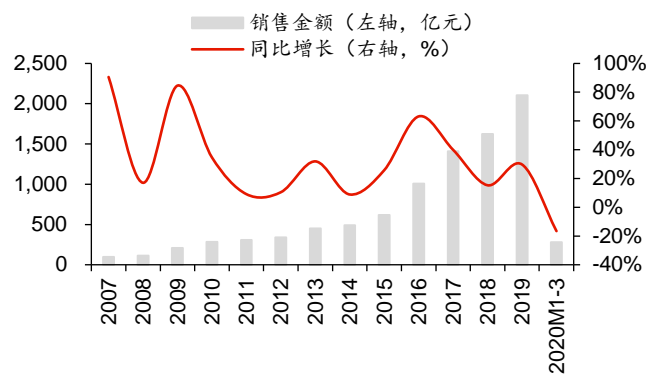
展望 2020 年，疫情影响下，公司一季度累计实现签约面积 127.5 万方，同比下降 21.1%；累计实现签约金额 282.1 亿元，同比下降 16.6%，在销售规模 TOP20 房企中属于中等水平，高于排名 TOP11-20 房企平均增速 1.8pct。公司今年计划新开工面积 923 万方，同比 19 年年初计划增长 12.7%，随着疫情影响的弱化，预计公司二季度开始将加快推货节奏，我们预计全年可售货值达 4000 亿，同比增长 10%左右，销售额有望实现稳健增长。

图表7：公司销售面积和同比增速



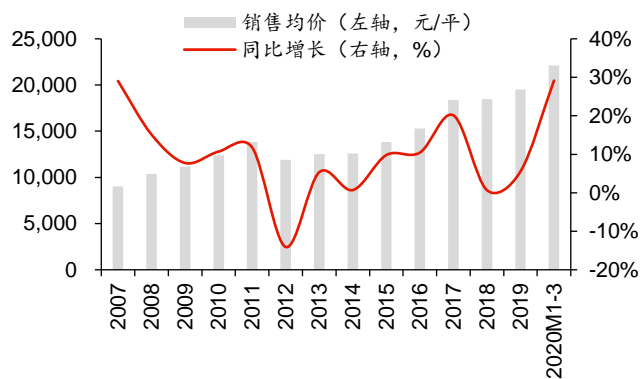
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8：公司销售金额和同比增速



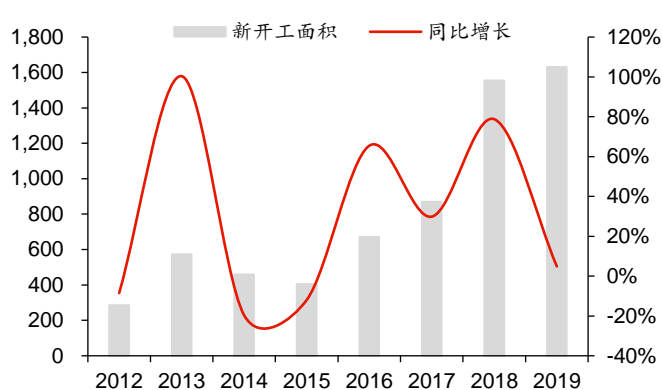
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表9：公司销售均价和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10：公司新开工面积和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

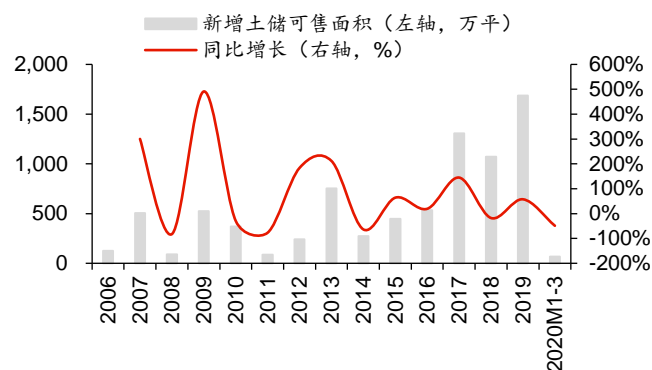
拿地延续积极态度，权益显著提升

2019 年全年新增土储建面 1688 万平，同比增长 57.5%；新增土储总价 1200 亿元，同比增长 20.0%，公司 2017 年开启逆周期稳步扩张，连续 3 年新增土储建面突破 1000 万平，2019 年新进入贵阳、廊坊、鄂州、台州、漳州、湛江、威海等 11 城。投资强度方面，面积口径和金额口径下，投资强度分别为 156.4%和 57.0%，同比分别提升 34.3pct 和下降 4.6pct，拿地权益同比提升，面积口径和金额口径下分别为 52.5%和 46.5%，同比分别提升 7.6 和 6.1pct；楼面均价 7109 元/平，同比下降 23.8%，地价房价比 36.4%，同比下降 14.0pct，继续保持低成本扩储；结构方面，新增土储的一、二、三四线城市投资额占比分别为 10%、55%和 35%，相对而言加大了强三线布局。

至 2019 年底，公司总土储面积总土地储备约 5233 万方，同比增长 18.9%，其中一、二线城市占比约为 75%。面积口径下总土储权益比例为 53.5%，同比上升 1.2pct。我们认为有望为后续规模进一步增长铺垫。

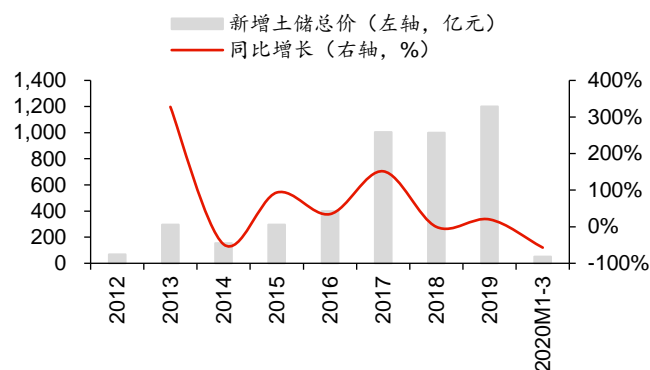
2020 年一季度受疫情影响，公司累计新增土储面积为 68.6 万方，同比下降 49.0%，拿地金额 50.8 亿，同比下降 57.1%，面积口径下投资强度 53.8%，其中 3 月末拿地。楼面价 6274 元/平，楼面价/销售均价比例降至历史低位。

图表11: 公司新增土储可售面积和同比增速



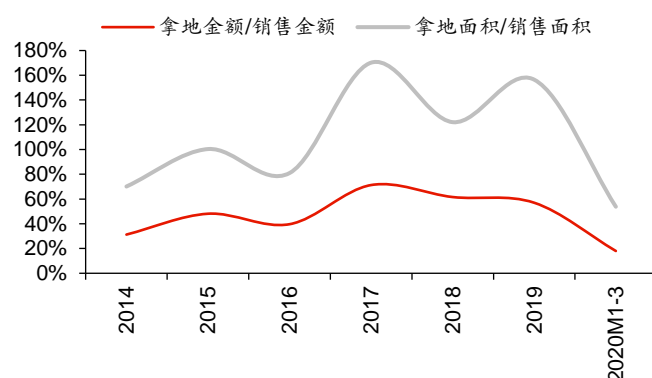
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表12: 公司新增土储总价和同比增速



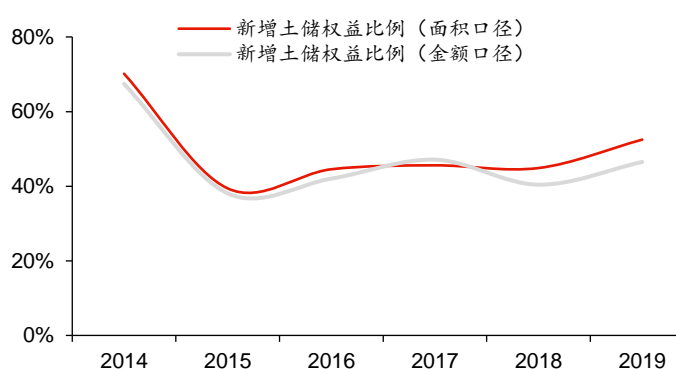
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表13: 公司拿地金额/销售额



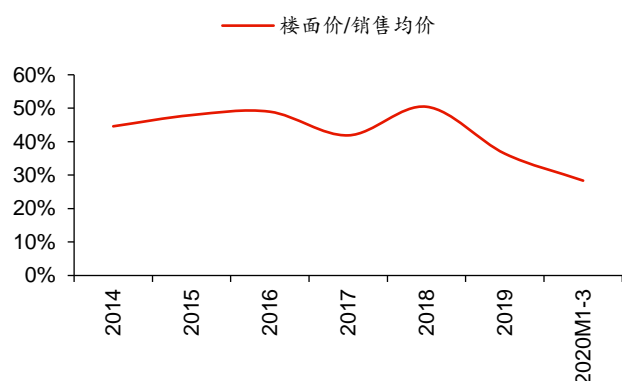
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表14: 公司新增土储权益比例



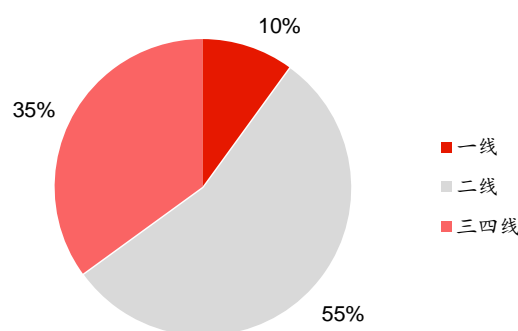
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表15: 公司新增土储楼面价/销售均价



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表16: 2019 年公司新增土储结构

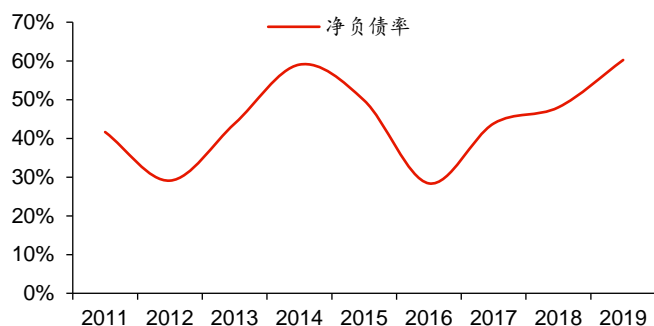


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

融资和杠杆优势为下一步成长提供空间

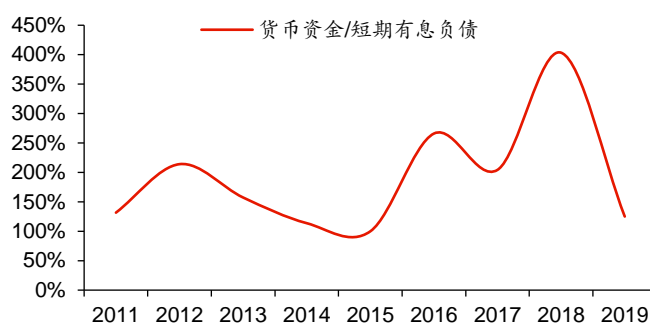
19 年底公司净负债率为 60.2%，同比上浮 12.2pct，但依然处于行业相对低位，短债覆盖率为 125%，主要因为 18 年所发 2+1 期公司债到行权期，总规模约 80 亿，尽管同比下降 278pct，但依然游刃有余。在整体融资环境收窄，公司积极扩张的同时，融资成本依然控制在 4.99%，2020 年发行的短融以及中票利率仅为 2.60%-3.55%，彰显公司的融资优势，为下一步成长带来空间。

图表17： 公司净负债率



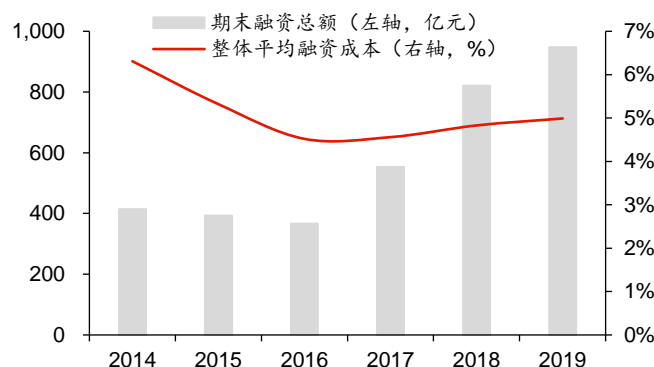
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表18： 公司货币资金/短期有息负债



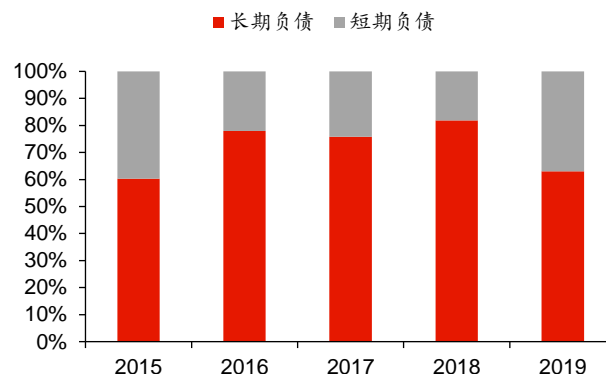
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表19： 公司期末融资余额以及平均融资成本



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表20： 公司长短期债结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表21： 公司近期发债情况

债务类型	债券简称	起息日	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	票面利率 (%)
境内债	19 金地 SCP001	2019/2/27	30	0.7	3.2%
	威新软件 2019 年第一期资产支持票据	2019/5/8	14 亿元	10.0	4.5%
	20 金地 MTN001B	2020/4/3	5	5.0	3.55%
	20 金地 MTN001A	2020/4/3	15	5.0	3.05%
	20 金地 SCP004	2020/3/20	10	0.7	2.60%
	20 金地 SCP003	2020/3/16	10	0.7	2.63%
	20 金地 SCP002	2020/3/6	10	0.7	2.69%
	20 金地 SCP001	2020/2/20	10	0.7	2.83%
	19 金地 SCP001	2019/2/27	30 亿元	0.7	3.2%
境外债	金地永隆 6% B2021	2019/4/1	3 亿美元	2.5	6.0%
	金地永隆 5.6% B2022	2019/6/14	2.5 亿美元	3	5.6%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

平衡孕育新成长，而立之年再出发，维持“买入”评级

公司可售货值充足，看好公司在主流城市聚焦策略下持续施展弹性。维持公司 2020-2021 年 EPS 2.66、3.19 元的盈利预测，预计 2022 年 EPS 为 3.81 元。参考可比公司 2020 年平均 PE 5.0 倍，公司股息率达 5.1%，公司较高的销售增速和股息率预期将进一步凸显配置价值，我们认为公司 2020 年合理 PE 估值 7-7.5 倍，维持目标价 18.62-19.95 元，维持“买入”评级。

图表22：可比公司估值表（截至 2020 年 4 月 22 日，盈利预测数据来自 Wind 一致预期）

股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000002.SZ	万科 A	2,894.61	26.13	3.06	3.47	4.06	4.74	8.54	7.53	6.43
600048.SH	保利地产	1,903.26	15.95	1.59	2.35	2.75	3.24	10.03	6.79	5.79
600606.SH	绿地控股	655.86	5.39	0.93	1.22	1.42	1.76	5.80	4.42	3.81
601155.SH	新城控股	689.65	30.56	4.69	5.62	7.12	8.78	6.52	5.44	4.29
001979.SZ	招商蛇口	1,314.88	16.61	1.89	1.99	2.54	3.06	8.79	8.35	6.54
000961.SZ	中南建设	281.44	7.55	0.59	1.10	1.90	2.44	12.77	6.84	3.97
000671.SZ	阳光城	278.45	6.82	0.66	0.90	1.36	1.79	10.33	7.58	5.00
600376.SH	首开股份	170.25	6.60	1.07	1.48	1.70	1.96	6.19	4.46	3.88
600466.SH	蓝光发展	174.33	5.78	0.62	1.05	1.66	2.01	9.29	5.48	3.47
000656.SZ	金科股份	420.24	7.87	0.72	1.05	1.32	1.62	10.93	7.50	5.95
002244.SZ	滨江集团	129.75	4.17	0.39	0.53	0.70	0.90	10.69	7.87	5.94
平均							9.08	6.57	5.01	4.09

资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：其中万科 A、保利地产、绿地控股、新城控股、招商蛇口、阳光城、蓝光发展、金科股份、滨江集团 2019 年 EPS 为 2019 年年报披露值

风险提示

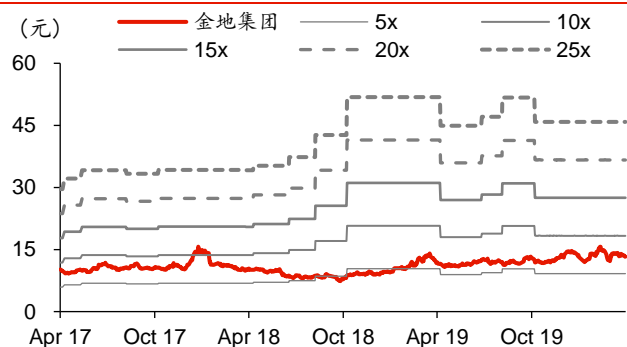
疫情发展不确定性：春运返程高峰到来、超级传播者出现的可能、病毒变异的可能等因素使得疫情发展存在不确定性。

行业政策风险：宏观流动性政策的变化，“一城一策”落地的节奏、范围、力度，房地产融资政策收紧的节奏、范围、力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

行业下行风险：若调控政策未出现较大力度放松，行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄以及疫情的冲击，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能（尤其是部分三四线城市），使得行业销售、新开工、投资增速低于我们的预测值。

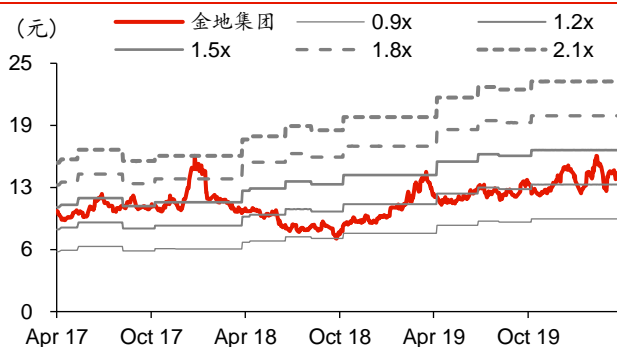
PE/PB - Bands

图表23：金地集团历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表24：金地集团历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	227,637	270,823	315,709	361,238	406,479
现金	44,010	45,142	53,512	72,821	89,223
应收账款	103.27	285.71	314.28	345.70	380.27
其他应收账款	63,742	77,742	85,516	94,067	103,474
预付账款	920.12	556.17	611.79	672.97	740.26
存货	112,117	139,783	167,739	184,513	202,964
其他流动资产	6,746	7,315	8,015	8,818	9,697
非流动资产	50,718	63,993	70,192	77,639	85,554
长期投资	24,787	35,955	39,550	43,505	47,856
固定投资	1,060	1,249	1,914	2,515	3,050
无形资产	39.85	31.62	15.16	(1.29)	(17.75)
其他非流动资产	24,830	26,758	28,713	31,621	34,666
资产总计	278,355	334,816	385,901	438,877	492,033
流动负债	140,613	188,330	215,560	242,155	266,370
短期借款	2,646	3,296	3,625	3,988	4,386
应付账款	13,873	19,665	21,631	23,795	26,174
其他流动负债	124,094	165,370	190,304	214,372	235,810
非流动负债	71,265	64,116	69,314	73,664	77,173
长期借款	27,425	27,595	30,595	32,595	33,595
其他非流动负债	43,839	36,522	38,719	41,070	43,579
负债合计	211,877	252,447	284,874	315,819	343,544
少数股东权益	20,027	28,275	34,413	41,530	49,266
股本	4,515	4,515	4,515	4,515	4,515
资本公积	3,313	3,712	3,712	3,712	3,712
留存公积	38,151	45,491	57,885	72,300	89,493
归属母公司股东权益	46,451	54,094	66,613	81,529	99,223
负债和股东权益	278,355	334,816	385,901	438,877	492,033

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(1,828)	7,899	420.89	11,927	9,537
净利润	12,105	15,465	18,156	21,530	24,929
折旧摊销	162.21	195.74	216.72	284.69	349.03
财务费用	(653.35)	101.10	512.74	606.79	737.33
投资损失	(4,084)	(5,976)	(6,872)	(7,560)	(8,316)
营运资金变动	(10,374)	(4,381)	(13,125)	(3,765)	(9,166)
其他经营现金	1,016	2,494	1,533	829.55	1,003
投资活动现金	(5,211)	(9,641)	401.93	494.62	635.16
资本支出	856.21	1,142	800.00	800.00	800.00
长期投资	5,709	8,042	5,631	6,194	6,814
其他投资现金	1,355	(457.30)	6,833	7,489	8,249
筹资活动现金	21,330	5,114	7,548	6,887	6,230
短期借款	294.57	650.06	329.56	362.52	398.77
长期借款	10,063	169.19	3,000	2,000	1,000
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(142.63)	398.64	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	11,116	3,896	4,218	4,525	4,831
现金净增加额	14,398	3,412	8,370	19,309	16,402

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	50,699	63,420	81,748	102,758	124,953
营业成本	28,836	37,533	49,595	63,828	79,422
营业税金及附加	6,124	6,172	8,584	10,276	11,871
营业费用	1,417	2,110	1,962	2,363	2,749
管理费用	3,267	3,958	4,905	5,909	6,872
财务费用	(653.35)	101.10	512.74	606.79	737.33
资产减值损失	(961.73)	(218.28)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
公允价值变动收益	340.97	501.35	501.35	501.35	501.35
投资净收益	4,084	5,976	6,872	7,560	8,316
营业利润	15,178	19,716	23,064	27,336	31,619
营业外收入	84.02	100.55	95.04	96.88	96.27
营业外支出	151.39	307.11	255.21	272.51	266.74
利润总额	15,111	19,509	22,903	27,161	31,449
所得税	3,006	4,044	4,748	5,630	6,519
净利润	12,105	15,465	18,156	21,530	24,929
少数股东损益	4,006	5,390	6,138	7,116	7,736
归属母公司净利润	8,098	10,075	12,017	14,414	17,193
EBITDA	14,687	20,013	23,793	28,228	32,705
EPS (元, 基本)	1.79	2.23	2.66	3.19	3.81

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	34.62	25.09	28.90	25.70	21.60
营业利润	30.22	29.89	16.98	18.53	15.67
归属母公司净利润	18.35	24.41	19.28	19.94	19.28
获利能力 (%)					
毛利率	43.12	40.82	39.33	37.89	36.44
净利率	15.97	15.89	14.70	14.03	13.76
ROE	17.43	18.63	18.04	17.68	17.33
ROIC	21.01	20.82	20.94	23.66	24.82
偿债能力					
资产负债率 (%)	76.12	75.40	73.82	71.96	69.82
净负债比率 (%)	18.09	25.23	24.68	24.15	23.77
流动比率	1.62	1.44	1.46	1.49	1.53
速动比率	0.82	0.69	0.68	0.73	0.76
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.21	0.23	0.25	0.27
应收账款周转率	589.95	323.09	272.50	311.40	344.23
应付账款周转率	2.42	2.24	2.40	2.81	3.18
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.79	2.23	2.66	3.19	3.81
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.41)	1.75	0.09	2.64	2.11
每股净资产(最新摊薄)	10.29	11.98	14.76	18.06	21.98
估值比率					
PE (倍)	7.38	5.93	4.97	4.15	3.48
PB (倍)	1.29	1.11	0.90	0.73	0.60
EV_EBITDA (倍)	5.40	3.96	3.33	2.81	2.42

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、韩笑，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师陈慎、刘璐、韩笑本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司