

房地产（标配，维持）

中国特色估值体系逐步建立，地产央国企价值重估值得期待

中特估专题报告

2024年3月29日

投资要点：

分析师：何敏仪

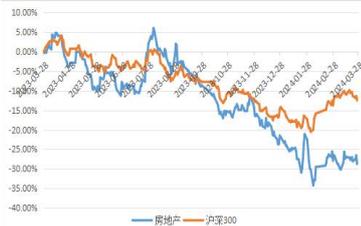
SAC 执业证书编号：

S0340513040001

电话：0769-22177163

邮箱：hmy@dgzq.com.cn

房地产（申万）指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

- **建立金融强国需建立中国特色估值体系。**中国特色估值体系是中国特色金融文化的重要组成部分。不盲目照搬国外估值体系的教条，充分考虑我国经济体制特色及文化内涵，建立我国专属估值体系，更有利于资本市场的合理定价，促进市场资源配置功能更好发挥，增强我国金融实力，提升经济活力，助力经济发展。
- **国有企业需要做大做强做优，并通过中特估实现价值体现。**通过国企改革，传统国企转变为中国特色现代新国企，提升整体经营效益及企业质量，实现央国企做大做强做优，并通过中特估实现价值回归，将增强国家经济及金融实力。
- **A股估值存在低估，需要更好的价值发现体系。**对比海外重要股票指数，我国上证综指整体PE（TTM）长期处于较低水平。但我国经济增速相对发达国家要快，我国A股存在低估现象。
- **中国特色估值体系需引入新评估因子，增加考量维度。**在中国特色估值体系中，应该更多地融入考量财务指标以外的因子。需综合考虑社会责任、稳定性与可持续性、战略及安全需求等等。
- **坚定对中国经济长期稳定发展的信心。**我国经济发展具备强劲的内生动力、韧性及潜力。加强对我国经济持续向好的正面、合理分析及宣扬，增强国内外投资者对我国经济长期稳定发展的信心，有利于实现中特估重估，促进我国资本市场发展及壮大。
- **完善资本市场基础制度，增强投资者信心。**我国资本市场基础制度仍需完善，从而提升上市公司质量，增强投资者信心，才能更好地提升股市估值及市值，实现金融强国目标。完善资本市场基础制度，可以通过加强监管，严惩造假行为，建立退市机制，优化上市制度等，打造风清气正的股市之风。
- **引导上市企业提升估值。**除了通过国企改革提速增效，也可以通过：
1) 增加兼并重组，融入更优质资产。
2) 优化资本结构，提升资金利用率及降低资金成本。
3) 加强管理，提升人均效益。
4) 通过股权激励捆绑企业生产经营者与股东的利益。
5) 提升研发支出；提高分红，积极回报投资者；通过增持、回购，提升企业每股内在价值。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

6) 增加上市公司信息披露规范性。

- **地产央国企实现中特估重估值得期待。** 在行业大范围洗牌出清后，剩存者更能够抓住机遇抢占市场份额，提升业绩与估值，而作为一向稳健经营的央国企更具备这方面的优势。过去高成长能享受高于行业平均的估值水平，而当下及未来也许稳健、持续经营的央国企房企才更能优先实现估值重估。
- 建议可关注经营稳健的头部央国企龙头企业，包括保利发展（600048）、华发股份（600325）、招商蛇口（001979）；部分涉及城中村改造及国企改革类个股也值得关注，包括城建发展（600266）、深振业A（000006）、珠江股份（600684）等。
- **风险提示：**国企改革进程低于预期。资本市场制度建设及优化进程不及预期。房企基本面改善缓慢，企业业绩修复低于预期。房地产刺激政策出台低于预期。

目 录

1. 为什么要建立中国特色估值体系	4
1.1 建立金融强国需建立中国特色估值体系	4
1.2 国有企业需要做大做强做优，并通过中特估实现价值体现	4
1.3 A 股估值存在低估，需要更好的价值发现体系	5
2. 中国特色估值体系需引入新评估因子，增加考量维度	7
2.1 传统评估因子与企业经营效益、财务指标密切相关	6
2.2 引入新估值评估因子提升对企业的考量维度	7
3. 如何实现中国特色估值重估	7
3.1 坚定对中国经济长期稳定发展的信心	7
3.2 完善资本市场基础制度，增强投资者信心	8
3.3 引导上市企业提升估值	9
4. 地产央企实现中特估重估值得期待	10
5. 风险提示	12

插图目录

图 1：近十四年上证综指与全球重要指数 PE（TTM）变化对比	7
图 2：近十四年上证综指行情走势	8
图 3：全球重要指数近十四年行情走势	9
图 4：SW 房地产板块近十年 PE（TTM）变化	10
图 5：TOP50 房企中不同所有制企业销售额占比变化	11
图 6：2023 年权益拿地金额 TOP10 房企	11

表格目录

表 1：中央企业经营考核指标推进	5
表 2：建议关注标的推荐理由	12

导言：2022年11月21日，时任证监会主席易会满在金融街论坛年会的主题演讲中首次提出“需要对中国特色现代资本市场的基本内涵、实现路径、重点任务深入系统思考。要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”，“中特估”便成为资本市场上持续探讨及关注的热点。我们下文将从为什么要建立中特估体系、中特估体系需引入的新评估因子以及如何实现中特估重估进行展开讨论，最后对地产板块在中特估背景下实现估值重估进行分析。

1. 为什么要建立中国特色估值体系

1.1 建立金融强国需建立中国特色估值体系

金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分。金融活，经济活；金融稳，经济稳。我国作为世界第二大经济体，需要有强大的金融体系服务实体经济，助力经济发展。中国已经是金融大国，拥有全球最大的银行体系，第二大保险、股票和债券市场，但是离金融强国还有一定差距。

中央高层在重要会议中也提出“要加快建设金融强国”，同时指出“要在金融系统大力弘扬中华优秀传统文化”，“积极培育中国特色金融文化”。总书记也提出：推动金融高质量发展、建设金融强国，要坚持法治和德治相结合，积极培育中国特色金融文化。中国特色金融文化内涵为：诚实守信，不逾越底线；以义取利，不唯利是图；稳健审慎，不急功近利；守正创新，不脱实向虚；依法合规，不胡作非为。

中国特色估值体系也是中国特色金融文化的重要构成部分。不盲目照搬国外估值体系的教条，充分考虑我国经济体制特色及文化内涵，建立我国专属估值体系，更有利于资本市场的合理定价，促进市场资源配置功能更好发挥，增强我国金融实力，提升经济活力，助力经济发展，更能让全国人民享受社会经济成果，提升获得感与幸福感。

1.2 国有企业需要做大做强做优，并通过中特估实现价值体现

习近平总书记指出，“国有企业是中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础，是党执政兴国的重要支柱和依靠力量，必须做强做优做大”。在过去，国有企业为我国经济发展、民生改善、科技创新以及国防建设已经作出了重要的历史性贡献。而面对当前世界百年未有之大变局，增强国企的整体实力，对维持我国经济平稳增长、应对外部环境的不确定性至关重要。

另外，国企在社会发展中充当重要角色。比如国有企业在抗击疫情、脱贫攻坚、抗震救灾、保供稳价、环境保护、维护国家安全、基础设施建设等公共产品和服务的

供给方面也积极发挥了主力军作用。在一些国家重要领域，我们更需要平衡“发展与安全”，国企需要在重要产业链当中充当牵引以及中流砥柱的角色，在加快构建国内大循环、国内国际双循环方面也需发挥重要作用。

近年国家积极推进国企改革，2020年中央深改委通过《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，开启为期三年的国企改革；2023年中办国办联合印发《国有企业改革深化提升行动方案（2023-2025年）》，开启新一轮三年国企改革行动。另一方面，对央企考核指标也持续优化。2019年提出的“两利一率”到2023年优化为“一利五率”目标。同时，2024年1月24日，国资委新闻发布会上提出：“研究把市值管理纳入中央企业负责人业绩考核”。通过国企改革，传统国企转变为中国特色现代新国企，提升整体经营效益及企业质量，实现央国企做大做强做优，并通过中特估实现价值回归，将增强国家经济及金融实力。

表 1：中央企业经营考核指标推进

时间	考核指标
2019年	“两利一率”：利润总额、净利润；资产负债率
2020年	“两利三率”：净利润、利润总额；资产负债率、新增营收利润率、研发经费投入强度
2021年	“两利四率”：净利润、利润总额；资产负债率、营收利润率、研发经费投入强度、全员劳动生产率
2022年	“两利四率”、“两增一控三提高”：净利润、利润总额；资产负债率、营收利润率、研发经费投入强度、全员劳动生产率。利润总额、净利润增速要高于国民经济增速；资产负债率要控制在65%以内；营业收入利润率要再提高0.1个百分点、全员劳动生产率再提高5%、研发经费投入要进一步提高。
2023年	“一利五率”及“一增一稳四提升”：利润总额；资产负债率、净资产利润率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率。确保利润总额增速高于全国GDP增速；资产负债率总体保持稳定；净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。
2024年	“一企一策”“上市公司市值管理”“双加分”

资料来源：国资委官网，东莞证券研究所整理

1.3 A股估值存在低估，需要更好的价值发现体系

金融根本目的在于服务实体经济，通过资本市场起到高效资源配置的作用，把资源更好地配置在社会域或薄弱环节，促进经济发展以及人民生活水平的提升。长期以来过低的估值，不仅不利于我国上市企业价值发现，降低资源配置的效率，也对企业

本身的发展壮大以及竞争力的提升带来负面影响。

对比海外重要股票指数，我国上证综指整体 PE（TTM）长期处于较低水平。但我国经济增速相对发达国家要快，我国 A 股存在低估现象。

另一方，资本市场是居民大类资产配置的场所之一。活跃资本市场，使得上市企业估值及价值回归，也有利于实现全民富裕，为居民财富保值增值、分享经济发展的成功提供重要标的。

图 1：近十四年上证综指与全球重要指数 PE（TTM）变化对比



资料来源：wind，东莞证券研究所

2. 中国特色估值体系需引入新评估因子，增加考量维度

2.1 传统评估因子与企业经营效益、财务指标密切相关

资本市场上主流的股票估值模型包括两类：一类为绝对估值法，另一类为相对估值法。我们分析讨论提升上市企业股票估值，特别是央国企的估值，参考绝对估值法模型更有意义。

绝对估值法主要包括“股利贴现模型（DDM）”和“折现现金流模型（DCF）”，两个模型均侧重于直接计算公司的内在价值。股利贴现模型（DDM）分子为企业的股利分红，由于企业所处行业及发展进程不一样，股利分红率参差不齐，用“折现现金流模型（DCF）”模型分析更有代表性。同时，适当提升分红率也对估值的提升产生正面影响。

DCF 模型是一种基于未来现金流的股票估值模型，其核心思想是将未来现金流折现到现在的价值，以计算公司的内在价值。其计算公式如下：

$$\text{内在价值} = \sum (\text{FCF} / (1 + \text{WACC})^t)$$

其中，FCF 表示未来自由现金流，WACC 表示加权平均资本成本，t 表示未来的年数。未来自由现金流，主要由收入增长和 ROIC 所驱动，WACC 则与企业资本结构以及融资成本相关。

$$\text{WACC} = r_E \times \frac{E}{D + E} + r_D \times \frac{D}{D + E}$$

因此我们可以认为，一个企业的价值主要决定因子包括：成长性、投入资本回报率（与企业经营效益相关，也能通过兼并、重组进入盈利性更好的行业）以及资本成本（优化资本结构、做好资金管控以及获取低成本融资的能力）。而这些因子与我们一般研究观察上市企业的财务指标相一致。

而财务指标以外的影响企业价值的因子，也值得注意并加入考量。

2.2 引入新估值评估因子提升对企业的考量维度

类似于 ESG 评估体系，E 代表环境（Environmental）、S 代表社会（Social），G 代表公司治理（Corporate Governance），是一种用于评估企业可持续性和对社会价值观影响的综合指标。ESG 分析框架旨在评估企业在环境、社会和公司治理这三个方面的表现，这三个方面也被视为企业运营的重要维度。环境方面关注企业的环保政策和实践；社会方面着重于企业对员工、社区和消费者的影响；公司治理方面则涉及企业的治理结构和政策，如透明度和责任制。因此，与传统更多考虑企业盈利能力、效益以及成长性等财务指标为主，ESG 的引入给投资者建立起更多维度的评估公司的体系。

同样地，我们认为在中国特色估值体系中，也应该更多地融入考量财务指标以外的因子。除了传统的股东利益最大化以外，还需综合考虑社会责任、稳定性与可持续性、战略及安全需求等等。比如可增加考量的因子包括：中国文化、传统及偏好，考虑企业在国家战略安全上、产业链布局中的重要性，企业社会责任、国企使命、经济制度优势，业绩稳定性与可持续发展能力，公司治理体系现代化等，这些因素均能给与一定的估值溢价，从而能更好的多维度反映企业的内在价值，实现社会资源的有效配置。同时，加强与投资者沟通，完善信息披露制度，也有利于价值发现与价值重估。

3. 如何实现中国特色估值重估

3.1 坚定对中国经济长期稳定发展的信心

2023 年中央经济工作会议强调，“我国经济回升向好、长期向好的基本趋势没有

变，要增强信心和底气”，“唱响中国经济光明论”。

多年来，西方媒体的中国经济“崩溃论”不断翻新，最新的炒作是“中国经济见顶论”。面对美西方对我国一轮接一轮的舆论战，面对外界对中国经济缺乏全面了解和信心，而这些言论也对我国资本市场的估值带来影响。我们应该加大宣扬讲解，“唱响中国经济光明论”，坚定人民对中国经济长期稳定发展的信心。

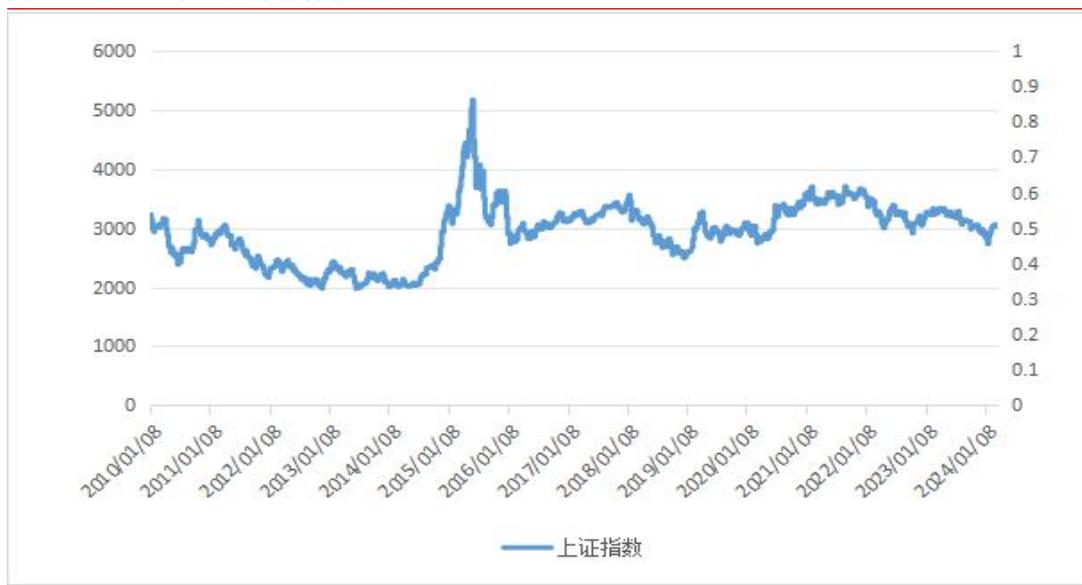
正如一些评论中讲到，“中国具有社会主义市场经济优势、超大规模市场的需求优势、产业体系配套完整的供给优势、大量高素质劳动者和企业家的人才优势”。中国是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家，220多种工业产品产量位居世界首位。2022年，全部工业增加值突破40万亿元大关，占GDP比重达33.2%。在最新全球创新指数中，中国位列第12名。中国已形成200多个成熟的产业集群，制造业规模连续14年居世界首位。世界银行数据显示，中国在全球制造业产值中占比达28.7%。中等收入群体超过4亿人，未来十几年将达8亿人，近3亿农业转移人口正加快市民化进程。

我国经济发展具备强劲的内生动力、韧性及潜力。加强对我国经济持续向好的正面、合理分析及宣扬，用事实及数据打破西方媒体渲染的中国经济“崩溃论”，增强国内外投资者对我国经济长期稳定发展的信心，有利于实现中特估重估，促进我国资本市场发展及壮大。

3.2 完善资本市场基础制度，增强投资者信心

A股市场多年来走势一直反复，近二十年，上证综指可谓大部分时间均在3500点以下波动，仅少部分时间突破4000点。2007年以及2015年的两轮大牛市行情中上证综指才迎来较明显的突破，随后也较快回落。中国股市牛短熊长特征明显。

图 2：近十四年上证综指行情走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

而对比国外，美国标普 500、德国法兰克福 DAX 指数、伦敦金融时报 100 指数等重要市场指数则屡创新高，日经 225 指数下跌二十多年后也持续上升，近期突破 1990 年以来的历史高位创出新高。

图 3：全球重要指数近十四年行情走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

我国资本市场基础制度仍需完善，从而提升上市公司质量，增强投资者信心，才能更好地提升股市估值及市值，实现金融强国目标。

完善资本市场基础制度，可以通过加强监管，严惩造假行为，建立退市机制，优化上市制度等，打造风清气正的股市之风。而近期也有较多的健全完善资本市场基础制度新政出台，相信我国资本市场基础制度将进一步完善，实现资本市场发展行稳致远，同时实现中特估重估。

3.3 引导上市企业提升估值

今年 1 月，国资委新闻发布会上提出：“研究把市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期。同时，进一步加大现金分红力度，更好地回报投资者。”中央高层对于央国企市值管理相当重视。

引导上市企业，特别是央国企提升估值，除了以上提及的通过国企改革提速增效，改善企业经营业绩及质量。也可以通过：1) 增加兼并重组，融入更优质资产。对内，集团层面加强资源整合，提升专业性，通过资产注入解决同业竞争问题，让大股东利益与小股东利益更好捆绑；集团内部也可以把优质资产通过资产证券化注入上市企业，打造专业性及大型国际化企业。对外可以加强兼并重组，增加对新兴产业的布局，提高增速及估值。2) 优化资本结构，提升资金利用率及降低资金成本。3) 加强管理，

提升人均效益。4) 通过股权激励捆绑企业生产经营者与股东的利益。股权激励作为一种长效激励机制，对企业业绩及股价有正面影响作用。5) 提升研发支出；提高分红，积极回报投资者；通过增持、回购，甚至注销股本，提升企业每股内在价值。6) 增加上市公司信息披露规范性，增加与投资者沟通交流，让市场更好认识企业挖掘价值。

相信通过一系列改革及行动，上市企业，尤其是央国企更好的实现中特估重估提升估值及市值值得期待。

4. 地产央国企实现中特估重估值得期待

截止 2024 年 3 月 27 日，申万房地产板块整体 PB 为 10.28 倍，处于近十年底部区间，估值较低。

图 4：SW 房地产板块近十年 PE (TTM) 变化



资料来源：wind，东莞证券研究所

在中特估重估大背景及需求之下，我们认为过去行业快速发展阶段，民企凭借更激进的战略，更市场化的激励，以及更敢于加大杠杆，能更充分的享受行业的红利。而在当前行业进入平稳发展阶段，特别在风险化解过程中，“活下去”或者才是行业经营者首要考虑的因素。在行业大范围洗牌出清后，剩存者更能够抓住机遇抢占市场份额，提升业绩与估值，而作为一向稳健经营的央国企更具备这方面的优势。过去高成长（高风险高收益预期）能享受高于行业平均的估值水平，而当下及未来也许稳健、持续经营的央国企房企才更能优先实现估值重估。

从 TOP50 房企中不同所有制经营者销售金额占比变化可看出，在近年房地产逆市

中，央企房企整体销售明显优于民企。

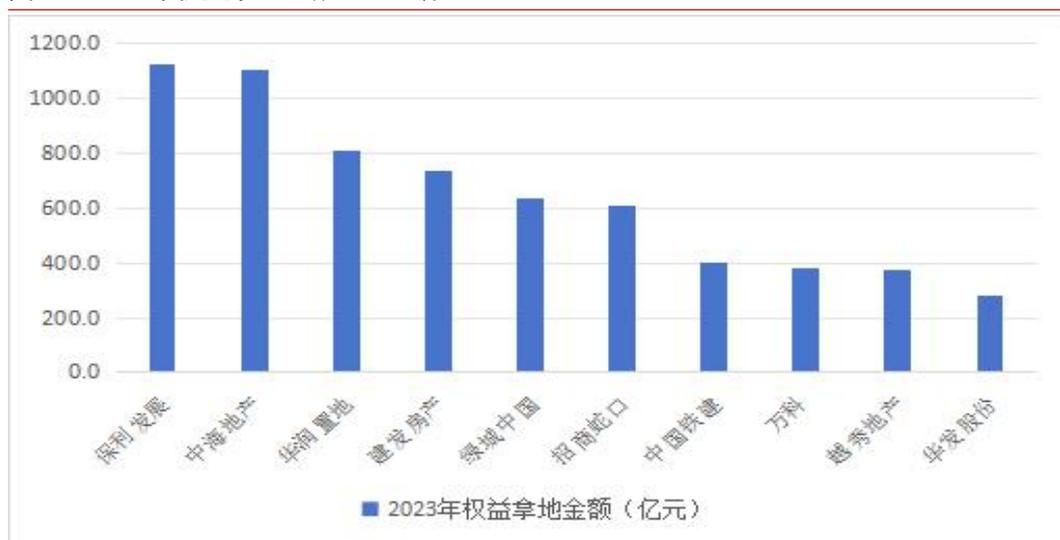
图 5：TOP50 房企中不同所有制企业销售额占比变化



资料来源：克而瑞，东莞证券研究所

另一方面，央国企资金获取及融资成本上更具备优势，在逆市中也能更好的布局优质资源，行业周期复苏后业绩弹性将更大。

图 6：2023 年权益拿地金额 TOP10 房企



资料来源：中国指数研究院，东莞证券研究所

建议可关注经营稳健的头部央国企龙头企业，包括保利发展（600048）、华发股份（600325）、招商蛇口（001979）；部分涉及城中村改造及国企改革类个股也值得关注，包括城建发展（600266）、深振业 A（000006）、珠江股份（600684）等。

表 2：建议关注标的推荐理由

代码	名称	建议关注标的推荐理由
600048	保利发展	房地产行业央企龙头，在行业景气度低迷情况下，销售远优于行业整体水平，行业头部排位稳固。同时负责结构良好，融资成本低，安全性较高。拿地聚焦核心城市，土储价值丰厚。公司业绩增长稳健，估值相对便宜，投资价值凸显。
600325	华发股份	公司是承接华发集团房产开发板块的平台公司，以住宅为主业，商业运营、物业管理与其它业务（上下游产业链）为支撑的“1+3”发展新格局业已成型。主营聚焦于粤港澳大湾区、长三角区域、京津冀协同发展区域以及长江经济带等核心城市群，其中珠海为公司战略大本营。作为国企，公司整体经营及业绩稳健，融资渠道及融资成本具备优势。同时公司全国性布局及多元发展格局已成型，持续发展壮大值得期待。
001979	招商蛇口	公司是中国领先的城市和园区综合开发运营服务商，为招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，围绕开发业务、资产运营和城市服务三大业务。开发业务方面集中高能级城市。资产运营方面，涵盖产业园区、集中商业、办公、酒店、公寓等业态的资产运营及管理。城市服务方面，涵盖物业管理、邮轮、会展、康养等业务。公司销售增速领先行业整体，销售规模排名第一梯队。同时 REITs 扩募将为盘活资产，提升资金使用效率带来正面影响。看好公司雄厚的股东背景及高价值的土地储备，中特估估值修复值得期待。
600266	城建发展	公司第一大股东为北京城建集团，北京国资委为实际控制人。目前形成了房地产开发、对外股权投资和商业地产经营三大板块全面协调发展的良好局面。其中房地产开发为主业，主要开发类型涵盖住宅、公寓、别墅、商业、酒店、写字楼、文旅等多种业态，开发区域遍及北京、天津、重庆、成都、南京、青岛、三亚、保定等重点区域。公司一级开发和棚改项目持续推进，随着棚改项目陆续入市、销售，实现资金快速回笼，公司资本结构更加优化。另一方面，依托集团产业链优势，加强文旅项目战略纵深推进，持续夯实资源创效根基。公司整体基本面稳健，当前估值便宜，建议关注。
000006	深振业 A	公司为深圳国资委直管的国有上市公司，以房地产开发经营为主营业务，主要布局包括深圳、广州、南京、天津、南宁、长沙、惠州、西安、东莞、河源等地，累计开发面积逾千万平方米。公司确立了以房地产开发为主体、住房租赁和房地产产业链延伸为两翼的“一体两翼”发展战略。在“两翼”业务发展方面，公司多措并举，大力发展棚改代建、商业运营、城市服务等各项业务。此外，公司还积极跟进城市更新及收并购等合作项目，与多个区属国企、村集体股份公司建立合作关系并签订战略合作协议。公司高质量发展值得期待。
600684	珠江股份	公司为国有控股上市企业，为广州市成立最早的房地产综合开发企业之一，聚焦房地产主业，积极布局粤港澳大湾区，同时寻找机会辐射其他区域，目前项目布局包括广东、湖南及安徽等地区。公司控股股东作为包括投资、规划、设计、装修、监理等全产业链的广州市属全资国有大型企业集团，对公司在资金、平台等各方面提供了大力支持，助力公司持续提升国有资产的保值增值能力。公司推动重大资产重组工作，聚焦物业管理与文体运营的优质资产，努力培育壮大新利润增长点。公司经营业绩持续提升值得期待，建议关注。

资料来源：东莞证券研究所

5. 风险提示

(1) 国企改革进程低于预期。国企公司治理改革等推进相对缓慢，国家提出的考核指标未能实现。

(2) 资本市场制度建设及优化进程不及预期。提出的各种制度改革落地缓慢，股市情绪持续低迷。

(3) 房企基本面改善缓慢，企业业绩修复低于预期。销售数据未如理想，房企资金面改善不佳，导致楼市供需两端收缩，景气度回落，抑制地产股估值修复

(4) 房地产刺激政策出台低于预期。“房住不炒”等持续提及，房产税提出，地方救市措施低于预期。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgza.com.cn