

买入 (维持)

00884.HK 旭辉控股

港股通 (沪、深)

目标价: 7.20 港元

现价: 5.38 港元

## 销售稳步增长, 商业规划积极推进

2019年10月18日

预期升幅: 34%

## 主要财务指标

## 市场数据

日期	2019.10.18
收盘价(港元)	5.38
总股本(亿股)	78.86
总市值(亿港元)	424.27
净资产(亿元)	273.69
总资产(亿元)	3020.41
每股净资产(元)	3.51

数据来源: Wind

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	42,368	55,011	71,065	88,479
同比增长(%)	33.1	29.8	29.2	24.5
核心净利润(百万元)	5,536	7,023	8,821	10,991
同比增长(%)	35.6	26.9	25.6	24.6
毛利率(%)	25.0	25.0	24.5	24.5
核心净利润率(%)	13.1	12.8	12.4	12.4
净资产收益率(%)	21.1	23.3	24.6	25.5
每股收益(分)	70	91	115	143
每股股息(港仙)	30	36	46	57

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **维持“买入”评级, 目标价 7.20 港元:** 旭辉在土地市场坚守拿地纪律, 今年以来权益占比不断提升; 目前土地储备充足, 销售规模稳步提升, 未来 3 年仍可维持 20-30% 的增速; 商业规划稳步推进, 随着投资物业组合的丰富, 为公司带来持续稳定的收入。公司的财务状况保持稳健, 预计净负债率将进一步下降, 未来派息比率维持 35%。我们预计 2019/2020 年的营业收入为 550/710 亿元, 同比增长 30%/29%。核心净利润为 70/88 亿元, 同比增长 27%/26%。我们维持“买入”评级, 目标价 7.2 港元, 对应 2019/2020 年 PE 为 6.9/5.5 倍。
- **销售稳步增长, 目标完成度达到 72%:** 截至前三季度, 公司累计实现合约销售金额 1367 亿元, 同比增长 27.8%, 合约销售面积为 802 万平米, 同比增长 18.9%, 销售均价为 17046 元/平米, 同比增长 7.5%。截至目前, 公司的销售完成度达到 72%。公司更注重销售的质量, 以回款率和利润率作为主要的考核 KPI。目前公司的区域布局完善, 储备充足, 产品力逐年提升, 我们预计公司未来 3 年仍可维持 20-30% 的销售增速。
- **坚守拿地纪律, 权益占比不断提升:** 2019 年 1 至 9 月公司新增了 51 幅土地, 合计建筑面积为 1051 万平米, 拿地权益比例持续提升, 前三季度新增土储权益比例达到 71%, 较 2018 年提升 14 个百分点, 5 月以来公司补充的 28 幅土地中 22 幅均为 100% 权益获取。公司前三季度从容补充了土地储备, 新增土储合计土地款为 510 亿元, 权益土地款为 385 亿元, 平均土地成本为 4853 元/平米, 保障了充足的利润空间, 新增拿地成本占销售均价比例为 28.5%, 较 2018 年下降 10 个百分点。
- **商业规划积极推进:** 随着公司销售规模的提升, 本身财务实力的提升, 公司开始积极布局商业地产, 开业一年的上海 LCM 置汇旭辉广场, 目前出租率达到 100%, 成为公司未来商业项目的标杆。公司计划每年将销售回款的 10% 用于投资商业物业, 逐年提升投资物业的组合, 为公司贡献持续稳定的营业收入。

**风险提示: 宏观经济增长放缓、行业调控政策加严、流动性收紧、商品房销售不及预期、人民币贬值、租金收入不及预期**

## 相关报告

《有质量增长, 利润率无忧》

20190814

《有序拓展土储, 权益持续回升》

20190715

《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

## 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



**报告正文**

- **销售稳步增长，目标完成度达到 72%：**9 月单月公司实现合约销售金额 200 亿元，同比增长 30.1%，合约销售面积为 111 万平米，同比增长 18.8%。截至前三季度，公司累计实现合约销售金额 1367 亿元，同比增长 27.8%，合约销售面积为 802 万平米，同比增长 18.9%，销售均价为 17046 元/平米，同比增长 7.5%。截至目前，公司的销售完成度达到 72%。公司更注重销售的质量，以回款率和利润率作为主要的考核 KPI。目前公司的区域布局完善，储备充足，产品力逐年提升，我们预计公司未来 3 年仍可维持 20-30% 的销售增速。
- **坚守拿地纪律，权益占比不断提升：**2019 年 1 至 9 月公司新增了 51 幅土地，合计建筑面积为 1051 万平米，拿地权益比例持续提升，前三季度新增土储权益比例达到 71%，较 2018 年提升 14 个百分点，5 月以来公司补充的 28 幅土地中 22 幅均为 100% 权益获取。公司前三季度从容补充了土地储备，新增土储合计土地款为 510 亿元，权益土地款为 385 亿元，平均土地成本为 4853 元/平米，保障了充足的利润空间，新增拿地成本占销售均价比例为 28.5%，较 2018 年下降 10 个百分点。
- **区域深耕，多点开花：**公司的全国化布局已较为成熟，年内新进入了太原、漳州、石家庄、长春（下半年新进）、开封（下半年新进）、眉山（下半年新进），目前已覆盖了全国超过 60 座城市。公司在重庆、苏州等地都已经深耕多年，苏州区域蝉联销冠。未来公司将仍以二线城市为主要投资方向（上半年新增土储约八成均分布在二线城市），继续推进全国化布局。

据我们近期调研来看，一城一策持续践行，信贷依然偏紧。重庆楼市整体相对平稳，政策目前相对较为宽松，房贷利率上浮略有提升，平均放款速度不到 1 个月。苏州迎来最严厉的政策期，年初以来苏州市场迅速升温，苏州平均房价同比增幅达到 20%，7 月限售限购双双升级，目前房贷利率亦出现小幅提升，平均放款速度约 3 个月。

- **商业规划积极推进：**随着公司销售规模的提升，本身财务实力的提升，公司开始积极布局商业地产，开业一年的上海 LCM 置汇旭辉广场，目前出租率达到 100%，成为公司未来商业项目的标杆。公司计划每年将销售回款的 10% 用于商业物业，逐年提升投资物业的组合，为公司贡献持续稳定的营业收入。
- **维持“买入”评级，目标价 7.20 港元：**旭辉在土地市场坚守拿地纪律，今年以来权益占比不断提升；目前土地储备充足，销售规模稳步提升，未来 3 年仍可维持 20-30% 的增速；商业规划稳步推进，随着投资物业组合的丰富，为公司带来持续稳定的收入。公司的财务状况保持稳健，预计净负债率将进一步下降，未来派息比率维持 35%。我们预计 2019/2020 年的营业收入为 550/710 亿元，同比增长 30%/29%。核心净利润为 70/88 亿元，同比增长 27%/26%。

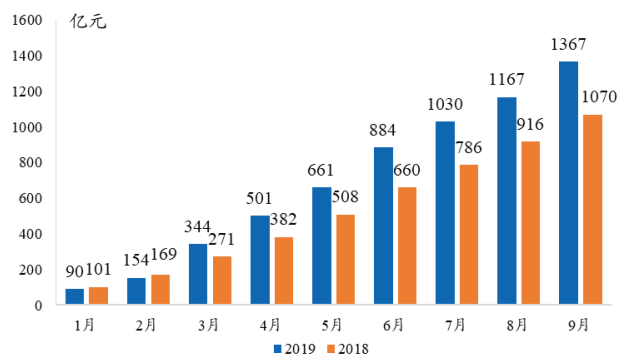
---

我们维持“买入”评级，目标价 7.2 港元，对应 2019/2020 年 PE 为 6.9/5.5 倍。

- **风险提示：**宏观经济增长放缓、行业调控政策加严、流动性收紧、商品房销售不及预期、人民币贬值。

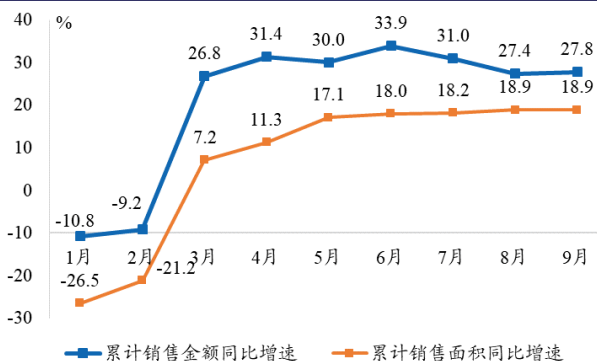
附图表

图1、公司的累计销售金额



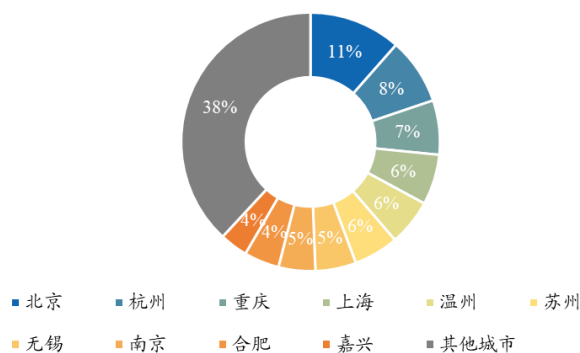
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司的销售金额和面积的增速



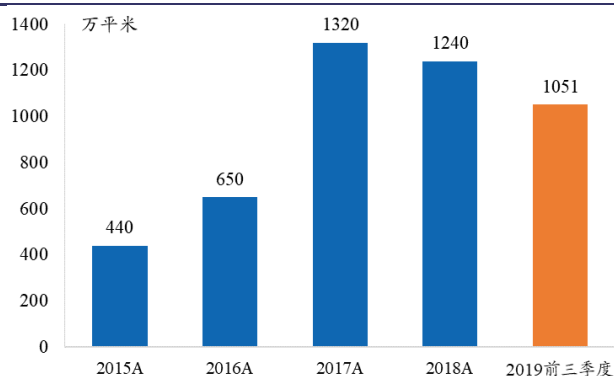
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司的合约销售金额城市分布



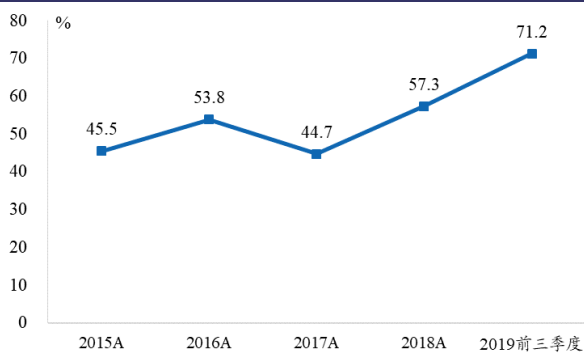
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司的新增土地储备面积



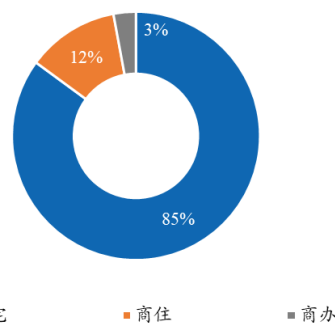
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司的新增土地储备权益比例



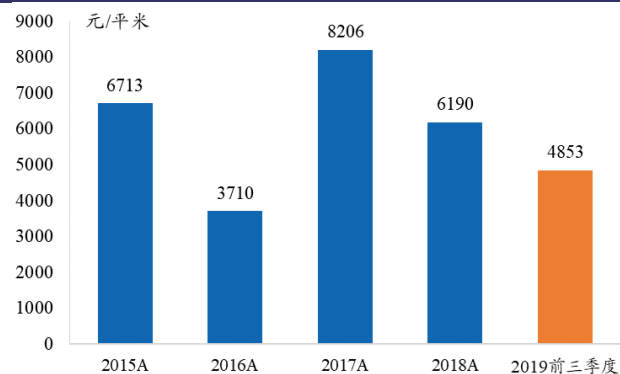
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司的新增土地储备按类型划分



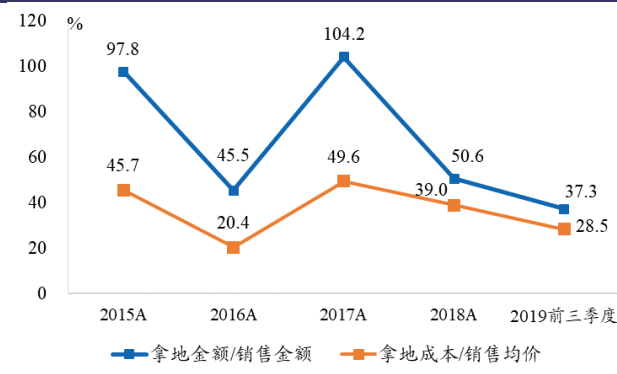
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司的新增土地平均成本



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司的投资分析



资料来源：公司公告，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、2019年前三季度新增土地情况

区域	权益	GFA (万平方米)	%	权益 GFA (万平方米)	%	土地面积 (万平方米)	%	土地款 (亿元)	%	权益土地款 (亿元)	%	楼面地价 (元/平方米)	项目数量 (幅)
长三角	84%	262	25%	221	30%	126	30%	194	38%	159	41%	7404	19
环渤海	51%	421	40%	216	29%	158	38%	160	31%	100	26%	3810	14
西部	82%	154	15%	126	17%	59	14%	52	10%	40	10%	3412	8
华中	81%	154	15%	125	17%	43	10%	69	13%	52	13%	4465	5
华南	100%	18	2%	18	2%	7	2%	21	4%	21	5%	11223	3
东北	100%	42	4%	42	6%	21	5%	14	3%	14	4%	3303	2
城市	权益	GFA (万平方米)	%	权益 GFA (万平方米)	%	土地面积 (万平方米)	%	土地款 (亿元)	%	权益土地款 (亿元)	%	楼面地价 (元/平方米)	项目数量 (幅)
一线	31%	10	1%	3	0%	4	1%	13	3%	4	1%	13134	2
二线	67%	876	83%	590	79%	342	83%	411	81%	306	80%	4688	39
强三线	86%	64	6%	54	7%	26	6%	61	12%	50	13%	9649	6
其他	100%	101	10%	101	14%	41	10%	25	5%	25	6%	2463	4
时间	权益	GFA (万平方米)	%	权益 GFA (万平方米)	%	土地面积 (万平方米)	%	土地款 (亿元)	%	权益土地款 (亿元)	%	楼面地价 (元/平方米)	项目数量 (幅)
1月	75%	119	11%	89	12%	38	9%	87	17%	70	18%	7272	8
2月	68%	76	7%	51	7%	37	9%	45	9%	29	7%	5896	5
3月	51%	59	6%	30	4%	37	9%	47	9%	24	6%	8022	2
4月	49%	364	35%	179	24%	106	26%	108	21%	65	17%	2961	8
5月	85%	68	6%	58	8%	36	9%	52	10%	47	12%	7689	8
6月	95%	83	8%	79	10%	39	9%	34	7%	33	8%	4086	3
7月	94%	109	10%	102	14%	51	12%	63	12%	58	15%	5811	6
8月	93%	125	12%	116	15%	47	11%	47	9%	35	9%	3725	5
9月	93%	49	5%	45	6.0%	22	5.4%	28	5%	26	7%	5704	6
<b>合计</b>	<b>71%</b>	<b>1051</b>		<b>749</b>		<b>414</b>		<b>510</b>		<b>385</b>		<b>4853</b>	<b>51</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、主要上市公司9月销售数据

代码	公司	9月份				1-9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		
<b>0884.HK</b>	<b>旭辉控股</b>	<b>200</b>	<b>30.1</b>	<b>111</b>	<b>18.8</b>	<b>1367</b>	<b>27.8</b>	<b>802</b>	<b>18.9</b>	<b>1900</b>	<b>72.0</b>
2007.HK	碧桂园	516	40.4	577	49.1	4229	1.7	4699	6.7	NA	NA
3333.HK	中国恒大	831	31.9	827	37.8	4532	1.1	4279	0.4	6000	75.5
2202.HK	万科企业	493	13.5	321	6.0	4756	10.2	3062	5.5	6452	73.7
1918.HK	融创中国	629	17.9	430	21.8	3695	15.8	2532	22.6	5500	67.2
0688.HK	中国海外	341	29.1	157	13.3	2902	28.2	1376	11.7	3500	82.9
1030.HK	新城发展控股	262	18.0	223	33.1	1977	23.9	1723	35.4	2700	73.2
0960.HK	龙湖集团	270	55.0	137	28.8	1746	17.1	1036	11.8	2200	79.4
1109.HK	华润置地	220	1.3	129	14.9	1754	12.2	956	9.8	2423	72.4
3900.HK	绿城中国	209	115.5	109	105.7	1232	21.4	663	20.5	2000	61.6
0813.HK	世茂房地产	321	56.5	181	41.8	1740	44.0	970	31.9	2100	82.9
0817.HK	中国金茂	156	83.0	72	56.7	1238	30.6	561	74.7	1500	82.6
2777.HK	富力地产	113	10.0	104	31.5	926	6.5	853	29.2	1600	57.9
3383.HK	雅居乐集团	118	19.8	92	27.6	870	23.9	627	16.6	1130	77.0
3377.HK	远洋集团	135	0.1	71	111.1	889	25.6	438	34.6	1400	63.5
3380.HK	龙光地产	90	57.9	63	64.3	717	30.6	528	77.5	850	84.3
3883.HK	中国奥园	106	34.8	105	69.5	786	28.7	779	35.1	1141	68.9
2868.HK	首创置业	36	47.3	13	5.7	511	20.8	197	16.6	800	63.8

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	40	68.6	22	100.0	481	34.3	224	28.8	680	70.7
1813.HK	合景泰富	92	66.6	44	26.4	582	19.7	329	17.2	850	68.4
1966.HK	中骏集团	65	47.5	51	20.8	547	62.7	439	65.7	700	78.1
1628.HK	禹洲地产	82	25.3	57	70.0	489	44.3	326	42.4	670	72.9
1238.HK	宝龙地产	52	43.1	34	54.0	451	56.6	278	46.2	550	82.1
	<b>平均</b>		<b>39.4</b>		<b>43.7</b>		<b>25.3</b>		<b>28.9</b>		<b>73.2</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、行业估值表（截至20191018）

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS		PE		PB	息率 (%)	ROE (%)
				2018A	2019E	2018A	2019E			
<b>0884.HK</b>	<b>旭辉控股</b>	<b>5.38</b>	<b>424</b>	<b>0.72</b>	<b>0.91</b>	<b>6.6</b>	<b>5.2</b>	<b>1.4</b>	<b>5.6</b>	<b>23.3</b>
0081.HK	中海宏洋	4.12	141	0.73	0.96	5.0	3.8	0.7	3.4	14.7
0123.HK	越秀地产	1.74	269	0.22	0.22	7.0	7.0	0.6	5.3	8.2
0337.HK	绿地香港	2.76	77	0.61	0.73	4.0	3.3	0.6	7.2	16.5
0604.HK	深圳控股	3.07	266	0.42	0.41	6.4	6.5	0.7	5.9	8.2
0688.HK	中国海外	26.20	2871	4.10	4.48	5.6	5.1	0.9	3.4	16.4
0813.HK	世茂房地产	25.70	848	2.65	3.49	8.5	6.5	1.2	4.7	15.1
<b>0817.HK</b>	<b>中国金茂</b>	<b>5.19</b>	<b>610</b>	<b>0.44</b>	<b>0.58</b>	<b>10.4</b>	<b>7.9</b>	<b>1.4</b>	<b>4.2</b>	<b>15.2</b>
<b>0960.HK</b>	<b>龙湖集团</b>	<b>33.00</b>	<b>1970</b>	<b>2.20</b>	<b>2.79</b>	<b>13.2</b>	<b>10.4</b>	<b>2.0</b>	<b>3.4</b>	<b>21.3</b>
<b>1030.HK</b>	<b>新城发展控股</b>	<b>7.88</b>	<b>465</b>	<b>0.96</b>	<b>1.32</b>	<b>7.2</b>	<b>5.3</b>	<b>2.2</b>	<b>5.3</b>	<b>42.3</b>
<b>1109.HK</b>	<b>华润置地</b>	<b>36.20</b>	<b>2509</b>	<b>2.78</b>	<b>3.35</b>	<b>11.4</b>	<b>9.5</b>	<b>1.6</b>	<b>3.4</b>	<b>18.4</b>
1233.HK	时代中国	14.16	275	2.40	2.68	5.2	4.7	1.3	5.5	27.1
<b>1238.HK</b>	<b>宝龙地产</b>	<b>5.24</b>	<b>209</b>	<b>0.44</b>	<b>0.59</b>	<b>10.4</b>	<b>7.8</b>	<b>0.6</b>	<b>5.7</b>	<b>10.8</b>
1628.HK	禹洲地产	3.25	164	0.78	0.84	3.7	3.4	0.7	9.7	19.5
1777.HK	花样年控股	1.18	68	0.13	0.25	8.2	4.1	0.5	3.4	5.7
1813.HK	合景泰富	7.61	242	1.28	1.70	5.2	3.9	0.6	8.4	14.3
<b>1908.HK</b>	<b>建发国际</b>	<b>8.21</b>	<b>75</b>	<b>1.93</b>	<b>1.80</b>	<b>3.7</b>	<b>4.0</b>	<b>1.1</b>	<b>14.6</b>	<b>33.4</b>
<b>1918.HK</b>	<b>融创中国</b>	<b>35.60</b>	<b>1581</b>	<b>3.79</b>	<b>5.48</b>	<b>8.3</b>	<b>5.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.6</b>	<b>32.9</b>
1966.HK	中骏集团	3.84	158	0.88	0.97	3.8	3.5	0.8	5.5	24.2
<b>2007.HK</b>	<b>碧桂园</b>	<b>10.84</b>	<b>2348</b>	<b>1.59</b>	<b>2.02</b>	<b>6.0</b>	<b>4.7</b>	<b>1.6</b>	<b>5.1</b>	<b>32.2</b>
2777.HK	富力地产	12.50	403	2.60	3.84	4.2	2.9	0.5	11.2	12.9
3301.HK	融信中国	9.15	158	1.38	1.80	5.8	4.5	0.9	4.0	18.7
3377.HK	远洋集团	2.74	209	0.47	0.49	5.1	4.9	0.4	7.8	7.4
<b>3380.HK</b>	<b>龙光地产</b>	<b>11.98</b>	<b>657</b>	<b>1.28</b>	<b>1.83</b>	<b>8.2</b>	<b>5.8</b>	<b>1.8</b>	<b>6.3</b>	<b>31.5</b>
3383.HK	雅居乐集团	10.10	396	1.84	2.13	4.8	4.2	0.8	9.9	18.4
3883.HK	中国奥园	10.30	277	0.90	1.63	10.1	5.6	1.8	4.1	21.9
3900.HK	绿城中国	7.39	160	0.18	0.97	36.1	6.7	0.5	3.7	3.7
	<b>平均</b>					<b>7.9</b>	<b>5.4</b>	<b>1.1</b>	<b>5.9</b>	<b>19.0</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

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>207,351</b>	<b>239,044</b>	<b>265,099</b>	<b>302,008</b>
货币资金	43,328	64,813	59,470	63,210
发展中物业	84,138	90,696	115,325	141,953
应收账款	16,740	19,593	23,364	26,665
其他流动资产	52,907	52,907	52,907	52,907
存货	10,238	11,036	14,033	17,273
<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>272,760</b>	<b>298,818</b>	<b>335,729</b>
<b>流动负债</b>	<b>123,344</b>	<b>127,558</b>	<b>150,100</b>	<b>173,733</b>
短期借款	8,842	11,342	13,842	16,342
应付账款	25,888	24,868	35,279	53,075
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>89,109</b>	<b>84,416</b>	<b>87,621</b>
长期借款	41,061	47,061	53,061	59,061
长期应付款	23,408	38,245	27,553	24,758
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>216,667</b>	<b>234,517</b>	<b>261,354</b>
股本	626	626	626	626
储备	24,978	29,543	35,277	42,421
少数股东权益	19,959	21,825	24,084	26,799
<b>总权益</b>	<b>49,446</b>	<b>56,093</b>	<b>64,301</b>	<b>74,375</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>241,061</b>	<b>272,760</b>	<b>298,818</b>	<b>335,729</b>

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	11,317	14,007	17,378	21,416
折旧和摊销	31	40	42	43
公允价值变动损失	106	0	0	0
财务费用	598	676	679	0
所得税开支	4,003	4,903	6,082	7,496
营运资金的变动	-6,401	-7,967	-13,860	-7,179
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-2,838</b>	<b>1,073</b>	<b>-2,655</b>	<b>6,666</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-15,078</b>	<b>658</b>	<b>763</b>	<b>752</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>31,047</b>	<b>19,754</b>	<b>-3,450</b>	<b>-3,678</b>
现金净变动	13,131	21,485	-5,343	3,740
现金的期初余额	29,787	43,328	64,813	59,470
<b>现金的期末余额</b>	<b>43,328</b>	<b>64,813</b>	<b>59,470</b>	<b>63,210</b>

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>42368</b>	<b>55011</b>	<b>71065</b>	<b>88479</b>
营业成本	31755	41258	53654	66802
其它收益	2066	1980	2558	3185
销售费用	1153	1155	1492	1858
管理费用	2122	2365	3056	3805
<b>营业利润</b>	<b>9404</b>	<b>12212</b>	<b>15421</b>	<b>19200</b>
财务费用	369	598	676	679
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>14007</b>	<b>17378</b>	<b>21416</b>
所得税	4199	4903	6082	7496
税后盈利	7118	9105	11296	13920
少数股东损益	1494	1866	2259	2714
<b>核心净利润</b>	<b>5536</b>	<b>7023</b>	<b>8821</b>	<b>10991</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.70</b>	<b>0.91</b>	<b>1.15</b>	<b>1.43</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	29.8	29.2	24.5
营业利润增长率	24.7	29.9	26.3	24.5
净利润增长率	35.6	26.9	25.6	24.6
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	25.0	25.0	24.5	24.5
净利率	12.8	12.8	12.4	12.4
ROE	21.1	23.3	24.6	25.5
<b>偿债能力</b>				
净资产负债率(%)	67.2	56.8	54.4	49.7
流动比率	1.7	1.9	1.8	1.7
速动比率	0.9	1.1	0.9	0.8
<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	2.8	3.0	3.3
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.70	0.91	1.15	1.43
每股净资产	3.33	3.92	4.66	5.59
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	6.7	5.2	4.1	3.3
PB	1.4	1.2	1.0	0.8

## 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](http://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、游菜互动集团有限公司、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“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。