

2021年05月07日

房地产服务

行业动态分析

物业管理：2020 年报总结

投资要点

- ◆ **无碍宏观环境，重点物管企业经营业绩实现超预期增长：**新冠疫情导致 2020 年中国宏观经济增长有所放缓，但从港股上市的重点物业管理企业的经营情况来看，行业整体显现出了极强的经营韧性，绝大部分重点企业于 2020 年兑现了业绩高速增长预期。2020 年，18 家港股通物业管理企业合计实现营业收入 1005.7 亿元，同比增长 42.1%，实现归属公司股东净利润 148.9 亿元，同比增长 72.4%。
- ◆ **在管面积延续高增长，经营结构趋于合理：**在管面积方面，18 家港股通物业管理企业于 2020 年末的合计在管面积为 32.5 亿 m²，较 2019 年末的 23.3 亿 m² 同比增幅为 39.5%。于期末，17 家物管企业的储备在管比整体为 0.71，继续处于健康水平，奠定未来 2 年高速增长基调。同期，14 家港股通物管企业（剔除 4 家聚焦商业、商务业态的企业）基础物业管理服务、社区增值服务、非业主增值服务的营收占比分别为 60.7%/14.8%/19.2%，较 2019 年分别+0.6/+1.4/-2.8pcts，毛利占比分别为 52.3%/23.1%/22.6%，较 2019 年分别+5.2/+0.2/-5.1pcts。
- ◆ **规模效应展现，盈利能力提升：**2020 年，18 家港股通物管企业合计实现毛利润 289.4 亿元，同比增长 57.9%，整体毛利率为 28.8%，同比增长 2.9pcts。其中，受益于规模效应及社保减免，基础物业管理服务毛利率较 2019 年同比提升 3+pcts，而社区增值服务、非业主增值服务的毛利率保持平稳。得益于规模效应的进一步显现、期内 18 家物管企业 SG&A 费用率为 9.9%，同比减少 0.4pct。毛利率提升叠加费用率优化，2020 年 18 家物管企业的归母净利润率提升 2.6pcts 至 14.8%。
- ◆ **投资建议：**我们认为，物业管理板块呈现出“订阅+消费+成长”的复合属性是其持续获得市场资金青睐进而维持高估值的重要基础，且恒生指数公司已于 4 月 19 日正式推出恒生物业服务及管理指数（HSPSM.HI），预计将进一步强化板块效应。尽管是次业绩期多家公司给出了令投资者振奋的 3-5 年战略目标，但考虑到市场竞争的加剧，我们认为未来企业间经营水准与股价表现的分化将在所难免。我们更偏好中大型物管上市企业（市值 > 100 亿港元），并建议投资者优先关注业绩增长确定性高（较少依赖于并购）、市场化拓展能力强悍、社区增值服务扎实、经营差异化明显、人员激励完善的领先物管企业。重点关注的标的包括：碧桂园服务、永升生活服务、新城悦服务、华润万象生活、卓越商企服务。
- ◆ **风险提示：**并购市场拥挤导致部分公司并购进展低于预期、政策监管或宏观风险导致商品房销售低于预期进而影响物管市场增量、市场竞争激励或导致市场化拓展利润率低于预期、人力成本上涨导致盈利能力下滑、社区增值服务推进不及预期、城市服务等新业务开展不及预期

 投资评级 **领先大市-A 维持**

首选股票	评级
01995	永升生活服务 买入-A

分析师

高猷嘉
 SAC 执业证书编号：S0910520060002
 gaoyoujia@huajinsec.com.cn
 021-20377166

相关报告

- 房地产服务：物业管理：星辰大海，砥砺前行 2020-12-17
- 房地产服务：物业管理：勇担社区防疫使命，“最后一公里”价值彰显 2020-02-14

内容目录

一、2020 年领先物管企业再现营收高增长	4
(一) 港股通企业营收同比增长超 4 成，4 家企业营收破百亿	4
(二) 多种经营收入占比持续提升	4
1、基础物业管理服务继续占据收入大头	4
2、社区增值服务营收占比进一步提升	5
3、非业主增值服务营收占比减少	6
二、2020 年领先物管企业经营业绩持续高增长	6
(一) 毛利率整体稳中有升	6
(二) SG&A 稳中有降	8
(三) 盈利能力进一步提升	8
(四) 重点物管企业社区增值服务数据分析	9
三、投资建议	10
(一) 多家企业更新未来三至五年经营目标	10
(二) 投资建议	11
四、风险提示	12
(一) 并购市场拥挤或导致物管企业并购不顺利或并购估值超预期	12
(二) 政策监管或宏观风险导致房企商品房销售低于预期	12
(三) 市场竞争日趋激烈，或压低第三方外拓项目盈利水平	12
(四) 人力成本上涨导致物管企业盈利能力下降	12
(五) 社区增值服务推进不及预期	12
(六) 城市服务等新业务开展不及预期	13

图表目录

图 1：18 家港股通企业 2020 年营业收入整体增长超 4 成	4
图 2：头部物管企业 2017-2020 年营业收入趋势	4
图 3：14 家港股通企业基础物业管理服务营业收入变化趋势	5
图 4：18 家港股通企业期末在管面积变化趋势	5
图 5：17 家港股通企业储备面积	5
图 6：17 家港股通企业期末储备在管比	5
图 7：14 家港股通企业社区增值服务营业收入变化趋势	6
图 8：14 家港股通企业社区增值服务营业收入占比	6
图 9：14 家港股通企业非业主增值服务营业收入变化趋势	6
图 10：14 家港股通企业非业主增值服务营业收入占比	6
图 11：18 家港股通企业毛利额变化趋势	7
图 12：14 家港股通企业基础物业服务毛利额变化趋势	7
图 13：14 家港股通企业社区增值服务毛利额变化趋势	7
图 14：14 家港股通企业非业主增值服务毛利额变化趋势	7
图 15：14 家物管企业毛利结构拆分	8
图 16：14 家物管企业分业务毛利占比	8
图 17：18 家港股通企业 SG&A 费用变化趋势	8
图 18：18 家港股通企业归母净利润变化趋势	9
图 19：18 家港股通企业净利润率变化趋势	9

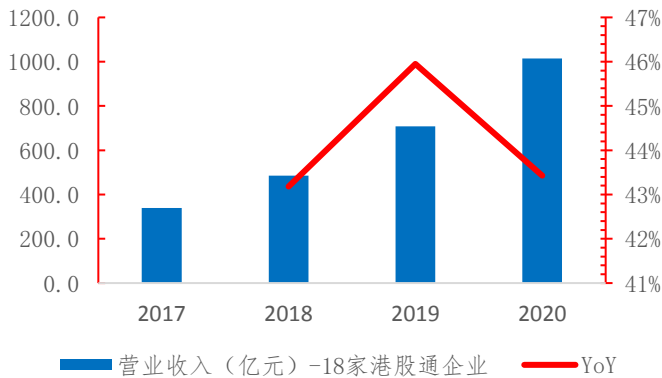
图 20: 重点企业社区增值服务营收、毛利占比.....	9
图 21: 重点企业社区增值服务毛利与基础物业服务毛利之比	9
图 22: 重点物管企业单位在管面积产生的社区增值服务毛利额 (元/m ²)	10
表 1: 多家公司发布未来 3-5 年经营目标 (股价表现截取日期为 5 月 6 日)	10
表 2: 18 家港股通物管企业估值表 (股价表现截取日期为 5 月 6 日)	11

一、2020年领先物管企业再现营收高增长

（一）港股通企业营收同比增长超4成，4家企业营收破百亿

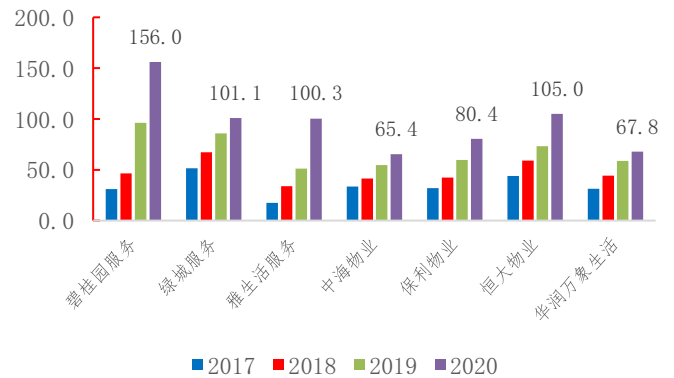
2020年，18家港股通物业管理企业合计实现营业收入1005.7亿元，同比增长42.1%，增速较2019年小幅回落3.8pcts。板块共有4家企业2020年实现营业收入破百亿元，分别为碧桂园服务（156亿元，同比62.2%）、绿城服务（101.1亿元，同比17.8%）、雅生活服务（100.3亿元，同比95.5%）、恒大物业（105.1亿元，同比43.2%）。

图1：18家港股通企业2020年营业收入整体增长超4成



资料来源：公司资料，华金证券研究所

图2：头部物管企业2017-2020年营业收入趋势



资料来源：公司资料，华金证券研究所

（二）多种经营收入占比持续提升

1、基础物业管理服务继续占据收入大头

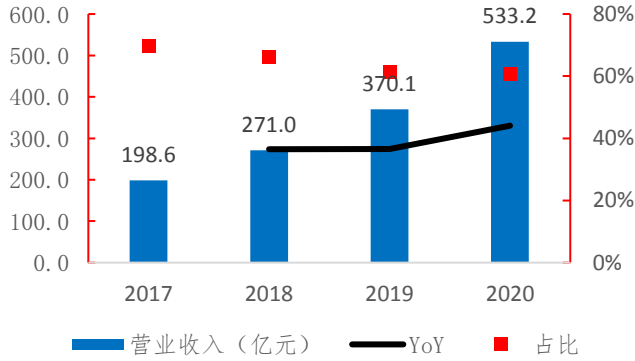
除了华润万象生活、宝龙商业、合景悠活、卓越商企服务等4家以商业或商务业态为发展核心的企业之外，其余14家港股通物业管理企业于2020年合计实现基础物业管理服务营业收入533.2亿元，同比增长44.1%，增速较2019年提升7.6pcts，基础物业管理服务营收占比为60.7%，比2019年下降0.6pct。基础物业管理服务仍然是物管企业的立足之本。

在管面积方面，18家港股通物业管理企业于2020年末的合计在管面积为32.5亿m²，较2019年末的23.3亿m²同比增幅为39.5%。其中，雅生活服务于期内完成了对中民物业的并购，全年净增在管面积1.98亿m²，碧桂园服务、保利物业、融创服务的年内净增在管面积分列2-4位，分别为1.01亿/0.93亿/0.82亿m²。

储备面积方面，17家港股通物业管理企业于2020年末的合计在管面积为21.9亿m²，较2019年末的19.7亿m²同比增幅为11.1%。储备在管比方面，2020年末，17家物管企业的储备在管比（期末储备面积除以期末在管面积）整体为0.71，对比2019年末的0.91。其中，碧桂园服务、绿城服务、新城悦服务的储备在管比大于1，分别为1.18/1.13/1.00。（注：剔除不披露合约面积的中海物业）

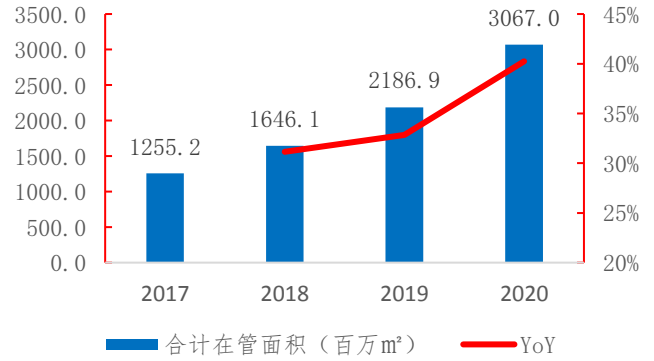
计算口径的物业管理费单价（分子为当期基础物业管理服务营业收入，分母为期间平均在管面积）方面，2020年为1.71元/m²/月，对比2019年的1.63元/m²/月。（注：剔除商业、商务业态4家公司）

图 3：14 家港股通企业基础物业管理服务营业收入变化趋势



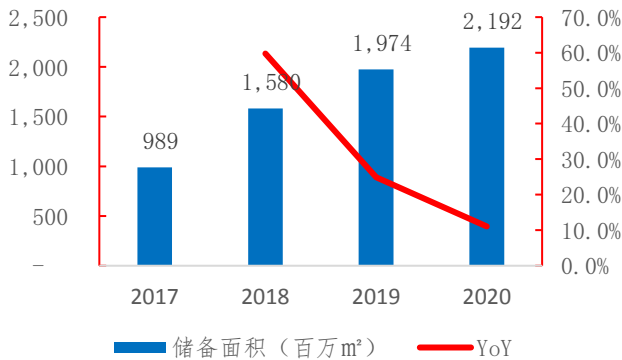
资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 4：18 家港股通企业期末在管面积变化趋势



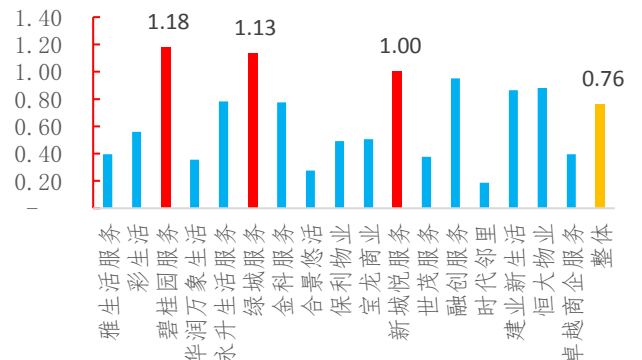
资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 5：17 家港股通企业储备面积



资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 6：17 家港股通企业期末储备在管比



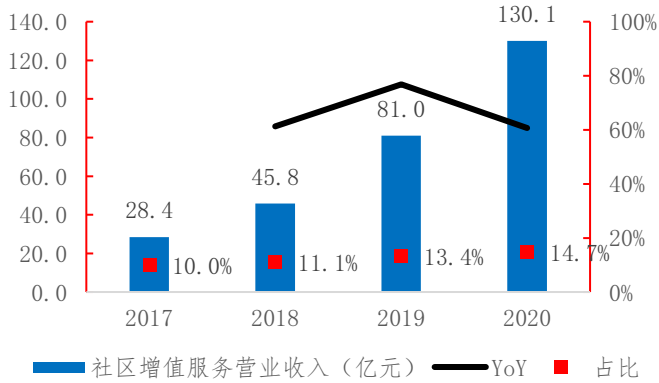
资料来源：公司资料，华金证券研究所

2、社区增值服务营收占比进一步提升

2020年，除商业、商务业态的14家港股通企业社区增值服务营业收入合计为130.1亿元，同比增长60.7%，营收占比为14.8%，较2019年进一步提升1.4pcts。

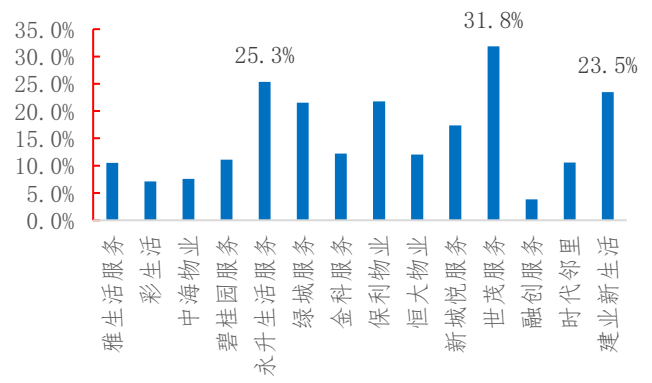
公司层面，世茂服务、永升生活服务、建业新生活的社区增值服务营业收入占比最高，分别为31.8%/25.3%/23.5%。

图 7：14 家港股通企业社区增值服务营业收入变化趋势



资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 8：14 家港股通企业社区增值服务营业收入占比



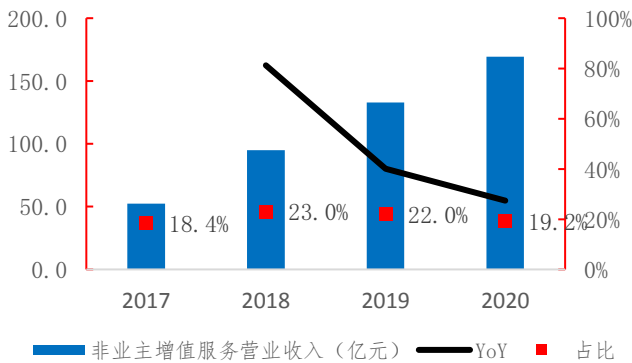
资料来源：公司资料，华金证券研究所

3、非业主增值服务营收占比减少

2020 年，上述 14 家企业非业主增值服务合计实现营业收入 173.9 亿元，同比增长 27.4%，增速低于 2019 年的 40.0%，主要反映了房地产开发行业增速下降及新冠疫情之于地产开发行业的负面影响。期内，非业主增值服务营收占比为 19.2%，较 2019 年减少 2.8pcts。

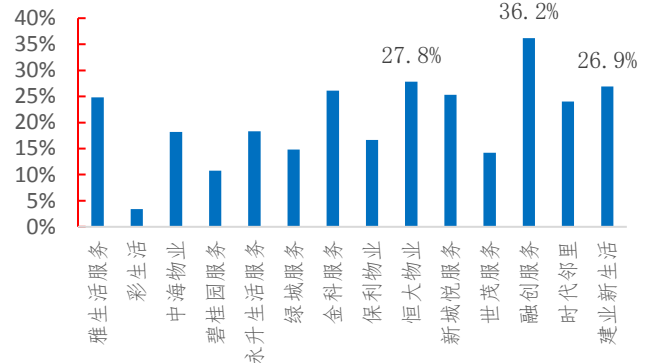
重点公司方面，融创服务、恒大物业、建业新生活的非业主增值服务营收占比分别为 36.2%/27.8%/26.9%，反映出其现阶段对于关联地产企业的依赖度较高。

图 9：14 家港股通企业非业主增值服务营业收入变化趋势



资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 10：14 家港股通企业非业主增值服务营业收入占比



资料来源：公司资料，华金证券研究所

二、2020 年领先物管企业经营业绩持续高增长

(一) 毛利率整体稳中有升

2020 年，18 家港股通物业管理企业合计实现毛利润 289.4 亿元，同比增长 57.9%，整体毛利率为 28.8%，同比增长 2.9pcts。

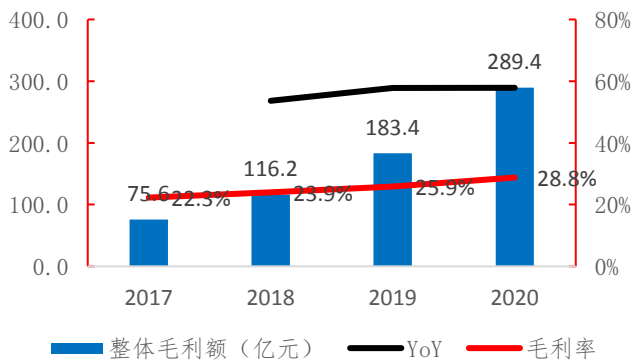
其中，剔除商业及商务业态后的 14 家物管企业基础物业管理服务合计实现毛利润 131.9 亿元，同比大幅增长 73.6%，期内毛利率增长至 24.3%，较 2019 年提升 3.7pcts，本期毛利率的跳增一定程度上归因于社保减免政策。

期内，上述 14 家企业社区增值服务合计实现毛利润 58.3 亿元，同比增长 57.2%，期内毛利率为 44.8%，较 2019 年下降 1.0pct。分公司看，世茂服务、永升生活服务、保利物业的社区增值服务毛利占比最高，分别为 40.7%/40.0%/35.3%。

期内，上述 14 家企业非业主增值服务合计实现毛利润 56.9 亿元，同比增长 27.4%，增速较 2019 年下滑 24.6pcts。期内，非业主增值服务毛利率为 33.6%，较 2019 年基本持平。

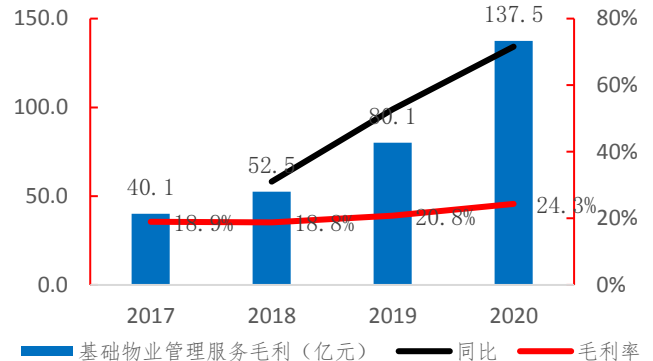
总的来看，上述 14 家企业 2020 年基础物业服务毛利占比 52.3%，较 2019 年增加 5.2pcts，社区增值服务毛利占比 23.1%，较 2019 年增加 0.2pcts，非业主增值服务毛利占比 22.6%，较 2019 年减少了 5.1pcts。

图 11：18 家港股通企业毛利额变化趋势



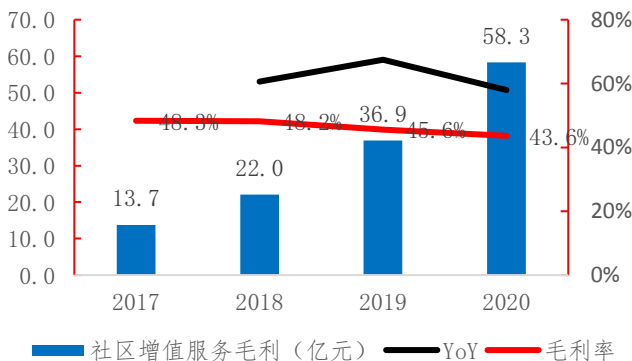
资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 12：14 家港股通企业基础物业服务毛利额变化趋势



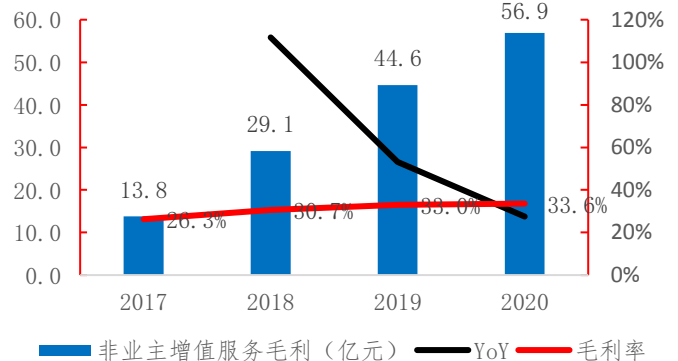
资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 13：14 家港股通企业社区增值服务毛利额变化趋势



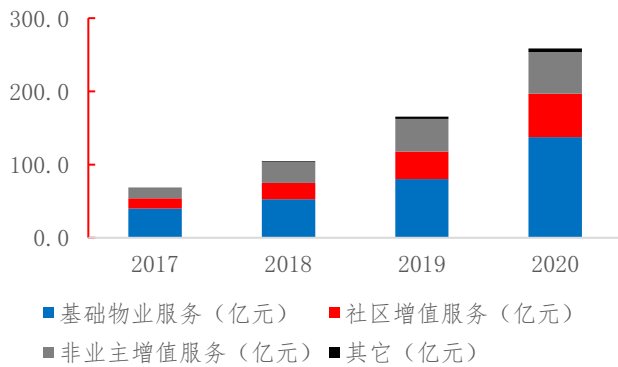
资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 14：14 家港股通企业非业主增值服务毛利额变化趋势



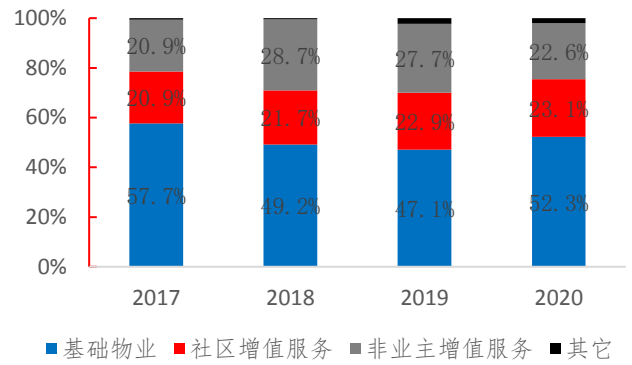
资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 15: 14 家物管企业毛利结构拆分



资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

图 16: 14 家物管企业分业务毛利占比

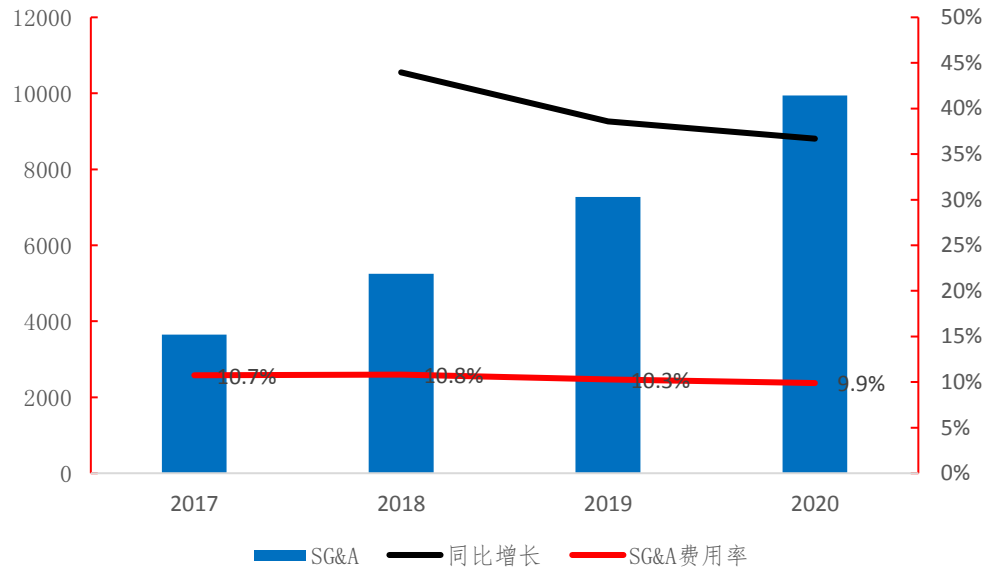


资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

(二) SG&A 稳中有降

2020 年, 18 家港股通物业管理企业合计产生销售、一般及行政费用 (SG&A) 99.4 亿元, 同比增长 36.7%, SG&A 费用率为 9.9%, 同比减少 0.4pct, 规模效应进一步展现。

图 17: 18 家港股通企业 SG&A 费用变化趋势



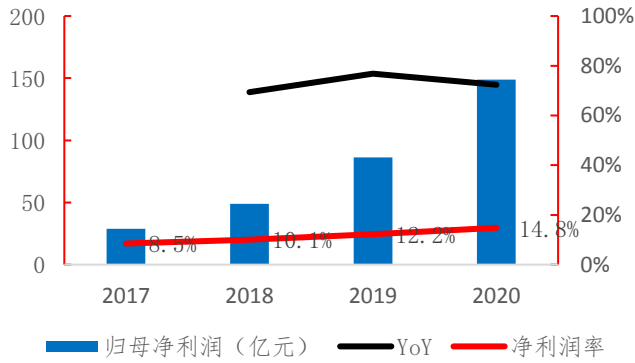
资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

(三) 盈利能力进一步提升

得益于毛利率的增长和 SG&A 费用率的下降, 2020 年 18 家港股通物业管理企业的盈利能力进一步增长。期内, 18 家企业合计实现归属公司股东净利润 148.9 亿元, 同比增长 72.4%, 净利润率为 14.8%, 净利润率较 2019 年扩张了 2.6pcts。

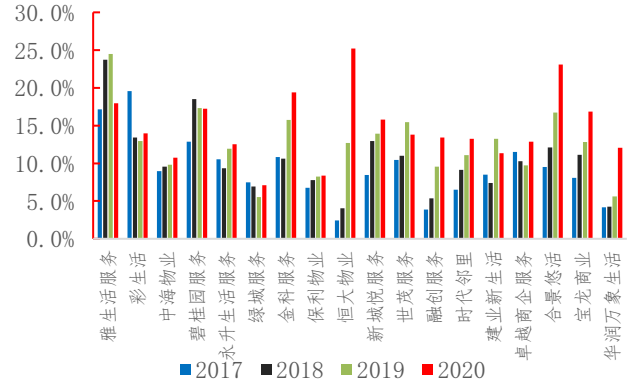
公司方面，恒大物业、合景悠活、金科服务归母净利润率分别为 25.2%/23.1%/19.5%，位居港股通物管企业的前三位。除绿城服务（7.1%）、保利物业（8.4%）之外，其余公司净利润率均超过 10%。

图 18：18 家港股通企业归母净利润变化趋势



资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 19：18 家港股通企业净利润率变化趋势



资料来源：公司资料，华金证券研究所

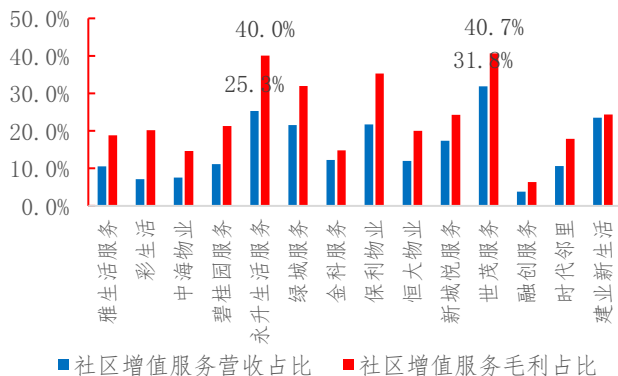
（四）重点物管企业社区增值服务数据分析

住宅物业管理在疫情期间为城市安全运行和社会稳定起到了重要作用，推动事关物业管理行业的利好政策不断落地。其中，今年 1 月住建部等十部委发布的《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》明确指出要加快发展物业服务业、推动物业服务向高品质和多样化升级，鼓励有条件的物业企业向养老、托幼、家政、健康、房屋经纪、快递收发等领域延伸。

我们认为，社区增值服务建立在夯实的基础物业管理服务的根基之上，是领先物业管理企业改善单盘盈利模型的关键因素。我们对于重点公司的社区增值服务经营数据做了进一步分析：

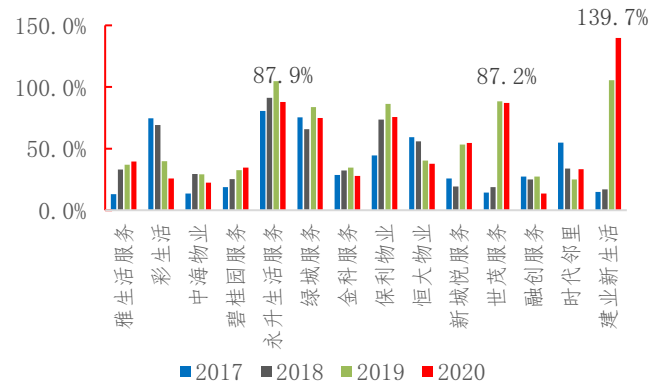
- 1) 2020 年世茂服务、永升生活服务的社区增值服务毛利占比分别为 40.7%、40.0%；
- 2) 建业新生活的社区增值服务毛利额已是基础物业服务毛利额的 1.4 倍，而世茂服务、永升生活服务的社区增值服务毛利额分别是基础物业服务毛利额的 0.87/0.82 倍；

图 20：重点企业社区增值服务营收、毛利占比



资料来源：公司资料，华金证券研究所

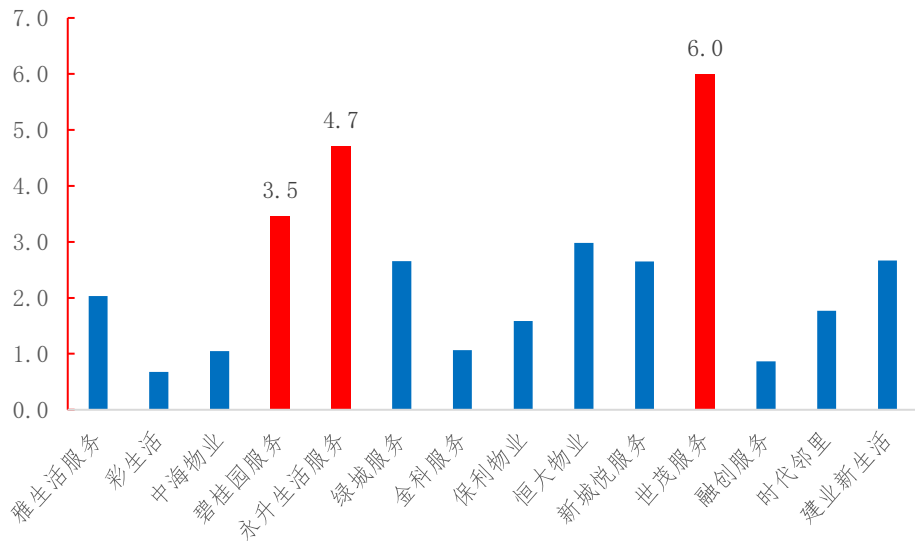
图 21：重点企业社区增值服务毛利与基础物业服务毛利之比



资料来源：公司资料，华金证券研究所

3) 单位在管面积产生的社区增值服务毛利额（当年社区增值服务毛利额除以期间平均在管面积）方面，2020 年世茂服务、永升生活服务、碧桂园服务分别为 6.0/4.7/3.5 元/m²，领先行业。

图 22：重点物管企业单位在管面积产生的社区增值服务毛利额（元/m²）



资料来源：公司资料，华金证券研究所

注：不同物管企业对于社区增值服务的边界定义存在差异。以世茂服务为例，除了社区资产管理服务、美居服务、新零售服务等，其社区增值服务还包括了智慧社区解决方案、车位资产运营服务、校园增值服务。

三、投资建议

（一）多家企业更新未来三至五年经营目标

多家物管企业于业绩发布会上正式提出了未来三至五年经营目标，其中绿城服务、世茂服务、中海物业等企业股价在经营目标发布后持续上涨。

我们认为，物业管理行业正处于跑马圈地的关键阶段，且行业边界仍在不断扩展，碧桂园服务作为行业龙头市场占有率尚不足 2%，发展潜力巨大。

从项目获取的供需视角出发，一方面，我们预计“三条红线”的融资新规、“双集中”的供地新政或将进一步提升上游地产开发企业的市场集中度，流向招投标市场的住宅物业新盘项目（通常对应较高毛利率水平）或趋于减少；另一方面，市场竞争日趋激烈，无论是存量住宅项目、非住宅项目或是并购市场，项目获取的成本正在增加。

表 1：多家公司发布未来 3-5 年经营目标（股价表现截取日期为 5 月 6 日）

公司名称	股票代码	股价表现(%, 业绩发布以来)	3-5 年计划	备注
宝龙商业	9909.HK	11.0	归母净利润 5 年复合增速为 40%	自 2021 年起
新城悦服务	1755.HK	18.3	归母净利润 3 年 3 倍	较 2020 年
世茂服务	0873.HK	38.7	营业收入 3 年 5 倍	较 2020 年

公司名称	股票代码	股价表现(%, 业绩发布以来)	3-5年计划	备注
碧桂园服务	6098.HK	18.6	2025年营业收入超过1000亿元	基础物业~500亿, 增值服务(含社区团购)~300亿, 商写~150亿, 城市服务~200亿
绿城服务	2869.HK	44.5	营业收入5年5倍	较2020年; 2021年市场外拓1.5亿m ² , 对应饱和合同金额>50亿元
中海物业	2669.HK	46.7	归母净利润5年复合增速为30%	自2021年起
华润万象生活	1209.HK	-6.6	归母净利润5年复合增速为40%	自2021年起
雅生活服务	3319.HK	23.4	营业收入未来3年复合增速为40%	自2021年起
保利物业	6049.HK	22.9	归母净利润5年复合增速为20-30%	自2021年起
融创服务	1516.HK	16.7	归母净利润3年复合增速为70%	21年翻倍以上增长, 22年增速60-70%
合景悠活	3913.HK	-8.9	营业收入3年复合增速为90%	自2021年起, 在管面积3年10倍(2023年>4亿m ²)
金科服务	9666.HK	-7.2	营业收入5年10倍	较2020年
永升生活服务	1995.HK	-0.8	归母净利润5年10倍	维持2023年归母净利润较2018年增长10倍(>10亿元)
建业新生活	9983.HK	-11.3	营业收入未来3年复合增速为50%	自2021年起

资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

(二) 投资建议

我们认为, 物业管理板块呈现出“订阅+消费+成长”的复合属性是其持续获得市场资金青睐进而维持高估值的重要基础, 且恒生指数公司已于4月19日正式推出恒生物业服务及管理指数(HSPSM.HI), 预计将进一步强化板块效应。

考虑到市场竞争加剧, 我们认为板块企业的经营表现与股价表现将在所难免。我们更偏好中大型物管上市企业(市值>100亿港元), 并建议投资者优先关注业绩增长确定性高(较少依赖于并购)、市场化拓展能力强悍、社区增值服务扎实、经营差异化明显、人员激励完善的领先物管企业。重点关注的标的包括: 碧桂园服务、永升生活服务、新城悦服务、华润万象生活、卓越商企服务。

表 2: 18家港股通物管企业估值表(股价表现截取日期为5月6日)

公司名称	股票代码	股价	市值	市盈率			PEG	
		港元	港币亿元	2021E	2022E	2023E	PE21/G22	PE21/G23-21
碧桂园服务	6098.HK	82.10	2,485	51.5	35.2	23.8	1.11	1.09
绿城服务	2869.HK	12.40	402	35.9	26.8	19.3	1.05	0.99
雅生活服务	3319.HK	35.90	479	17.1	13.2	9.7	0.57	0.52
新城悦服务	1755.HK	24.25	211	26.2	18.0	13.0	0.57	0.63
中海物业	2669.HK	8.17	269	25.0	19.3	14.7	0.84	0.82
永升生活服务	1995.HK	18.70	312	41.8	27.9	20.2	0.84	0.95
保利物业	6049.HK	61.40	340	32.3	24.9	20.7	1.10	1.29
宝龙商业	9909.HK	29.70	191	36.1	26.0	18.7	0.94	0.93
卓越商企服务	6989.HK	10.78	132	21.4	15.3	10.9	0.54	0.54

公司名称	股票代码	股价	市值	市盈率			PEG	
		港元	港币亿元	2021E	2022E	2023E	PE21/G22	PE21/G23-21
合景悠活	3913.HK	7.49	151	19.2	12.3	7.7	0.34	0.33
世茂服务	0873.HK	19.80	468	30.7	19.0	12.2	0.50	0.52
金科服务	9666.HK	62.00	405	31.2	20.3	13.0	0.58	0.57
融创服务	1516.HK	24.50	760	51.1	31.4	22.4	0.81	1.00
恒大物业	6666.HK	13.50	1,459	29.0	19.3	13.9	0.58	0.65
华润万象生活	1209.HK	46.40	1,059	62.0	44.7	32.7	1.60	1.65
建业新生活	9983.HK	6.30	79	11.3	8.3	4.9	0.32	0.22
时代邻里	9928.HK	5.71	56	11.6	7.8	5.7	0.23	0.27
彩生活	1778.HK	3.33	48	7.1	6.6	6.6	0.91	2.21

资料来源: Wind 一致预期, 彭博一致预期, 华金证券研究所

四、风险提示

(一) 并购市场拥挤或导致物管企业并购不顺利或并购估值超预期

2020 年大量物管企业完成上市, 14 家物管企业首次募资额超过 600 亿港元, 且超过半数募集资金预计将投向并购市场。在激烈的并购市场竞争之下, 交易标的估值短期或难以下降, 进而对并购方资产负债表造成不利影响。同时, 部分物管企业盈利指引包含一定并购预期, 若并购未能如期完成, 那么或将影响盈利的达成。

(二) 政策监管或宏观风险导致房企商品房销售低于预期

房地产行业政策监管压力或宏观层面风险或导致商品房销售低于预期, 进而影响新增物管面积和物管行业的市场空间。

(三) 市场竞争日趋激烈, 或压低第三方外拓项目盈利水平

上市物管企业均在大力拓展第三方项目, 在日趋激烈的市场竞争之下, 招投标的过程或出现非理性价格竞争, 导致物管单价和毛利率不及预期。

(四) 人力成本上涨导致物管企业盈利能力下降

物管企业仍然属于人力密集型行业, 直接人工成本(含外包成本)占据营业成本的 80%以上。低端劳动人口供给偏紧, 未来工资水平或持续上涨, 在提价相对困难的背景下或使得物管企业盈利能力面临考验。

(五) 社区增值服务推进不及预期

零售、教育、家政等部分社区增值服务面临激烈的市场化竞争，若物管企业未能找到业务切入点或供应链能力未跟上，那么或令业务推进不及预期。

（六）城市服务等新业务开展不及预期

城市服务等新业务对于物管企业是新业务，物管企业在面对城市环卫、老旧小区更新等业务时或缺经验，从而影响新业务的表现。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

高猷嘉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com