

00960.HK 龙湖集团

港股通（沪、深）

买入（维持）

加大投资强度，销售稳步增长

2019年7月15日

市场数据

日期	2019.7.12
收盘价(港元)	31.15
总股本(亿股)	59.59
总市值(亿港元)	1856.31
总资产(亿元)	5068.84
净资产(亿元)	816.61
每股净资产(元)	13.75

数据来源: Wind

相关报告

《上市十年里程碑,成长与价值并重》20190327

《销售稳步推进,土储深化布局》20181222

《四大核心业务均衡发展》跟踪报告 20180823

《合约销售保持规模,土地储备稳健扩张》20180725

《稳稳的幸福》20180326

海外房地产研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

严宁馨

yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190118100175

事件

- 据公司6月销售数据,公司实现合约销售金额214亿元,同比增长2.1%;合约销售面积为126万平方米,同比下降12.4%。截至上半年,公司实现合约销售金额1056亿元,同比增长8.8%,合约销售面积为651万平方米,同比增长3.4%。
- 据公司6月拿地数据,公司单月新增土地储备项目17个,合计建筑面积为248万平方米,其中权益建筑面积为181万平方米。截至6月,公司新增土地储备项目50个,合计建筑面积为731万平方米,权益建筑面积为565万平方米。

投资要点

- **维持“买入”评级,目标价33.8港元。**龙湖保持一贯稳健,销售稳步推进;土地市场回避火爆的3-4月,但仍补充了充足的土储,整体土地布局仍然以核心一二线城市为主,土地质量保持高水平。公司的商业运营渐入佳境,今年还会有9个商场投入运营,租金收入规模预计全年可达50亿。我们维持龙湖集团“买入”评级以及行业首选,目标价33.8港元,对应2019/2020年PE为10/8倍。公司的派息比例达到45%,当前股息收益率为3.3%,在当前降息环境下,能够产生稳定现金流并丰厚派息的公司的价值将重估,推荐投资者积极关注。
- **上半年销售增速平稳,保持规模。**2019年6月单月,公司实现销售金额214亿元,同比增长2.1%。销售面积为126万平方米,同比下降12.4%。截至上半年公司累计实现销售金额1056亿元,同比增长8.8%,行业排名第十位;销售面积为651万平方米,同比增长3.4%。较全年2200亿元的销售目标,当前完成度达到48%,预计公司全年销售有望突破2400亿元。从销售分布上看,西部、环渤海、长三角、华中和华南地区分别占比26%、24%、33%、10%、7%。
- **拿地力度提升,一二线为主拓展土储。**公司上半年累计新增土地储备731万平方米,其中权益新增土储为565万平方米,权益比例为77%,保持较高水平。较2018年公司提升了投入力度,上半年新增项目的总土地款为699亿元,占销售金额的比例为66%,同比提升7.5个百分点。截至2019年上半年,公司的总土地储备大约为6720万平方米。从拿地的分布上看,在一线、二线及强三线城市拿地金额占比较去年(96%)略有下降,但比重仍旧超过90%,期内公司新进入咸阳、漳州、中山、茂名四个城市。
- **拿地成本提升,尤其体现在二线及强三线城市。**上半年土地市场升温明显,多个热点二线城市土地溢价率快速增长。公司上半年80%新获取的项目均位于高能级城市,上半年平均新增土地成本为9517元/平米,较去年新增成本提升80%。公司3、4月新增土地成本增长为上半年最高,两个月里公司共计新增10个土地项目,除茂名外均为核心的一二线城市拿地,如北京、大连、杭州、青岛、厦门等深耕市场。

风险提示: 宏观经济增长放缓、行业限制政策加严、流动性收紧、公司销售不及预期、人民币贬值。

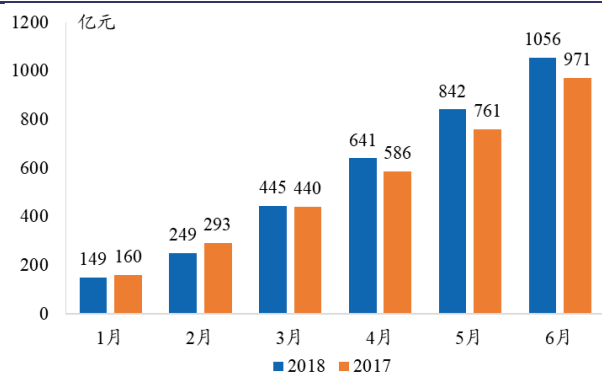


报告正文

- **上半年销售增速平稳，保持规模。**2019年6月单月，公司实现销售金额214亿元，同比增长2.1%。销售面积为126万平方米，同比下降12.4%。截至上半年公司累计实现销售金额1056亿元，同比增长8.8%，行业排名第十位；销售面积为651万平方米，同比增长3.4%。较全年2200亿元的销售目标，当前完成度达到48%，预计公司全年销售有望突破2400亿元。从销售分布上看，西部、环渤海、长三角、华中和华南地区分别占比26%、24%、33%、10%、7%。
- **拿地力度提升，一二线为主拓展土储。**公司上半年累计新增土地储备731万平方米，其中权益新增土储为565万平方米，权益比例为77%，保持较高水平。较2018年公司提升了投入力度，上半年新增项目的总土地款为699亿元，占销售金额的比例为66%，同比提升7.5个百分点。截至2019年上半年，公司的总土地储备大约为6720万平方米。从拿地的分布上看，在一线、二线及强三线城市拿地金额占比较去年（96%）略有下降，但比重仍旧超过90%，期内公司新进入咸阳、漳州、中山、茂名四个城市。
- **拿地成本提升，尤其体现在二线及强三线城市。**上半年土地市场升温明显，多个热点二线城市土地溢价率快速增长。公司上半年80%以上新获取的项目均位于高能级城市，上半年平均新增土地成本为9517元/平米，较去年新增成本提升80%。公司3、4月新增土地成本增长为上半年最高，两个月里公司共计新增10个土地项目，除茂名外均为核心的一二线城市拿地，如北京、大连、杭州、青岛、厦门等深耕市场。
- **维持“买入”评级，目标价33.8港元。**龙湖保持一贯稳健，销售稳步推进；土地市场回避火爆的3-4月，但仍补充了充足的土储，整体土地布局仍然以核心一二线城市为主，土地质量保持高水平。公司的商业运营渐入佳境，今年还会有9个商场投入运营，租金收入规模预计全年可达50亿。我们维持龙湖集团“买入”评级以及行业首选，目标价33.8港元，对应2019/2020年PE为10/8倍。公司的派息比例达到45%，当前股息收益率为3.3%，在当前降息环境下，能够产生稳定现金流并丰厚派息的公司价值将重估，推荐投资者积极关注。
- **风险提示：**宏观经济增长放缓、行业限制政策加严、流动性收紧、公司销售不及预期、人民币贬值。

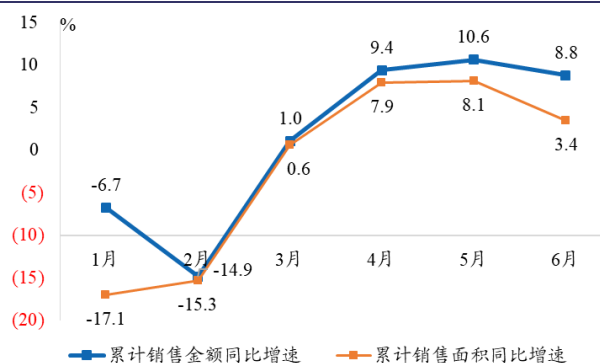
附图表

图1、公司的累计销售金额



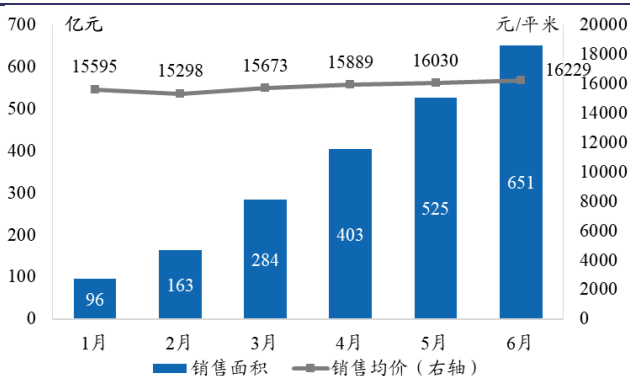
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司的销售金额和面积的增速



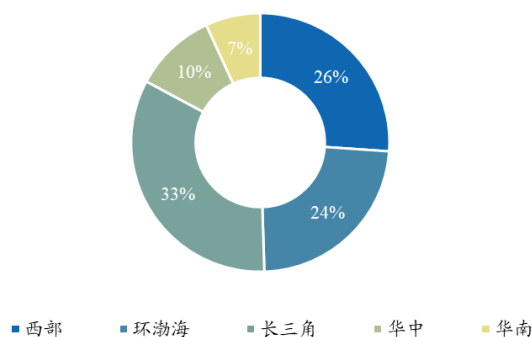
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司的销售面积和均价



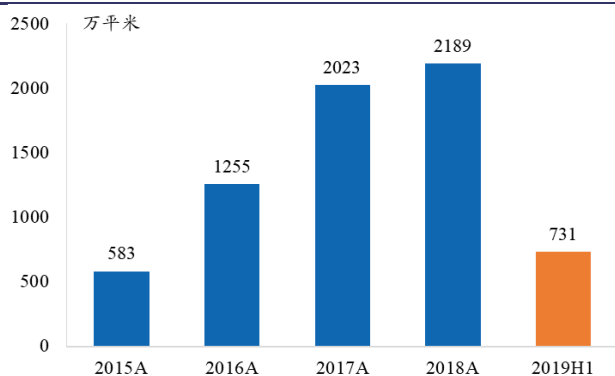
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司的销售金额按区域分布



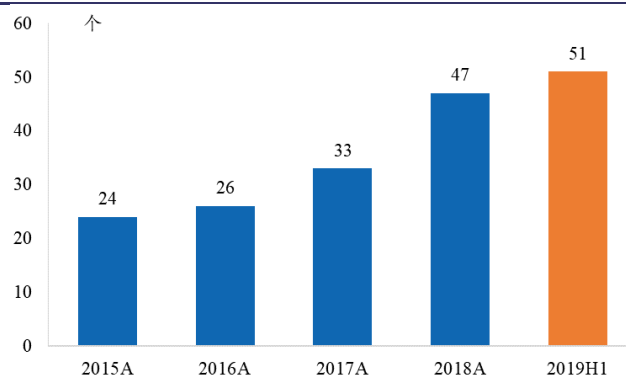
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司的新增土地储备面积



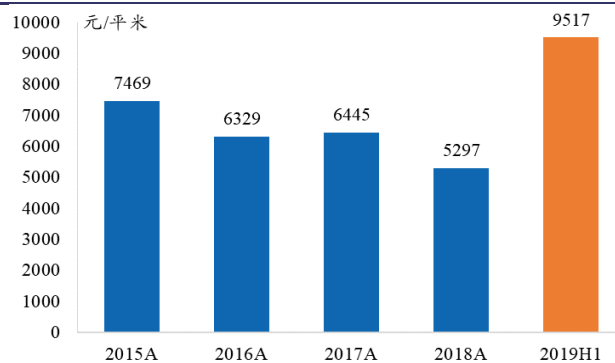
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司已覆盖城市个数



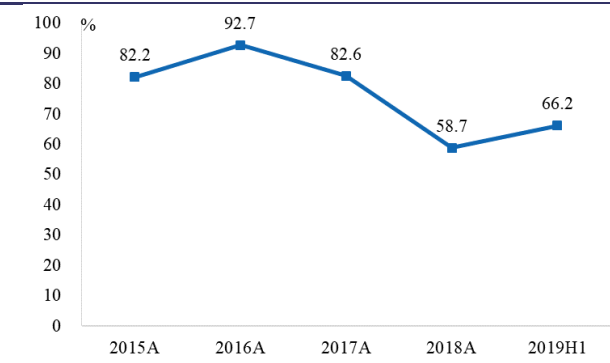
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司的新增土地平均成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司的拿地金额/销售金额



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表1、公司上半年的拿地情况

区域	权益	GFA (万平方米)	%	权益 GFA (万平方米)	%	占地面积 (万平方米)	%	土地款 (亿元)	%	权益土地款 (亿元)	%	楼面地价 (元/平米)	获取项目数量 (幅)
长三角	79%	192	26%	152	27%	90	29%	246	35%	191	35%	12813	13
环渤海	80%	149	20%	119	21%	68	22%	137	20%	107	20%	9234	12
西部	73%	146	20%	107	19%	71	23%	99	14%	71	13%	6749	9
华中	70%	114	16%	80	14%	33	11%	65	9%	44	8%	5671	6
华南	81%	130	18%	106	19%	49	16%	151	22%	125	23%	11596	10
东北	-	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	-	0

城市	权益	GFA (万平方米)	%	权益 GFA (万平方米)	%	占地面积 (万平方米)	%	土地款 (亿元)	%	权益土地款 (亿元)	%	楼面地价 (元/平米)	获取项目数量 (幅)
一线	56%	76	10%	43	8%	30	10%	132	19%	75	14%	17271	6
二线	77%	505	69%	387	69%	219	70%	461	66%	364	68%	9135	37
强三线	100%	47	6%	47	8%	19	6%	52	7%	52	10%	11044	3
其他	84%	104	14%	88	16%	43	14%	54	8%	47	9%	5168	4

时间	权益	GFA (万平方米)	%	权益 GFA (万平方米)	%	占地面积 (万平方米)	%	土地款 (亿元)	%	权益土地款 (亿元)	%	楼面地价 (元/平米)	获取项目数量 (幅)
1月	66%	187	26%	123	22%	70	22%	132	19%	81	15%	7066	8
2月	81%	71	10%	57	10%	24	8%	53	8%	44	8%	7469	5
3月	90%	45	6%	40	7%	16	5%	71	10%	54	10%	15916	6
4月	100%	32	4%	32	6%	14	5%	56	8%	56	10%	17615	4
5月	88%	149	20%	132	23%	79	26%	162	23%	141	26%	10851	10
6月	73%	248	34%	181	32%	107	34%	224	32%	163	30%	9037	17
合计	77%	731		565		311		698		537		9543	50

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、主要上市公司6月份的销售数据

代码	公司	6月份				1-6月份				全年目标 (亿元)	完成度 (%)
		金额	同比	面积	同比	金额	同比	面积	同比		
0960.HK	龙湖集团	214	2.1	126	(12.4)	1056	8.8	651	3.4	2200	48.0
2007.HK	碧桂园	604	(18.8)	664	(17.9)	2820	-	3128	-	-	-
3333.HK	中国恒大	503	0.4	465	(2.0)	2818	(7.4)	2620	(9.8)	6000	47.0
2202.HK	万科企业	664	1.2	489	8.8	3340	9.6	2150	5.6	6452	51.8
1918.HK	融创中国	508	10.5	348	14.7	2142	11.8	1472	23.0	5500	38.9
0688.HK	中国海外	512	34.2	251	9.4	1942	28.7	922	8.9	3500	55.5
1030.HK	新城发展控股	295	5.2	253	7.5	1224	28.4	1050	35.5	2700	45.3
3900.HK	绿城中国	190	11.1	112	41.8	743	(2.1)	403	0.5	2000	37.2
0813.HK	世茂房地产	284	36.8	153	20.2	1003	38.7	556	23.3	2100	47.8
0817.HK	中国金茂	240	60.3	101	91.3	785	9.3	358	70.6	1500	52.3
0884.HK	旭辉控股	223	47.0	124	20.9	884	33.9	509	18.0	1900	46.5
2777.HK	富力地产	160	18.5	172	76.2	602	5.7	552	25.0	1600	37.6
3383.HK	雅居乐集团	124	47.2	94	35.8	579	24.3	404	13.7	1130	51.2
3377.HK	远洋集团	167	16.3	84	10.3	601	33.2	285	23.6	1400	42.9
3380.HK	龙光地产	109	63.3	85	111.2	453	27.7	339	85.9	850	53.3
3883.HK	中国奥园	153	27.8	153	19.6	536	33.1	532	35.1	1141	47.0
2868.HK	首创置业	157	(22.5)	62	23.6	405	12.4	163	28.2	800	50.7

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

0123.HK	越秀地产	80	(11.7)	39	(8.8)	369	31.9	164	19.2	680	54.3
1813.HK	合景泰富	76	10.9	51	20.8	322	(0.7)	212	11.9	850	37.9
1966.HK	中骏集团	102	192.9	83	227.4	370	77.5	297	80.3	700	52.9
1628.HK	禹洲地产	72	138.0	48	147.3	285	32.5	185	18.0	670	42.5
1233.HK	时代中国	61	10.0	39	30.9	312	20.1	206	36.9	700	44.6
	平均		30.9		39.8		21.8		26.5		46.9

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

表3、行业估值表(截至 20190712)

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS		PE		PB	息率 (%)	ROE (%)
				2018A	2019E	2018A	2019E	2018A		
0960.HK	龙湖集团	31.15	1856	2.20	2.79	12.5	9.8	1.9	3.6	21.3
0081.HK	中海宏洋	4.23	145	0.73	0.93	5.1	4.0	0.7	3.4	14.7
0123.HK	越秀地产	1.88	291	0.22	0.21	7.5	7.8	0.8	4.9	8.2
0337.HK	绿地香港	3.13	87	0.61	0.73	4.5	3.8	0.6	6.4	16.5
0604.HK	深圳控股	2.88	243	0.42	0.43	6.0	6.0	0.6	6.3	8.2
0688.HK	中国海外	28.70	3144	4.10	4.43	6.2	5.7	1.1	3.1	16.4
0813.HK	世茂房地产	23.55	778	2.65	3.48	7.8	6.0	1.1	5.1	15.1
0817.HK	中国金茂	4.90	568	0.44	0.58	9.8	7.4	1.4	4.5	15.2
0884.HK	旭辉控股	5.62	443	0.70	0.89	7.1	5.6	1.5	5.3	23.3
1030.HK	新城发展控股	7.58	447	0.96	1.32	6.9	5.1	1.9	5.5	42.3
1109.HK	华润置地	34.70	2405	2.80	3.50	10.9	8.7	1.5	3.6	18.4
1233.HK	时代中国	14.78	287	2.40	2.70	5.4	4.8	1.4	5.3	27.1
1238.HK	宝龙地产	4.72	189	0.44	0.59	9.4	7.0	0.6	6.4	10.8
1628.HK	禹洲地产	3.81	183	0.78	0.89	4.3	3.7	0.8	8.3	19.5
1777.HK	花样年控股	1.36	78	0.13	0.21	9.5	5.7	0.5	2.9	5.7
1813.HK	合景泰富	8.01	254	1.28	1.64	5.5	4.3	0.8	8.0	14.3
1918.HK	融创中国	37.85	1680	3.79	5.50	8.8	6.1	2.6	2.5	32.9
1966.HK	中骏集团	4.07	168	0.88	0.97	4.1	3.7	0.9	5.2	24.2
2007.HK	碧桂园	11.42	2474	1.61	1.99	6.2	5.1	1.8	4.9	32.2
2777.HK	富力地产	14.60	470	2.60	4.16	4.9	3.1	0.6	9.6	12.9
3301.HK	融信中国	10.62	183	1.38	1.96	6.8	4.8	1.2	3.4	18.7
3377.HK	远洋集团	3.37	257	0.47	0.63	6.3	4.7	0.5	6.3	7.4
3380.HK	龙光地产	12.86	705	1.28	1.83	8.8	6.2	2.1	5.8	31.5
3383.HK	雅居乐集团	10.72	420	1.84	1.98	5.1	4.8	0.9	9.3	18.4
3883.HK	中国奥园	11.12	299	0.90	1.61	10.9	6.1	2.2	3.8	21.9
3900.HK	绿城中国	6.20	135	0.18	1.23	30.3	4.4	0.4	4.4	3.7
	平均					8.1	5.5	1.2	5.3	18.5

资料来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院

注: 粗体部分为兴业证券预测, 其余为 Wind 一致预测

附表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	233,668	254,311	279,431	312,410
货币资金	26,642	28,008	33,178	32,515
发展中物业	151,421	159,468	173,225	197,946
应收账款	14,184	17,284	21,776	27,641
其他流动资产	29,843	29,843	29,843	29,843
存货	11,578	19,709	21,410	24,465
非流动资产	129,096	139,091	148,077	156,054
物业、厂房及设备	863	858	844	821
预付租赁款项	37,139	37,139	37,139	37,139
投资物业	68,095	78,095	87,095	95,095
联合营公司权益	13,193	13,193	13,193	13,193
其他非流动资产	6,343	6,343	6,343	6,343
递延税项资产	3,463	3,463	3,463	3,463
资产总计	362,764	393,402	427,508	468,464
流动负债	177,494	190,994	203,298	219,637
短期借款	5,589	8,640	9,540	10,440
应付账款	156,695	167,143	178,547	193,985
应付税项	15,211	15,211	15,211	15,211
非流动负债	79,091	85,039	93,139	101,239
长期借款	71,816	77,764	85,864	93,964
长期应付款	658	658	658	658
递延所得税负债	6,618	6,618	6,618	6,618
负债合计	256,585	276,034	296,438	320,876
股本	514	514	514	514
储备	70052	77246	86054	96673
少数股东权益	35612	39608	44502	50401
股东权益合计	106,179	117,368	131,070	147,588
负债及权益合计	362,764	393,402	427,508	468,464

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	16478	20891	21754	27225
折旧和摊销	41	105	340	430
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	45	75	98	106
所得税开支	10075	16592	17799	22275
营运资金的变动	-7642	-42535	-10985	-11301
经营活动产生现金流量	8608	-21907	10650	15849
投资活动产生现金流量	-19454	-18480	-9442	-9389
融资活动产生现金流量	22209	36462	1560	-294
现金净变动	11362	-3926	2767	6166
现金的期初余额	17258	28620	45083	47850
现金的期末余额	28,620	45,083	47,850	54,016

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	72,075	115,798	155,974	202,500
营业成本	47,639	76,270	106,019	139,560
其它收益	742	1,535	1,323	1,376
销售费用	1,797	3,193	4,367	5,468
管理费用	3,267	5,397	7,331	9,315
营业利润	20,219	31,902	39,008	48,962
财务费用	45	75	98	106
公允价值变动	4,511	5,012	0	0
投资收益	1,868	643	643	643
税前盈利	26,554	37,483	39,553	49,500
所得税	10075	16592	17799	22275
税后盈利	16,478	20,891	21,754	27,225
少数股东损益	3,880	4,654	5,439	6,806
归属母公司净利润	12,599	16,237	16,316	20,419
核心 EPS(元)	1.68	2.20	2.79	3.49

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性(%)				
营业收入	31.5	60.7	34.7	29.8
营业利润	59.6	57.8	22.3	25.5
核心净利润	25.8	31.5	27.0	25.1
盈利能力(%)				
毛利率	33.9	34.1	32.0	31.1
净利率	13.6	11.1	10.5	10.1
ROE	17.9	19.9	18.0	20.0
偿债能力(%)				
净资产负债率	47.7	52.9	52.2	48.4
流动比率	1.3	1.5	1.5	1.5
营运能力(次)				
资产周转率	19.9	22.8	28.8	34.3
应收帐款周转率	5.1	5.1	5.2	5.2
每股资料(元)				
每股核心收益	1.7	2.2	2.8	3.5
每股净资产	12.2	14.0	15.5	17.4
估值比率(倍)				
PE	16.5	12.6	9.9	7.9
PB	2.3	2.0	1.8	1.6

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.xyqz.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、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、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、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、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、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、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、建发国际投资集团有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、羚邦集团有限公司、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和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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，并应同时考虑各自的投资目的、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。