证券研究报告

房地产行业

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

买入 （维持）

目标价： 15.00 港元
现价： 12.38 港元

预期升幅： 21%

03380.HK 龙光地产 港股通（沪、深）

下半年拿地放缓，销售完成度已过九成

2019 年 11 月 21 日

市场数据

日期	2019.11.20
收盘价(港元)	12.38
总股本(亿股)	679.76
总市值(亿港元)	641.33
总资产(亿港元)	1430.23
净资产(亿港元)	309.36
每股净资产(港元)	5.80

数据来源：Wind

相关报告

《城市更新发力年，业绩释放锁定度高》20190827
《布局深耕粤港澳大湾区迎来收获期》20190324
《上调全年销售目标，利润率行业领先》20180819
《核心净利润保持高速增长》跟踪报告 20180401
《中期业绩好于预期，首次派发中期及特别股息》跟踪报告 20170811

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

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	44,137	61,344	77,240	95,879
同比增长(%)	59.4	39.0	25.9	24.1
核心净利润(百万元)	7,023	10,026	12,507	15,486
同比增长(%)	51.7	42.8	24.7	23.8
毛利率(%)	33.7	33.3	32.8	32.5
核心净利润率(%)	15.9	16.3	16.2	16.2
净资产收益率(%)	30.8	30.5	31.0	31.2
每股核心收益(分)	128	183	228	282
每股股息(港仙)	75	82	102	127

资料来源：公司公告，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 15.00 港元：**公司销售增长快，目标完成度高，未来预计保持 20%的销售增长速度，明年权益销售金额将突破 1000 亿元。大湾区将持续作为公司的主要粮仓，贡献大部分收入，拉动利润增长，公司亦将长期保持大湾区投资力度。同时公司秉持进入一城深耕一城的策略，年内在南宁区域以及去年新进的嘉兴、眉山市场持续深耕。公司的城市更新项目质量较高，六成旧改项目均为旧工厂改造，孵化周期更短难度更小利润率更高，预计未来城市更新每年将贡献不低于 300 亿货值，贡献核心净利润的 10%-20%。我们预计公司 2019/2020 年的营业收入为 613/772 亿元，同比增长 39%/26%；核心净利润为 100/125 亿元，分别同比增长 43%/25%。我们维持“买入”评级，目标价 15.00 港元，对应 2019/2020 年 PE 为 7/6 倍，较现价还有 21%的上升空间。
- **全年销售目标完成度已超过 90%：**截至 10 月公司累计实现权益合约销售 788 亿元，同比增长 32%，销售面积为 580 万平米，同比增长 74%。销售均价为 13575 元/平米，同比下降 24%。对应全年 850 亿销售目标，截至 10 月公司的销售目标完成度已达到 93%，领先行业平均水平，我们跟踪的 24 家房企 1-10 月销售平均完成度为 84%。
- **加大南宁区域的投资力度：**1-10 月公司在公开市场通过招拍挂获取了 21 幅土地，新增土地储备 GFA 为 502 万平米，其中权益 GFA 为 383 万平米，权益比例为 76%。新增土地价格为 293 亿元，权益土地款为 144 亿元，平均拿地成本为 5844 元/平米。公司保持在大湾区的拿地力度，1-10 月在珠海、中山、佛山、广州、深圳、江门新增 8 个项目，新增土储面积和地价分别占年内总获取面积和总地价的 9%、13%。同时公司显著加大了南宁区域的布局强度，10 个月里公司在南宁区域新获取 9 个土地项目，土储面积和地价分别占年内总获取面积和总地价的 52%、33%。公司坚持城市深耕战略，在去年首次进入长三角（布局嘉兴）后，2019 年在嘉兴市场招拍挂新获 3 幅土地，拿地面积和地价分别占 6%、6%；去年首次进入眉山市场后，年内在眉山再度新获 1 个项目，GFA 及地价分别占 5%、1%。
- **下半年来放慢拿地节奏：**年初以来公司公开市场拿地整体保持偏谨慎的态度，下半年较上半年节奏更为放缓。7 至 10 月公司共新增了 5 块土地，新增土地储备面积为 86 万平米，新增地价为 30 亿元，占截至 10 月新增总土储和总地价的比例为 17%、11%。
- **城市更新发力，贡献逐步体现：**年内公司 3 个城市更新孵化项目顺利推进，对应产生货值约 700 亿元。上半年公司完成了深圳蛇口自贸区项目孵化及利润结转，项目建筑面积为 16 万平米，贡献利润 10 亿元人民币；深圳侨城东项目已进入土储，建筑面积为 26 万平米，项目拿地成本约 40000 元/平米，预计销售均价在 10 万元以上；惠州大亚湾城市更新项目预计也将年内孵化，项目规模较大，建筑面积约 180 万平米。

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。

报告正文

- **全年销售目标完成度已超过 90%:** 10 月单月公司实现权益销售金额 71 亿元，同比增长 41%，权益销售面积为 52 万平米，同比增长 41%。截至 10 月公司累计实现权益合约销售 788 亿元，同比增长 32%，销售面积为 580 万平米，同比增长 74%。销售均价为 13575 元/平米，同比下降 24%。对应全年 850 亿销售目标，截至 10 月公司的销售目标完成度已达到 93%，领先行业平均水平，我们跟踪的 24 家房企 1-10 月销售平均完成度为 84%。

- **加大南宁区域的投资力度:** 1-10 月公司在公开市场通过招拍挂获取了 21 幅土地，新增土地储备 GFA 为 502 万平米，其中权益 GFA 为 383 万平米，权益比例为 76%。新增土地价格为 293 亿元，权益土地款为 144 亿元，平均拿地成本为 5844 元/平米。公司保持在大湾区的拿地力度，1-10 月在珠海、中山、佛山、广州、深圳、江门新增 8 个项目，新增土储面积和地价分别占年内总获取面积和总地价的 9%、13%。同时公司显著加大了南宁区域的布局强度，10 个月里公司在南宁区域新获取 9 个土地项目，土储面积和地价分别占年内总获取面积和总地价的 52%、33%。公司坚持城市深耕战略，在去年首次进入长三角（布局嘉兴）后，2019 年在嘉兴市场招拍挂新获 3 幅土地，拿地面积和地价分别占 6%、6%；去年首次进入眉山市场后，年内在眉山再度新获 1 个项目，GFA 及地价分别占 5%、1%。

- **下半年来放慢拿地节奏:** 年初以来公司公开市场拿地整体保持偏谨慎的态度，下半年较上半年节奏更为放缓。7 至 10 月公司共新增了 5 块土地，新增土地储备面积为 86 万平米，新增地价为 30 亿元，占截至 10 月新增总土储和总地价的比例为 17%、11%。

- **城市更新发力，贡献逐步体现:** 年内公司 3 个城市更新孵化项目顺利推进，对应产生货值约 700 亿元。上半年公司完成了深圳蛇口自贸区项目孵化及利润结转，项目建筑面积为 16 万平米，贡献利润 10 亿元人民币；深圳侨城东项目已进入土储，建筑面积为 26 万平米，项目拿地成本约 40000 元/平米，预计销售均价在 10 万元以上；惠州大亚湾城市更新项目预计也将年内孵化，项目规模较大，建筑面积约 180 万平米。

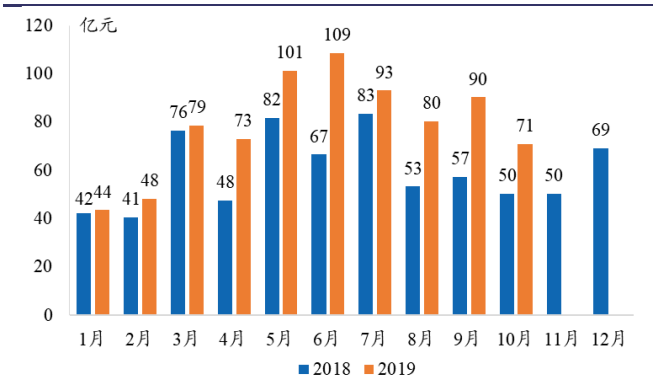
- **维持“买入”评级，目标价 15.00 港元:** 公司销售增长快，目标完成度高，未来预计保持 20%的销售增长速度，明年权益销售金额将突破 1000 亿元。大湾区将持续作为公司的主要粮仓，贡献大部分收入，拉动利润增长，公司亦将长期保持大湾区投资力度。同时公司秉持进入一城深耕一城的策略，年内在南宁区域以及去年新进的嘉兴、眉山市场持续深耕。公司的城市更新项目质量较高，六成旧改项目均为旧工厂改造，孵化周期更短难度更小利润率更高，预计未来城市更新每年将贡献不低于 300 亿货值，贡献核心净利润的 10%-20%。我们预计公司 2019/2020 年的营业收入为 613/772 亿元，同比增长

39%/26%；核心净利润为 100/125 亿元，分别同比增长 43%/25%。我们维持“买入”评级，目标价 15.00 港元，对应 2019/2020 年 PE 为 7/6 倍，较现价还有 21%的上升空间。

- **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。

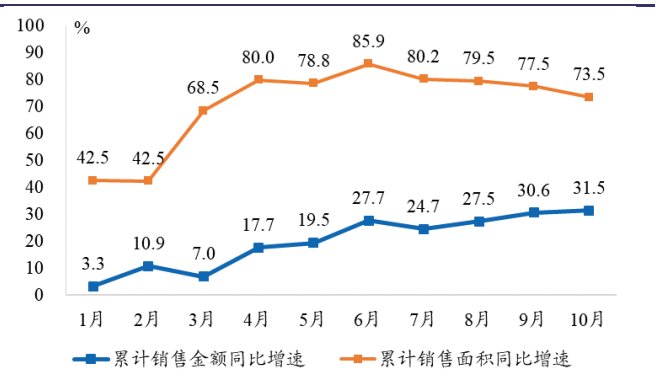
附图表

图1、公司的累计销售金额



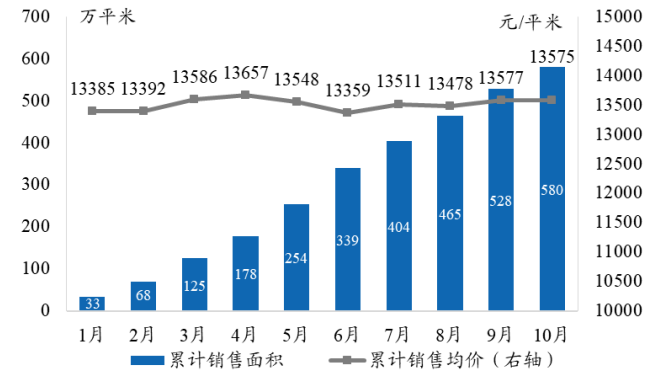
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司的销售金额和面积的增速



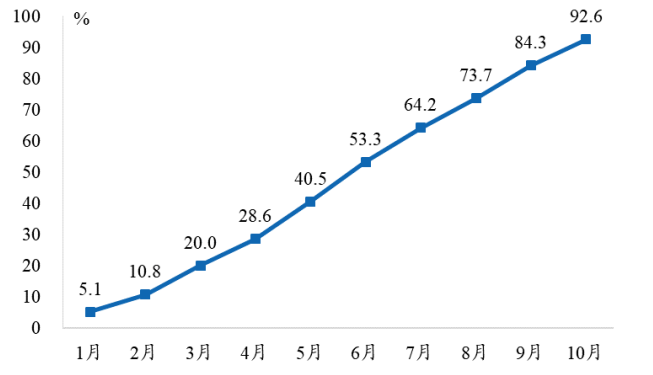
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司的累计销售面积和均价



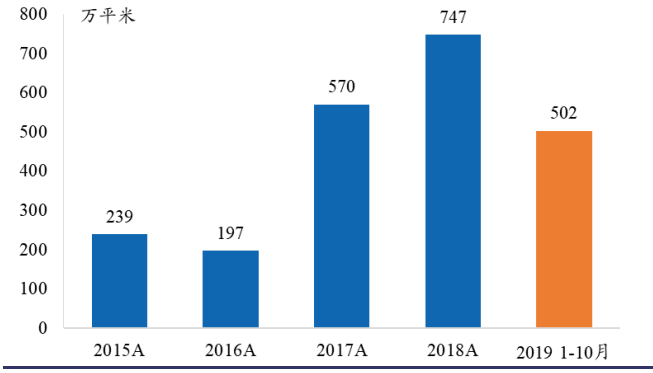
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司的销售目标完成度



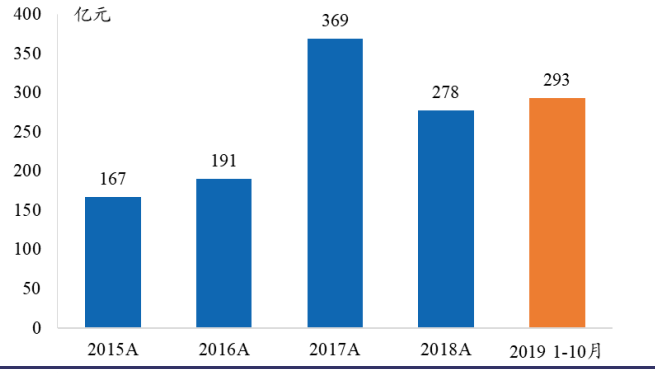
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司的新增土地储备面积



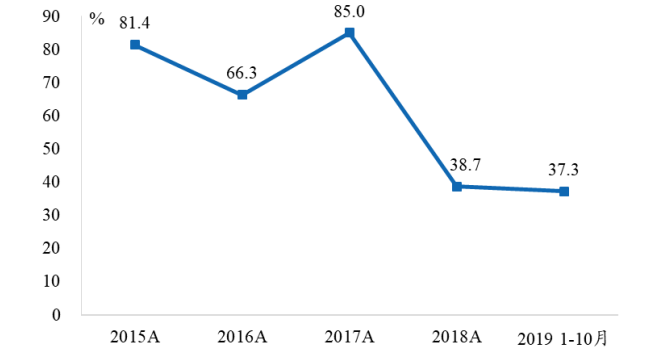
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司的新增土地储备金额



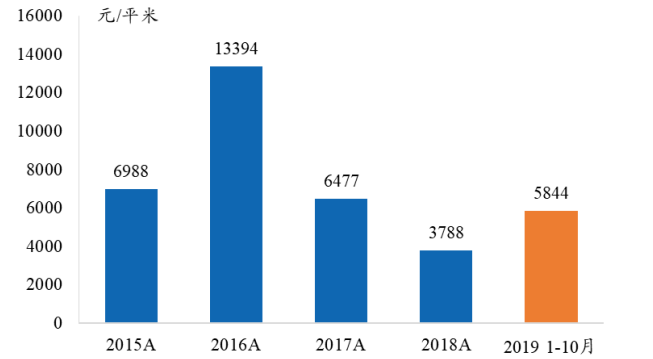
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司的拿地金额/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8、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

表1、2019 年公司招拍挂新增土地储备情况

区域	权益	GFA（万平米）	%	权益 GFA（万平米）	%	占地面积（万平米）	%	土地款（亿元）	%	权益土地款（亿元）	%	楼面地价（元/平米）	获取项目数量（幅）
大湾区	65%	188	37%	122	32%	54	38%	175	60%	142	59%	9320	8
-珠海	*50%*	*44*	*9%*	*22*	*6%*	*17*	*12%*	*37*	*13%*	*19*	*8%*	*8398*	*2*
-中山	*50%*	*15*	*3%*	*7*	*2%*	*4*	*3%*	*4*	*1%*	*2*	*1%*	*2775*	*1*
-佛山	*67%*	*59*	*12%*	*39*	*10%*	*17*	*12%*	*35*	*12%*	*28*	*12%*	*5979*	*2*
-广州	*100%*	*17*	*3%*	*17*	*4%*	*5*	*3%*	*22*	*7%*	*22*	*9%*	*13188*	*1*
-深圳	*100%*	*20*	*4%*	*20*	*5%*	*3*	*2%*	*66*	*22%*	*66*	*28%*	*32918*	*1*
-江门	*50%*	*33*	*7%*	*17*	*4%*	*8*	*5%*	*11*	*4%*	*5*	*2%*	*3237*	*1*
南宁区域	80%	261	52%	208	54%	70	48%	98	33%	77	32%	3762	9
长三角区域	100%	29	6%	29	8%	14	9%	17	6%	17	7%	5843	3
其他区域	100%	24	5%	24	6%	7	5%	3	1%	3	1%	1301	1
城市	**权益**	**GFA（万平米）**	**%**	**权益 GFA（万平米）**	**%**	**占地面积（万平米）**	**%**	**土地款（亿元）**	**%**	**权益土地款（亿元）**	**%**	**楼面地价（元/平米）**	**获取项目数量（幅）**
一线	100%	37	7%	37	10%	8	6%	88	30%	88	37%	23995	2
二线	73%	352	70%	257	67%	96	67%	166	57%	119	50%	4710	12
强三线	83%	44	9%	36	9%	17	12%	21	7%	19	8%	4819	4
其他	76%	70	14%	53	14%	22	15%	19	6%	14	6%	2708	3
时间	**权益**	**GFA（万平米）**	**%**	**权益 GFA（万平米）**	**%**	**占地面积（万平米）**	**%**	**土地款（亿元）**	**%**	**权益土地款（亿元）**	**%**	**楼面地价（元/平米）**	**获取项目数量（幅）**
1 季度	69%	275	55%	189	49%	76	52%	107	36%	73	30%	3882	8
2 季度	89%	141	28%	126	33%	42	29%	156	53%	141	59%	11049	8
3 季度	77%	73	15%	56	15%	19	13%	25	9%	20	8%	3474	4
4 季度（10 月）	100%	13	2%	13	3%	7	5%	5	2%	5	2%	4000	1
合计	**76%**	**502**		**383**		**144**		**293**		**239**		**5844**	**21**

资料来源：公司公告，兴业证券经济与及金融研究院整理

表2、主要上市公司 1-10 月销售数据

代码	公司	10 月份				1-10 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		
3380.HK	**龙光地产**	**71**	**41.0**	**52**	**41.4**	**788**	**31.5**	**580**	**73.5**	**850**	**92.6**
2007.HK	碧桂园	568	40.5	667	52.3	4797	5.2	5366	10.8	NA	NA
3333.HK	中国恒大	903	70.2	967	94.2	5435	8.5	5247	10.2	6000	90.6
2202.HK	万科企业	434	(19.8)	271	(20.5)	5190	6.9	3333	2.8	6452	80.4
1918.HK	融创中国	644	23.3	439	22.2	4339	16.9	2971	22.5	5500	78.9
0688.HK	中国海外	282	15.2	150	15.6	3184	26.9	1526	12.1	3500	91.0
1030.HK	新城发展控股	247	13.4	237	36.0	2224	22.6	1960	35.5	2700	82.4
0960.HK	龙湖集团	270	79.5	156	72.2	2016	22.8	1192	17.2	2200	91.6
1109.HK	华润置地	252	22.1	134	29.0	2006	13.3	1090	11.9	2423	82.8
3900.HK	绿城中国	271	93.6	122	79.4	1503	30.1	785	27.0	2000	75.2
0813.HK	世茂房地产	232	52.9	129	40.1	1972	45.0	1100	32.8	2100	93.9
0817.HK	中国金茂	122	55.4	55	52.8	1360	32.5	617	72.5	1500	90.7
0884.HK	旭辉控股	190	76.2	121	79.6	1558	32.2	923	24.4	1900	82.0
2777.HK	富力地产	141	61.8	140	93.0	1066	11.5	993	35.5	1600	66.7
3383.HK	雅居乐集团	127	56.3	115	71.6	997	27.3	742	22.7	1130	88.2
3377.HK	远洋集团	123	7.1	62	7.9	1013	23.0	500	30.6	1400	72.3
3883.HK	中国奥园	100	54.5	101	56.5	886	31.2	880	37.2	1141	77.7
2868.HK	首创置业	91	56.4	48	100.4	601	25.1	245	27.1	800	75.2
0123.HK	越秀地产	44	(45.4)	20	(38.6)	525	19.6	244	18.0	680	77.2
1813.HK	合景泰富	101	123.6	66	129.3	683	28.5	395	27.6	850	80.3
1966.HK	中骏集团	61	7.2	56	24.6	608	54.7	496	59.7	700	86.8
1628.HK	禹洲地产	92	46.0	63	95.0	581	44.6	389	48.9	670	86.7
1233.HK	时代中国	87	63.9	62	77.8	594	24.6	399	39.3	700	84.9
1238.HK	宝龙地产	54	24.2	35	22.6	505	52.4	314	43.0	550	91.8
	平均		**42.5**		**51.4**		**26.5**		**30.9**		**83.5**

资料来源：公司公告，兴业证券经济与及金融研究院整理

表3、行业估值表（截至 20191120）

代码	公司	股价（港元）	市值（亿港元）	EPS		PE		PB	息率	ROE
				2018A	2019E	2018A	2019E	2018A	(%)	(%)
3380.HK	**龙光地产**	**12.38**	**680**	**1.28**	**1.83**	**2.28**	**8.5**	**6.0**	**4.8**	**1.9**
0081.HK	中海宏洋	4.39	150	0.73	0.96	1.27	5.3	4.0	3.0	0.7
0123.HK	越秀地产	1.68	260	0.22	0.22	0.26	6.7	6.7	5.6	0.6
0337.HK	绿地香港	2.88	80	0.61	0.73	0.88	4.2	3.5	2.9	0.6
0604.HK	深圳控股	3.14	277	0.42	0.41	0.45	6.6	6.8	6.2	0.7
0688.HK	中国海外	26.60	2914	4.10	4.49	5.16	5.7	5.2	4.5	1.0
0813.HK	世茂房地产	28.25	933	2.65	3.49	4.29	9.4	7.1	5.8	1.3
0817.HK	**中国金茂**	**5.58**	**656**	**0.44**	**0.58**	**0.75**	**11.2**	**8.5**	**6.5**	**1.5**
0884.HK	**旭辉控股**	**5.81**	**458**	**0.70**	**0.91**	**1.15**	**7.3**	**5.6**	**4.4**	**1.5**
0960.HK	**龙湖集团**	**32.85**	**1962**	**2.20**	**2.79**	**3.49**	**13.1**	**10.4**	**8.3**	**2.0**
1030.HK	**新城发展控股**	**8.16**	**481**	**0.96**	**1.32**	**1.72**	**7.5**	**5.4**	**4.2**	**2.3**
1109.HK	**华润置地**	**34.50**	**2460**	**2.78**	**3.35**	**3.96**	**10.9**	**9.1**	**7.7**	**1.5**
1233.HK	时代中国	16.00	311	2.40	2.68	3.40	5.9	5.3	4.1	1.6
1238.HK	**宝龙地产**	**4.72**	**196**	**0.44**	**0.59**	**0.78**	**9.4**	**7.0**	**5.4**	**0.6**
1628.HK	禹洲地产	3.58	180	0.78	0.84	1.02	4.0	3.7	3.1	0.8
1777.HK	花样年控股	1.31	76	0.13	0.33	0.37	9.1	3.5	3.1	0.5
1813.HK	合景泰富	8.63	274	1.28	1.70	2.17	5.9	4.5	3.5	0.7
1908.HK	**建发国际**	**7.94**	**72**	**1.93**	**1.80**	**2.35**	**3.6**	**3.9**	**3.0**	**1.1**
1918.HK	**融创中国**	**36.75**	**1633**	**3.79**	**5.48**	**7.06**	**8.5**	**5.9**	**4.6**	**2.3**
1966.HK	中骏集团	3.77	158	0.88	0.97	1.06	3.8	3.4	3.1	0.8
2007.HK	**碧桂园**	**11.06**	**2392**	**1.61**	**2.02**	**2.28**	**6.0**	**4.8**	**4.3**	**1.6**
2777.HK	富力地产	12.94	417	2.60	3.84	4.82	4.4	3.0	2.4	0.5
3301.HK	融信中国	9.25	159	1.38	1.81	2.73	5.9	4.5	3.0	0.9
3377.HK	远洋集团	2.98	227	0.47	0.49	0.60	5.5	5.3	4.3	0.4
3383.HK	雅居乐集团	11.22	439	1.84	2.13	2.26	5.4	4.6	4.4	0.9
3883.HK	中国奥园	11.04	297	0.90	1.63	2.35	10.8	6.0	4.1	2.0
3900.HK	绿城中国	8.15	177	0.18	0.97	0.84	39.8	7.4	8.6	0.6
	平均						**8.3**	**5.6**	**4.6**	**1.1**

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
流动资产	**130,640**	**166,034**	**200,513**	**238,873**
货币资金及受限制资金	35,443	39,566	44,150	46,586
存货	54,781	74,395	91,971	113,592
应收账款	37,816	49,471	61,792	76,094
可回收税项	773	773	773	773
跨境担保安排	526	526	526	526
非流动资产	**39,454**	**40,264**	**41,120**	**42,023**
物业、厂房及设备	176	186	191	195
投资物业	18,338	19,138	19,988	20,888
于联营/合营公司的权益	19,490	19,490	19,490	19,490
其他非流动资产	801	801	801	801
递延税项资产	650	650	650	650
资产总计	**170,095**	**206,297**	**241,632**	**280,896**
流动负债	**88,539**	**114,748**	**135,391**	**157,916**
短期借款	17,230	22,624	25,024	27,424
应付账款	47,450	62,950	78,593	96,638
应付税项	4,559	4,559	4,559	4,559
合同负债	16,785	22,100	24,700	26,780
其他流动负债	2,515	2,515	2,515	2,515
非流动负债	**44,810**	**47,916**	**54,016**	**60,116**
长期借款	41,712	44,818	50,918	57,018
跨境担保安排	526	526	526	526
递延所得税负债	2,572	2,572	2,572	2,572
负债合计	**133,349**	**162,664**	**189,407**	**218,032**
股本	434	434	434	434
储备	26,451	32,467	39,971	49,263
永久资本工具	2,363	2,363	2,363	2,363
少数股东权益	7,497	8,369	9,456	10,803
股东权益合计	**36,746**	**43,633**	**52,225**	**62,864**
负债及权益合计	**170,095**	**206,297**	**241,632**	**280,896**

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	14,019	16,766	20,915	25,897
折旧和摊销	57	70	74	77
公允价值变动损益	(1,741)	0	0	0
财务费用	1,417	1,644	1,851	2,058
所得税开支	(2,366)	(5,868)	(7,320)	(9,064)
营运资金的变动	(5,728)	(10,454)	(11,653)	(15,799)
经营活动产生现金流量	**4,568**	**1,547**	**3,170**	**2,401**
投资活动产生现金流量	**(24,046)**	**(270)**	**(233)**	**(212)**
融资活动产生现金流量	**28,268**	**2,846**	**1,646**	**247**
现金净变动	8,790	4,123	4,584	2,436
现金的期初余额	19,878	28,452	32,576	37,159
现金的期末余额	**28,452**	**32,576**	**37,159**	**39,595**

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**44,137**	**61,344**	**77,240**	**95,879**
营业成本	29,250	40,917	51,871	64,747
销售费用	1,231	1,656	2,008	2,301
管理费用	1,134	1,534	1,854	2,205
其他支出	57	57	57	57
其它收益	1,369	1,229	1,316	1,386
应占合联营损益	(184)	0	0	0
公允价值变动	1,787	0	0	0
营业利润	**15,436**	**18,410**	**22,766**	**27,955**
财务成本	1,417	1,644	1,851	2,058
税前盈利	**14,019**	**16,766**	**20,915**	**25,897**
所得税	5,023	5,868	7,320	9,064
税后盈利	8,996	10,898	13,595	16,833
少数股东损益	708	872	1,088	1,347
核心净利润	7,023	10,026	12,507	15,486
核心 EPS(元)	**1.28**	**1.83**	**2.28**	**2.82**

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	59.4	39.0	25.9	24.1
毛利润增长率	56.4	37.2	24.2	22.7
核心净利润增长率	51.7	42.8	24.7	23.8
盈利能力(%)				
毛利率	33.7	33.3	32.8	32.5
核心净利率	17.3	16.3	16.2	16.2
ROE	30.8	30.5	31.0	31.2
偿债能力				
净资产负债率(%)	63.2	63.9	60.9	60.2
流动比率	流动比率	1.5	1.4	1.5
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8
营运能力(次)				
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收帐款周转率	1.2	1.2	1.3	1.3
每股资料(元)				
核心 EPS	1.3	1.8	2.3	2.8
每股净资产	4.9	6.0	7.4	9.1
估值比率(倍)				
PE	8.6	6.0	4.8	3.9
PB	2.5	2.1	1.7	1.4

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尔日后的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.xyzq.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、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、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、天美(控股)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、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、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、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、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团股份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着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。