

# 重启南油股权收购及配套融资， 资产资本优势有望扩大

重启南油股权收购并做配套融资，进一步扩充资产资本实力。12月16日公司发布重组预案，拟发行股份募集配套资金购买南油集团24%股份、招商前海实业2.89%的股份。2020年6月公司曾计划收购的南油集团资产，后因宏观环境变化终止收购，此次重组除了继续收购此项资产外，还增加了招商前海实业的股权。公司同时将配套融资，金额不高于股本的30%或者交易额的100%，由于相关资产的估值报告未出，交易总额和融资总额暂无法确定。一旦重组融资成行，将大大扩充公司的资产资本实力。

重组有助于公司加码前海核心资产，并引入深投控作为战投，未来公司在深圳的区域优势将得到进一步巩固。南油集团的主要资产为通过招商前海实业间接持有的前海妈湾片区80.62万平的土地使用权，交易完成后，南油集团将成为上市公司的全资子公司。本次重组将进一步提升公司持有的前海核心资产的权益比例，增厚未来业绩。根据我们的测算，公司在前海妈湾片区土储对应潜在货值达4104亿元。由于南油集团24%股权的持有人为深投控，重组相当于引入了深投控。深投控作为深圳市国资委旗下金融、园区、产业一体化的国资投资平台，定位高实力强，未来双方协同空间巨大，有利于公司巩固在深圳的区域优势。

公司开发与运营优势有目共睹，2022年以来表现优异。公司开发业务聚焦核心城市，前11月公司实现销售金额2500亿元，同比下降11.6%，显著优于百强房企42.1%的降幅。同期拿地金额1066亿，拿地强度高达42.6%。公司当前持有和运营各类产业园区丰富，布局超3.7万间长租公寓和14家酒店。同时也在积极推行“双百战略”，即2025年要实现持有物业营收达到百亿、至少100个集中商业及核心写字楼，有望在未来形成双轮驱动新格局。

维持买入评级和目标价不变。我们维持公司的盈利预测，2022~2024年EPS分别为0.89/0.93/1.03元。维持买入评级和21.53元的目标价。

风险提示：基本面下行超预期，前海开发及REITs推进不及预期。

## 重要财务指标

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	129,621	160,643	183,602	201,524	223,431
YOY(%)	32.7	23.9	14.3	9.8	10.9
净利润(百万元)	12,253	10,372	7,037	7,406	8,148
YOY(%)	-23.6	-15.3	-32.2	5.3	10.0
EPS(摊薄/元)	1.55	1.31	0.89	0.93	1.03
P/E(倍)	10.0	11.8	17.4	16.6	15.1

资料来源：公司公告，中信建投

## 招商蛇口(001979.SZ)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 执证编号:S1440519120002

SFC 中央编号: BPU491

黄啸天

huangxiaotian@csc.com.cn

SAC 执证编号:S1440520070013

发布日期：2022年12月18日

当前股价：14.62元

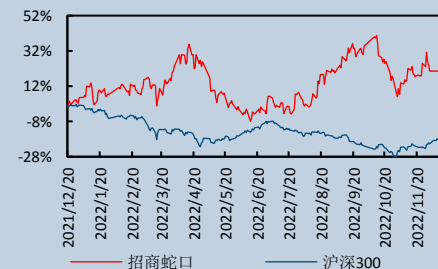
目标价格6个月：21.53元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	-2.01/-3.09	-9.81/-8.81	16.77/29.93
12月最高/最低价(元)			17.08/11.70
总股本(万股)			773,909.82
流通A股(万股)			773,804.81
总市值(亿元)			1,131.46
流通市值(亿元)			1,131.30
近3月日均成交量(万)			5644.94
主要股东			
招商局集团有限公司			59.53%

## 股价表现



## 相关研究报告



## 目录

一、重启南油股权收购，加码前海核心资产 .....	1
二、销售拿地积极有为，高信用优势稳固 .....	4
三、持有运营业务优质，充分受益 REITs 扩容 .....	6
风险分析 .....	9
报表预测 .....	10

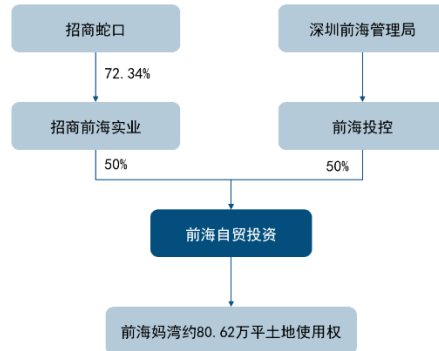


图表 2：南油集团持有项目一览

项目名称	项目情况	总用地面积 (万平)	总建面 (万平)	类型
招商局前海经贸中心三期项目	已完工	1.04	5.90	商业
招商局前海经贸中心二期项目	已完工	0.96	6.84	商业
招商局前海经贸中心一期项目	已完工	1.25	14.34	商业
招商领玺家园	已完工	1.37	9.09	商业
招商港湾广场	已完工	2.00	2.81	商业
自贸时代中心	在建	-	-	-
嵘玺家园	在建	-	-	-
玖尚公寓	在建	-	-	-
易港中心 (W6保税仓)	已出租	-	-	仓储园区
龙盛仓	已出租	-	-	仓储园区
南油易保中心 (W7保税仓)	已出租	-	-	仓储园区

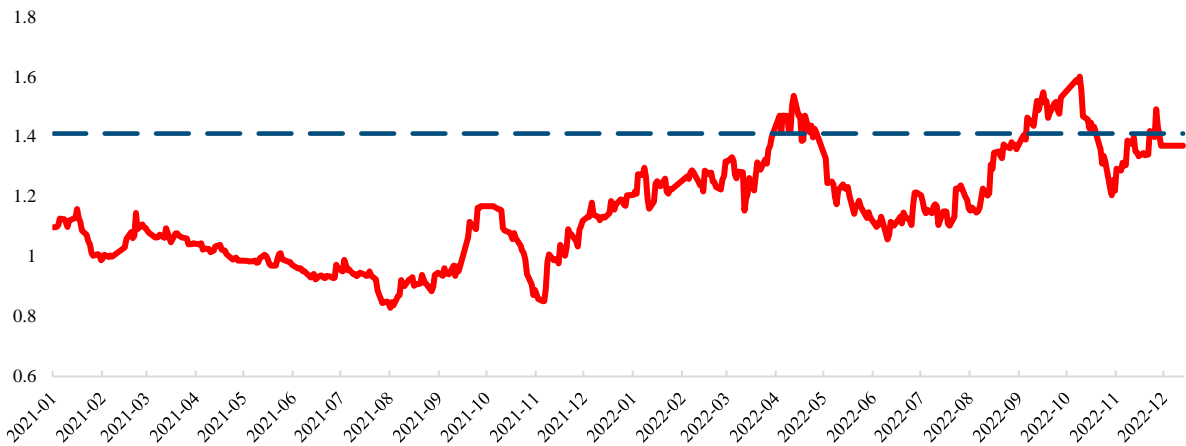
资料来源：公司公告，中信建投

图表 3:本次资产收购前海自贸投资股权结构



资料来源：公司公告，中信建投

图表 4:2021 年以来公司 PB 走势



资料来源：wind，中信建投

前海是“特区中的特区”，公司将最大程度共享片区发展成果。前海片区 2010 年启动开发以来，按照“依托香港、服务内地、面向世界”的总定位，逐步打造成为深港交流频繁、制度创新广泛、高水平对外开放的改革开放桥头堡，到 2025 年，将依托现代服务业等产业，成为拉动粤港澳大湾区发展的经济引擎；到 2035 年，建成全球资源配置能力强、创新策源能力强、协同发展带动能力强的高质量发展引擎。公司通过控股子公司招商前海实业和前海管理局搭建前海自贸投资作为投资开发平台，将统筹主导未来妈湾片区的开发与建设，最大程度共享前海自贸区发展成果。

公司于前海土储丰厚，潜在货值 4104 亿。公司于前海妈湾片区拥有土储 456 万方（不含人才用房），根据我们的测算，对应潜在货值约 4104 亿元。前海妈湾片区位于深圳特区西侧，体现了深圳最高规格的规划，拥有高端产业区和高端住区，属于深圳的黄金区域，项目稀缺。今年 9 月，靠近前海的深圳招商玺单盘 13 小时实现 115 亿元的销售，预计前海项目开盘后同样将实现热销，前海土储将对公司未来的销售形成重要的补充。同时前海土储拥有较高的商业比例，对于公司实现“双百计划”，补充核心资产将形成重要帮助。

**图表 5:前海妈湾片区效果图**


资料来源: 前海管理局, 中信建投

**图表 6: 前海土储货值测算**

类别	建筑面积 (万平)	单价 (万元/平)	对应货值 (亿元)
住宅	46	12	547
商业	356	10	3557
总部和产业用房	54.72	-	-
合计			4104

资料来源: 公司公告, 中信建投

引入深投控战投, 协同空间巨大, 将有效巩固公司深圳区域优势。此外, 由于南油集团 24%的股权系由深投控持有, 本次重组完成后深投控将成为公司战投, 解禁期 3 年, 解禁后一年内不得低于重组发行价格 (15.06 元) 减持。深投控成立于 2004 年, 实控人为深圳市国资委, 由原深圳市投资管理公司、商贸控股公司、建设控股公司三家资产经营管理公司合并新设, 现已发展成为以科技金融、科技园区、科技产业为主业的国有资本投资公司。引入深投控战投, 将加速公司与深圳国资委在业务发展、资源获取等方面的协同, 巩固公司在深圳区域的市场领先地位。

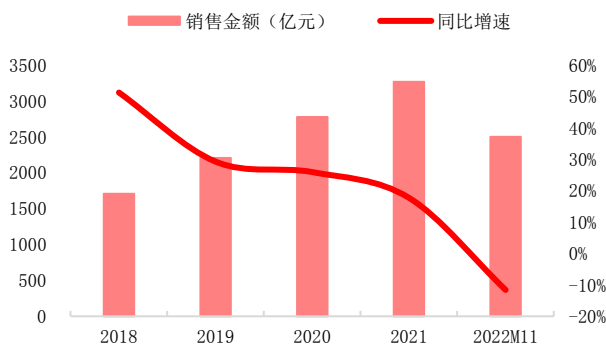
**图表 7: 深投控公司现已发展成为以科技金融、科技园区、科技产业为主业的国有资本投资公司**


资料来源: 深投控官网, 中信建投

## 二、销售拿地积极有为，高信用优势稳固

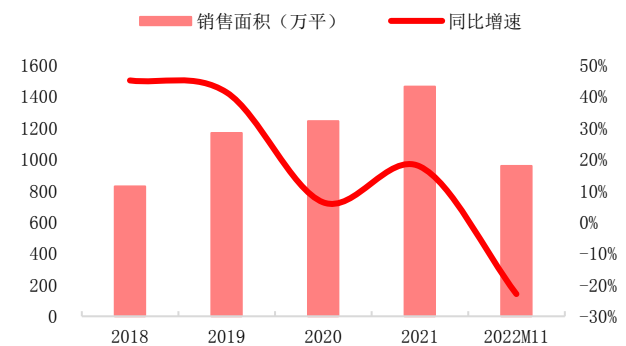
销售率先复苏，同时保持了较高的拿地强度。1-11月公司实现销售面积 958.5 万平，同比减少 22.9%，实现销售金额 2500.0 亿元，同比减少 11.6%，同期百强房企销售金额同比下降 42.1%，公司销售情况优于行业，全年有望实现 3000 亿的销售金额，将从行业下行中率先复苏。拿地方面，公司 1-11 月拿地金额 1066 亿，拿地强度 42.6%，其中 22 城集中土拍拿地 679.8 亿，占拿地金额的 63.8%，依然保持了较为积极的拿地姿态。从区域来看，以总地价计算，今年 86.7% 的新增土储位于一二线城市，公司拿地更为聚焦于核心城市，有助于长期高质量发展。

图表 8: 1-11 月公司合同销售金额 2500 亿元



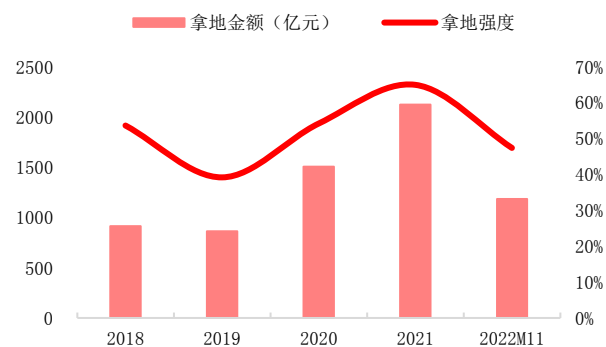
资料来源：公司公告，中信建投

图表 9: 1-11 月公司合同销售面积 959 万平



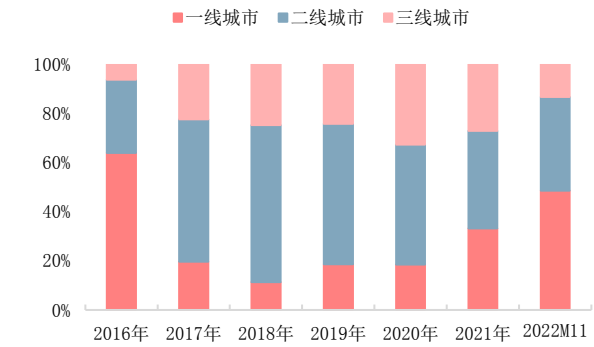
资料来源：公司公告，中信建投

图表 10: 2022 年依然保持 42.6% 的拿地强度（以金额计）



资料来源：公司公告，中信建投

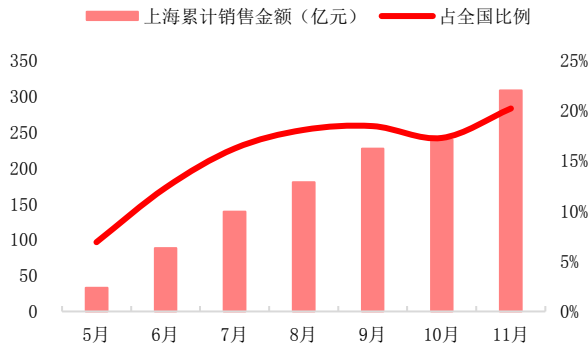
图表 11: 聚焦核心城市，今年 86.7% 的新增土储位于一二线



资料来源：公司公告，中信建投

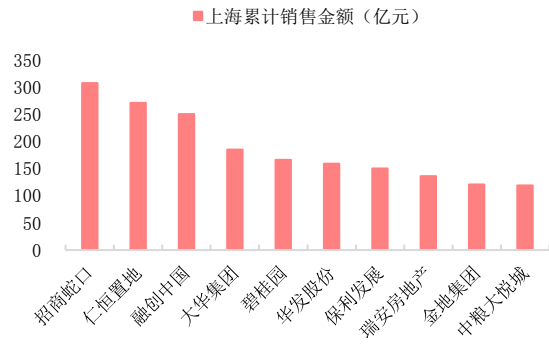
深耕上海，销售安全边际高。上海为当前全国房地产市场表现最好的城市，据克而瑞统计，前 11 月公司在上海实现权益销售额 307.8 亿元，居上海第一位，较第二名仁恒置地高 36.7 亿元，上海一地已占到全公司销售金额的 20%。公司 2022 年也加大了在上海的拿地力度，前 11 月拿地金额 322.6 亿，占全公司投资的 30%。公司凭借其强大的品牌力和优质的产品力，在上海多盘联动，盘盘热销，在贡献了充足的销售的同时，也做到了品牌深入人心。

图表 12:公司上海市场销售金额占比达 20.2%



资料来源: 克而瑞, 中信建投

图表 13:公司深耕上海, 1-11 月权益销售排名第一



资料来源: 克而瑞, 中信建投

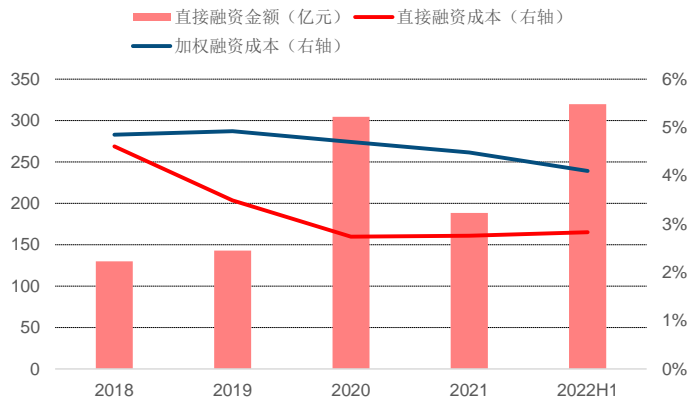
**把握“三箭齐发”政策窗口, 高信用优势稳固。**公司充分利用近期“三箭齐发”的政策窗口, 一方面与中信银行、北京银行、中国银行等多家银行达成战略合作, 提升授信额度, 进一步降低融资成本, 另一方面通过资本运作收购南油集团剩余 24% 股权, 提高公司在前海土储中的权益占比, 增厚公司在未来前海项目中的利润。2018 年以来公司的综合融资成本呈不断下行趋势, 从 2018 年的 4.85% 下降至 2022 年上半年的 4.10%, 直接融资成本从 2018 年的 4.61% 下降至 2022 年上半年的 2.83%。

图表 14: 公司把握窗口机遇, 积极参与“三支箭”融资

类型	性质	开始日期	具体内容
第一支箭	银行授信	11 月 24 日	公司获得中国银行、工商银行、浦发银行、北京银行、中信银行等 5 家银行的授信额度支持, 提升授信额度。
第三支箭	股权融资	12 月 5 日	公司拟通过发行股份购买深投控持有的南油集团 24% 股权、招商局投资发展持有的前海项目 2.89% 股权; 同时, 拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金, 发行数量不超过本次交易前上市公司总股本 30%。

资料来源: 公司公告, 中信建投

图表 15: 公司 2018 年以来融资成本呈下降趋势



资料来源: 公司公告, 中信建投

### 三、持有运营业务优势明显，充分受益于 REITs 扩容

公募 REITs 赛道扩容在即，公司持有运营业务优势明显将充分受益。12 月 8 日，证监会副主席李超表示，证监会将加快推动市场高质量发展，走好中国特色的 REITs 市场发展之路，要加快打造 REITs 市场保障性租赁住房板块，研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域。公司是公募 REITs 领域的先行者，2021 年 6 月即发行底层资产为产业园区的“博时招商蛇口产业园 REIT”，为国内首批发行的 9 只公募 REITs 之一。公司持有商业地产及长租公寓项目资源丰富，辐散全国，有望在未来充分受益，盘活存量资产，拓宽融资渠道，打开未来转型机会窗口。

**图表 16：公司商业地产与长租公寓项目资源丰富，辐散全国，有望在本次公募 REITs 扩容中充分受益**

业态类型	布局城市数量（个）	项目数量	计容建筑面积(万方)	21/22H1 租金收入（亿元）
集中商业	16	29 个	134	11.3/4.5
写字楼	7	24 个	90	4.7/2.7
长租公寓	21	3.7 万间	——	10.4/4.8

资料来源：公司公告，中信建投

备注：数据截至 2022H1

公司持有运营类资产丰富，覆盖产业园、酒店、公寓、商业与写字楼等多种业态。公司以综合发展为轴线，着力构建“1+4”型业务组合，提升公寓、酒店、产业园区、商业与写字楼等持有型物业的操盘能力，未来租金收入有望贡献业绩新增长。从各重点业态看：

(1) 产业园区：公司立足蛇口样本，将成功经验对外复制，进行园区开发与运营。目前公司有三类园区产品：(a) 特色产业园区：分为网谷、意库、智慧城三条产品线，截至 2022H1 已布局 16 个城市，规划建筑面积 485 万平方米；(b) 产业新城：公司积极拥抱和服务国家重大战略，截至 2021 年末部署了 8 个产业新城，总合作面积约 468 平方公里；(c) 招商创库：公司于产业园区内打造创新孵化基地，截至 2022H1 有运营期项目 7 个，总建筑面积 2.25 万平方米。

(2) 长租公寓：公司打造“壹栈”人才公寓、“壹间”精品公寓、“壹棠/CM+”服务式公寓三大品牌体系，截至 2022H1 共布局 21 个城市，约 3.7 万间。

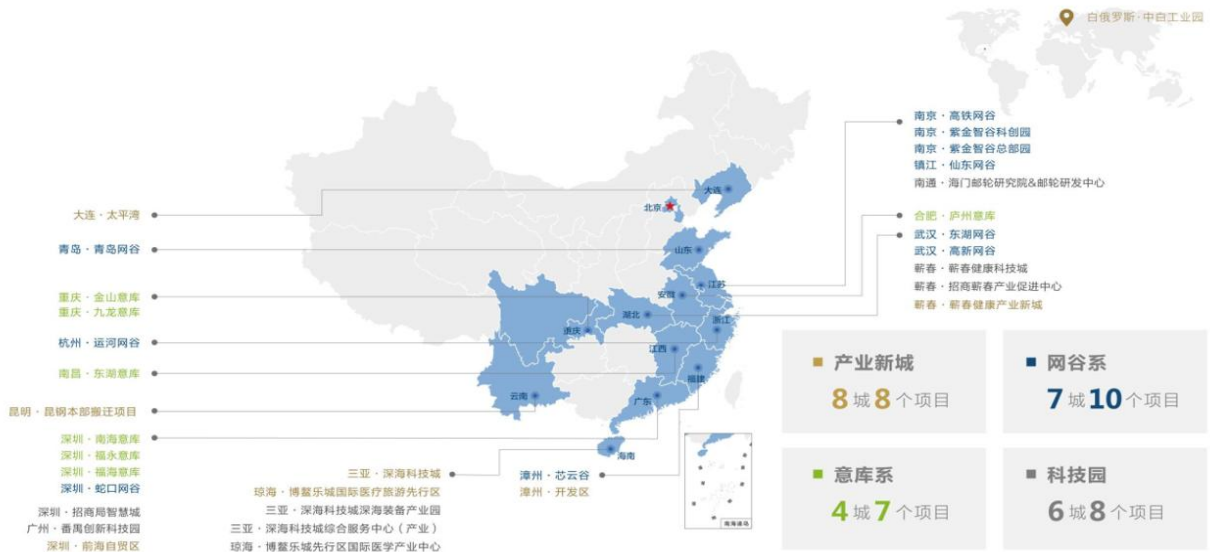
(3) 酒店：公司着力提升“伊敦”和“伊敦睿选”两大系列，首家海外自主品牌酒店——吉布提伊敦睿选国际酒店年内揭牌。截至 2022H1 公司共运营 14 家酒店，其中国内 12 家，海外 2 家。

图表 17：公司“十四五”战略规划以综合发展为轴线，着力构建“1+4”型业务组合



资料来源：公司 2021 年业绩会 PPT，中信建投

图表 18：公司产业园区布局全国

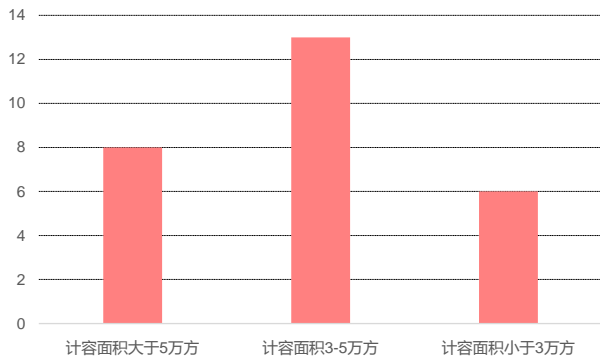


资料来源：公司公告，中信建投

备注：截至 2021 年末

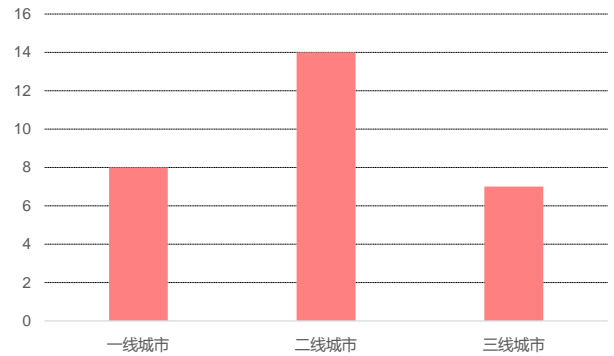
全力推进“双百战略”，战略聚焦集中商业与核心写字楼。公司“十四五”期间推行“双百战略”，即在 2025 年“十四五”期末要实现持有物业营收达到百亿、至少 100 个集中商业及核心写字楼。截至 2022H1 公司共持有集中商业项目 29 个，134 万方；写字楼 24 个，面积 90 万方，未来仍有进一步增长空间。其中：（1）**集中商业方面**：公司已梳理出五大集中商业产品线，目前开业的 29 个集中商业项目布局于 16 个大中城市；（2）**写字楼方面**：公司重点持有 24 个写字楼项目，主要布局于深圳、上海等城市。上半年公司将北京招商局航华科贸中心出售于招商局房托（1503.HK），进一步完善了持有业务“投、融、建、管、退”全生命周期发展模式。

图表 19：公司已开业集中商业体量分布



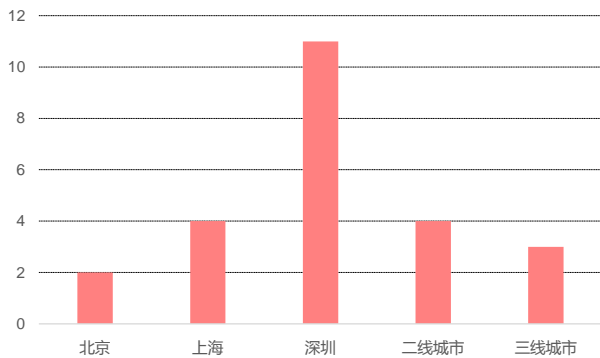
资料来源：公司公告，中信建投

图表 20：公司已开业集中商业城市能级分布



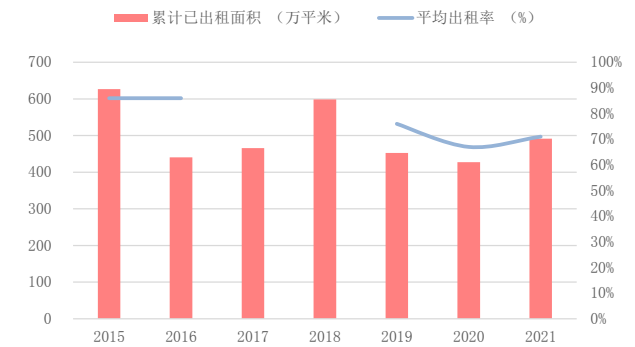
资料来源：公司公告，中信建投

图表 21：公司已开业写字楼城市分布



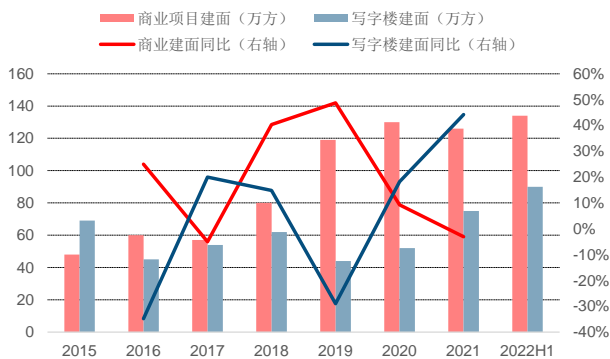
资料来源：公司公告，中信建投

图表 22：公司已开业写字楼出租面积及平均出租率



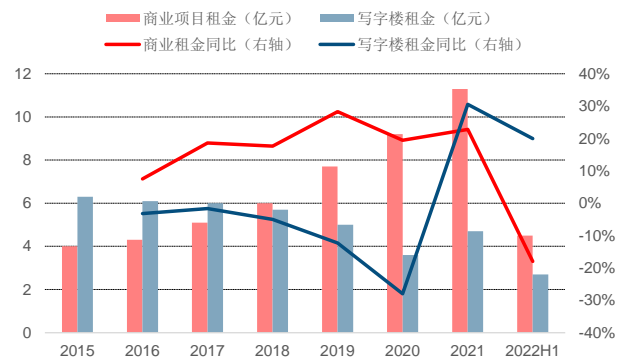
资料来源：公司公告，中信建投

图表 23：公司持有集中式商业项目与写字楼项目建筑面积



资料来源：公司公告，中信建投

图表 24：公司持有集中式商业项目与写字楼项目出租收入



资料来源：公司公告，中信建投

## 风险分析

公司的风险可能来源于房地产行业加速下行、公司对前海区域的开发进度或收益不及预期和 REITs 进展不及预期：

- (1) **公司所处的房地产行业可能加速下行：**受居民收入增长放缓、居民杠杆率增长放缓和行业风险事件频发影响，房地产行业整体处于下行周期，2022 年 1-11 月百强房企销售金额同比下降 42.1%，尽管公司销售表现优于行业，销售金额仍有 11.6% 的下滑。未来房地产行业继续下滑可能影响公司未来增长；
- (2) **对前海区域的开发进度或收益不及预期：**公司土储集中于深圳前海，仅在妈湾片区就持有 80.62 万平待开发土地，未来前海自贸区发展不及预期可能会影响公司项目销售和出租情况，抑制公司的成长和盈利能力；
- (3) **REITs 进展不及预期：**公司在 9 月 27 日公告将开展博时蛇口产业园 REIT 的扩募工作，证监会亦表示将研究推进商业地产和长租公寓 REITs 试点，REITs 相关业务进展不及预期可能会影响公司重资产项目退出，进而影响周转效率。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	575527	653058	692616	736473	816230
现金	89306	79533	96497	103887	179057
应收票据及应收账款合计	2790	3299	3397	2369	5091
其他应收款	94201	119567	126137	147060	152399
预付账款	10289	11867	7677	11613	9764
存货	360793	417636	446162	457556	454697
其他流动资产	18148	21156	12745	13988	15223
<b>非流动资产</b>	161631	203145	219656	247493	278112
长期投资	40124	61561	73282	86286	100081
固定资产	4365	9234	8917	8557	8495
无形资产	573	1379	1494	1641	1806
其他非流动资产	116568	130972	135963	151009	167729
<b>资产总计</b>	737157	856203	912272	983966	1094342
<b>流动负债</b>	373787	428079	473887	505865	568625
短期借款	17717	3628	15405	15132	14810
应付票据及应付账款合计	46563	57909	74080	69087	88593
其他流动负债	309507	366541	384403	421645	465222
<b>非流动负债</b>	110013	151370	156435	191414	228013
长期借款	77715	107780	129050	160882	195751
其他非流动负债	32298	43590	27385	30532	32263
<b>负债合计</b>	483800	579448	630322	697279	796638
少数股东权益	151987	168084	170958	175124	179511
股本	7923	7923	7923	7923	7923
资本公积	14068	14189	14189	14189	14189
留存收益	62318	66071	71904	78710	86075
归属母公司股东权益	101370	108671	110991	111564	118193
<b>负债和股东权益</b>	737157	856203	912272	983966	1094342

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	27622	25977	20173	-6207	58014
净利润	16913	15202	9911	11572	12535
折旧摊销	1587	1919	2230	2595	3061
财务费用	2224	2006	1144	1734	1324
投资损失	-6107	-3728	-3556	-1750	-45
营运资金变动	24074	5887	6353	-17450	42012
其他经营现金流	-4818	-24277	-22688	-27147	-32015
<b>投资活动现金流</b>	4233	10007	17601	3810	5160
资本支出	-7027	-10223	-11722	-14698	-13795
长期投资	-7612	-24492	-16809	-38035	-40650
其他投资现金流	-7894	-11161	19480	40745	49170
<b>筹资活动现金流</b>	-4453	-14089	11777	-273	-322
短期借款	8880	30065	21270	31833	34868
长期借款	7	0	0	0	0
其他筹资现金流	258	120	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-12586	-27258	-13567	9185	14623

资料来源: 公司公告, 中信建投

### 利润表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	129621	160643	183602	201524	223431
营业成本	92435	119723	147731	158700	174636
营业税金及附加	9054	9681	14624	15313	15961
销售费用	2986	3914	4590	5038	5586
管理费用	1979	2145	2754	3023	3351
研发费用	71	116	83	114	128
财务费用	2224	2006	1144	1734	1324
资产减值损失	-2570	-3391	-1452	-2015	-3569
公允价值变动收益	8	157	54	83	76
投资净收益	202	252	159	178	198
资产处置收益	6107	3728	3556	1750	45
<b>营业利润</b>	24080	22753	14078	16592	18079
营业外收入	149	204	160	165	170
营业外支出	119	115	183	189	152
<b>利润总额</b>	24109	22843	14055	16567	18097
所得税	7196	7641	4145	4995	5562
<b>净利润</b>	16913	15202	9911	11572	12535
少数股东损益	4660	4829	2874	4166	4387
<b>归属母公司净利润</b>	12253	10372	7037	7406	8148
EBITDA	27023	27483	17062	20493	22034
EPS (元)	1.55	1.31	0.89	0.93	1.03

### 主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	32.7	23.9	14.3	9.8	10.9
营业利润(%)	-8.5	-5.5	-38.1	17.9	9.0
归属于母公司净利润(%)	-23.6	-15.3	-32.2	5.3	10.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	28.7	25.5	19.5	21.2	21.8
净利率(%)	9.5	6.5	3.8	3.7	3.6
ROE(%)	6.7	5.5	3.5	4.0	4.2
ROIC(%)	206.3	144.7	4512.5	70.8	-50.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	65.6	67.7	69.1	70.9	72.8
净负债比率(%)	17.8	26.9	29.2	42.6	35.1
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	56.9	53.2	55.0	70.0	60.1
应付账款周转率	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.55	1.31	0.89	0.93	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	2.46	2.04	2.55	-0.78	7.32
每股净资产(最新摊薄)	12.79	13.72	14.06	14.30	14.65
<b>估值比率</b>					
P/E	10.0	11.8	17.4	16.6	15.1
P/B	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	11.8	13.3	22.0	20.5	18.4

## 分析师介绍

### 竺劲

房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，10年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得2020年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第5名。

### 黄啸天

中信建投房地产行业分析师，上海财经大学硕士，2018年加入中信建投地产团队。主要负责房地产开发、物业管理、REITs等领域的研究。2020年最佳行业金牛分析师奖团队成员，2018、2020年卖方分析师水晶球奖团队成员，2018-2020年Wind金牌分析师。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
电话：(8610) 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
电话：(8621) 6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk