

金地集团 (600383.SH)

险资减持压力大量释放

核心观点:

- **险资减持压力大量释放。**从 21 年 9 月第一笔集合竞价及大宗交易开始，大家人寿分别于 9 月 3 日至 11 月 12 日、11 月 18 日至 12 月 9 日、12 月 15 日至 12 月 23 日三次各减持 5%、合计减持 15% 的股份。截至 12 月 24 日，金地前三大股东变更为生命人寿 (29.9%)、福田投资 (深圳国资委 7.8%)、大家人寿 (5.43%)。大家人寿减持压力已经接近尾声，资本市场短期顾虑得到消除。
- **21 年销售表现前十最佳。**金地集团应该是 21 年各方面经营表现，最为全面的地产企业。根据公司月度销售情况公告，前 11 月累计销售金额 2627 亿元，同比增长 27.9%，11 月单月完成 174 亿，同比增长 14.5%，全年有望完成 2800 亿的目标，整体销售排名 20 年的第 13 上升至第 10，不论是增速还是目标完成率，都是 TOP10 最佳。销售高速增长，是过去资源获取能力的验证，也是未来现金流安全的保障。
- **金地投资端表现积极。**根据三季报披露，21 年公司累计进行土地投资 1135 亿元，总建面 1492 万方，与前 11 月销售对比，金额及面积口径的拿地力度分别为 43%、120%，公司在第三批供地参与意愿有提升，根据北京规自委，金地获取北京三批次一宗宅地，总地价 14.84 亿元。
- **盈利预测与投资建议。**金地已于 12 月 15 日发行 3 年期中票，规模 15 亿，利率 4.04%，用于偿还银行借款，突破借新还旧的同时，存量直接融资额度获得突破。作为一家优秀的混合所有制地产企业，金地在销售、投资、融资方面的表现，将成为公司稳健增长的基础，险资减持压力下降，估值具备修复空间。预计 21-22 年归母净利润 108 亿元、120 亿元，同比增长 4%、11%，对应 21 年 5.1xPE，22 年 4.6xPE，我们维持合理价值 16.83 元/股的观点不变，维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业景气度下行影响公司利润率，险资仍存在减持风险。

盈利预测:

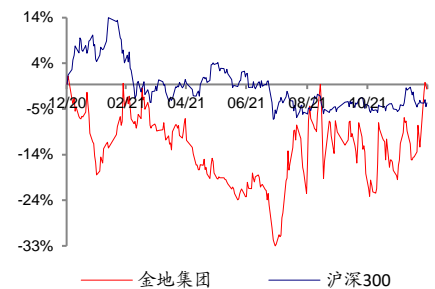
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	63420	83982	96656	110455	119442
增长率 (%)	25.1%	32.4%	15.1%	14.3%	8.1%
EBITDA (百万元)	13760	15852	13642	15583	16712
归母净利润 (百万元)	10075	10398	10842	12020	12999
增长率 (%)	24%	3%	4%	11%	8%
EPS (元/股)	2.23	2.30	2.40	2.66	2.88
市盈率 (x)	5.5	5.3	5.1	4.6	4.3
ROE (%)	19%	18%	16%	15%	14%
EV/EBITDA (x)	8.2	7.3	8.8	8.0	7.0

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	12.28 元
合理价值	16.83 元
前次评级	买入
报告日期	2021-12-31

相对市场表现



分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

邢莘



SAC 执证号: S0260520070009



021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意, 乐加栋, 邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

金地集团 (600383.SH): 利润率见底回升, 结算重点在四季度	2021-10-25
金地集团 (600383.SH): 结算口径利润率期内见底, 销售高增稳定未来业绩预期	2021-09-01
金地集团 (600383.SH): 7月销售高增长, 全年目标完成三分之二	2021-08-08

请务必阅读末页的免责声明

一、险资减持压力大量释放

从21年9月3日第一笔集合竞价、21年9月14日第一笔大宗交易开始，大家人寿分别于9月3日至11月12日、11月18日至12月9日、12月15日至12月23日三次各减持5%、合计减持15%的股份。截至12月24日，金地前三大股东变更为生命人寿（29.9%）、福田投资（深圳国资委7.8%）、大家人寿（5.43%）。目前大家人寿减持压力已经接近尾声，资本市场短期顾虑得到消除。

表1：大家保险2021年减持金地进展梳理

	减持方式	减持前股份	减持股份	减持后股份	原持股	减持比例	减持后比例
2021/9/3-2021/9/9	集合竞价	922,338,925	45,049,216	877,289,709	20.43%	1.00%	19.43%
2021/9/14	大宗交易	877,289,709	60,540,000	816,749,709	19.43%	1.34%	18.09%
2021/9/16-2021/9/30	集合竞价	816,749,709	10,528,600	806,221,109	18.09%	0.23%	17.86%
2021/10/1-2021/10/31	集合竞价	806,221,109	9,607,840	796,613,269	17.86%	0.21%	17.65%
2021/11/1-2021/11/12	集合竞价	796,613,269	9,700,000	786,913,269	17.65%	0.21%	17.43%
2021/11/1-2021/11/12	大宗交易	786,913,269	90,303,544	696,609,725	17.43%	2.00%	15.43%
2021/11/18-2021/11/19	集合竞价	696,609,725	47,196,200	649,413,525	15.43%	1.05%	14.38%
2021/11/20-2021/11/30	集合竞价	649,413,525	33,299,100	616,114,425	14.38%	0.74%	13.65%
2021/12/1-2021/12/9	集合竞价	616,114,425	9,700,000	606,414,425	13.65%	0.21%	13.43%
2021/12/1-2021/12/9	大宗交易	606,414,425	135,533,900	470,880,525	13.43%	3.00%	10.43%
2021/12/15-2021/12/23	集合竞价	470,880,525	69,129,200	401,751,325	10.43%	1.53%	8.90%
2021/12/15-2021/12/23	大宗交易	401,751,325	156,600,000	245,151,325	8.90%	3.47%	5.43%
合计			677,187,600			15.00%	

数据来源：公司减持公告，广发证券发展研究中心

表2：大家保险2021年减持金地价格信息

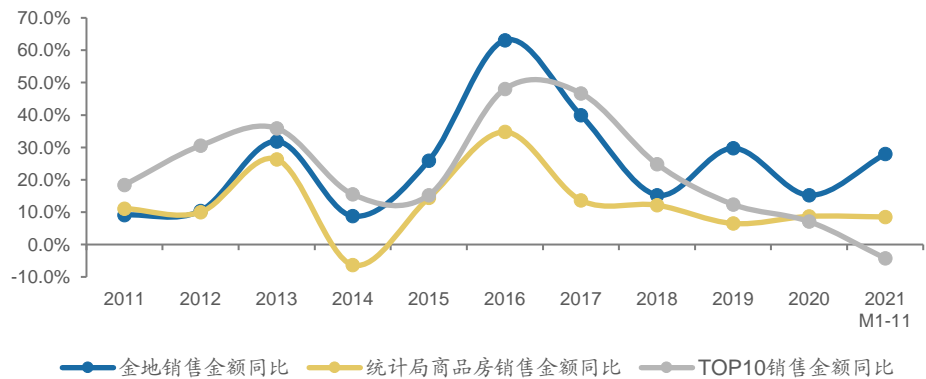
月份	账户名称	成交数量 (股)	成交最低 价(元)	成交最高 价(元)	成交最低价计算 总价(亿元)
2021年9月	大家人寿保险股份有限公司-传统产品	116,117,816	11.16	11.63	13.0
2021年10月	大家人寿保险股份有限公司-传统产品	9,607,840	11.64	11.81	1.1
2021年11月	大家人寿保险股份有限公司-传统产品	180,498,844	10.31	10.97	18.6
2021年12月	大家人寿保险股份有限公司-传统产品	350,887,036	10.50	10.98	36.8
2021年12月	大家人寿保险股份有限公司-万能产品	20,076,064	10.59	10.59	2.1
		677,187,600			71.7

数据来源：公司减持公告，广发证券发展研究中心

二、21年销售表现前十最佳，投资意愿较强

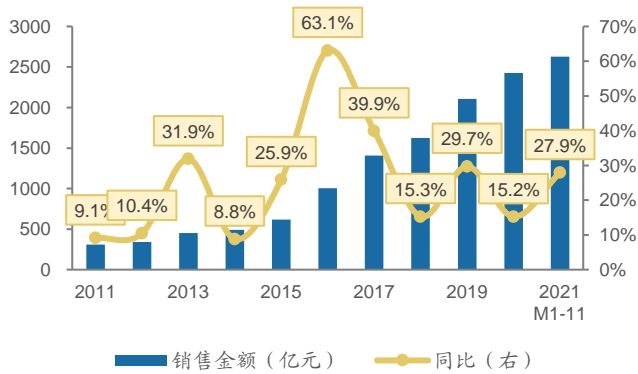
金地集团应该是21年各方面经营表现，最为全面的地产企业。前11月累计销售金额2627亿元，同比增长27.9%，11月单月完成174亿，同比增长14.5%，全年有望完成2800亿的目标，整体销售排名20年的第13上升至第10，不论是增速还是目标完成率，都是TOP10最佳。销售高增长，是过去资源获取能力的验证，也是未来现金流安全的保障。

图1：金地、TOP10房企、统计局商品房销售金额同比



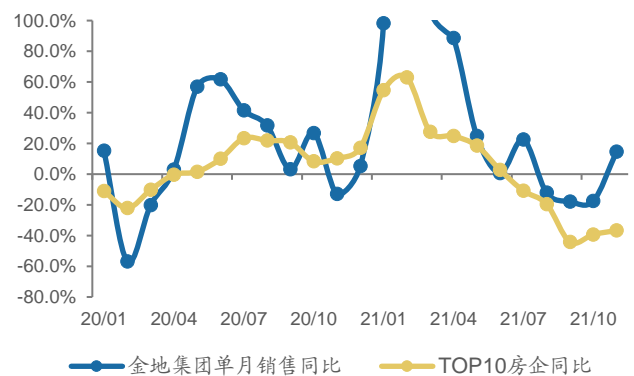
数据来源：公司经营公告，统计局，克而瑞，广发证券发展研究中心

图2：金地年度销售金额及同比



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图3：金地与TOP10房企销售金额单月同比对比



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

表3：金地集团销售金额与TOP10房企对比

时间	销售金额 (亿元)	同比	销售面积 (万方)	同比	销售均价 (元/平)	同比	TOP10 销售金额 (亿元)	同比
	(金地累计)						(TOP10 累计)	
2005	23		39		5859			
2006	51	122.5%	73	86.7%	6983	19.2%		
2007	97	90.6%	108	47.7%	9011	29.0%		
2008	114	17.3%	111	2.4%	10320	14.5%		

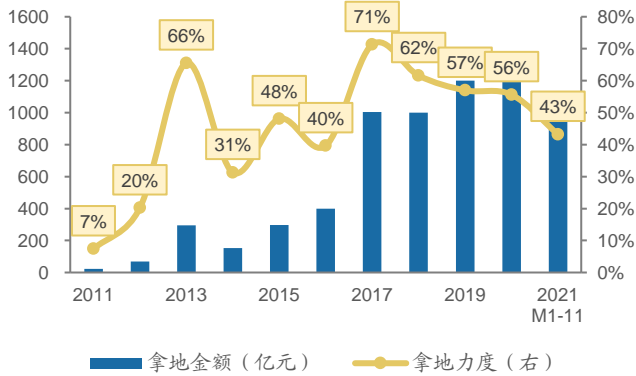
2009	211	84.5%	197	77.6%	10719	3.9%	3588	
2010	283	34.4%	229	16.5%	12372	15.4%	5319	48%
2011	309	9.1%	224	-2.4%	13830	11.8%	6298	18%
2012	342	10.4%	287	28.5%	11882	-14.1%	8222	31%
2013	450	31.9%	360	25.2%	12518	5.3%	11173	36%
2014	490	8.8%	389	8.1%	12596	0.6%	12907	16%
2015	617	25.9%	446	14.7%	13834	9.8%	14878	15%
2016	1006	63.1%	658	47.6%	15289	10.5%	22022	48%
2017	1408	39.9%	767	16.5%	18366	20.1%	32307	47%
2018	1623	15.3%	878	14.5%	18493	0.7%	40334	25%
2019	2106	29.7%	1079	22.9%	19518	5.5%	45333	12%
2020	2427	15.2%	1195	10.7%	20310	4.1%	48547	7%
2021M1-11	2627	27.9%	1242	23.6%	21141	3.5%	42057	-4%
	(金地单月)						(TOP10 单月)	
20/01	122	15.1%	61	32.6%	19935	-13.2%	2486	-11%
20/02	30	-56.9%	13	-60.2%	22824	8.4%	1858	-22%
20/03	130	-20.2%	53	-35.7%	24472	24.0%	3478	-10%
20/04	168	2.9%	83	0.4%	20180	2.5%	3669	0%
20/05	228	56.9%	100	32.8%	22719	18.1%	4057	2%
20/06	338	61.7%	174	61.2%	19448	0.3%	5330	10%
20/07	209	41.6%	107	53.3%	19570	-7.6%	4278	23%
20/08	217	31.7%	108	39.1%	20158	-5.3%	4122	22%
20/09	258	3.2%	124	-8.3%	20806	12.5%	5195	21%
20/10	200	26.8%	103	18.3%	19503	7.1%	4886	8%
20/11	152	-12.9%	79	-20.3%	19315	9.3%	4566	10%
20/12	374	5.3%	190	3.7%	19694	1.6%	4624	17%
21/01	243	98.3%	101	65.1%	23935	20.1%	3844	55%
21/02	174	480.3%	69	429.8%	25000	9.5%	3027	63%
21/03	270	108.4%	127	139.8%	21267	-13.1%	4433	27%
21/04	317	88.6%	147	76.4%	21574	6.9%	4581	25%
21/05	285	24.9%	130	29.3%	21941	-3.4%	4808	19%
21/06	340	0.6%	179	2.7%	19054	-2.0%	5476	3%
21/07	256	22.4%	122	13.9%	21034	7.5%	3814	-11%
21/08	190	-12.2%	90	-16.7%	21263	5.5%	3318	-20%
21/09	212	-17.8%	98	-20.9%	21611	3.9%	2900	-44%
21/10	165	-17.5%	100	-2.9%	16570	-15.0%	2966	-39%
21/11	174	14.5%	80	1.9%	21706	12.4%	2890	-37%

数据来源：公司经营公告，公司年报，广发证券发展研究中心

投资方面，公司10-11月未披露新增项目，根据公司三季报披露，21年公司累计进行土地投资1135亿元，总建面1492万方，与前11月销售对比，金额及面积口径的拿地力度分别为43%、120%，公司已连续5年维持40%以上的拿地力度，但权益比

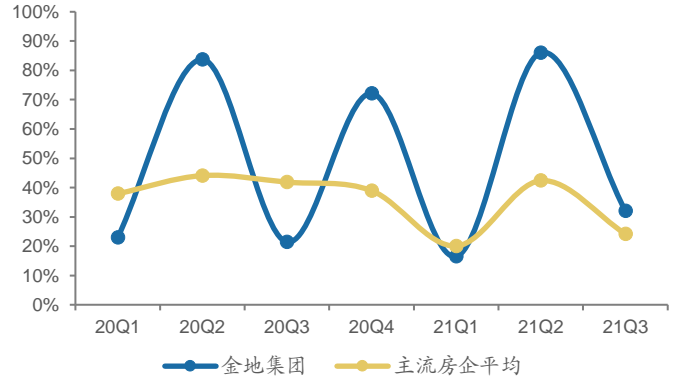
例有所下降，21年全年仅为41%，较20年下降11个百分点，近期公司在第三批集中供地上参与意愿略有提升。根据北京规自委，金地获取北京三批次一宗宅地，总地价14.84亿元。

图4: 金地集团累计拿地金额及拿地力度



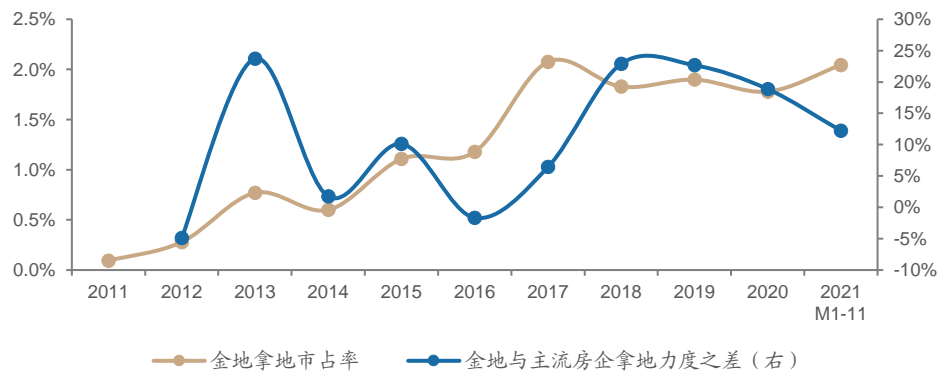
数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图5: 金地集团单季度拿地力度与35家房企均值对比



数据来源: 公司经营公告, 广发证券发展研究中心

图6: 金地拿地市占率以及超额拿地力度



数据来源: 公司经营公告, 中指院, 广发证券发展研究中心;

注: 市占率相对于600城出让金, 主流房企为头部35家房企

表4: 金地集团拿地金额分区域占比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021M1-11
分线拿地金额占比									
一线	18%	51%	42%	26%	34%	32%	4%	29%	41%
二线	52%	36%	53%	63%	58%	46%	61%	46%	26%
三四线	30%	13%	4%	11%	8%	22%	35%	25%	33%
分区域拿地金额占比									
华南	17%	23%	2%	8%	7%	13%	7%	16%	23%
华北	24%	18%	27%	28%	38%	26%	19%	11%	23%
华东	16%	31%	42%	36%	18%	22%	27%	35%	19%
华中	11%	1%	8%	10%	3%	7%	8%	5%	8%

西部	13%	0%	0%	0%	12%	2%	10%	4%	2%
东南	11%	18%	17%	12%	18%	28%	25%	14%	24%
东北	8%	10%	4%	7%	5%	1%	5%	14%	1%
按城市进入时间划分的拿地金额占比									
布局 1 年	11%	3%	4%	3%	11%	14%	14%	5%	2%
布局 1-3 年	4%	4%	4%	1%	2%	4%	28%	10%	5%
布局 3-5 年	7%	0%	1%	1%	8%	6%	5%	4%	8%
布局 5-10 年	44%	32%	21%	20%	4%	17%	16%	19%	22%
布局 10 年以上	34%	61%	70%	75%	75%	59%	37%	62%	63%

数据来源：公司经营公告，公司年报，广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

金地已于12月15日发行3年期中票，规模15亿，利率4.04%，资金用途为偿还银行借款，突破借新还旧的同时，存量直接融资额度获得突破。

作为一家优秀的混合所有制地产企业，金地在销售、投资、融资等方面的表现，将成为公司持续稳定增长的基础，险资减持压力下降，估值具备修复空间。我们预计21-22年108亿元、120亿元，同比增长4%、11%，对应21年5.1xPE，22年4.6xPE，我们维持合理价值16.83元/股的观点不变，维持“买入”评级。

四、风险提示

行业景气度下行影响公司利润率，险资仍存在减持风险。

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	270,823	322,573	318,111	337,096	350,706
货币资金	45,142	54,197	24,500	22,456	25,262
应收及预付	78,534	68,970	67,104	74,156	65,336
存货	139,783	187,608	214,709	228,686	248,309
其他流动资产	7,365	11,798	11,798	11,798	11,798
非流动资产	63,993	79,056	92,817	112,461	136,366
长期股权投资	35,955	45,834	60,163	77,621	99,139
固定资产	1,249	1,706	1,791	1,899	2,013
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	417	478	478	478	478
其他长期资产	26,373	31,038	30,742	33,166	35,771
资产总计	334,816	401,630	410,928	449,557	487,072
流动负债	188,330	228,995	216,146	235,702	259,414
短期借款	3,296	2,795	2,245	2,169	1,809
应付及预收	152,225	178,434	193,147	210,459	234,197
其他流动负债	32,810	47,766	20,753	23,074	23,408
非流动负债	64,116	78,597	85,039	86,434	81,122
长期借款	27,595	41,570	49,308	50,422	44,791
应付债券	28,994	24,876	24,876	24,876	24,876
其他非流动负债	7,528	12,151	10,855	11,137	11,454
负债合计	252,447	307,592	301,184	322,137	340,536
股本	4,515	4,515	4,515	4,515	4,515
资本公积	3,712	2,736	4,905	7,309	9,909
留存收益	45,491	49,931	58,605	68,221	78,620
归属母公司股东权益	54,094	57,478	68,082	80,102	93,101
少数股东权益	28,275	36,560	41,662	47,318	53,436
负债和股东权益	334,816	401,630	410,928	449,557	487,072

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	63,420	83,982	96,656	110,455	119,442
营业成本	37,533	56,169	68,067	77,783	84,113
营业税金及附加	6,172	5,740	6,677	7,596	8,201
销售费用	2,110	2,136	2,970	3,412	3,577
管理费用	3,958	4,271	4,384	5,016	5,632
研发费用	946	1,067	1,096	1,254	1,408
财务费用	101	-503	-28	15	4
资产减值损失	-218	-640	0	0	0
公允价值变动收益	501	536	562	591	620
投资净收益	5,976	3,823	6,618	6,955	7,684
营业利润	19,716	20,347	20,672	22,924	24,811
营业外收支	-207	-312	0	0	0
利润总额	19,509	20,034	20,672	22,924	24,811
所得税	4,044	4,793	4,727	5,247	5,695
净利润	15,465	15,241	15,944	17,677	19,116
少数股东损益	5,390	4,843	5,102	5,657	6,117
归属母公司净利润	10,075	10,398	10,842	12,020	12,999
EBITDA	13,760	15,852	13,642	15,583	16,712
EPS (元)	2.23	2.30	2.40	2.66	2.88

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	7,899	7,515	3,762	10,397	27,704
净利润	15,465	15,241	15,944	17,677	19,116
折旧摊销	114	187	179	190	201
营运资金变动	-14,956	-12,051	-10,522	-3,718	12,935
其它	7,277	4,139	-1,839	-3,752	-4,548
投资活动现金流	-9,641	-10,037	-10,163	-12,674	-16,172
资本支出	-1,142	-1,257	-1,014	-660	-668
投资变动	-19,464	-10,339	-9,149	-12,014	-15,504
其他	10,965	1,559	0	0	0
筹资活动现金流	5,114	11,722	-23,296	232	-8,725
银行借款	34,244	50,874	22,454	18,075	11,305
股权融资	1,417	4,837	0	0	0
其他	-8,776	-7,226	-3,471	-3,126	-3,069
现金净增加额	3,412	9,065	-29,697	-2,044	2,807
期初现金余额	41,686	45,098	54,163	24,465	22,421
期末现金余额	45,098	54,163	24,465	22,421	25,228

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	25.1%	32.4%	15.1%	14.3%	8.1%
营业利润增长	29.9%	3.2%	1.6%	10.9%	8.2%
归母净利润增长	24.4%	3.2%	4.3%	10.9%	8.1%
获利能力					
毛利率	40.8%	33.1%	29.6%	29.6%	29.6%
净利率	24.4%	18.1%	16.5%	16.0%	16.0%
ROE	18.6%	18.1%	15.9%	15.0%	14.0%
ROIC	11.0%	11.1%	8.7%	9.5%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	75.4%	76.6%	73.3%	71.7%	69.9%
净负债比率	57.7%	58.0%	58.7%	54.8%	41.9%
流动比率	1.44	1.41	1.47	1.43	1.35
速动比率	0.69	0.58	0.49	0.44	0.42
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.23	0.24	0.26	0.26
应收账款周转率	326.09	233.45	104.63	59.33	42.45
存货周转率	0.30	0.34	0.34	0.35	0.35
每股指标 (元)					
每股收益	2.23	2.30	2.40	2.66	2.88
每股经营现金流	1.75	1.66	0.83	2.30	6.14
每股净资产	11.98	12.73	15.08	17.74	20.62
估值比率					
P/E	5.50	5.33	5.11	4.61	4.26
P/B	1.02	0.96	0.81	0.69	0.60
EV/EBITDA	8.21	7.28	8.78	8.04	6.99

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，八年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十二年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 张春娥：资深分析师，厦门大学硕士，2021年加入广发证券。
- 欧阳喆：研究助理，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 淼：研究助理，上海交通大学金融学硕士，2020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	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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。