【广发地产&海外】碧桂园服务（06098.HK）

疫情下营收与业绩高速增长，增值服务空间广阔

公司评级	买入
当前价格	50.25 港元
合理价值	58.18 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-09-23

核心观点：

- **传统业务毛利率稳中有升，优惠所得税率到期。**公司发布 2020 年中期业绩公告，实现营收 62.7 亿元，同比增长 78.4%，实现归母净利润 13.1 亿元，同比增长 61.0%。分业务来看，公司物业管理、社区增值服务营收同比分别增长 57%、96%，疫情之下高速成长，非业主增值服务营收同比+13%，受疫情影响增速较低，三供一业业务也稳定贡献营收（去年同期基本无营收）。利润率方面，上半年公司毛利率 37.2%，同比下滑 2.0pct，主要是三供一业业务毛利率（5.6%）较低所致，剔除三供一业公司毛利率 42.3%，同比提高 3.1pct。疫情期间公司进行组织结构和人员优化，管理费用率 10.3%，同比下降 2.9pct。然而，公司高新企业资格 19 年到期，优惠所得税率调整至 25%（原 15%），20H1 归母净利率 21.0%，同比下滑 2.3pct。
- **储备资源丰富，收并购拓展生态布局。**截至 20H1，物管方面，公司储备面积 4.3 亿平，保障倍数为 1.33，储备资源丰丰富。城市服务方面，20 年来公司拓展了 6 个项目，累计取得 13 个项目，拓展成果较大。三供一业平稳接管，并逐步拓展业务边界，值得期待。社区增值服务方面，拎包入住、增值创新、社区传媒营收分别同比大幅增长 216%、375%、98%，20 年公司收购了主营社区电梯传媒的城市纵横、主营电梯维保及销售代理的溧阳中立电梯、主营保险经纪的文津国际，横向收购快速拓宽增值服务专业能力，打破传统业务边界，实现协同创新。
- **预计 20-21 年 EPS 分别为 0.82 元/股、1.14 元/股。**我们认为公司储备资源丰富，城市服务领先，社区增值服务空间广阔，考虑到可比公司估值及公司业绩增速情况，给予公司 2021 年 45 倍 PE，对应合理价值 58.18 港元/股（最新港元兑人民币汇率 0.87576），给予“买入”评级。
- **风险提示。**房地产市场下行；市场竞争加剧；增值服务不及预期。

盈利预测：

单位：人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,675	9,645	13,234	18,397	24,970
增长率(%)	49.8%	106.3%	37.2%	39.0%	35.7%
EBITDA(百万元)	1080	2133	3199	4367	6002
归母净利润(百万元)	923	1671	2271	3134	4342
增长率(%)	129.8%	81.0%	36.0%	38.0%	38.6%
EPS（元/股）	0.37	0.62	0.82	1.14	1.57
市盈率（P/E）	119.18	71.41	53.46	38.75	27.97
ROE(%)	40.8%	31.1%	32.1%	33.2%	34.2%
EV/EBITDA	98.26	52.70	35.63	25.25	17.55

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现

分析师：乐加栋
SAC 执证号：S0260513090001
021-60750620
lejiadong@gf.com.cn
分析师：郭镇
SAC 执证号：S0260514080003
SFC CE No. BNN906
010-59136622
guoz@gf.com.cn
分析师：欧亚菲
SAC 执证号：S0260511020002
SFC CE No. BFN410
020-66335066
oyf@gf.com.cn

请注意，乐加栋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

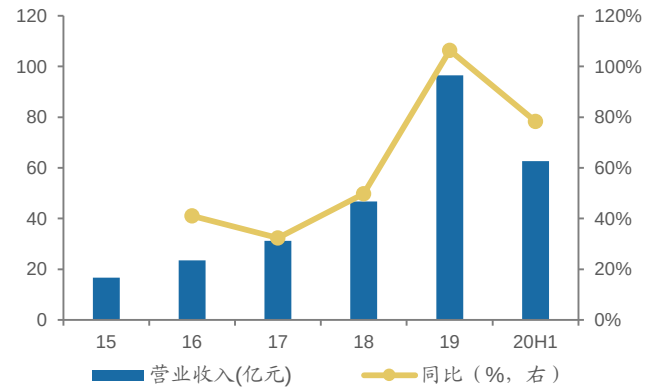
【广发海外】碧桂园服务（06098.HK）:业绩表现强劲，三供一业业务成果初现 2020-03-31

联系人：欧阳喆 021-60750620
ouyangzhe@gf.com.cn

一、传统业务毛利率稳中有升，业绩高速增长

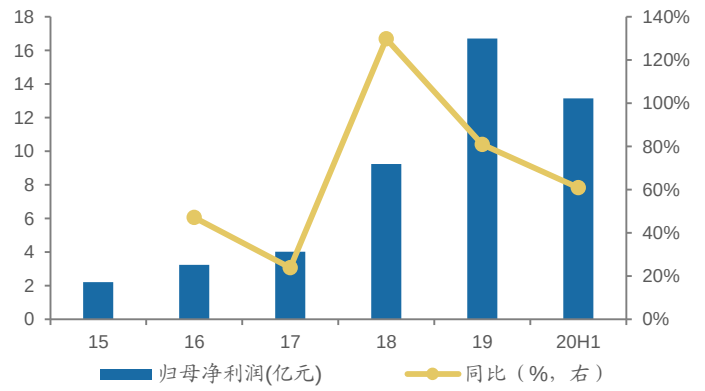
碧桂园服务20年上半年实现营收62.7亿元，同比增长78.4%，实现归母净利润13.1亿元，同比增长61.0%，在疫情之下公司仍然维持了高速的增长。

图1：碧桂园服务主营业务收入（亿元）及增速



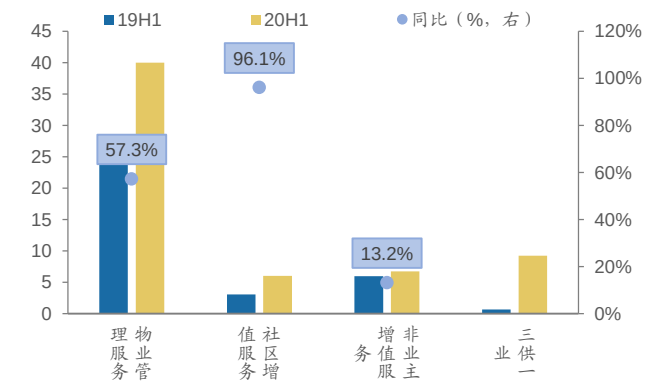
数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

图2：碧桂园服务归母净利润（亿元）及增速



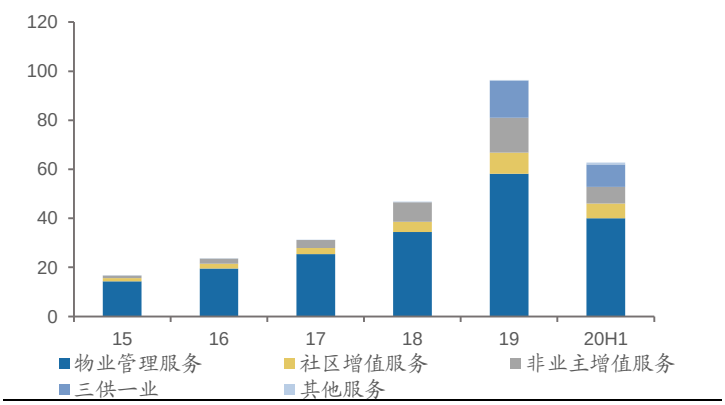
数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

图3：碧桂园服务分业务营收及20H1同比



数据来源：公司半年报，广发证券发展研究中心

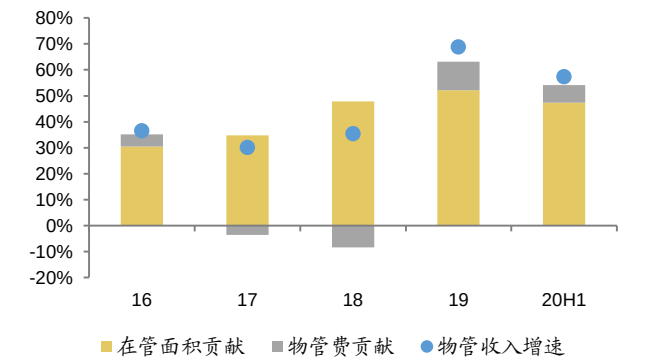
图4：碧桂园服务营收（亿元）分结构



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

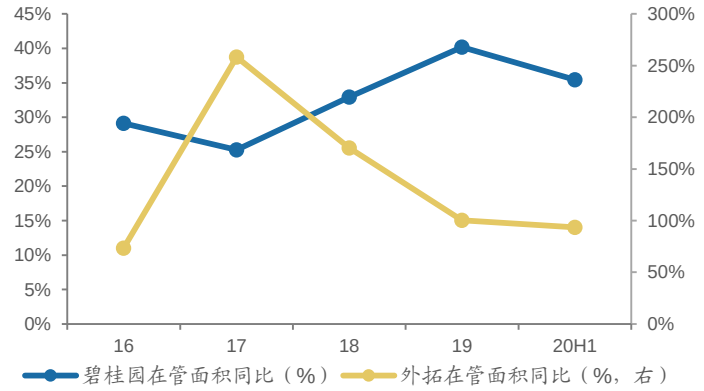
分业务来看，20年上半年传统三大业务营收均有所增长，三供一业也进入了收入贡献期（自19年下半年开始大幅贡献收入，因此20年上半年同比大幅增长）。上半年物管收入（不含三供一业，下同）40.0亿元，同比增长57.3%，量价拆分来看，在管面积3.2亿平，同比增长47.4%，物管费也对收入增长产生了正向贡献，主要是收并购项目的物管费较高，第三方在管合约到期项目提价也有一定的支持。分来源来看，来自碧桂园的在管面积同比增长35.5%，来自第三方的在管面积同比增长93.5%，收并购及基于过往收并购项目的外拓对公司第三方在管面积的增长提供了有力的支撑。

图5：碧桂园服务物管收入增速及贡献拆分



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

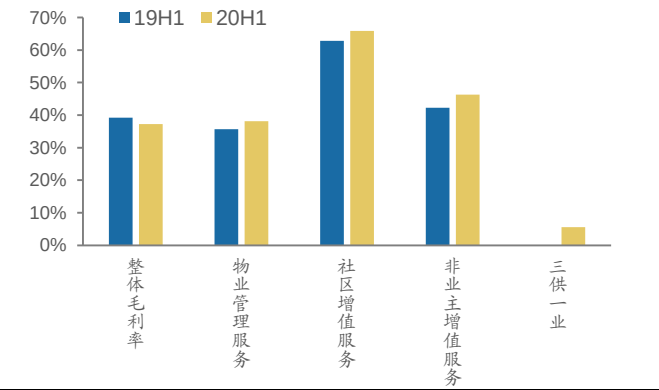
图6：碧桂园服务分来源物管面积增速



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

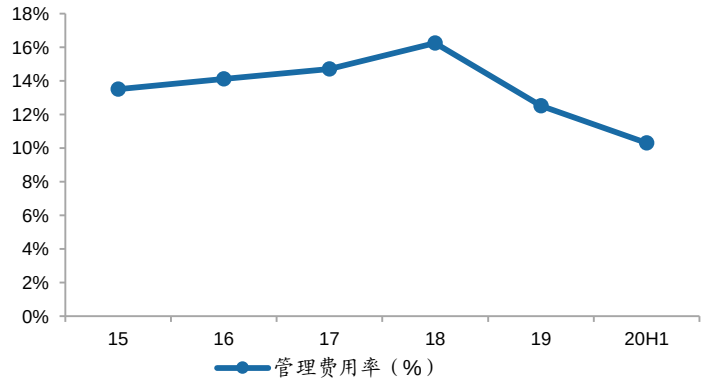
利润率方面，上半年公司毛利率37.2%，同比下滑2.0个百分点，主要是三供一业毛利率较低，拉低了整体毛利率，而剔除三供一业业务之后，三大物管传统业务毛利率为42.3%，同比提高3.1个百分点。费用方面，疫情期间公司部分管理支出减少，且公司进行了组织结构和人员优化，缩减了管理支出，报告期内公司管理费用率10.3%，同比下降2.9个百分点，对冲了毛利率下滑的影响。然而，公司20年5月发行了可转债募资约35.1亿元，报告期内计提利息支出约0.2亿元（去年同期利息支出约为0），对业绩有所稀释，此外，公司2018年获得的高新技术企业资格于2019年到期，优惠所得税率由15%调整至25%，报告期内公司所得税率达到26.4%，同比提高9.2个百分点，因此公司整体的净利率水平有所下滑，报告期内公司归母净利率21.0%，同比下滑2.3个百分点。

图7：碧桂园服务分业务毛利率比较



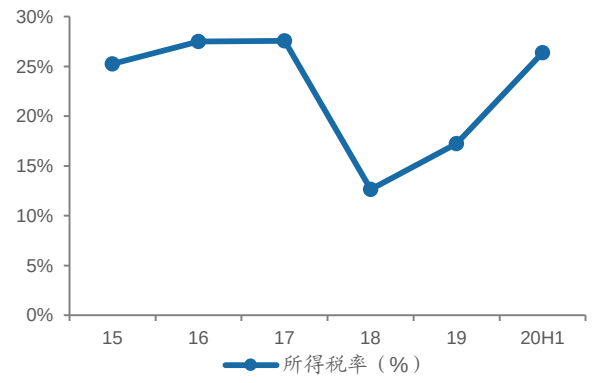
数据来源：公司半年报，广发证券发展研究中心

图8：碧桂园服务管理费用率



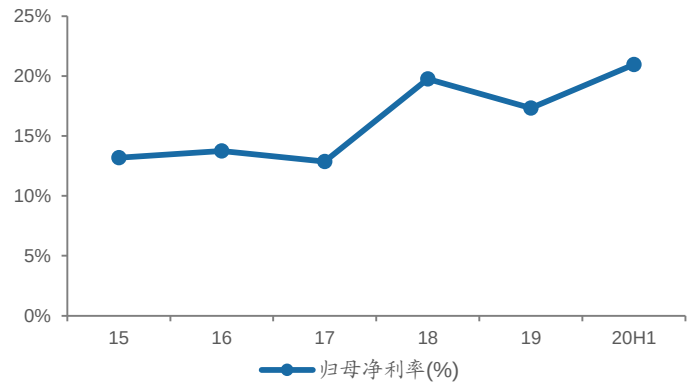
数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

图9：碧桂园服务所得税率



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

图10：碧桂园服务归母净利率

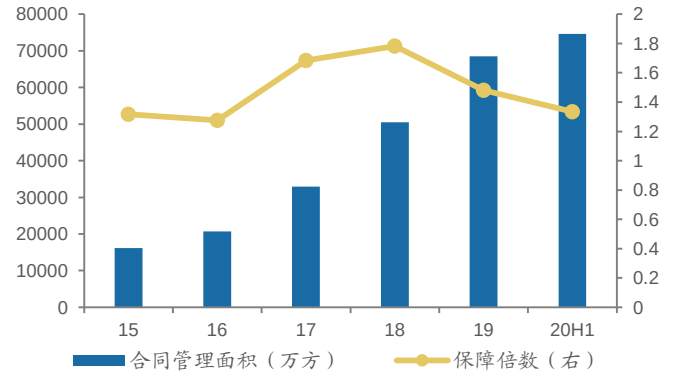


数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

二、储备资源丰富，收并购拓展生态布局

截至20年6月底，公司合约面积（不含三供一业）7.5亿平，扣除在管面积后储备面积4.3亿平，保障倍数为1.33，储备资源丰丰富。分来源来看，上半年公司新增合约建筑面积中47.0%来自于自有项目外拓，大股东碧桂园集团仍然是公司规模拓张的有力支撑，截至报告期末，碧桂园集团总储备面积19897万方，对公司在管面积的保障倍数为0.62。城市服务方面，20年以来公司加速了项目拓展，已拓展了山西省寿阳县、天津市军粮城、大连市金普新区、衢州交投集团、云南陆良滇中健康城、陕西白鹿仓集团等6个项目，累计已取得包含高速、机场、产业园等在内的13个项目，20年拓展成果较大。

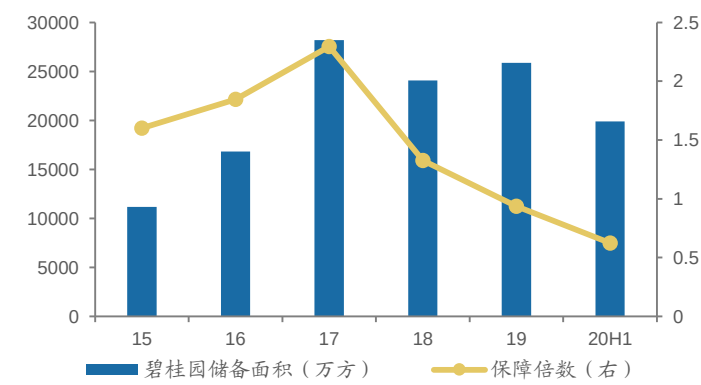
图11：碧桂园服务合约面积（万方）及保障倍数



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

注：保障倍数=（合约面积-在管面积）/在管面积

图12：碧桂园储备面积及对碧桂园服务的保障倍数



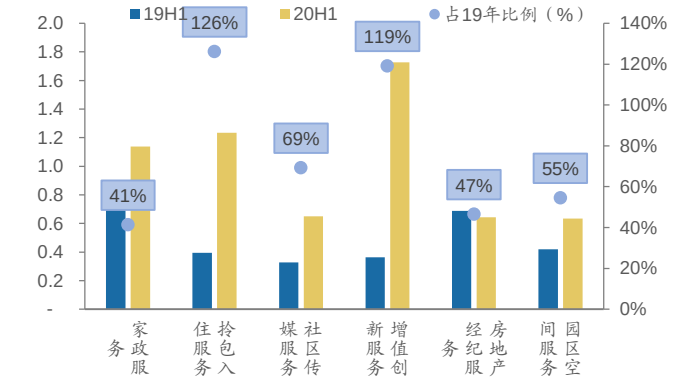
数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

注：保障倍数=保利地产储备面积/碧桂园服务在管面积

社区增值服务方面，拎包入住服务和增值创新服务取得了爆发式的增长，上半年收入分别完成了19年全年的126%、119%，此外，社区传媒服务也取得了较高的营收增长，同比增长69%，尤为值得注意的是，碧桂园服务于7月30日公告将收购城

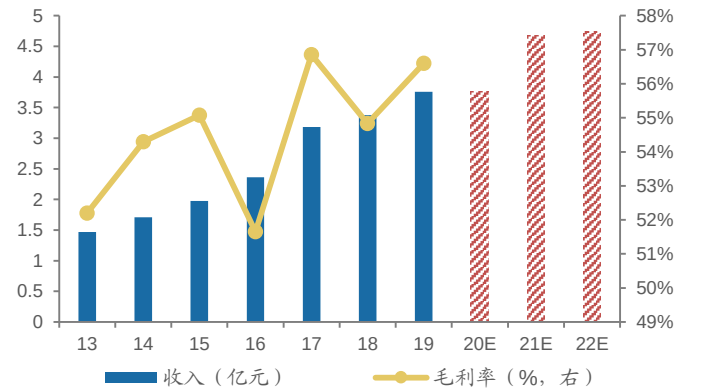
市纵横文化传媒100%股权（原在新三板上市），主要从事城市社区电梯平面媒体网络业务，按照收购时的业绩承诺，2020-2022年承诺实现营收3.76亿、4.68亿、4.73亿元，超过19年公司社区传媒服务业务收入的4倍，实现并表后，除大幅贡献营收外，还将与公司现有的社区传媒业务形成整合，对社区传媒业务的拓展起到较大的促进作用。此外，20年以来公司还收购了主营电梯维保及销售代理业务的溧阳中立电梯以及主营保险经纪的文津国际，通过横向收购快速拓宽社区增值服务业务的专业能力，打破传统业务边界，实现协同与创新。

图13：碧桂园服务社区增值服务收入（亿元）



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

图14：城市纵横收入及毛利率



数据来源：公司年报及收购公告，广发证券发展研究中心

三供一业业务方面，公司平稳接管中石油职工家属小区，在管物管面积8517万方，供热面积4078万方，19年下半年开始主要贡献营收，20H1营收已占19年全年的60.9%。尤为值得注意的是公司在与合作方达成互信之后，会逐步拓展在中石油小区中的业务合作范围，深化合作方式，具备不断挖深拓宽的发展潜力，20年上半年，在物管和供热服务之外，公司还拓展了油气生产辅助服务、人力资源外包服务、汽车及驾驶员劳务服务、社区增值服务等，8517万方的物管面积相当于公司除三供一业外在管物管面积的26.7%，是现有在管面积的1/4强，三供一业业务的加深与拓宽将为公司传统主业带来额外的增量。

三、盈利预测及估值

物业管理服务方面，我们预计未来几年房地产行业将进入竣工和交房的高峰期，公司合约面积储备规模丰富，且背靠碧桂园的资源支持，在管面积有望稳步增长；城市服务方面，公司累计已获得13个项目，20年项目拓展速度加快，未来将持续为公司带来新的增长点。社区增值服务方面，公司以拎包入住、社区传媒、增值创新、家政服务等为代表的业务将持续增长，增速或将高于物管收入。三供一业方面，20年公司三供一业业务已经进入稳定期，未来随着合作的加深与业务边界的拓宽，看好公司在三供一业业务的持续成长性。随着下半年疫情转好，公司部分受疫情影响的业务也将逐步恢复，看好公司未来几年在几大主业方面的发展。预计公司

2020/2021/2022年营收132.3/184.0/249.7亿元，分别同比增长37.2%/39.0%/35.7%，对应归母净利润22.7/31.3/43.4亿元，分别同比增长36.0%/38.0%/38.6%，当前市值对应公司2020/2021年业绩PE估值分别为53.5x、38.7x。

合理估值方面，公司物业储备面积丰富，社区增值业务表现强劲空间广阔，三供一业业务初步稳定，上半年疫情之下公司营收和归母净利润分别增长78.4%、61.0%，超出市场预期。而公司过往的增速较快，确定性较高，市场也一直给予公司较高的估值。考虑到公司的大股东实力和业绩增速情况，给予公司对应2021年业绩45x PE估值，对应合理价值58.18港元（最新港元兑人民币汇率0.87576），给予“买入”评级。

表1：碧桂园服务盈利预测

	15	16	17	18	19	20E	21E	22E
收入	16.7	23.6	31.2	46.8	96.4	132.3	184.0	249.7
收入同比（%）		*41.1%*	*32.4%*	*49.7%*	*106.3%*	*37.2%*	*39.0%*	*35.7%*
物业管理服务	14.3	19.6	25.4	34.5	58.2	84.7	116.5	155.3
三供一业-物业管理	-	-	-	-	5.3	5.3	5.7	6.7
三供一业-供热	-	-	-	-	9.9	10.8	10.8	10.8
非业主增值服务	1.1	2.0	3.3	7.9	14.2	15.4	20.8	27.7
社区增值服务	1.2	1.9	2.4	4.2	8.7	14.3	24.6	43.2
城市纵横（并表）	-	-	-	-	-	0.9	4.7	4.7
其他服务	0.07	0.08	0.07	0.21	0.25	0.90	1.00	1.20
整体毛利率（%）	30.6%	33.9%	33.2%	37.7%	31.6%	*34.0%*	*34.1%*	*34.6%*
毛利	5.1	8.0	10.4	17.6	30.5	45.0	62.6	86.5
销售费用	0.0	0.0	0.1	0.3	0.7	*1.1*	*1.5*	*2.0*
销售费用率（%）	*0.0%*	*0.0%*	*0.3%*	*0.6%*	*0.7%*	*0.8%*	*0.8%*	*0.8%*
管理费用	2.3	3.3	4.6	7.6	12.1	*13.9*	*19.3*	*26.2*
管理费用率（%）	*13.5%*	*14.1%*	*14.7%*	*16.3%*	*12.5%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.5%*
利润总额	2.9	4.9	6.1	10.7	20.8	30.7	42.4	58.8
所得税	0.7	1.3	1.7	1.4	3.6	7.7	10.6	14.7
所得税率（%）	*25.2%*	*27.5%*	*27.6%*	*12.6%*	*17.2%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
净利润	2.2	3.5	4.4	9.3	17.2	23.1	31.8	44.1
少数股东损益	0.0	0.3	0.4	0.1	0.5	0.3	0.5	0.7
少数股东损益占比（%）	*0.0%*	*8.0%*	*8.8%*	*1.2%*	*2.8%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.5%*
归属母公司净利润	**2.2**	**3.2**	**4.0**	**9.2**	**16.7**	22.7	31.3	43.4
归母净利润同比（%）		*47.1%*	*23.9%*	*129.8%*	*81.0%*	36.0%	38.0%	38.6%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：货币单位均为亿元人民币

表2：碧桂园服务可比公司估值（2020年9月22日，碧桂园服务为广发预测，其他为Bloomberg一致预期）

代码	公司简称	P/E 2020E	P/E 2021E	P/E 2022E
06098.HK	**碧桂园服务**	53.46	38.75	27.97
	平均值	*38.30*	*27.59*	*20.43*
01995.HK	永升生活服务	57.96	37.64	25.28
06049.HK	保利物业	42.10	31.11	23.32
02869.HK	绿城服务	36.99	28.70	22.59
01755.HK	新城悦服务	34.58	23.26	16.04
02669.HK	中海物业	31.80	24.79	19.52
03319.HK	雅生活服务	26.38	20.04	15.83

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

四、风险提示

全国房地产销售持续下行风险；市场竞争加剧；增值服务变现不及预期；城市服务增长不及预期。

资产负债表 单位：百万元人民币

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4,671**	**10,224**	**10,914**	**15,527**	**21,556**
货币资金	3,869	6,914	7,434	11,189	16,126
应收及预付	788	2,004	2,175	3,024	4,105
存货	8	14	24	33	45
其他流动资产	5	1,293	1,281	1,281	1,281
非流动资产	**851**	**2,045**	**1,871**	**1,746**	**1,622**
长期股权投资	27	80	80	80	80
固定资产	119	312	232	151	71
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	181	387	342	298	254
其他长期资产	524	1,267	1,217	1,217	1,217
资产总计	**5,522**	**12,269**	**12,784**	**17,273**	**23,178**
流动负债	**3,127**	**6,427**	**5,367**	**7,458**	**10,040**
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	3,060	6,308	4,970	6,906	9,291
其他流动负债	67	119	397	552	749
非流动负债	**65**	**162**	**0**	**0**	**0**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	65	162	0	0	0
负债合计	**3,192**	**6,590**	**5,367**	**7,458**	**10,040**
股本	2	1,757	1,757	1,757	1,757
储备	2,259	3,616	5,320	7,670	10,927
归属母公司股东权益	2,261	5,373	7,077	9,427	12,683
少数股东权益	69	306	341	389	455
负债和股东权益	**5,522**	**12,269**	**12,784**	**17,273**	**23,178**

现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**1,549**	**3,257**	**1,095**	**4,537**	**6,021**
净利润	1,069	2,076	3,074	4,242	5,878
折旧摊销	33	94	80	80	80
营运资金变动	617	1,528	-1,335	1,233	1,490
其它	-170	-441	-725	-1,018	-1,427
投资活动现金流	**-114**	**-1,628**	**11**	**1**	**2**
资本支出	-474	-560	0	0	0
投资变动	306	-1,162	10	0	0
其他	54	94	1	1	2
筹资活动现金流	**-200**	**1,399**	**-586**	**-783**	**-1,086**
银行借款	0	-11	-19	0	0
股权融资	-105	1,647	0	0	0
其他	-96	-237	-568	-783	-1,086
现金净增加额	1,235	3,028	520	3,755	4,937
期初现金余额	**2,634**	**3,869**	**6,914**	**7,434**	**11,189**
期末现金余额	**3,869**	**6,914**	**7,434**	**11,189**	**16,126**

利润表 单位：百万元人民币

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**4,675**	**9,645**	**13,234**	**18,397**	**24,970**
营业成本	2,914	6,593	8,731	12,133	16,323
销售费用	27	67	106	147	200
管理费用	760	1,208	1,390	1,932	2,622
财务费用	0	2	0	0	0
其他收入	85	145	67	57	52
其他费用	0	0	0	0	0
投资净收益	3	8	0	0	0
利润总额	**1,069**	**2,076**	**3,074**	**4,242**	**5,878**
所得税	135	358	769	1,061	1,469
净利润	934	1,718	2,306	3,182	4,408
少数股东损益	11	48	35	48	66
归属母公司净利润	**923**	**1,671**	**2,271**	**3,134**	**4,342**
EBITDA	1,080	2,133	3,199	4,367	6,002
EPS（元）	0.37	0.62	0.82	1.14	1.57

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	49.76%	106.30%	37.21%	39.01%	35.73%
EBIT 增长	75.77%	94.36%	47.92%	37.98%	38.55%
归母净利润增长	129.79%	80.97%	35.95%	37.98%	38.55%
获利能力					
毛利率	20.13%	20.29%	20.78%	21.55%	37.68%
净利率	19.75%	17.32%	17.16%	17.03%	17.39%
ROE	40.83%	31.09%	32.10%	33.24%	34.23%
ROA	16.72%	13.62%	17.77%	18.14%	18.73%
偿债能力					
资产负债率	57.81%	53.71%	41.98%	43.17%	43.32%
流动比率	1.49	1.59	2.03	2.08	2.15
速动比率	1.48	1.58	2.03	2.08	2.14
营运能力					
总资产周转天数	351	337	345	298	296
应收账款周转天数	37	41	60	60	60
存货周转天数	1	1	1	1	1
每股指标（元）					
每股收益	0.37	0.62	0.82	1.14	1.57
每股经营现金流	0.62	1.20	0.40	1.64	2.18
每股净资产	0.90	1.98	2.56	3.42	4.60
估值比率					
P/E	119.18	71.41	53.46	38.75	27.97
P/B	48.66	22.20	17.16	12.88	9.57
EV/EBITDA	98.26	52.70	35.63	25.25	17.55

广发房地产行业研究小组

乐 加 栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
郭　　镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
邢　　莘：高级研究员，上海财经大学应用统计硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
欧 阳 喆：研究助理，复旦大学管理学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
谢　　淼：研究助理，上海交通大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
郑 日 诚：财政部财政科学研究所硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）在过去 12 个月内与保利物业(06049)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。