

中国海外发展 (00688.HK)

调控加码助推央企龙头市占率提升，超低估值性价比优

20年销售超额完成目标，在手土地储备充裕支撑未来稳健增长。公司公告2020年地产销售金额人民币3607亿元，同比增长12.5%，超额完成全年目标；销售面积1917万平米，同比增长6.8%。根据克而瑞数据，公司20年销售金额排名全国第6，销售增速高于前十名房企整体。公司品牌美誉度高，区域布局良好，同时考虑到公司土地储备充裕，可售货值充足（20年上半年末可售货值1.3万亿，与20年销售金额比约为3.6倍），预计2021年公司地产销售仍有望实现10%以上稳健增长。

“三条红线”与地产贷款管控背景下利于央企龙头市占率提升。20年下半年起“三条红线”与“房贷集中度管理”等重磅政策连续出台，分别从资金需求端与供给端加强对地产行业融资行为管控。在此背景下，预计行业供给侧改革将加速，此前杠杆较高的激进房企融资将受到严格限制，市场份额将向经营稳健、杠杆率低的龙头企业进一步集中。公司长期坚持高盈利低杠杆的经营战略，资产负债率、净负债率、现金短债比等均处于行业最健康的区间，同时公司作为央企龙头，融资渠道顺畅，成本较低，具备在合规要求下进一步扩张的空间，未来有望实现市场份额的持续提升。

推出更大范围股权激励彰显未来发展信心。2020年11月24日，公司公告授予新一批股票期权激励计划，授予数量2.86亿股，约占总股本的2.6%，授予对象为1131名董监高与其他核心技术及管理人员，认购价为18.724港币/股。公司于2018年6月推出第一批激励计划，授予数量占扩大后总股本的1%，第二批授予数量更大，范围更广，彰显公司对于未来发展信心。

预计短期股价受到交易因素影响，当前估值已极具性价比。由于此前中建集团被美国列入“涉军制裁清单”，预计部分外资出于潜在合规风险减持。公司股价近两个月下跌24%，显著跑输地产板块。公司当前PE(ttm)仅3.8倍，PB(lf)仅0.53倍，已经处于历史最低区间，并显著低于港股其他上市龙头房企。预期2020年股息率可达约7%，当前估值已极具性价比。

投资建议：我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为430/484/537亿元，同比增长3%/13%/11%，EPS分别为3.92/4.42/4.90元。公司当前股价对应2020-2022年PE分别为3.3/2.9/2.7倍，港股及A股龙头房企平均PE分别为5.5/4.6/4.0倍，考虑到公司作为央企龙头战略稳健，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：地产调控政策持续收紧，美国制裁升级风险，盈利能力下滑超预期风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	150,234	163,651	189,416	223,523	257,384
增长率 yoy (%)	8.2	8.9	15.7	18.0	15.1
归母净利润(百万港元)	39,342	41,618	42,954	48,415	53,676
增长率 yoy (%)	15.5	5.8	3.2	12.7	10.9
EPS最新摊薄(港元/股)	3.59	3.80	3.92	4.42	4.90
净资产收益率(%)	15.9	14.8	13.3	13.0	12.6
P/E(倍)	3.6	3.4	3.3	2.9	2.7
P/B(倍)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3

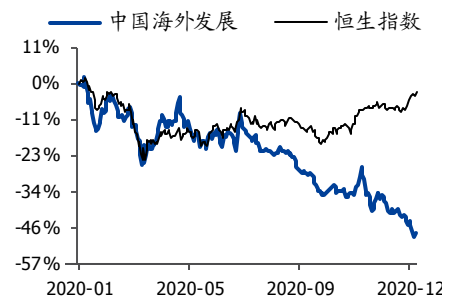
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	房地产开发
最新收盘价(港元)	15.62
总市值(百万港元)	171,102.81
总股本(百万股)	10,954.09
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	1,001.70

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

研究助理 程坚

邮箱: chengjian@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万港元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	496834	560632	680275	751404	821429
现金	84208	92895	146046	129866	140460
应收票据及应收账款	46752	54401	62677	75483	83607
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	335508	390982	449198	523701	575008
其他流动资产	30366	22354	22354	22354	22354
非流动资产	138710	163264	186375	212125	239718
长期投资	23380	36306	42239	49212	57202
固定资产	3212	3540	4886	7288	10208
无形资产	523	536	573	626	616
其他非流动资产	111595	122882	138678	154999	171692
资产总计	635543	723896	866650	963529	1061148
流动负债	218293	258248	339497	383357	438069
短期借款	12816	23217	23217	23217	23217
应付票据及应付账款	50986	52904	68895	76333	91881
其他流动负债	154491	182127	247384	283806	322971
非流动负债	159993	176503	193573	196538	183950
长期借款	144612	157886	174956	177921	165333
其他非流动负债	15381	18617	18617	18617	18617
负债合计	378286	434751	533069	579895	622019
少数股东权益	8872	8541	10022	11661	13480
股本	79226	74034	74034	74034	74034
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	178032	215111	259546	309601	365095
归属母公司股东权益	248386	280604	323558	371973	425649
负债和股东权益	635543	723896	866650	963529	1061148

现金流量表 (百万港元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-7177	9910	4081	-17054	28342
净利润	40920	42747	44435	50054	55494
折旧摊销	191	236	290	426	615
财务费用	1389	759	1216	971	1923
投资损失	-2998	-3367	-2276	-2565	-2802
营运资金变动	-46488	-24339	-28982	-55125	-15425
其他经营现金流	-191	-6126	-10602	-10814	-11463
投资活动现金流	-7253	-2599	-10522	-12796	-13943
资本支出	120	125	5776	6235	5806
长期投资	0	0	-5933	-6973	-7990
其他投资现金流	-7133	-2474	-10679	-13535	-16127
筹资活动现金流	3015	-8692	59593	13671	-3805
短期借款	1678	10401	0	0	0
长期借款	21052	13274	17070	2965	-12588
普通股增加	3643	-5192	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-23358	-27175	42523	10705	8784
现金净增加额	0	0	53151	-16180	10594

利润表 (百万港元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	150234	163651	189416	223523	257384
营业成本	91874	108571	127287	151772	175794
营业税金及附加	1579	0	0	0	0
营业费用	2297	2646	3087	4068	4710
管理费用	2599	2730	3339	3843	4427
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1389	759	1216	971	1923
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	967	2638	0	0	0
公允价值变动收益	9123	10002	10602	10814	11463
投资净收益	2998	3367	2276	2565	2802
资产处置收益	20	0	0	0	0
营业利润	63584	64952	67364	76249	84795
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	63584	64952	67364	76249	84795
所得税	22664	22204	22928	26195	29301
净利润	40920	42747	44435	50054	55494
少数股东损益	1579	1129	1481	1639	1819
归属母公司净利润	39342	41618	42954	48415	53676
EBITDA	74096	77014	74552	83904	92481
EPS (元/股)	3.59	3.80	3.92	4.42	4.90

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	8.2	8.9	15.7	18.0	15.1
营业利润 (%)	19.9	2.2	3.7	13.2	11.2
归属母公司净利润 (%)	15.5	5.8	3.2	12.7	10.9
获利能力					
毛利率 (%)	38.8	33.7	32.8	32.1	31.7
净利率 (%)	26.2	25.4	22.7	21.7	20.9
ROE (%)	15.9	14.8	13.3	13.0	12.6
ROIC (%)	11.3	10.5	8.4	8.5	8.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.5	60.1	61.5	60.2	58.6
净负债比率 (%)	34.4	36.9	34.3	37.9	30.2
流动比率	2.3	2.2	2.0	2.0	1.9
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	3.8	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.59	3.80	3.92	4.42	4.90
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.66	0.90	0.37	-1.56	2.59
每股净资产 (最新摊薄)	22.68	25.62	29.54	33.96	38.86
估值比率					
P/E	3.6	3.4	3.3	2.9	2.7
P/B	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	14.3	14.0	14.6	13.4	12.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 公司概况：老牌劲旅，央企巨擘	4
2. 20年销售超额完成目标，在手土地储备充裕	6
3. 融资监管升级利于央企龙头市占率提升	7
4. 推出更大范围股权激励彰显未来发展信心	11
5. 当前估值处于历史低位，极具性价比	11
6. 盈利预测与投资建议	13
7. 风险提示	15

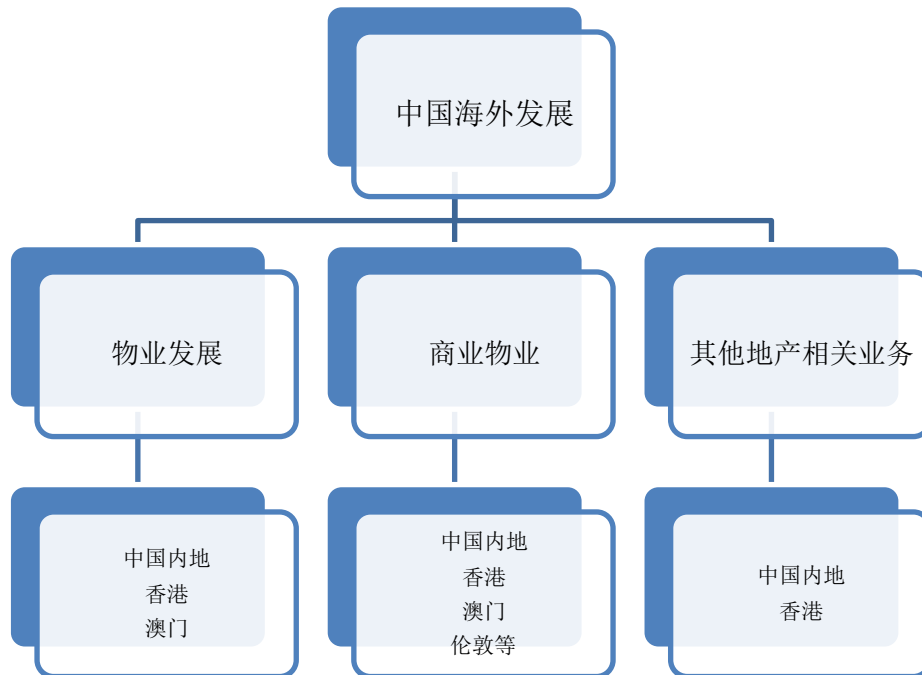
图表目录

图表 1: 公司业务及地域分布	4
图表 2: 公司历史沿革	5
图表 3: 公司股权结构	6
图表 4: 公司单月销售额及累计销售增速	6
图表 5: 公司单月销售面积及累计销售增速	6
图表 6: 2020年半年报土地储备城市分布	7
图表 7: 2020年半年报土地储备地域分布	7
图表 8: 集团系列公司总土地储备（不含中海宏洋）	7
图表 9: 房地产贷款集中度管理需求	8
图表 10: 主要上市房企“三条红线”指标情况	9
图表 11: 公司净负债率情况	10
图表 12: 公司加权融资成本情况	10
图表 13: 海外评级机构对公司评级	11
图表 14: 公司两次股权激励方案情况	11
图表 15: 主要上市房企 PB 估值情况	12
图表 16: 主要上市房企 PE 估值情况	12
图表 17: 公司历史 pe 变化情况	13
图表 18: 公司历史 PB 变化情况	13
图表 19: 盈利预测相关指标	14
图表 20: 港股及 A 股龙头房企估值表	14

1. 公司概况：老牌劲旅，央企巨擘

实力雄厚的地产开发巨擘。公司拥有 41 年房地产开发与不动产运营管理经验，业务主要包括物业发展、商业物业，以及与地产相关的其他业务，业务遍布港澳及内地 70 余个城市及美国、英国、澳大利亚、新加坡等多个国家和地区。2020 年地产销售金额人民币 3607 亿元，同比增长 12.5%，超额完成全年目标；销售面积 1917 万平米，同比增长 6.8%。中海地产连续 16 年入选“中国蓝筹地产”企业，2019 年品牌价值达 910 亿元人民币，居房地产行业第一。

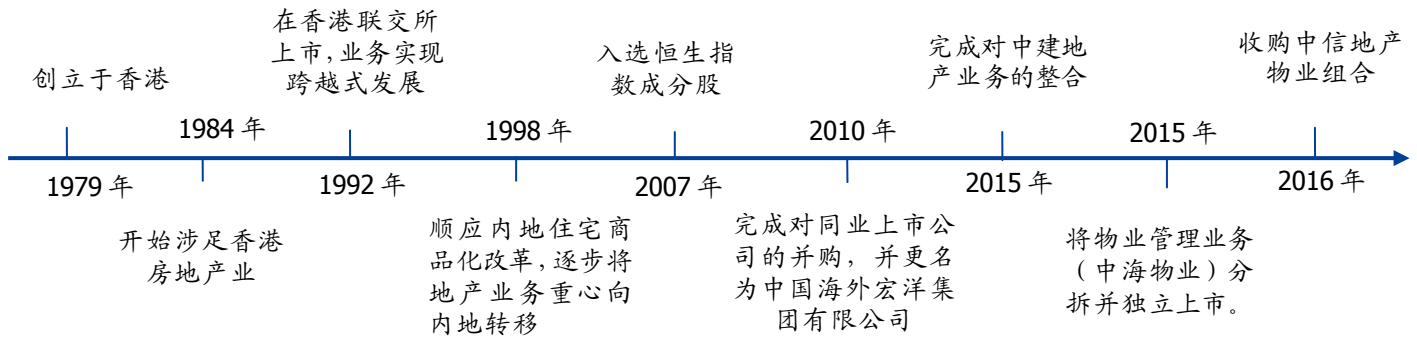
图表 1: 公司业务及地域分布



资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

历史悠久，经验丰富，通过并购整合不断扩大规模。中国海外于 1979 年创立于香港，1984 年开始涉足香港房地产业，并于 1992 年在香港联交所上市（简称“中国海外发展”，股票代码 0688.HK），2007 年入选恒生指数成分股。2010 年，中国海外发展完成对同行业公司中国海外宏洋（股票代码 0081.HK）的收购。2015 年中海地产完成了对中建地产业务的整合，获得约 1092 万平方米的土地储备。2015 年 11 月，公司将物管业务公司中海物业分拆并独立上市（股票代码 2669.HK）。2016 年，公司收购中信以住宅为主的物业发展项目，新增超过 20 个城市的 3155 万平方米土地资源。

图表 2: 公司历史沿革

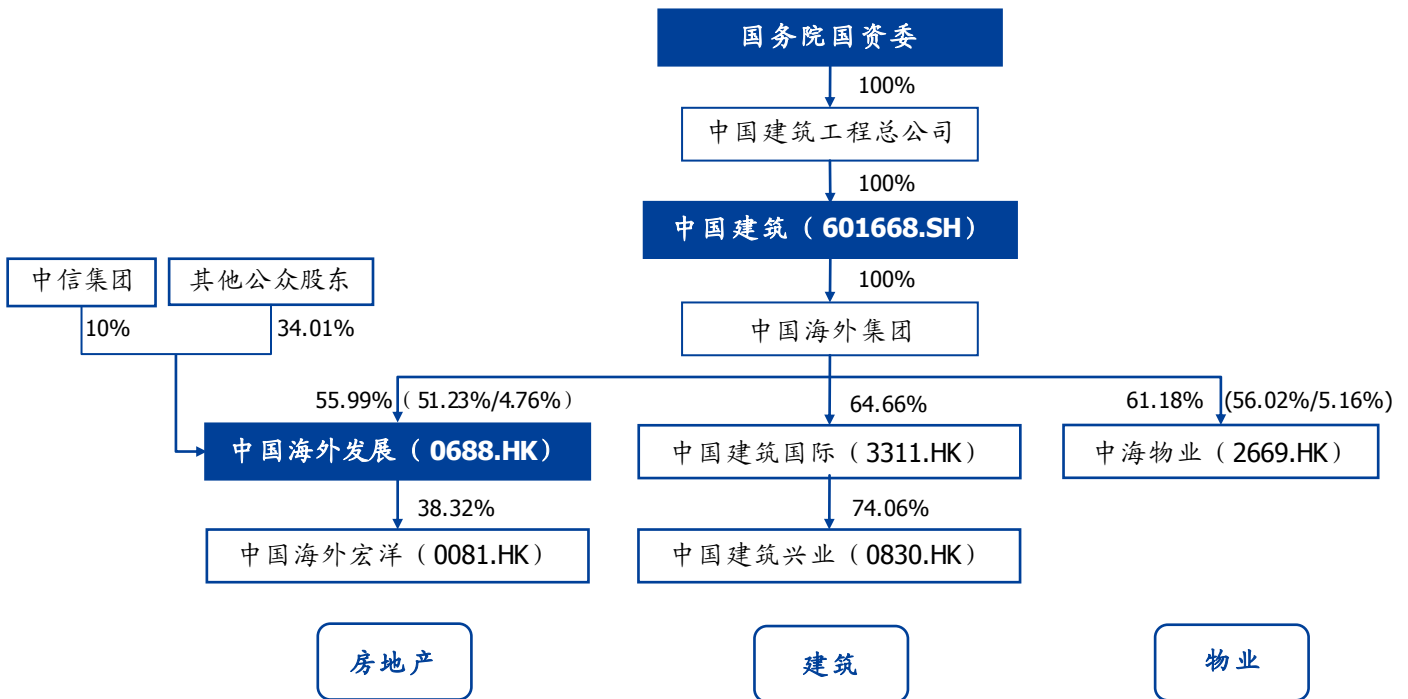


资料来源: 公司官网、招股说明书, 国盛证券研究所

公司具备央企与外资双重背景。公司隶属于中国建筑, 实控人为国务院国资委, 控股股东为中国海外集团, 持股比例为 55.59% (其中 4.76% 通过全资子公司银乐间接持有), 第二大股东为中信集团, 持股 10%, 为公司收购中信地产时向中信配发的股份, 其他公众股东持股 34.1%。公司 2015 年将中海物业分拆并独立上市, 目前中国海外发展、中国建筑国际、中海物业均由中国海外集团控股, 分别提供房地产开发、建筑工程、物业管理业务。

背靠央企大平台, 竞争优势显著。1) 拿地门槛逐渐提高, 一二线优质土地资源逐渐向龙头集中, 公司具备央企背景, 同时公司也具备外资背景, 可以满足一些地方政府招商引资需求, 有差异化竞争优势。2) 中国建筑集团具备设计、房建、基建、地产全产业链布局, 集团内单位协同效果明显, 可以共同出击获取综合性开发项目, 为政府提供全方位服务, 并且在项目建设过程中集团内上下游产业链互相配合, 可以更好的保障质量、控制成本和进度。3) 中国建筑集团在多地承接政府重大项目, 具备深厚的政企关系, 可以给予公司多方面的资源支持。4) 央企背景融资渠道畅通, 融资成本较低。

图表 3: 公司股权结构

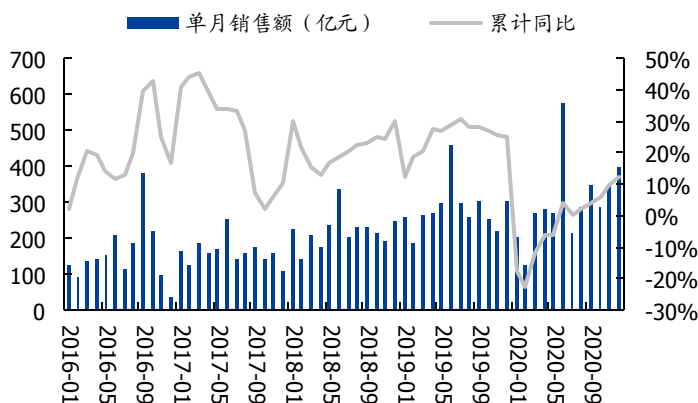


资料来源: 公司公告、Wind, 其中括号表示中国海外集团自身及其全资子公司银东分别持有的股份, 国盛证券研究所

2. 20 年销售超额完成目标, 在手土地储备充裕

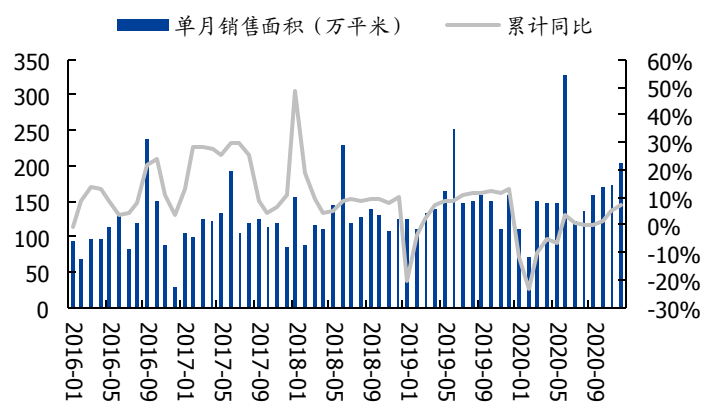
20 年销售超额完成目标, 在手土地储备充裕支撑未来稳健增长。公司公告 2020 年地产销售金额人民币 3607 亿元, 同比增长 12.5%, 超额完成全年目标; 销售面积 1917 万平方米, 同比增长 6.8%。根据克而瑞数据, 公司 20 年销售金额排名全国第 6, 销售增速高于前十名房企整体。公司品牌美誉度高, 区域布局良好, 同时考虑到公司土地储备充裕, 可售货值充足 (20 年上半年末可售货值 1.3 万亿, 与 20 年销售金额比约为 3.6 倍), 预计 2021 年公司地产销售仍有望实现 10% 以上稳健增长。

图表 4: 公司单月销售额及累计销售增速



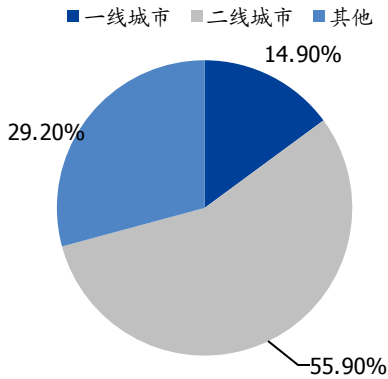
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 公司单月销售面积及累计销售增速



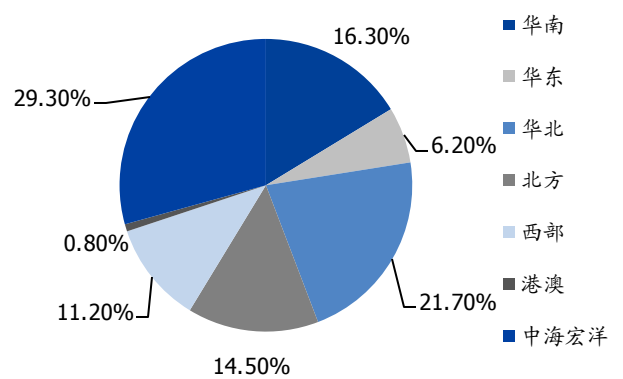
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 2020 年半年报土地储备城市分布



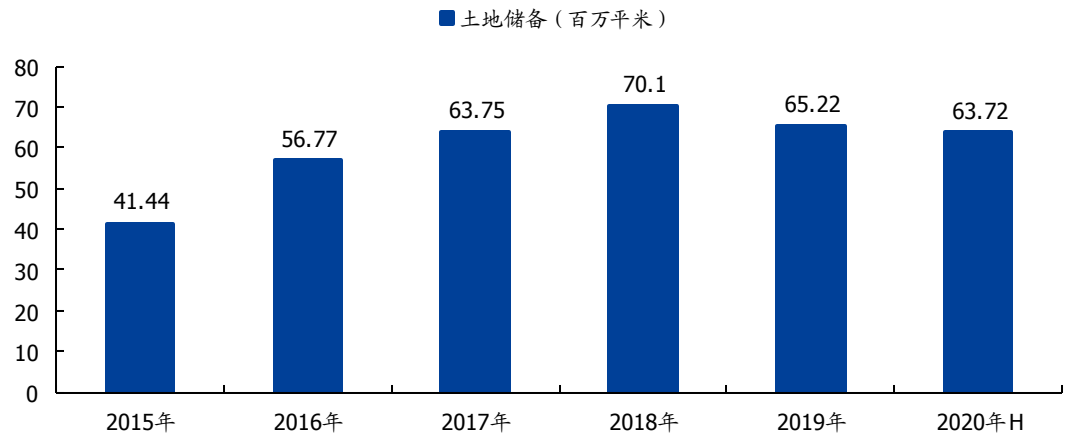
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 2020 年半年报土地储备地域分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 集团系列公司总土地储备 (不含中海宏洋)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. 融资监管升级利于央企龙头市占率提升

“三条红线”后地产贷款集中度管理政策再出台。自去年下半年起“三条红线”开始试点后, 2020年12月31日, 央行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》研究制定房地产贷款集中度管理制度, 综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素, 分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限, 对超过上限的机构设置过渡期, 并建立区域差别化调节机制。

图表 9: 房地产贷款集中度管理需求

银行金融机构分档类型	房地产贷款占比上限	个人住房贷款占比上限
第一档: 中资大型银行	40%	32.50%
第二档: 中资中型银行	27.50%	20%
第三档: 中资小型银行和非县域农合机构	22.50%	17.50%
第四档: 县域农合机构	17.50%	12.50%
第五档: 村镇银行	12.50%	7.50%

资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

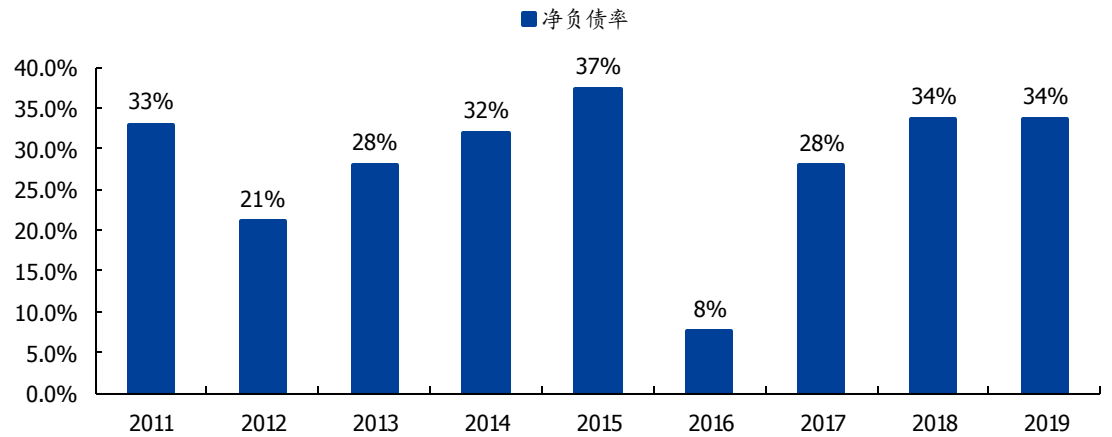
融资管控升级利于央企龙头市占率提升。“三条红线”与“房贷集中度管理”等重磅政策连续出台, 分别从资金需求端与供给端加强对地产行业融资行为管控。在此背景下, 预计行业供给侧改革将加速, 此前杠杆较高的激进房企融资将受到严格限制, 市场份额将向经营稳健、杠杆率低的龙头企业进一步集中。公司长期坚持高盈利低杠杆的经营战略, 资产负债率、净负债率、现金短债比等均处于行业最健康的区间, 同时公司作为央企龙头, 融资渠道顺畅, 成本较低, 具备在合规要求下进一步扩张的空间, 未来有望实现市场份额的持续提升。

图表 10: 主要上市房企“三条红线”指标情况

企业简称	红线 1 (资产负债率)	红线 2 (净负债率)	红线 3 (现金短债比)	踩线数量
中国海外发展	54%	28%	5.25	0
保利地产	67%	72%	1.96	0
金地集团	70%	67%	1.18	0
龙湖地产	67%	51%	4.55	0
华润置地	60%	46%	1.47	0
碧桂园	82%	58%	1.94	1
万科 A	76%	28%	1.95	1
绿城中国	74%	66%	1.81	1
世茂集团	71%	54%	1.77	1
招商蛇口	59%	37%	0.97	1
中国金茂	67%	77%	0.83	1
旭辉控股集团	74%	63%	2.35	1
新城控股	77%	22%	2.22	1
龙光集团	75%	49%	2.09	1
中梁控股	81%	70%	1.52	1
美的置业	79%	87%	2.26	1
正荣地产	77%	71%	2.09	1
融信中国	74%	91%	1.70	1
滨江集团	72%	84%	2.62	1
雅居乐集团	73%	73%	1.15	1
中南建设	83%	147%	1.19	2
阳光城	78%	110%	1.39	2
金科股份	74%	125%	1.01	2
佳兆业集团	75%	130%	1.28	2
建发国际集团	79%	242%	5.60	2
荣盛发展	75%	86%	0.97	2
中国恒大	85%	199%	0.52	3
融创中国	82%	149%	0.86	3
绿地控股	83%	180%	0.72	3
华夏幸福	77%	192%	0.47	3

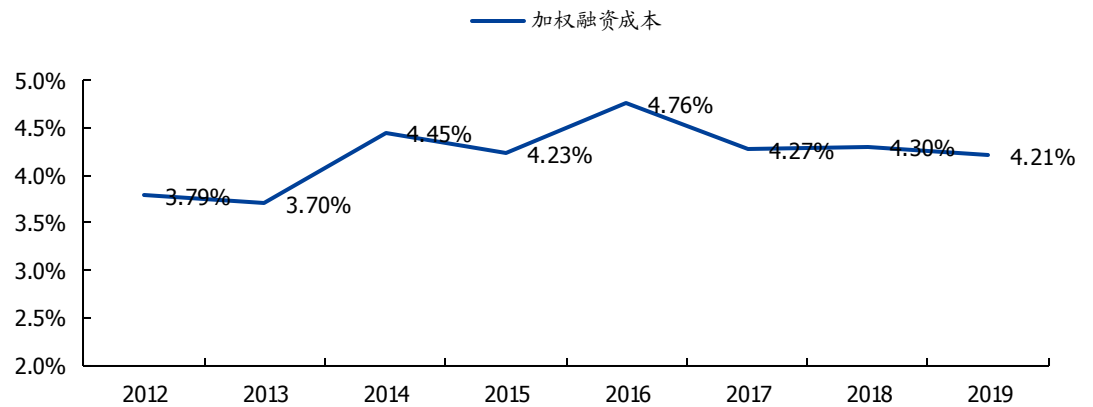
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 公司净负债率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 公司加权融资成本情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 海外评级机构对公司评级

海外评级机构	简介
惠誉	A - / 稳定
穆迪	Baa1 / 稳定
标准普尔	BBB+ / 稳定

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

4. 推出更大范围股权激励彰显未来发展信心

推出更大范围股权激励彰显未来发展信心。11月24日, 公司公告授予新一批股票期权激励计划, 授予数量 2.86 亿股, 约占总股本的 2.6%, 授予对象为 1131 名董监高与其他核心技术及管理人员, 认购价为 18.724 港币/股。公司于 2018 年 6 月推出第一批激励计划, 授予数量占扩大后总股本的 1%, 第二批授予数量更大, 范围更广, 彰显公司对于未来发展信心。

图表 14: 公司两次股权激励方案情况

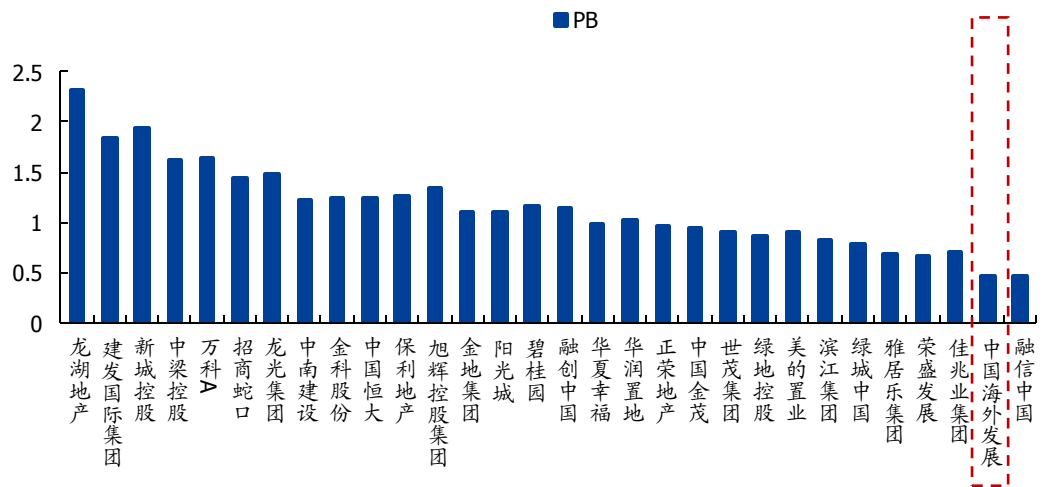
项目	第二次	第一次
授予数量	2.86 亿股	1.07 亿股
授出时间	2020 年 11 月 24 日	2018 年 6 月 29 日
授予人数	1131 名董监高及核心骨干	404 名董监高及核心骨干
认购价	18.724 港币/股	25.85 港币/股

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 当前估值处于历史低位, 极具性价比

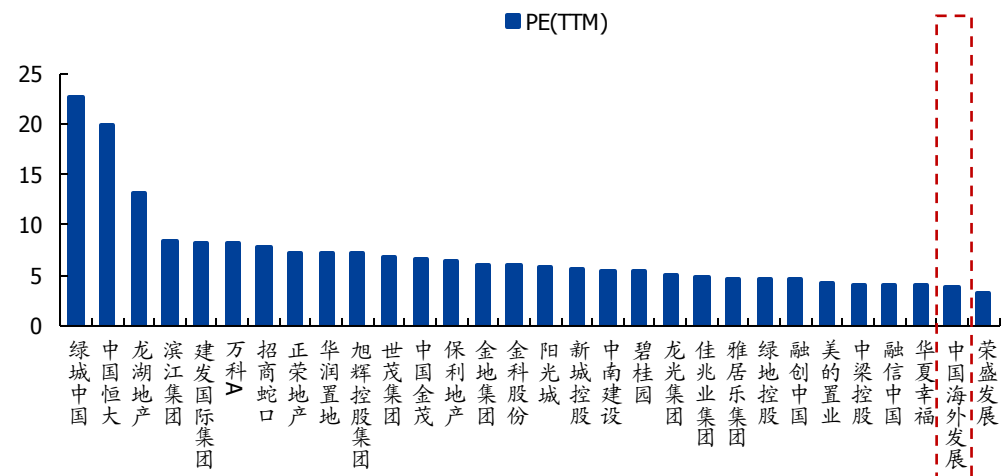
预计短期股价受到交易因素影响, 当前估值已极具性价比。由于此前中建集团被美国列入“涉军制裁清单”, 预计部分外资出于潜在合规风险减持。公司股价近两个月下跌 24%, 显著跑输地产板块。1月5日 MSCI 正式剔除部分清单公司, 部分被制裁企业股票已迎来反弹。公司当前 PE (ttm) 仅 3.7 倍, PB (lf) 仅 0.52 倍, 已经处于历史最低区间, 并显著低于港股其他上市龙头房企。预期 2020 年股息率可达约 7%, 当前估值已极具性价比。

图表 15: 主要上市房企 PB 估值情况



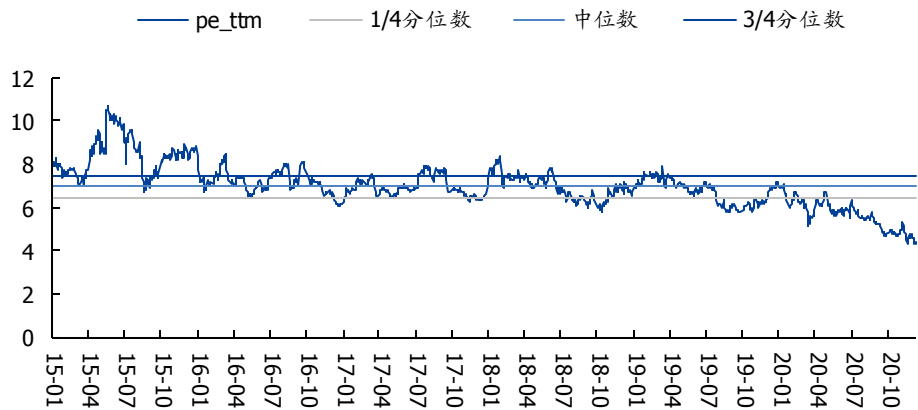
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 主要上市房企 PE 估值情况



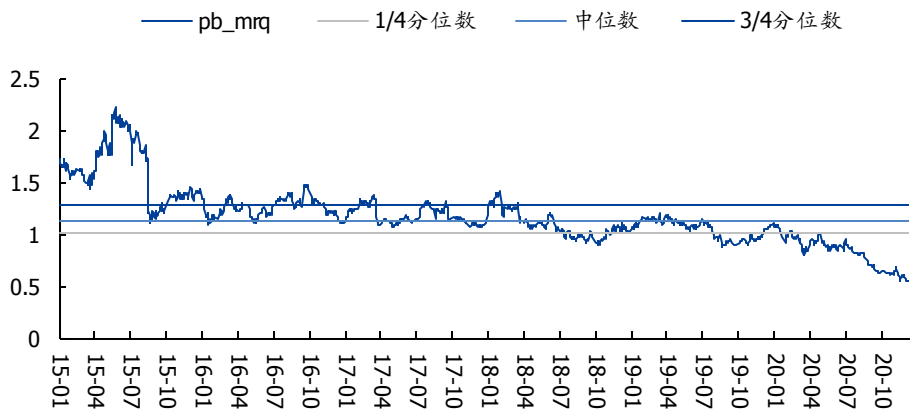
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 公司历史 pe 变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 公司历史 PB 变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

盈利预测:

收入预测: 公司 2018-2020 年地产销售分别同比增长 30%/25%/12.5%, 保持较快增速。而 2018-2019 年收入增长大幅低于销售收入增速, 公司待结算资源充裕。因此我们预计公司 2020 年-2022 年收入有望保持双位数的较快增速。预计 2020-2022 年公司营业收入同比增长 16%/18%/15%。

盈利能力预测: 由于行业整体盈利能力有下行压力, 公司近年来获取土地成本较以往升高, 且面临限价限售的调控, 因此预计毛利率将下行, 预计 2020-2022 年公司毛利率分别为 32.8%/32.1%/31.7%。费用率整体平稳, 净利率随毛利率下行而下降, 2020-2022 年净利率分别为 22.7%/21.7%/20.9%。

图表 19: 盈利预测相关指标

预测项目	2020E	2021E	2022E
营业收入增速	15.74%	18.01%	15.15%
毛利率	32.80%	32.10%	31.70%
费用率	4.04%	3.97%	4.30%
净利率	22.68%	21.66%	20.85%
归母净利润增速	3.2%	12.7%	10.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资建议: 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 430/484/537 亿元, 同比增长 3%/13%/11%, EPS 分别为 3.92/4.42/4.90 元。公司当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 3.3/2.9/2.7 倍, 港股及 A 股龙头房企平均 PE 分别为 5.5/4.6/4.0 倍, 考虑到公司作为央企龙头战略稳健, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 20: 港股及 A 股龙头房企估值表

股票简称	股价 (港元)	EPS			PE			PB
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
碧桂园	10.16	2.22	2.55	2.84	3.8	3.3	3.0	1.29
万科企业	26.90	3.79	4.35	4.70	5.9	5.2	4.8	1.35
融创中国	29.00	6.24	7.72	9.22	3.9	3.1	2.6	1.27
保利地产	15.19	2.71	3.20	3.72	5.6	4.7	4.1	1.25
绿地控股	5.75	1.40	1.64	1.87	4.1	3.5	3.1	0.87
华润置地	30.70	4.20	4.94	5.55	6.1	5.2	4.6	1.12
龙湖集团	43.75	3.58	4.28	5.05	10.2	8.5	7.2	2.56
世茂房地产	23.05	3.81	4.57	5.48	5.0	4.2	3.5	0.99
中国金茂	3.55	0.64	0.79	0.97	4.6	3.7	3.0	1.01
平均值					5.5	4.6	4.0	1.30
中国海外发展	15.62	3.93	4.43	4.90	3.3	2.9	2.7	0.52

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, *股价截至 2021 年 1 月 8 日收盘价, 除中国海外发展外盈利预测来源于 Wind 一致预期, 港元兑人民币汇率为 1:0.833

7. 风险提示

风险提示：地产调控政策持续收紧，美国制裁升级风险，盈利能力下滑超预期风险

地产调控政策持续收紧：如果后续地产调控政策继续出台，并超出预期，可能会对地产板块估值形成进一步压制。

美国制裁升级风险：目前中国建筑集团已被美国列入“涉军制裁名单”，如果后续制裁进一步升级，例如中国海外发展也被明确列入制裁名单，并被限制投资，可能会造成外资进一步减持。

盈利能力下滑超预期：目前地产行业整体面临调控升级，盈利能力下滑的压力。公司毛利率和净利率领先，费用率管控优异。但因 17 年后拿地成本提升，同时限价限售政策影响下，预计盈利能力也会跟随行业趋势下行。但如果下行幅度过快，超过预期，可能会显著影响利润的增长速度。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com