

世联行 (002285)

推荐

行业：房地产开发

顺应行业趋势，抢滩长租公寓

公司公布三季报，16年前三季度实现营收41.9亿元(+37.7%)，归母净利润3.8亿元(+50.9%)，归母扣非净利润3.5亿元(+43.6%)。

投资要点：

◇ **互联网+、代理销售推动业绩持续高增长，管理效率持续提高。**公司16年三季度实现营收41.9亿元(+37.7%)，主要由于代理销售业务收入+33.3%，互联网+业务收入+103.5%，金融业务收入+36.5%，归母净利润3.8亿元(+50.9%)，归母扣非净利润3.5亿元(+43.6%)。综合毛利率23.2%(同比降4.1个百分点)，净利率9.1%(同比提升0.8个百分点)。三季度末现金增至33.6亿元，资产负债率较15年末降4个百分点至47%。三费率持续下降，较15年末降1.5个百分点至7.0%。

◇ **凭借服务B端多年积累的丰富资源，依托“房屋托管+标准装修+管理服务”模式，有效整合房源，坚定转型存量市场，拓展长租公寓管理规模。**在行业仍有巨大发展空间的背景下，公司顺应发展趋势，凭借一二线城市扎实的布局，拟定增募集资金扩大长租公寓管理规模。目前长租公寓的拳头品牌红璞公寓已在广州、深圳、武汉、合肥、厦门、南京、杭州等城市落地，目前签约超1万间(含在营及在装修)，目标16年底做到3万间，2017年做到10万间。拟定增2.85亿股，底价7.01元/股，募资20亿元，计划三年内建设13万间长租公寓，总投资约24.8亿，项目投资回收期6.01年，内部收益率为14.69%。测算16-18年长租公寓对EPS贡献，保守预测为0.01/0.02/0.04元/股；中性预测为0.02/0.07/0.13元/股；乐观预测为0.05/0.16/0.21元/股。目前定增证监会已受理，若能获批将助推公司业务转型并再度高速发展。

◇ **地产基金有益尝试。**公司持股49%的孙公司——世联同创近期发起设立“世联同创不动产稳健1号”契约型不动产基金，初始规模10亿元，世联投资拟出资6亿元。主投不动产销售权收购、资产证券化等项目。此外，公司持股90%的资产管理业务重要载体——世联君汇申请新三板挂牌事项已获受理，尚须进一步核准。

◇ **重点布局的城市销售回暖带动代理销售持续高增长，布局长租公寓坚定转型存量服务，创新业务保持高成长，各业务协同效应日益增强。**预计16-18年营业收入68、87、111亿元，同比增速44%、28%、28%，三年复合增速33%；16-18年EPS0.3、0.38、0.44元，三年复合增速20%，对应当前股价PE28、22、19倍，6个月目标价10元，对应16年PE33倍，维持“推荐”评级。

◇ **风险提示：**政策调控带来市场波动、市场波动剧烈、创新业务发展不及预期。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4711	6765	8684	11096
收入同比(%)	42%	44%	28%	28%
归属母公司净利润	509	614	763	887
净利润同比(%)	29%	20%	24%	16%
毛利率(%)	32.5%	30.6%	29.4%	27.8%
ROE(%)	14.3%	14.9%	16.1%	16.1%
每股收益(元)	0.25	0.30	0.38	0.44
P/E	33.50	27.80	22.36	19.23
P/B	4.81	4.16	3.60	3.09
EV/EBITDA	18	16	13	11

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：郭泰

S0960116030003

010-63222915

guotai@china-invs.cn

6-12个月目标价：10

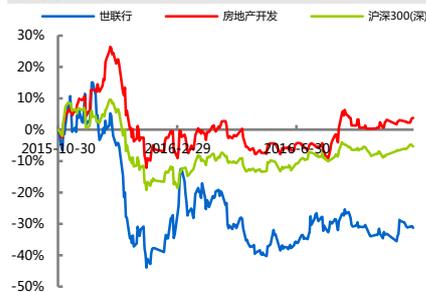
当前股价：8.06

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	2,045
流通股本(百万股)	1,697
总市值(亿元)	165
流通市值(亿元)	137
成交量(百万股)	39.15
成交额(百万元)	317.40

股价表现



相关报告

《世联行-核心业务持续高增长，坚定转型存量服务》2016-08-16

《世联行-资产服务重要载体申请新三板挂牌》2016-05-13

《世联行-创新业务大超预期，继续高增长态势》2016-05-03

目 录

一、 坚定转型存量市场，发展服务长租公寓.....	4
二、 子公司挂牌新三板获受理，地产基金首尝试.....	6
三、 互联网+、代理销售推动业绩持续高增长，管理效率持续提高.....	7

图目录

图 1 规模、租金差预计矩阵	6
图 2 三费水平	7
图 3 综合毛利率和净利率	7
图 4 货币资金和短期负债	7
图 5 负债水平	7
图 6 经营情况	8
图 7 EPS 和 ROE	8
图 8 各业务营业收入历年变化	8
图 9 各业务营业成本历年变化	8
图 10 各业务毛利变化	9
图 11 各业务营业收入占比	9
图 12 2012-2016 年已实现的代理销售额	9
图 13 代理销售市场份额	9

表目录

表 1 长租公寓毛利率测算	4
表 2 长租公寓净利率测算（假设三费费率为 7%、房产税为租金收入的 12%、企业所得税为 25%）	5
表 3 长租公寓保守、中性、乐观下对 EPS 的贡献测算	6

一、坚定转型存量市场，发展服务长租公寓

公司坚定转型存量服务，拟定增募集 20 亿元将投入长租公寓。新定增方案拟发行 2.85 亿股，发行底价 7.01 元/股，募集资金总额 20 亿元，计划三年内建设 13 万间长租公寓，总投资约 24.8 亿，项目投资回收期 6.01 年，内部收益率为 14.69%。本次定增已受证监会受理，尚需证监会审批。

一、二线城市不仅拥有大量的存量资产，而且由于人口持续净流入，租赁需求巨大。目前长租公寓市场仍处于启蒙阶段，规模最大的是链家旗下的自如品牌，创立 5 年，在北上深已经做了 20 万间长租公寓。长租公寓在北京、上海依然比较稀缺的，住宅存量约 500 万套，用于出租的仅 10 万套，占比仅 2%，未来仍有很大的提升空间。

在行业仍有巨大发展空间的背景下，公司顺应发展趋势，凭借一二线城市扎实的布局，定增募集资金将迅速扩大长租公寓管理规模。目前长租公寓的拳头品牌红璞公寓已在广州、深圳、武汉、合肥、厦门、南京、杭州等城市落地，目前签约超 1 万间（含在营及在装修），公司目标到 2016 年底做到 3 万间，2017 年做到 10 万间。由于公司长期服务 B 端客户，在 B 端获取房源有一定的优势，因此红璞公寓未来将以集中式为主。集中式是从政府或者企业以租赁方式获取一整栋房源，该房源类型不限。

公司将通过“房屋托管+标准装修+管理服务”模式，有效整合资产资源，为客户提供租后管理、保洁维修、社交娱乐等服务，解决传统租房模式痛点。项目总投资约 24.8 亿元，平均每间成本 1.9 万/套，主要是改造费用，包括硬装+软装，主要是赚取租金差，在不同的城市会有一定的差别。

我们首先对长租公寓的毛利率、净利率进行测算。我们假设收房价格在 800-2300 元/间/月之间，租金差在 200-500 元/间/月之间变动，实际应用中不同的城市及城市中不同的区位，收房价格、租金差均会波动，此处假设所有项目的平均值以方便计算。另假设装修配套 20000 元/套，由于配套主要成本为家具家电，故此处假设每套装修配套成本与面积、收房价格无关，每套装修配套成本摊销 5 年，并假设每套房有两间屋子可以出租。在测算净利率时，假设三费费率 7%、房产税为租金收入的 12%、企业所得税 25%。根据测算，长租公寓的毛利率与规模无关，仅与收房价格、租金差、装修配套成本有关，在租金差一定的情况下，收房价格与毛利率呈反比，即收房价格越高毛利率越低；在收房价格一定的情况下，租金差与毛利率呈正比，即租金差越高毛利率越高。

表 1 长租公寓毛利率测算

毛利率		租金差（元/间/月）						
		200	250	300	350	400	450	500
收房价格 (元/间/月)	800	4.2%	10.4%	16.7%	22.9%	29.2%	35.4%	41.7%
	900	3.7%	9.3%	14.8%	20.4%	25.9%	31.5%	37.0%
	1000	3.3%	8.3%	13.3%	18.3%	23.3%	28.3%	33.3%
	1100	3.0%	7.6%	12.1%	16.7%	21.2%	25.8%	30.3%
	1200	2.8%	6.9%	11.1%	15.3%	19.4%	23.6%	27.8%
	1300	2.6%	6.4%	10.3%	14.1%	17.9%	21.8%	25.6%

1400	2.4%	6.0%	9.5%	13.1%	16.7%	20.2%	23.8%
1500	2.2%	5.6%	8.9%	12.2%	15.6%	18.9%	22.2%
1600	2.1%	5.2%	8.3%	11.5%	14.6%	17.7%	20.8%
1700	2.0%	4.9%	7.8%	10.8%	13.7%	16.7%	19.6%
1800	1.9%	4.6%	7.4%	10.2%	13.0%	15.7%	18.5%
1900	1.8%	4.4%	7.0%	9.6%	12.3%	14.9%	17.5%
2000	1.7%	4.2%	6.7%	9.2%	11.7%	14.2%	16.7%
2100	1.6%	4.0%	6.3%	8.7%	11.1%	13.5%	15.9%
2200	1.5%	3.8%	6.1%	8.3%	10.6%	12.9%	15.2%
2300	1.4%	3.6%	5.8%	8.0%	10.1%	12.3%	14.5%

资料来源：中国中投证券研究总部

表 2 长租公寓净利率测算(假设三费费率为 7%、房产税为租金收入的 12%、企业所得税为 25%)

净利率	租金差 (元/间/月)							
	200	250	300	350	400	450	500	
收房价格 (元/间/月)	800	2.6%	6.4%	10.2%	14.1%	17.9%	21.7%	25.6%
	900	2.3%	5.7%	9.1%	12.5%	15.9%	19.3%	22.7%
	1000	2.0%	5.1%	8.2%	11.3%	14.3%	17.4%	20.5%
	1100	1.9%	4.7%	7.4%	10.2%	13.0%	15.8%	18.6%
	1200	1.7%	4.3%	6.8%	9.4%	11.9%	14.5%	17.1%
	1300	1.6%	3.9%	6.3%	8.7%	11.0%	13.4%	15.7%
	1400	1.5%	3.7%	5.8%	8.0%	10.2%	12.4%	14.6%
	1500	1.4%	3.4%	5.5%	7.5%	9.5%	11.6%	13.6%
	1600	1.3%	3.2%	5.1%	7.0%	9.0%	10.9%	12.8%
	1700	1.2%	3.0%	4.8%	6.6%	8.4%	10.2%	12.0%
	1800	1.1%	2.8%	4.5%	6.3%	8.0%	9.7%	11.4%
	1900	1.1%	2.7%	4.3%	5.9%	7.5%	9.2%	10.8%
	2000	1.0%	2.6%	4.1%	5.6%	7.2%	8.7%	10.2%
	2100	1.0%	2.4%	3.9%	5.4%	6.8%	8.3%	9.7%
	2200	0.9%	2.3%	3.7%	5.1%	6.5%	7.9%	9.3%
	2300	0.9%	2.2%	3.6%	4.9%	6.2%	7.6%	8.9%

资料来源：中国中投证券研究总部

其次，我们从规模、租金差两个维度对 EPS 的贡献进行测算。在对公司长租公寓 2016-2018 年每年的规模进行假设时，保守推测 16-18 年规模为 1/4/7 万间，中性推测 16-18 年规模为 2/7/12 万间，乐观推测 16-18 年规模为 3/10/13 万间。以收房价格 1500 元/间/月对租金差预测时，保守推测：租金差 300 元/间/月；中性推测：租金差 400 元/间/月；乐观推测：租金差 500 元/间/月。根据相应的净利率进行计算可得相应矩阵，在对规模、租金差均使用保守预测时，16-18 年长租公寓对 EPS 的贡献为 0.01/0.02/0.04 元/股；均使用中性预测时，16-18 年长租公寓对 EPS 的贡献为 0.02/0.07/0.13 元/股；均使用乐观预测时，16-18 年长租公寓对 EPS 的贡献为 0.05/0.16/0.21 元/股。

表 3 长租公寓保守、中性、乐观下对 EPS 的贡献测算

长租公寓规模 (万间)			营业收入 (亿元)			净利 (亿元)			贡献 EPS (元/股)		
			保守	中性	乐观	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
保守	2016	1	2.2	2.3	2.4	0.1	0.2	0.3	0.01	0.01	0.02
	2017	4	8.6	9.1	9.6	0.5	0.9	1.3	0.02	0.04	0.06
	2018	7	15.1	16.0	16.8	0.8	1.5	2.3	0.04	0.07	0.11
中性	2016	2	4.3	4.6	4.8	0.2	0.4	0.7	0.01	0.02	0.03
	2017	7	15.1	16.0	16.8	0.8	1.5	2.3	0.04	0.07	0.11
	2018	12	25.9	27.4	28.8	1.4	2.6	3.9	0.07	0.13	0.19
乐观	2016	3	6.5	6.8	7.2	0.4	0.7	1.0	0.02	0.03	0.05
	2017	10	21.6	22.8	24.0	1.2	2.2	3.3	0.06	0.11	0.16
	2018	13	28.1	29.6	31.2	1.5	2.8	4.3	0.07	0.14	0.21

资料来源：中国中投证券研究总部

图 1 规模、租金差预计矩阵

贡献EPS (元/股)		长租公寓租金差预计		
		保守	中性	乐观
长租公寓规模预计	保守	0.01	0.01	0.02
		0.02	0.04	0.06
		0.04	0.07	0.11
中性	0.01	0.02	0.03	
	0.04	0.07	0.11	
	0.07	0.13	0.19	
乐观	0.02	0.03	0.05	
	0.06	0.11	0.16	
	0.07	0.14	0.21	

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

二、子公司挂牌新三板获受理，地产基金首尝试

公司持股 90% 的世联兴业已完成改制设立股份有限公司、增加注册资本及名称变更等工商变更登记手续，并更名为世联君汇。世联君汇是公司资产管理服务业务板块中面向写字楼、产业园、众创空间、街区商业等非住宅类物业所有者及使用者提供服务的重要载体，若成功挂牌新三板，将有助于增厚资产服务业务运营实力。本次世联君汇申请新三板挂牌事项已获全国中小企业股份转让系统有限责任公司受理，尚须进一步核准。

地产基金方面，公司仍然在进行有益尝试。公司全资子公司世联投资出资 1470 万元与同创锦绣利用双方优势资源共同设立的不动产类投资业务的合作运行平台——世联同创，世联投资持有 49% 股权。公司通过世联同创发起设立地产基金收购不动产销售权或相关权益，结合公司自身及外部资源优势，在实现基金收益的同时增强公司代理销售服务的竞争能力。目前世联同创已发起设立“同创世联地产平衡二号基金”及“同创世联地产平衡三号基金”。

近期世联同创发起设立“世联同创不动产稳健 1 号”契约型不动产基金，以开展不

动产类投资业务，初始规模不超过 10 亿元人民币，世联投资拟以自有资金认缴出资不超过 6 亿元。投资标的为基金管理人及公司严格筛选出的不动产销售权收购类项目、资产证券化类项目等优质项目，通过公司的运营能力和快速去化优势，降低投资风险的同时提升物业价值，实现投资收益的最大化。此外，通过资本端的介入，也有利于叠加公司代理、存量交易、金融及互联网+等服务。

三、互联网+、代理销售推动业绩持续高增长，管理效率持续提高

公司 16 年三季度实现营收 41.9 亿元(+37.7%，主要由于代理销售业务收入+33.3%，互联网+业务收入+103.5%，金融业务收入+36.5%)，归母净利润 3.8 亿元(+50.9%)，归母扣非净利润 3.5 亿元(+43.6%)。综合毛利率 23.2%(同比降 4.1 个百分点)，净利率 9.1%(同比提升 0.8 个百分点)。三季度末现金增至 33.6 亿元，净负债率持续为负，净负债率同比降 25 个百分点至-68%。资产负债率较 15 年末降 4 个百分点至 47%。三费率持续下降，较 15 年末降 1.5 个百分点至 7.0%。

图 2 三费水平

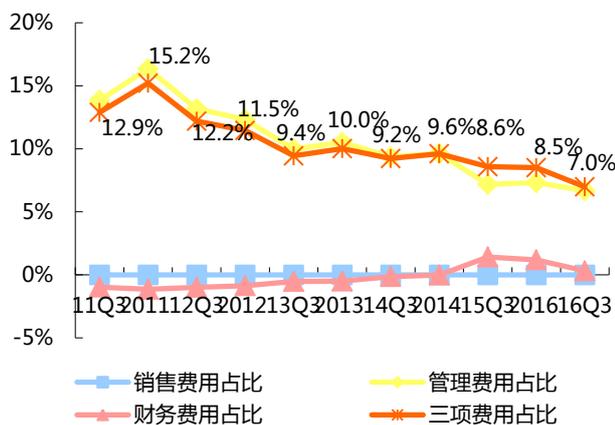
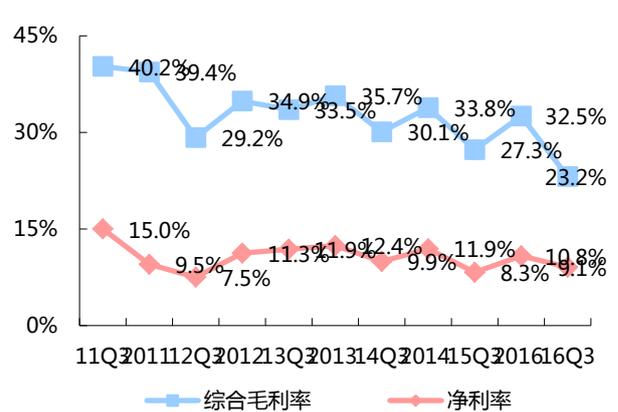


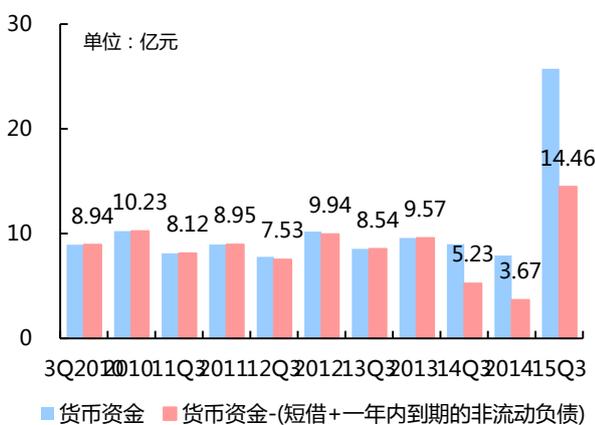
图 3 综合毛利率和净利率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

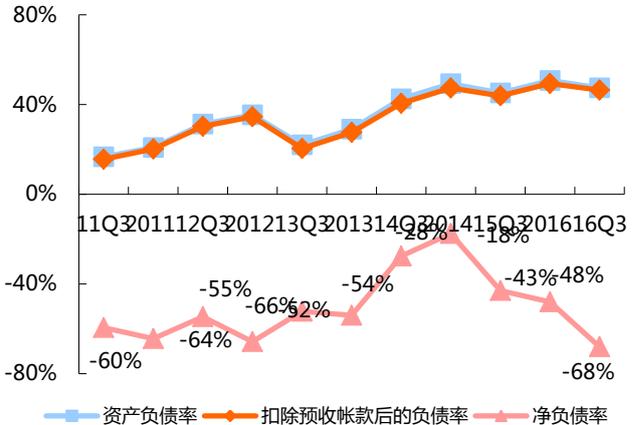
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 4 货币资金和短期负债



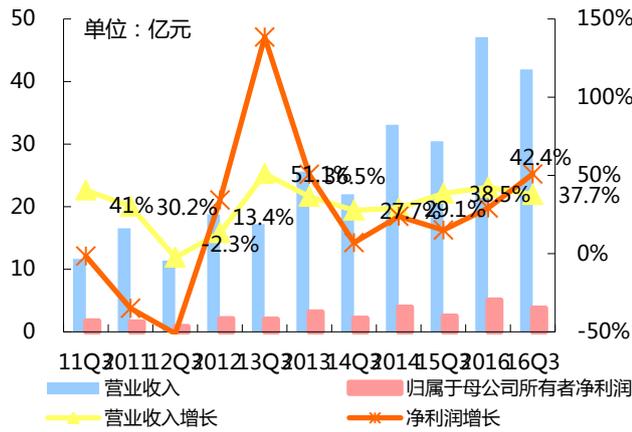
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 5 负债水平



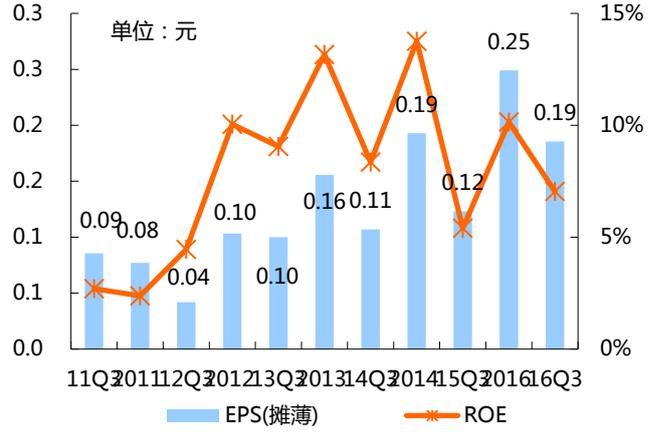
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 经营情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 7 EPS 和 ROE



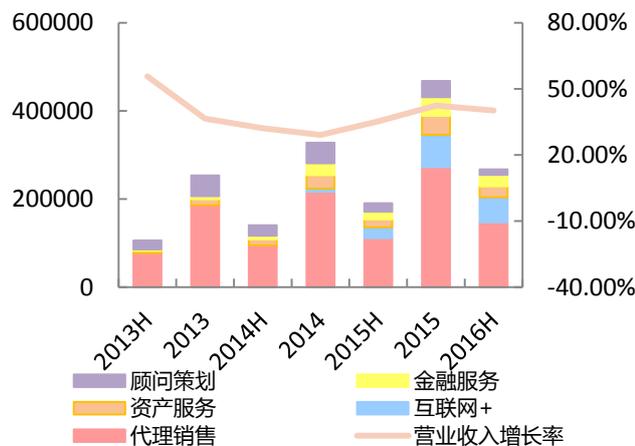
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

创新业务成长迅速，代理销售业务占比逐年下降。以互联网+、资管业务、金融业务为主的创新业务由 2013 年末的 7.87%，迅速上升至 16Q3 的 43.49%，成长速度可见一斑。代理销售业务占比由 2013 年末的 72.69%，逐渐下降至 16Q3 的 56.51%。

代理销售额持续高增长，1-9 月已超 4000 亿元。公司第三季度实现代理销售金额 1,486 亿元，1-9 月份实现代理销售金额 4003 亿元，同比增长 34.1%。目前累计已实现但未结算的代理销售额约 3724 亿元，预计将在未来的 3 至 9 个月为公司带来约 28.8 亿元的代理费收入。1-9 月代理销售市场份额 5.0%，较 16H 下降 0.2 个百分点。

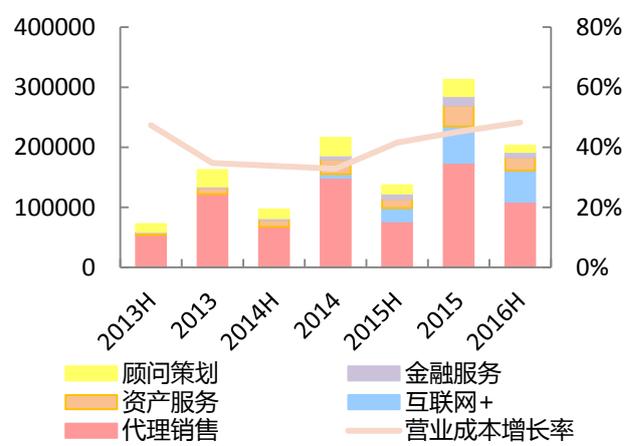
公司重点布局的城市销售回暖带动代理销售业务持续高增长，布局长租公寓坚定转型存量服务，创新业务保持高速增长，各业务协同效应日益增强。预计 16-18 年营业收入 68、87、111 亿元，同比增速 44%、28%、28%，三年复合增速 33%；16-18 年 EPS0.3、0.38、0.44 元，三年复合增速 20%，对应当前股价 PE 28、22、19 倍，6 个月目标价 12.7 元，对应 16 年 PE42 倍，维持“推荐”评级。

图 8 各业务营业收入历年变化



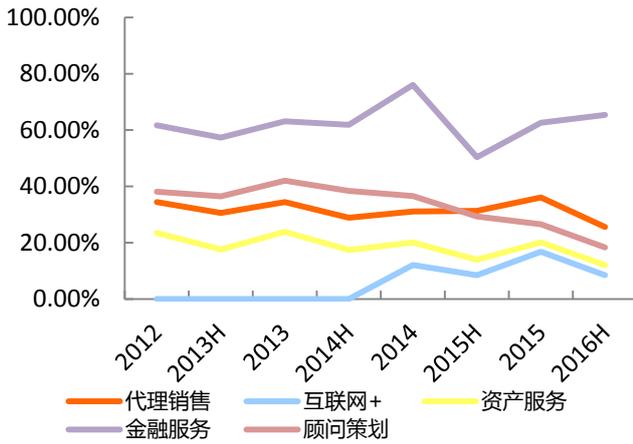
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 9 各业务营业成本历年变化



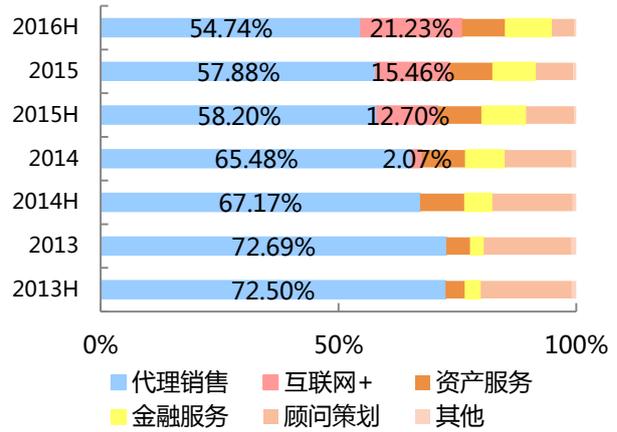
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 10 各业务毛利变化



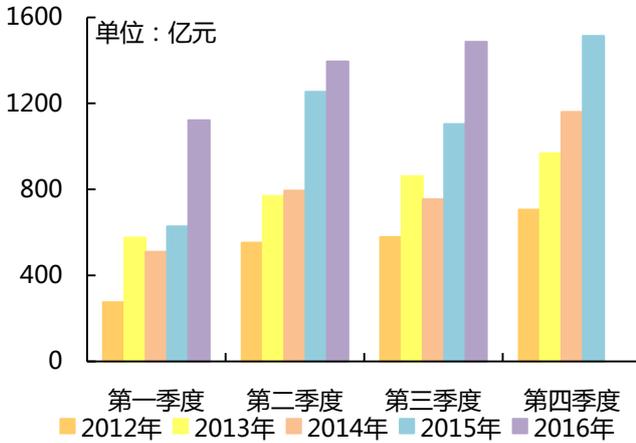
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 11 各业务营业收入占比



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 12 2012-2016 年已实现的代理销售额



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 13 代理销售市场份额



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	6215	5539	7501	8600
现金	2926	2910	4565	5303
应收账款	881	879	695	888
其它应收款	169	300	390	495
预付账款	63	93	121	158
存货	0	0	0	0
其他	2176	1358	1731	1757
非流动资产	1183	942	1015	959
长期投资	19	0	0	0
固定资产	182	164	146	127
无形资产	52	58	67	79
其他	930	720	802	753
资产总计	7398	6482	8516	9558
流动负债	3709	2191	3533	3730
短期借款	1176	691	1861	2045
应付账款	27	40	52	68
其他	2506	1460	1620	1616
非流动负债	45	45	45	45
长期借款	0	0	0	0
其他	45	45	45	45
负债合计	3754	2236	3578	3775
少数股东权益	94	140	197	263
股本	1446	2024	2024	2024
资本公积	915	568	568	568
留存收益	1189	1513	2149	2928
归属母公司股东权益	3550	4106	4742	5521
负债和股东权益	7398	6482	8516	9558

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	451	420	755	732
净利润	544	659	820	954
折旧摊销	40	29	29	29
财务费用	56	37	51	83
投资损失	-5	0	0	0
营运资金变动	-304	-266	-126	-344
其它	120	-40	-20	10
投资活动现金流	-205	137	-88	11
资本支出	30	0	0	0
长期投资	-158	-93	37	-19
其他	-333	44	-51	-7
筹资活动现金流	1837	-573	988	-6
短期借款	752	-485	1170	184
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	682	578	0	0
资本公积增加	562	-347	0	0
其他	-159	-320	-181	-190
现金净增加额	2082	-16	1655	738

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4711	6765	8684	11096
营业成本	3178	4696	6132	8014
营业税金及附加	268	385	494	631
营业费用	0	0	0	0
管理费用	345	619	755	931
财务费用	56	37	51	83
资产减值损失	122	122	122	122
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	0	0	0
营业利润	748	908	1130	1316
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	755	915	1137	1323
所得税	211	255	317	369
净利润	544	659	820	954
少数股东损益	35	46	57	66
归属母公司净利润	509	614	763	887
EBITDA	843	974	1211	1428
EPS (元)	0.35	0.30	0.38	0.44

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	42.4%	43.6%	28.4%	27.8%
营业利润	33.7%	21.4%	24.5%	16.4%
归属于母公司净利润	29.2%	20.5%	24.3%	16.3%
获利能力				
毛利率	32.5%	30.6%	29.4%	27.8%
净利率	10.8%	9.1%	8.8%	8.0%
ROE	14.3%	14.9%	16.1%	16.1%
ROIC	44.6%	42.8%	49.2%	49.2%
偿债能力				
资产负债率	50.7%	34.5%	42.0%	39.5%
净负债比率	31.33%	30.90%	52.01%	54.18%
流动比率	1.68	2.53	2.12	2.31
速动比率	1.68	2.53	2.12	2.31
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.97	1.16	1.23
应收账款周转率	6	7	11	14
应付账款周转率	138.73	139.80	132.72	132.79
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.30	0.38	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.21	0.37	0.36
每股净资产(最新摊薄)	1.75	2.03	2.34	2.73
估值比率				
P/E	33.50	27.80	22.36	19.23
P/B	4.81	4.16	3.60	3.09
EV/EBITDA	18	16	13	11

相关报告

报告日期	报告标题
2016-08-16	《世联行-核心业务持续高增长，坚定转型存量服务》
2016-05-13	《世联行-资产服务重要载体申请新三板挂牌》
2016-05-03	《世联行-创新业务大超预期，继续高增长态势》
2016-04-07	《世联行-一季度代销金额大超预期破千亿》
2016-04-05	《世联行-首付贷阴霾散去，销售回暖超预期》
2016-02-29	《世联行-超预期发展，转型成效显著》
2016-02-15	《世联行-利益捆绑，定增打开成长空间》
2016-01-29	《世联行-创新业务崛起，新利润增长点涌现》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、城投控股、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,中国人民大学经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434