

买入 (维持)

01109.HK 华润置地

港股通(沪、深)

目标价: 48.00 港元

现价: 31.05 港元

## 销售稳步增长, 核心城市拿地占九成

2021年1月15日

预期升幅: 55%

## 主要财务指标

## 市场数据

日期	2021.1.14
收盘价(港元)	31.05
总股本(亿股)	71.31
总市值(亿港元)	2214.16
总资产(亿元)	8153.27
净资产(亿元)	1783.77
每股净资产(元)	25.01

数据来源: Wind

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	147,736	172,887	199,993	229,454
同比增长(%)	21.9	17.0	15.7	14.7
核心净利润(百万元)	21,647	24,371	27,561	31,235
同比增长(%)	12.2	12.6	13.1	13.3
毛利率(%)	37.9	33.9	32.2	32.2
核心净利润率(%)	14.7	14.1	13.8	13.6
净资产收益率(%)	18.4	13.4	13.9	14.4
每股核心收益(元)	3.1	3.4	3.9	4.4
每股股息(元)	1.07	1.20	1.35	1.53

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 48.00 港元:** 公司年末销售加速, 全年超额 9% 完成销售目标, 销售规模稳步增长。拿地上, 公司保持一二线城市拿地力度, 合理有序补充货值。公司财务状况保持稳健, 处于三道红线绿档。另外, 公司投资物业运营下半年加速恢复, 全年租金收入符合预期, 预计明后年开业速度将加快, 预计 2021/2022 年投资物业收益为 151/174 亿元, 同比增长 16%/15%。我们预计公司 2020/2021 年的营业收入为 1729/2000 亿元, 同比增长 17%/16%; 核心净利润为 244/276 亿元, 同比增长 13%/13%。我们维持“买入”评级, 目标价 48.00 港元, 对应 2020/2021 年 PE 为 12/11 倍, 较现价有 55% 的上升空间, 2020E 股息收益率为 4.5%。
- **销售稳步增长, 目标完成度高:** 12 月单月公司实现销售金额和面积 391 亿元和 95 万平方米, 同比增长 147% 和增长 6%。2020 全年公司实现累计销售金额和面积 2851 亿元和 1419 万平方米, 同比增长 18% 和 7%, 累计销售均价为 20092 元/平米, 全年销售目标完成度达到 109%, 高于行业平均水平。按区域分部, 华北、华东、华南、华西、东北和华中销售金额占比分别为 19%、28%、28%、10%、8%、7%。
- **量入为出, 补充土储:** 全年公司共新增 69 个土地项目, 新增土地储备 GFA 为 1492 万平方米, 新增权益 GFA 为 1196 万平方米, 对应权益比例为 80%。新增土地款项为 1379 亿元, 平均土地成本 9245 元/平米, 拿地成本提升主要源于一二线城市拿地占比较高。公司有序补充土地储备, 全年新增土地款项占销售金额的比例为 48%。
- **核心城市拿地达九成:** 6 月以来公司拿地力度加大, 6 至 12 月共获取 47 幅土地。全年公司新进入嘉兴、义乌、济宁、绍兴 4 个城市。公司在一二线及强三线城市拿地占比达到 90%。
- **2020A 投资物业租金收入同比增长 5%, 符合预期:** 下半年以来公司的投资物业租金收入均保持 10% 以上的单月同比增速, 累计增速持续增长。2020H2 成都万象城二期、杭州东站万象汇、宁波万象汇、沈阳长白万象汇均如期开业。截至年末公司的在营商场将达到 64 个 (42 个重资产+22 个轻资产)。预计未来两年开业速度还将加快, 预计到 2022 年公司的在营商场将达到 88 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、租金收入不及预期。**

## 相关报告

《跨越周期发展, 释放潜在价值》20200827

《增长稳健, 业绩扎实》20200327

《租金收入高速增长, 投资物业价值将重估》20190821

## 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

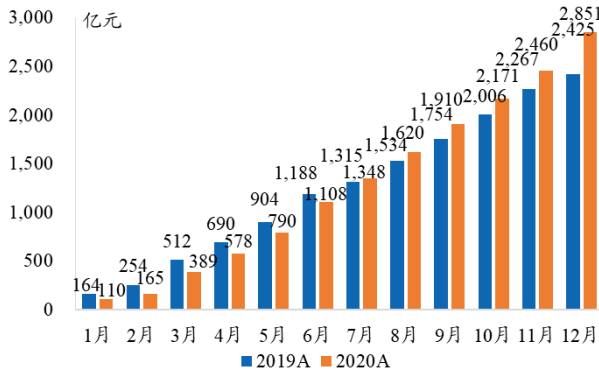
yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190521010001

## 报告正文

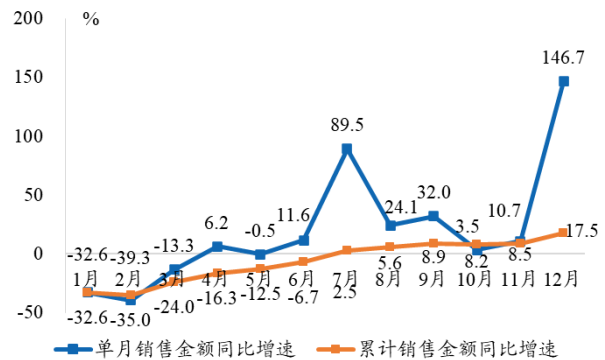
- **销售稳步增长，目标完成度高：**12月单月公司实现销售金额和面积391亿元和95万平方米，同比增长147%和增长6%。2020全年公司实现累计销售金额和面积2851亿元和1419万平方米，同比增长18%和7%，累计销售均价为20092元/平米，全年销售目标完成度达到109%，高于行业平均水平。按区域分部，华北、华东、华南、华西、东北和华中销售金额占比分别为19%、28%、28%、10%、8%、7%。

图1、累计销售金额



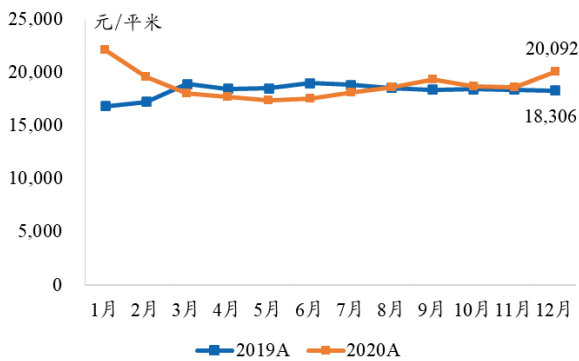
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、销售金额增速



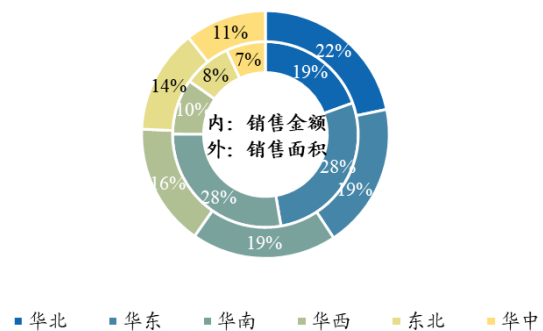
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、累计销售均价



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

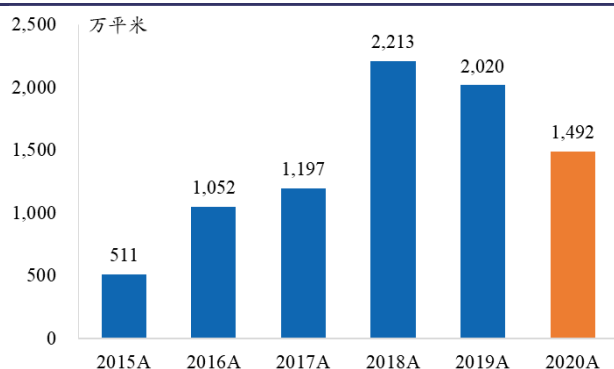
图4、累计销售金额及面积区域分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

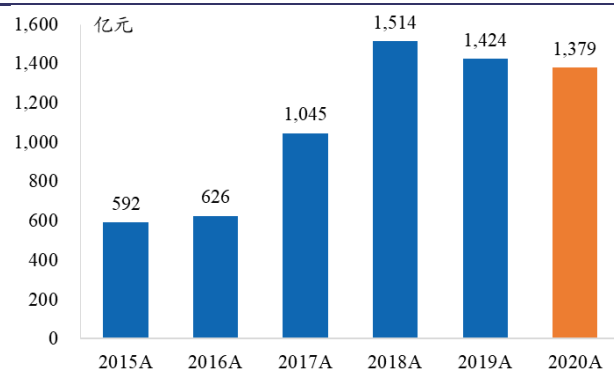
- **量入为出，补充土储：**全年公司共新增69个土地项目，新增土地储备GFA为1492万平方米，新增权益GFA为1196万平方米，对应权益比例为80%。新增土地款项为1379亿元，平均土地成本9245元/平米，拿地成本提升主要源于一二线城市拿地占比较高。公司有序补充土地储备，全年新增土地款项占销售金额的比例为48%。

图5、新增土地储备 GFA



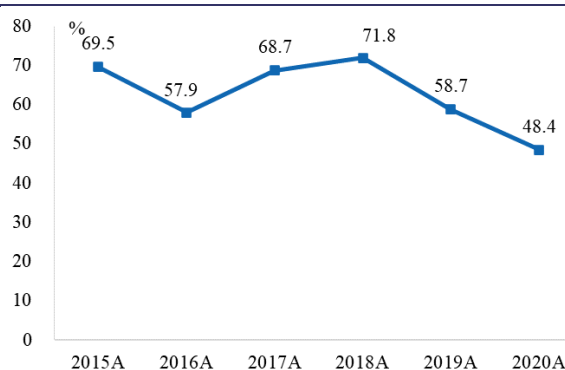
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、新增土地款项



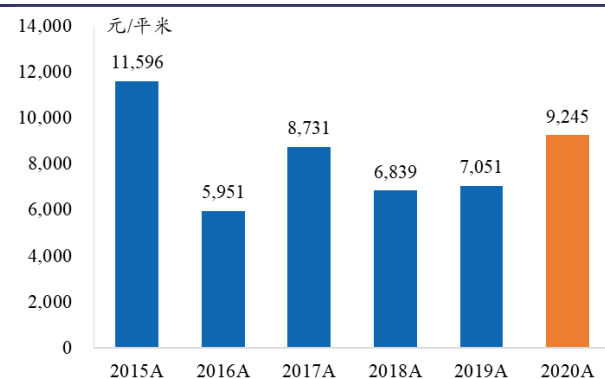
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、新增土地款项占销售金额比例



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、新增土地成本



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **核心城市拿地达九成：**6月以来公司拿地力度加大，6至12月共获取47幅土地。全年公司新进入嘉兴、义乌、济宁、绍兴4个城市。公司在二线城市及强三线城市拿地占比达到90%。

表1、2020全年拿地情况

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)	土地数量 (幅)
东北	94%	264	18%	247	21%	179	13%	171	17%	6,770	10
华北	51%	237	16%	120	10%	274	20%	133	13%	11,531	14
华东	85%	253	17%	214	18%	282	20%	231	23%	11,140	14
华南	76%	358	24%	273	23%	348	25%	231	23%	9,734	16
华中	88%	178	12%	157	13%	169	12%	142	14%	9,478	7
华西	92%	201	13%	185	15%	128	9%	117	11%	6,344	8
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)	土地数量 (幅)
一线	59%	232	16%	137	11%	442	32%	206	20%	19,091	13
二线	85%	908	61%	776	65%	716	52%	635	62%	7,887	43
强三线	78%	203	14%	159	13%	140	10%	117	11%	6,891	9
其他	83%	150	10%	125	10%	81	6%	67	7%	5,435	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)	土地数量 (幅)
1月	71%	91	6%	65	5%	77	6%	53	5%	8,459	4
2月	60%	104	7%	63	5%	220	16%	109	11%	21,272	7
3月	81%	63	4%	51	4%	78	6%	59	6%	12,382	3
4月	79%	61	4%	48	4%	28	2%	26	3%	4,677	5
5月	77%	24	2%	18	2%	35	3%	22	2%	14,829	3
6月	87%	154	10%	134	11%	150	11%	119	12%	9,797	8

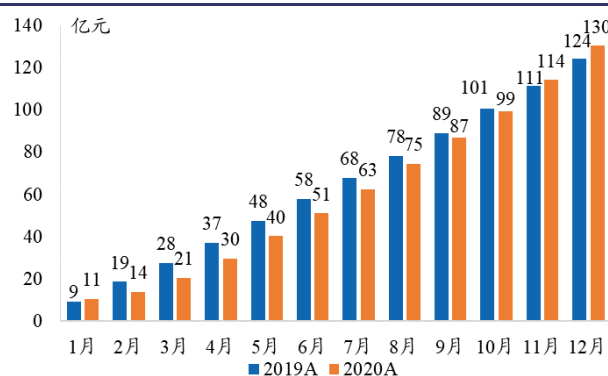
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

7月	91%	147	10%	133	11%	85	6%	81	8%	5,795	7
8月	82%	132	9%	108	9%	123	9%	122	12%	9,359	6
9月	87%	127	9%	110	9%	89	6%	83	8%	6,968	4
10月	80%	246	17%	196	16%	185	13%	146	14%	7,504	10
11月	89%	190	13%	170	14%	218	16%	150	15%	11,474	5
12月	66%	155	10%	101	8%	90	7%	54	5%	5,849	7
合计	80%	1492		1196		1379		1024		9,245	69

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

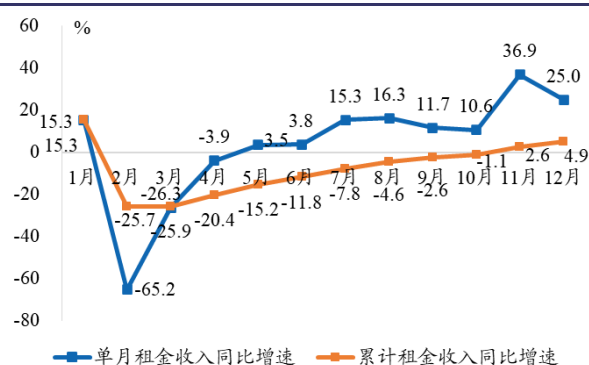
- **2020A 投资物业租金收入同比增长 5%，符合预期：**下半年以来公司的投资物业租金收入均保持 10% 以上的单月同比增速，累计增速持续增长。2020H2 成都万象城二期、杭州东站万象汇、宁波万象汇、沈阳长白万象汇均如期开业。截至年末公司的在营商场将达到 64 个（42 个重资产+22 个轻资产）。预计未来两年开业速度还将加快，预计到 2022 年公司的在营商场将达到 88 个。

图9、投资物业租金收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、租金收入增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **维持“买入”评级，目标价 48.00 港元：**公司年末销售加速，全年超额 9% 完成销售目标，销售规模稳步增长。拿地上，公司保持一二线城市拿地力度，合理有序补充货值。公司财务状况保持稳健，处于三道红线绿档。另外，公司投资物业运营下半年加速恢复，全年租金收入符合预期，预计明后年开业速度将加快，预计 2021/2022 年投资物业收益为 151/174 亿元，同比增长 16%/15%。我们预计公司 2020/2021 年的营业收入为 1729/2000 亿元，同比增长 17%/16%；核心净利润为 244/276 亿元，同比增长 13%/13%。我们维持“买入”评级，目标价 48.00 港元，对应 2020/2021 年 PE 为 12/11 倍，较现价有 55% 的上升空间，2020E 股息收益率为 4.5%。
- **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；公司销售不及预期；人民币贬值；租金收入不及预期。

表2、行业估值表(截至 20210114)

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS			PE			PB	息率 (%)	ROE (%)
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A		
<b>1109.HK</b>	<b>华润置地</b>	<b>31.05</b>	<b>2214</b>	<b>3.11</b>	<b>3.42</b>	<b>3.86</b>	<b>8.5</b>	<b>7.7</b>	<b>6.8</b>	<b>1.1</b>	<b>3.8</b>	<b>18.4</b>
0081.HK	中海宏洋	4.09	140	0.97	1.23	1.53	3.6	2.8	2.3	<b>0.6</b>	6.2	18.0
<b>0123.HK</b>	<b>越秀地产</b>	<b>1.57</b>	<b>243</b>	<b>0.24</b>	<b>0.31</b>	<b>0.38</b>	<b>5.5</b>	<b>4.4</b>	<b>3.5</b>	<b>0.5</b>	<b>6.5</b>	<b>9.3</b>
0337.HK	绿地香港	2.39	67	0.89	1.07	1.28	2.3	1.9	1.6	0.5	10.5	20.2
0604.HK	深圳控股	2.70	240	0.48	0.50	0.52	4.8	4.6	4.4	0.6	6.7	9.4
0688.HK	中国海外	16.82	1842	3.80	4.00	4.45	3.8	3.6	3.2	0.6	6.1	15.6
<b>0813.HK</b>	<b>世茂集团</b>	<b>22.80</b>	<b>807</b>	<b>3.18</b>	<b>3.72</b>	<b>4.53</b>	<b>6.1</b>	<b>5.2</b>	<b>4.3</b>	<b>1.0</b>	<b>6.4</b>	<b>17.4</b>
<b>0817.HK</b>	<b>中国金茂</b>	<b>3.57</b>	<b>455</b>	<b>0.53</b>	<b>0.58</b>	<b>0.69</b>	<b>5.7</b>	<b>5.3</b>	<b>4.4</b>	<b>1.0</b>	<b>6.4</b>	<b>17.2</b>
<b>0884.HK</b>	<b>旭辉控股</b>	<b>6.31</b>	<b>519</b>	<b>0.82</b>	<b>1.03</b>	<b>1.27</b>	<b>6.5</b>	<b>5.2</b>	<b>4.2</b>	<b>1.5</b>	<b>6.0</b>	<b>23.1</b>
<b>0960.HK</b>	<b>龙湖集团</b>	<b>42.80</b>	<b>2593</b>	<b>2.66</b>	<b>3.18</b>	<b>3.75</b>	<b>13.7</b>	<b>11.4</b>	<b>9.7</b>	<b>2.5</b>	<b>3.1</b>	<b>20.9</b>
<b>1030.HK</b>	<b>新城发展</b>	<b>6.17</b>	<b>383</b>	<b>1.15</b>	<b>1.46</b>	<b>1.83</b>	<b>4.5</b>	<b>3.6</b>	<b>2.9</b>	<b>1.3</b>	<b>5.5</b>	<b>35.4</b>
<b>1233.HK</b>	<b>时代中国</b>	<b>11.10</b>	<b>216</b>	<b>2.87</b>	<b>3.27</b>	<b>3.98</b>	<b>3.3</b>	<b>2.9</b>	<b>2.4</b>	<b>1.1</b>	<b>8.3</b>	<b>28.9</b>
<b>1238.HK</b>	<b>宝龙地产</b>	<b>5.16</b>	<b>214</b>	<b>0.67</b>	<b>0.87</b>	<b>1.15</b>	<b>6.6</b>	<b>5.0</b>	<b>3.8</b>	<b>0.6</b>	<b>7.8</b>	<b>13.7</b>
<b>1628.HK</b>	<b>禹洲集团</b>	<b>2.83</b>	<b>161</b>	<b>0.82</b>	<b>0.90</b>	<b>1.03</b>	<b>2.9</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>0.6</b>	<b>14.1</b>	<b>17.0</b>
1777.HK	花样年控股	1.26	73	0.15	0.17	0.20	7.1	6.4	5.4	0.5	4.4	6.5
1813.HK	合景泰富	10.72	341	3.09	2.22	2.67	2.9	4.1	3.4	0.8	7.6	30.4
<b>1908.HK</b>	<b>建发国际</b>	<b>12.92</b>	<b>152</b>	<b>1.99</b>	<b>2.78</b>	<b>3.70</b>	<b>5.5</b>	<b>4.0</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>6.3</b>	<b>25.7</b>
<b>1918.HK</b>	<b>融创中国</b>	<b>30.70</b>	<b>1432</b>	<b>5.99</b>	<b>6.62</b>	<b>7.75</b>	<b>4.4</b>	<b>3.9</b>	<b>3.4</b>	<b>1.3</b>	<b>4.4</b>	<b>37.2</b>
1966.HK	中骏集团	3.02	128	0.85	0.98	1.17	3.0	2.6	2.2	0.6	7.9	21.2
<b>2007.HK</b>	<b>碧桂园</b>	<b>10.04</b>	<b>2212</b>	<b>1.88</b>	<b>1.97</b>	<b>2.21</b>	<b>4.5</b>	<b>4.3</b>	<b>3.9</b>	<b>1.3</b>	<b>6.2</b>	<b>28.9</b>
2772.HK	中梁控股	<b>4.94</b>	<b>177</b>	1.17	1.29	1.54	3.6	3.3	2.7	<b>1.8</b>	9.7	67.8
2777.HK	富力地产	9.94	373	3.00	2.83	2.86	2.8	3.0	3.0	0.4	14.1	13.3
3301.HK	融信中国	5.45	92	1.87	1.45	1.86	2.5	3.2	2.5	0.5	11.0	21.6
3377.HK	远洋集团	1.63	124	0.35	0.39	0.44	4.0	3.6	3.1	0.2	8.3	5.4
<b>3380.HK</b>	<b>龙光集团</b>	<b>12.12</b>	<b>669</b>	<b>1.83</b>	<b>2.19</b>	<b>2.65</b>	<b>5.6</b>	<b>4.7</b>	<b>3.9</b>	<b>1.6</b>	<b>6.8</b>	<b>35.5</b>
3383.HK	雅居乐集团	9.98	391	1.94	2.11	2.36	4.4	4.0	3.6	0.7	10.0	17.5
<b>3883.HK</b>	<b>中国奥园</b>	<b>7.40</b>	<b>200</b>	<b>1.56</b>	<b>2.20</b>	<b>2.71</b>	<b>4.0</b>	<b>2.9</b>	<b>2.3</b>	<b>1.2</b>	<b>8.1</b>	<b>31.2</b>
3900.HK	绿城中国	11.08	276	0.55	0.68	0.91	17.1	13.8	10.4	0.8	3.0	9.0
3990.HK	美的置业	17.68	218	3.61	4.46	5.89	4.2	3.4	2.6	1.0	9.0	24.0
6158.HK	正荣地产	4.83	211	0.59	0.68	0.79	7.0	6.1	5.2	1.2	2.1	16.8
	<b>平均</b>						<b>5.2</b>	<b>4.5</b>	<b>3.8</b>	<b>1.0</b>	<b>7.3</b>	<b>22.0</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	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>520,095</b>	<b>580,394</b>	<b>672,514</b>	<b>738,163</b>
货币资金	63,699	70,996	98,435	100,573
存货	356,210	381,191	437,504	518,437
应收账款	50,563	78,585	86,953	69,531
其他应收款	36,327	36,327	36,327	36,327
其他流动资产	13,295	13,295	13,295	13,295
<b>非流动资产</b>	<b>242,013</b>	<b>254,084</b>	<b>267,183</b>	<b>281,235</b>
物业、厂房及设备	11,104	11,438	11,752	12,046
使用权资产	4,665	4,665	4,665	4,665
投资物业	156,490	168,227	181,012	194,769
于联营/合营公司的权	40,831	40,831	40,831	40,831
其他非流动资产	20,304	20,304	20,304	20,304
递延税项资产	8,620	8,620	8,620	8,620
<b>资产总计</b>	<b>762,108</b>	<b>834,478</b>	<b>939,697</b>	<b>1,019,398</b>
<b>流动负债</b>	<b>391,067</b>	<b>426,436</b>	<b>490,570</b>	<b>525,265</b>
短期借款	21,345	22,882	24,016	24,771
应付账款	98,213	122,965	142,764	158,705
应付税项	28,562	28,562	28,562	28,562
合同负债	226,720	235,800	279,000	297,000
其他流动负债	15,776	15,776	15,776	15,776
<b>非流动负债</b>	<b>137,569</b>	<b>154,032</b>	<b>171,897</b>	<b>190,143</b>
长期借款	113,200	129,663	147,528	165,774
长期应付款	3,009	3,009	3,009	3,009
递延所得税负债	19,440	19,440	19,440	19,440
<b>负债合计</b>	<b>528,635</b>	<b>580,467</b>	<b>662,467</b>	<b>715,407</b>
股本	674	674	674	674
储备	172,900	188,741	206,656	226,959
少数股东权益	49,898	54,596	59,900	66,357
<b>股东权益合计</b>	<b>233,473</b>	<b>254,011</b>	<b>277,230</b>	<b>303,990</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>762,108</b>	<b>834,478</b>	<b>939,697</b>	<b>1,019,398</b>

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	60,994	48,929	54,353	62,265
折旧和摊销	604	666	686	705
公允价值变动损益	(10,299)	0	0	0
财务费用	1,327	2,325	2,674	2,987
所得税开支	(18,959)	(19,571)	(21,198)	(24,283)
营运资金的变动	(30,186)	(19,171)	(1,682)	(29,570)
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>32,706</b>	<b>11,225</b>	<b>32,292</b>	<b>9,119</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>(42,883)</b>	<b>(10,784)</b>	<b>(11,244)</b>	<b>(11,772)</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>2,118</b>	<b>6,856</b>	<b>6,391</b>	<b>4,791</b>
现金净变动	(8,059)	7,297	27,439	2,138
现金的期初余额	69,246	63,699	70,996	98,435
现金的期末余额	<b>63,699</b>	<b>70,996</b>	<b>98,435</b>	<b>100,573</b>

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>147,736</b>	<b>172,887</b>	<b>199,993</b>	<b>229,454</b>
营业成本	91,736	114,357	135,626	155,531
销售费用	5,070	6,224	6,400	7,113
管理费用	5,745	6,723	7,200	8,260
财务费用	1,327	2,325	2,674	2,987
其它收益	2,828	1,953	2,541	2,985
<b>营业利润</b>	<b>48,013</b>	<b>47,536</b>	<b>53,309</b>	<b>61,534</b>
公允价值变动	10,590	0	0	0
投资收益	1,977	1,977	1,977	1,977
其它经营开支	1,327	2,325	2,674	2,987
<b>税前盈利</b>	<b>60,994</b>	<b>48,929</b>	<b>54,353</b>	<b>62,265</b>
所得税	26,643	19,571	21,198	24,283
税后盈利	34,352	29,357	33,155	37,982
少数股东损益	5,390	4,697	5,305	6,457
<b>核心净利润</b>	<b>21,647</b>	<b>24,371</b>	<b>27,561</b>	<b>31,235</b>
<b>核心 EPS(元)</b>	<b>3.11</b>	<b>3.42</b>	<b>3.86</b>	<b>4.38</b>

## 主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	21.9	17.0	15.7	14.7
核心净利润增长率	12.2	12.6	13.1	13.3
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	37.9	33.9	32.2	32.2
核心净利率	14.7	14.1	13.8	13.6
ROE	18.4	13.4	13.9	14.4
<b>偿债能力</b>				
净资产负债率(%)	30.3	32.1	26.4	29.6
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.4
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收帐款周转率	2.9	2.2	2.3	3.3
<b>每股资料(元)</b>				
每股核心收益	3.11	3.42	3.86	4.38
每股净资产	24.34	26.56	29.07	31.92
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	8.5	7.7	6.8	6.0
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

**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.xyq.com.cn](http://www.xyq.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、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、信源企业集团有限公司、日照裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团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。