

买入 (维持)

BEKE.N 贝壳

美股

## 受益政策利好，增加投入巩固市场地位

2024年11月23日

## 市场数据

| 日期          | 2024.11.21 |
|-------------|------------|
| 收盘价(美元/ADS) | 19.98      |
| 总股本(亿股)     | 36.25      |
| 总市值(亿美元)    | 241        |
| 净资产(亿元)     | 707.75     |
| 总资产(亿元)     | 1227.96    |
| 每股净资产(元)    | 19.5       |

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 1ADS = 3股普通股

## 相关报告

## 海外研究

## 分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

孙钟连

sunzhonglian@xyzq.com.cn

SAC: S0190521080001

请注意: 孙钟连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的活动

## 投资要点

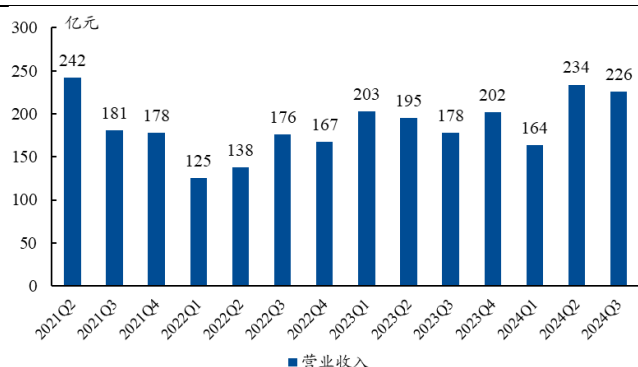
- **2024Q3 公司经调整净利润超 Bloomberg 一致预期:** 2024Q3 公司实现净收入 226 亿元, 同比增长 26.8%; 毛利率为 22.7%, 环比下降 5.2 个百分点, 主要因公司加大对链家经纪人的投入令固定成本提升, 存量房业务贡献利润率环比下降 6.5 个百分点至 41.0%; 经调整净利润为 17.8 亿元, 同比下降 17.5%, 超 Bloomberg 一致预期。
- **政策利好有望驱动 Q4 存量房 GTV 同环比大幅增长:** 2024Q3 公司存量房 GTV 为 4778 亿元, 同比增长 8.8%, 主要因自 7 月房地产整体成交逐月回落。受益于自 9 月末起一揽子房地产政策组合拳密集推出, 10 月起市场成交回暖, 基于公司领先的市场地位和服务能力, 公司 Q4 存量房 GTV 有望实现同环比大幅增长。
- **新房 GTV 货币化率达历史新高:** 2024Q3 新房交易 GTV 为 2276 亿元, 同比增长 18.5%, 而克而瑞百强房企销售金额同比下滑 29%, 公司继续跑赢行业; 此外, 公司 Q2 新房货币化率创历史新高高达 3.39%, 主要因地产业下行周期下开发商对于渠道依赖度提高以及国企开发商和民企开发商费率差距缩小。
- **家装家居贡献利润率同比提升:** 公司将家装家居业务重点聚焦至品质管理和运营提效, 以提高客户满意度。2024Q3 公司家装家居 GTV 为 41 亿元, 同比增长 24.6%; 家装家居实现收入 42 亿元, 同比增长 32.6%; 得益于高毛利的软装新零售业务收入贡献提升, 家装家居业务贡献利润率同比提升 2.1 个百分点至 31%。
- **省心租托管规模快速增长:** 2024Q3 公司房屋租赁服务业务收入同比增长 118% 至 39 亿元, 主要因“省心租”在管房源超 36 万套, 而去年同期为超 16 万套; 房屋租赁服务贡献利润率为 4.4%, 环比下降 1.4 个百分点, 主要因 7 月、8 月为租赁旺季, 令相关渠道成本和提佣成本增长。
- **持续兑现股东回报承诺:** 2024 年前三季度, 公司累计用于回购的资金达 5.8 亿美元, 回购股份数量为 2023 年末总股本的 3.3%; 2022 年 8 月启动回购计划至 2024 年 9 月 30 日, 公司共分配约 14.9 亿美元用于股票回购。
- **我们的观点:** 公司既受益于地产政策利好下市场回暖带来的  $\beta$ , 又通过拓展市场份额的加强自身的  $\alpha$ , 我们预计公司 2024/2025/2026 年经调整归母净利润分别为 81.2/94.8/108.3 亿元, 分别同比-17.1%/+16.8%/+14.2%, 维持“买入”评级, 截至 2024 年 11 月 21 日股价对应 2024/2025/2026 年 PE 为 21/18/16 倍。
- **风险提示:** 市场份额提升不及预期、GTV 表现不及预期、地产成交回暖不及预期、链家新增投入回报不及预期。

## 主要财务指标

| 会计年度         | 2023A | 2024E | 2025E   | 2026E   |
|--------------|-------|-------|---------|---------|
| 营业收入(亿元)     | 777.8 | 908.9 | 1,089.7 | 1,217.1 |
| 同比增长(%)      | 28.2  | 16.9  | 19.9    | 11.7    |
| 经调整归母净利润(亿元) | 97.9  | 81.2  | 94.8    | 108.3   |
| 同比增长(%)      | 243.1 | -17.1 | 16.8    | 14.2    |
| 毛利率(%)       | 27.9  | 25.2  | 23.7    | 22.9    |
| 经调整归母净利率(%)  | 12.6  | 8.9   | 8.7     | 8.9     |
| 净资产收益率(%)    | 8.3   | 6.7   | 8.5     | 8.8     |
| 经调整每股收益(元)   | 2.78  | 2.27  | 2.65    | 3.03    |

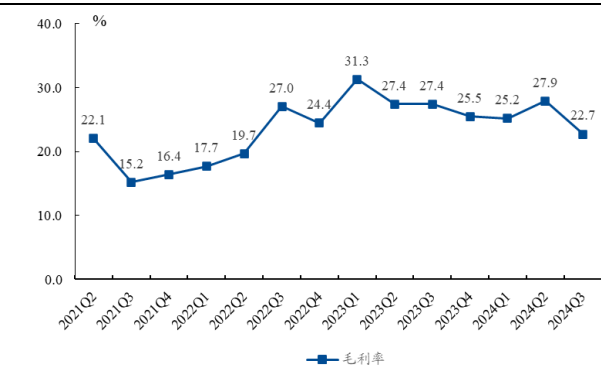
来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 1、公司历年营收



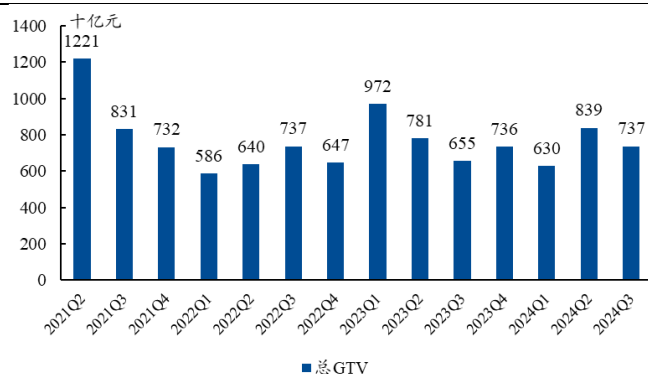
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司历年毛利率



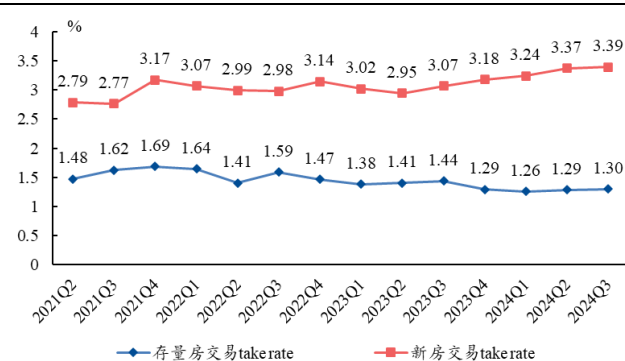
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、公司历年总 GTV



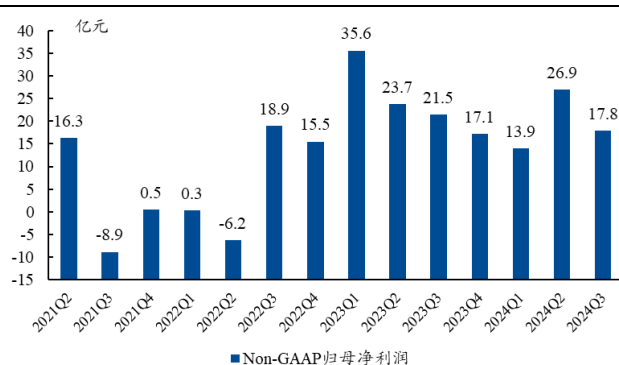
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司存量房和新房 take rate



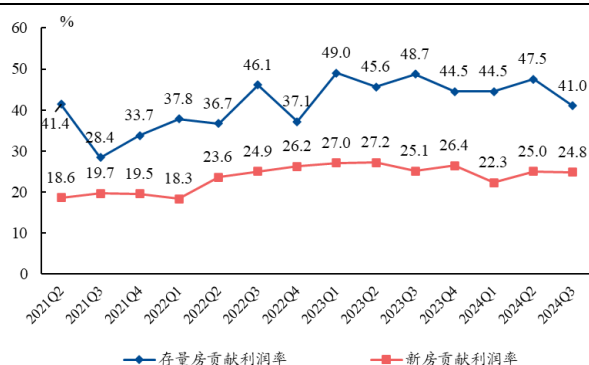
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司历年 Non-GAAP 归母净利润



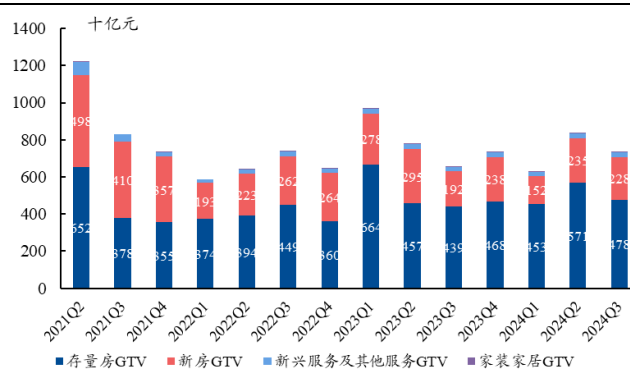
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司存量房和新房贡献利润率



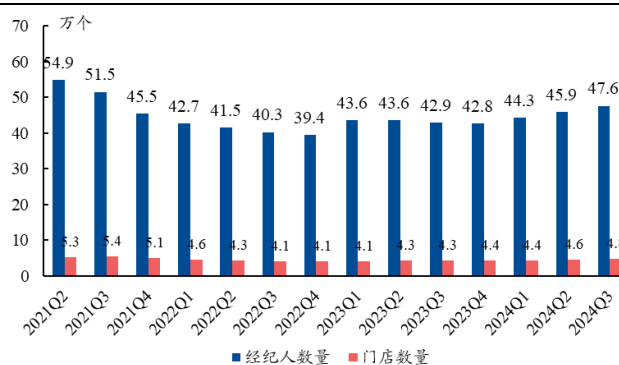
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司历年 GTV 分部构成



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司经纪人和门店数量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

## 资产负债表

单位:亿元人民币

| 会计年度           | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>697.5</b>  | <b>723.0</b>  | <b>856.0</b>  | <b>985.6</b>  |
| 短期投资           | 342.6         | 342.6         | 342.6         | 342.6         |
| 短期融资应收款        | 13.5          | 3.4           | 3.9           | 4.1           |
| 应收账款           | 31.8          | 71.6          | 83.6          | 88.8          |
| 现金及现金等价物       | 196.3         | 199.2         | 309.7         | 425.4         |
| 其他流动资产         | 113.4         | 106.2         | 116.2         | 124.7         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>505.8</b>  | <b>502.3</b>  | <b>499.9</b>  | <b>498.3</b>  |
| 物业、厂房及设备       | 19.7          | 18.8          | 18.5          | 18.3          |
| 使用权资产          | 176.2         | 176.2         | 176.2         | 176.2         |
| 长期投资           | 235.7         | 235.7         | 235.7         | 235.7         |
| 无形资产           | 10.7          | 8.0           | 6.0           | 4.5           |
| 商誉             | 48.6          | 48.6          | 48.6          | 48.6          |
| 其他非流动资产        | 15.0          | 15.0          | 15.0          | 15.0          |
| <b>资产总计</b>    | <b>1203.3</b> | <b>1225.3</b> | <b>1356.0</b> | <b>1483.9</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>395.2</b>  | <b>338.6</b>  | <b>375.3</b>  | <b>395.9</b>  |
| 应付款项           | 197.9         | 196.4         | 222.6         | 235.7         |
| 合同负债           | 46.7          | 12.7          | 15.3          | 17.0          |
| 租赁负债的即期部分      | 93.7          | 93.7          | 93.7          | 93.7          |
| 其他流动负债         | 57.0          | 35.8          | 43.8          | 49.4          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>86.1</b>   | <b>86.1</b>   | <b>86.1</b>   | <b>86.1</b>   |
| 租赁负债           | 83.3          | 83.3          | 83.3          | 83.3          |
| 递延所得税负债        | 2.8           | 2.8           | 2.8           | 2.8           |
| 其他非流动负债        | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| <b>负债合计</b>    | <b>481.3</b>  | <b>424.7</b>  | <b>461.4</b>  | <b>482.0</b>  |
| 本公司拥有人应占权益     | 721.0         | 799.6         | 893.5         | 1000.8        |
| 少数股东权益         | 1.0           | 1.1           | 1.1           | 1.1           |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>722.0</b>  | <b>800.7</b>  | <b>894.6</b>  | <b>1001.9</b> |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>1203.3</b> | <b>1225.3</b> | <b>1356.0</b> | <b>1483.9</b> |

## 现金流量表

单位:亿元人民币

| 会计年度              | 2023A        | 2024E       | 2025E        | 2026E        |
|-------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>税前利润</b>       | <b>78.8</b>  | <b>74.3</b> | <b>93.9</b>  | <b>108.2</b> |
| 折旧及摊销             | 7.8          | 10.8        | 10.4         | 10.2         |
| 所得税开支             | 0.0          | -22.9       | -21.9        | -25.2        |
| 股权激励费用            | 32.2         | 27.3        | 21.8         | 24.3         |
| 营运资金的变动           | 18.2         | -89.4       | 14.8         | 6.9          |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>111.6</b> | <b>2.8</b>  | <b>121.1</b> | <b>125.9</b> |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-39.8</b> | <b>0.1</b>  | <b>-10.5</b> | <b>-10.2</b> |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-69.6</b> | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   |
| 现金净变动             | 2.2          | 2.8         | 110.6        | 115.7        |
| 现金的期初余额           | 255.9        | 258.6       | 261.4        | 372.0        |
| 现金的期末余额           | 258.6        | 261.4       | 372.0        | 487.6        |

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 利润表

单位:亿元人民币

| 会计年度               | 2023A        | 2024E        | 2025E         | 2026E         |
|--------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>        | <b>777.8</b> | <b>908.9</b> | <b>1089.7</b> | <b>1217.1</b> |
| 营业成本               | 560.6        | 680.3        | 831.5         | 938.9         |
| 销售费用               | 66.5         | 74.6         | 85.8          | 93.9          |
| 管理费用               | 82.4         | 91.2         | 87.2          | 85.8          |
| 研发费用               | 19.4         | 21.1         | 20.8          | 21.7          |
| <b>营业利润</b>        | <b>48.0</b>  | <b>41.6</b>  | <b>64.5</b>   | <b>76.7</b>   |
| 净利息收入              | 12.6         | 12.8         | 12.0          | 12.0          |
| 其他损益               | 18.2         | 19.9         | 17.4          | 19.5          |
| <b>税前盈利</b>        | <b>78.8</b>  | <b>74.3</b>  | <b>93.9</b>   | <b>108.2</b>  |
| 所得税                | -19.9        | -22.9        | -21.9         | -25.2         |
| <b>净利润</b>         | <b>58.9</b>  | <b>51.4</b>  | <b>72.1</b>   | <b>83.0</b>   |
| 归母净利润              | 58.8         | 51.3         | 72.1          | 83.0          |
| <b>经调整归母净利润</b>    | <b>97.9</b>  | <b>81.2</b>  | <b>94.8</b>   | <b>108.3</b>  |
| <b>经调整 EPS (元)</b> | <b>2.78</b>  | <b>2.27</b>  | <b>2.65</b>   | <b>3.03</b>   |

## 主要财务比率

| 会计年度            | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性 (%)</b>  |       |       |       |       |
| 营业收入            | 28.2  | 16.9  | 19.9  | 11.7  |
| 营业利润            | 675.9 | -13.2 | 54.9  | 19.0  |
| 经调整归母净利润        | 243.1 | -17.1 | 16.8  | 14.2  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率             | 27.9  | 25.2  | 23.7  | 22.9  |
| 经调整归母净利率        | 12.6  | 8.9   | 8.7   | 8.9   |
| ROE             | 8.3   | 6.7   | 8.5   | 8.8   |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 40.0  | 34.7  | 34.0  | 32.5  |
| 流动比率 (倍)        | 1.8   | 2.1   | 2.3   | 2.5   |
| <b>营运能力 (次)</b> |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 0.7   | 0.7   | 0.8   | 0.9   |
| 应收账款周转率         | 24.5  | 12.7  | 13.0  | 13.7  |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |
| 经调整每股收益         | 2.78  | 2.27  | 2.65  | 3.03  |
| 每股净资产           | 19.3  | 21.5  | 24.0  | 26.9  |
| <b>估值比率 (倍)</b> |       |       |       |       |
| PE              | 17.2  | 21.1  | 18.1  | 15.8  |
| PB              | 7.4   | 6.7   | 6.0   | 5.4   |

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                               | 类别   | 评级  | 说明                                                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----|------------------------------------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%                                     |
|                                                                                                                                                                         |      | 增持  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间                                 |
|                                                                                                                                                                         |      | 中性  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间                                 |
|                                                                                                                                                                         |      | 减持  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%                                     |
|                                                                                                                                                                         |      | 无评级 | 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级 |
|                                                                                                                                                                         | 行业评级 | 推荐  | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数                                        |
|                                                                                                                                                                         |      | 中性  | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平                                       |
|                                                                                                                                                                         |      | 回避  | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数                                        |

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理股份有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、潮州市城市投资发展集团有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co., Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股（香港）投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、晶资本（BVI）有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际（BVI）有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、连云港港口集团、山海（香港）国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展（集团）有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展（集团）有限责任公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、济南天桥产业发展集团有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、大丰银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设（控股）有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、广州开发区控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、永州市零陵资产经营有限责任公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业（英属维尔京群岛）有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shenghai Investment Co., Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业（香港）有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜

兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、海垦国际资本(香港)有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市国有资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏苏信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创(香港)科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO., LTD.、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际(开曼)投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限责任公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、集友银行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团有限公司、江苏叠石桥家纺产业集团有限公司、十堰城市运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、WUXING CITY INVESTMENT HK COMPANY LIMITED、Haitian (BVI) International Investment Development Limited、青岛国信(发展)集团有限责任公司、MINGHU INTERNATIONAL (BVI) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、济南历下控股集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、福建省晋江建控投资控股集团有限公司、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD.、武汉有机控股有限公司、Jinjiang Road and Bridge Construction & Development Co., Ltd.、重庆新双圈城市建设开发有限公司、九江银行、青岛胶州湾发展集团有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、海翼(香港)有限公司、保定市国控集团有限责任公司、泉州城建集团有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、赣州建控投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、万晟国际(维尔京)有限公司、中原国际发展(BVI)有限公司、河南投资集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、中国信达(香港)控股有限公司、资阳发展投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、南洋商业银行有限公司、许昌市投资集团有限公司、江苏双湖投资控股集团有限公司、四川西南发展控股集团有限公司、China Great Wall International Holdings III Ltd、中国长城资产(国际)控股有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、南京银行、武汉地铁集团有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、淮北市建设投资有限责任公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、河南省郑州新区建设投资有限公司、湖北蕨川国有资本投资运营集团有限公司、江苏钟吾城乡投资发展集团有限公司、诸暨市国有资产经营有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、Soar Wise Limited、Soar Wind Ltd、中航国际融资租赁有限公司、邳州市产业投资控股集团有限公司、巴中发展控股集团有限公司、江苏润鑫城市投资集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、天府信用增进股份有限公司、农业银行、盐城高新区投资集团有限公司、众森控股(青岛)股份有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、全椒全瑞投资控股集团有限公司、安徽省兴泰融资担保集团有限公司、东兴启航有限公司、东兴证券、黄石市国有资产经营有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、湖州南浔新开建设集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、莱州财金国际有限公司、莱州市财金投资有限公司、民生银行、新沂市交通文旅集团有限公司、泰安高新建设集团有限公司、香港国际(青岛)有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、贵溪市发展投资集团有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、常德财鑫融资担保有限公司、舟山海域建设投资集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、QUAN CHENG FINANCIAL HOLDINGS (BVI) LIMITED、济南金投控股集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、靖江港口集团有限公司、沛县产业投资发展集团有限公司、Taishan Finance International Business Co., Limited、泰安市泰山财金投资集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、湖州市南浔区交通投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、烟台国丰投资控股集团有限公司、长沙金洲新城投资控股集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、荣利营造控股有限公司、Haichuan International Investment Co Ltd、江苏方洋控股有限公司、都江堰智慧城市运营建设发展集团有限公司、洛阳文化旅游投资公司有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、佛山市南海联达投资(控股)有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、MixIn International Trading Co., Limited、宜昌高新投资开发有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、武汉金融控股(集团)有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、知识城(广州)投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、福清市国有资产运营投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、浙江杭海新城控股集团有限公司、YANGSHAN OVERSEAS DEVELOPMENT CO., LTD.、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、宜春市袁州区国投集团有限公司、郑州市金水控股集团有限公司、肇庆市国联投资控股有限公司有投资银行业务关系。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料,本公司未有参阅有关网站,也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的,纯粹为了收件人的方便及参考,连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

#### 上海

地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编: 200135

邮箱: [research@xyzq.com.cn](mailto:research@xyzq.com.cn)

#### 深圳

地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编: 518035

邮箱: [research@xyzq.com.cn](mailto:research@xyzq.com.cn)

#### 北京

地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元

邮编: 100020

邮箱: [research@xyzq.com.cn](mailto:research@xyzq.com.cn)

#### 香港(兴证国际)

地址: 香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

传真: (852) 35095929

邮箱: [ir@xyzq.com.hk](mailto:ir@xyzq.com.hk)