



中国 房地产: 每周趋势: 销量小幅反弹, 库存持续攀升; 土地出让增长

本周要点

- 2019年1月份第二周交易量环比上升21%，同比下降7%，较2018年12月份均值（基于中值计算）低18%。中部和西部地区环比表现领先，成都（环比+198%）、焦作（环比+184%）和芜湖（环比+158%）升幅最大。
- 库存环比微升0.3%，同比上升23.8%，库存月数为15.2个月（12月份平均为14.9个月）。库存上升主要出现在宁波（环比+7%）和东营（环比+4%）。
- 土地交易面积环比上升35%，金额环比上升28%。排名前十的城市土地成交均值为人民币35亿元（上周为28亿元），其中苏州（79亿元）和郑州（47亿元）领先。
- 价格：五个主要城市的中原经理指数(CMI)均值环比上升2.9个百分点，表明二手房价格上涨预期走强；中原报价指数(CAI)环比上升5.3个百分点。

主要新闻/事件

- 1) 1月8日，海口市出台新政进一步加强楼市调控，暂停向企事业单位出售商品住宅，规定2018年4月22日后户籍迁入海南省的居民家庭只能购买一套商品住宅，并重申了抑制房价上涨的决心。
- 2) 融360数据显示，2018年12月份全国首套房贷款平均利率为5.68%，环比下降3个基点，为2016年7月份以来的首次环比下降。在融360监测的35个城市中，12月份上海利率最低，

为5.09%，环比下降10个基点；武汉利率最高，为6.24%，环比下降2个基点。12月份二套房贷款利率维持下行走势，环比下降2个基点至6.04%（11月份环比下降1个基点）。

表现和估值

- 过去一周，在我们覆盖的海外和内地上市开发商中，SOHO中国(+5.5%)和金地集团(+2.2%)股价涨幅最大。
- 我们覆盖的海外上市开发商当前股价较2018年底预期净资产价值平均折让50%，对应1.2倍的2018年预期市净率，而2010年下半年-2011年上半年放缓阶段的均值为42%和1.7倍。我们覆盖的内地上市开发商当前股价较净资产价值平均折让38%，对应1.4倍的2018年预期市净率，而2010年下半年-2011年上半年放缓阶段的均值为53%和2.2倍。
- 首选股（强力买入）：碧桂园，12个月目标价格20.20港元；世茂房地产，12个月目标价格35.20港元。
- 首选股面临的风险：调控政策持续存在导致行业财务状况恶化；经济增速大幅放缓。

王逸, CFA (分析师)

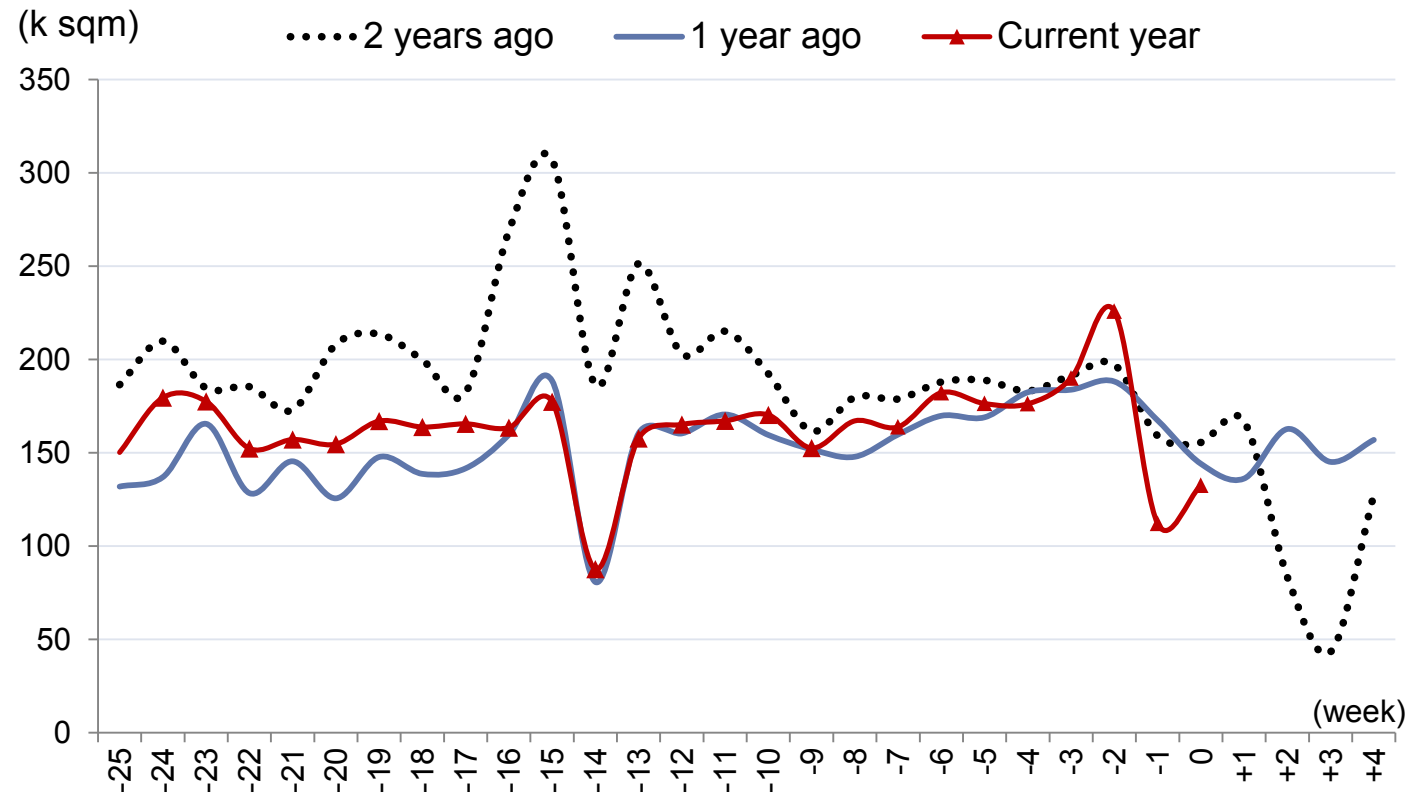
执业证书编号:S1420510120004
+86(21)2401-8930 | yi.wang@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

李薇 (分析师)

执业证书编号:S1420510120012
+86(21)2401-8926 | vicky.li@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者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，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

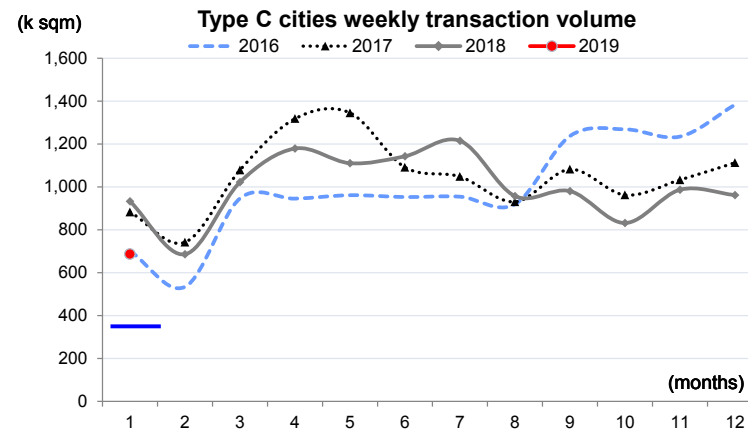
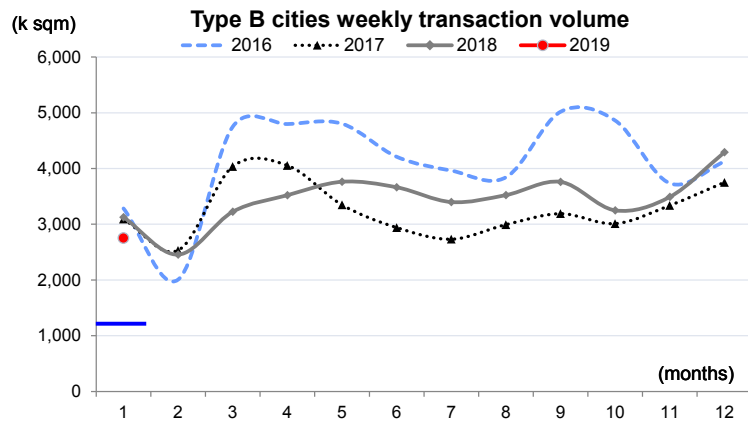
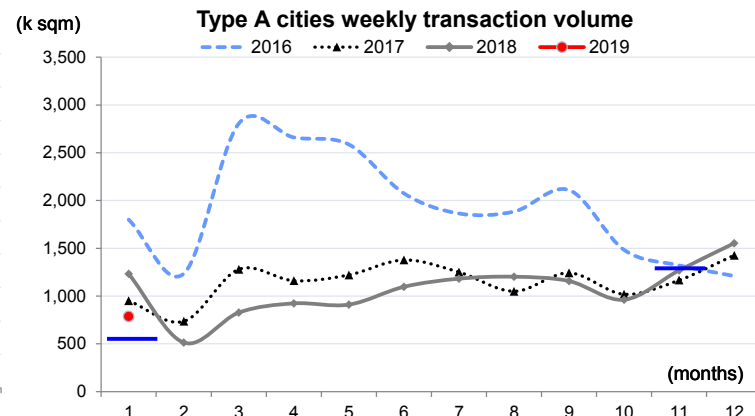
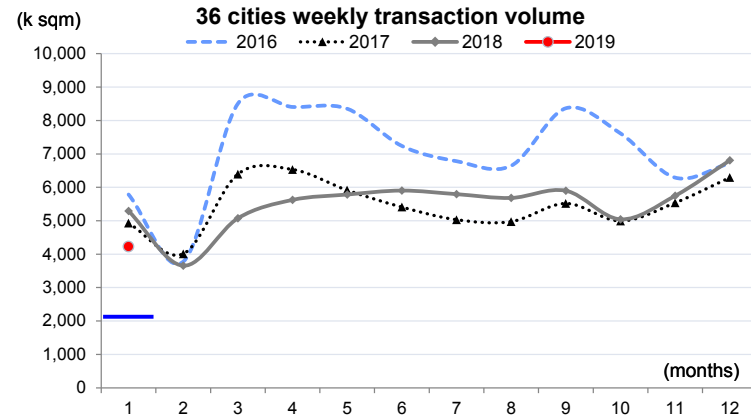
图表 1: 2019年1月第二周交易量环比小幅反弹
过去6个月交易量周均值, 2016年至今



资料来源: CREIS、高华证券研究

一手房市场：销量小幅反弹，库存继续攀升

图表 2: 交易量周平均值
(深蓝色横线代表上周交易量的周均值)



Note: Based on the magnitude of property price appreciation during the 2015-2016 upcycle, the restrictiveness of policy tightening, inventory levels and future supply outlook, we now classify China cities into three categories (A, B, C). Type A/B/C cities stand for cities with strict/moderate/no tightening policies in 2017, detailed in our report "Tight supply trumps tight policy" published on April 12, 2017.

资料来源: CREIS

图表 3: 年初至今已公布数据的31个城市的交易量同比变化幅度中值为-17%
上周和年初至今的交易量比较

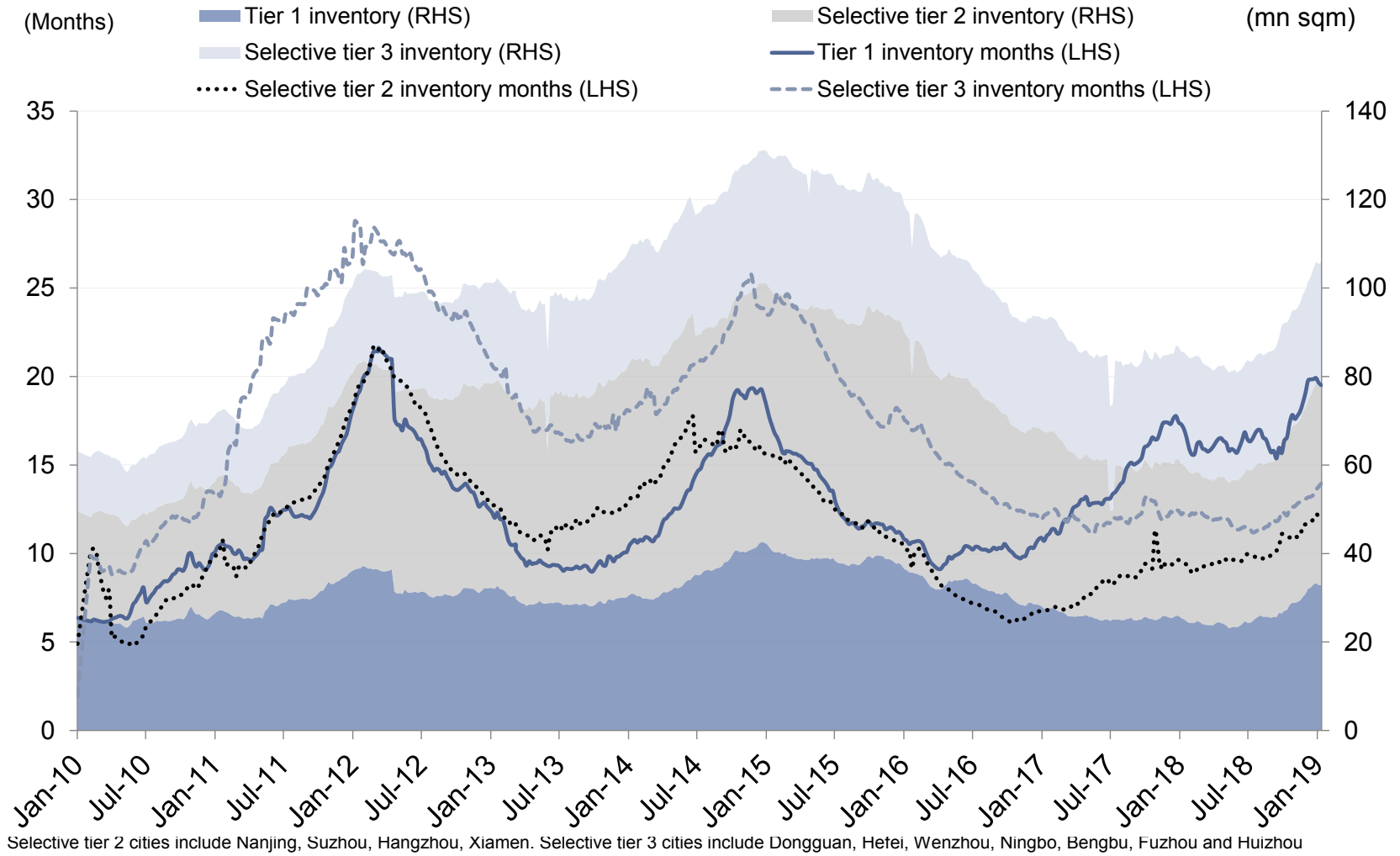
	Weekly Comparison				Cumulative weekly avg vol of current month			YTD (Dec 31, 2018-Jan 13, 2019) comparison							
	0107-0113 (k sqm)	wow (%)	yoy (%)	vs. 2018 Dec (%)	Jan 2019 (k sqm)	mom (%)	yoy (%)	2019 YTD (k sqm)	vs 2018 (%)	vs 2017 (%)	vs 2016 (%)	vs 2015 (%)	vs 2014 (%)	vs 2013 (%)	vs 2012 (%)
Pan-Bohai Rim & North China															
Beijing (Tier 1, A)	130	552%	145%	-29%	152	-17%	164%	150	50%	-47%	-43%	-66%	-58%	-75%	62%
Changchun (Tier 2, C)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	193	-9%	33%	370	22%	89%	65%	185%	125%	30%	257%
Dalian (Tier 2, C)	26	4%	-53%	-45%	47	-2%	-25%	52	-57%	-36%	-35%	-42%	-47%	-34%	-22%
Shenyang (Tier 2, C)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	311	16%	46%	280	-22%	-1%	30%	-36%	-39%	-57%	51%
Qingdao (Tier 2, B)	243	40%	-16%	-15%	505	77%	100%	416	-31%	-55%	-11%	-11%	-26%	-1%	225%
Jinan (Tier 2, B)	166	71%	21%	-1%	185	11%	29%	262	-9%	-46%	n.a.	-35%	21%	-16%	81%
Lianyungang (Tier 3, B)	105	18%	-42%	33%	51	-35%	-66%	194	-41%	-33%	-24%	-4%	-12%	-17%	77%
Yangtze River Delta Region															
Shanghai (Tier 1, A)	119	-22%	46%	10%	110	1%	0%	273	81%	43%	-55%	-44%	-35%	-44%	76%
Hangzhou (Tier 2, A)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	197	-28%	-28%	180	-66%	-44%	-52%	-55%	-25%	-23%	141%
Nanjing (Tier 2, A)	120	-8%	-58%	-34%	205	13%	2%	251	-56%	-38%	-66%	-31%	-45%	-20%	68%
Suzhou (Tier 2, A)	102	23%	9%	-47%	91	-53%	-10%	184	8%	-10%	-69%	-46%	-32%	-29%	30%
Ningbo (Tier 2, B)	158	-11%	56%	-20%	159	-19%	7%	337	67%	247%	118%	108%	53%	56%	115%
Wuxi (Tier 3, B)	93	64%	42%	0%	160	72%	71%	149	-1%	11%	-45%	-37%	-2%	-11%	53%
Wenzhou (Tier 3, C)	118	26%	-13%	-25%	117	-26%	2%	212	-20%	19%	93%	50%	120%	88%	1009%
Xuzhou (Tier 3, B)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	98	-58%	-60%	468	-6%	-4%	34%	57%	58%	123%	259%
Yangzhou (Tier 3, B)	62	43%	-36%	28%	95	95%	13%	106	-41%	-43%	5%	108%	6%	-26%	536%
Jiangyin (Tier 3, C)	34	-19%	-63%	-12%	47	23%	-34%	75	-51%	-33%	-26%	-20%	12%	28%	224%
Southern China															
Shenzhen (Tier 1, A)	64	13%	-8%	-19%	43	-46%	-33%	121	-10%	-22%	-63%	-59%	22%	-40%	-35%
Guangzhou (Tier 1, B)	122	5%	20%	-68%	114	-70%	-19%	238	21%	-47%	-43%	-42%	-33%	-54%	4%
Fuzhou (Tier 2, B)	67	17%	63%	-5%	67	-5%	112%	125	84%	219%	79%	49%	51%	23%	412%
Huizhou (Tier 3, B)	40	-1%	-22%	-41%	63	-7%	29%	80	-12%	-53%	-71%	-41%	-20%	-41%	-31%
Dongguan (Tier 3, B)	86	99%	-2%	-54%	130	-31%	44%	129	-33%	-40%	-84%	-55%	-51%	-63%	-38%
Shantou (Tier 3, C)	43	2%	-41%	-11%	42	-12%	-54%	85	-43%	-29%	40%	150%	31%	29%	96%
Foshan (Tier 3, B)	191	-4%	9%	-46%	410	15%	91%	388	25%	-27%	-64%	-30%	n.a.	78%	436%
Xiamen (Tier 2, A)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	22	-28%	56%	61	164%	153%	189%	-13%	-27%	-30%	-21%
Shaoguan (Tier 3, C)	21	31%	-44%	-38%	37	11%	15%	37	-47%	-40%	-22%	-24%	-30%	-49%	35%
Central & Western China															
Chongqing (Tier 2, B)	364	88%	-18%	-28%	488	-4%	-14%	558	-62%	-45%	33%	-10%	18%	-14%	76%
Wuhan (Tier 2, A)	185	11%	-65%	-63%	450	-10%	9%	351	-61%	-57%	-63%	-53%	-41%	-34%	-9%
Chengdu (Tier 2, B)	490	198%	126%	-17%	319	-46%	17%	654	32%	144%	118%	77%	75%	63%	220%
Xi'an (Tier 2, B)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	244	-40%	-32%	262	-68%	-57%	-53%	-60%	-43%	-29%	31%
Changsha (Tier 2, B)	175	-23%	77%	-33%	141	-46%	-11%	402	11%	-22%	16%	-40%	-32%	-33%	35%
Nanning (Tier 2, B)	274	-33%	268%	-15%	213	-34%	205%	683	276%	103%	77%	111%	246%	304%	273%
Dongying (Tier 3, C)	33	43%	-51%	-3%	27	-20%	-51%	56	-47%	-35%	-11%	135%	-38%	-52%	87%
Huai'an (Tier 3, C)	108	37%	4%	0%	145	35%	16%	186	-14%	-74%	-32%	-8%	-6%	-25%	54%
Wuhu (Tier 3, B)	39	158%	-36%	-7%	50	21%	-4%	54	-64%	-1%	-31%	-41%	-27%	-28%	-18%
Jiaozuo (Tier 3, C)	15	184%	-6%	9%	19	46%	-9%	20	-37%	145%	-60%	41%	n.a.	-61%	-22%
Median	106	21%	-7%	-18%		-10%	4%	190	-17%	-31%	-26%	-27%	-22%	-26%	72%
Type A	721	12%	0%	-31%	1,269	-23%	1%	1,573	-1%	-30%	-59%	-50%	-33%	-32%	27%
Type B	2,673	29%	15%	-16%	3,491	-13%	15%	5,505	-8%	-30%	-11%	-21%	-2%	-15%	79%
Type C	397	26%	-41%	-11%	987	-2%	-9%	1,372	-37%	-29%	-11%	41%	3%	-25%	87%
Up cities	22	13	5		13	20		12	10	13	11	13	10	27	
Down cities	8	17	25		23	16		24	26	22	25	21	26	9	

Note: *GFA numbers indicated in Lianyungang and Shaoguan are for commodity properties; for others, the numbers refer to residential properties.

**Based on the magnitude of property price appreciation during the 2015-2016 upcycle, the restrictiveness of policy tightening, inventory levels and future supply outlook, we now classify China cities into three categories (A, B, C).

Type A/B/C cities stand for cities with strict/moderate/no tightening policies in 2017, detailed in our report "Tight supply trumps tight policy" published on April 12, 2017.

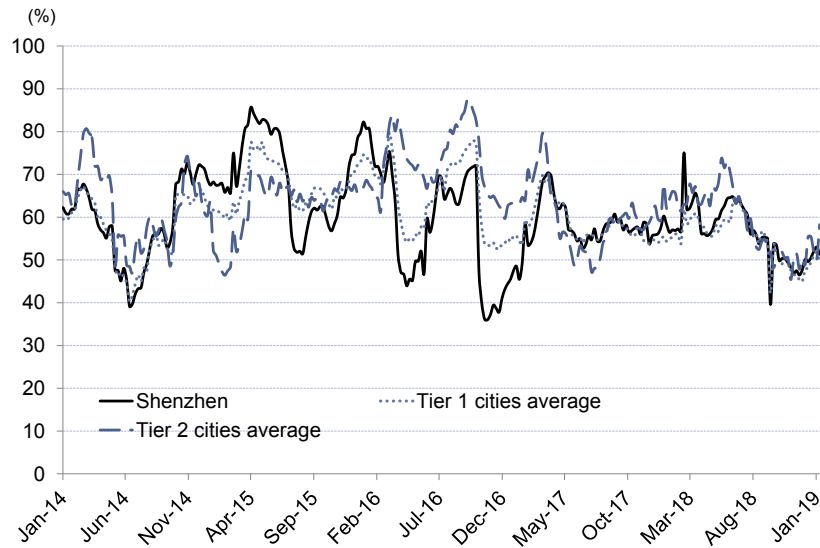
图表 4: 主要一/二/三线城市库存月数与库存



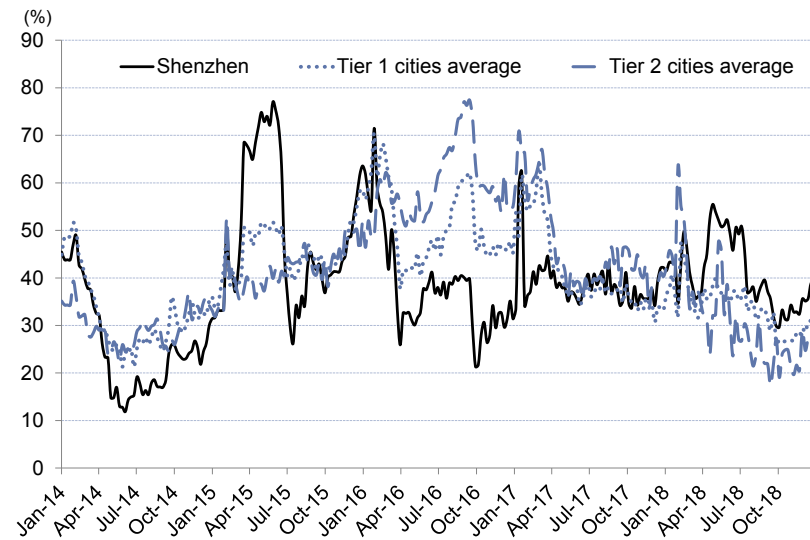
资料来源: CREIS、高华证券研究

二手房市场：中原经理指数环比上升2.9个百分点但同比下降；中原报价指数环比下降5.3个百分点但同比下降

图表 5: 中原经理指数均值环比上升2.9个百分点，同比下降4.8个百分点；中原报价指数均值环比上升5.3个百分点，同比下降0.7个百分点
中原经理指数(CMI)和中原报价指数(CAI)



Note: The Centaline manager diffusion index refers to agents' view on property price.
An index reading >50 means positive views on price increase, and vice versa.
This index covers Tianjin, Chengdu Guangzhou, Shenzhen and Shanghai.

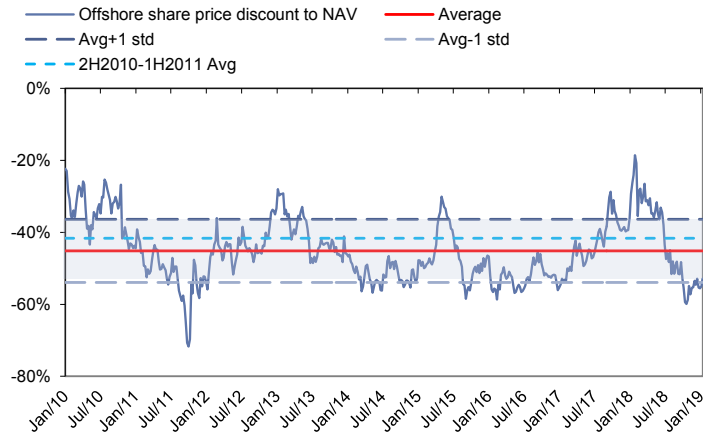


Note: The home owner diffusion index refers to sellers' quotation price.
An index reading >50 means positive views on price increase, and vice versa.
This index covers Tianjin, Chengdu, Guangzhou, Shenzhen, Beijing and Shanghai

资料来源：中原地产

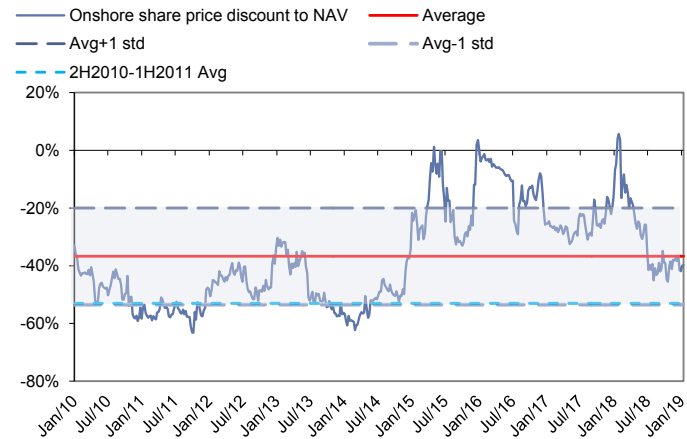
估值：海外上市/内地上市开发商市净率较2010年下半年-2011年上半年放缓阶段均值低 28%/37%

图表 6: 海外上市开发商股价较净资产价值的折让



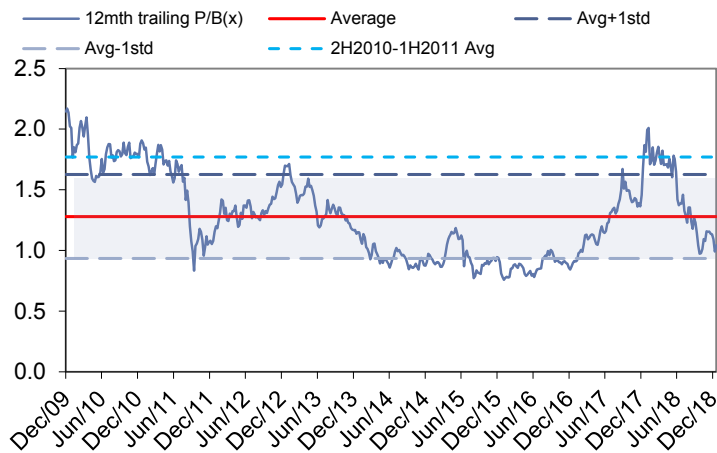
资料来源: Datastream、高华证券研究

图表 7: 内地上市开发商股价较净资产价值的折让



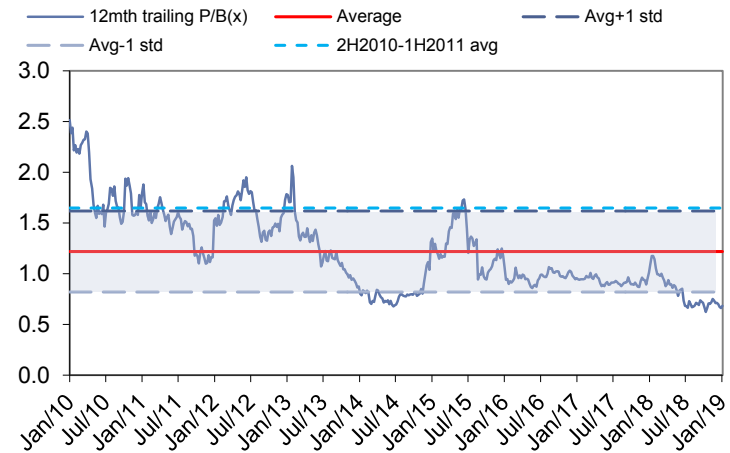
资料来源: Datastream、高华证券研究

图表 8: 海外上市开发商市净率



资料来源: Datastream、高华证券研究

图表 9: 内地上市开发商市净率



资料来源: Datastream、高华证券研究

图表 10: 中国开发商估值比较

Company	Ticker	Mkt Cap (US\$ bn)	Rating	Price as of 14/Jan/19	12 mth Price target	Potential upside/downside (%)	Target price disc. to NAV	End-18 NAV	Shr price (disc)/ prem to NAV	FD Core P/E (x)			P/B (x) (excl. revaluation gain)			Dividend yield (%)		
										18E	19E	20E	18E	19E	20E	18E	19E	20E
Developers																		
Offshore listed																		
Agile	3383.HK	4.3	Neutral	8.63 (HK\$)	15.60	81	-20%	19.54	(56)	4.4	3.4	3.2	0.8	0.7	0.6	10.6	13.1	14.2
China Vanke (H)	2202.HK	4.7	Neutral	28.00 (HK\$)	34.00	21	-15%	39.99	(30)	7.4	6.3	5.4	1.7	1.4	1.2	4.9	5.6	6.6
COGO	0081.HK	1.1	Neutral	2.57 (HK\$)	3.50	36	-40%	5.82	(56)	3.9	3.2	2.8	0.5	0.4	0.4	3.8	4.8	5.4
COLI	0688.HK	38.4	Buy	27.50 (HK\$)	34.90	27	-10%	38.74	(29)	7.7	6.5	5.9	1.1	1.0	0.9	3.3	4.0	4.3
CRL	1109.HK	27.3	Buy	30.90 (HK\$)	37.60	22	-25%	50.08	(38)	7.9	6.5	6.3	1.7	1.4	1.2	4.6	5.3	5.5
CG	2007.HK	25.1	Buy*	9.08 (HK\$)	20.20	122	0%	20.17	(55)	5.0	3.8	3.5	1.4	1.1	0.9	7.6	9.5	10.5
Evergrande	3333.HK	36.3	Neutral	21.70 (HK\$)	27.90	29	-10%	31.04	(30)	7.5	6.0	5.7	2.5	2.1	1.8	15.8	11.7	12.3
Future Land	1030.HK	4.0	Buy	5.34 (HK\$)	8.80	65	-40%	14.66	(84)	5.6	4.3	3.3	1.9	1.5	1.1	8.3	8.4	10.9
Greentown	3900.HK	1.6	Neutral	5.87 (HK\$)	10.20	74	-35%	16.68	(85)	2.8	3.7	4.0	0.4	0.4	0.3	9.0	6.5	6.1
Joy City	0207.HK	1.5	Neutral	0.81 (HK\$)	1.23	52	-40%	2.04	(60)	11.2	8.0	7.2	0.5	0.5	0.5	5.8	7.9	8.8
KWG	1813.HK	2.9	Neutral	7.22 (HK\$)	9.70	34	-20%	12.10	(40)	4.5	3.6	3.1	0.8	0.7	0.6	8.1	9.7	11.5
Logan	3380.HK	7.3	Neutral	10.42 (HK\$)	12.40	19	-10%	13.83	(25)	7.4	5.9	5.1	2.7	2.1	1.7	6.4	7.7	8.9
Longfor	0960.HK	17.9	Buy	23.65 (HK\$)	31.40	33	-35%	48.30	(51)	14.0	7.1	5.8	1.9	1.6	1.4	4.4	5.8	7.1
Poly Property (H)	0119.HK	1.2	Neutral	2.50 (HK\$)	3.60	44	-65%	8.59	(71)	3.3	3.9	3.9	0.3	0.3	0.3	9.2	7.7	7.7
Red Star Macalline	1528.HK	3.2	Neutral	7.05 (HK\$)	10.00	42	-30%	13.40	(47)	7.8	6.8	6.5	1.4	1.3	1.2	6.9	8.0	8.4
Shimao	0813.HK	8.9	Buy*	21.05 (HK\$)	35.20	67	-30%	50.37	(58)	6.7	5.4	4.7	1.2	1.1	0.9	7.3	8.8	10.2
Sino Ocean	3377.HK	3.4	Buy	3.46 (HK\$)	5.30	53	-60%	13.22	(74)	4.7	3.6	3.4	0.5	0.5	0.4	11.1	13.9	14.7
SOHO China	0410.HK	1.9	Sell	2.88 (HK\$)	3.10	8	-40%	5.20	(45)	14.8	24.8	18.3	2.1	2.4	2.3	9.8	4.0	5.4
Yanlord	YNLG.SI	1.9	Neutral	1.29 (S\$)	1.83	42	-45%	3.34	(61)	3.6	3.5	4.0	0.6	0.5	0.5	5.6	5.8	5.0
Offshore avg						46	-30%		(50)	6.4	5.1	4.6	1.2	1.0	0.9	7.4	8.0	8.8
Onshore listed																		
CFLD	600340.SS	11.7	Buy	26.21 (Rmb)	32.90	26	n.m.	n.m.	n.m.	7.0	5.5	4.4	2.2	1.7	1.3	4.3	5.5	6.8
CMSK	001979.SZ	20.4	Buy	17.39 (Rmb)	26.30	51	-20%	32.94	(47)	9.2	7.9	6.9	1.8	1.5	1.4	4.4	5.1	5.8
Gemdale	600383.SS	6.7	Neutral	10.00 (Rmb)	11.20	12	-25%	14.91	(33)	6.8	6.1	6.0	1.2	1.0	0.9	5.1	5.7	5.8
OCT	000069.SZ	7.5	Buy	6.16 (Rmb)	8.80	43	-30%	12.29	(50)	6.9	5.8	5.4	0.9	0.8	0.7	4.1	4.9	5.3
Poly (A)	600048.SS	20.7	Buy	11.77 (Rmb)	18.50	57	0%	18.47	(36)	6.9	5.3	4.4	1.2	1.0	0.9	4.4	5.7	6.9
SMC	600823.SS	2.1	Sell	3.86 (Rmb)	4.50	17	-25%	5.96	(35)	7.6	7.0	6.9	0.7	0.6	0.6	1.3	1.4	1.5
Vanke (A)	000002.SZ	36.1	Neutral	25.02 (Rmb)	29.60	18	-15%	34.77	(28)	7.6	6.5	5.5	1.7	1.5	1.2	4.7	5.5	6.4
Onshore avg						32	-20%		(38)	7.4	6.3	5.6	1.4	1.2	1.0	4.0	4.8	5.5
Real estate service																		
A-Living Services	3319.HK	1.7	Buy	9.90 (HK\$)	14.60	47	n.m.	n.m.	n.m.	17.2	12.2	8.8	2.2	2.0	1.7	1.5	2.0	2.8
Country Garden Services	6098.HK	3.6	Buy	11.16 (HK\$)	17.00	52	n.m.	n.m.	n.m.	32.9	24.4	18.6	13.0	9.3	6.8	1.2	1.0	1.3
Greentown service	2869.HK	2.3	Neutral	6.48 (HK\$)	6.70	3	n.m.	n.m.	n.m.	31.0	24.2	18.5	7.0	5.9	4.9	1.2	1.4	1.9
COPL	2669.HK	1.0	Neutral	2.34 (HK\$)	2.60	11	n.m.	n.m.	n.m.	19.3	16.0	13.4	6.8	5.2	4.1	1.6	1.9	2.2
PM avg						29				25.1	19.2	14.8	7.2	5.6	4.3	1.3	1.6	2.1

Note:

(1) *denotes the stock is on our Conviction List.

(2) Our 12-month target prices are based on end-2018E NAV for our coverage universe except for RSM, OCT, Greentown and Poly Property (H).

Our RSM TP is based on SOTP given it is not a developer. Our OCT TP is based on SOTP of its property development (valued by NAV)

and its tourism business (valued by P/E). Our Poly Property (H) TP is a 70%/30% blend of our fundamental valuation (based on end-2018E NAV) and theoretical M&A value (1.8X 2018E P/B).

Our Greentown TP is a 85%/15% blend of our fundamental valuation (based on end-2018E NAV) and theoretical M&A value (1.8X 2018E P/B).

We derive M&A values based on the mean multiple implied by recent M&A deals, with the multiple adjusted for a premium/discount (P/B-ROE vs. sector), detailed in our report "Poly H: Assessing asset value crystallization from possible M&A;

up to Buy" published on February 3, 2017 and "Introducing China property M&A framework" published on June 13, 2016.

(3) Average P/E does not include SOHO which is outlier.

(4) Our 12-month target prices are based on 2019E P/E for property management companies.

资料来源: 公司数据、Datastream、高华证券研究

作者感谢韦彬杰和徐时在本报告中的贡献。

信息披露附录

申明

本人，王逸，CFA，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA和收入等。回报是各项资本回报指标一年预测的加总，如CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。估值倍数根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。波动性根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

并购评分

在我们的全球覆盖范围内，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对ESG（环境、社会和企业治理）风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在这三方面表现的综合量化分析筛选而出。

相关的股票研究范围

王逸，CFA：A股房地产、China Property Services、中国房地产行业。李薇：A股房地产、China Property Services、中国房地产行业。

A股房地产：CFLD、China Merchants Shekou Inds Zone、China Vanke (A)、Gemdale Corp.、Poly Real Estate Group、Shanghai Shimao Co.、Shenzhen Overseas Chinese Town。

中国房地产行业：Agile Property Holdings、China Evergrande Group、China Jinmao Holdings、China Overseas Grand Oceans Group、China Overseas Land & Investment、China Resources Land、China Vanke (H)、CIFU Holdings、Country Garden Holdings、Future Land Development Holdings、Greentown China Holdings、Guangzhou R&F Properties、Joy City Property Ltd.、KWG Group、Logan Property Holdings、Longfor Properties Co.、Poly Property Group、Red Star Macalline Group、Shimao Property、Sino-Ocean Land Holdings、SOHO China、Yanlord Land。

China Property Services：A-Living Services Co.、China Overseas Property Holdings、Country Garden Services Holdings、Greentown Service Group。

信息披露

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在过去12个月中曾从下述公司获得投资银行服务报酬：Country Garden Holdings (HK\$9.08)、Shimao Property (HK\$21.05)

高盛高华在今后3个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：Country Garden Holdings (HK\$9.08)、Shimao Property (HK\$21.05)

高盛高华在过去12个月中与下述公司存在投资银行客户关系：Country Garden Holdings (HK\$9.08)、Shimao Property (HK\$21.05)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定分析师所覆盖行业中买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。此外，每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单，该名单以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：每个行业研究的所有股票名单可登陆<http://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和行业进行查询。分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及/或估值对研究对象的投资前景的看法。具吸引力(A)：未来12个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及/或估值。中性(N)：未来12个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及/或估值持平。谨慎(C)：未来12个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及/或估值。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高盛的政策予以除去。暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。不存在或不适用(NA)：此资料不存在或不适用。无意义(NM)：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华是高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地根据适用的法律和法规对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有空头或多头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您的接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2019年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。