

行业研究

关注“隐含价值”较高的地产龙头

——对近期房地产 AH 板块表现差异的分析及投资建议

要点

近期房地产行业调控政策严厉，AH 地产板块表现存在一定差异

自 2020 年下半年起，为防止较为充裕的流动性涌入房地产市场，监管层出台了一系列精准调控措施，包括试点房企“三道红线”负债管理，银行业金融机构房地产贷款集中度管理，重点城市集中供地等。政策高压和精准调控下，AH 地产板块表现存在一定差异，A 股地产悲观情绪持续发酵（2021 年初至今 300 地产指数跑输沪深 300 约 13.10 个 pct.），H 股地产板块表现相对理性（2021 年初至今恒生地产指数跑赢恒生指数约 6.4 个 pct.）。

汇率变化和投资者结构是形成 AH 地产板块表现差异的重要原因

1) 2020 年中以来，我国境内快速控制了新冠疫情发展，积极开展复工复产，经济基本面稳健向好，截止 2021 年 5 月底人民币指数 CNYX 较 2020 年低点上升约 8%，美元指数较 2020 年高点下降约 12.5%；强劲经济基本面和人民币走强，吸引国际投资者加大对人民币资产的配置；H 股地产板块成为国际资本投资中国境内资产的较好渠道之一；2) 根据 CMTS2019 报告，港股市场机构投资者占比约 80%，资金来源多元化且全球化，投资风格更为理性专业，重视长期价值、财务安全及稳定分红，情绪性因素较少，故 H 股地产相对 A 股地产表现更稳健。

建议关注“隐含价值”较高的地产龙头，推荐配置万科企业和中国金茂

为尽快达标“三道红线”，上市房企纷纷拆分旗下多元业务板块（物管/商管/代建）上市。截止 2021 年 6 月 15 日，36 家主流上市房企中有 32 家已拆分旗下多元化业务上市（或在进程中），部分上市物管公司的总市值已超母公司。

我们将地产股的“隐含价值”定义为：1) 多元化业务板块有一定规模性和成熟度，具备单独分拆上市条件，但目前尚未分拆；2) 开发经营稳健，三道红线绿档，信用优势明显，风险溢价较小；3) 股价从年内高点回调明显，安全边际较高，股息率较高具备吸引力；综上，推荐万科企业和中国金茂。

万科企业 (2202.HK)：地产基本盘稳健，三道红线绿档，多元化经营业务表现出色且未拆分上市，万物云 2020 年末在管面积 5.6 亿平，6 月 14 日已出台多元化业务员工跟投机制；维持 2021-23 年 EPS 为 4.02/4.52/4.96 元，当前股价距年内高点回调明显（约-26%），对应 2021-2023 年预测 PE 估值为 5.1/4.5/4.1，按 2020 年派息比例计算对应股息率为 6.9%/7.7%/8.5%，维持“买入”评级。

中国金茂 (0817.HK)：“绿金”产品力优秀，销售持续强势，三道红线绿档，下属金茂物业获“2021 年高端物业服务力 TOP1”且未拆分上市；维持 2021-23 年核心 EPS 为 0.60/0.70/0.76 元，当前股价距年内高点回调明显（-34%），对应核心 PE 估值为 3.9/3.3/3.0 倍，按 2020 年派息比例计算对应股息率为 10.2%、12.0%、13.0%，维持“买入”评级。

风险分析：全球通胀预期和大宗商品上涨或导致国内利率有上行压力，或对资金密集型的地产开发板块造成潜在影响；新冠疫情和中美贸易摩擦或导致国内部分行业发展和就业情况不及预期，进而影响居民收入和信贷扩张；房企“三道红线”叠加债务集中偿还期，部分房企或出现信用违约。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (港元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
0817.HK	中国金茂	2.80	0.56	0.60	0.70	4.2	3.9	3.3	买入
2202.HK	万科企业	24.80	3.57	4.02	4.52	5.7	5.1	4.5	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-06-15；汇率按 1HKD=0.8254CNY 换算；中国金茂为核心 EPS 与核心 PE 估值

房地产

增持（维持）

作者

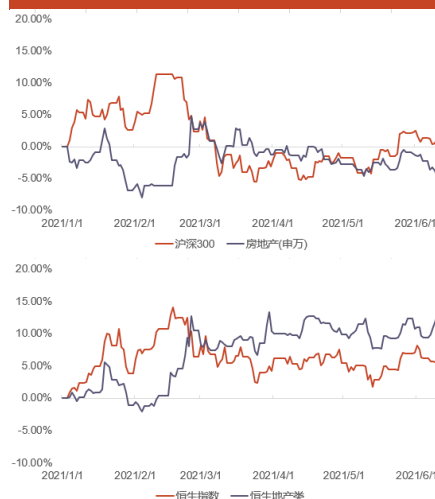
分析师：何维南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

20210305 新型城镇化深入推进 房地产行业迎多元化发展机遇——对 2021 年两会政府工作报告房地产相关内容的点评

20210301 地产开发影响中性，建议关注多元化业务机遇——对自然资源部官方回应网传“相关城市集中供地”的点评

20200824 丰富长效机制内涵，地产股权基金迎接发展契机——对 2020 年 8 月 20 日重点房企座谈会的点评

1、调控高压手段精准，AH 地产表现差异

2020 年初，为了对抗突如其来的“新冠疫情”冲击，全球流动性宽松。

我们在 2018 年提出“约束中求平衡，房住不炒是底线，因城施策防失速”的整体框架可能会维持较长一段时间。2019 年提出为避免房地产过度占用其他实体经济的信贷资源，预计行业流动性管控仍将持续。（详见外发报告《20200622 房地产：更积极的看待 2020 年下半年——房地产行业 2020 年下半年投资策略》）

为了防止充裕的流动性再次涌入房地产市场冲击资产价格，自 2020 年下半年以来，监管层出台了一系列精准的房地产调控政策，主要包括：

2020 年 8 月 20 日住建部、央行在北京召开重点房地产企业座谈会，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，实施“三道红线”。（详见外发报告《20200824 丰富长效机制内涵，地产股权基金迎接发展契机——对 2020 年 8 月 20 日重点房企座谈会的点评》）。

2020 年 12 月 31 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称《通知》），建立了银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度。

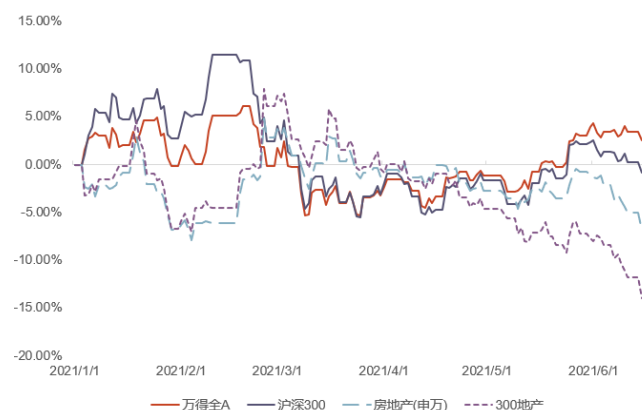
2021 年 2 月 16 日，自然资源利用开发司在央视新闻中对“集中供地”政策进行解读，提出“重点城市增加住宅用地供应量，以及充分披露供地信息，集中公告，集中供应，形成合理预期”。（详见外发报告《20210131 地产开发影响中性，建议关注多元化业务机遇——对自然资源部官方回应网传“集中供地”的点评》）。

1.1、A 股地产相对悲观，H 股地产表现平稳

房地产行业属于典型的资金密集型行业，在房地产开发商“三道红线”负债管理和银行房地产贷款“集中度管理”的政策高压和精准调控之下，资本市场悲观情绪发酵，A 股房地产板块持续下跌。

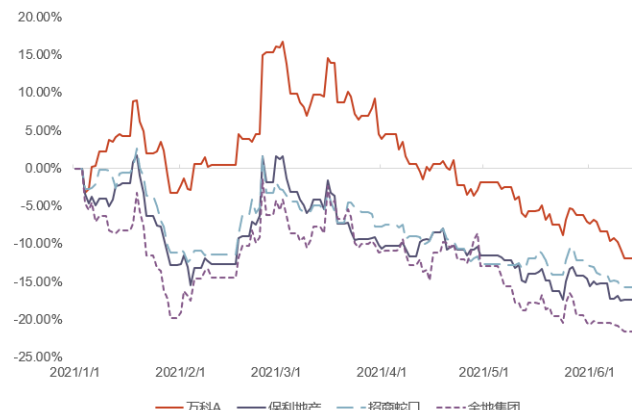
2021 年初以来，申万房地产指数下跌 6.91%，跑输万得全 A 指数 9.40 个 pct.，300 地产指数下跌 13.96%，跑输沪深 300 指数 13.10 个 pct.；万科 A、保利地产、招商蛇口、金地集团分别下跌 13.73%、19.85%、17.53%、22.59%。

图 1：万得全 A、沪深 300、申万房地产、300 地产指数表现



资料来源：WIND，截止 2021 年 6 月 15 日

图 2：万科 A、保利地产、招商蛇口、金地集团股价表现

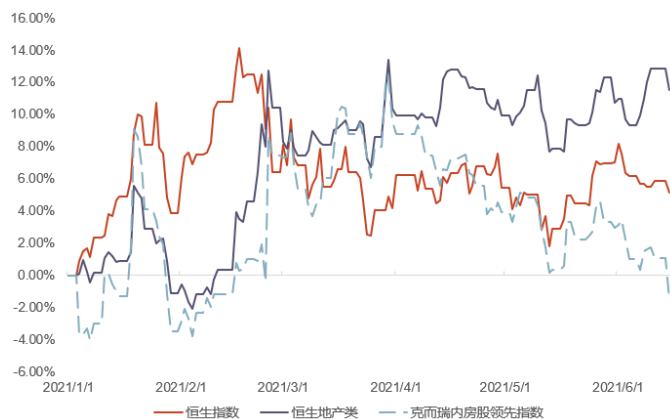


资料来源：WIND，截止 2021 年 6 月 15 日

相对而言，港股地产板块表现较为稳健。

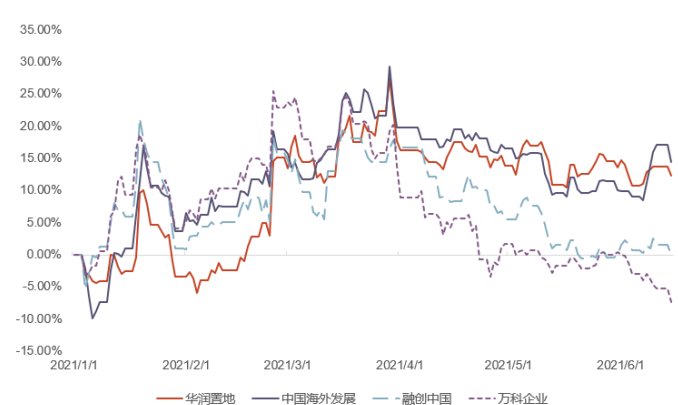
2021 年初以来，恒生地产指数上涨 11.53%，跑赢恒指 6.36 个 pct.；CRIC 内房股领先指数下跌 1.55%，跑输恒指 6.72 个 pct.；华润置地、中国海外发展分别上涨 12.34%、14.47%；融创中国、万科企业分别下跌 0.17%、7.29%。

图 3：恒生指数、恒生地产指数、CRIC 内房股领先指数表现



资料来源：WIND，截止 2021 年 6 月 15 日

图 4：华润置地、中国海外发展、融创中国、万科企业股价表现



资料来源：WIND，截止 2021 年 6 月 15 日

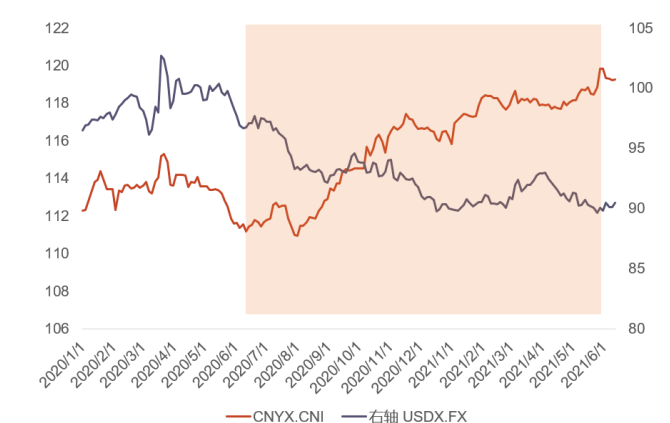
1.2、 汇率变化和投资者结构是造成差异的重要原因

2020 年中以来，我国境内快速控制了新冠疫情发展，积极组织开展复工复产，宏观经济基本面稳健向好，而境外在不断发酵的新冠疫情中持续挣扎，美联储宣布实施开放式的资产购买计划，全球流动性继续宽松。

1、从汇率变化来看，人民币指数自 2020 年中起持续提升，美元指数则出现持续下降。截止 2021 年 5 月 31 日，人民币指数 CNYX 较 2020 年低点上升约 8%，美元指数则较 2020 年高点下降约 12.5%。

强劲的经济基本面和不断提升的人民币汇率，吸引国际投资者加大了对人民币资产的配置。港股地产上市公司主要经济活动在中国境内发生，营收和利润绝大多数以人民币计价，在香港交易所上市后股价以港币计价，成为国际投资者投资中国境内资产的较好渠道之一。

图 5：人民币指数和美元指数走势



资料来源：WIND

图 6：美元兑离岸人民币



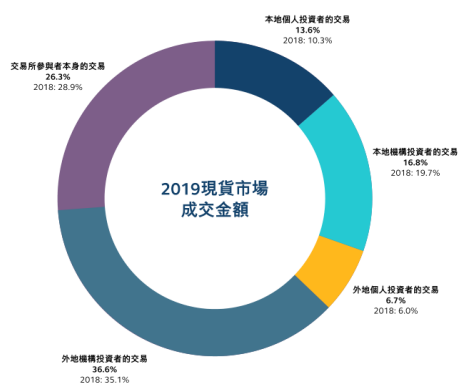
资料来源：WIND

2、从投资者结构来看，根据 CMTS-2019 报告（2020 年 11 月 25 日发布），香港证券交易市场的投资者结构（2019 年）按交易金额占比划分，个人投资者（本地和外地总和）交易占比约为 20%（2018 年约为 16%），机构投资者占比约为 80%。

从交易者来源来看，外地投资者交易总额占比中，来自欧洲（包括英国）的投资者约为 29%，来自美国的约为 24%，来自亚洲的约为 42%，其他约为 5%。

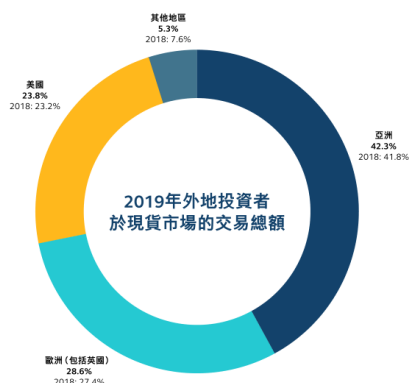
我们认为，约 80%的机构投资者占比，多元化的全球性配置资金来源，使港股市场的投资风格更为理性和专业化，更重视公司的长期发展价值、财务安全以及持续稳定的分红派息比例；故此相比起 A 股地产板块，港股地产板块的表现相对更加稳健和理性。

图 7：香港证券交易市场投资者结构（2019）



资料来源：CMTS-2019

图 8：香港证券交易市场外地投资者来源（2019）



资料来源：CMTS-2019

2、“三道红线”促使房企分拆资产上市

2020年下半年，监管层提出“三道红线”房地产企业的负债管控标准。为了尽快达标，房地产上市公司纷纷拆分旗下资产（绝大多数为物业服务板块，少部分为商业管理板块）上市，意图快速增厚所有者权益，满足“三道红线”要求。

截止2021年6月15日，我们统计的典型36家主流房地产企业中，有32家已经拆分旗下物管/商管业务板块上市（或已递交招股书，正在上市进程中）。

图9：主流房地产上市公司及旗下已拆分上市（待上市）物业公司

No.	地产母公司	股票代码	当前市值	PE估值	分拆上市(待上市)物业公司	股票代码	当前市值	PE估值
No.1	中国恒大	3333.HK	1,196.2	14.8	恒大物业	6666.hk	767.4	29.0
No.2	龙湖集团	0960.HK	2,282.9	11.4				
No.3	碧桂园	2007.HK	1,694.3	4.8	碧桂园服务	6098.hk	2,092.4	77.9
No.4	万科A	000002.SZ	2,876.6	6.9				
	万科企业	2202.HK	2,378.2	5.7				
No.5	融创中国	1918.HK	1,101.3	3.1	融创服务	1516.hk	599.4	99.8
No.6	保利地产	600048.SH	1,517.7	5.2	保利物业	6049.hk	267.2	39.7
No.7	中国海外发展	0688.HK	1,743.6	4.0	中海物业	2669.hk	213.2	36.2
No.8	华润置地	1109.HK	2,116.0	7.1	华润万象生活	1209.hk	848.8	103.8
No.9	新城控股	601155.SH	989.0	6.5	新城悦服务	1755.hk	157.3	34.8
No.10	世茂集团	0813.HK	604.5	4.8	世茂服务	0873.hk	414.6	59.8
No.11	招商蛇口	001979.SZ	868.4	7.1	招商积余	001914.sz	212.6	48.9
No.12	富力地产	2777.HK	287.7	3.2	富力物业服务	H01546.hk		
No.13	金科股份	000656.SZ	291.5	4.1	金科服务	9666.hk	344.9	55.8
No.14	雅居乐集团	3383.HK	339.5	3.6	雅生活服务	3319.hk	412.0	23.5
No.15	阳光城	000671.SZ	212.0	4.1	阳光智博服务	已提交招股书		
No.16	金地集团	600383.SH	471.8	4.5				
No.17	中南建设	000961.SZ	232.2	3.3	中南服务	H01521.hk		
No.18	旭辉控股集团	0884.HK	433.9	5.4	永升生活服务	1995.hk	262.0	67.1
No.19	荣盛发展	002146.SZ	257.4	3.4	荣万家	2146.hk	32.5	12.3
No.20	中国奥园	3883.HK	156.0	2.6	奥园健康	3662.hk	40.6	16.2
No.21	绿城中国	3900.HK	174.2	7.0	绿城服务	2869.hk	336.8	47.4
No.22	中国金茂	0817.HK	293.2	7.6				
No.23	远洋集团	3377.HK	108.1	3.8	远洋服务	6677.hk	58.8	22.8
No.24	佳兆业集团	1638.HK	188.2	3.5	佳兆业美好	2168.hk	41.0	18.5
No.25	融信中国	3301.HK	64.5	2.7	融信服务	H01453.hk		
No.26	华发股份	600325.SH	142.7	4.9	华发物业服务	0982.hk	17.7	57.1
No.27	建业地产	0832.HK	48.0	2.7	建业新生活	9983.hk	79.8	18.7
No.28	建发国际集团	1908.HK	135.0	6.0	建发物业	2156.hk	46.5	43.8
No.29	蓝光发展	600466.SH	94.4	2.9	蓝光嘉宝服务	2606.hk	76.0	14.3
No.30	时代中国控股	1233.HK	151.2	3.1	时代邻里	9928.hk	50.7	21.8
No.31	正荣地产	6158.HK	170.2	6.4	正荣服务	6958.hk	41.2	24.0
No.32	宝龙地产	1238.HK	257.1	4.2	宝龙商业	9909.hk	147.5	48.4
No.33	合景泰富集团	1813.HK	289.8	4.3	合景悠活	3913.hk	130.7	40.5
No.34	滨江集团	002244.SZ	134.1	5.8	滨江服务	3316.hk	77.0	35.1
No.35	迪马股份	600565.SH	65.2	3.6	东原仁和城市运营	H01554.hk		
No.36	金融街	000402.SZ	205.9	8.2	金融街物业	1502.hk	17.6	16.8

资料来源：WIND，光大证券研究所整理；单位：人民币，亿元；股价截止2021年6月15日；
汇率：按2021年6月15日1港元兑换0.8254元人民币计算

已上市物管龙头公司，得益于地产母公司的资源禀赋和全力支持，获得了资本市场的认可，大部分物业公司的市场表现均好于母公司，物业服务个股的PE估值远高于地产开发母公司PE估值，部分物业服务公司的市值已经超越母公司。

截止2021年6月15日，碧桂园服务的总市值约2092亿（单位人民币，下同）（母公司碧桂园的总市值约1694亿），雅生活服务的总市值约412亿（母公司雅居乐集团的总市值约340亿），融创服务的总市值约599亿（母公司融创中国的总市值约1101亿），华润万象生活的总市值约849亿（母公司华润置地的总市值约2116亿），世茂服务的总市值约415亿（母公司世茂集团的总市值约605亿）。

3、建议关注“隐含价值”较高的地产龙头

我们将房地产股的“隐含价值”定义为以下三个标准：

- 1、多元化业务板块（物业管理/商业管理/代建业务等）经营具备一定规模和成熟度，具备单独分拆上市条件，但目前尚未分拆；
- 2、经营表现稳健，三道红线绿档，信用优势明显，风险溢价较小；
- 3、由于房地产调控政策压制/投资者情绪影响/中美贸易摩擦等因素，股价从年内高点回调明显，安全边际较高，股息率具备较强吸引力。

图 10：多元化经营板块未上市主流房企的 2020 经营数据

地产母公司	股票代码	营业收入 (2020)	归母净利润 (2020)	当前市值	当前股价较年内 高点回撤	PE估值	2020年股息 率 (%)
龙湖集团	0960.HK	1,849.2	200.0	2,282.9	-14.7%	11.4	3.7
万科A	000002.SZ	4,196.0	415.2	2,876.6	-26.1%	6.9	5.0
万科企业	2202.HK	4,196.0	415.2	2,378.2	-26.1%	5.7	6.0
金地集团	600383.SH	782.4	104.0	471.8	-21.4%	4.5	6.7
中国金茂	0817.HK	601.5	38.8	293.2	-34.3%	7.6	9.3

资料来源：WIND；注：营业收入、归母净利润、当前市值单位均为人民币，亿元；股价为 2021 年 6 月 15 日

经过综合筛选，我们推荐配置万科企业（2202.HK）和中国金茂（0817.HK）。

3.1、万科企业（2202.HK）

地产开发基本盘经营维持稳健：2020 年，公司在 23 个城市的销售金额位列当地第一，销售面积 4667 万平同比增长 13.5%，销售金额 7041 亿元同比增长 11.7%；2021 年 1-5 月，销售面积 1796 万平同比增长 14.0%，销售金额 2868 亿元同比增长 16.1%。

三道红线绿档，手持现金充沛：2020 年，公司剔除预收款后的资产负债率为 71.7%，净负债率为 18.9%，现金短债比 2.3，“三道红线”绿档，在手货币资金 1952.3 亿元，同比增长 17.5%。

多元化业务经营表现出色，且未分拆上市：2020 年，物业板块万物云营收 182 亿元同比增长 27.4%，年末在管面积 5.6 亿平，“万物梁行”入驻 149 个城市，累计服务项目超 1700 个，全年新增拓展项目超 200 个。

2021 年 6 月 14 日公司公告称，为加快多元化业务（非开发业务）的发展，充分激发管理层及核心员工的“当家人”意识，推动公司内部资源协同，已审议通过了《关于补充完善复杂项目及非开发业务跟投机制的议案》，明确了复杂项目和非开发业务的跟投机制。

盈利预测、估值与评级：维持 2021-2023 年预测 EPS 为 4.02 元、4.52 元、4.96 元；地产开发基本盘维持稳健，多元化经营表现出色且未分拆上市，当前股价从年内高点回调明显（约为-26%），对应 2021-2023 年预测 PE 估值为 5.1/4.5/4.1，按 2020 年派息比例 35%计算，股息率为 6.9%/7.7%/8.5%，股息率具备吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：房地产行业调控政策严厉程度和持续时间或超预期；销售进度受限于银行贷款集中度管理或不及预期；项目施工和结算进度或不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	367,894	419,112	474,914	537,695	606,843
营业收入增长率	23.59%	13.92%	13.31%	13.22%	12.86%
净利润（百万元）	38,872	41,516	46,737	52,490	57,586
净利润增长率	15.10%	6.80%	12.58%	12.31%	9.71%
EPS（元）	3.44	3.57	4.02	4.52	4.96
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.67%	18.49%	18.21%	17.92%	17.34%
P/E（H）	6.0	5.7	5.1	4.5	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-06-15

汇率：按 2021 年 6 月 15 日 1 港元兑换 0.8254 元人民币计算

3.2、中国金茂（0817.HK）

“绿金品质”美誉度高，销售持续强势：公司产品力卓著，“绿色科技、金茂品质”为行业高端标准。品牌号召力、卓越产品力和客户美誉度，共同推动销售保持强势增长。2020 年销售金额 2311 亿元同比增长 44%；销售面积 1129 万平同比增长 51%；2021 年 1-5 月销售金额 1102 亿元同比增长 69%；销售面积 661 万平同比增长 74%。

“三道红线”绿档，信用优势明显，在手现金充沛：2020 年末，公司剔除预收资产负债率为 66.7%，净负债率为 44.7%（永续债计入负债为 81.4%），非受限现金短债比为 1.56，“三道红线”绿档；2020 年平均借贷成本 4.42%，信用优势明显；2020 年末非受限现金及等价物为 434.6 亿元同比增长 142%。

金茂物业位列“2021 高端物业服务力企业 TOP1”，且未拆分上市：金茂物业成立于 2007 年 1 月，一级物业管理资质，业务范围遍及北京、上海、广州、深圳等近 40 个城市，服务类型涵盖高端住宅、高端写字楼、大型商业综合体等多个业态；2021 年金茂物业获得“2021 物业服务力百强企业（第十四名）”、“2021 高端物业服务力企业 TOP10（第一名）”。

盈利预测、估值与评级：维持 2021-2023 年预测核心 EPS 为 0.60 元、0.70 元、0.76 元；当前股价对应的核心 PE 估值为 3.9/3.3/3.0 倍，如按 2020 年派息比例计算（按核心利润 39.5%分配），对应股息率为 10.2%、12.0%、13.0%；公司产品力优秀，销售持续强势，金茂物业高端服务能力突出且未拆分上市；当前公司股价距年内高点回调明显（约为-34%），充分反映悲观预期，股息率具备较强吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：房地产行业调控政策严厉程度和持续时间或超预期；销售进度受限于银行贷款集中度管理或不及预期；项目施工和结算进度或不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	43,356	60,054	75,438	92,877	113,249
收入增长率	11.9%	38.5%	25.6%	23.1%	21.9%
归母净利润（基本）	6,452	3,881	5,745	8,163	10,795
归母净利润（基本）增长率	23.8%	-39.8%	48.0%	42.1%	32.3%
基本 EPS（元，人民币）	0.51	0.31	0.45	0.64	0.85
核心 EPS（元，人民币）	0.48	0.56	0.60	0.70	0.76
P/E（基本）	4.5	7.6	5.1	3.6	2.7
P/E（核心）	4.8	4.2	3.9	3.3	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-06-15，EPS 按最新股本摊薄计算

汇率：按 2021 年 6 月 15 日 1 港元兑换 0.8254 元人民币计算

4、风险分析

近期全球通胀预期再起，十年期美债收益率向上突破 1.5%，大宗商品涨价明显，或影响国内利率水平，对资金密集型的地产开发板块或带来负面影响。

受新冠疫情、经济结构换挡、中美贸易摩擦以及欧洲政治风波的内外叠加影响，或导致部分国内行业的就业情况不及预期；一旦就业情况恶化或导致部分居民薪资缩水及家庭可支配收入下降，从而影响居民部门结构性信用扩张以及按揭贷款偿还。

近期房企迎来债务到期高峰，叠加“三道红线”降杠杆要求，部分中小型房企信用风险有所抬升，现金流管理能力较弱及负债结构较差的中小房企或出现局部违约。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE