

中国金茂(00817.HK)：未来销售维持高增长

中国金茂(00817.HK)2019年收入约为人民币(单位下同)1,693.2亿元,同比增长约35.7%;毛利约为414.1亿元,同比增长约33.0%;公司拥有人应占溢利约为260.3亿元,同比增长约57.1%;公司拥有人应占每股基本盈利约为5.99元,同比增长约58.0%;公司拥有人应占净资产收益率约为37.2%;宣派末期股息每股1.23元。

未来销售保持高增长。中国金茂2019年合约销售达1,608亿元,同比增长61% 均价2.3万元/平米。预计未来销售3年均保持20%以上增长,2020年-2022年分别达到2,000亿元、2,500亿元以及3,000亿元的目标。2020年可售货值达3,110亿元(含75亿一级开发项目),且受疫情影响较小,64%去化率即可完成全年目标。

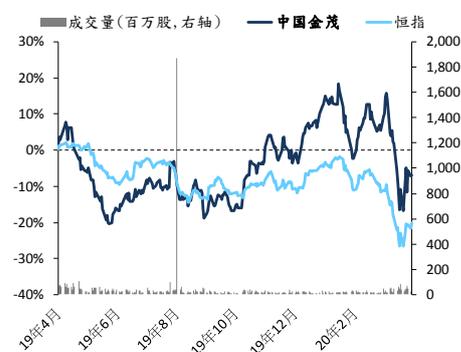
土储优质,城市运营继续发力。中国金茂二级总土储面积达5,857万平方米(权益约58%),其中79%位于一、二线城市。一级总土储面积达2,728万平方米(权益约66%),且绝大多数位于二线城市。2019年新增土储40%来自城市运营,权益比提升,平均拿地成本微降。此外,两化合并也给城市运营带来了机会,目前已对接贵阳、北京、青岛、济南等城市的项目,也将在未来有效补充土储。

未来毛利率下降趋势有望改善。2019年金茂整体销售毛利率为29%,较上年的38%下降9个百分点,主要由于结算16、17年地价较高开发项目以及城市运营项目所致(毛利率下降9个百分点至27%)。已售未结部分预计毛利率为25-26%,2020年结算毛利率或维持低位,但由于近两年拿地成本较低,2020年可售货值的20%来自城市运营,毛利率预计达35%以上且权益比提高,未来结算毛利率下降趋势将有所改善。

财务依旧稳健,中国金茂2019年平均借贷成本为4.94%,净负债率达74%。预计公司2020年派息率依旧为约40%。截止2020年2月底已售未结金额约2,461亿元,管理层目标全年结算40%,持有物业收入目标达42亿元。估值上,彭博市场预计20/21年EPS为0.66/0.83人民币,3月31日收市价对应20/21年预测市盈率为6.98/5.57倍。近期市场预计每股NAV区间为9.65-10.4港元,NAV折让区间为35%-40%。彭博市场平均目标价为6.54港元,短期建议以5.6港元作为交易参考,潜在上升空间约为12%。

风险:疫情影响过大、交楼结算慢于预期、销售弱于预期等。

股价与恒指走势对比图



资料来源:Bloomberg, 國泰君安國際

公司估值

2020年3月31日收市价(港元)	5.02
市场平均目标价(港元)	6.54
市场目标价区间(港元)	4.30-8.50
潜在上升空间	30.28%

相关资料

市值(百万港元)	59,109
大股东持股比率(%)	50.3
自由流动比率(%)	49.8
过去3年盈利复合增速(%)	8.9
派息比率(%)	39.3%
贝塔值(Beta)	1.4
200天移动平均(港元)	5.22
52周低/高位(港元)	4.15-6.46
宝林通道低/高位(港元)	4.21-6.38

曾新芑

Xinyuan Zeng

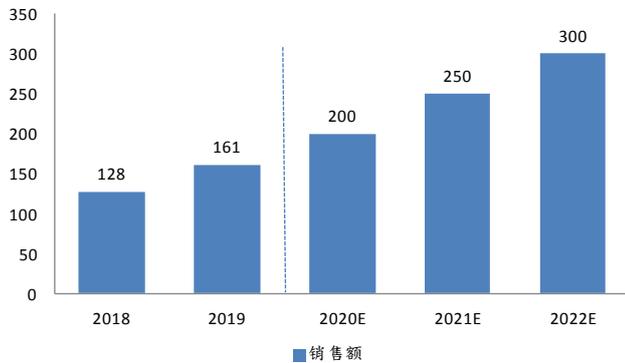
+852-25092695

xinyuan.zeng@gtjas.com.hk

港股交易参考

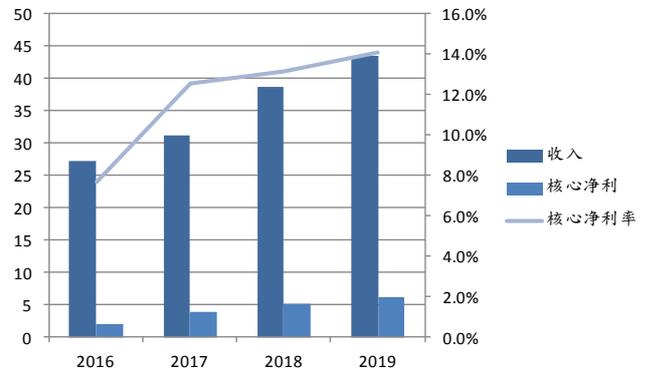
国泰君安国际

表1：中国金茂销售额(十亿人民币)



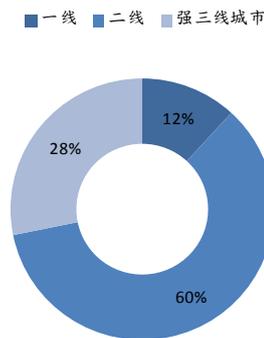
资料来源:公司公告, 国泰君安国际

表2：中国金茂确认收入及核心盈利情况(十亿人民币)



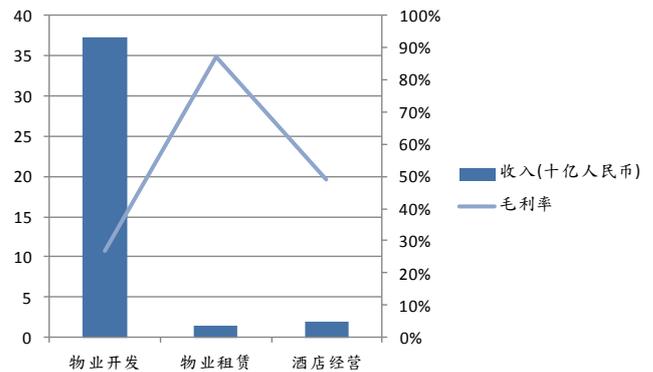
资料来源:公司公告, 国泰君安国际

表3：中国金茂土储结构



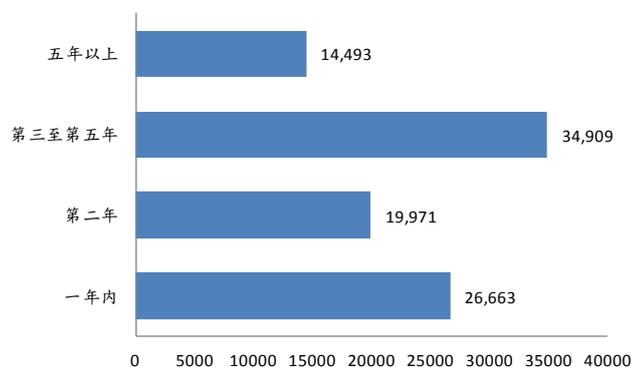
资料来源:公司公告, 国泰君安国际

表4：中国金茂主要业务板块收入及毛利率情况



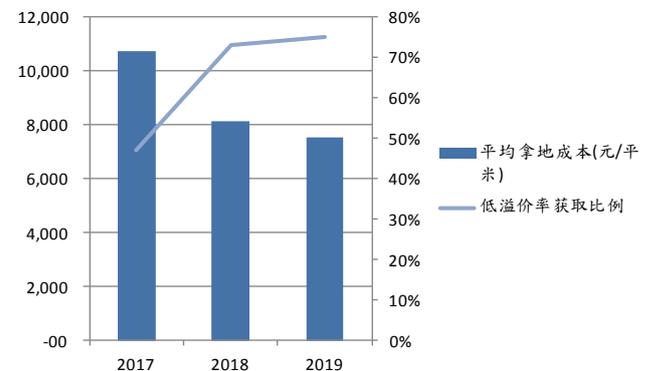
资料来源:公司公告, 国泰君安国际

表5：中国金茂债务到期情况(百万人民币)



资料来源:公司公告, 国泰君安国际

表6：中国金茂历史拿地均价与低溢价率获取比例情况



资料来源:公司公告, 国泰君安国际

港股交易参考

國泰君安國際

表 7：12 个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg, 國泰君安國際

表 8：12 个月滚动预估市净率



表 9：历史财务一览

(百万人民币, 年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并利润表				
收入	27,304	31,075	38,733	43,356
同比	52%	14%	25%	12%
成本	-17,099	-21,034	-24,194	-30,591
毛利	10,205	10,041	14,538	12,765
同比	47%	-2%	45%	-12%
毛利率	37.4%	32.3%	37.5%	29.4%
百分比变动	-1.3%	-5.1%	5.2%	-8.1%
经营费用	-2,538	-3,163	-3,504	-5,747
同比	19%	25%	11%	64%
经营费用率	9.3%	10.2%	9.0%	13.3%
百分比变动	-2.6%	0.9%	-1.1%	4.2%
营业外收入	-406	-879	-170	751
非经常性损益	782	2,661	481	3,602
所得税	-3,717	-3,675	-4,338	-4,195
归属非控制权益	2,038	1,172	2,166	2,177
净利润	2,536	3,978	5,211	6,452
经调净利润	2,030	1,946	4,855	3,743
同比	-4%	-4%	150%	-23%
经调净利润率	7.4%	6.3%	12.5%	8.6%
百分比变动	-4.4%	-1.2%	6.3%	-3.9%
摊薄每股收益	0.21	0.36	0.45	0.55
每股派息	0.08	0.14	0.19	0.21
合并资产负债表				
现金及现金等价物	18,117	25,411	21,326	17,196
贸易及其它应收款	6,446	920	790	1,446
存货	32,766	43,377	60,683	75,227
其它流动资产	28,954	47,571	64,628	77,763
流动资产	86,283	117,278	147,426	171,632
物业、厂房、设备	73,029	91,041	101,092	119,337
其它非流动资产	7,412	13,501	21,881	34,855
非流动资产	80,621	104,767	124,212	154,516
应付款	26,915	36,608	97,310	134,624
借款	12,944	27,827	21,976	26,738
其它流动负债	31,523	42,640	2,805	3,420
流动负债	71,382	107,074	122,091	164,782
借款	34,981	43,505	65,996	69,494
其它非流动负债	4,797	5,022	5,286	6,015
非流动负债	39,778	48,527	71,282	75,508
归属公司所有人权益	31,626	32,852	35,796	39,372
非控制性权益	24,118	33,592	42,469	46,486
总负债及权益	166,904	222,044	271,638	326,149

资料来源: Bloomberg, 國泰君安國際

(百万人民币, 年结12月31日)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
合并现金流量表				
净利润	2,536	3,978	5,211	6,452
折旧摊销	396	424	434	562
营运现金流	-3,546	-27,777	-2,591	14,729
资本性开支	-550	-4,078	-1,584	-1,067
其它投资现金流	132	-11,601	-18,135	-19,605
投资现金流	-418	-15,679	-19,719	-20,672
融资现金流	10,961	44,883	24,170	1,807
自由现金流	-3,689	-30,872	-2,633	15,074
归属权益所有人的自由现金流	2,415	-9,308	13,412	18,775
回报率				
平均资本回报率(%)	6.9	6.3	14.1	10.0
平均投入资本回报率(%)	4.6	3.3	5.6	4.2
平均资产回报率(%)	1.4	1.0	2.0	1.3
运营效率				
库存周转天数	674.7	660.6	784.9	810.8
应收账款周转天数	60.1	43.3	8.1	9.4
应付账款周转天数	527.1	551.1	1,010.1	1,383.7
现金周转天数	207.7	152.8	-217.2	-563.4
杠杆率及偿付能力				
净负债率	67%	70%	71%	74%

港股交易参考

國泰君安國際

表 10：彭博市场预测

(百万人民币, 年结12月31日)	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
收入	43,356	61,148	78,790	93,285
净利润	6,115	7,555	9,437	11,695
每股盈利	0.53	0.66	0.83	0.99
净负债	79,036	77,212	74,527	99,284
同比				
收入	12%	41%	29%	18%
净利润	20%	24%	25%	24%
每股盈利	19%	26%	25%	20%
利润率				
毛利率	29.4%	29.9%	29.9%	32.0%
净利率	14.1%	12.4%	12.0%	12.5%
资本回报率	17.2%	15.6%	17.1%	18.1%
资产回报率	2.2%	2.5%	2.9%	3.4%
估值比率				
市盈率	8.8x	7.0x	5.6x	4.6x
市净率	1.4x	1.2x	1.1x	0.9x
股息率	4.5%	5.5%	6.9%	8.5%

资料来源: Bloomberg、國泰君安国际

表 11：香港上市的中资地产公司 2020 年 1-2 月份销售数据

股票代码	公司	2月			1-2月			
		销售额 (亿元人民币)	同比变化	销售面积 (万平方米)	同比变化	销售额 (亿元人民币)	同比变化	销售面积 (万平方米)
03333.HK	中国恒大	447.3	107.8%	513.8	153.9%	852.8	31.8%	963.6
03380.HK	龙光地产	26.5	-44.9%	19.0	-47.1%	87.4	-4.6%	56.4
02202.HK	万科企业	280.3	-35.1%	173.2	-29.8%	829.4	-9.9%	506.7
01638.HK	佳兆业集团	25.6	-34.5%	13.3	-35.6%	67.0	-19.6%	34.5
00884.HK	旭辉控股	25.0	-60.6%	13.8	-65.4%	123.0	-19.9%	76.4
01238.HK	宝龙地产	13.1	-54.4%	8.5	-55.8%	48.2	-20.3%	30.6
00960.HK	禹州地产	12.0	-61.0%	8.3	-61.1%	46.5	-21.1%	29.5
00813.HK	世茂房地产	65.0	-35.3%	37.3	-32.5%	167.1	-22.5%	95.9
01966.HK	中骏置业	18.8	-56.4%	13.7	-65.7%	69.1	-23.0%	46.9
01918.HK	融创中国	122.1	-33.2%	88.9	-26.9%	308.4	-27.0%	224.7
02007.HK	碧桂园	209.2	-50.0%	252.0	-50.5%	538.4	-28.1%	631.0
03900.HK	绿城中国	21.0	-64.4%	9.0	-55.0%	66.0	-28.3%	29.0
00817.HK	中国金茂	25.0	-68.6%	20.3	-47.5%	130.1	-28.9%	78.0
00960.HK	龙湖地产	70.0	-29.9%	43.4	-35.3%	171.1	-31.3%	104.0
02777.HK	富力地产	25.0	-58.7%	20.8	-61.8%	86.8	-32.9%	74.3
00688.HK	中国海外发展	126.7	-39.9%	70.7	-36.1%	329.4	-34.3%	181.0
01109.HK	华润置地	54.7	-39.3%	34.3	-31.5%	165.1	-35.0%	84.2
03883.HK	中国奥园	19.6	-65.2%	-	-	70.2	-37.5%	-
00123.HK	越秀地产	12.1	-46.1%	4.8	-53.0%	42.7	-38.6%	16.4
03383.HK	雅居乐集团	29.8	-58.3%	18.5	-60.1%	80.0	-39.9%	48.5

注：1. 资料来源: 公司公告、Wind、國泰君安国际

2. 碧桂园(02007.HK)数据为权益数据

3. 绿城中国(03900.HK)销售数据不包括代建管理项目

港股交易参考

國泰君安國際

表 12：内房板块重点公司估值

	2020年 3月31日 收市价 (港元)	市场 平均 目标价 (港元)	潜在 上升 空间 (%)	2018年 12月31日 至今走势 (%)	每股盈利				每股盈利增长			每股盈利 19-22年 CAGR (%)	PEG	市盈率			市净率			股息率			ROE 贝塔值				
					19A	20F	21F	22F	20F	21F	22F			20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F					
					(港元)	(港元)	(港元)	(港元)	(%)	(%)	(%)			(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)		(%)	(%)	(%)	
中资地产																											
中国海外宏洋	00081	4.48	6.60	47.2	(16.9)	0.97	1.30	1.52	1.76	33.1	17.4	15.5	21.8	0.2	3.5	2.9	2.6	0.6	0.5	0.5	6.6	7.9	8.7	19.1	1.3		
保利置业	00119	2.60	3.20	23.1	(19.5)	0.61	0.84	0.95	-	37.2	13.1	-	-	-	3.1	2.7	-	0.3	0.3	-	7.5	8.5	6.1	-	1.2		
越秀地产	00123	1.40	2.12	51.5	(22.2)	0.28	0.29	0.34	0.39	4.9	16.6	14.5	11.9	0.4	4.8	4.2	3.6	0.5	0.4	0.4	8.2	9.6	10.8	9.6	1.0		
大悦城地产	00207	0.60	1.14	90.4	(30.2)	0.11	0.09	0.10	-	(16.7)	10.8	-	-	-	6.5	5.8	-	0.3	0.3	-	8.0	8.7	-	4.3	1.0		
瑞安房地产	00272	1.30	-	-	(24.0)	0.40	0.11	0.10	-	(72.0)	(9.9)	-	-	-	11.7	13.0	-	0.2	0.2	-	6.8	6.5	-	2.3	1.1		
绿地香港	00337	2.95	-	-	(12.7)	0.72	0.98	-	-	35.5	-	-	-	-	3.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.1	
深圳控股	00604	2.40	3.45	43.8	(23.1)	0.42	0.45	0.49	-	7.3	7.8	-	-	-	5.3	4.9	-	0.4	0.4	-	8.3	8.5	-	8.1	1.1		
中国海外发展	00688	24.10	33.03	37.0	(20.6)	3.39	4.38	4.98	5.12	29.4	13.6	2.9	14.8	0.4	5.5	4.8	4.7	0.7	0.7	0.6	5.0	5.7	6.1	14.3	1.1		
合生创展集团	00754	6.92	-	-	(12.4)	1.04	1.66	1.94	-	60.1	16.9	-	-	-	4.2	3.6	-	-	-	-	7.2	8.4	-	-	1.1		
世茂房地产	00813	27.25	34.57	26.8	(9.8)	3.04	4.26	5.13	5.76	40.1	20.5	12.3	23.8	0.3	6.4	5.3	4.7	1.1	0.9	0.8	6.2	7.5	8.2	17.9	1.3		
中国金茂	00817	5.03	6.54	30.0	(17.1)	0.52	0.72	0.90	1.08	37.1	25.5	20.1	27.4	0.3	7.0	5.6	4.6	1.2	1.1	0.9	5.6	7.0	8.5	16.3	1.4		
建业地产	00832	3.94	5.55	40.9	(13.2)	-	1.04	1.60	-	54.2	-	-	-	-	3.8	2.5	-	0.8	0.7	-	14.7	22.7	-	22.5	1.0		
旭辉控股	00884	5.62	7.64	35.9	(14.7)	0.83	1.17	1.55	1.67	40.5	32.8	8.0	26.3	0.2	4.8	3.6	3.4	1.1	0.9	0.7	7.3	9.0	10.7	23.2	1.5		
龙湖地产	00960	37.65	40.78	8.3	3.2	2.61	3.50	4.19	4.48	34.2	19.7	6.9	19.7	0.5	10.8	9.0	8.4	1.9	1.7	1.5	4.2	5.0	5.5	19.3	1.2		
新城发展控股	01030	6.97	9.84	41.2	(26.5)	1.14	1.62	1.82	2.02	41.4	12.9	10.6	20.9	0.2	4.3	3.8	3.5	1.1	0.9	0.7	7.3	8.4	8.7	31.0	1.5		
当代置业	01107	1.07	1.30	21.5	(9.3)	0.20	0.37	0.45	-	84.1	20.9	-	-	-	2.9	2.4	-	0.3	0.2	-	7.4	8.8	-	13.6	1.0		
华润置地	01109	31.75	40.88	28.8	(18.2)	3.30	3.99	4.67	4.80	20.6	17.2	2.8	13.3	0.6	8.0	6.8	6.6	1.1	1.0	0.9	4.3	5.0	5.1	14.7	1.1		
时代中国	01233	12.90	18.89	46.4	(17.0)	3.25	3.59	4.29	5.13	10.5	19.4	19.5	16.4	0.2	3.6	3.0	2.5	0.9	0.7	0.6	8.4	9.9	11.5	27.9	1.5		
宝龙地产	01238	4.52	6.92	53.2	(13.1)	1.22	1.02	1.30	1.64	(16.0)	27.3	26.4	10.6	0.4	4.4	3.5	2.7	0.5	0.5	0.4	9.6	11.8	14.6	12.5	1.0		
禹洲地产	01628	3.30	5.35	62.1	(23.1)	-	1.11	1.32	-	18.8	-	-	-	-	3.0	2.5	-	0.6	0.5	-	11.7	13.6	-	20.9	1.4		
佳兆业集团	01638	2.83	5.10	80.2	(23.9)	-	0.82	1.09	-	33.4	-	-	-	-	3.5	2.6	-	0.4	0.3	-	7.2	8.9	-	16.7	1.5		
华南城	01668	0.74	-	-	(25.3)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.1	
花样年控股	01777	1.39	-	-	(4.1)	0.15	0.41	-	-	174.9	-	-	-	-	3.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.4
合景泰富	01813	11.02	13.78	25.1	0.9	1.43	2.20	2.68	3.40	53.4	22.1	26.6	33.3	0.2	5.0	4.1	3.2	0.8	0.7	0.6	8.6	10.4	13.0	17.8	1.5		
融创中国	01918	35.55	54.92	54.5	(23.6)	4.05	7.75	9.21	11.71	91.2	18.9	27.1	42.4	0.1	4.6	3.9	3.0	1.3	1.0	0.6	4.9	6.0	7.7	30.9	1.6		
中骏集团	01966	3.43	5.58	62.7	(24.4)	0.68	0.99	1.24	1.31	45.7	26.0	5.5	24.6	0.1	3.5	2.8	2.6	0.6	0.5	-	8.9	11.0	-	18.6	1.2		
弘阳地产	01996	2.51	3.11	23.9	(2.7)	-	0.53	0.68	0.73	-	27.6	7.6	-	-	4.7	3.7	3.4	0.5	0.5	0.4	5.7	7.2	8.0	10.4	-		
碧桂园	02007	9.30	12.88	38.5	(25.5)	1.88	2.29	2.55	2.88	21.6	11.3	13.1	15.2	0.3	4.1	3.7	3.2	1.0	0.8	0.7	7.6	8.5	9.5	27.0	1.4		
德信中国	02019	3.10	4.24	36.9	(2.5)	0.68	0.71	0.86	1.06	4.3	21.5	22.8	15.9	0.3	4.4	3.6	2.9	-	-	-	6.7	8.1	0.4	12.7	-		
万科	02202	25.30	32.11	26.9	(23.9)	3.87	4.36	4.92	5.26	12.6	12.8	6.8	10.7	0.5	5.8	5.1	4.8	1.2	1.0	0.9	5.5	6.2	5.9	21.3	1.2		
佳源国际控股	02768	3.14	-	-	3.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.6	
中梁控股	02772	5.47	8.75	60.0	(11.6)	-	1.53	1.97	-	28.9	-	-	-	-	3.6	2.8	-	1.5	1.1	-	11.4	14.6	-	43.7	-		
富力地产	02777	10.08	14.77	46.5	(29.9)	3.49	3.82	4.27	4.20	9.4	11.6	(1.6)	6.3	0.4	2.6	2.4	2.4	0.4	0.3	0.3	14.9	16.6	14.9	14.2	1.5		
首创置业	02868	1.68	5.80	245.2	(23.3)	0.49	1.02	1.23	-	109.7	20.0	-	-	-	1.6	1.4	-	0.2	0.2	-	17.2	20.5	-	10.8	1.2		
融创中国	03301	7.54	11.53	52.9	(30.1)	1.64	2.79	3.39	3.78	70.4	21.4	11.6	32.2	0.1	2.7	2.2	2.0	0.6	0.5	0.4	10.3	12.1	13.2	21.0	1.2		
中国恒大	03333	12.78	18.90	47.9	(40.8)	-	3.34	3.91	-	17.2	-	-	-	-	3.8	3.3	-	0.9	0.7	-	11.0	12.7	-	28.4	1.5		
远洋集团	03377	1.96	2.51	27.8	(37.4)	0.41	0.51	0.55	0.50	23.1	9.3	(9.0)	7.0	0.6	3.9	3.5	3.9	0.3	0.2	0.2	11.3	12.9	9.8	5.6	1.3		
龙光地产	03380	11.86	15.67	32.1	(9.3)	1.49	2.45	2.95	3.43	64.7	20.4	16.2	32.1	0.2	4.8	4.0	3.5	1.4	1.1	0.9	8.2	9.9	11.3	31.5	1.5		
雅居乐集团	03383	8.32	10.66	28.2	(29.0)	1.97	2.25	2.55	2.65	14.2	13.1	4.0	10.4	0.4	3.7	3.3	3.1	0.5	0.5	0.4	12.7	14.2	15.1	14.9	1.3		
中国奥园	03883	9.04	13.70	51.5	(28.8)	1.36	2.55	3.25	3.89	87.9	27.2	19.7	42.0	0.1	3.5	2.8	2.3	1.1	0.9	0.7	10.3	13.1	15.6	36.0	1.5		
绿城中国	03900	7.01	8.12	15.8	(26.8)	1.21	1.27	1.46	1.67	4.8	15.0	14.3	11.3	0.5	5.5	4.8	4.2	0.5	0.4	0.4	4.9	5.2	5.8	8.9	1.3		
美的置业	03990	19.30	29.10	50.8	(19.2)	3.41	4.99	6.41	-	46.6	28.3	-	-	-	3.9	3.0	-	0.9	0.7	-	9.8	12.1	-	23.3	-		
正荣地产	06158	4.84	6.26	29.2	(13.6)	0.57	0.93	1.13	1.34	63.2	22.0	18.4	33.1	0.2	5.2	4.3	3.6	1.1	0.9	1.0	4.3	4.8	5.7	17.6	0.8		
加权平均					(19.5)	2.73	3.64	4.24	4.70	33.1	16.4	10.9	19.4	0.4	5.7	4.9	4.7	1.1	0.9	0.8	6.7	7.9	7.7	20.9	1.3		
简单平均					(18.4)	1.81	2.43	2.87	3.24	34.0	18.1	12.9	20.9	0.3	4.6	4.0	3.7	0.8	0.7	0.7	8.4	9.9	9.2	18.6	1.2		

资料来源: Bloomberg、國泰君安国际

港股交易参考

國泰君安國際

投資諮詢部 Investment Strategy

李明權	Eric Lee	eric.lee@gtjas.com.hk	
黃博	Victor Bo Huang	victor.huang@gtjas.com.hk	(852) 25092621
阮家洛	David Yuen	david.yuen@gtjas.com.hk	(852) 25092631
吳效宇	Shawn Wu	shawn.wu@gtjas.com.hk	(852) 25095323
曾新芑	Xinyuan Zeng	xinyuan.zeng@gtjas.com.hk	(852) 25095695
趙欣玥	Sherry Zhao	sherry.zhao@gtjas.com.hk	(852) 25095443
王嘉越	Tony Wang	tony.wang@gtjas.com.hk	(852) 25095375
李恒釗	Tony Li	tony.li@gtjas.com.hk	(852) 25095194

研究部 Research

劉谷	Grace Liu	liugu@gtjas.com	(86755) 23976698
潘凌蕾	Penny Pan	penny.pan@gtjas.com.hk	(852) 25092632

私人客戶銷售 Private Client Sales

李明權	Eric Lee	eric.lee@gtjas.com.hk		呂鴻極	Dick Lui	dick.lui@gtjas.com.hk
戚竹娜	Emmy Chik	emmy.chik@gtjas.com.hk		王剛	Wang Gang	wanggang101@gtjas.com
林達誠	Donald Lam	donald.lam@gtjas.com.hk		沈悅	Shen Yue	shenyue@gtjas.com
呂露	Lv Lu	lvlu@gtjas.com				
吳洪健	Wu Hongjian	wuhongjian@gtjas.com				

客戶服務部 Customer Services

楊曦	Yang Xi	yangxi@gtjas.com		虞琚斐	Liz Yu	liz.yu@gtjas.com.hk
郭琦	Guo Qi	guoqi@gtjas.com				

理財業務 Financial Services

黃沛源	Bryan Wong	bryan.wong@gtjas.com.hk	
-----	------------	-------------------------	--

機構銷售 Institutional Business

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk	
-----	------------	-------------------------	--

期貨業務 Futures Brokerage

陳家驊	Calvin Chan	calvin.chan@gtjas.com.hk		黎啟雄	Terry Lai	terry.lai@gtjas.com.hk
吳雪雯	Icy Ng	icy.ng@gtjas.com.hk				

外匯業務 FX Business

楊子峰	Tony Yeung	tony.yeung@gtjas.com.hk	
-----	------------	-------------------------	--

企業融資 Corporate Finance

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk		邱迪怡	Deirdre Yau	deirdre.yau@gtjas.com.hk
黃嘉賢	Anthony Wong	anthony.wong@gtjas.com.hk		羅廣信	Wilson Lo	wilson.lo@gtjas.com.hk

資本市場 Equity Capital Markets

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk		陳麗娥	Olivia Chan	olivia.chan@gtjas.com.hk
張穎思	Cecilia Cheung	cecilia.cheung@gtjas.com.hk				

固定收益 Fixed Income

雷強	Lei Qiang	qiang.lei@gtjas.com.hk		陳怡吟	Sophia Chen	sophia.chen@gtjas.com.hk
蔣小燕	Flora Jiang	flora.jiang@gtjas.com.hk				

資產管理 Asset Management

趙少洪	Simon Chiu	simon.chiu@gtjas.com.hk		潘繼宗	Franklin Poon	Franklin.poon@gtjas.com.hk
郭睿	Guo Rui	guo.rui@gtjas.com.hk		馬凱	Kyle Ma	kyle.ma@gtjas.com.hk

港股交易参考

國泰君安國際

利益披露事項

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。
- (3) 除佳兆业集团(01638.HK)、國泰君安國際(01788.HK)、甘肅銀行(02139.HK)、濱海投資(02886.HK)、西安海天天(08227.HK)、中梁控股(02772.HK)、晉商銀行(02558.HK)外，國泰君安國際或其集團公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。
- (4) 國泰君安國際或其集團公司在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的华南城(01668.HK)、星美控股(00198.HK)、北京汽车-H股(01958.HK)、融信中国(03301.HK)、当代置业(01107.HK)、中国奥园(03883.HK)、宝龙地产(01238.HK)、东江环保-H股(00895.HK)、国美零售(00493.HK)、同程艺龙(0780.HK)、彩生活(1778.HK)、香港中旅(0308.HK)、中国旭阳集团(01907.HK)、绿城中国(03900.HK)、美团点评-W(03690.HK)、小米集团(1810.HK)、中国光大绿色环保(01257.HK)、青岛啤酒股份-H股(0168.HK)、徽商银行-H股(03698.HK)、中国忠旺(01333.HK)、FriendTimes(06820.HK)、中广核新能源(01811.HK)、中关村科技租赁(01601.HK)、锦江资本-H股(02006.HK)、中国海外发展(0688.HK)存在投资银行业务的关系。
- (5) 除阿里巴巴-SW(09988.HK)、建设银行-H股(00939.HK)、工商银行-H股(01398.HK)、中银香港(02388.HK)、中国银行-H股(03988.HK)、汇丰控股(00005.HK)、舜宇光学科技(02382.HK)、瑞声科技(02018.HK)、金沙中国有限公司(01928.HK)、银河娱乐(00027.HK)、中国人寿-H股(02628.HK)、腾讯控股(00700.HK)、中国移动(00941.HK)、香港交易所(000388.HK)、友邦保险(01299.HK)、石药集团(01093.HK)、美团点评-W(03690.HK)、中国铁塔-H股(00788.HK)、小米集团-W(01810.HK)、中国平安-H股(02318.HK)外，國泰君安國際或其集團公司没有为本研究报告所评论的发行人的证券进行庄家活动。
- (6) 受雇于國泰君安國際或其集團公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代表國泰君安證券(香港)有限公司(“國泰君安國際”)的推薦意見也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。國泰君安國際或其集團公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

國泰君安國際的銷售員，交易員和其它專業人員可能會向國泰君安國際的客戶提供與本研究部中的觀點截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。國泰君安國際集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠，但國泰君安國際并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布，公布，可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令國泰君安國際或其集團公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2020 國泰君安證券(香港)有限公司 版权所有. 不得翻印

香港中环皇后大道中 181 号新纪元广场低座 27 楼

电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com