

## 【广发海外】物业管理行业

### 2020 年度策略：关注业绩成长性和确定性

#### 核心观点：

- **物管公司加速独立上市，商业模式受到认可，估值维持相对高位。**截至 2019 年 11 月 24 日，已经有 17 家物管公司赴港上市。物管公司商业模式得到市场认可，2019H1 几大龙头公司业绩表现良好，物管公司估值于 2019 年 Q3 开始提升。
- **物业管理在管面积仍是核心动力，增长潜力较大。**目前上市物管公司三类业务核心增长潜力都来自在管面积增加。其在管面积的增加源自其管理项目的预售，对应约 2-4 年前的住宅商品房销售数据。已经上市的大市值物管公司对应的地产母公司在 2016-2018 年的销售面积增长仍未完全反应在在管面积中。目前行业内主要上市公司仍存有较大规模储备面积，行业的增长趋势仍未分化。即使地产行业整体销售下滑，行业整合势必加剧，物管公司的集中度将会被动提升，大型地产公司旗下物管公司仍将具备优势。公共服务业务、企业规模效应推动的经营效率提升以及社区增值服务是行业发展的其他主要动力。
- **估值以增长为核心，随着行业增长清晰度提高，估值仍有提升空间。**我们认为 1-2 年内行业的高增长逻辑都会持续，当前主要公司的 PEG 均在 1 左右(2020 年 PE 相对于 2018-2020 年归母净利润 CAGR 增速)，行业增长的确定性可以通过定期披露的储备面积计算。市场对发展商型物管公司的观点正由负面逐步转向中性，我们认为此趋势会持续并转化为正面。我们认为行业当前政策风险不高。
- **风险提示：**行业收缴率下降；项目提供方地产销售面积不及预期；未预料到的自然灾害；并购项目整合不及预期。

#### 行业评级

买入

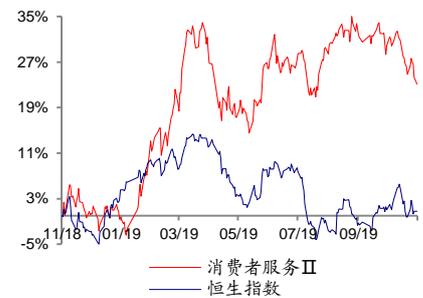
前次评级

买入

报告日期

2019-11-26

#### 相对市场表现



#### 分析师：

欧亚菲



SAC 执证号：S0260511020002



SFC CE No. BFN410



020-66335066



oyf@gf.com.cn

#### 分析师：

胡翔宇



SAC 执证号：S0260517080001



SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

#### 分析师：

刘峤



SAC 执证号：S0260519010006



SFC CE No. BLO687



020-66335146



liuqiao@gf.com.cn

#### 相关研究：

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
碧桂园服 务	06098.HK	人民 币	27.30 HKD	2019.08.25	买入	28.53	0.61	0.84	39.20	28.71	27.31	20.26	31.37	30.81
雅生活服务	03319.HK	人民 币	27.45 HKD	2019.10.20	买入	26.75	0.87	1.21	28.58	20.52	17.40	11.00	35.09	38.25
中海物业	02669.HK	港币	4.99 HKD	2019.10.25	买入	4.91	0.16	0.20	31.12	25.40	18.44	15.18	32.50	30.81
绿城服务	02869.HK	人民 币	8.60 HKD	2019.08.26	增持	6.22	0.20	0.22	39.24	34.55	24.90	22.77	21.90	21.55

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、物业管理回顾：物管公司加速独立上市，商业模式受到认可，估值维持相对高位.....5	5
1、物管公司加速独立上市.....5	5
2、物管公司商业模式受到认可，估值维持相对高位.....5	5
二、物业管理在管面积仍是核心动力，增长潜力较大.....7	7
1、在管面积增加是增长的核心来源，储备面积是在管面积的先行指标，行业增长趋势仍未分化.....7	7
2、2019 年与物管公司相关地产销售面积走稳，未来行业集中度提升仍能推动物管行业增长.....7	7
3、非住宅物管行业迅速扩容，公共服务空间较大.....8	8
4、企业规模效应显著存在，经营效率有望持续提升.....8	8
5、社区增值服务存在增长空间.....9	9
三、物业管理行业估值分析：估值以增长为核心，随着行业增长清晰度提高，估值仍有提升空间.....10	10
1、物管行业估值框架：以增长为核心，储备面积是关键.....10	10
2、发展商母公司和物业管理公司关系因素对估值的影响正在减弱.....10	10
3、资本市场价值将会改变物管公司激励，提升其盈利能力.....11	11
4、服务质量好是优势.....11	11
5、老盘提价能力是优势，但对业绩影响较小.....12	12
6、行业政策风险相对较低，估值风险在于分化而不是其他.....12	12
风险提示.....13	13

## 图表索引

图 1: 物业管理公司 P/E FY1 (前瞻市盈率, 倍) .....	6
图 2: 物业管理公司 P/E FY2 (前瞻市盈率, 倍) .....	6
图 3: 全国政府采购及服务类政府购买规模 (千元) .....	8
表 1: 部分港股上市物业管理公司 .....	5
表 2: 主要物管公司储备面积/在管面积 .....	7
表 3: 涉及物管公司的发展商销售面积增速 .....	7
表 4: 物业管理公司一致预期 .....	10

# 一、物业管理回顾：物管公司加速独立上市，商业模式受到认可，估值维持相对高位

## 1、物管公司加速独立上市

截至2019年11月24日，已经有17家内地物管公司赴港上市。物管公司正在加速独立上市。

表1：部分港股上市物业管理公司

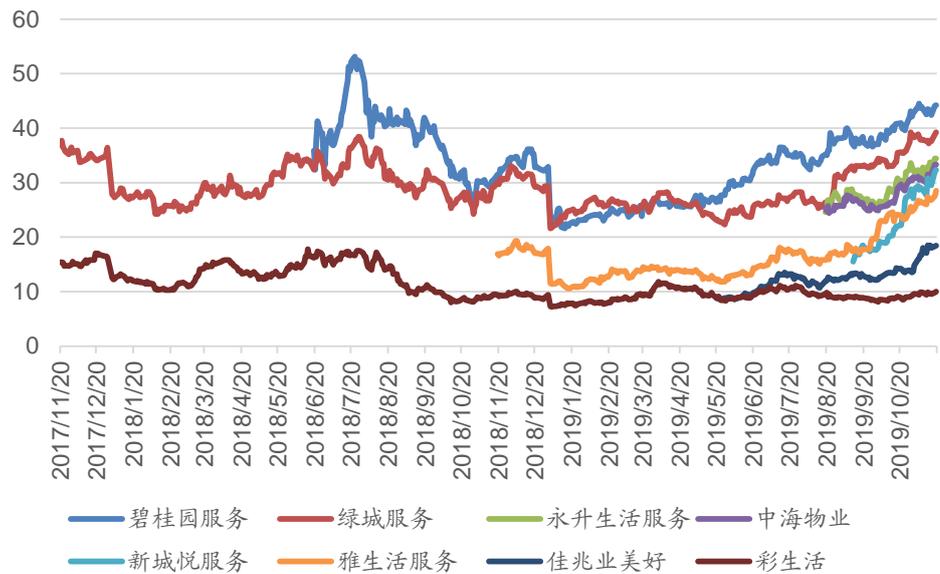
股票代码	名称	上市日期	年初至今涨跌幅（截至2019年11月22日）
01778.HK	彩生活	2014/06/30	11.52%
02669.HK	中海物业	2015/10/23	118.90%
01538.HK	中奥到家	2015/11/25	2.22%
02869.HK	绿城服务	2016/07/12	48.40%
03686.HK	祈福生活服务	2016/11/08	9.33%
01417.HK	浦江中国	2017/12/11	-27.17%
03319.HK	雅生活服务	2018/02/09	165.41%
06098.HK	碧桂园服务	2018/06/19	116.85%
01755.HK	新城悦服务	2018/11/06	198.96%
02168.HK	佳兆业美好	2018/12/06	189.99%
01995.HK	永升生活服务	2018/12/17	165.58%
03316.HK	滨江服务	2019/03/15	0.29%
03662.HK	奥园健康	2019/03/18	47.85%
06093.HK	和泓服务	2019/07/12	-24.18%
01895.HK	鑫苑服务	2019/10/11	-32.86%
02606.HK	蓝光嘉宝服务	2019/10/18	20.72%
01922.HK	银城生活服务	2019/11/06	-13.71%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 2、物管公司商业模式受到认可，估值维持相对高位

物管公司商业模式得到市场认可，2019H1几大龙头公司业绩表现良好，物管公司估值于2019年Q3开始提升。

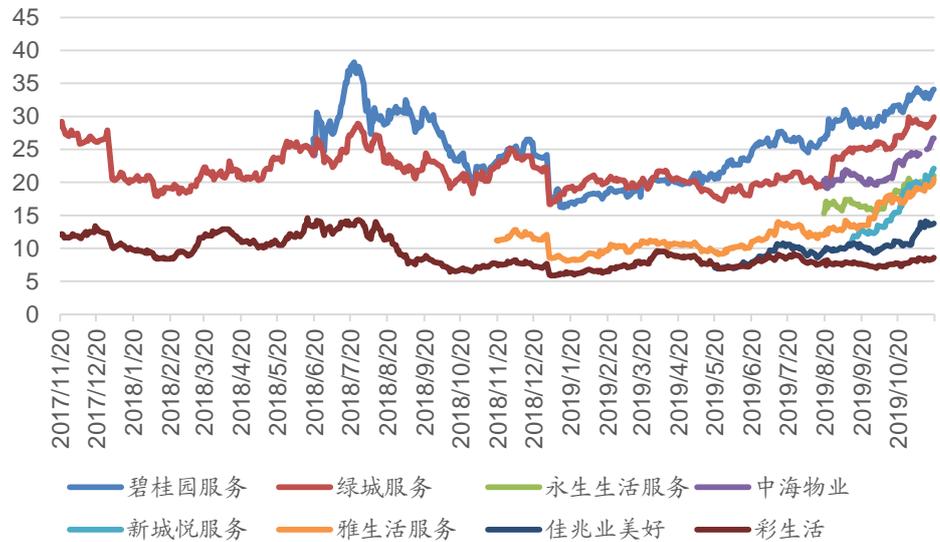
图1: 物业管理公司P/E FY1 (前瞻市盈率, 倍)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

备注: 此处前瞻市盈率 FY1 指当前股价对应 2019 年市盈率

图2: 物业管理公司P/E FY2 (前瞻市盈率, 倍)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

备注: 此处前瞻市盈率 FY2 指当前股价对应 2020 年市盈率

## 二、物业管理在管面积仍是核心动力，增长潜力较大

### 1、在管面积增加是增长的核心来源，储备面积是在管面积的先行指标，行业增长趋势仍未分化

目前上市物管公司主要业务分为三类：物业管理服务、非业主增值服务和业主增值服务。三项业务核心增长潜力都来自在管面积增加。目前上市公司在管面积的增加源自其管理项目的预售，对应约2-4年前的预售面积。已经上市的大市值物管公司对应的地产母公司在2016-2018年的销售面积增长仍未完全反应在在管面积中，而是部分存在于储备面积中。储备面积作为公司在管面积增长的先行指标，是极为重要的披露数据。目前行业内主要上市公司仍存有较大规模储备面积，行业的增长趋势仍未分化。

表2：主要物管公司储备面积/在管面积

储备面积/在管面积	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
碧桂园服务	131.70%	127.40%	168.40%	178.20%	182.20%	169.50%
雅生活服务	77.50%	43.10%	61.00%	66.40%	70.10%	53.70%
绿城服务	107.60%	113.50%	108.90%	112.70%	106.30%	112.40%
永升生活服务	56.00%	40.50%	26.00%	62.90%	31.90%	75.90%
新城悦服务	66.80%	73.40%	86.90%	161.60%	116.70%	198.90%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 2、2019 年与物管公司相关地产销售面积走稳，未来行业集中度提升仍能推动物管行业增长

表3：涉及物管公司的发展商销售面积增速

发展商	物业管理公司	发展商 2019M1-10 销售面积 yoy %
碧桂园	碧桂园服务	10.78
雅居乐	雅生活服务	23.41
绿地控股	雅生活服务	-14.91
中国海外发展	中海物业	12.08
旭辉控股	永升生活服务	24.38
新城控股	新城悦	35.50
保利地产	保利物业	15.26
万科 A	万科物业	2.76

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

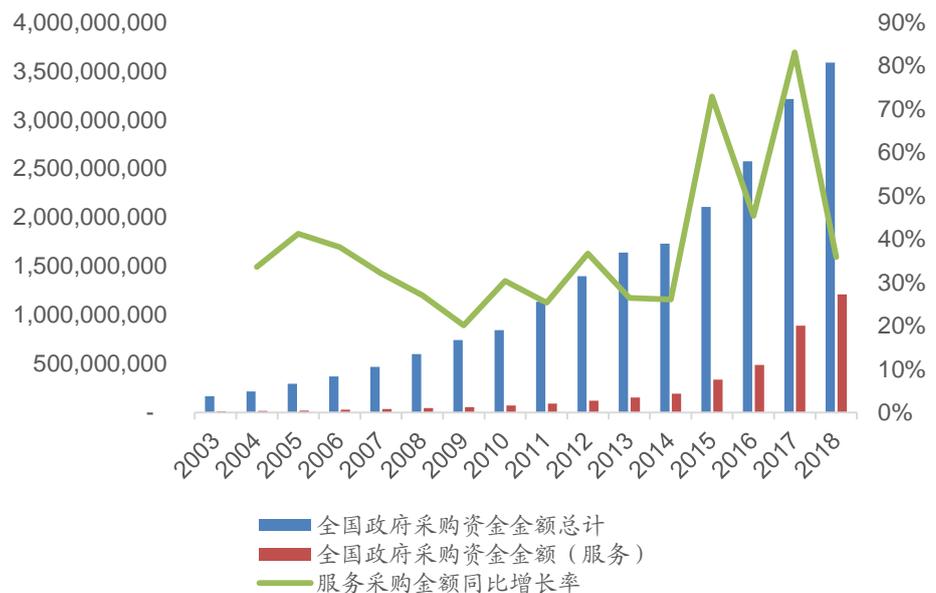
即使地产行业整体销售下滑，行业整合势必加剧，物管公司的集中度将会被动提升，大型地产公司旗下物管公司仍将具备优势。地产开发行业的融资拿地开发销

售模式与物管公司持续服务模式存在矛盾，小型地产公司退出行业也会使其旗下的物管公司出售概率大幅增加。

### 3、非住宅物管行业迅速扩容，公共服务空间较大

非基本公共服务市场化、社会化一直是中央政府改革的方向之一。党的十九大以后，伴随深化党和国家机构改革的决策部署，放管服改革持续深入，非基本公共服务向社会购买正在快速推进。政府、事业单位、公共建筑和城镇等物业服务市场开始对外开放。2018年政府服务采购金额已经达到1.2万亿元规模且仍能保持按年30%以上的增速。政府服务采购中住宅物业管理公司有望进入的市场包括机关事业单位后勤服务、景区医院等公用设施物业服务以及城市乡镇综合治理等，该市场将是全新的增量市场。此类业务和商写业务不同，并未形成稳定格局，其主要门槛和护城河在于公司的信用和管理能力，住宅物管公司本身并未有劣势，且可以通过央企国企身份或者央企国企改制等方式进入该行业。

图3：全国政府采购及服务类政府购买规模（千元）



数据来源：Wind、财政部国库司、广发证券发展研究中心

### 4、企业规模效应显著存在，经营效率有望持续提升

物管公司的资本市场价值推动了行业向自身追求经营效率的发展，过往单一社区独立运营的模式被收归大区或者总部统一管理的模式取代，行业的规模效应将会越来越强。

规模效应体现在：1、统一的社区增值服务业务开展，可以让公司打包多个社区和B端供应商谈判，筹码增加，价格下降；2、足够大的面积才能驱动科技投入的增

加，从而提升运营效率，降低不必要的人员雇佣。大型物管公司都在主动开发用于降本增效的科技解决方案；3、单一员工工作效率提升，相同城市连成片的社区可以推行抢单制。

目前主要上市物管公司的管理项目增量来自新销售商品房，业主素质较高，可以支撑行业的规模效应。

## 5、社区增值服务存在增长空间

目前大量的社区增值服务仍然来自交付需求，存量盘社区增值服务依然有空间可以挖掘。只要是需要人对接业主的线下服务，物业公司都有希望获得一部分业务，包括但不限于养老、垃圾分类和家政等。

同时，物管公司计划上市以前接管的存量盘社区增值服务存在替代的可能，通过引入优秀服务替代原有分散的供应商同样可以让社区增值服务的渗透率提升。

### 三、物业管理行业估值分析：估值以增长为核心，随着行业增长清晰度提高，估值仍有提升空间

我们认为1-2年内行业的高增长逻辑都会持续,当前主要公司的PEG均在1左右(2020年PE相对于2018-2020年归母净利润CAGR增速),估值仍然有提升的空间。

表4: 物业管理公司一致预期

名称	代码	市值 (百万 HKD)	P/E 2018	P/E TTM	BEst P/E:2019E	BEst P/E:2020E	BEst P/B:2019E	一致预期归母净利润 CAGR2018-2020	隐含 PEG-2020
平均值		21,846.62	41.51	37.40	31.49	22.67	7.71		
雅生活服务	03319.HK	34,600.02	34.39	30.52	27.53	19.83	5.07	31.69%	0.63
碧桂园服务	06098.HK	73,736.31	60.11	49.76	43.45	33.51	13.23	33.94%	0.99
绿城服务	02869.HK	24,824.59	43.45	46.55	38.62	29.41	8.27	21.55%	1.36
中海物业	02669.HK	16,730.12	40.92	38.93	32.90	26.16	11.20	25.06%	1.04
新城悦服务	01755.HK	9,342.70	38.21	42.62	31.52	21.57		33.10%	0.65
永升生活服务	01995.HK	7,881.73	48.30		34.87	21.62	6.54	49.47%	0.44
奥园健康	03662.HK	4,633.48	30.85	32.53	24.66	15.47	4.94	41.22%	0.38
佳兆业美好	02168.HK	3,024.00	35.85	20.86	18.33	13.77	4.74	61.35%	0.22

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

备注: 时间更新到 2019 年 11 月 25 日, BEst 含义为彭博统计的市场一致预期

#### 1、物管行业估值框架：以增长为核心，储备面积是关键

当前物管公司的估值显著高于地产公司，我们认为估值差异的主要原因是物管公司的增速高，且可预见性极强。市场预期多个物管公司能维持3年CAGR25%以上的增长。我们认为二级市场的投资决策理应围绕增长和增长的确切性这两大核心因素。

增长中枢和确定性可用储备面积情况分析，储备面积的入口是对应地产公司的销售，出口是转化为在管面积。储备面积除以在管面积比值和对应地产公司销售增速越大意味着公司增长潜力越大，增速和确定性就越强。

#### 2、发展商母公司和物业管理公司关系因素对估值的影响正在减弱

市场对第三方物管公司的偏好正逐渐减弱，市场对发展商型物管公司的盈利质量看法正逐步由悲观转向中性。我们一直坚持看好主要管理发展商母公司项目的物管公司，其盈利质量高，确定性强。我们这种正面变化在2020年会持续。

市场曾经认为主要管理母公司项目的物管公司没有竞争能力，甚至其盈利都被视为母公司的“输送”，所以其增长质量较差。这种观点的错误在于认为物管公司关联交易极高。实际上物管公司的关联交易占比主要取决于非业主增值服务的商业模式和规模。非业主增值服务中的案场服务和一些咨询和开荒清洁服务是商业逻辑成立的真实业务，一般收入占比约为2成。

发展商系物业管理公司具备更高盈利能力。虽然物管公司前期合同定价由发展商决定，只要在限价范围内，消费者认可，市场可以接受较高的价格，本质上提升了物管公司的盈利能力。消费者能接受物业费溢价的核心原因是物业费占购房总成本的比例极低。例如，一线城市建筑面积100平米，平均单价5万元的房子，一般物业费仅为每月250元，每年3000元，一年物业费占资产比例仅为0.06%。第三方发展商追求快速回笼资金，本质上并不关心物管公司盈利，甚至可能为追求项目好卖而定出低价格，因此管理发展商母公司项目的物管公司具备明显的优势。

第三方发展商的案场项目往往付款不及时导致第三方项目为主的物管公司贸易应收款项较高，现金流较差。以长期视角观察，发展商母公司项目如果需要大笔维修资金，发展商母公司可能会承担，而第三方项目一般只能由物业公司自己想办法。

### 3、资本市场价值将会改变物管公司激励，提升其盈利能力

物管公司为劳动密集型产业，其成本中6成以上均为人工成本，存在大量灰色成本和寻租空间，导致非上市物管公司盈利能力较差。当前较高的估值会使得物管公司人员的行为模式出现根本的变化，吃回扣和层层转包带来的回报远低于持有股份带来的估值倍数放大回报高。我们认为股权激励机制将会改变物管公司组织行为方式，提升其盈利能力。

### 4、服务质量好是优势

根据中国物业管理协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心联合开展、中物研协具体实施的《2019物业服务企业发展指数测评报告》，2018年中国有12.7万家物业服务企业，管理面积279.3亿平方米。其中500强企业占行业总收入40.2%，管理面积占比42.56%。

行业集中度仍然很低，已经上市的几家大型物管公司都是行业前20名，理论上其管理质量的差异要远小于龙头公司和尾部公司的差异。我们不认为当前主要物管上市公司的服务质量以及其背后的管理能力存在显著的本质差异，我认为他们的差异主要与他们的区位和管理项目的定位以及收费的价格和毛利率有关。本质上我们认为服务质量的差异是定价和毛利率的差异。被市场认为服务质量不好的物管公司恰好有最坚实的储备面积，其市场拓展能力不是不行，而是没有机会展现。当前上市的主要物管公司，其增长的核心是在管面积增加，在管面积增加的核心并不是服务质量。

## 5、老盘提价能力是优势，但对业绩影响较小

双过半要求仍然使物管行业较难对老盘进行提价，但我们认为在在管面积迅速增加的背景下，老盘提价能力是优势，但对业绩影响相对有限。

短期视角下，在管面积大幅增加的情况下，具备高盈利能力的老盘占比是持续提升的，毛利率是提升而不是下降。无需担心老盘无法提价的问题。

长期视角下，5年以后是否能开发出显著提升用人效率的图像识别排班，或者是能否开发出替代用人的清洁机器人，目前仍然是不确定的。希望是有，只是时间尺度的问题。另外，消费者对美好服务的需求是改善的，尽管看起来有些慢，但从没有退步。

## 6、行业政策风险相对较低，估值风险在于分化而不是其他

行业的盈利能力合理，导致政策限价收紧的概率极低。目前行业管理住宅的合同中大部分是前期合同，前期合同需遵守当地政府限价。最近2年政策方向是提升此限价而不是收紧。单纯看基础物业管理业务，目前已经上市公司毛利率最高的公司该业务可比毛利率仅为30%左右，并没有远远高于其他同行，且该公司管理项目往往为所在区位定位较高端的社区，社区面积很大。目前行业所有公司均按照15%（高新技术企业）或者25%税率缴纳所得税，此行业并没有灰色地带的盈利能力，并没有不合理暴利，政策收紧限价的风险极低。

物业管理为劳动密集型行业，为大量人员尤其是退伍军人提供就业机会，上市公司的社保覆盖率均接近100%（以合资格雇佣人员计算），从已有政策情况来看，国家发改委修订发布的《产业结构调整指导目录（2019年本）》中，物业服务被列入鼓励类目。政策方向明确支持行业发展。

鼓励业主大会和业委会对行业所有上市公司都是利好。部分投资者认为国家鼓励社区成立业委会会造成部分已上市物管公司丢掉其管理项目。实际上中国12万多家物管公司，大部分仍然是地方性企业。而已上市的主要物管公司，大部分是行业百强甚至是前十强二十强，业委会项目的增加会利好全部上市物管公司而不是打击其中的部分。

行业真正的风险在于高成长逻辑被破坏，其主要的表现形式可能为：部分公司储备面积的迅速下降，部分公司的费用超预期增加，部分公司的贸易应收款和经营活动现金流出现急剧恶化，连续配股和发展商系高管清仓式减持等行为集中出现。

## 风险提示

### 1、行业收缴率下降。

如果行业的收缴率下降，行业面临现金流恶化和资产恶化等情况，会使公司的盈利质量出现问题。

### 2、项目提供方地产销售面积和交付不及预期。

如果项目提供方的地产销售面积和交付不及预期会，公司的在管面积增长会受到冲击，影响利润增长。

### 3、未预料到的自然灾害。

火灾等事故会影响公司口碑。

### 4、并购项目整合不及预期。

收购的项目整合不及预期，会导致公司的费用超标。

## 广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬体分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

广州市

深圳市

北京市

上海市

香港

地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。