

09928.HK 时代邻里

建议：申购

扎根湾区高速增长物管公司

2019年12月11日

招股数据

日期

招股价(港元)	4.23-5.80
总股本(亿股)	9.09
发行后市值(亿港元)	38.44-52.70
每股净资产(元)	1.04
PB (IPO后)	4.29

数据来源：招股说明书

相关报告

投资要点

- **扎根大湾区的综合物业管理公司**：时代邻里是一家综合物业管理服务供应商，总部位于广州，目前在中国 15 个城市管理了近 210 个项目，物业类型包括住宅小区、工业园区、商业物业及写字楼、多功能综合体、政府大楼、公共设施、机场、教育机构以及市政环卫项目，在管面积超过 4000 万平方米。根据中指院报告，时代邻里在 2019 年中国物业服务百强企业中位列第 13 位。
- **建议投资者积极“申购”**：截至 2018 年底，公司营业收入为 6.96 亿元人民币，净利润为 0.64 亿元，预计 2019E/2020E 的净利润分别为 1.03 和 2.01 亿元。按发售价格分别为 4.23、5.01 和 5.80 港元计算，公司发行新股后总股本为 9.08672747 亿股，总市值将分别为 38.43、45.52 和 52.70 亿港元，对应的 2020 年的 PE 分别为 17.2、20.4 和 23.6 倍。可类比上市公司新城悦服务（1755.HK）、永升生活服务（1995.HK）、奥园健康（3662.HK）和蓝光嘉宝服务（2606.HK）的 PE 分别为 24.2、20、15.3 及 12.8 倍。鉴于时代邻里在大湾区的领先地位和大湾区巨大的发展潜力，我们认为公司上市后利于扩大规模、探索智慧社区、财务实力也得到加强，有利于其长远发展，我们建议投资者“申购”。

海外房地产研究

分析师：

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人：

宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

SAC: S0190118010135

公司名称 时代邻里控股有限公司

股票代码 9928.HK

招股截止时间 2019-12-12

上市日期 2019-12-19

发行股数(亿股) 1.6182

—香港发售数(亿股) 0.16182

—国际配售数(亿股) 1.45638

发行后总股本(亿股) 9.08672747

发行价范围(港元/每股) 4.23-5.80

发行后市值(亿港元) 38.44-52.70

独家保荐人 海通国际

独家账簿管理人 海通国际

会计师 安永会计事务所

风险提示：业务扩张和收购不及预期；增值业务拓展不及预期；大湾区房地产行业增长不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

1、公司基本情况

● 公司简介

时代邻里控股有限公司（简称“时代邻里”）是一家综合物业管理服务供应商，总部位于广州，目前在中国 15 个城市管理了近 210 个项目，物业类型包括住宅小区、工业园区、商业物业及写字楼、多功能综合体、政府大楼、公共设施、机场、教育机构以及市政环卫项目，在管面积超过 4000 万平方米。

时代邻里成立于 1998，最早为时代中国开发的物业提供管理服务。经过 20 年的发展，公司在大湾区建立了稳固的业务，在管理时代中国的物业的同时，承接了大量第三方开发商的物业，并通过并购进入市政环卫业务领域。根据中指院报告，时代邻里在 2019 年中国物业服务百强企业中位列第 13 位。

图 1、时代邻里的发展历程

- 1998年 广州市时代物业管理在广州成立，开始提供物业管理服务
- 2007年 开始向广东其他城市扩张，在佛山、珠海设立分支机构
- 2011年 在长沙设立分公司
- 2015年 位列中指院公布的2015年中国物业服务百强企业第38位
2015年中国物业服务百强企业服务质量TOP10之一
- 2016年 收购广州万宁和骏安电梯，开始提供电梯销售及安装服务
- 2019年 收购广州东康并开始提供市政环卫服务
- 2019年 截止2019年6月底，公司在管物业面积达到4270万平方米（包括市政环卫项目）
位列中指院公布的2019年中国物业服务百强企业第13位

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 公司主要管理层

公司董事会由 9 名董事组成，其中 4 名执行董事，2 名为非执行董事及 3 名独立非执行董事。公司的主要管理层如下：

白锡洪先生，非执行董事兼董事会主席，主要负责就公司整体发展提供指导。其自 2018 年 8 月至 2019 年 7 月担任公司总经理。白先生于 2001 年 5 月加入时代中国集团，并自 2002 年 1 月起一直担任广州地区办事处总经理，主要负责广州市的项目开发、营销及项目管理。其亦自 2002 年 1 月起一直担任时代中国集团副总裁，并自 2008 年 2 月起担任时代中国的执行董事。其现任时代中国的战略资源管理委员会主席，主要负责整合战略业务资源。

王萌女士，公司的行政总裁，于 2019 年 8 月 26 日获委任为执行董事，主要负责公司的策略规划及整体运营。自 2019 年 7 月起，王女士一直担任广州市时代邻里的总经理，负责其整体运营及管理。

姚旭升先生，公司副总裁，于2019年8月26日获委任为执行董事，主要负责公司的日常运营及行政事务。姚先生于1998年6月加入公司，自1998年6月至2019年1月担任广州市时代物业管理总经理。其自2016年5月起一直担任广州万宁总经理，自2019年2月起一直担任本集团副总经理且自2019年8月起担任广州市时代邻里董事。

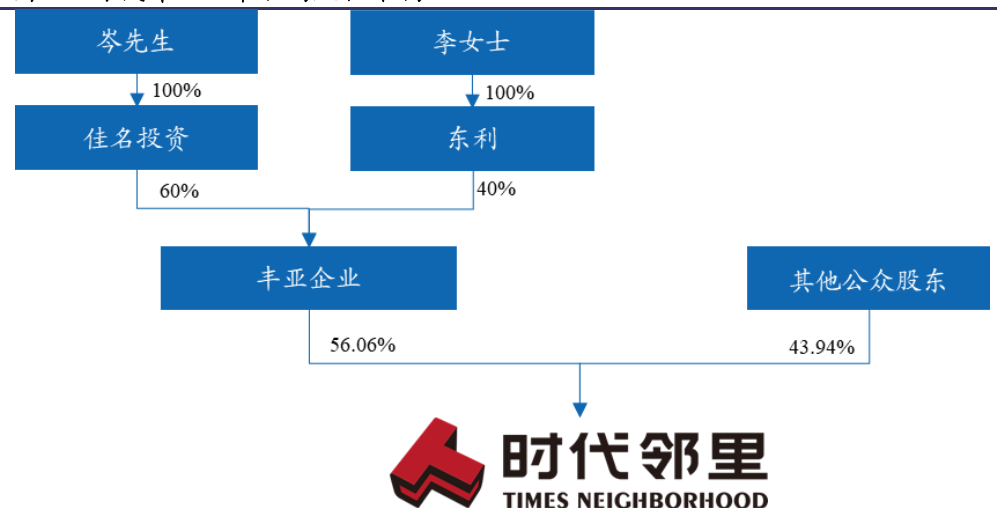
谢婉女士，公司副总裁，于2019年8月26日获委任为执行董事，主要负责公司的质量运营管理、品牌定位和推广及公共关系维护。谢女士自2017年7月加入公司，一直担任广州市时代邻里副总经理。

周锐女士，财务管理中心总经理，于2019年8月26日获委任为执行董事，主要负责公司的财务管理、资本运营及内部控制。

● 公司的股权架构

公司将通过介绍上市+IPO的形式上市，上市前是时代中国的全资子公司，1) **介绍上市**，每2.6股时代中国(1233.HK)股份获赠1股时代邻里的股份，截止目前时代中国总股本19.42亿股，介绍上市后时代邻里总股本约7.47亿股；2) **IPO**，时代邻里在介绍上市的同时会额外增发1.62亿新股，占扩大后总股本17.8%，届时，时代邻里的总股本为9.09亿股。假设时代中国老股东行使优先认购权，上市后，时代邻里的股权架构如下图所示，大股东为岑先生一致行动人，持股比例为56.07%，其他公众股东持股比例为43.93%。

图 2、时代邻里上市后的股权架构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、扎根湾区，高速增长

● 公司主营业务介绍

公司有四大主营业务，分别为物业管理服务、非业主增值服务、社区增值服务、其他专业服务。1) **物业管理服务**，为物业开发商、业主及住户提供广泛的物业管理服务，包括安保、清洁、园艺以及维修及维护服务；2) **非业主增值服务**，为物业开发商提供物业相关的业务解决方案，涵盖整个物业开发过程，如施工现场服务、销售案场服务等；3) **社区增值服务**，为业主及住户提供多元化的社区增值服务，包括公共空间租赁及停车位管理、生活服务等；4) **其他专业服务**，包括电梯服务、智能化工程服务以及市政环卫服务。

表 1、公司主营业务

业务线	主营业务
物业管理服务	为房地产开发商、业主和住户提供广泛的物业管理服务，主要包括安保、清洁、园艺以及维修和维护等服务。公司在管物业组合由住宅物业及非住宅物业组成，包括工业园、商业物业、写字楼、多功能综合体、政府大楼及公共设施、机场及教育机构。公司提供三种物业管理服务类型，包括 1) 提供基本的优质物业管理服务以满足业主及住户日常需求的「郁金香」模式；2) 为业主及住户提供提供全天候高质量「一站式」管家服务的「向日葵」模式；3) 根据高端客户的需求及喜好为其提供定制服务的「金百合」模式。
非业主增值服务	主要为物业开发商提供广泛的物业相关业务解决方案。主要包括 1) 施工现场服务（其中包括咨询及安保服务）； 2) 协销服务，即协助物业开发商展示及推广其物业，包括售前咨询、样板间管理、组织销售活动以及物业开发项目的访客接待； 3) 开荒清洁服务，包括交付前单位清洁。
社区增值服务	通过向业主提供一系列服务而提高其生活质量。1) 公共空间租赁及停车位管理； 2) 生活服务，该服务专注于业主及住户的日常需求，并在提供物业管理服务期间同时提供。公司的主要生活服务包括特色管家服务、小区购物、小区公告、账单支付服务、家电维修及保养以及小区活动组织服务。并通过公司的管家与客户的线下日常互动或借助公司的在线服务平台邻里邦提供该等服务。
其他专业服务	其他专业服务主要包括：1) 电梯服务，包括电梯销售、安装及维修保养； 2) 智能化工程服务，包括智能社区平台开发及管理、软件开发、硬件安装管理等； 3) 市政环卫服务，包括城乡道路清洁及垃圾管理。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司根据小区定位和需求提供三种物业服务模式，分别为**郁金香**、**向日葵**和**金百合**，三种模式在收取的物业管理费、人员配置、服务标准及配套设施方面有所不同。

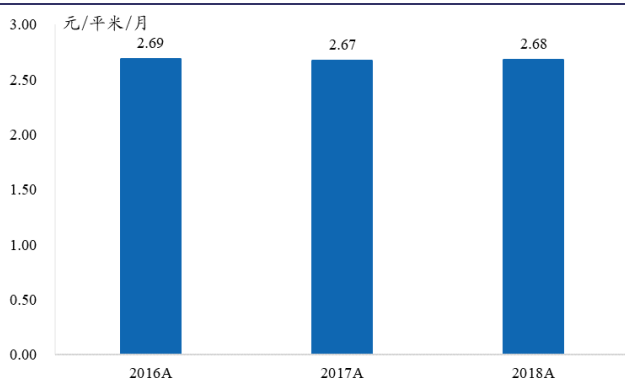
表 2、公司的三种服务模式

服务模式	郁金香	向日葵	金百合
私人活动组织（如生日派对）			✓
定制式家居保养服务			✓
第三方客户满意度调查		✓	✓
全天候 24 小时管家服务		✓	✓
定期便利服务（如空调清洗、理发及其他服务）		✓	✓
垃圾清理服务	✓	✓	✓
水电费代收服务	✓	✓	✓
小区文化活动	✓	✓	✓

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

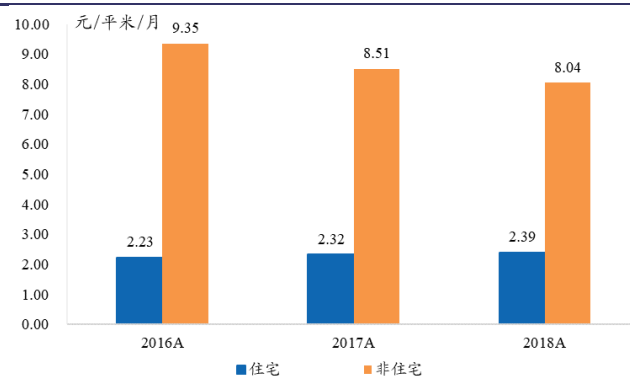
公司的平均物业管理费保持稳定，近三年来都保持在 2.68 元每平方米每月。按物业类型来看，截止 2018 年底，公司的住宅物业平均物管费为 2.39 元/平米/月，而非住宅物业的平均物管费略有降低，为 8.04 元/平米/月。

图 3、公司的平均物业管理费



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

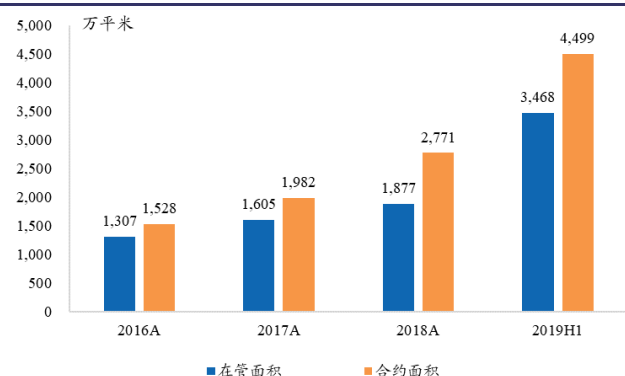
图 4、住宅和非住宅的物业管理费



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

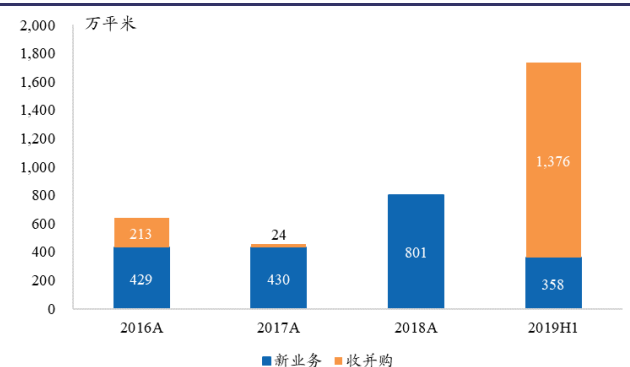
截止 2019 年 6 月底，公司在管面积达到 3468 万平米，合约面积为 4499 万平米。若考虑市政环卫的管理面积，公司的在管面积达到 4270 万平米。公司的发展内生与外延并行，从 2016 年开始公司开始在并购市场发力，2016 年、2017 年以及 2019 年上半年分别并购了 213 万平、24.3 万平和 1376 万平米。

图 5、公司的在管及合约面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、历年新增在管面积类型

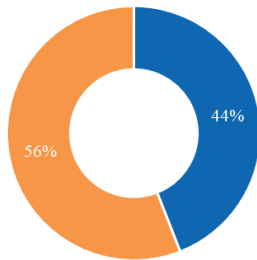


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司对母公司的依赖度并不是很大，在管面积中仅 44% 来自时代中国，56% 是来自第三方的拓展。但从收入角度，时代中国的项目的营收占比达到 65%，第三方

项目的收入占比为 35%。

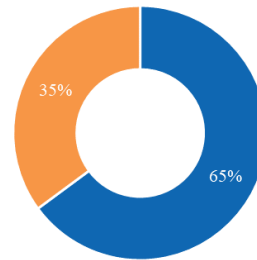
图 7、在管面积来源



■时代中国 ■第三方

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、收入贡献占比

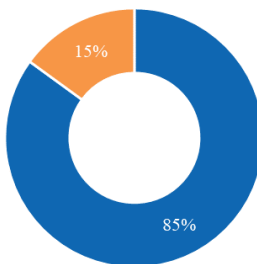


■时代中国 ■第三方

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司发起于广州，在大湾区广泛布局，在管面积有超过 80% 来自大湾区。从收入角度，公司 88% 的收入来源于大湾区。

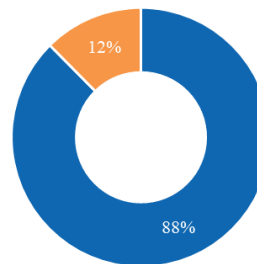
图 9、在管面积聚焦大湾区



■大湾区 ■其他区域

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、时代中国销售面积区域分布

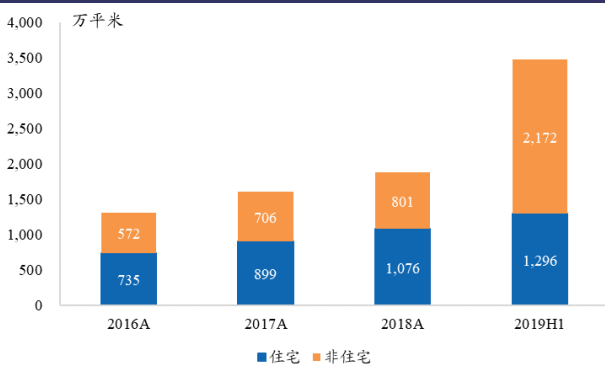


■大湾区 ■其他区域

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司拥有多元化的物业组合，截止 2019 年中期，公司在管物业总住宅达到 1296 万平方米，非住宅为 2171 万平方米，住宅的占比为 37%，非住宅为 63%。公司的非住宅物业类型包括工业园区、商业物业及写字楼、多功能综合体、政府大楼、公共设施、机场、教育机构等，以及刚刚通过并购进入的市政环卫领域。

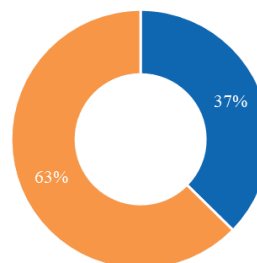
图 11、住宅和非住宅物业面积



■住宅 ■非住宅

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、物业类型占比

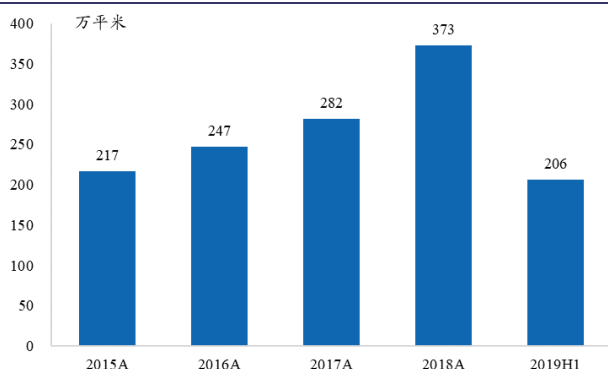


■住宅 ■非住宅

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

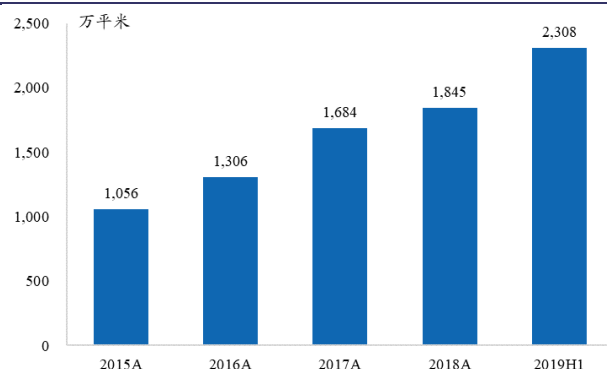
背靠时代中国，公司保持高速增长。时代中国为 2019 年中国房地产百强企业排名第 34 位。2018 年时代中国合约销售面积为 373 万平方米，预计 2019 年将超过 400 万平方米，可以为时代邻里贡献稳定的在管面积。另外，截止 2019 年底，时代中国的土地储备达到 2308 万平方米，这在未来 4-5 年也将成为时代邻里的在管物业面积。

图 13、时代中国的历年销售面积



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、时代中国土储



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

另外，公司通过收并购不断扩张在管物业的类型和面积，并进入新的业务领域。

表 3、公司主要的收并购

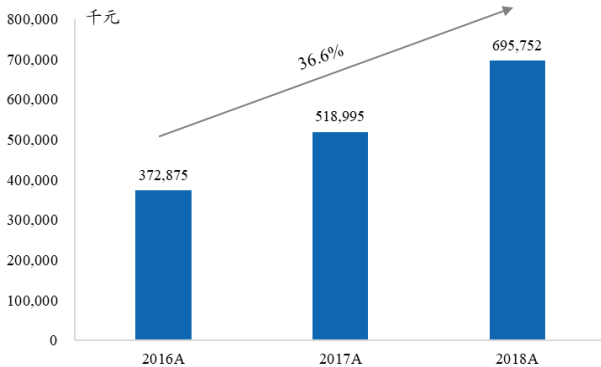
时间	并购标的	备注
2016-2-5	公司以 4400 万元收购广州万宁全部股本权益。	广州万宁主要在广州、佛山及东莞从事物业管理服务及其他相关增值服务，通过此并购，公司加大了在广州、佛山等城市的布局。
2016-8-9	以总对价人民币 2605.2 万元收购骏安电梯 70% 的股本权益	骏安电梯成立于 1996 年，从事提供电梯销售、安装、维修保养相关服务。公司借此进入电推销售和维修业务领域，并在在管物业社区开展协同业务。
2019-2-1	以总对价 4527 万元收购广州东康全部股本权益	广州东康于广东省从事向公司及政府客户提供市政环卫服务及物业管理服务。公司以此进入市政环卫业务领域。
2019-4-29	以 184.9 万元收购佛山市宜信全部股本权益	佛山市宜信于佛山市从事提供物业管理服务及其他增值服务。扩大了公司在佛山的业务规模。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、财务分析

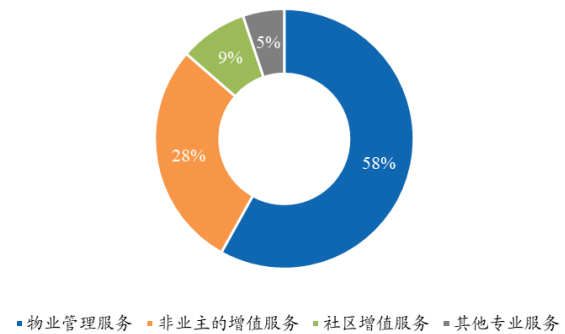
公司 2016-2018 年（年报截止日为当年 12 月 31 日）的营业收入分别为 3.73 亿元、5.19 亿元和 6.96 亿元，2016-2018 年的年复合增速达到 36.6%。公司的主营业务由 4 部分构成，分别是物业管理服务、非业主增值服务、社区增值服务和其他专业服务，占比分别为 58%、28%、9%和 5%。相对于同行，公司的增值服务及其他专业服务占比达到 42%，高于行业平均 30%的水平。

图 15、营业收入及同比增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

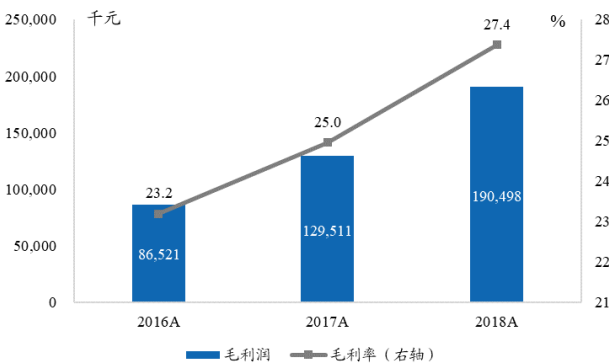
图 16、2018 年营业收入分业务占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

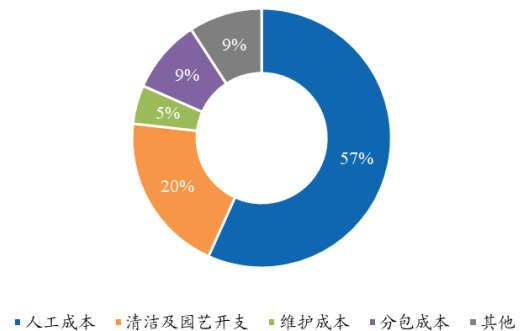
从利润率来看，公司 2018 年毛利润为 1.9 亿元，毛利率 27.4%，从 2016 年以来逐年改善。公司的成本结构里面，员工成本、清洁及园艺开支、维护成本、分包成本及其他成本占比分别为 57%、20%、5%、9%和 9%。

图 17、毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、成本拆分占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从分部毛利率来看，社区增值服务的毛利率最高，2018 年达到 55.8%，其次为非业主增值服务，2018 年毛利率为 26.2%，其他专业服务的毛利率为 25.3%，物业管理服务的毛利率提升较明显，达到 24%。从分部毛利来看，物业管理服务贡献了公司 51%的毛利，非业主增值服务、社区增值服务以及其他专业服务的毛利贡献占比分别为 27%、17%和 5%。

图 19、分部毛利率

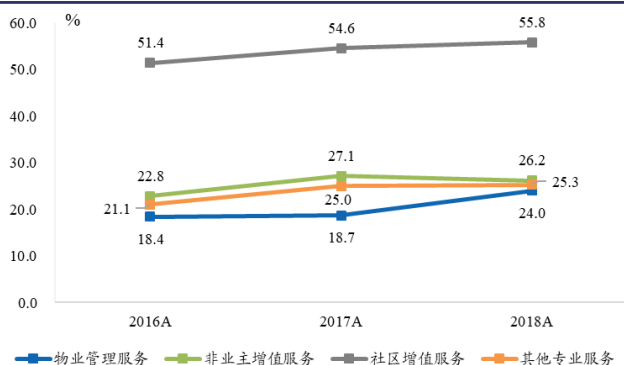
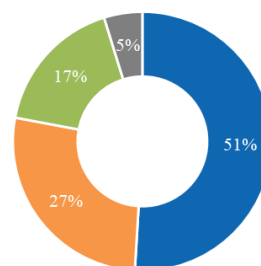


图 20、分部毛利占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年公司的销售费用率和管理费用率财务费用率分别为 1.2% 和 12.9%，基本保持稳定的费率。2018 年公司净利润为 6352.4 万元，按年同比增长 88%，净利率为 9.1%，公司的净利润和利润率都处于快速提升阶段。

图 21、销售及管理费率

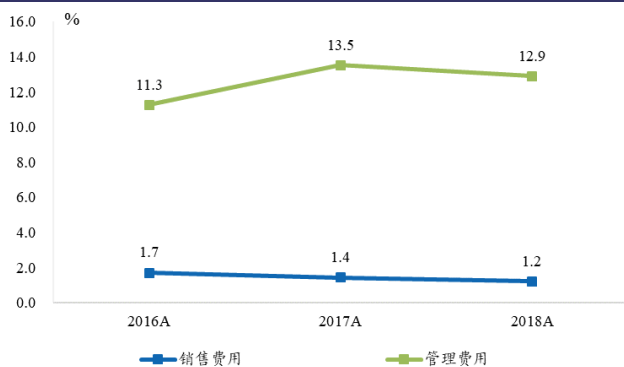
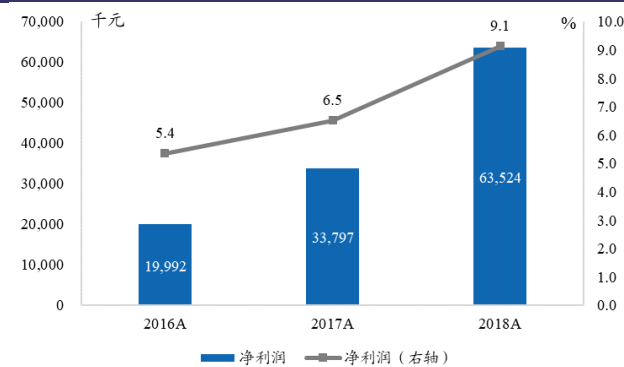


图 22、净利润及净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司 2018 年的 ROA 和 ROE 分别为 1.7% 和 61.5%，随着公司上市，公司的现金储备增多，公司的 ROE 将有所下降。从 ROE 的结构来看，公司的净利率、资产周转率和权益乘数分别为 9.1%、0.2% 和 35.3。

图 23、ROA 及 ROE

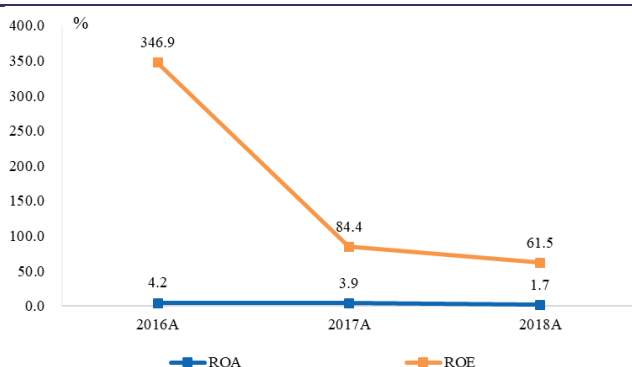
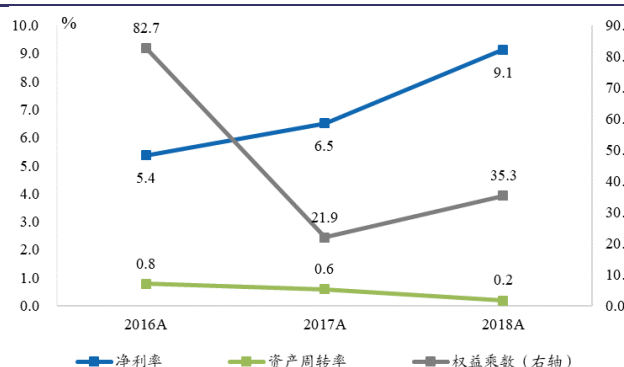


图 24、ROE 杜邦分析



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 同行业公司对比

目前港股上市的可比物业管理公司有新城悦服务（1755.HK）、永升生活服务（1995.HK）、奥园健康（3662.HK）和蓝光嘉宝服务（2606.HK）。主要营运数据对比如下：

表 4、同行业公司主要营运数据

截止于 2019H1	时代邻里	新城悦	永升生活服务	奥园健康	蓝光嘉宝服务
在管面积（万平方米）	3,468	4,443	4,902	1,198	6,331
储备面积（万平方米）	1,031	8,837	3,721	--	1,538
覆盖城市个数	15	--	63	29	69
项目个数	210	--	286	75	436
营业收入（百万元）	455.7	856.3	708.6	392.9	933.3
净利润（百万元）	41.8	124.1	90.5	89.9	186.8
毛利率（%）	26.9	29.2	29.7	39.6	33.9
净利率（%）	9.2	14.47	12.8	22.9	20.0

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、估值及申购建议

● 募集资金用途说明

假设发售价为每股发售股份 5.01 港元，经扣除就全球发售相关包销佣金及其他开支，预计将收取的全球发售所得款项净额将约为 7.692 亿港元。其中，65% 将用于业务扩张，寻求选择性战略投资、收购机会和发展战略联盟；15% 用于打造智慧社区，购买及升级用于物业管理项目的各类智能设施，提高工作效率、客户服务质量及降低人工成本；10% 用于发展一站式服务平台；10% 资金用于补充营运资金等。

● 估值与申购建议

目前港股上市的 9 物业管理公司平均估值为 2019E/2020E 的 28.0/20.6 倍，9 家公司对应 2020 年 PE 范围为 8.6-32.7 倍。

表 5、行业估值表

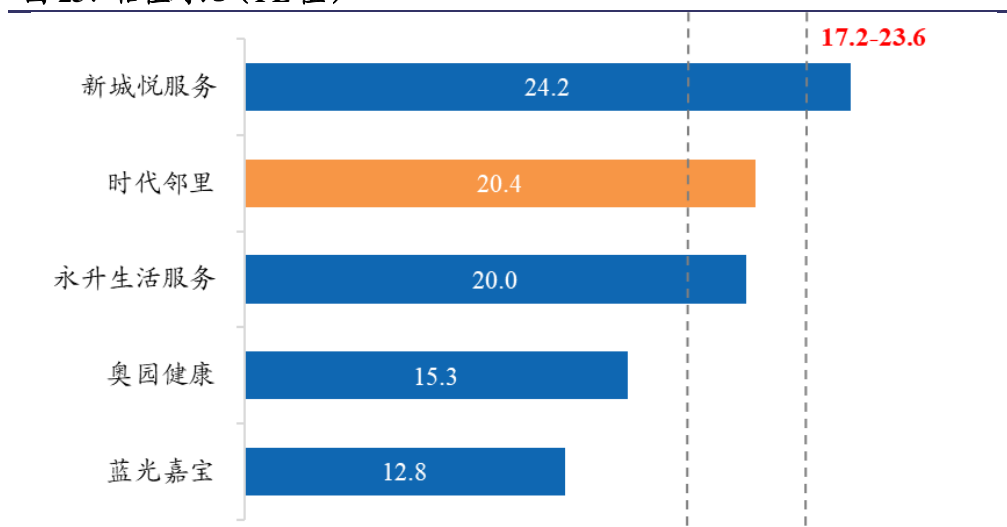
代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS			PE			PB 2018A	息率 (%)	ROE (%)
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E			
1755.HK	新城悦服务	11.00	90	0.24	0.28	0.41	41.3	35.5	24.2	9.2	1.0	30
1778.HK	彩生活	4.36	62	0.38	0.39	0.46	10.3	10.0	8.6	1.7	4.1	20
1995.HK	永升生活服务	4.75	73	0.09	0.15	0.21	47.5	28.5	20.0	6.3	0.5	18
2669.HK	中海物业*	4.85	159	0.12	0.16	0.20	40.4	30.3	24.3	12.3	0.8	41
2869.HK	绿城服务	8.58	239	0.15	0.22	0.28	51.5	35.1	27.6	8.7	0.9	23
3319.HK	雅生活服务	25.55	341	0.62	0.87	1.15	37.1	26.4	20.0	5.4	1.3	23
3662.HK	奥园健康	6.03	44	0.17	0.22	0.35	31.9	25.2	15.3	5.0	1.1	66
6098.HK	碧桂园服务	25.95	703	0.37	0.54	0.71	63.1	43.1	32.7	13.8	0.4	50
2606.HK	蓝光嘉宝	50.40	90	1.68	2.50	3.55	27.0	18.1	12.8	19.1	0.0	67
	平均						38.9	28.0	20.6	7.8	1.3	34

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

*中海物业为港币报表

截至 2018 年底，公司营业收入为 6.96 亿元人民币，净利润为 0.64 亿元，预计 2019E/2020E 的净利润分别为 1.03 和 2.01 亿元。按发售价格分别为 4.23、5.01 和 5.80 港元计算，公司发行新股后总股本为 9.08672747 亿股，总市值将分别为 38.43、45.52 和 52.70 亿港元，对应的 2020 年的 PE 分别为 17.2、20.4 和 23.6 倍。可类比上市公司新城悦服务(1755.HK)、永升生活服务(1995.HK)、奥园健康(3662.HK)和蓝光嘉宝服务(2606.HK)的 PE 分别为 24.2、20、15.3 及 12.8 倍。

图 25、估值对比 (PE 值)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

鉴于时代邻里在大湾区的领先地位和大湾区巨大的发展潜力，我们认为公司上市后利于扩大规模、探索智慧社区、财务实力也得到加强，有利于其长远发展，我们建议投资者“申购”。

5、风险提示

业务扩张和收购不及预期；增值业务拓展不及预期；大湾区房地产行业增长不及预期。

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注册为证券分析师，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：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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%
		审慎增持	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兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、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。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。