


公司评级 **增持（首次）**
报告日期 2025 年 10 月 19 日

基础数据

10 月 17 日收盘价（港元）	8.80
总市值（亿港元）	444.98
总股本（亿股）	50.57

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】恒隆地产：内地零售业态表现稳定，维持稳定派息-2025.07.31

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

恒隆地产(00101.HK)

港股通（沪、深）

专注高端商场，引领重奢消费

投资要点：

- **专注高端商场，占据核心商圈：**截至 2025H1，公司在内地 9 个核心城市拥有 10 个高端商场，公司超前布局，占据核心位置和商圈，通过多年的运营和不断迭代更新，成为当地的标杆商场，尤其上海恒隆广场，经过 20 多年的经营，成为上海标杆重奢商场。
- **核心项目租金收入止跌回正：**公司于内地的核心项目上海恒隆广场和上海港汇恒隆贡献内地零售业态物业租赁收入的 50%以上，2025H1 上海恒隆广场和上海港汇恒隆广场实现租金收入同比增速由负转正。我们认为随着核心项目经营表现趋于稳定，叠加 2025 下半年杭州恒隆广场写字楼开业带来部分增量租金，2025 年公司整体物业租赁收入同比降幅有望收窄。
- **杭州恒隆广场将为主要增量贡献：**公司核心的发展中项目杭州恒隆广场计划 2025 下半年开业部分写字楼，截至 2025H1 预租率达 22%；剩余写字楼和购物中心部分将于 2026 上半年开业，截至 2025H1 购物中心预租率已达 77%。我们认为杭州恒隆广场将提升公司经常性收入，有利于公司稳定派息能力。
- **有望恢复纯现金派息：**2013~2022 年期间，公司维持每股派息稳中有增且均为现金派息，2023 年末期派息首次提出以股代息方案且延续至今，2024 年首次每股派息同比下滑 33%至 0.52 港元。基于公司物业租赁收入有望降幅收窄且资本开支在杭州恒隆广场完工后将大幅回落，我们认为公司有能力维持每股派息的稳定性，在杭州恒隆广场零售部分开业后，也有望恢复纯现金派息。
- **净负债率有望见顶回落：**截至 2025H1，公司净负债率为 33.5%，较 2024 年末保持稳定。我们认为随着 2026 年上半年杭州恒隆广场零售部分开业，净负债率有望于 2026 年末实现回落。
- **首次覆盖，给予“增持”评级：**我们预计随着杭州恒隆广场分阶段开业，公司租金收入有望实现稳中有增，资本开支和净负债率均有望自 2026 年起回落，派息也有望维持稳定且恢复纯现金派息。2025 年 10 月 17 日收盘价对应 2024/2025 年股息收益率为 5.9%/5.9%，给予“增持”评级。
- **风险提示：**派息不及预期；商场零售额表现不及预期；投资物业出租率、续租租金表现不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万港元）	11,242	10,331	10,797	11,355
同比增长	9.0%	-8.1%	4.5%	5.2%
核心净利润（百万港元）	3,095	2,889	2,982	3,119
同比增长	-25.2%	-6.6%	3.2%	4.6%
毛利率	57.4%	59.1%	59.1%	59.1%
ROE	1.6%	2.2%	2.3%	2.4%
每股核心收益（港元）	0.65	0.57	0.57	0.59
每股股息（港元）	0.52	0.52	0.52	0.52

数据来源：公司公告，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 October 19, 2025

Basic Data

October 17 Closing Price(HKD)	8.80
Total market value(Mn)	44,498
Total Shares (Mn)	5,057

Related Report

Hang Lung Properties (00101.HK) :
Stable Performance in Mainland Retail Operations, Maintains Steady Dividend Payouts-2025.07.31

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

Hang Lung Properties (00101.HK)

Stock Connect (SH/SZ)

Focus on High-End Shopping Malls, Leading Luxury Consumption

Investment Highlights:

- **Focus on high-end shopping malls, occupying prime locations:** As of H1 2025, the company owns 10 high-end shopping malls in 9 core cities in mainland China. Through its forward-looking strategy, the company has secured prime locations and established these properties as local benchmarks. Notably, after over two decades of operation, Shanghai Plaza 66 has become a benchmark luxury shopping mall.
- **Rental income from core projects turns positive:** The company's core projects in mainland China, Shanghai Plaza 66 and Grand Gateway 66 in Shanghai, contribute over 50% of its mainland retail property rental income. In H1 2025, the yoy growth rate of rental income for these two properties turned positive. As the performance of core projects stabilizes, coupled with incremental rental income from the phased opening of Hangzhou Plaza 66's office towers in H2 2025, the decline in the company's overall property rental income for 2025 is expected to narrow.
- **Hangzhou Plaza 66 to be the major growth driver:** The company's key project under development, Hangzhou Plaza 66, is expected to see partial opening of office towers in H2 2025, with a pre-commitment rate of 22% as of H1 2025. Remaining office and the shopping mall are scheduled to open in H1 2026, with the shopping mall's pre-commitment rate already reaching 77% as of H1 2025. We believe Hangzhou Plaza 66 will boost the company's recurring income and support stable dividend distribution capability.
- **Potential resumption of cash-only dividends:** 2013~2022, the company maintained progressive cash dividend policy. The final dividend for 2023 introduced a scrip dividend option for the first time. The interim dividend per share for 2024 decreased by 33% yoy to HKD 0.52. Based on the expected narrowing decline in property rental income and a significant projected drop in capital expenditure after the completion of Hangzhou Plaza 66, we believe the company has the capacity to maintain stability in DPS and potentially resume cash-only dividends.
- **Gearing ratio expected to peak and decline:** As of H1 2025, the company's net gearing ratio was 33.5%, remaining stable. We expect the gearing ratio to decline by the end of 2026, following the opening of the retail component of Hangzhou Plaza 66 in H1 2026.
- **Initiating coverage with "Outperform":** We anticipate that the phased opening of Hangzhou Plaza 66 will support steady growth in rental income. Both capital expenditure and the gearing ratio are expected to decline from 2026, and dividends are likely to remain stable with a potential return to cash-only payments. Based on the closing price on October 17, 2025, the dividend yield for 2024/2025 is 5.9%/5.9%. We initiate coverage with "Outperform".
- **Potential risks:** Lower-than-expected dividends; Lower-than-expected retail sales; Lower-than-expected occupancy rate and rental reversion.

Key Financial Indicators

FY	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue (HKD/Mn)	11,242	10,331	10,797	11,355
YoY	9.0%	-8.1%	4.5%	5.2%
Underlying Profit (HKD/Mn)	3,095	2,889	2,982	3,119
YoY	-25.2%	-6.6%	3.2%	4.6%
Gross Margin	57.4%	59.1%	59.1%	59.1%
ROE	1.6%	2.2%	2.3%	2.4%
Core EPS (HKD)	0.65	0.57	0.57	0.59
DPS (HKD)	0.52	0.52	0.52	0.52

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、 投资物业：核心现金牛，运营指标边际改善	7
三、 物业销售：对报表的拖累影响逐步减少	16
四、 财务分析：有望恢复纯现金派息	18
五、 盈利预测与估值	22

图目录

图 1、 恒隆地产股权结构（截至 2025 年 6 月末）	5
图 2、 中国香港本地股港股通持股占总股本的比例	5
图 3、 公司历年总营收	6
图 4、 公司 2024 年营收结构	6
图 5、 公司历年内地物业租赁收入	7
图 6、 2024A 公司内地物业租赁收入的结构	7
图 7、 公司内地商场租赁收入	8
图 8、 2025H1 公司内地各商场租赁收入表现	8
图 9、 公司内地各商场租赁收入同比增速	8
图 10、 公司内地商场单季度零售额同比变化	9
图 11、 2025H1 公司内地各商场零售额同比变化	9
图 12、 2024A 各商业地产公司零售额同比增速	9
图 13、 2024A 各商业地产公司重奢项目零售额同比增速	9
图 14、 公司内地各商场期末出租率	10
图 15、 2025H1 公司内地商场零售组合净租用面积同比变化	10
图 16、 公司内地零售组合续租与新签约租约数量	10
图 17、 公司内地零售组合引入的首店品牌数量	10
图 18、 公司内地与香港会员运营情况	10
图 19、 公司内地写字楼历年租金收入	11
图 20、 2025H1 公司内地各写字楼租赁收入表现	11
图 21、 公司内地各写字楼租赁收入同比增速	11
图 22、 公司内地各写字楼期末出租率	12
图 23、 公司历年香港租赁收入	12
图 24、 公司香港各业态租赁收入结构	12
图 25、 公司香港各业态租赁收入同比增速	13
图 26、 公司香港各业态期末出租率	13
图 27、 中国香港甲级写字楼各区域当月平均每月租金	14
图 28、 中国香港零售物业各区域当月平均租金	14
图 29、 中国香港零售业销货价值当月环比	14
图 30、 中国香港入境旅客人次累计值同比及较 2019 年变化	14
图 31、 公司零售业总建面及预测	16
图 32、 公司写字楼业态总建面及预测	16
图 33、 公司历年物业销售收入	16
图 34、 公司历年物业销售的核心净利润及核心净利率	16
图 35、 公司对投资物业发展项目的资本承担	19
图 36、 公司历年资本支出	19

图 37、	公司历年净负债率	20
图 38、	公司历年平均融资成本	20
图 39、	公司历年融资成本总额	20
图 40、	公司历年有息负债总额	20
图 41、	公司 2025H1 有息负债到期结构	20
图 42、	公司 2025H1 和 2024A 有息负债币种结构	20
图 43、	公司历年现金及银行结存	21
图 44、	公司历年经营性现金流净额	21
图 45、	公司历年每股派息	21
图 46、	公司历年经常性派息总额及派息率	21
图 47、	公司 TTM 股息率（截至 2025/10/15）	21
图 48、	香港本地股每股派息	21

表目录

表 1、	公募基金对中国香港本地股的重仓股持股数量占流通股的比例（%）	6
表 2、	公司核心管理层（截至 2024A）	6
表 3、	公司于内地持有的投资物业项目	7
表 4、	公司投资物业 Pipeline	15
表 5、	公司待售住宅/服务式寓所项目	16
表 6、	公司盈利能力	18
表 7、	公司盈利预测假设	22
表 8、	公司盈利预测结果	22
表 9、	DDM 模型核心假设及结果	23
表 10、	NAV 模型核心假设及结果	23
表 11、	港资开发商 DPS 表	23
表 12、	港资开发商 PE 表	24

一、公司基本情况

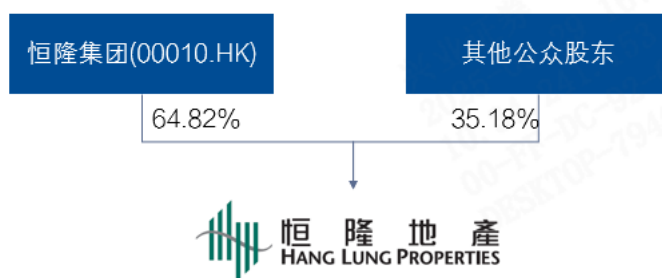
● 公司发展历程

恒隆地产（下称“公司”）是恒隆集团（00010.HK）的地产业务机构。恒隆集团由陈曾熙于1960年创办，陈启宗于1991年出任董事长，2024年4月26日陈文博接任董事长一职。恒隆地产自20世纪90年代开始布局内地，物业组合覆盖香港和九个内地城市，包括上海、沈阳、济南、无锡、天津、大连、昆明、武汉和杭州，在内地的物业组合均以恒隆广场“66”品牌命名、定位高端，成功在内地奠定作为“城市脉动”的领导地位。

● 公司股权结构

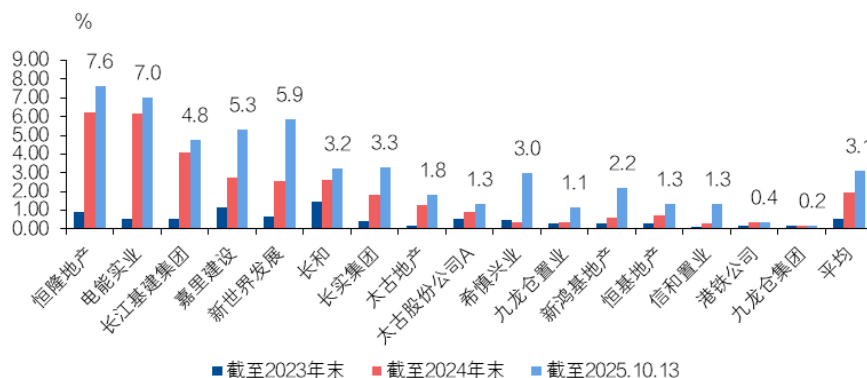
截至2025年6月末，公司控股股东恒隆集团(00010.HK)持股比例为64.82%，其他股东持股35.18%。从公众股东结构变化来看，目前南下资金成为主要增量。

图1、恒隆地产股权结构（截至2025年6月末）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、中国香港本地股港股通持股占总股本的比例



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、公募基金对中国香港本地股的重仓股持股数量占流通股的比例（%）

代码	公司	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
00683.HK	嘉里建设	0.10	-	0.14	0.08	0.25	0.67
00101.HK	恒隆地产	0.09	-	0.76	1.31	2.06	2.00
00012.HK	恒基地产	0.03	-	0.10	0.00	0.14	0.47
00016.HK	新鸿基地产	0.01	0.0004	-	0.19	0.24	0.24
01972.HK	太古地产	-	0.0046	0.17	0.29	-	-
00017.HK	新世界发展	-	-	0.11	0.02	-	0.13
00014.HK	希慎兴业	-	-	-	-	0.03	0.02

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 公司核心管理层

表2、公司核心管理层（截至 2024A）

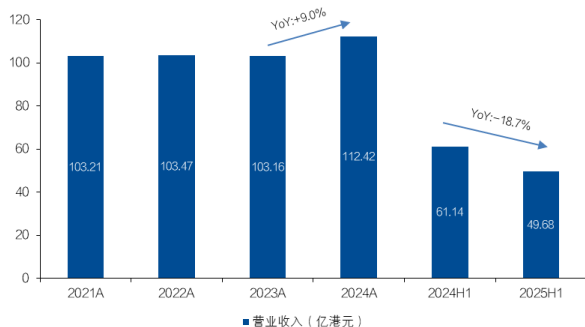
姓名	年龄	职位	个人介绍
陈文博	42	董事长	2010 年加入恒隆，2016 年任执行董事，2024 年接任董事长。监督集团整体业务及可持续发展战略，兼任可持续发展督导委员会主席。持有西北大学凯洛格管理学院与香港科大联合行政人员工商管理硕士。
卢韦柏	54	行政总裁	2018 年加入恒隆，拥有 30 余年银行及快消行业管理经验。负责领导管理团队执行业务策略，制定战略性业务计划及风险管理。
赵家驹	49	首席财务总监	2021 年加入，拥有 25 年亚太区投资管理及企业融资经验。主管财务战略、融资及投资者关系，为香港及英格兰特许会计师。

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

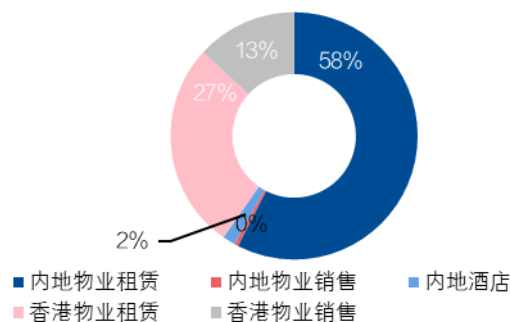
公司主营业务包括物业租赁、物业销售和酒店，业务范围覆盖中国香港和内地。2024 年公司实现营业收入 112.42 亿港元，同比增长 9%，其中内地物业租赁、香港物业租赁的收入占比分别为 58%和 27%。

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 2024 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

二、投资物业：核心现金牛，运营指标边际改善

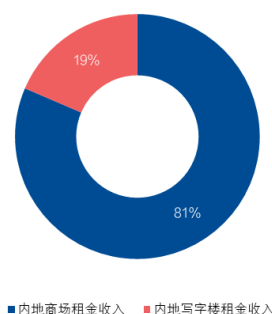
截至 2024 年末，公司于内地共持有 10 个项目，分别位于上海、沈阳、济南、无锡、天津、大连、昆明、武汉和杭州九个城市，以零售业态主导的大型综合体为主，零售业态和写字楼业态总楼面面积分别为 140 万和 75 万平方米。2024 年，公司于内地物业租赁收入为 59.0 亿元人民币，同比下滑 3.7%，其中商场和写字楼租金收入分别占比 81%和 19%。

图5、公司历年内地物业租赁收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2024A 公司内地物业租赁收入的结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、公司于内地持有的投资物业项目

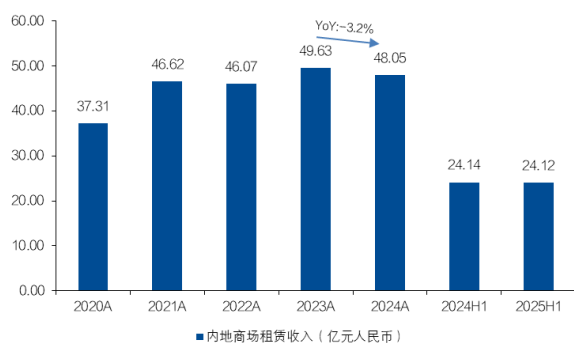
序号	项目	城市	分业态总楼面面积（万平方米）				停车位数量（个）	落成时间
			零售	写字楼	酒店	服务式寓所		
1	上海港汇恒隆广场	上海	12.2	—	—	—	752	1999 年
2	上海恒隆广场	上海	5.4	16.0	—	—	804	2001 年
3	沈阳皇城恒隆广场	沈阳	10.9	—	—	—	844	2010 年
4	沈阳市府恒隆广场	沈阳	10.2	13.2	6.0	—	2,001	2012 年
5	济南恒隆广场	济南	17.1	—	—	—	785	2011 年
6	无锡恒隆广场	无锡	12.2	13.8	—	—	1,292	2013 年
7	天津恒隆广场	天津	15.3	—	—	—	800	2014 年
8	大连恒隆广场	大连	22.2	—	—	—	1,214	2016 年
9	昆明恒隆广场	昆明	16.5	16.8	5.4	—	1,959	2019 年
10	武汉恒隆广场	武汉	17.7	15.1	—	1.4	2,265	2021 年
合计			140	75	11	1	12,716	

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 中国内地商场各项运营指标边际改善

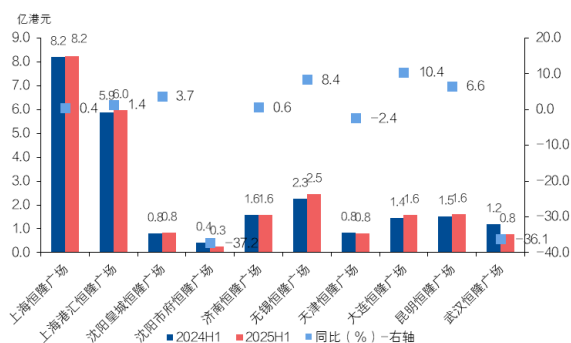
内地商场租金收入止跌，核心项目租金同比转正：2025H1，公司于内地商场租金收入为 24.12 亿元人民币，同比持平，主要因公司固租部分仍有提升抵消了分成部分的租金下滑；两大核心项目上海恒隆广场、上海港汇恒隆广场租金收入贡献约 59%，2025H1 租金收入分别同比增长 0.4%和 1.4%，较 2024 全年同比表现转正，核心项目表现趋于稳定。

图7、公司内地商场租赁收入



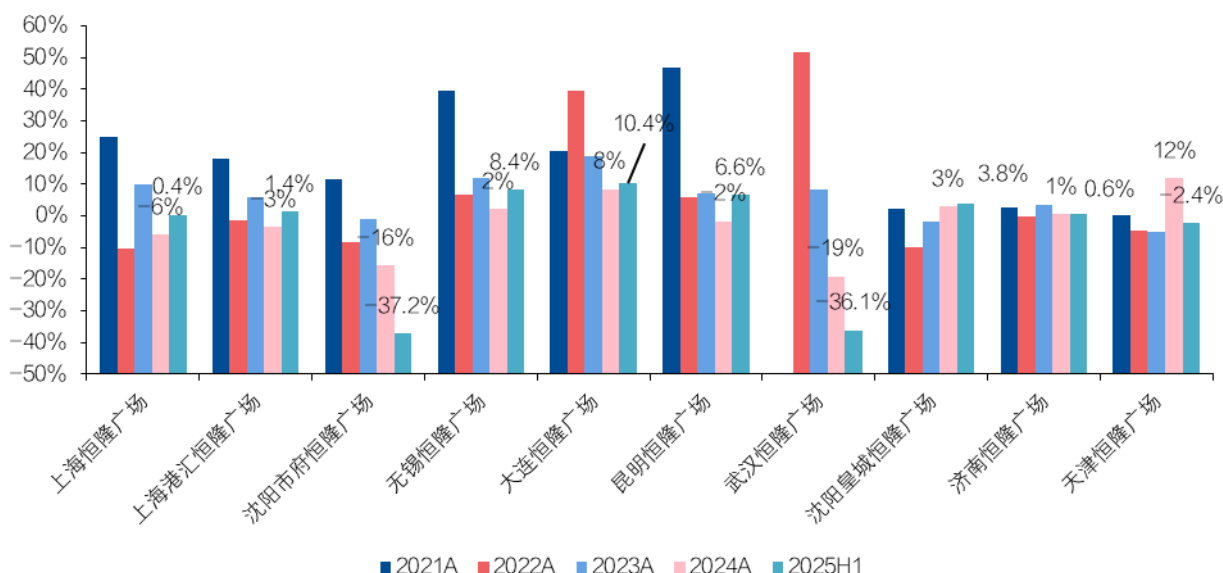
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2025H1 公司内地各商场租赁收入表现



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

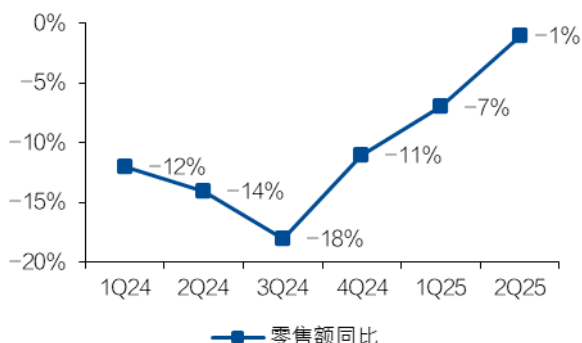
图9、公司内地各商场租赁收入同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

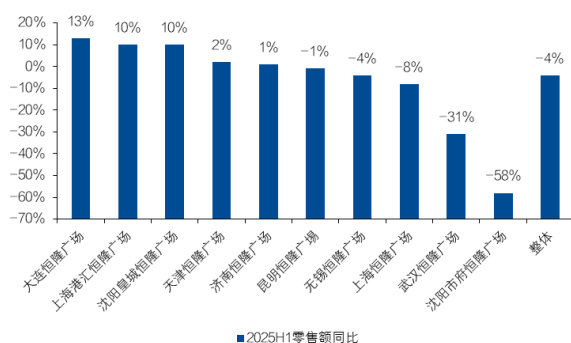
内地商场零售额同比降幅收窄：因重奢业态比例较高及部分商场调改的影响，公司 2024 年内地商场零售额同比下滑 14%，表现略弱于同行。2025H1，公司于内地商场零售额同比下滑 4%，较 2024 全年降幅收窄明显；其中沈阳市府恒隆广场、武汉恒隆广场因仍在转型或品牌组合调改阶段，2025H1 零售额分别同比下滑 58% 和 31%。从内地商场的单季度整体零售额表现来看，自 2024Q3 起，单季度零售额同比降幅逐步收窄，2025Q2 公司内地商场的单季度零售额仅同比下滑 1%，说明公司的营销活动及招调优化成效逐步释放。

图10、公司内地商场单季度零售额同比变化



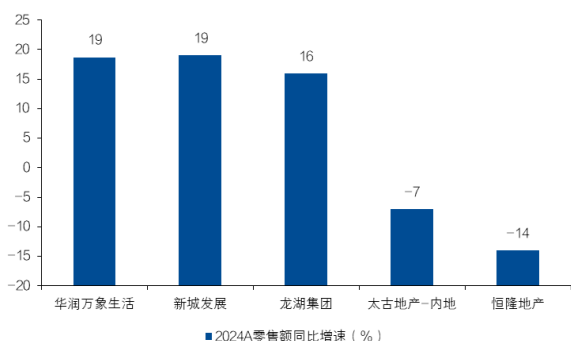
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、2025H1 公司内地各商场零售额同比变化



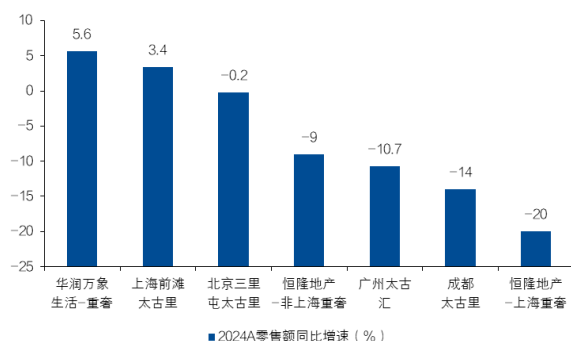
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、2024A 各商业地产公司零售额同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、2024A 各商业地产公司重奢项目零售额同比增速



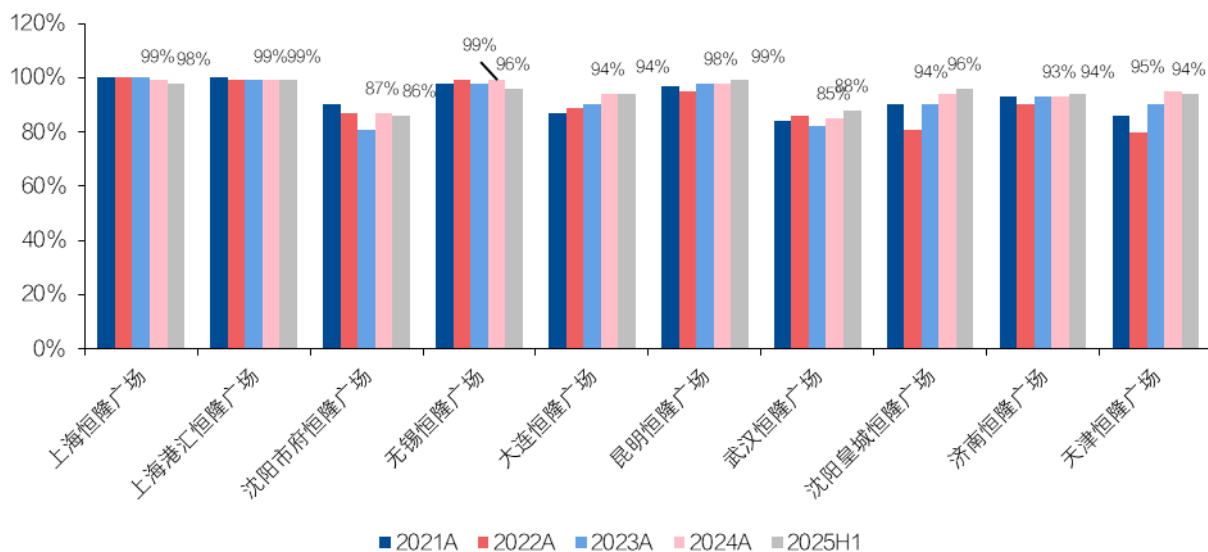
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

内地大部分商场期末出租率稳定或略增：2025H1，上海港汇恒隆广场、大连恒隆广场期末出租率较 2024 年末均保持稳定；昆明恒隆广场、武汉恒隆广场、沈阳皇城恒隆广场、济南恒隆广场期末出租率较 2024 年末均略增。

优化租户管理，提升生活方式类品牌组合占比：2025H1，公司内地商场新签租约同比增长 36%；其中新增 102 个首店品牌，同比增长 57%。从品牌类型来看，公司在奢侈品净租用面积上保持稳定，提升了个人护理与美容、餐饮及其他业态的净租用面积，丰富消费者生活方式类的体验型消费。

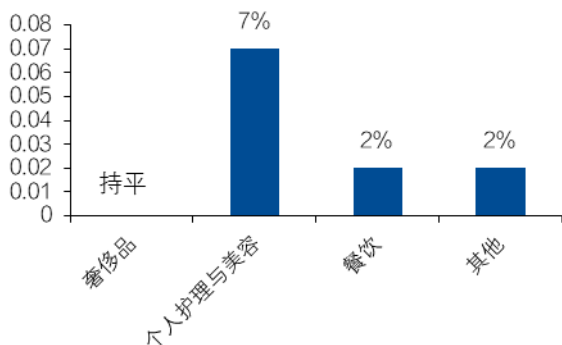
扩大会员基础，新增“玛瑙(Agate)”等级：公司于内地会员计划“恒隆会”原本将会员分为 5 个等级，为了扩大会员基础，提供差异化服务，2024 年新增“玛瑙(Agate)”等级，即消费满 10000 元及以上的会员，该会员门槛低于琥珀会员且无邀请制要求，消费达标即可获取会员资格。2025H1，内地会员计划恒隆会总会员人数同比增长 25%，会员销售渗透率达 70%，会员零售额同比下降 2%，优于内地整体零售额表现。

图14、公司内地各商场期末出租率



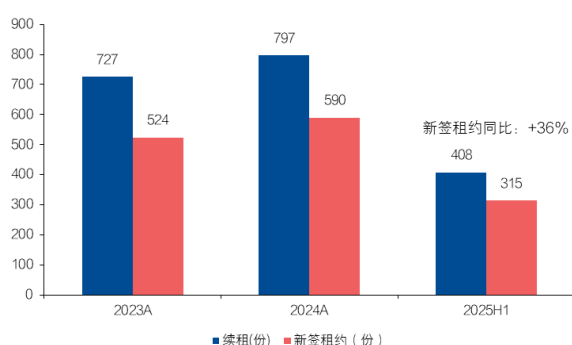
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、2025H1 公司内地商场零售组合净租用面积同比变化



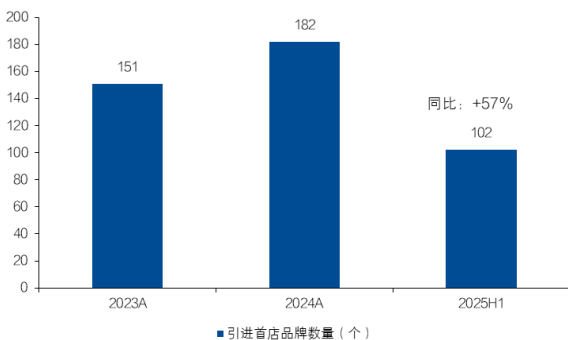
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、公司内地零售组合续租与新签租约数量



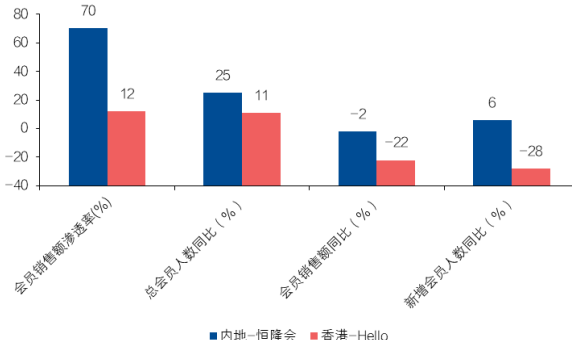
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、公司内地零售组合引入的首店品牌数量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、公司内地与香港会员运营情况

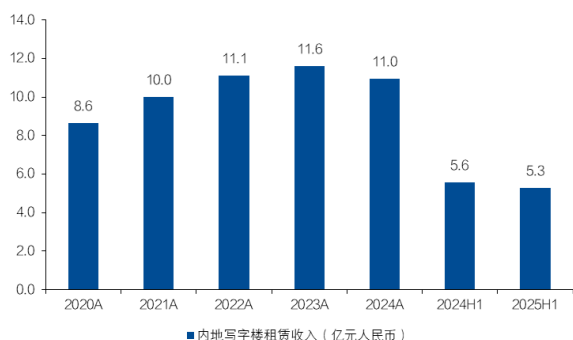


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 中国内地写字楼租金收入继续承压但降幅收窄

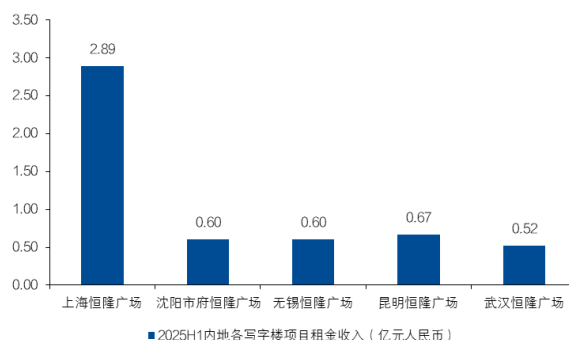
中国内地写字楼租金收入承压但降幅收窄：因办公楼市场整体疲软，公司于内地写字楼项目出租率下降且租金下调，2025H1 公司于内地写字楼业态租金收入同比下降 5%至 5.28 亿元人民币，但降幅较 2024 全年降幅收窄；其中公司核心项目上海恒隆广场两座甲级写字楼收入同比下滑 7%至 2.89 亿元人民币，2025H1 期末出租率同比下滑 6 个百分点至 82%。

图19、公司内地写字楼历年租金收入



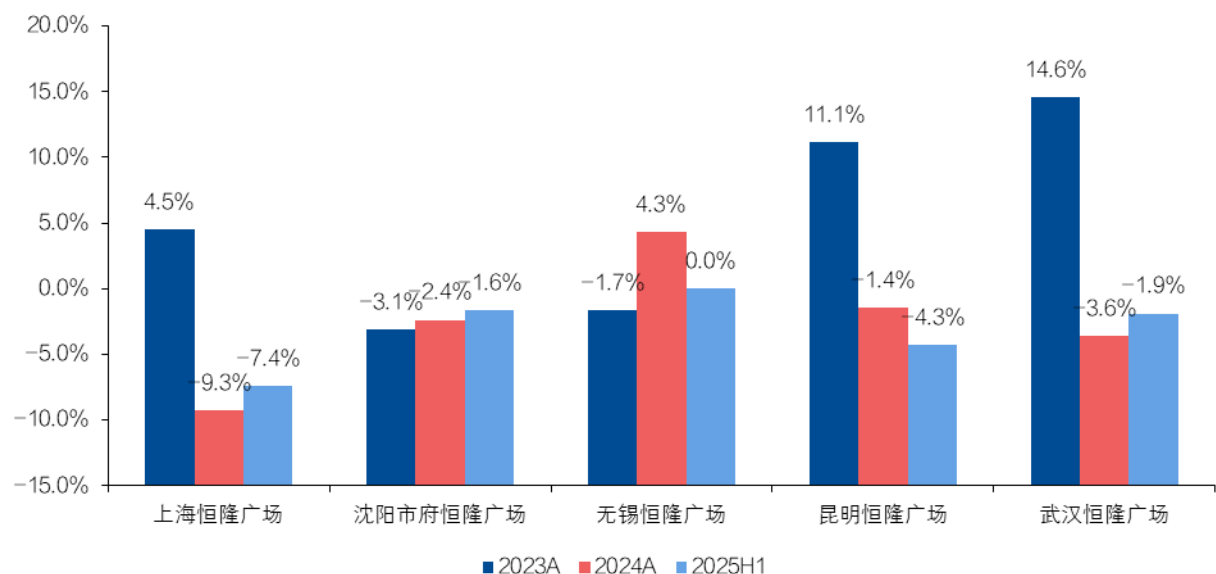
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、2025H1 公司内地各写字楼租赁收入表现



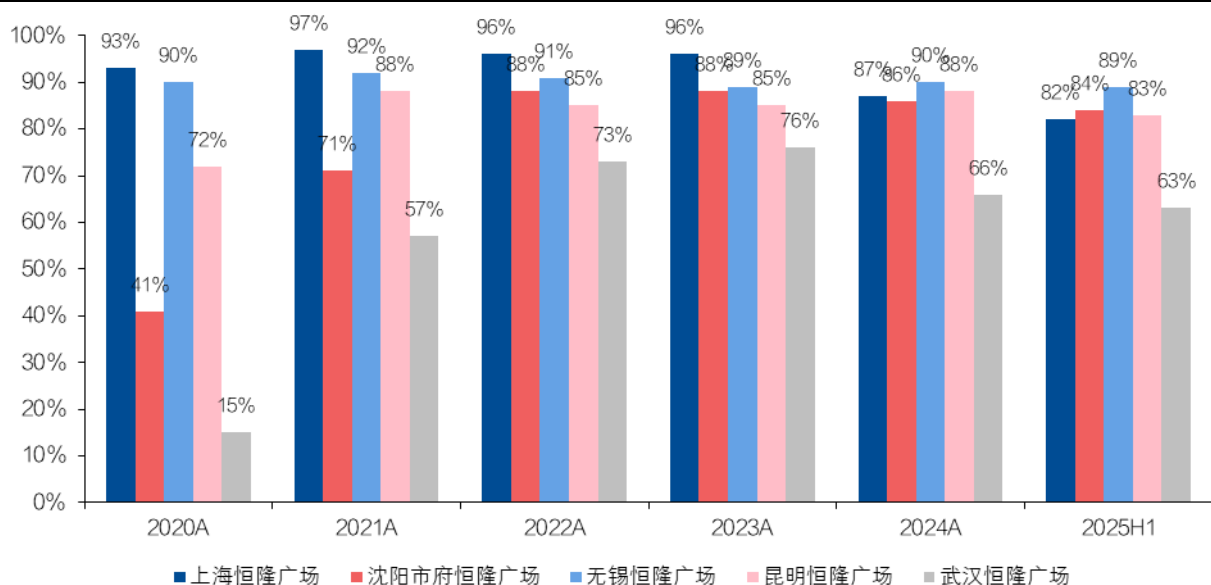
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、公司内地各写字楼租赁收入同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、公司内地各写字楼期末出租率

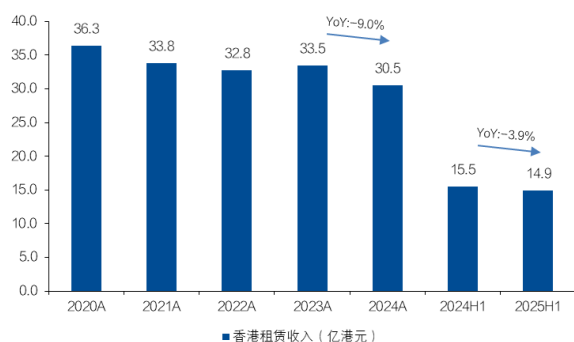


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 香港租赁业务各业态有复苏迹象

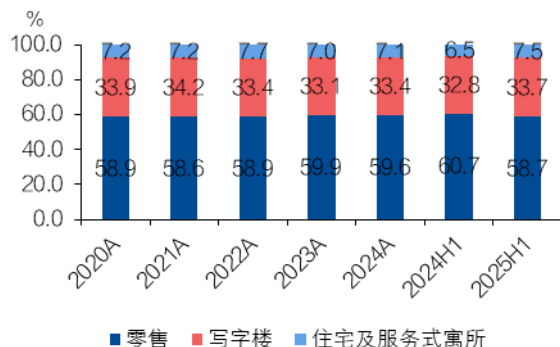
公司于香港租赁收入同比降幅收窄：2025H1，公司于香港租赁收入同比下滑 3.9% 至 14.9 亿港元，降幅较 2024 全年降幅收窄；其中零售、写字楼、住宅及服务式寓所分别占比 58.7%、33.7%和 7.5%。

图23、公司历年香港租赁收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、公司香港各业态租赁收入结构

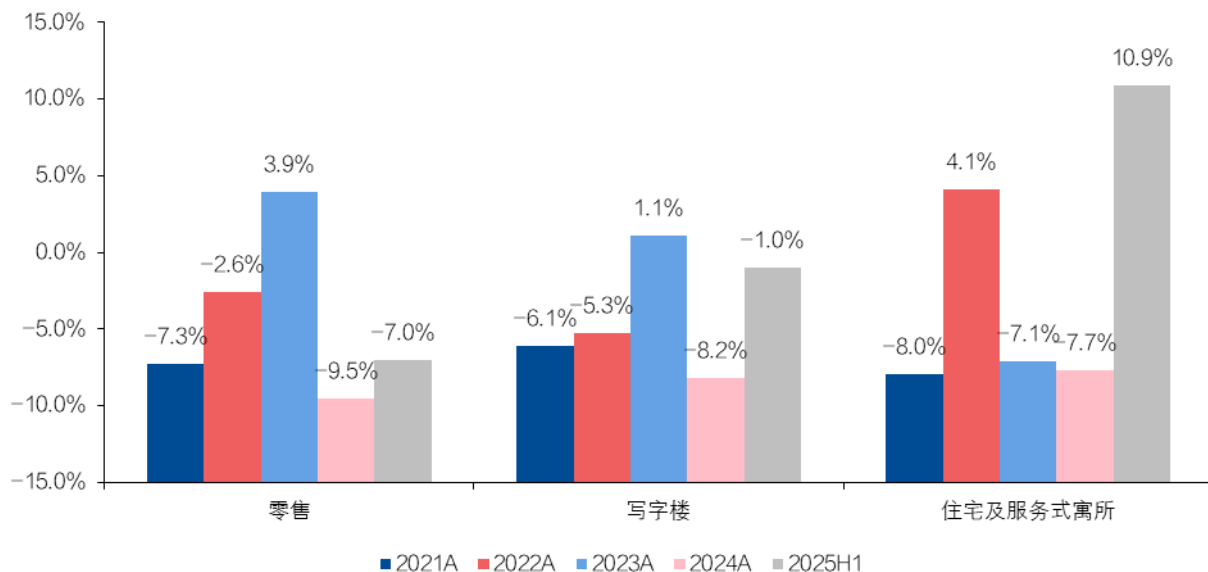


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司于香港零售业态受主要租户租金下调影响较大：2025H1，公司于香港零售业态租金收入同比下滑 7.0%至 8.74 亿港元，期末出租率略降至 94%；因部分主要租户租金下调和完成租约重组，位于主要商业及旅游区的零售物业组合租金同比下滑 9%，而社区购物商场组合也因出租率下跌租金同比下滑 5%。从香港零售业市场的情况来看，8 月零售业销货价值同比增长 3.8%；入境旅客人次累计值继续保持同比正增长。我们认为受益于港股市的财富效应以及访港旅客人次的持续增长，零售业态回暖趋势在下半年可持续，公司持有的零售项目有望受益。

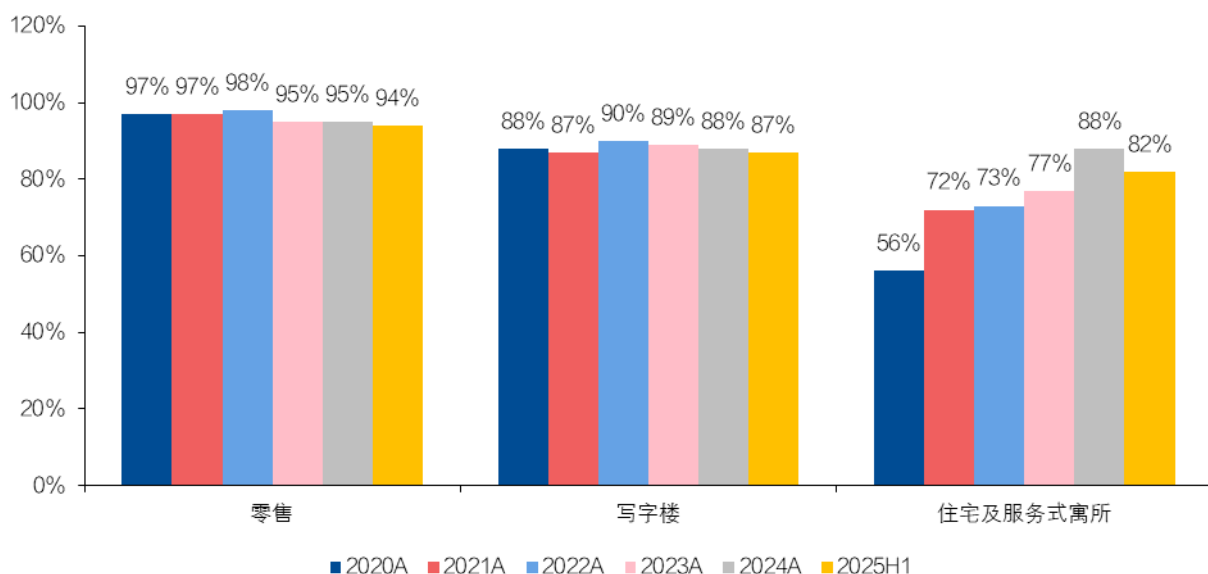
灵活调整写字楼空间租赁方案：2025H1，公司于香港写字楼业态租金收入同比下滑 1.0%至 5.02 亿港元，期末出租率略降至 87%。公司通过提供精装修、分间办公方案等方式满足租户需求，目前尽管租金下调，出租率仍维持相对稳定。从香港市场情况来看，2025 年 8 月，中区、尖沙咀、湾仔/铜锣湾甲类写字楼的当月平均租金环比稳定，说明需求正在改善。

图25、公司香港各业态租赁收入同比增速



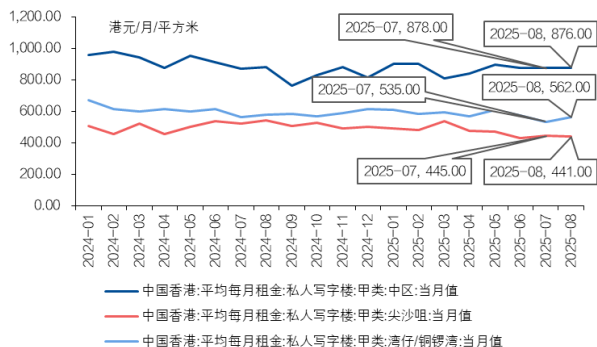
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、公司香港各业态期末出租率



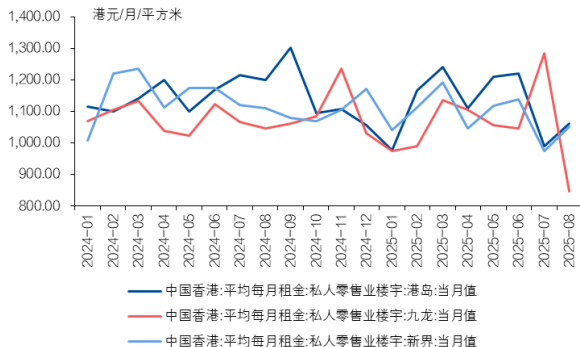
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、中国香港甲级写字楼各区域当月平均每月租金



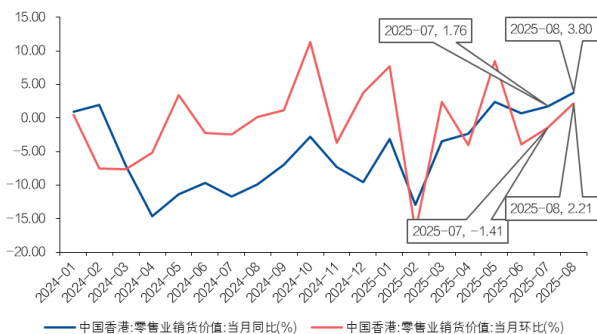
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图28、中国香港零售物业各区域当月平均租金



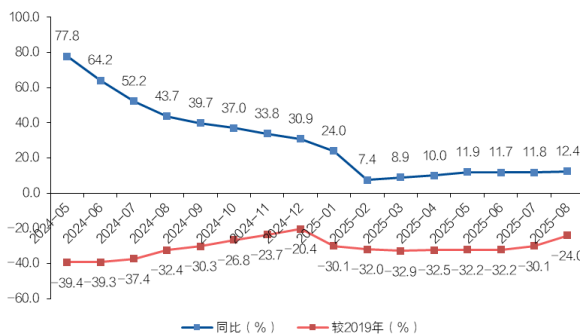
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图29、中国香港零售业销货价值当月同环比



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图30、中国香港入境旅客人次累计值同比及较2019年变化



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 下半年预计酒店收入表现正常化

公司于内地持有沈阳康莱德和昆明君悦两所酒店,2025H1 公司实现酒店收入 1.29 亿港元,同比增长 84%,其中昆明君悦酒店于 2024 年 8 月开业,因此去年同期基数较低。从酒店运营来看,由于沈阳市场消费力疲弱,沈阳康莱德酒店客房及餐饮收入均承压,2025H1 沈阳康莱德酒店收入同比下滑 3%至 0.62 亿元人民币;而昆明君悦酒店仍处于业务爬坡期,客房收入仍按月提升,领先市场同业。我们预计 2025 下半年低基数影响减弱,酒店业务收入表现将正常化。

● 2025 年起杭州恒隆广场项目逐步落成,将带来增量租金收入

根据公司公布的项目 Pipeline,我们预计截至 2026 年末,杭州恒隆广场、无锡恒隆广场二期发展项目、上海恒隆广场三期扩建项目均竣工开业,公司持有的内地零售和写字楼业态面积分别增长至 151 和 84 万平方米。随着 2029 年杭州恒隆广场扩展部分开业,截至 2029 年末公司持有的内地零售业态面积将进一步增长至 155 万平方米。

杭州恒隆广场预计 2025 年起逐步落成：在公司的投资物业 Pipeline 中核心项目为杭州恒隆广场，该项目为大型综合体，总建面约 39 万平米，其中零售、写字楼及酒店业态分别为 10.59、9.56 和 3.81 万平米。写字楼部分 Towers B, C, D, E 预计 2025 年下半年落成，截至 2025H1 已完成 22%面积的预租；零售部分（不包括扩展部分）预计 2026 年上半年开业，目前已完成 77%的预租；酒店引入文华东方，预计 2026 年下半年开业，提供 194 间高级客房和套房。

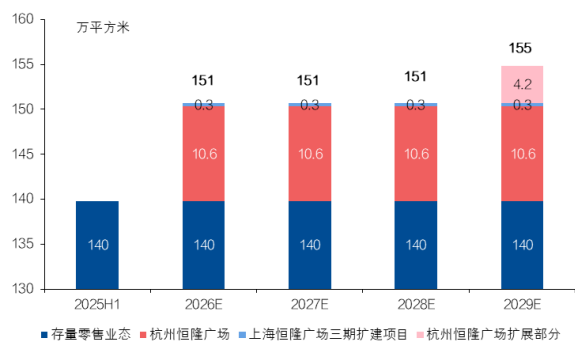
包租模式获取杭州恒隆广场扩展部分运营权：7 月 10 日，杭州百大集团公告恒隆地产将自 2028 年 4 月 1 日起承租杭州百货大楼南、北楼物业，租赁期限为 20 年，租赁面积约 4.2 万平米，即为杭州恒隆广场扩展部分。租金标准为人民币 3750 万元/季度，即每年人民币 1.5 亿元；前两年分别减免 3 个月租金，降低初期成本压力；每三年租金在前一个周期租金标准基础上递增 4.5%，租金总额预计超 30 亿元。包租模式可以较大程度减少恒隆地产的资金压力，在项目改造中仅承担装修成本；同时将杭州恒隆广场的零售面积增加 40%至 14.8 万平米，可以进行更多的业态和品牌的补充；商场主干道外立面也从 90 米增加至 290 米，和地铁站距离进一步缩短，将较大幅度提升品牌曝光度和交通的便利性。

表4、公司投资物业 Pipeline

目标落成期	项目	零售业态总建面 (平方米)	写字楼业态总建面 (平方米)	酒店-客房数量 (间)	停车场及其他 (平方米)	项目总建面 (平方米)
2025 下半年及之后	杭州恒隆广场	105900 (2026 上半年开业)	95600 (2025 下半年起陆续开业)	194 (2026 下半年开业)	150,600	390,200
2025 下半年	无锡恒隆广场第二期发展项目	—	—	105	—	151,000
2026 年	上海恒隆广场三期扩建项目	3000	—	—	—	3,000
2027 年	上海金普顿徐家汇酒店 (权益由恒隆集团所有)	—	—	150	—	—
2029 年	杭州恒隆广场扩展部分	42,000	—	—	—	42,000
合计		150,900	95,600	449	150,600	586,200

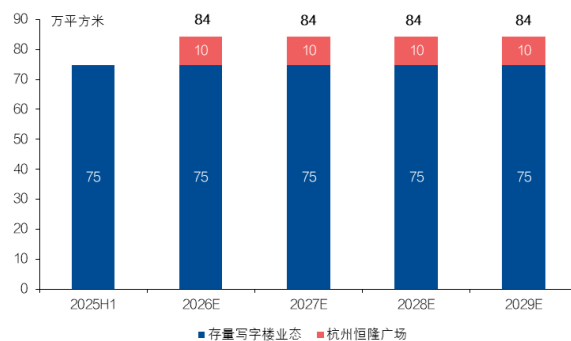
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、公司零售业态总建面及预测



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、公司写字楼业态总建面及预测

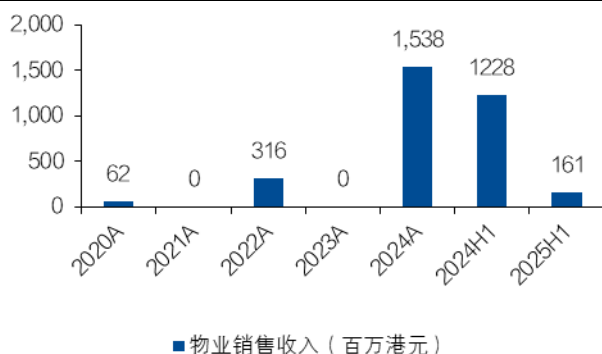


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

三、物业销售：对报表的拖累影响逐步减少

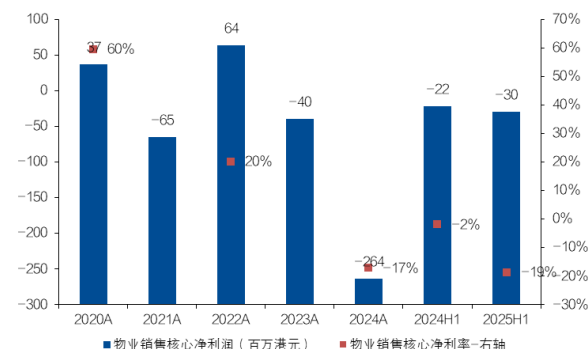
预计物业销售对报表拖累逐步减少：物业销售并非公司核心业务，因此物业销售的营收、核心净利润表现均波动较大。截至 2025H1，公司物业销售业务仅包括香港 4 个项目和内地 3 个项目，我们预计随着存量项目的去化，物业销售对报表的拖累会逐步减少。

图33、公司历年物业销售收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、公司历年物业销售的核心净利润及核心净利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

处置非核心资产的投资物业回流现金：2025H1，公司出售位于香港岛山顶区御峯的一个复式单位，计入出售投资物业收益约 2700 万港元。由于公司处置资产不会采取降价销售策略，目前去化进度较为缓慢。

表5、公司待售住宅/服务式寓所项目

待售开发项目	截至 2025H1 待售情况
香港	
蓝塘道 23-39	已竣工，7 间待售大宅
卫信道 8-12A 号	总楼面面积约 2.6 万平方呎，规划中
皓日	已竣工，153 个待售单位
寿山村道重建项目	总楼面面积约 4.7 万平方呎，清拆工作已于 2025 年 6 月完成
内地	
武汉恒隆府	已竣工，492 个单位，包括 60 个单位用于出租用途

昆明君悦居	已竣工，254 个寓所
无锡恒隆府	预计 2025 下半年竣工，2025Q3 预售，573 个单位
投资物业-处置非核心资产	截至 2025H1 待售情况
御峯	总计 54 个复式单位，翻新工程自 2023 年 9 月起展开并已于 2025 年上半年完成，2025H1 售出 1 个复式单位，未售部分仍作为长线出租目的
滨景园	总计 56 个单位
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理	

四、财务分析：有望恢复纯现金派息

物业租赁业务盈利能力稳定：2025H1，公司实现营收 49.68 亿港元，同比下降 18.7%；核心业务物业租赁的毛利率同比持平，盈利能力稳定；公司核心净利润 15.87 亿港元，同比下滑 8.5%，对应核心净利润率 31.9%，同比提升 3.6 个百分点，主要因毛利率较高的物业租赁业务收入占比提升。

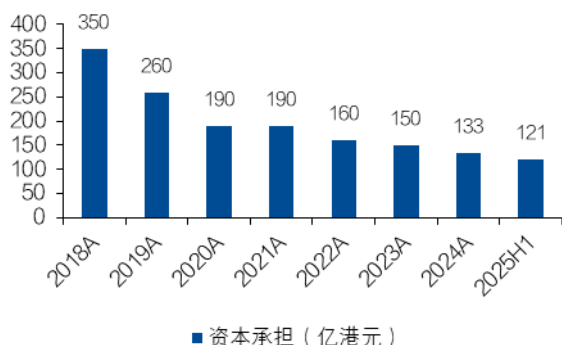
表6、公司盈利能力

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2024H1	2025H1
营业收入（亿港元）	89.73	103.21	103.47	103.16	112.42	61.14	49.68
YoY（%）	1.4	15.0	0.3	-0.3	9.0	16.7	-18.7
分业务营收（亿港元）							
-物业租赁	89.11	103.21	100.31	101.62	95.15	48.16	46.78
-物业销售	0.62	-	3.16	-	15.38	12.28	1.61
-酒店	-	-	-	1.54	1.89	0.7	1.29
毛利润（亿港元）	64.81	73.71	72.53	73.89	64.55	34.3	32.55
YoY（%）	-0.1	13.7	-1.6	1.9	-12.6	-10.3	-5.1
毛利率（%）	72.2	71.4	70.1	71.6	57.4	56.1	65.5
-物业租赁	72.2	72.3	71.4	73.2	71.1	71.5	71.5
-物业销售	71.0	-	27.5	-	-15.9	-0.9	-35.4
-酒店	-	-	-	0.6	-33.3	-4.3	-26.4
核心净利润（亿港元）	42.01	43.65	41.99	41.37	30.95	17.35	15.87
YoY（%）	-6.1	3.9	-3.8	-1.5	-25.2	-22.0	-8.5
核心净利润率（%）	46.8	42.3	40.6	40.1	27.5	28.4	31.9
-物业租赁	46.7	42.9	41.2	41.1	36.0	36.5	35.3
-物业销售	59.7	0.0	20.3	0.0	-17.2	-1.8	-18.6
-酒店	-	-	-	0.6	-33.3	-4.3	-26.4
ROA（%）	-1.0	2.2	2.0	2.1	1.2	-	-
ROE（%）	-1.9	2.8	2.8	3.0	1.6	-	-
资产周转率	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05	-	-
权益乘数	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	-	-

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

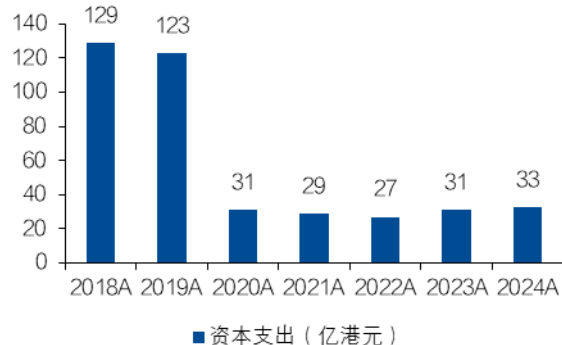
资本支出预计 2026 年起回落：资本承担反映公司未来发展投资物业的相关成本支出，截至 2025H1 公司对投资物业的发展项目资本承担总额为 121 亿港元。自杭州恒隆广场项目 2018 年拿地以来，公司对投资物业发展项目的资本承担随着项目进程逐年减少，2020~2024 年期间资本支出保持 27~33 亿港元区间，我们预计随着杭州恒隆广场零售业态于 2026 上半年开业，资本支出有望逐步回落。

图35、公司对投资物业发展项目的资本承担



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、公司历年资本支出



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

净负债率有望于 2026 年起见顶回落：2015~2017 年期间，公司保持仅个位数的净负债率水平，2018 年起，公司因投资杭州恒隆广场项目净负债率逐年提升。为了应对净负债率提升的压力，公司于 2024 年下调派息并提出以股代息政策，保留现金实力。截至 2025H1，公司净负债率为 33.5%，较 2024 年末保持稳定。我们认为随着 2026 年上半年杭州恒隆广场零售部分开业，净负债率有望于 2026 年末实现回落。

提高人民币有息负债占比，降低平均融资成本：截至 2025H1，公司平均融资成本为 3.9%，较 2024 年末下降 0.4 个百分点，足以抵消主要用作资本支出的平均借贷增加带来的更高利息支出；从有息负债的结构来看，融资成本较低的人民币定息和人民币浮息有息负债分别较 2024 年末提升 4 个和 3 个百分点至 14%和 29%。

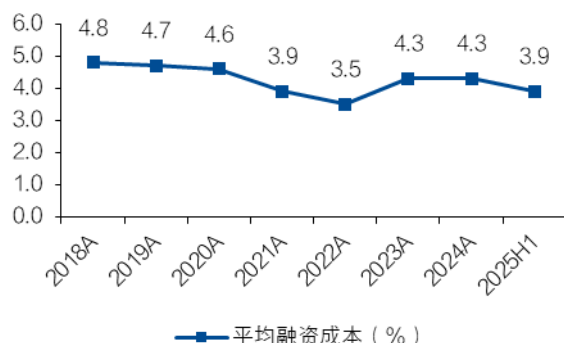
加强融资管理，保证流动性：截至 2025H1，公司有息负债总额为 548 亿港元，其中 29%的债务已被现有融资工具覆盖，其余 71%的债务将在两年后才偿还。此外，2025 年 1 月，公司成功签订港币 100 亿元五年期银团贷款协议，进一步巩固公司的流动性。截至 2025H1，公司现金及银行存款余额为 69 亿港元，备用银行承诺信贷金额未提取的结余为 217.53 亿港元。

图37、公司历年净负债率



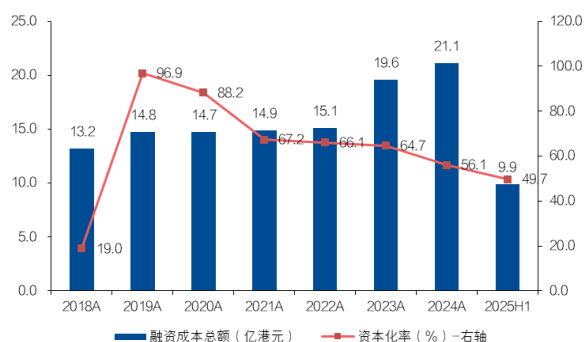
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、公司历年平均融资成本



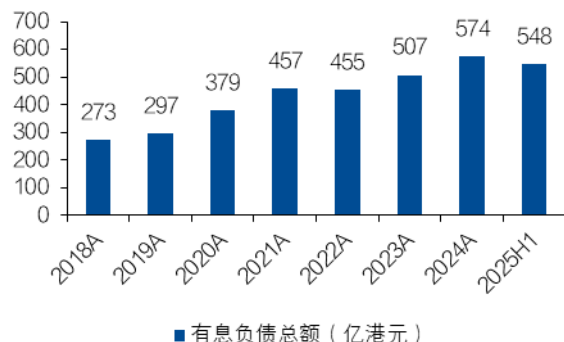
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、公司历年融资成本总额



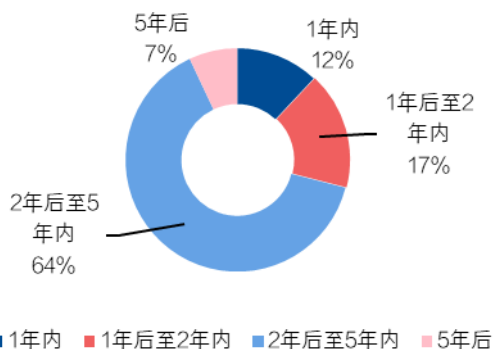
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、公司历年有息负债总额



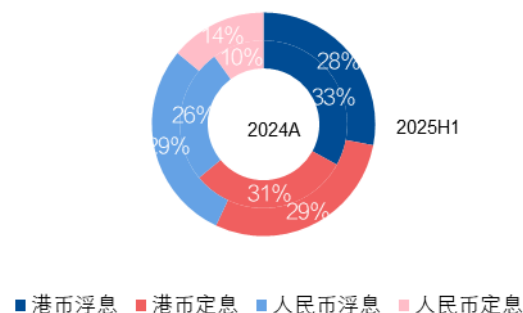
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、公司 2025H1 有息负债到期结构



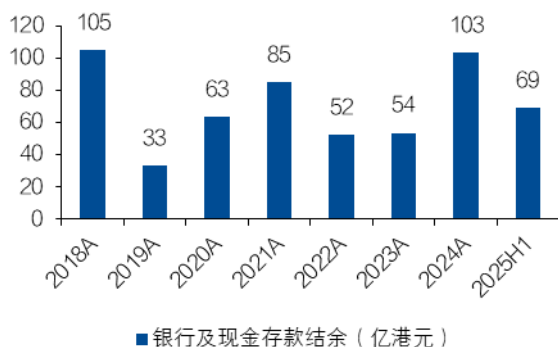
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、公司 2025H1 和 2024A 有息负债币种结构



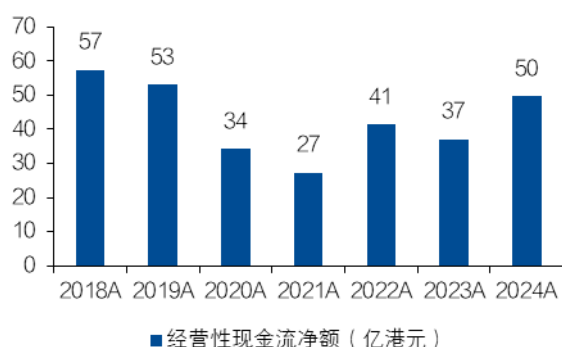
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、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

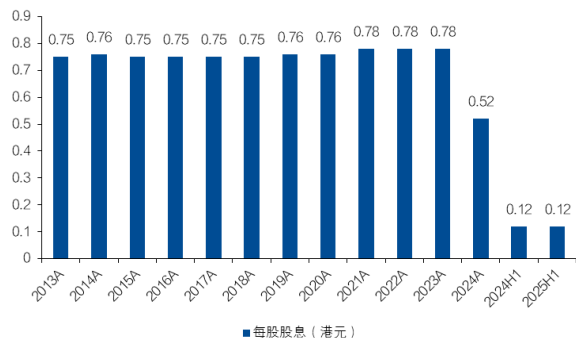
图44、公司历年经营性现金流净额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

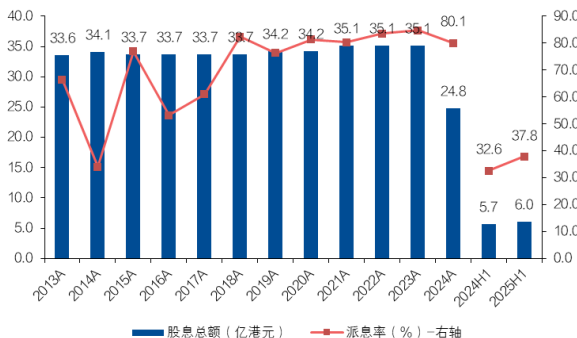
预计每股派息维持稳定，有望恢复纯现金派息：2013~2022 年期间，公司维持每股派息稳中有增且均为现金派息，2023 年末期派息首次提出以股代息方案且延续至今，2024 年首次每股派息出现大幅下滑至 0.52 港元。受以股代息政策的影响，截至 2025H1 公司总股本较 2023 年末增长 11%至 50.02 亿股。我们预计公司将维持每股派息的稳定性，在杭州恒隆广场零售部分开业后，有望恢复纯现金派息。

图45、公司历年每股派息



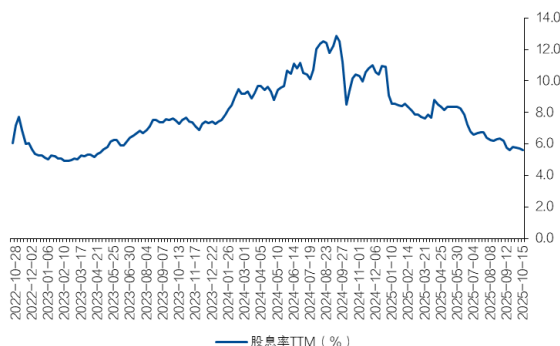
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、公司历年经常性派息总额及派息率



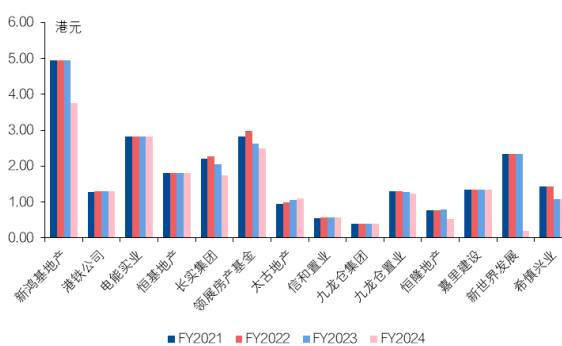
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、公司 TTM 股息率 (截至 2025/10/15)



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、香港本地股每股派息



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

五、盈利预测与估值

● 盈利预测

1) 公司于内地持有的商场随着零售额表现持续回暖，租金降幅有望逐步收窄，香港写字楼市场随着金融业扩张也有望复苏，叠加杭州恒隆广场于 2025 下半年起分阶段开业将带来增量收入，我们预计公司 2025~2027 年物业租赁收入分别同比 -1.62%/+4.63%/+5.33%。2) 因公司物业销售业务体量小，目前没有新拿地，以存量去化为主，我们预计物业销售收入保持稳定。3) 无锡锡喆寓·希尔顿格芮精选酒店和杭州恒隆文华东方酒店将分别于 2025 年和 2026 年开业，有望带来增量收入，我们预计公司 2025~2026 年酒店收入增速为 6.47%/15.97%/15.52%。4) 综上，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 103.31/107.97/113.55 亿港元，分别同比-8.1%/+4.5%/+5.2%；核心净利润分别为 28.89/29.82/31.19 亿港元，分别同比-6.6%/+3.2%/+4.6%；预计公司仍有能力维持固定派息，2025~2026 年每股派息 0.52/0.52/0.52 港元。

表7、公司盈利预测假设

年份		2024	2025E	2026E	2027E
物业租赁	营业收入（亿港元）	95.15	93.61	97.95	103.17
	同比增长率	-6.37%	-1.62%	4.63%	5.33%
	毛利率	71.08%	68.77%	68.63%	68.49%
物业销售	营业收入（亿港元）	15.38	7.69	7.69	7.69
	同比增长率	-	-50.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	-15.93%	-35.00%	-35.00%	-35.00%
酒店	营业收入（亿港元）	1.89	2.01	2.33	2.70
	同比增长率	22.73%	6.47%	15.97%	15.52%
	毛利率	-33.33%	-30.00%	-30.00%	-30.00%
每股派息（港元）		0.52	0.52	0.52	0.52

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表8、公司盈利预测结果

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万港元)	11,242	10,331	10,797	11,355
同比增长	9.0%	-8.1%	4.5%	5.2%
核心净利润(百万港元)	3,095	2,889	2,982	3,119
同比增长	-25.2%	-6.6%	3.2%	4.6%
毛利率	57.4%	59.1%	59.1%	59.1%
ROE	1.6%	2.2%	2.3%	2.4%
每股核心收益(港元)	0.65	0.57	0.57	0.59
每股股息(港元)	0.52	0.52	0.52	0.52

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

首次覆盖，给予“增持”评级：我们预计随着杭州恒隆广场分阶段开业，公司租金收入有望实现稳中有增，资本开支和净负债率均有望自 2026 年起回落，派息也有望维持稳定且恢复纯现金派息。2025 年 10 月 17 日收盘价对应 2024/2025 年股息收益率为 5.9%/5.9%，首次覆盖，给予“增持”评级。

表9、DDM 模型核心假设及结果

DDM 模型假设	
无风险利率（来自 2025.10.14 美国十年期国债收益率）	4.03%
预期风险资产回报率	7.0%
β （来自 Bloomberg）	1.058
预期股票资本回报率	7.2%
三阶段 DPS 增长率假设：	
2025~2031 年 DPS 维持 0.52 港元/股	
2032~2034 年 DPS 每年保持 3%增长	
2023 及之后 DPS 永续增长率保持 0.3%	
DPS 折现值（港元/股）	8.56

数据来源：wind，Bloomberg,兴业证券经济与金融研究院整理

表10、NAV 模型核心假设及结果

NAV 模型假设	
NPV（百万港元）	
内地商场	84842
内地写字楼	15624
香港投资物业	59782
合计	160248
有息负债（百万港元）	60376
现金及现金等价物（百万港元）	11024
NAV（百万港元）	110896
总股本（百万股）	5247
每股价值（港元/股）	21.1
折价率假设	50%
预期每股股价（港元/股）	10.57

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

表11、港资开发商 DPS 表

代码	公司	股价	市值	DPS（港元）			股息率（%）		
		（港元）	（亿港元）	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2024	FY2025E	FY2026E
00683.HK	嘉里建设	19.98	290	1.35	1.35	1.35	6.8	6.8	6.8
00014.HK	希慎兴业	15.62	160	1.08	1.08	1.07	6.9	6.9	6.9
01972.HK	太古地产	21.46	1,236	1.10	1.16	1.21	5.1	5.4	5.7
00823.HK	领展房产基金	40.04	1,043	2.72	2.68	2.70	6.8	6.7	6.7
00101.HK	恒隆地产	8.80	445	0.52	0.52	0.52	5.9	5.9	5.9
00016.HK	新鸿基地产	92.75	2,688	3.75	3.75	3.92	4.0	4.0	4.2
00012.HK	恒基地产	27.08	1,311	1.80	1.78	1.78	6.6	6.6	6.6
00083.HK	信和置业	10.15	929	0.58	0.58	0.58	5.7	5.7	5.7
01997.HK	九龙仓置业	21.54	654	1.24	1.29	1.33	5.8	6.0	6.2
01113.HK	长实集团	37.22	1,303	1.74	1.78	1.81	4.7	4.8	4.9
00066.HK	港铁公司	26.96	1,678	1.73	1.31	1.31	6.4	4.9	4.9
00019.HK	太古股份公司 A	64.15	865	3.					

平均

5.8

5.8

5.8

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

*黑体为兴业证券预测，其余预测数据为 Bloomberg 一致预期，股价为截至 2025/10/17 收盘价

表12、港资开发商 PE 表

代码	公司	股价	市值	EPS (港元)			PE			PB
		(港元)	(亿港元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2024	FY2025E	FY2026E	
00683.HK	嘉里建设	19.98	290	1.77	1.50	1.47	11.26	13.36	13.63	0.28
00014.HK	希慎兴业	15.62	160	1.86	1.75	1.75	8.40	8.94	8.95	0.25
01972.HK	太古地产	21.46	1,236	1.16	1.26	1.18	18.44	17.00	18.14	0.46
00823.HK	领展房产基金	40.04	1,043	2.25	2.89	2.50	17.79	13.87	15.99	0.65
00101.HK	恒隆地产	8.80	445	0.65	0.57	0.57	13.60	15.40	15.48	0.33
00016.HK	新鸿基地产	92.75	2,688	7.52	7.46	7.67	12.33	12.44	12.09	0.44
00012.HK	恒基地产	27.08	1,311	0.41	1.67	1.95	65.50	16.21	13.92	0.41
00083.HK	信和置业	10.15	929	0.59	0.57	0.54	17.11	17.70	18.76	0.55
01997.HK	九龙仓置业	21.54	654	1.85	2.04	2.12	11.63	10.58	10.15	0.36
01113.HK	长实集团	37.22	1,303	3.97	3.84	3.92	9.37	9.69	9.50	0.33
00066.HK	港铁公司	26.96	1,678	1.37	2.64	2.67	19.74	10.23	10.10	0.90
00019.HK	太古股份公司 A	64.15	865	4.42	6.74	8.18	14.50	9.52	7.84	0.34
平均							18.3	12.9	12.9	0.4

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

*黑体为兴业证券预测，其余预测数据为 Bloomberg 一致预期，股价为截至 2025/10/17 收盘价

● 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) 商场零售额表现不及预期:** 若项目零售额表现疲弱,拖累租金稳定性,将影响公司全年经营性现金流的稳定性。
- 3) 投资物业出租率、续租租金表现不及预期:** 宏观环境存在不确定性,令企业支出意愿和居民消费意愿承压,对公司持有写字楼业和购物中心的出租率、续租条件产生负面影响。

附表
资产负债表

单位：百万港元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	26,975	26,914	29,808	29,337
现金及银行结存	10,303	11,024	13,322	13,563
应收账款及其他应收款	3,183	2,402	2,997	2,284
待售物业	13,489	13,489	13,489	13,489
非流动资产	194,673	199,573	202,573	204,573
投资物业	166,519	166,519	166,519	166,519
发展中投资物业	24,001	28,901	31,901	33,901
其他物业、厂房及设备	2,833	2,833	2,833	2,833
合营企业权益	1,104	1,104	1,104	1,104
其他资产	76	76	76	76
递延税项资产	140	140	140	140
资产总计	221,648	226,487	232,381	233,910
流动负债	18,948	19,135	22,249	22,837
银行贷款及其他借贷	9,340	9,340	9,340	9,340
应付账款及其他应付款	9,291	9,478	12,592	13,180
应付税项	294	294	294	294
租赁负债	23	23	23	23
非流动负债	61,650	64,650	66,650	66,650
银行贷款及其他借贷	48,036	51,036	53,036	53,036
递延税项负债	13,374	13,374	13,374	13,374
租赁负债	240	240	240	240
负债合计	80,598	83,785	88,899	89,487
股本	42,051	42,051	42,051	42,051
储备	89,536	89,795	90,049	90,440
少数股东权益	9,463	10,856	11,382	11,932
股东权益合计	141,050	142,702	143,482	144,423
负债及权益合计	221,648	226,487	232,381	233,910

现金流量表

单位：百万港元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
除税前溢利	4,045	4,533	4,678	4,892
营运资金的变动	-9	969	2,518	1,301
经营活动产生现金流量	4,956	5,343	7,074	6,100
资本支出	-3,252	-4,900	-3,000	-2,000
投资活动产生现金流量	-3,173	-4,845	-2,933	-1,932
净增银行贷款	6,952	3,000	2,000	0
已付股息	-1,164	-1,747	-2,728	-2,728
融资活动产生现金流量	3,205	222	-1,842	-3,926
现金净变动	4,988	721	2,298	241

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	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,242	10,331	10,797	11,355
营业成本	-4,787	-4,223	-4,414	-4,639
毛利润	6,455	6,108	6,383	6,716
行政及其他费用	-650	-672	-702	-738
其他收入净额	35	45	18	18
投资物业公允价值变动	-937	0	0	0
净财务支出	-884	-975	-1,047	-1,130
联营及合营收益	26	26	26	26
税前利润	4,045	4,533	4,678	4,892
税项	-1,388	-1,133	-1,170	-1,223
净利润	2,657	3,399	3,509	3,669
少数股东损益	504	510	526	550
归属母公司净利润	2,153	2,889	2,982	3,119
核心净利润	3,095	2,889	2,982	3,119

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	9.0%	-8.1%	4.5%	5.2%
毛利润增长率	-12.6%	-5.4%	4.5%	5.2%
核心净利润增长率	-25.2%	-6.6%	3.2%	4.6%
盈利能力				
毛利率	57.4%	59.1%	59.1%	59.1%
核心净利率	27.5%	28.0%	27.6%	27.5%
ROE	1.6%	2.2%	2.3%	2.4%
偿债能力				
资产负债率	36.4%	37.0%	38.3%	38.3%
净负债率	33.4%	34.6%	34.2%	33.8%
流动比率	1.4	1.4	1.3	1.3
营运能力				
资产周转率	0.05	0.05	0.05	0.05
每股资料 (港元)				
每股核心收益	0.65	0.57	0.57	0.59
每股股息	0.52	0.52	0.52	0.52
每股净资产	27.5	26.1	25.2	25.3
估值比率 (倍)				
PE	19.1	15.4	15.5	14.8
PB	0.3	0.3	0.3	0.3

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 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广西交通投资集团有限公司、中港投资有限公司、中华人民共和国广东省深圳市人民政府、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳城投控股有限公司、稠州国际投资有限公司、创兴银行有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、天长市农业发展有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、中华人民共和国广东省人民政府、土耳其主权基金、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、徽商银行、运城发展投资集团有限公司、滨州智慧城市运营有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、历城国际发展有限公司、郑州城市发展集团有限公司、济南历城控股集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、Sino Trendy Investment Limited、SHENZHEN MUNICIPAL PEOPLE'S GOVERNMENT OF GUANGDONG PROVINCE OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Taixing Runjia Holdings Ltd.、CHOUZHOU INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED、Chong Hing Bank Limited、YIWU STATE-OWNED CAPITAL OPERATION CO., LTD.、TIANCHANG AGRICULTURAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Shaoxing Shangyu State-owned Capital Investment and Operation Co. Ltd.、ZHENGDDING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、People's Government of Guangdong Province of the People's Republic of China、Turkey Wealth Fund、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Huishang Bank Corporation Limited、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI'AN HOLDING GROUP CO., LTD.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 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	北 京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	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：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	香 港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk