


公司评级 **增持（首次）**
报告日期 2025 年 02 月 18 日

基础数据

02 月 18 日收盘价（港元）	15.32
总市值（亿港元）	222.34
总股本（亿股）	14.51

来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外地产】嘉里建设
(00683.HK)2024 中期业绩点评：香港住宅销售回暖，内地租金收入稳健-
2024.08.23

分析师：宋健

S0190518010002
BMV912
songjian@xyzq.com.cn

分析师：孙钟连

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。
sunzhonglian@xyzq.com.cn

嘉里建设(00683.HK)
港股通（沪、深）

稳定分红为基，业务多元驱动

投资要点：

- **开发业务重仓上海，预计 2025 年起上海金陵华庭可贡献现金流：**公司物业销售业务深耕中国内地核心一二线城市，以高端豪宅产品为主。2021~2023 年期间在上海拿地累计权益土地款达 245 亿元，其中上海黄浦区金陵路综合体项目的住宅部分定名“金陵华庭”，预计 2025 年内开盘，我们预计该项目可为公司贡献充沛的现金净流入。
- **预计 2030 年末公司持有投资物业及酒店应占 GFA 约为 2024H1 的 1.59 倍：**公司持有投资物业布局于香港、北京、上海、深圳、杭州等核心一二线城市，租金收入稳健，抗周期性较强。2024H1，公司实现合并物业租赁收入 26 亿港元，仅同比下滑 2.8%。根据公司项目管道，截至 2030 年末公司的投资物业及酒店的应占 GFA 将较 2024H1 增长 59%至 2962 万平方呎；其中上海投资物业也将较 2024H1 增长 146%至 799 万平方呎，核心城市的优质投资物业将为公司收入增长带来动力。
- **重视股东回报，派息绝对值稳定：**2017~2023 年期间，公司维持经常性每股派息 1.35 港元；2024H1，在多家港资房企下调每股派息的行业背景下，公司仍保持中期每股派息 0.40 港元，同比持平。
- **净负债率预计 2025 年内回落：**2013~2021 年期间，公司长期保持 30%以下的净负债率，2022 年起公司因投资上海黄浦综合体项目净负债率逐年提升，截至 2024H1 公司净负债率为 40.9%。我们预计随着 2025 年上海金陵华庭实现销售现金回流，公司净负债率有望于 2025 年实现回落。截至 2024H1，公司平均融资成本为 4.6%；因港币债务仍占到总有息负债的 72%，随着公司将部分港币负债置换为融资成本更低的人民币负债，预计公司平均融资成本仍有下降空间。
- **首次覆盖，给予“增持”评级：**若上海金陵华庭推盘节奏以及销售符合预期，预计 2025 年内公司可回现金流缓解资金压力，保障现金流的安全性和派息的稳定性，净负债率也有望随之下降。我们预计公司 2024/2025/2026 每年可维持每股派息 1.35 港元。2025 年 2 月 18 日收盘价对应 2024/2025/2026 年 PE 为 7.4/6.8/5.7 倍，对应 2024/2025/2026 年股息收益率为 8.8%/8.8%/8.8%。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**派息不及预期；新房销售不及预期；投资物业出租率、租金表现不及预期。

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万港元）	13,090	18,368	15,956	15,902
同比增长	-10.3%	40.3%	-13.1%	-0.3%
核心净利润（百万港元）	2,518	2,988	3,274	3,899
同比增长	-44.3%	18.7%	9.6%	19.1%
毛利率	51.3%	39.6%	46.3%	50.5%
ROE	2.3%	2.8%	3.0%	3.5%
每股核心收益（港元）	1.73	2.06	2.26	2.69
市盈率	8.8	7.4	6.8	5.7

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

Company Rating **Outperform**
(Initiate)

Report Date February 18, 2025

Basic Data

February 18 Closing Price(HKD)	15.32
Total market value(Mn)	22,234
Total Shares (Mn)	1,451

Related Report

Kerry Properties (00683.HK) 2024 Interim Results Review: Revival in Hong Kong Residential Sales, Steady Rental Income in Mainland China-2024.08.23

Analyst: Jian Song

S0190518010002

BMV912

songjian@xyzq.com.cn

Analyst: Zhonglian Sun

S0190521080001

Notice: Zhonglian Sun is not license holders registered at the Securities and Futures Commission (SFC), and is not allowed to engage in regulated activities in Hong Kong.

sunzhonglian@xyzq.com.cn

Kerry Properties (00683.HK)

Stock Connect (SH/SZ)

Stable Dividends as the Foundation, Driven by Business Diversification

Investment Highlights:

- **DP focuses on Shanghai and “Jinling Huating” is expected to contribute cash flow starting from 2025:** The company's property sales business is deeply rooted in the first and second tier cities in mainland China, mainly featuring high - end luxury housing products. From 2021 to 2023, the cumulative attributable land costs for Shanghai landbank reached 24.5 billion RMB. The residential part of the Jinling Road complex project in Huangpu District, Shanghai, is named “Jinling Huating”, which is expected presale in 2025. We expect this project to bring substantial net cash inflows to the company.
- **By the end of 2030, the company's attributable GFA of investment properties and hotels will be approximately 1.59 times that of H12024:** The company's investment properties are located in core first - and second - tier cities such as Hong Kong, Beijing, Shanghai, Shenzhen, and Hangzhou, with stable rental income and strong anti - cyclicity. In H12024, the company achieved consolidated property rental income of HK\$2.6 billion, with -2.8% yoy. According to the company's project pipeline, by the end of 2030, the attributable GFA of the company's investment properties and hotels will increase by 59% compared to H1 2024, reaching 29.62 million square feet. Among them, the investment properties in Shanghai will also increase by 146% compared to H1 2024, reaching 7.99 million square feet. High - quality investment properties in core cities will drive the company's revenue growth.
- **Emphasis on shareholder returns with stable DPS:** From 2017 to 2023, the company maintained a regular DPS of HK\$1.35. In H12024, against the backdrop of many peers reducing their DPS, the company still distribute interim DPS of HK\$0.40, remaining the same as the previous year.
- **Gearing ratio expected to decline in 2025:** From 2013 to 2021, the company's gearing ratio keeps less than 30%. Since 2022, due to the investment in the Huangpu complex project in Shanghai, the company's gearing ratio has increased. As of H12024, the company's gearing ratio is 40.9%. As the cash collection from sales of “Jinling Huating”, the company's gearing ratio is expected to decline in 2025. As of H12024, the company's weighted average financing cost is 4.6%. Since HKD debt still accounts for 72% of the total debt, replacing HKD debt with lower financing cost RMB debt will help lower the weighted average financing cost.
- **Initiating coverage with “Outperform”:** If the sales progress of “Jinling Huating” meet expectations, the company can alleviate the financial pressure, ensure the safety of cash flow and the stability of dividend, and the gearing ratio is also expected to decline. We expect the company's 2024/2025/2026 DPS is 1.35/1.35/1.35 HKD. The closing price on February 18, 2025, corresponds to 2024/2025/2026 PE 7.4/6.8/5.7x, and dividend yield of 8.8%/8.8%/ 8.8%. We initiate coverage with “Outperform”.
- **Potential risks:** Lower-than-expected dividends; Lower-than-expected property sales; Lower-than-expected occupancy rate and rental reversion.

Key Financial Indicators

FY	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue (HKD/Mn)	13,090	18,368	15,956	15,902
YoY	-10.3%	40.3%	-13.1%	-0.3%
Underlying Profit (HKD/Mn)	2,518	2,988	3,274	3,899
YoY	-44.3%	18.7%	9.6%	19.1%
Gross Margin	51.3%	39.6%	46.3%	50.5%
ROE	2.3%	2.8%	3.0%	3.5%
Core EPS (HKD)	1.73	2.06	2.26	2.69
PE	8.8	7.4	6.8	5.7

Source: Company Disclosure, Industrial Securities Research Institute

Notes: The EPS was diluted based on the current outstanding shares

目录

一、 公司基本情况.....	5
二、 开发业务：核心城市优质项目支撑销售	7
三、 投资物业：创造稳健的现金流	12
四、 财务分析：派息稳定，净负债率有望见顶回落.....	19
五、 盈利预测与估值	23

图目录

图 1、 嘉里建设发展历程	5
图 2、 嘉里建设股权结构	5
图 3、 公司历年总营收	6
图 4、 公司历年营收结构	6
图 5、 公司历年合约销售金额	7
图 6、 公司历年合约销售金额构成	7
图 7、 香港月度一手房私人住宅成交金额	7
图 8、 香港历年一手房私人住宅成交金额	7
图 9、 公司的中国香港区域合约销售金额	8
图 10、 2024H1 公司中国香港区域物业销售金额构成	8
图 11、 公司中国香港物业销售收入	8
图 12、 公司中国香港物业销售毛利率	8
图 13、 公司中国内地的合约销售金额	9
图 14、 2024H1 公司中国内地的合约销售金额构成	9
图 15、 公司中国内地物业销售收入	9
图 16、 公司中国内地物业销售毛利率	9
图 17、 上海黄浦金陵路综合体项目业态结构	11
图 18、 武汉江汉区综合体商改住后结构	11
图 19、 公司历年物业租赁合并收入	12
图 20、 2024H1 公司物业租赁合并收入的业态结构	12
图 21、 截至 2024H1 公司投资物业及酒店应占 GFA 区域结构	12
图 22、 截至 2024H1 公司投资物业及酒店应占 GFA 业态结构	12
图 23、 公司投资物业公平值	13
图 24、 中国内地物业租赁合并收入	14
图 25、 2024H1 中国内地物业租赁合并收入业态构成	14
图 26、 中国内地投资物业应占 GFA	14
图 27、 2024H1 中国内地投资物业应占 GFA 业态构成	14
图 28、 中国内地投资物业不同业态的出租率	15
图 29、 中国内地主要投资物业出租率	15
图 30、 深圳甲级写字楼市场有效净租金及空置率	15
图 31、 上海甲级写字楼市场有效净租金及空置率	15
图 32、 北京甲级写字楼市场有效净租金及空置率	15
图 33、 杭州甲级写字楼市场有效净租金及空置率	15
图 34、 2024H1 中国内地投资物业应占 GFA 城市结构	16
图 35、 2030E 中国内地投资物业应占 GFA 城市结构	16
图 36、 公司 2030E 持有投资物业及酒店的应占 GFA	16

图 37、	中国香港物业租赁合并收入.....	17
图 38、	2024H1 中国香港物业租赁合并收入结构.....	17
图 39、	中国香港投资物业应占 GFA.....	17
图 40、	2024H1 中国香港投资物业应占 GFA 业态构成.....	17
图 41、	中国香港投资物业不同业态的出租率	17
图 42、	中国香港主要投资物业出租率	17
图 43、	公司酒店运营合并收入	18
图 44、	公司持有酒店物业应占 GFA.....	18
图 45、	发展中业务计提减值拨备	19
图 46、	出售资产的一次性收益	19
图 47、	公司历年每股派息	20
图 48、	公司历年经常性派息总额及派息率（即不含特别派息）	20
图 49、	公司历年期末股息率.....	20
图 50、	香港本地股 2023H1 和 2024H1 每股派息.....	20
图 51、	2022 年以来美国 10 年期国债利率	20
图 52、	公司历年现金及银行结存	21
图 53、	公司历年经营性现金流净额.....	21
图 54、	公司历年净负债率	21
图 55、	2024H1 各公司平均融资成本	21
图 56、	公司历年融资成本总额	22
图 57、	公司历年有息负债总额	22
图 58、	公司 2024H1 有息负债到期结构	22
图 59、	公司 2024H1 和 2023A 有息负债币种结构	22

表目录

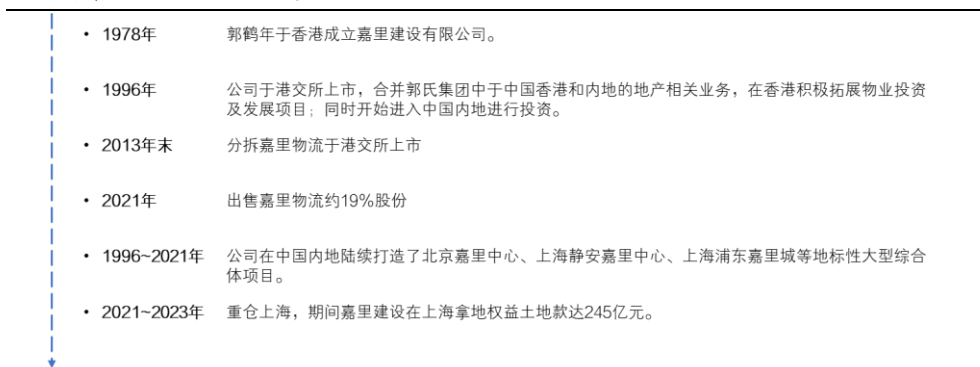
表 1、	公司核心管理层（截至 2024H1）	6
表 2、	截至 2024H1 公司物业组合的应占 GFA.....	6
表 3、	公司香港物业销售 Pipeline	9
表 4、	截至 2024H1 公司内地物业销售项目落成时间.....	10
表 5、	2021 年以来嘉里建设在上海拿地权益土地款达 245 亿元.....	11
表 6、	公司持有的内地投资物业	13
表 7、	未来 6 年公司投资物业及酒店项目管道的应占 GFA（万平方呎） ...	16
表 8、	嘉里建设收入与盈利能力	19
表 9、	公司盈利预测假设	23
表 10、	公司盈利预测结果	23
表 11、	港资房企每股派息（截至 2025/2/18）	24
表 12、	港资房企 PE 估值表（截至 2025/2/18）	24

一、公司基本情况

● 公司发展历程

嘉里建设有限公司（下称“公司”）成立于 1978 年，创始人郭鹤年，主营房地产开发及投资物业租赁业务，1996 年于港交所上市。20 世纪 90 年代末，公司进入中国内地进行投资，陆续打造了北京嘉里中心、上海静安嘉里中心、上海浦东嘉里城等地标性综合体项目。2022~2023 年，公司加大在上海的投资力度，累计上海拿地的权益土地款达 245 亿元。

图1、嘉里建设发展历程

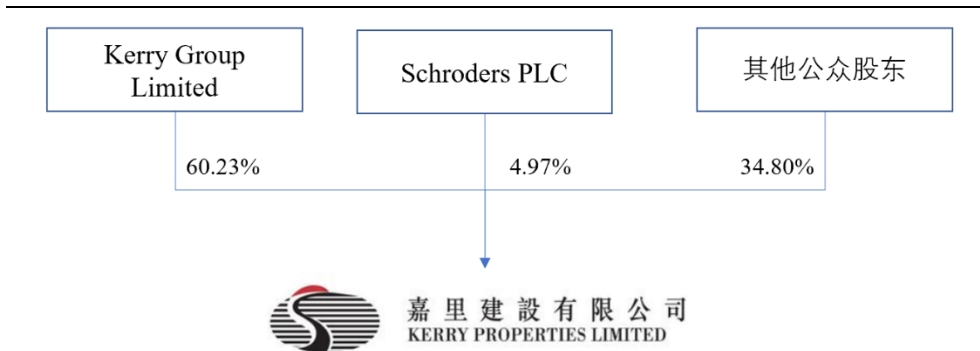


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 公司股权结构

截至 2024H1，公司控股股东嘉里集团有限公司 Kerry Group Limited 持股 60.23%，大股东 Schroders PLC 持股 4.97%，其余公众股东持股 34.80%。

图2、嘉里建设股权结构



数据来源：公司公告，港交所，兴业证券经济与金融研究院整理

● 公司核心管理层

表1、公司核心管理层（截至 2024H1）

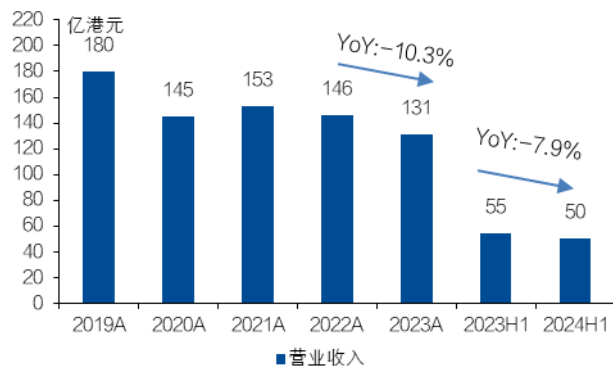
姓名	年龄	职位	委任日期	个人介绍
郭孔华先生	45	主席、行政总裁、执行董事	2015.06-2019.05, 任非执行董事	哈佛大学经济学学士；亦为公司提名委员会主席及薪酬委员会、财务委员会以及执行委员会成员。
			2019.06-2022.04, 任副主席	
			2019.06-今, 任行政总裁	
			2022.05-今, 任主席	
唐绍明女士	50	非执行董事	2023.11-今	新加坡国籍, 牛津大学法律学位；
				2010 年至今, 任 Kerry Holdings Limited(嘉里控股有限公司)投资部总监；亦为公司审核与企业管治委员会成员。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 公司主营业务概况

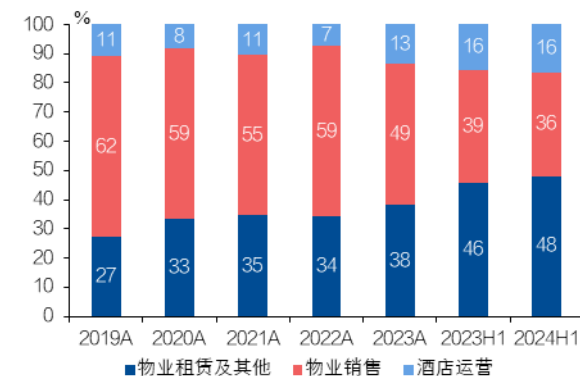
公司主营业务包括物业租赁、物业销售和酒店运营，业务范围覆盖中国香港和内地。2023 年公司实现营业收入 131 亿港元，同比下降 10.3%，其中物业销售、物业租赁及其他、酒店运营的收入占比分别为 49%、38%和 13%。

图3、公司历年总营收



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司历年营收结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2024H1，公司在中国内地、中国香港及海外所持物业组合应占 GFA 为 5128 万平方呎，其中中国内地的应占 GFA 为 3885 万平方呎。

表2、截至 2024H1 公司物业组合的应占 GFA

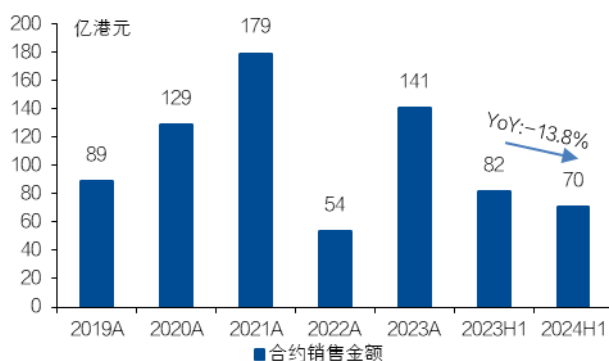
	应占 GFA (万平方呎)			
	内地	香港	海外	总计
发展中物业	1,960	177	475	2,611
投资物业	1,083	307	187	1,577
酒店	465	3.8	50.4	519
持有作出售的物业	377	43.2	0.1	420
总 GFA	3,885	531	713	5,128

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

二、开发业务：核心城市优质项目支撑销售

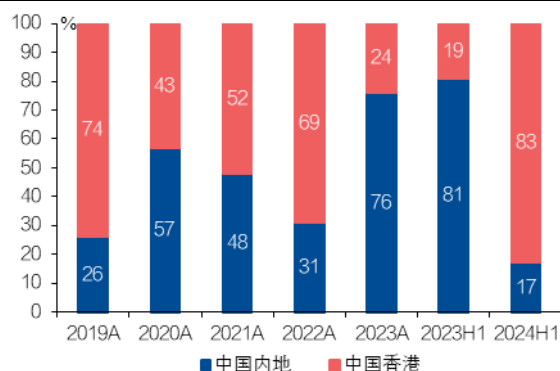
2021 年以来公司开发业务的销售主要靠豪宅型项目带动，2022 年因房地产市场疲弱且无新推盘，公司合约销售金额表现较弱。2024H1，公司实现合约销售 70 亿港元，同比下滑 13.8%。

图5、公司历年合约销售金额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司历年合约销售金额构成

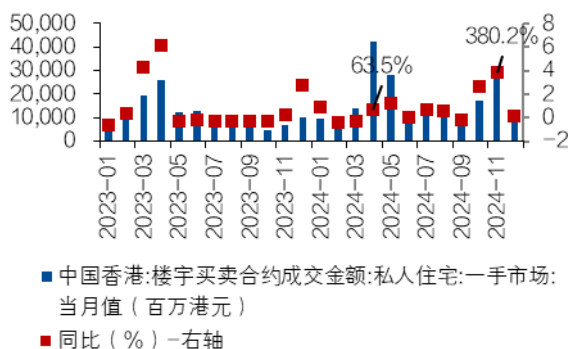


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 香港“撤辣”后楼市回暖，高端豪宅支撑公司销售表现

不确定的利率环境下，预计香港房地产市场 2025 年上半年新房销量、房价均承压：受益于 2024 年 2 月 28 日港府“撤辣”、9 月 19 日香港金融管理局跟随美联储降息下调基本利率、10 月港府放宽按揭和投资移民条件等政策利好，香港新房成交金额在 3 月、4 月以及 10 月均呈脉冲式增长，2024 年新房销售金额创 2022 年以来新高。开发商也在政策推出后及时加大推盘力度，以价换量，回流现金。若 2025 年香港维持高利率环境，购房者按揭成本改善幅度有限，我们预计 2025 年上半年香港的新房成交金额仍有回落的压力。

图7、香港月度一手房私人住宅成交金额



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

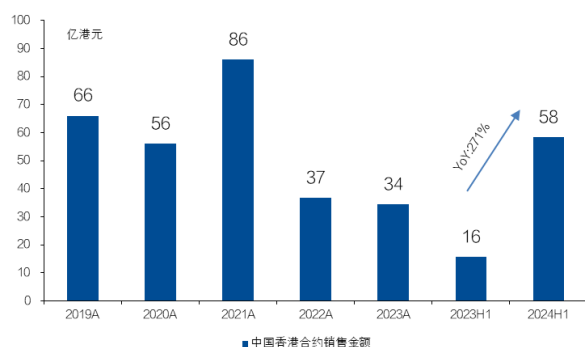
图8、香港历年一手房私人住宅成交金额



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

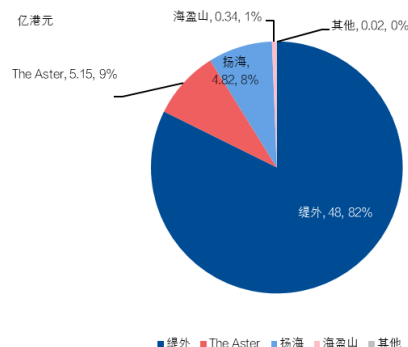
受益于港府政策利好，在高端项目带动下 2024 年公司在中国香港的合约销售金额回暖：2024H1 公司香港开发业务合约销售金额同比增长 271%至 58 亿港元，主要因高端项目缙外实现合约销售金额 48 亿港元。根据美联物业研究中心的数据，2024 全年嘉里建设实现中国香港合约销售金额 107 亿港元，对应 123 套住宅，位列行业 TOP 5。

图9、公司的中国香港区域合约销售金额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

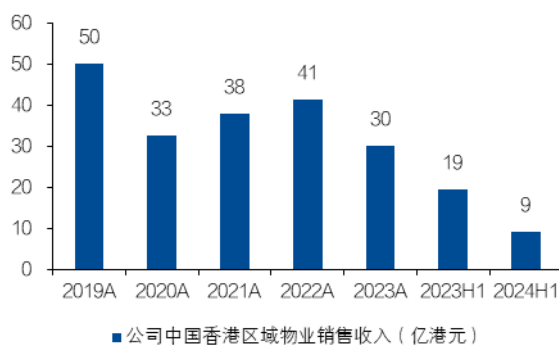
图10、2024H1 公司中国香港区域物业销售金额构成



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

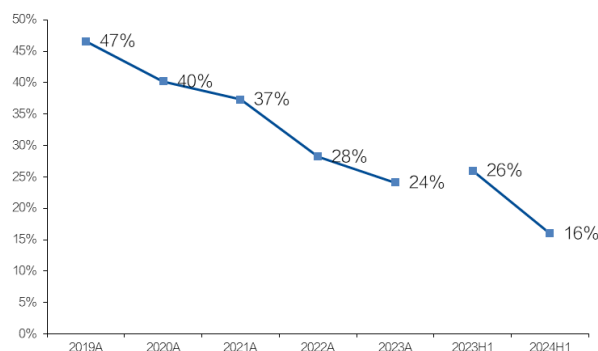
结转受结构性因素影响：公司香港开发业务覆盖高端、中端以及大众市场，产品组合多元化，因此结算端毛利率波动较大。2024H1，公司实现中国香港区域物业销售收入 9 亿港元，对应毛利率为 16%，均同比大幅下滑，主要因上半年结转项目的毛利率偏低。

图11、公司中国香港物业销售收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、公司中国香港物业销售毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在香港的项目储备充足，政策利好下豪宅项目有望继续支撑销售：2024 年 10 月港府《施政报告》放宽了按揭贷款和投资移民条件，有望吸引有移民需求的投资者将资金投入豪宅市场，因此我们预计高端豪宅项目缙外将在 2025 年继续为公司销售提供有力支撑。此外，公司 2025 年计划落成位于黄竹坑的海盈山、扬海项目以及位于元朗的朗天峰项目，我们预计公司可售货值充裕，可以支撑未来两年的销售。

表3、公司香港物业销售 Pipeline

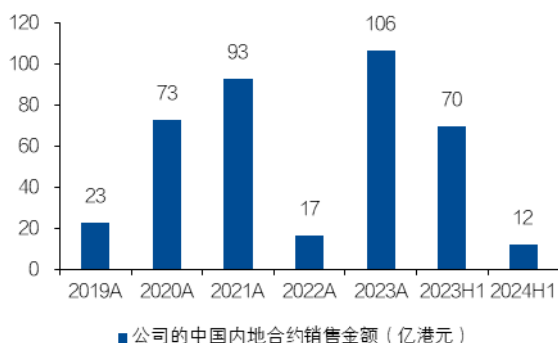
目标落成期	项目	地点	权益	应占楼面面积 (千平方呎)
2025	黄竹坑	香港	50%	319
2025	元朗	香港	90%	254
2026	将军澳	香港	25%	387
2028	土瓜湾	香港	100%	370
2029	荃湾	香港	100%	314
合计				1,644

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 内地开发业务定位高端，上海黄浦区金陵路项目的入市有望缓解资金压力

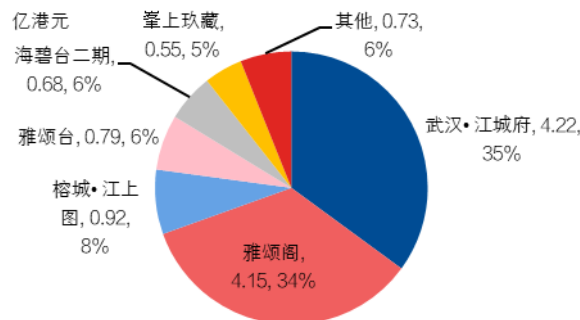
2024H1 内地开发业务主要为存货续销：2024H1 公司内地开发业务合约销售金额为 12 亿港元，主要来自存量盘续销，而 2023 年同期有红盘杭州馥源庭和上海浦东荟萃庭带动整体销售。

图13、公司中国内地的合约销售金额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

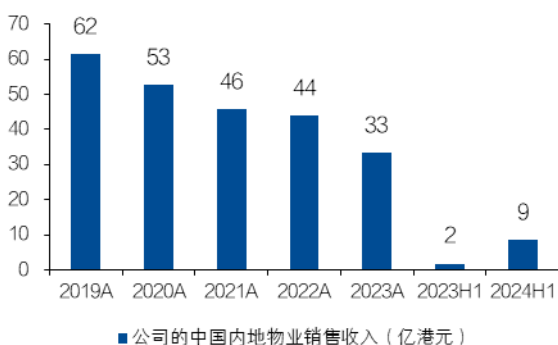
图14、2024H1 公司中国内地的合约销售金额构成



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

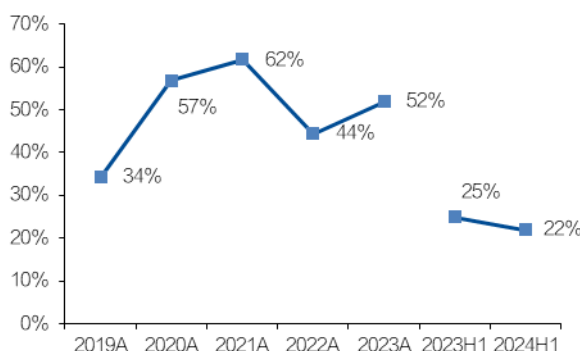
内地项目定位高端，结转毛利率较高：公司近年在内地住宅项目定位高端，产品溢价能力高，近三年确认销售收入项目为深圳前海嘉里中心公寓、杭州逸庐、郑州雅颂居等豪宅型产品，因此结转毛利率较高。

图15、公司中国内地物业销售收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、公司中国内地物业销售毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

多个核心城市高端住宅项目将于 **2024 年内确认销售收入**：2024 年，公司于内地落成的开发物业项目包括杭州馥源庭、深圳前海一期等，我们预计相应项目于 2024 年可实现收入确认。

表4、截至 2024H1 公司内地物业销售项目落成时间

目标落成期	项目	地点	权益	应占楼面面积 (万平方呎)
2024	杭州	内地	100%	101
2024	前海一期	内地	100%	18.6
2024 起	沈阳	内地	60%	163
2025	上海浦东	内地	40%	20.5
2025	天津	内地	49%	14.7
2025	深圳前海三期	内地	70%	4.2
2025	武汉	内地	100%	261
2026 起	秦皇岛	内地	60%	135
2027 起	上海黄浦	内地	100%	132
合计				850

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

中国内地土储聚焦一二线城市，深耕上海：公司在中国内地的拿地早期聚焦北京、上海、深圳，自 2005 年起进入杭州、南昌、天津、沈阳、济南等二线城市，以及秦皇岛、莆田等低线城市，自 2012 年起拿地再度收缩至核心一二线城市，尤其在进入 2021 年后，公司维持审慎的拿地策略，深耕核心城市上海。2021~2023 年期间，公司在上海拿地权益土地款总额达 245 亿元。

上海金陵华庭项目有望 2025 年起贡献现金流：上海黄浦区综合发展项目应占 GFA 约 506 万平方呎，其中办公室、零售、住宅、酒店业态分别占比 45%、27%、26%和 2%。其中住宅项目定名“金陵华庭”，该项目预计 2025 年推盘，有望支撑公司销售表现，缓解公司资金压力。

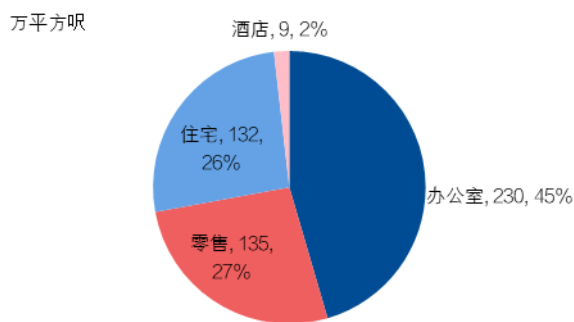
武汉项目“商改住”，盘活存量土储：2018 年公司以 37.9 亿元竞得武汉天街 B2 地块，地块性质仅为商业用途，总建面为 25.95 万平米。2024 年 12 月，武汉市土地整理储备中心以 37.9 亿元收回天街 B2 地块使用权，公司再以 48.9 亿元竞得天街 B2 地块及额外临近河畔的和平里 A 地块使用权，地块性质也从单一商业用途扩展为住宅、办公室、商业及其他综合用途。即公司以 11 亿元支出净额完成地块性质转变和额外优质住宅地块，天街 B2 地块住宅用地总建面积为 13 万平米，和平里 A 地块住宅总建面积为 4.3 万平米。

表5、2021 年以来嘉里建设在上海拿地权益土地款达 245 亿元

日期	项目	合作方	权益比例	权益土地款（亿元）	总建面（万平方米）
2021 年 2 月 23 日	上海浦东金桥板块巨峰路 TOD 综合体项目	合作方 GIC	40%	24	39
2022 年 1 月 4 日	上海黄浦金陵东路 064-01/065-01/066-01/067-01		100%	133	20
2023 年 6 月 1 日	上海黄浦外滩社区 6 幅地块		100%	88	31
	合计			245	90

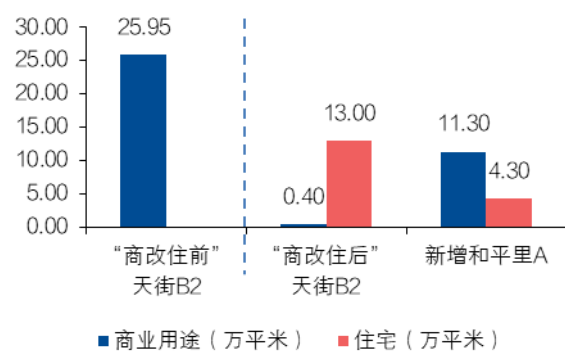
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、上海黄浦金陵路综合体项目业态结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、武汉江汉区综合体商改住后结构

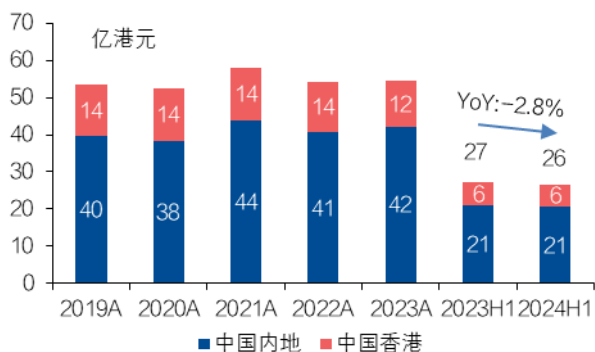


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

三、投资物业：创造稳健的现金流

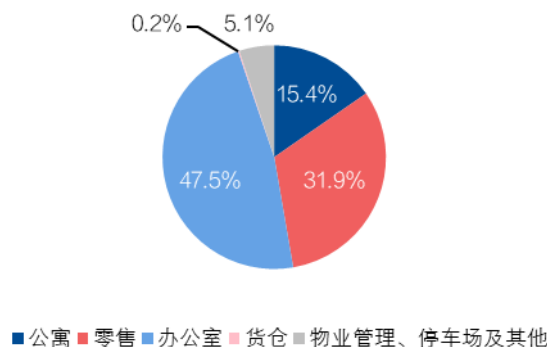
2024H1，公司实现物业租赁合并收入 26 亿港元，同比下滑 2.8%，其中办公室、零售、公寓业态分别占比 47.5%、31.9%和 15.4%；持有的投资物业及酒店应占 GFA 为 1859 万平方呎，其中办公室、零售、酒店、公寓分别占比 35.8%、27.4%、25.2%和 10.0%，来自中国内地和中国香港的物业分别占比 83.3%和 16.7%。

图19、公司历年物业租赁合并收入



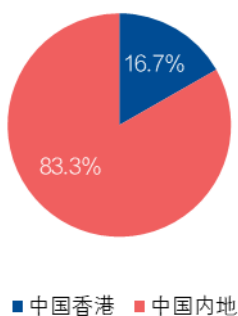
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、2024H1 公司物业租赁合并收入的业态结构



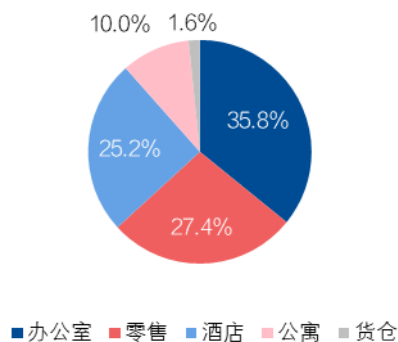
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、截至 2024H1 公司投资物业及酒店应占 GFA 区域结构



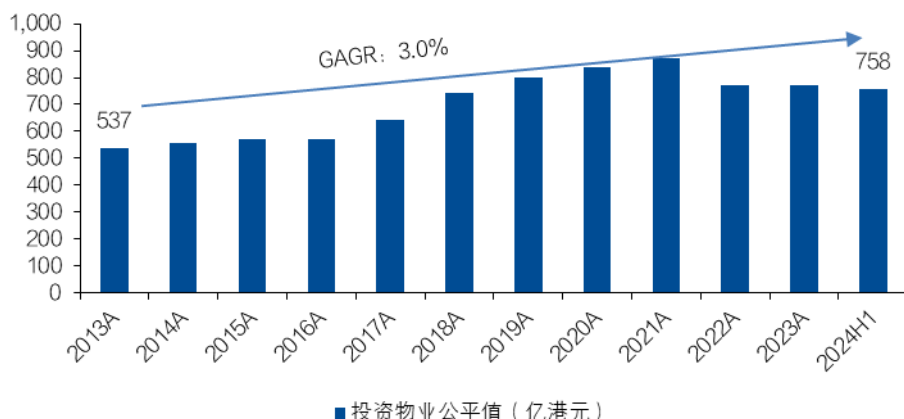
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、截至 2024H1 公司投资物业及酒店应占 GFA 业态结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、公司投资物业公平值



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 中国内地重点布局核心城市的大型综合体项目

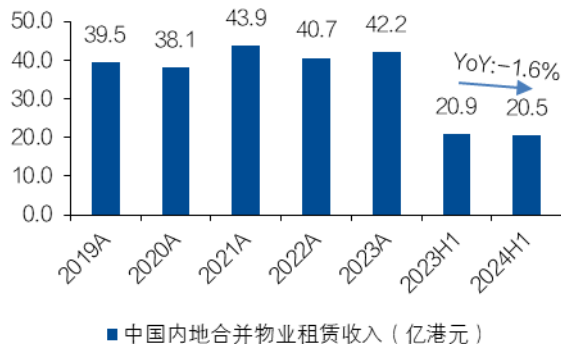
公司在中国内地的持有型投资物业位于上海、北京、深圳、杭州等核心一二线城市的核心区域，主要是以写字楼为主，零售、公寓、酒店为配套的大型综合体项目，虽然扩张节奏慢，但长期租金回报表现稳定。截至 2024H1，公司持有内地投资物业应占 GFA 共 1083 万平方呎，其中办公室、零售和公寓业态分别占比 54.4%、35.9%和 9.7%。2024H1，公司于中国内地实现合并物业租赁收入约 20.5 亿港元，同比略降 1.6%；其中办公室、零售和公寓业态分别占比 55.4%、32.3%和 8.8%。

表6、公司持有的内地投资物业

项目	权益比例	位置	业态	应占 GFA (万平方呎)	落成时间
上海静安嘉里中心		上海南京路核心商业区			
-一期	74%		办公室、零售、公寓	55	1998 年
-二期	51%		办公室、零售	109	2013 年
上海浦东嘉里城	41%	上海浦东核心地段	办公室、零售、公寓	79	2011 年
北京嘉里中心	71%	北京市中心朝阳区	办公室、公寓、零售	109	1998 年
杭州嘉里中心	75%	杭州拱墅区	零售、办公室	90	2016 年
深圳嘉里建设广场		深圳福田中心区			
-一期	100%		办公室	80	2008 年
-二期	100%		办公室、零售	85	2012 年
深圳前海嘉里中心		前海片区			
-一期	100%		办公室、零售	151	2020 年
-二期	25%		办公室、零售	20	2024 年
沈阳嘉里中心二期	60%	金廊核心位置	零售、办公室	84	2018 年
天津嘉里中心嘉里汇	49%		零售	44	2015 年
江上图·商务中心	100%	福州仓山区	零售	72	2023 年
上海嘉里华庭二期 一座及二座	100%	上海长宁区	公寓	48	2009 年
嘉里不夜城一期	74%	上海静安区	零售、办公室	34	1997 年
济南祥恒广场	55%	济南历下区	办公室、零售	23	2017 年
合计				1,082.5	

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、中国内地物业租赁合并收入



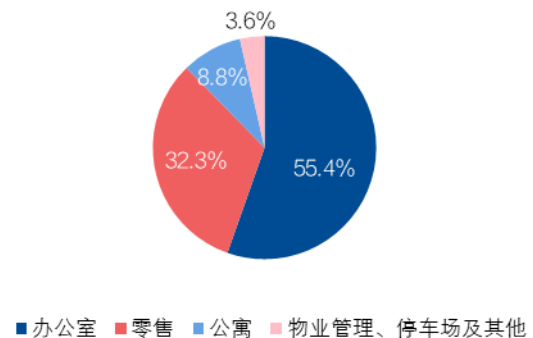
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、中国内地投资物业应占 GFA



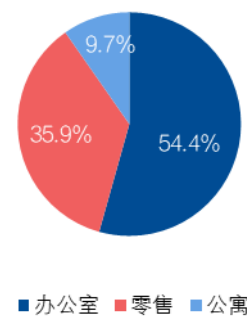
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、2024H1 中国内地物业租赁合并收入业态构成



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、2024H1 中国内地投资物业应占 GFA 业态构成



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

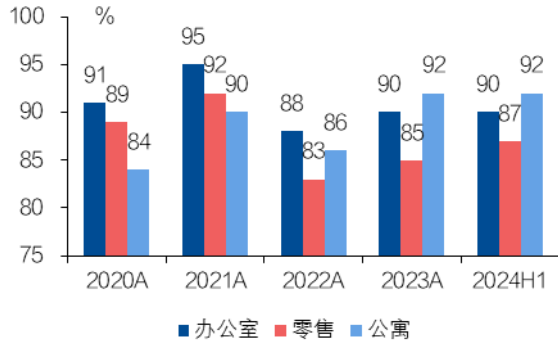
中国内地办公室业态出租率表现稳定，优于大市：2024H1，公司于中国内地的办公室业态出租率为 90%，较 2023 年末持平，公司项目表现优于大市。因办公楼市场整体疲软，租金价格承压，2024H1，公司于中国内地办公室业态实现合并物业租赁收入 11.4 亿港元，同比下降 5%。

中国内地零售业态客群稳定，出租率稳中有升：内地零售业态受益于公司在疫情期间对商场进行了资产升级改造，单位面积租金有所提升；此外，公司的零售业态为写字楼配套，客群稳定性强，在市场增长放缓的情况下，2024H1，公司于中国内地零售业态的出租率为 87%，较 2023 年末增加 2 个百分点；实现合并物业租赁收入 6.6 亿港元，同比增长 6%。

预计 2030 年末公司持有投资物业及酒店应占 GFA 约为 2024H1 的 1.59 倍：根据公司公告，公司未来六年将增加投资物业及酒店应占 GFA 约 1103 万平方米，截至 2030 年末，预计公司的投资物业及酒店的应占 GFA 将较 2024H1 增长 59%

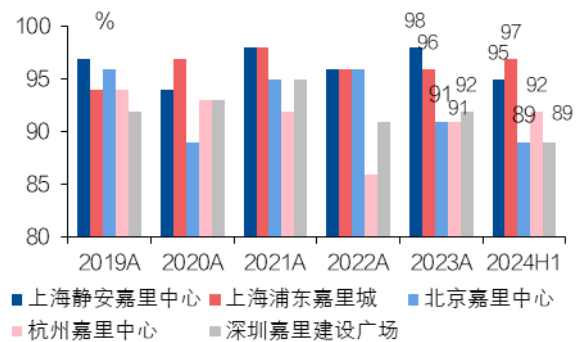
至 2962 万平方米，其中办公楼业态将较 2024H1 增长 86%至 1242 万平方米，零售业态将较 2024H1 增长 90%至 967 万平方米；公司于上海持有的投资物业也将从 2024H1 的 325 万平方米增长 146%至 799 万平方米。

图28、中国内地投资物业不同业态的出租率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、中国内地主要投资物业出租率



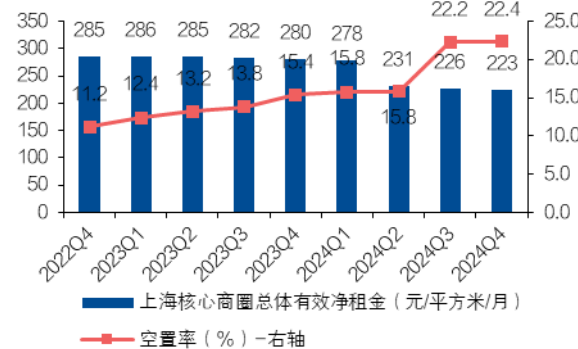
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、深圳甲级写字楼市场有效净租金及空置率



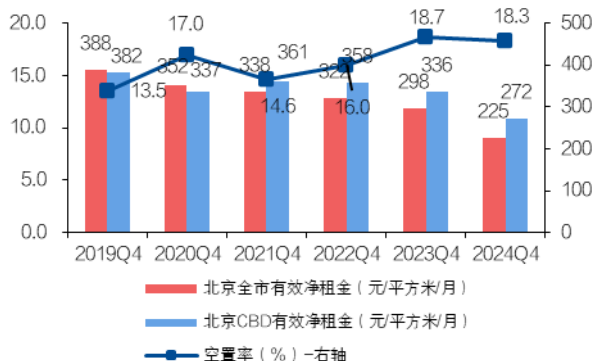
数据来源：戴德梁行，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、上海甲级写字楼市场有效净租金及空置率



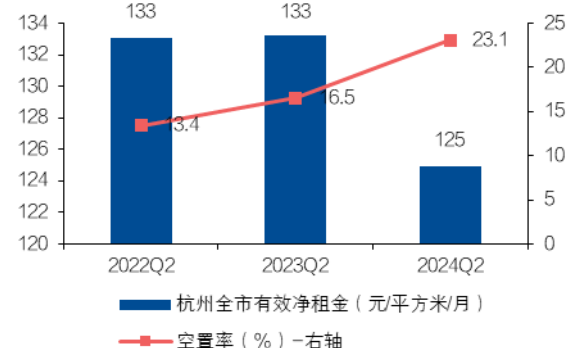
数据来源：戴德梁行，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、北京甲级写字楼市场有效净租金及空置率



数据来源：戴德梁行，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、杭州甲级写字楼市场有效净租金及空置率



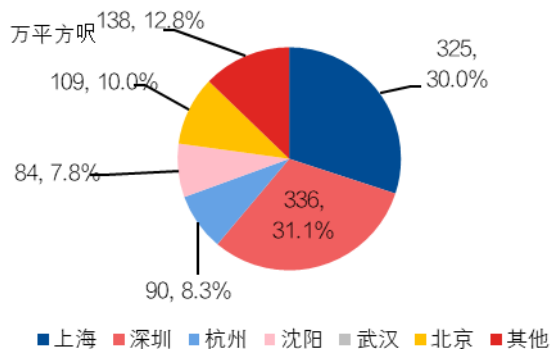
数据来源：戴德梁行，兴业证券经济与金融研究院整理

表7、未来 6 年公司投资物业及酒店项目管道的应占 GFA (万平方米)

目标落成期	城市	公寓	办公室	零售	酒店	总计
2025	杭州	20	24	104	18	166
2025	天津	—	49	9	—	58
2025	深圳前海	—	50	8	—	58
2025 起	沈阳	—	45	60	—	104
2026	上海浦东	—	11	98	—	109
2026 起	郑州	—	35	—	23	58
2027 起	上海黄浦	—	230	135	9	374
2030	武汉	—	132	45	—	177
合计		20	576	458	49	1103

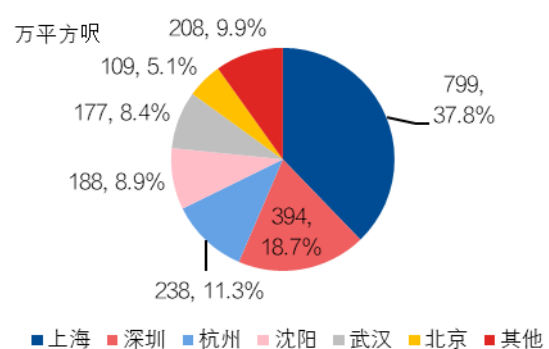
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、2024H1 中国内地投资物业应占 GFA 城市结构



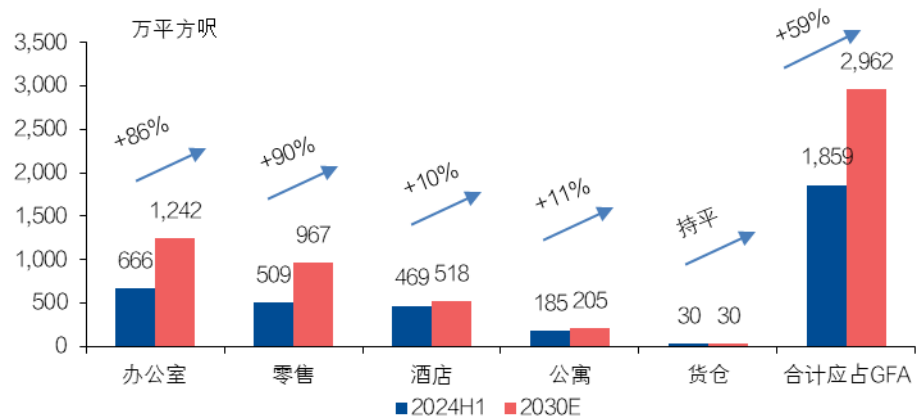
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、2030E 中国内地投资物业应占 GFA 城市结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

图36、公司 2030E 持有投资物业及酒店的应占 GFA



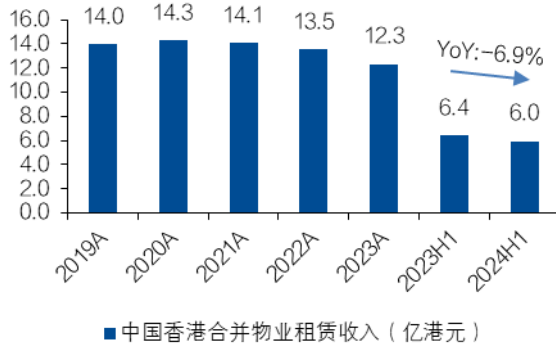
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

● 多因素影响下香港租金收入短期承压

2024H1，公司于中国香港合并物业租赁收入为 6.0 亿港元，同比下降 6.9%，主要因出租项目 Resiglow-Happy Valley 转为待售发展物业 The Aster，不再产生租

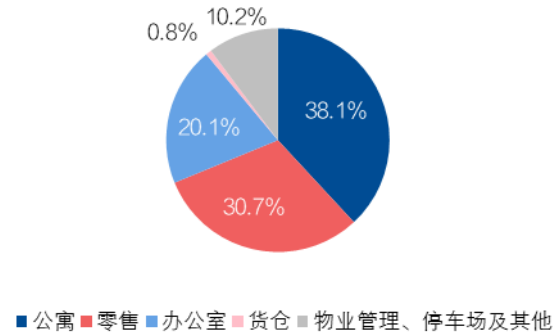
金收入；同时为了维持出租率，公司下调写字楼租金单价水平；叠加 Maga Box 14%的面积在进行翻新工程，令可租面积减少，从而租金下滑。

图37、中国香港物业租赁合并收入



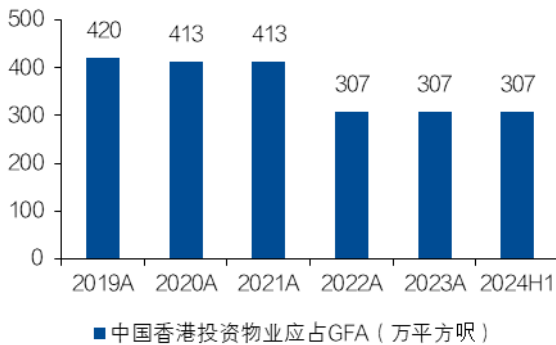
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、2024H1 中国香港物业租赁合并收入结构



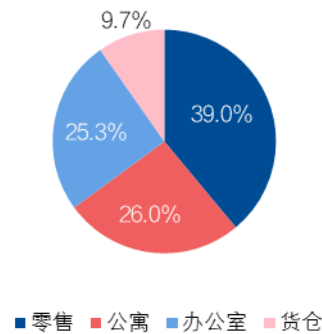
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、中国香港投资物业应占 GFA



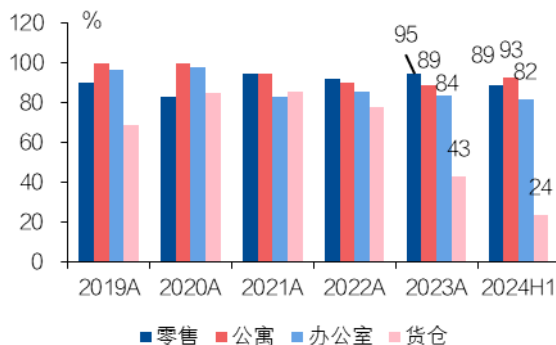
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、2024H1 中国香港投资物业应占 GFA 业态构成



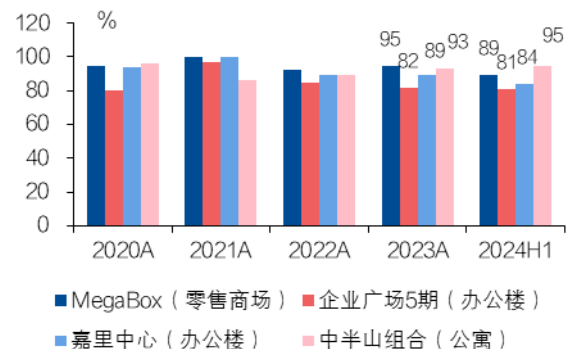
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、中国香港投资物业不同业态的出租率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、中国香港主要投资物业出租率

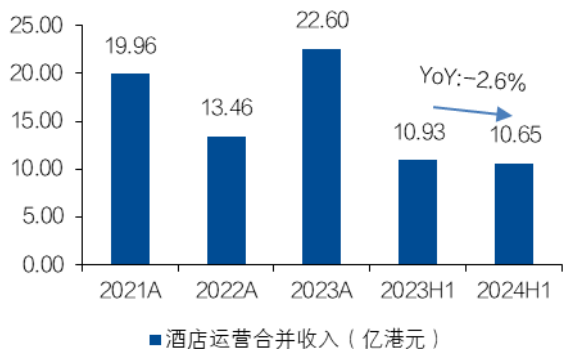


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 酒店运营业务正常化

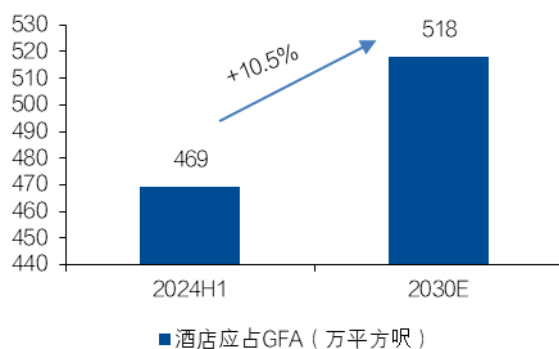
2024H1，公司实现合并酒店运营收入 10.65 亿港元，同比下降 2.6%，酒店运营业务于 2023 年强劲反弹后恢复正常。根据公司规划，预计 2030 年公司持有酒店应占 GFA 可达 518 万平方呎。

图43、公司酒店运营合并收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、公司持有酒店物业应占 GFA



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

四、财务分析：派息稳定，净负债率有望见顶回落

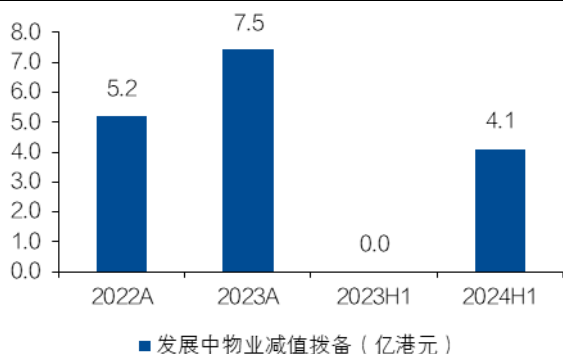
盈利能力下降主要因开发业务承压：2024H1，公司实现营收 50 亿港元，同比下降 7.9%，核心净利润 14 亿港元，同比下降 19.3%，主要因香港开发业务毛利率同比下降 10 个百分点至 16%，以及房地产量价下行压力下计提发展中物业减值拨备 4.1 亿港元。

表8、嘉里建设收入与盈利能力

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2023H1	2024H1
营业收入（亿港元）	180	145	153	146	131	55	50
YoY	-15.9	-19.4	5.5	-4.8	-10.3	17.9	-7.9
毛利润（亿港元）	89.8	83.9	87.4	69.8	67.2	27.6	24.7
YoY	-0.2	-6.6	4.2	-20.1	-3.8	8.4	-10.5
核心净利润（亿港元）	54.0	42.3	83.6	45.2	25.2	17.4	14.0
YoY	61.3	-21.6	97.5	-45.9	-44.3	-37.7	-19.3
毛利率（%）	49.8	57.7	57.0	47.9	51.3	50.4	49.0
-香港物业销售	46.6	40.2	37.3	28.2	24.1	26.0	16.0
-内地物业销售	34.3	56.8	61.7	44.4	51.9	22.0	25.0
-香港物业租赁	78.4	78.8	77.1	77.3	73.9	80.0	77.0
-内地物业租赁	76.5	75.9	74.0	72.8	72.7	75.0	74.0
-酒店运营	39.0	32.7	31.3	16.4	35.7	37.0	34.6
核心净利润率（%）	29.9	29.1	54.5	31.0	19.2	31.8	27.8
ROA（%）	3.1	2.3	4.2	2.3	1.2	-	-
ROE（%）	5.4	4.0	7.4	4.0	2.3	-	-
资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-	-
权益乘数	1.7	1.8	1.7	1.8	1.9	-	-

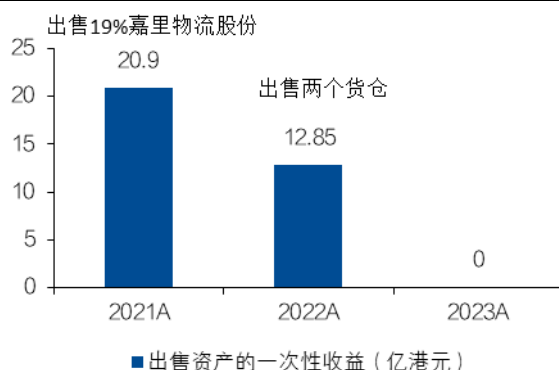
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、发展中业务计提减值拨备



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

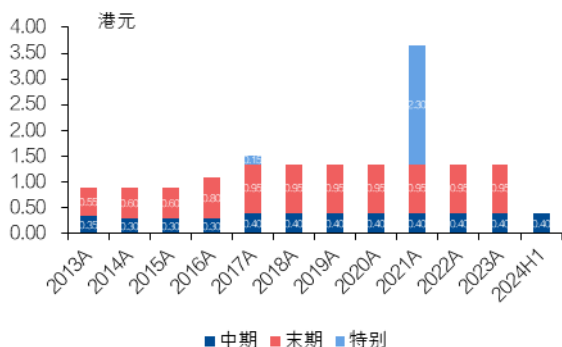
图46、出售资产的一次性收益



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

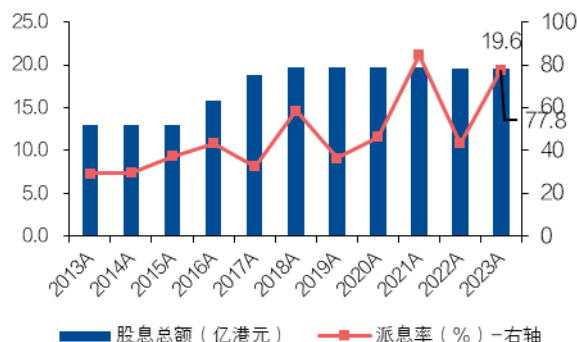
公司重视固定回报，坚持稳定派息：2017~2023 年期间，公司每年维持经常性每股派息（不包括特别派息）1.35 港元；2024H1，在多家香港本地股下调每股派息的行业背景下，公司仍保持中期每股派息 0.40 港元，同比持平。

图47、公司历年每股派息



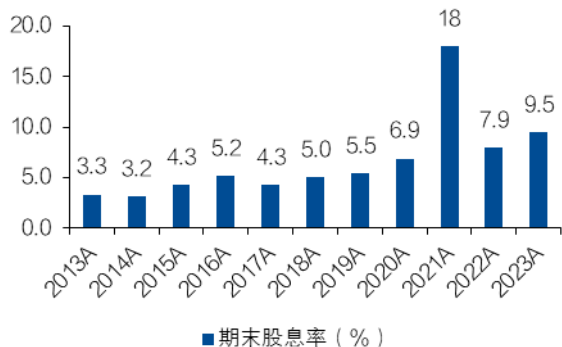
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、公司历年经常性派息总额及派息率（即不含特别派息）



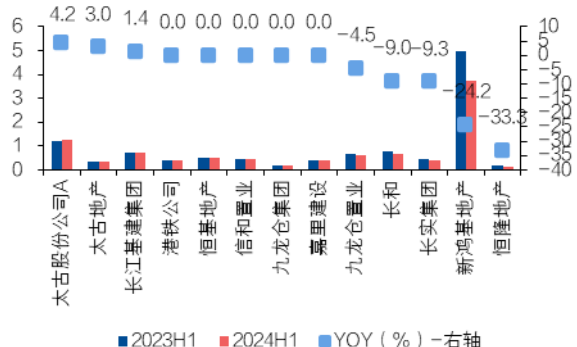
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、公司历年期末股息率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

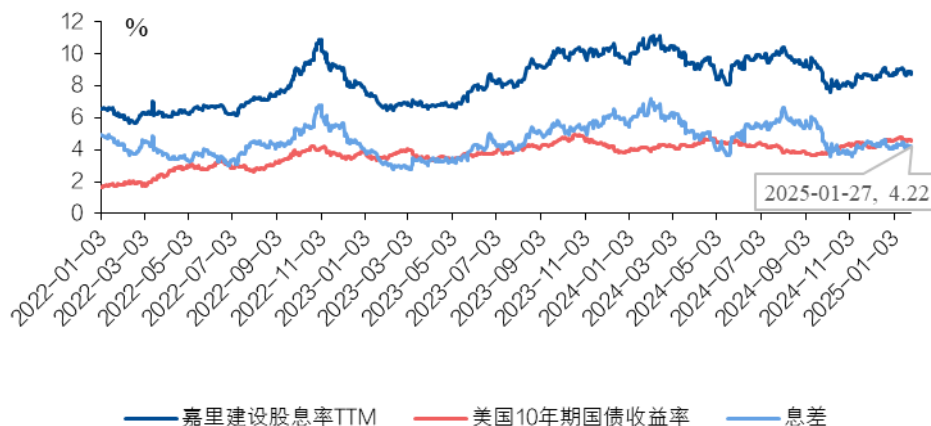
图50、香港本地股 2023H1 和 2024H1 每股派息



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

息差稳定，抗周期属性强：2022 年以来，公司 TTM 股息率和美国 10 年期国债利率息差大部分时间维持 4%及以上水平。

图51、2022 年以来美国 10 年期国债利率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

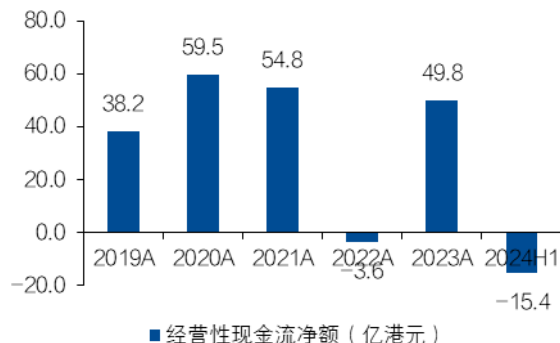
现金充裕，流动性充足：公司流动性充裕，除有大额资本开支且开发业务合约销售金额大幅下滑的 2022 年外，2019 年以来经营性现金流维持净流入。截至 2024H1，公司现金及银行结存为 124 亿港元，未提取的银行贷款额度为 250 亿港元，流动性充足。

图52、公司历年现金及银行结存



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图53、公司历年经营性现金流净额

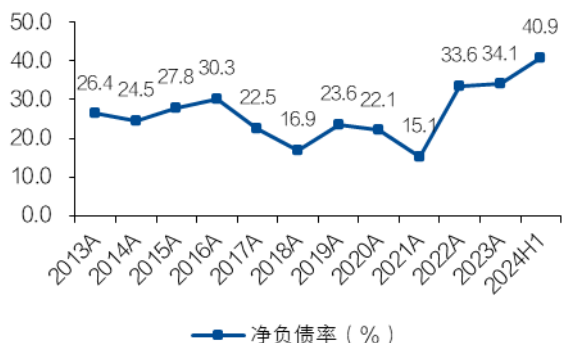


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

净负债率预计 2025 年回落：2013~2021 年期间，公司长期保持 30%以下的净负债率水平，2022 年起，公司因投资上海黄埔金陵路项目净负债率逐年提升，截至 2024H1，公司净负债率为 40.9%，考虑到 2024 年内公司于中国大陆无新推货，我们预计来自开发业务的现金回流弱于 2023 年，2024 年末公司净负债率将较 2024H1 继续抬升，但随着 2025 年上海金陵华庭项目的推出，净负债率有望于 2025 年末实现回落。

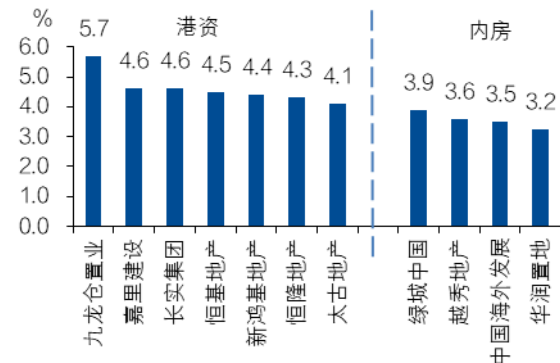
平均融资成本仍有下降空间：截至 2024H1，公司有息负债总额为 608 亿港元，平均融资成本为 4.6%；其中 1 年内到期有息负债仅占 13%，融资成本较低的人民币固定利率和人民币浮动利率有息负债分别较 2023 年末提升 6 个和 4 个百分点至 12%和 16%；考虑到公司港币债务仍占到总有息负债的 72%，我们认为公司通过将港币债务置换为人民币债务，平均融资成本仍有下降空间。

图54、公司历年净负债率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图55、2024H1 各公司平均融资成本



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图56、公司历年融资成本总额



图57、公司历年有息负债总额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
*有息负债=短期银行贷款及长期银行贷款本期部分+长期银行贷款

图58、公司 2024H1 有息负债到期结构

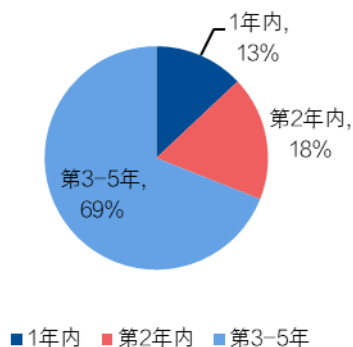
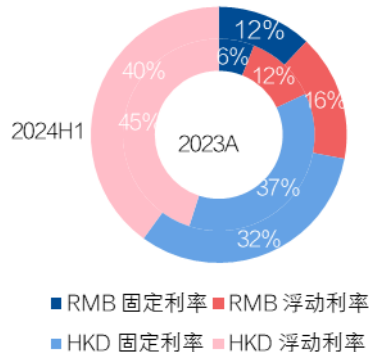


图59、公司 2024H1 和 2023A 有息负债币种结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

五、盈利预测与估值

● 盈利预测

1) 短期公司于中国香港和中国内地写字楼的出租率和租金单价均承压，随着公司增量投资物业自 2025 年起逐步落成有望抵消该部分下滑，我们预计公司 2024~2026 年物业租赁及其他收入增速为-5.3%/+15.5%/+17.0%。2) 受益于杭州馥源庭项目确认收入，我们预计 2024 年公司物业销售收入将大幅增长，此后回归正常化，因此我们预计公司 2024~2026 年物业销售收入增速为+89.1%/-25.8%/-11.8%。3) 酒店客单价预计随着消费氛围转弱回落，但被新的酒店物业自 2024 年起逐步落成带来的增量收入所抵消，我们预计公司 2024~2026 年酒店收入增速为-6.3%/-2.8%/+4.6%。4) 综上，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 183.7/159.6/159.0 亿港元，分别同比+40.3%/-13.1%/-0.3%；核心净利润分别为 29.9/32.7/39.0 亿港元，分别同比+18.7%/+9.6%/+19.1%；预计公司仍有能力维持固定派息，2024~2026 年每股派息 1.35/1.35/1.35 港元。

表9、公司盈利预测假设

年份		2023	2024E	2025E	2026E
物业租赁及其他	营业收入（亿港元）	49.9	47.2	54.5	63.8
	同比增长率	-0.1%	-5.3%	15.5%	17.0%
	毛利率	73.0%	72.6%	72.6%	72.6%
物业销售	营业收入（亿港元）	63.5	120.0	89.1	78.5
	同比增长率	-25.7%	89.1%	-25.8%	-11.8%
	毛利率	38.7%	27.2%	32.3%	35.8%
酒店运营	营业收入（亿港元）	17.5	16.4	16.0	16.7
	同比增长率	66.1%	-6.3%	-2.8%	4.6%
	毛利率	35.7%	35.0%	35.0%	35.0%
行政及其他经营费用/主营业务收入		13.6%	13.6%	10.0%	11.0%
实际税率		39.3%	37.0%	37.5%	38.0%
每股派息（港元）		1.35	1.35	1.35	1.35

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

表10、公司盈利预测结果

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万港元)	13,090	18,368	15,956	15,902
增长率	-10.3%	40.3%	-13.1%	-0.3%
毛利润(百万港元)	6,721	7,272	7,391	8,028
增长率	-3.8%	8.2%	1.6%	8.6%
核心净利润(百万港元)	2,518	2,988	3,274	3,899
增长率	-44.3%	18.7%	9.6%	19.1%
最新摊薄每股核心收益(港元)	1.73	2.06	2.26	2.69
每股净资产(港元)	73.90	74.61	75.52	76.86
市盈率(倍)	8.8	7.4	6.8	5.7

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

首次覆盖，给予“增持”评级：若公司核心项目上海金陵华庭推盘节奏以及销售符合预期，预计 2025 年内公司可回现金流缓解资金压力，保障现金流的安全性和派息的稳定性，净负债率也有望随之下降。2025 年 2 月 18 日收盘价对应 2024/2025 年 PE 为 7.4/6.8 倍，对应 2024/2025 年股息收益率为 8.8%/8.8%，首次覆盖，给予“增持”评级。

表11、港资房企每股派息（截至 2025/2/18）

代码	公司	股价	市值	DPS（港元）			股息率（%）		
		（港元）	（亿港元）	FY 2023	FY 2024E	FY 2025E	FY 2023	FY 2024E	FY 2025E
00016.HK	新鸿基地产	70.50	2,043	4.75	3.75	4.02	6.7	5.3	5.7
00101.HK	恒隆地产	6.42	307	0.79	0.52	0.52	12.2	8.1	8.1
01972.HK	太古地产	15.24	883	1.05	1.10	1.16	6.9	7.2	7.6
01113.HK	长实集团	33.65	1,178	2.05	1.87	1.92	6.1	5.6	5.7
00683.HK	嘉里建设	15.32	222	1.35	1.35	1.35	8.8	8.8	8.8
00017.HK	新世界发展	4.18	105	2.35	0.20	0.10	56.2	4.8	2.3
00012.HK	恒基地产	21.30	1,031	1.80	1.79	1.80	8.5	8.4	8.4
01997.HK	九龙仓置业	19.48	591	1.28	1.28	1.34	6.6	6.6	6.9
	平均						14.0	6.8	6.7

数据来源：Wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

*新鸿基地产、恒隆地产、新世界发展 2024 财年 DPS 来自公司公告，太古地产、嘉里建设 2024/2025 财年 DPS 来自兴业证券预测，其余为 Bloomberg 一致预期

表12、港资房企 PE 估值表（截至 2025/2/18）

代码	公司	股价	市值	EPS（港元）			PE			PB
		（港元）	（亿港元）	FY 2023	FY 2024E	FY 2025E	FY 2023	FY 2024E	FY 2025E	
00016.HK	新鸿基地产	70.50	2,043	8.25	7.50	8.16	8.5	9.4	8.6	0.34
00101.HK	恒隆地产	6.42	307	0.92	0.67	0.68	7.0	9.6	9.5	0.23
01972.HK	太古地产	15.24	883	1.98	1.24	1.27	7.7	12.3	12.0	0.31
01113.HK	长实集团	33.65	1,178	4.86	4.03	4.24	6.9	8.3	7.9	0.30
00683.HK	嘉里建设	15.32	222	1.73	2.06	2.26	8.8	7.4	6.8	0.21
00012.HK	恒基地产	21.30	1,031	2.00	2.16	1.99	10.7	9.9	10.7	0.32
01997.HK	九龙仓置业	19.48	591	1.98	2.05	2.14	9.8	9.5	9.1	0.32
	平均						8.5	9.5	9.2	0.29

数据来源：Wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

*新鸿基地产、恒隆地产 2024 财年 EPS 来自公司公告，太古地产、嘉里建设 2024/2025 财年 EPS 来自兴业证券预测，其余为 Bloomberg 一致预期

● 风险提示

1) 派息不及预期: 公司绝对收益属性突出, 派息不及预期影响公司核心投资价值。

2) 新房销售不及预期: 上海豪宅市场存在不确定性, 若地产周期影响超预期下滑, 公司重点项目上海金陵华庭销售不及预期, 将对公司现金流产生负面影响, 进而影响派息稳定性。

3) 投资物业出租率、租金表现不及预期：宏观环境存在不确定性，令企业支出意愿疲弱，若写字楼租户持续缩减开支、减少租赁面积，将对公司持有投资物业的出租率、租金收入产生负面影响。

附表
资产负债表

单位：百万港元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	58,406	64,075	71,818	75,544
现金及银行结存	13,540	13,286	20,462	19,886
受限制银行存款	305	305	305	305
发展中物业	23,436	27,984	30,584	32,984
已落成待售物业	18,624	18,624	18,624	18,624
应收账款、预付款项及订金	1,787	3,046	1,045	2,930
其他	714	830	798	814
非流动资产	150,026	154,473	159,622	164,676
发展中物业及土地订金	39,223	41,975	45,875	49,475
投资物业	76,965	77,265	77,565	77,865
物业、机器及设备	4,323	4,081	3,855	3,645
使用权资产	1,680	1,680	1,680	1,680
联营公司及合营公司	24,823	26,123	27,423	28,723
其他	3,012	3,349	3,224	3,288
资产总计	208,432	218,548	231,440	240,220
流动负债	25,846	26,068	38,121	45,262
短期借款	6,636	10,074	9,474	8,874
应付票据及应付账款	7,508	8,344	10,691	8,993
其他	11,702	7,650	17,956	27,394
非流动负债	61,430	69,452	68,052	66,652
长期借款	48,495	56,517	55,117	53,717
其他	12,935	12,935	12,935	12,935
负债合计	87,276	95,519	106,173	111,913
股本	1,451	1,451	1,451	1,451
未分配利润	105,805	106,834	108,149	110,089
少数股东权益	13,900	14,743	15,667	16,766
股东权益合计	121,157	123,029	125,267	128,307
负债及权益合计	208,432	218,548	231,440	240,220

现金流量表

单位：百万港元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
除税前溢利	6,859	6,081	6,716	8,062
折旧和摊销	444	303	286	270
营运资金的变动	3,440	-11,775	8,154	-144
经营活动产生现金流量	4,977	-8,941	11,338	3,824
资本支出	-5,290	-360	-360	-360
投资活动产生现金流量	-2,453	-813	-203	-440
新增银行贷款	45,306	11,460	0	0
已付股息	-1,959	-1,959	-1,959	-1,959
偿还银行贷款	-42,765	0	-2,000	-2,000
融资活动产生现金流量	-47	9,501	-3,959	-3,959
现金净变动	2,477	-253	7,175	-575

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万港元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,090	18,368	15,956	15,902
营业成本	-6,368	-11,096	-8,566	-7,874
毛利润	6,721	7,272	7,391	8,028
行政及其他费用	-1,783	-1,837	-1,755	-1,749
投资物业公允价值增加额	1,034	0	0	0
财务费用	-600	-701	-740	-702
营业利润	5,502	4,781	5,416	6,762
联营及合营收益	1,358	1,300	1,300	1,300
税前利润	6,859	6,081	6,716	8,062
所得税	-2,696	-2,250	-2,519	-3,064
净利润	4,164	3,831	4,198	4,999
少数股东损益	920	843	924	1,100
归属母公司净利润	3,243	2,988	3,274	3,899
核心净利润	2,518	2,988	3,274	3,899

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-10.3%	40.3%	-13.1%	-0.3%
毛利润增长率	-3.8%	8.2%	1.6%	8.6%
核心净利润增长率	-44.3%	18.7%	9.6%	19.1%
盈利能力				
毛利率	51.3%	39.6%	46.3%	50.5%
核心净利率	19.2%	16.3%	20.5%	24.5%
ROE	2.3%	2.8%	3.0%	3.5%
偿债能力				
资产负债率	41.9%	43.7%	45.9%	46.6%
净负债率	34.1%	43.1%	35.0%	33.0%
流动比率	2.3	2.5	1.9	1.7
营运能力				
资产周转率	0.06	0.09	0.08	0.08
每股资料 (港元)				
每股核心收益	1.73	2.06	2.26	2.69
每股净资产	73.9	74.6	75.5	76.9
估值比率 (倍)				
PE	8.8	7.4	6.8	5.7
PB	0.2	0.2	0.2	0.2

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%
	行业评级	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
		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 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、湖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、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、上海中南金石企业管理有限公司、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、国品资本(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、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、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、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、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、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、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、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、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、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、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、海星国际资本（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、鹤山市公营资产经营有限公司、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、江苏圣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、福建省晋江市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、

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、湖北浠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、舟山海城建设投资集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限公司、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、福清市国有资产营运投资集团有限公司、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、抚州市数字经济投资集团有限公司、建德市国有资产投资控股集团有限公司、建投国际(香港)有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、Huafa 2024 I Company Limited、广德市国有资产投资经营有限公司、浙江德盛(BVI)有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、成都市羊安新城开发建设有限公司、Lintou Overseas Co., Limited、临沂投资发展集团有限公司、三水国际发展有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、青岛平度控股集团有限公司、河南省铁路建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、黄石市新城产业投资集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团(开曼群岛)有限公司、山东能源集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、稠州国际投资有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、江门高新技术工业园有限公司、林州市城投控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司、脑动力医疗科技有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、天长市农业发展有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、徽商银行股份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以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限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。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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

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

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

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

邮编：518035

邮箱：ir@xyzq.com.hk