

00884.HK 旭辉控股集团

港股通（沪、深）

买入（维持）

## 有序拓展土储，权益持续回升

2019年7月15日

## 市场数据

日期	2019.7.12
收盘价(港元)	5.62
总股本(亿股)	78.81
总市值(亿港元)	442.89
总资产(亿元)	2410.61
净资产(亿元)	256.04
每股净资产(元)	3.31

数据来源: Wind

## 相关报告

《继续扩张，加速发展》  
20190315

《稳健拿地，仍以布局核心城市为主》20190129

《中期业绩符合预期，下半年销售增速更高》20180816

《突破与超越的一年》跟踪报告  
20180315

《产品能力突出，向千亿销售冲击》跟踪报告 20171031

《发展战略清晰，增长动力强劲》跟踪报告 20170810

《引入中国平安，股东结构改善》事件点评 20170730

## 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

- 据公司披露 2019 年上半年销售数据，公司累计实现合约销售金额 884 亿元，同比增长 34%；合约销售面积为 509 万平米，同比增长 18%。
- 据公司披露 2019 年上半年拿地数据，公司共新增土地储备项目 34 个，合计建筑面积为 769 万平米，权益建筑面积为 486 万平米。

## 投资要点

- **维持“买入”评级，目标价 7.20 港元。**公司全年拿地策略以稳健为主，将在回款的 40%-50% 范围内进行投资，公司上半年有效控制了土地成本，提高了在二线城市的拿地力度，当前土储分布仍以二线和强三线城市为主。同时公司的销售规模也仍在稳步增长，上半年排名上升 1 名，预计全年销售增速将超出主要上市公司平均水平，销售规模有望突破 2000 亿。我们认为公司择时获取土地的能力，管控费用的能力都处于行业领先，同时权益逐步回升，业绩释放稳健，公司当前股息收益率为 5.3%，我们维持“买入”评级，目标价 7.2 港元，对应 2019/2020 年 PE 为 5.5/4.4 倍，较现价还有 28% 的上升空间，建议投资者积极关注。
- **6 月销售再提速，全年销售金额有望突破 2000 亿。**公司 6 月单月销售额首次超过 200 亿，单月实现销售金额和面积 223 亿元和 124 万平米，分别同比增长 47% 和 21%。截至 6 月，公司上半年累计实现销售金额和面积 884 亿元和 509 万平米，分别同比增长 34% 和 18%。累计销售均价为 17379 元/平米，同比增长 13.5%。从上半年销售来看，公司的行业排名为第 14 位，较去年底销售规模排名上升 1 名。对于全年 1900 亿元销售目标，公司当前完成度已经达到 47%，我们预计公司的全年销售金额有望超过 2000 亿，同比增长约 30%。
- **权益继续提升，保持在 60% 以上。**公司上半年共计新增 34 幅土地，新增土地储备面积为 769 万平米，其中权益面积为 486 万平米，权益比例为 63%。截至 6 月，公司的总土地储备约为 4450 万平米，较 2018 年末增长 8%。2017 年以来，公司的权益比例持续提升，预计今年全年的新增土地权益比例也仍将维持在 60% 以上。从长期来看，权益比例的提升将带来归属股东利润的增厚。
- **稳健拿地，控制土地成本。**公司上半年的新增土地款为 373 亿元，占销售金额的比例为 42%，较 2018 年下降 8 个百分点，与行业其他公司相比，旭辉上半年拿地整体保持稳健的节奏。上半年平均拿地成本为 4848 元/平米，同比下降 22%，拿地成本占销售均价比例不到 30%。公司上半年投资布局主要以一二线为主，拿地平均成本偏低，新获地毛利率略有提升。
- **增加二线城市布局力度。**从公司上半年的拿地分布来看，按金额分布，一线、二线、强三线和和其他城市分别占比 3%、81%、4%、11%，长三角为主要投资区域。二线城市投入占比较 2018 年新增有 27 个百分点的上升。公司上半年新进入太原、江阴和漳州 3 个新城市，截至目前的覆盖总城市数量达到 59 个。

**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。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

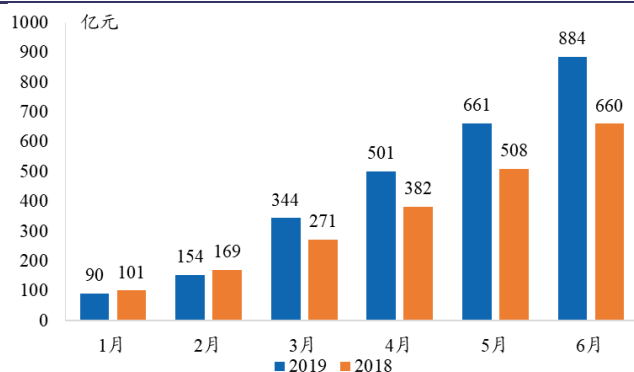


**报告正文**

- **6月销售再提速，全年销售金额有望突破2000亿。**公司6月单月销售额首次超过200亿，单月实现销售金额和面积223亿元和124万平方米，分别同比增长47%和21%。截至6月，公司上半年累计实现销售金额和面积884亿元和509万平方米，分别同比增长34%和18%。累计销售均价为17379元/平米，同比增长13.5%。从上半年销售来看，公司的行业排名为第14位，较去年底销售规模排名上升1名。对于全年1900亿元销售目标，公司当前完成度已经达到47%，我们预计公司的全年销售金额有望超过2000亿，同比增长约30%。
- **权益继续提升，保持在60%以上。**公司上半年共计新增34幅土地，新增土地储备面积为769万平方米，其中权益面积为486万平方米，权益比例为63%。截至6月，公司的总土地储备约为4450万平方米，较2018年末增长8%。2017年以来，公司的权益比例持续提升，预计今年全年的新增土地权益比例也仍将维持在60%以上。从长期来看，权益比例的提升将带来归属股东利润的增厚。
- **稳健拿地，控制土地成本。**公司上半年的新增土地款为373亿元，占销售金额的比例为42%，较2018年下降8个百分点，与行业其他公司相比，旭辉上半年拿地整体保持稳健的节奏。上半年平均拿地成本为4848元/平米，同比下降22%，拿地成本占销售均价比例不到30%。公司上半年投资布局主要以一二线为主，拿地平均成本偏低，新拿地毛利率略有提升。
- **增加二线城市布局力度。**从公司上半年的拿地分布来看，按金额分布，一线、二线、强三线和其他城市分别占比3%、81%、4%、11%，长三角为主要投资区域。二线城市投入占比较2018年新增有27个百分点的上升。公司上半年新进入太原、江阴和漳州3个新城市，截至目前的覆盖总城市数量达到59个。
- **维持“买入”评级，目标价7.20港元。**公司全年拿地策略以稳健为主，将在回款的40%-50%范围内进行投资，公司上半年有效控制了土地成本，提高了在二线城市的拿地力度，当前土储分布仍以二线和强三线城市为主。同时公司的销售规模也仍在稳步增长，上半年排名上升1名，预计全年销售增速将超出主要上市公司平均水平，销售规模有望突破2000亿。我们认为公司择时获取土地的能力，管控费用的能力都处于行业领先，同时权益逐步回升，业绩释放稳健，公司当前股息收益率为5.3%，我们维持“买入”评级，目标价7.2港元，对应2019/2020年PE为5.5/4.4倍，较现价还有28%的上升空间，建议投资者积极关注。
- **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。

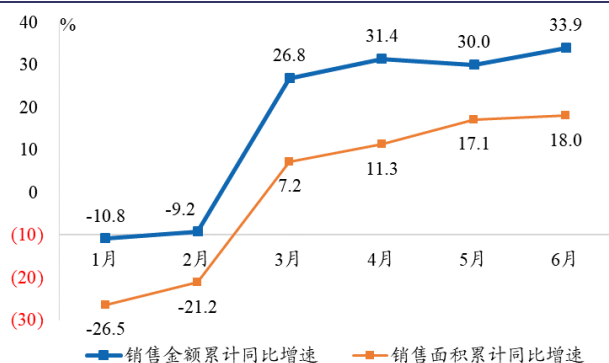
附图表

图1、公司的累计销售金额



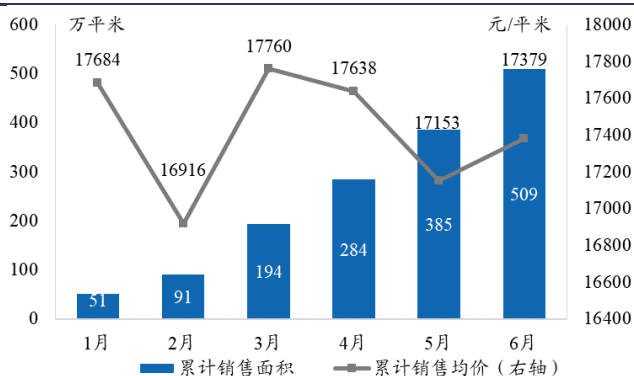
资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司的销售金额和面积的增速



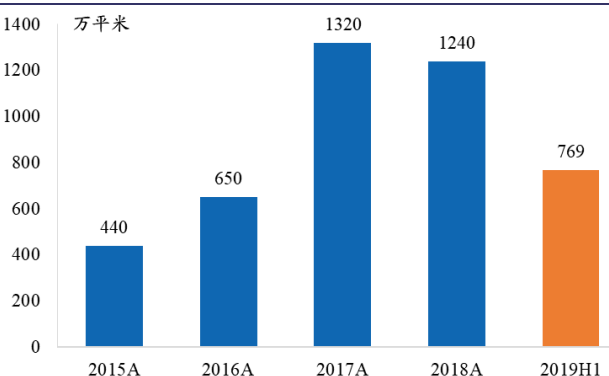
资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司的销售面积和均价



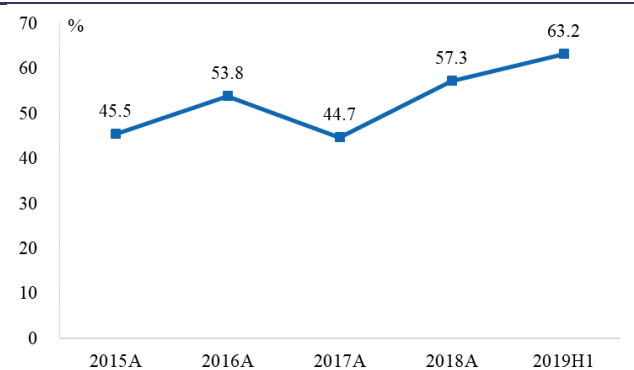
资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司的新增土地储备面积



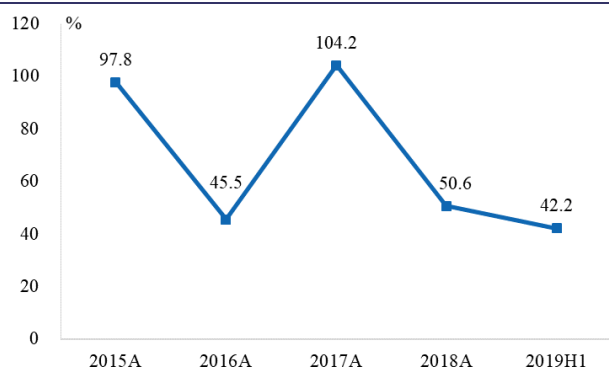
资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司的新增土地储备权益比例



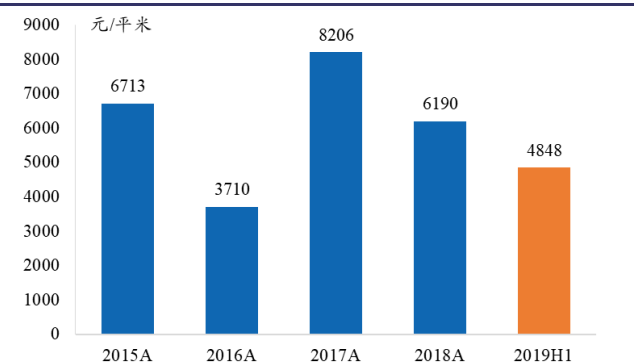
资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司的拿地金额/销售金额



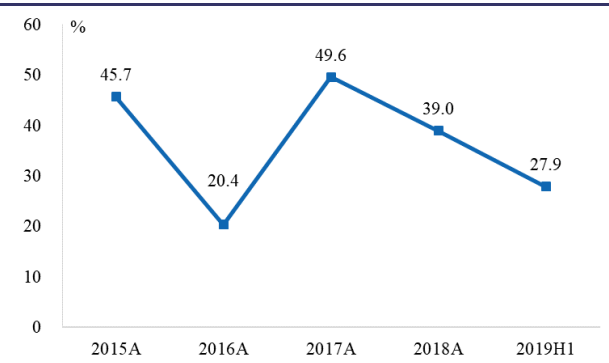
资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

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、公司的新增土地成本/销售均价



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、2018年新增土地情况

区域	权益	GFA (万平方米)	%	权益 GFA (万平方米)	%	土地款 (亿元)	%	权益土地款 (亿元)	%	楼面地价 (元/平方米)	获取项目数量 (幅)
长三角	86%	221	29%	189	39%	152	41%	129	48%	6893	16
环渤海	39%	330	43%	129	27%	105	28%	46	17%	3189	7
西部	77%	116	15%	89	18%	46	12%	33	12%	3921	6
华中	74%	86	11%	64	13%	52	14%	41	15%	6075	3
华南	100%	15	2%	15	3%	17	5%	17	6%	11283	2
东北	-	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	-	-
城市	权益	GFA (万平方米)	%	权益 GFA (万平方米)	%	土地款 (亿元)	%	权益土地款 (亿元)	%	楼面地价 (元/平方米)	获取项目数量 (幅)
一线	31%	10	1%	3	1%	13	3%	4	2%	13134	2
二线	58%	661	86%	385	79%	303	81%	206	77%	4584	26
强三线	100%	19	2%	19	4%	17	4%	17	6%	8589	2
其他	100%	79	10%	79	16%	40	11%	40	15%	5104	4
时间	权益	GFA (万平方米)	%	权益 GFA (万平方米)	%	土地款 (亿元)	%	权益土地款 (亿元)	%	楼面地价 (元/平方米)	获取项目数量 (幅)
1月	75%	119	16%	89	18%	87	23%	70	26%	7272	8
2月	68%	76	10%	51	11%	45	12%	29	11%	5896	5
3月	51%	59	8%	30	6%	47	13%	24	9%	8022	2
4月	49%	364	47%	179	37%	108	29%	65	24%	2961	8
5月	85%	68	9%	58	12%	52	14%	47	17%	7689	8
6月	95%	83	11%	79	16%	34	9%	33	12%	4086	3
合计	63%	769		486		373		266		4848	34

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		
0884.HK	旭辉控股	223	47.0	124	20.9	884	33.9	509	18.0	1900	46.5
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
0960.HK	龙湖集团	214	2.1	126	(12.4)	1056	8.8	651	3.4	2200	48.0
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
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
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

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

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
	<b>平均</b>		<b>30.9</b>		<b>39.8</b>		<b>21.8</b>		<b>26.5</b>		<b>46.9</b>

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		
<b>0884.HK</b>	<b>旭辉控股</b>	<b>5.62</b>	<b>443</b>	<b>0.70</b>	<b>0.89</b>	<b>7.1</b>	<b>5.6</b>	<b>1.5</b>	<b>5.3</b>	<b>23.3</b>
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
<b>0817.HK</b>	<b>中国金茂</b>	<b>4.90</b>	<b>568</b>	<b>0.44</b>	<b>0.58</b>	<b>9.8</b>	<b>7.4</b>	<b>1.4</b>	<b>4.5</b>	<b>15.2</b>
<b>0960.HK</b>	<b>龙湖集团</b>	<b>31.15</b>	<b>1856</b>	<b>2.20</b>	<b>2.79</b>	<b>12.5</b>	<b>9.8</b>	<b>1.9</b>	<b>3.6</b>	<b>21.3</b>
<b>1030.HK</b>	<b>新城发展控股</b>	<b>7.58</b>	<b>447</b>	<b>0.96</b>	<b>1.32</b>	<b>6.9</b>	<b>5.1</b>	<b>1.9</b>	<b>5.5</b>	<b>42.3</b>
<b>1109.HK</b>	<b>华润置地</b>	<b>34.70</b>	<b>2405</b>	<b>2.80</b>	<b>3.50</b>	<b>10.9</b>	<b>8.7</b>	<b>1.5</b>	<b>3.6</b>	<b>18.4</b>
1233.HK	时代中国	14.78	287	2.40	2.70	5.4	4.8	1.4	5.3	27.1
<b>1238.HK</b>	<b>宝龙地产</b>	<b>4.72</b>	<b>189</b>	<b>0.44</b>	<b>0.59</b>	<b>9.4</b>	<b>7.0</b>	<b>0.6</b>	<b>6.4</b>	<b>10.8</b>
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
<b>2007.HK</b>	<b>碧桂园</b>	<b>11.42</b>	<b>2474</b>	<b>1.61</b>	<b>1.99</b>	<b>6.2</b>	<b>5.1</b>	<b>1.8</b>	<b>4.9</b>	<b>32.2</b>
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
<b>3380.HK</b>	<b>龙光地产</b>	<b>12.86</b>	<b>705</b>	<b>1.28</b>	<b>1.83</b>	<b>8.8</b>	<b>6.2</b>	<b>2.1</b>	<b>5.8</b>	<b>31.5</b>
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
	<b>平均</b>					<b>8.1</b>	<b>5.5</b>	<b>1.2</b>	<b>5.3</b>	<b>18.5</b>

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

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>207,351</b>	<b>239,038</b>	<b>259,448</b>	<b>283,796</b>
货币资金	43,328	50,980	58,952	69,058
发展中物业	84,138	99,763	109,262	119,823
应收账款	16,740	23,248	25,032	27,429
其他流动资产	52,907	52,907	52,907	52,907
存货	10,238	12,139	13,295	14,580
<b>非流动资产</b>	<b>33,711</b>	<b>33,715</b>	<b>33,719</b>	<b>33,721</b>
物业、厂房及设备	134	139	142	145
预付租赁款项	0	0	0	0
投资物业	16,147	16,147	16,147	16,147
可供出售投资	0	0	0	0
其他非流动资产	16,407	16,407	16,407	16,407
递延税项资产	1,022	1,022	1,022	1,022
<b>资产总计</b>	<b>241,061</b>	<b>272,753</b>	<b>293,167</b>	<b>317,518</b>
<b>流动负债</b>	<b>123,344</b>	<b>127,605</b>	<b>148,056</b>	<b>165,658</b>
短期借款	8,842	10,342	11,842	13,342
应付账款	25,888	25,914	35,235	48,001
应付税项	7,656	7,656	7,656	7,656
已收物业销售按金	44,238	47,500	54,625	62,819
应占借款	32,090	32,090	32,090	32,090
<b>非流动负债</b>	<b>68,271</b>	<b>89,509</b>	<b>81,916</b>	<b>79,621</b>
长期借款	41,061	46,561	52,061	57,561
长期应付款	23,408	39,145	26,053	18,258
递延所得税负债	3,802	3,802	3,802	3,802
<b>负债合计</b>	<b>191,615</b>	<b>217,113</b>	<b>229,972</b>	<b>245,280</b>
股本	626	626	626	626
储备	24,978	29,412	34,868	41,456
少数股东权益	19,959	21,718	23,816	26,271
<b>股东权益合计</b>	<b>49,446</b>	<b>55,640</b>	<b>63,195</b>	<b>72,238</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>241,061</b>	<b>272,753</b>	<b>293,167</b>	<b>317,518</b>

## 现金流量表

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	11,317	13,621	16,655	19,985
折旧和摊销	0	40	42	43
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	596	658	628	0
所得税开支	4,199	5,040	6,162	7,394
营运资金的变动	-21,142	-20,747	4,007	6,717
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-10,642</b>	<b>-12,142</b>	<b>14,486</b>	<b>19,146</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>493</b>	<b>568</b>	<b>670</b>	<b>787</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>23,689</b>	<b>19,227</b>	<b>-7,183</b>	<b>-9,827</b>
现金净变动	13,541	7,653	7,972	10,106
现金的期初余额	29,787	43,328	50,980	58,952
<b>现金的期末余额</b>	<b>43,328</b>	<b>50,980</b>	<b>58,952</b>	<b>69,058</b>

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>42368</b>	<b>56571</b>	<b>73094</b>	<b>91015</b>
营业成本	31755	42994	55917	70082
其它收益	2066	1980	2558	3186
销售费用	1153	1414	1827	2275
管理费用	2122	2546	3289	4096
<b>营业利润</b>	<b>9404</b>	<b>11597</b>	<b>14619</b>	<b>17748</b>
财务费用	369	369	596	658
其它经营开支	2175	2393	2632	2896
公允价值变动	106	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
<b>税前盈利</b>	<b>11317</b>	<b>13621</b>	<b>16655</b>	<b>19985</b>
所得税	4199	5040	6162	7394
税后盈利	7118	8581	10493	12591
少数股东损益	1494	1759	2099	2455
<b>归属母公司净利润</b>	<b>5409</b>	<b>6822</b>	<b>8394</b>	<b>10135</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.70</b>	<b>0.89</b>	<b>1.09</b>	<b>1.32</b>

## 主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	33.1	33.5	29.2	24.5
营业利润增长率	24.7	23.3	26.1	21.4
净利润增长率	12.0	26.1	23.0	20.7
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	25.0	24.0	23.5	23.0
净利率	12.8	12.1	11.5	11.1
ROE	21.1	22.7	23.6	24.1
<b>偿债能力</b>				
净资产负债率(%)	67.2	81.0	49.1	27.8
流动比率	1.7	1.9	1.8	1.7
速动比率	0.9	1.0	0.9	0.9
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3
应收帐款周转率	2.5	2.4	2.9	3.3
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.70	0.89	1.09	1.32
每股净资产	3.33	3.90	4.61	5.47
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	11.5	6.9	5.5	4.4
PB	1.5	1.2	1.0	0.9

## 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。