

买入 (首次)

目标价: 4.61 港元

现价: 3.19 港元

预期升幅: 45%

市场数据

报告日期 2016.06.06

收盘价(港元)	3.19
总股本(亿股)	73.84
总市值(亿港元)	234.81
股东净资产(亿元)	333.26
总资产(亿元)	910.85
每股净资产(元)	4.70

数据来源: Wind

相关报告《“聚焦深圳”策略取得成效》
20160401 业绩点评**海外房地产研究**

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

联系人: 宋健
songjian@xyzq.com.cn

00604.HK 深圳控股

聚焦深圳，与城市共同成长

2016年06月06日

主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万港元)	18,428	22,247	26,395	31,464
同比增长(%)	33.3	20.7	18.6	19.2
净利润(百万港元)	2,869	3,444	4,104	4,942
同比增长(%)	-8.4	20.1	19.1	20.4
毛利率(%)	34.6	32.2	33.0	34.0
净利润率(%)	15.6	15.5	15.5	15.7
净资产收益率(%)	8.6	9.8	11.0	12.3
每股收益(港元)	0.41	0.49	0.58	0.70
每股股息(港元)	0.16	0.15	0.17	0.21

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **首次评级覆盖给予买入评级**，目标价为 **4.61 港元**，较现价有 45% 的上升空间。我们预测公司 2016-2018 年的营业收入分别为 222.47、263.95 和 314.64 亿港元（下同），股东应占利润分别为 34.44、41.04 和 49.42 亿元，按年分别增长 20.1%、19.1% 和 20.4%，预计 2016-2018 年公司将保持 30% 的派息率，每股派息将达到 0.15、0.17 和 0.21 港元。我们计算的公司每股资产净值（NAV）为 6.26 港元，给予公司 12 个月目标价 4.61 港元，相当于 NAV 折让 27%，相当于 2016-2018 年的 9.45/7.93/6.58 倍 PE，较现价有 45% 的上升空间，首次评级覆盖给予买入评级。
- **“聚焦深圳”**：公司自 2011 年实施“聚焦深圳”战略以来，不断加大在深圳的投入，目前深圳的土地储备占总土地储备的 30% 达到 300 万平方米，总货值超过 1000 亿元，深圳贡献的合约销售超过 70%，另外，公司在深圳核心区域持有投资物业超过 100 万平方米，租金收入规模达到 8 亿元。公司未来将继续获取深圳的旧改项目，潜在的项目建筑面积超过 200 万平方米。
- **与城市共同成长**：近年来，深圳经济高速发展，GDP 增速超过 8%，高于全国平均水平；人口持续流入，常住人口超过 1000 万人。这与深圳的开放、年轻和创新息息相关。同时，深圳的房地产市场异常火爆，2015 年量价齐升。作为依托深圳而发展的深圳控股，将大大受益于城市的扩张和发展，与其共同成长。
- **风险提示**：房地产受到国家宏观经济、行政策影响；深圳房价涨幅过高，有可能出台更严格调控政策；深圳旧改项目进展具有不确定性。

目 录

1、公司基本情况.....	- 4 -
1.1、公司简介	- 4 -
1.2、股权架构	- 5 -
2、深圳控股的发展历程	- 5 -
2.1、依托深圳，各项业务稳健增长.....	- 5 -
2.2、土地储备优质	- 8 -
2.3、管理层激励到位，转型业务潜力大.....	- 12 -
3、深圳房地产市场分析	- 13 -
3.1、深圳概况	- 13 -
3.2、深圳房地产市场	- 15 -
4、主要财务指标及盈利预测	- 18 -
4.1、主要财务指标	- 18 -
4.2、盈利预测	- 19 -
5、估值分析.....	- 20 -
5.1、NAV 估值分析法	- 20 -
5.2、行业估值对比	- 21 -
6、风险提示.....	- 22 -

图 表

图 1、2011-2015 年营业收入.....	- 4 -
图 2、2011-2015 各业务占比.....	- 4 -
图 3、深圳控股股权架构	- 5 -
图 4、合约销售额.....	- 6 -
图 5、合约销售面积及均价.....	- 6 -
图 6、月度合约销售额.....	- 6 -
图 7、2016 年可售货值类型分布.....	- 6 -
图 8、投资物业 2011-2015 营业收入	- 7 -
图 9、物业管理 2011-2015 营业收入	- 7 -
图 10、按产品类型划分	- 9 -
图 11、土地储备按区域划分	- 9 -
图 12、深圳土地储备及占比	- 10 -
图 13、深圳合约销售额贡献占比	- 10 -
图 14、深业上城效果图	- 11 -
图 15、深业上城区位交通	- 11 -
图 16、智慧园区运营平台	- 12 -
图 17、深圳市常住人口	- 13 -
图 18、四大一线城市常住人口	- 13 -
图 19、一线城市户籍和非户籍常住人口	- 14 -
图 20、深圳人口年龄结构	- 14 -
图 21、1996-2015 年深圳 GDP	- 14 -
图 22、四大一线城市 GDP 季度增速.....	- 14 -
图 23、四大一线城市产业占比	- 15 -
图 24、深圳四大支柱产业 2015 年 GDP 占比	- 15 -
图 25、四大一线城市商品住宅销售均价	- 16 -
图 26、百城房价指数同比涨幅	- 16 -

图 27、深圳市历年商品房销售金额	- 16 -
图 28、二手房和商品房销售面积	- 16 -
图 29、深圳土地供应和成交情况	- 17 -
图 30、不同类型土地供应情况	- 17 -
图 31、四大一线城市优质办公楼空置率	- 17 -
图 32、深圳优质办公楼租金	- 17 -
图 33、营业收入和净利润	- 18 -
图 34、毛利率和净利率	- 18 -
图 35、管理费用和销售费用	- 18 -
图 36、ROE 和 ROA	- 18 -
图 37、可持续性收入及占比	- 19 -
图 38、租金收入覆盖利息比率	- 19 -
图 39、净负债率	- 19 -
图 40、平均融资成本	- 19 -
表 1、深圳控股主要投资物业	- 7 -
表 2、酒店组合	- 8 -
表 3、土地储备分布表	- 8 -
表 4、已处置的三四线城市项目	- 9 -
表 5、公司在深圳的优质项目	- 9 -
表 6、母公司资产注入	- 10 -
表 7、潜在旧改项目	- 11 -
表 8、管理层股权激励情况	- 12 -
表 9、四大一线城市主要数据对比	- 13 -
表 10、中国城市综合竞争力排行榜	- 15 -
表 11、盈利预测	- 20 -
表 12、WACC 计算	- 20 -
表 13、NAV 计算	- 21 -
表 14、行业估值比较	- 21 -
附表	- 23 -

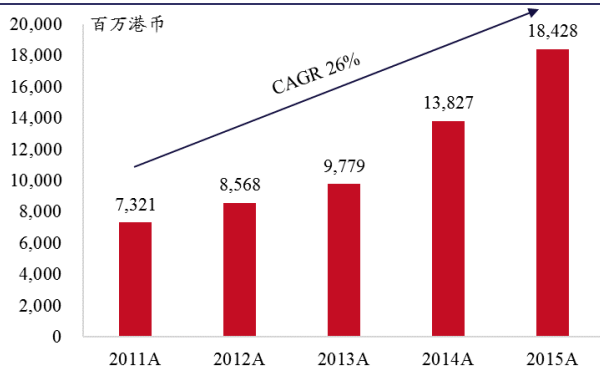
报告正文

1、公司基本情况

1.1、公司简介

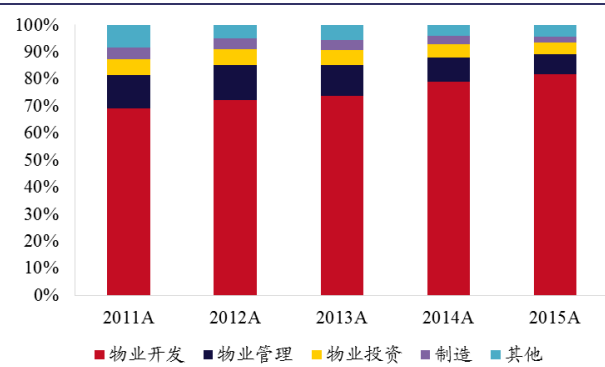
深圳控股有限公司（简称“深圳控股”），是深业集团下属的房地产开发平台，也是深圳国资委旗下规模最大的一家房地产上市公司。公司聚焦深圳，布局其他核心城市，致力于成为一流的房地产开发及不动产运营商。公司的主营业务包括：物业开发、投资物业、物业管理、制造（从事制造及销售工业及商业产品）及其他（主要包括酒店运营及其他业务）。公司 2015 年营业收入达到 184.3 亿港元（下同），这 5 项业务的占比分别为 81.7%、7.4%、4.3%、2.3%和 4.2%。

图 1、2011-2015 年营业收入



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 2、2011-2015 各业务占比



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司于 1997 年在香港联交所上市。公司的发展经历了初创期、发展期和成熟期，目前以“聚焦深圳”为发展战略，依托深圳，建设深圳，与深圳这座伟大的城市共同成长。

初创期：深圳控股前身“茂南发展有限公司”，成立于 1992 年并于 1993 年改名为“深业控股有限公司”，专注于开发华南地区中高端房地产项目。1997 年深业控股在香港联交所主板成功上市。

发展期：尝试多个不同行业，涉足房地产、能源基建、运输、物流以及信息化建设等。2001 年公司正式更名为“深圳控股有限公司”，2004 年公司出资 7.3 亿元，收购路劲基建（香港）有限公司 25% 的股权。2005 年，公司开始致力于房地产开发业务。

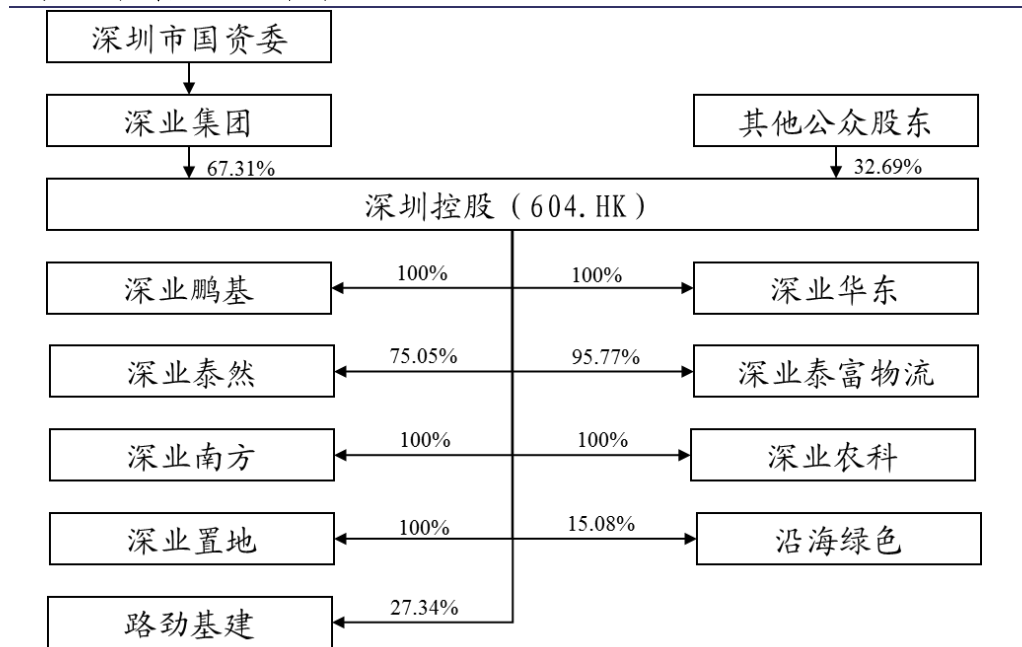
成熟期：剥离非核心业务，专注房地产开发及运营。2006-2007 年，公司剥离非主

营业务，房地产业务开始在全国扩张，土地储备从 2005 年的 358 万扩张至 2007 年的 1197 万平米。近年以来，公司开始退出三四线城市，并加大在深圳的投入，尤其在城市更新项目上屡有杰作。截至 2015 年底，公司总土地储备 1000 万平米，其中深圳达到 300 万平米，合约销售额创历史新高，达到 160 亿元人民币。

1.2、股权架构

深圳控股的控股股东为深业集团有限公司（简称“深业集团”），持股比例为 67.31%。深业集团是深圳国资委全资附属子公司，主业为房地产开发，同时涉足基础设施、物流运输、现代农业、高科技制造等。截至 2015 年 12 月底，深业集团总资产 940 亿元，净资产 284.5 亿元，土地储备接近 1300 万平米。

图 3、深圳控股股权架构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

另外，深业泰然控股 50%的**天安数码城**，是中国第三大的产业园区运营商，目前在全国 10 个城市运营 15 个园区，总营运面积达到 1200 万平米，在过往的经营中，积累了数以万计的企业客户。

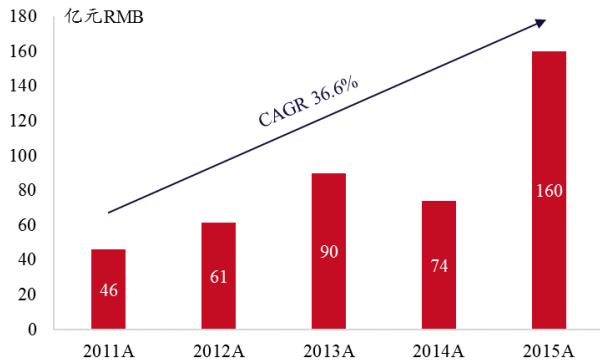
2、深圳控股的发展历程

2.1、依托深圳，各项业务稳健增长

深圳控股于 2011 年提出“聚焦深圳”的战略，集中资源深耕深圳，形成以深圳和珠江三角洲为核心区域，若干重点城市为补充的区域布局，坚持中高端住宅开发，

稳健的拓展商业地产开发规模。公司的合约销售额由 2011 年的 46 亿元增至 2015 年的 160 亿元，年复合增长率大达到 36.6%，合约销售面积由 2011 年的 51 万平米增至 2015 年的 95 万平米。深圳地区贡献的合约销售额占比由过去几年的 40-50% 提升至 70%。

图 4、合约销售额



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

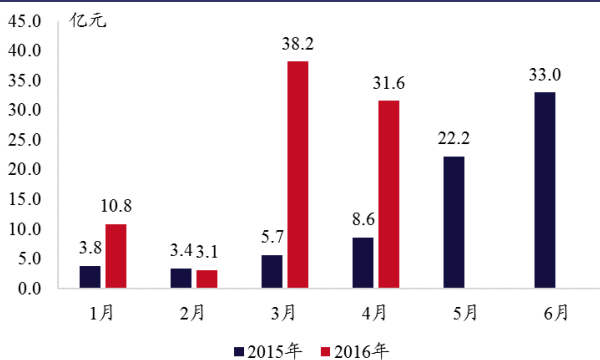
图 5、合约销售面积及均价



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

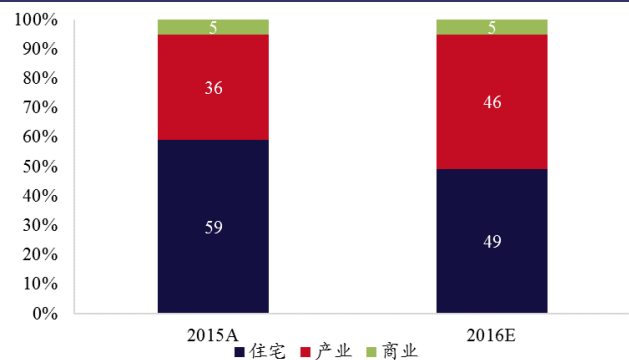
2016 年 1-4 月份，公司合约销售额 83.7，同比增长 290%；全年合约销售目标为 185 亿元，同比有 15.8% 的增长，全年可售货值达到 290 亿元，其中 82% 位于深圳。由于深圳受到限购政策影响，公司所推的货值中有 51% 属于产业和商业，不受限购政策影响。未来 3 年仍然可以维持 10-20% 的增长。

图 6、月度合约销售额



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 7、2016 年可售货值类型分布



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

投资物业板块，截至 2015 年，公司共持有 39 个项目作为投资物业，主要类型包括商业、住宅、办公楼、工业、停车场等，权益楼面面积为 114.5 万平米，大部分位于深圳，按面积算占比达到 87%。投资物业的租金收入保持稳定增长，2015 年，租金收入 7.89 亿元港币，同比增长 15.9%。未来三年期间，公司将会新增 30 万平米的核心投资物业，租金收入将大幅提升。公司主要持有的投资物业如下表所示（其中 C 商业 H 酒店 O 办公楼 R 住宅 I 工业 P 停车场）。

公司持有的投资物业不仅给公司带来稳定的租金收入，还可享受核心地区投资物业的增值，2013-2015 年投资物业评估价值分别增值为 6.24、7.64 和 10.82 亿港元。

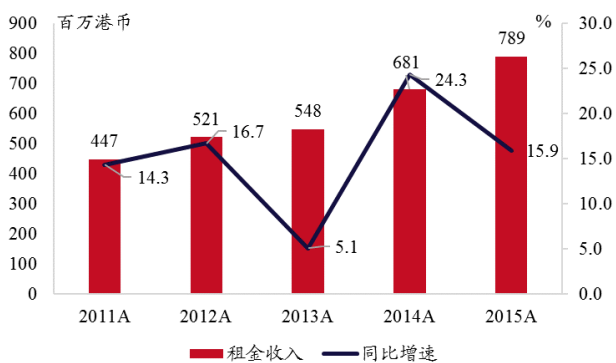
表 1、深圳控股主要投资物业

投资物业	地址	类型	权益	楼面面积 (平方米)	建成日期
深业上城南区	广东省深圳市	C/H/O	100.0%	332,859	2015
鹏基物业	广东省深圳市	C/R/I/P	100.0%	241,564	1983-2005
车公庙工业区	深圳市福田区	C/R/I/P/O	75.1%	133,232	1994-2012
笋岗仓库区	深圳市罗湖区宝安北路	C/I	97.7%	84,884	1990-2002
天安车公庙工业区	深圳市福田区	O/I/R/P	37.5%	52,769	1992-2005
时代科技大厦	深圳市福田区	C/O	100.0%	52,743	2009
沈阳五爱深港客运站 及美博贸易中心	辽宁省沈阳市	C/P	80.4%	47,442	2011
博隆大厦	深圳市罗湖区清水河	C	97.7%	39,284	2014
沿海国际中心	江苏省苏州市	C/O	100.0%	38,562	2009
成都锦绣工场	四川省成都市	C/P	88.0%	30,085	2008

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

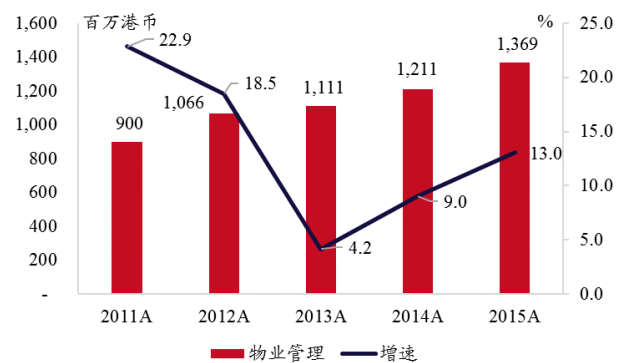
物业管理板块，公司拥有六家国家一级资质的物业管理企业，接管物业面积约 4000 万平方米，物业主要分布在珠三角、长三角和中部地区，服务涵盖政府机关、写字楼、住宅小区、别墅、科技业园区等多种物业类型。截至 2015 年底，物业管理板块营业收入达到 13.69 亿元港币，同比增长 13%。公司未来将对物业管理板块进行整合，打造运营服务平台，形成新的利润增长点。

图 8、投资物业 2011-2015 营业收入



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 9、物业管理 2011-2015 营业收入



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

酒店运营板块，目前公司有 3 家酒店在运营当中，分别为苏州万豪酒店、巢湖深业半汤温泉度假酒店、巢湖深业温泉假日度假酒店。另外有三家酒店在建设当中，预计未来 3 年陆续投入运营。2015 年三家运营中的酒店的入住率分别为 70.2%、45.7% 和 48.7%，比上年都有提高。全年营业收入为 1.82 亿元，同比增长 2.9%。

表 2、酒店组合

酒店名称	地址	客房 (间)	2014入 住率	2015入住 率	收入 (万元RMB)
苏州万豪酒店	苏州	293	68.9%	70.2%	8598
深业半汤温泉度假酒店	巢湖	20 别墅 /7 汤屋	39.0%	45.7%	2922
深业温泉假日度假酒店	巢湖	203	42.0%	48.7%	2998
深圳文华东方酒店	深圳	190	预计投入运营时间: 2018		
深业上城精品酒店	深圳	90	预计投入运营时间: 2017		
塘朗城项目酒店	深圳	200	预计投入运营时间: 2016		

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

2.2、土地储备优质

截止 2015 年底, 公司的土地储备位于 15 个城市, 总计规划建筑面积为 963.4 万平方米, 计容建筑面积为 722.9 万平方米。近年来, 公司并未在土地储备上做太大扩充, 反而有所减少, 主要原因是退还了部分三、四线城市的项目, 而深圳的项目则保持一年一个的速度获取, 因此, 深圳的土地储备占比逐年递增, 由 2011 年的 11% 增加至 2015 年的 34%。

表 3、土地储备分布表

城市	规划建筑面积 (万平方米)	计容建筑面积 (万平方米)	权益建筑面积 (万平方米)	占比
深圳	327.9	222.4	300.8	34.0%
河源	27.4	22.1	27.4	2.8%
惠州	114.2	84.1	110.1	11.9%
顺德	24.5	18.0	24.5	2.5%
三水	65.2	46.5	65.2	6.8%
常州	12.6	10.0	12.6	1.3%
泰州	65.6	51.4	65.6	6.8%
姜堰	37.7	31.6	37.7	3.9%
合肥巢湖	10.4	9.3	10.4	1.1%
马鞍山	97.4	76.1	97.4	10.1%
武汉	94.8	80.6	66.4	9.8%
长沙	37.4	29.9	29.9	3.9%
沈阳	4.0	3.6	3.8	0.4%
成都	38.3	31.3	20.3	4.0%
喀什	6.0	6.0	6.0	0.6%
	963.4	722.9	878.1	100.0%

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

公司处置掉的三四线城市的低效项目, 主要方式为与地方政府协商并签订协议, 将土地退还给地方政府, 再由地方政府重新规划, 通过招拍挂方式后重新出让, 所得款项再退还给公司。处置三四线城市项目, 有利于优化土地储备结构, 盘活

低效资源，降低经营风险。

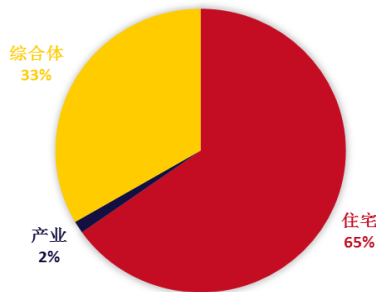
表 4、已处置的三四线城市项目

时间	地点	权益	项目	占地面积 (万平米)	建筑面积 (万平米)	土地价值 (亿元)	备注
2014	成都	70%	成都北部新区	11.87	53	1.98	获得 9830 万港币税前盈利。
2014	佛山山水	100%	云东海酒店	9.0	9	1.2	退回土地，不需要补交土地款
2016	河源	100%	塞纳湾	62	130	5.4	退回地方政府，等待重新规划出让后退还土地款

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

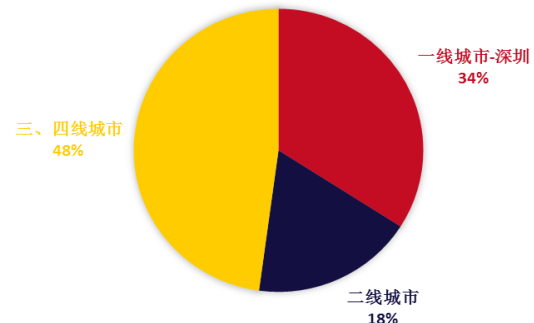
公司的土地储备结构中，按产品类型来分，住宅占比达到 65%，综合体（商业、酒店和办公）占比 33%，产业占比 2%；按区域分布来看，一线城市（深圳）总建筑面积为 327.89 万平米，占比达到 31%，二线城市 174.5 万平米，占比 20%，三四线城市 461 万平米，占比 49%。

图 10、按产品类型划分



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 11、土地储备按区域划分



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

目前公司在深圳一共持有 8 个项目，总计建筑面积 327.9 万平米，占总土地储备的比例为 34%，计容建筑面积 222.3 万平米，其中 175.9 万平米属于在建工程。若按销售均价 5 万每平方米计算，公司在深圳的可售货值超过 1000 亿元，未来可售货值丰富。

表 5、公司在深圳的优质项目

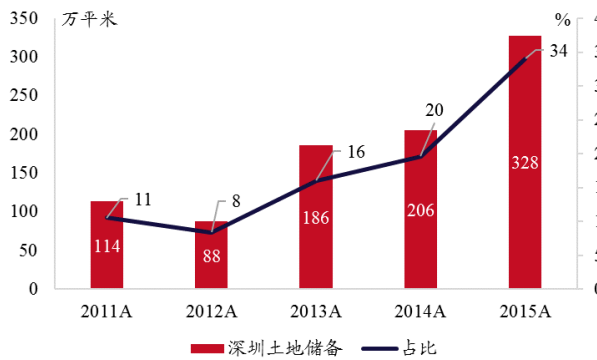
(单位：平米)	类型	权益	建筑面积	计容建筑面积
车公庙第一更新	综合	100%	503,500	412,000
深业东岭	综合	95%	531,174	247,694
清水河项目	产业	95%	69,570	51,706
深业中城	综合	100%	363,532	259,332

深业上城	综合	100%	932,708	653,190
泰富广场	综合	95%	436,958	271,675
泰然观澜玫瑰苑	综合	51%	164,200	124,890
塘朗城-西区	综合	50%	277,557	203,241
合计			3,279,199	2,223,728

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

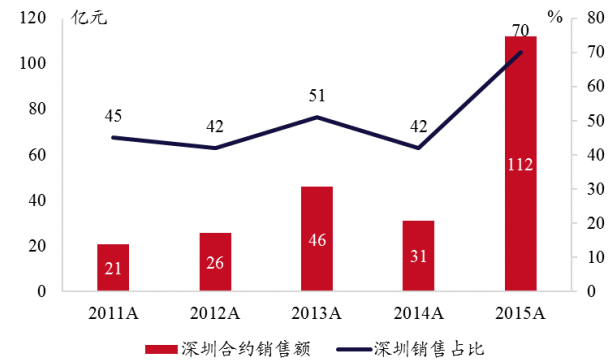
公司“聚焦深圳”的策略也体现在公司在深圳的土地储备，从2011年的114万平方米，占总土地储备的11%，到2015年328万平方米，占比达到34%，公司完成了土地储备上的优化，结构更健康，价值更高。深圳贡献的合约销售额占比2015年达到70%。

图 12、深圳土地储备及占比



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 13、深圳合约销售额贡献占比



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

从2013年开始，公司以每年一个的速度从母公司注入三个旧改项目，分别是深业上城（科之谷）、深业中城（农科）以及深业东岭项目。母公司项目的注入，改善了公司在深圳的土地储备，增强了公司实力。

表 6、母公司资产注入

时间	项目	权益	类型	总额 (亿元)	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	交易对价
201301	科之谷	100%	综合	41.5	12.1	78.9	以每股 3.667 港币向母公司增发 14.1 亿股支付。
201408	农科	100%	综合	56.2	3.9	25.9	其中 28.11 亿元以每股 3.286 港元向母公司发行 11 亿股，剩余 28.1 亿元以现金支付。
201512	深业东岭	95%	综合	19.1	5.5	27.1	以现金支付。
合计				116.9	21.6	132.0	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

深业上城项目简介，深业上城位于深圳市福田中心区北，坐落在莲花山公园、笔架山公园和中心公园三大公园之间。这个项目是公司旧改项目的典型成功案例，

该项目前身是“深圳赛格日立工业区”，被深业集团获取的城市更新项目，定位为创新产业孵化基地、大型企业总部聚集区，该项目于 2013 年注入上市公司深圳控股。深业上城占地面积约 12 万平方米，计容积率建筑面积 78.9 万平方米，包含商务公寓 17 万平方米，产业研发大厦约 33 万平方米，LOFT 约 10 万平方米，高端购物中心 16.7 万平方米以及文化东方酒店。

其中，公寓于 2013 年开售，目前除部分 400 平方米以上产品，全部销售完毕，销售均价达到 65000 元每平方米。LOFT 和写字楼于 2016 年开卖，整个项目将于 2017 年完工。

图 14、深业上城效果图



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 15、深业上城区位交通



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

目前公司的母公司深业集团还有一些潜在的旧改项目，以及公司自行可获取的深圳旧改项目共 9 个，预计总建筑面积可达 322 万平方米，计容建筑面积达到 235 万平方米，为未来 3-4 年公司的土地储备打下基础。

表 7、潜在旧改项目

项目名称	占地面积 (万平方米)	计容 GFA (万平方米)	规划 GFA (万平方米)	项目进度
上步第一更新单元(北区)项目	4.01	26.9	46	专项规划深化和修正
八卦岭 6-1 区项目	4.4	26.4	33	更新计划申报阶段
信宏城项目	5.14	23.13	30.07	更新计划申报阶段
莲塘鹏基工业区项目	6.58	39.48	49.8	更新计划申报阶段
沙河都会墙板厂工业区项目	2.66	13.3	18.8	开工
沙河商城-鹤塘小区项目	1.33	10.9	14.4	签订拆迁补偿协议阶段
沙河世纪山谷项目	9.83	70	98.5	尚未完成专项规划审批
沙河金三角大厦项目	1.21	13.1	17.9	已报城市更新计划
进智物流分拨中心(笋岗)项目	1.75	12	14	已报专项规划
合计		235.2	322.5	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

2.3、管理层激励到位，转型业务潜力大

深圳控股虽然是国企，但是有成熟的管理层股权激励政策，是国企里面最早实行管理层期权激励的公司之一。截止 2015 年底，公司的主要管理层以及关键岗位雇员都获得了公司的期权激励，大大激发了管理热情，提升了管理效率。

表 8、管理层股权激励情况

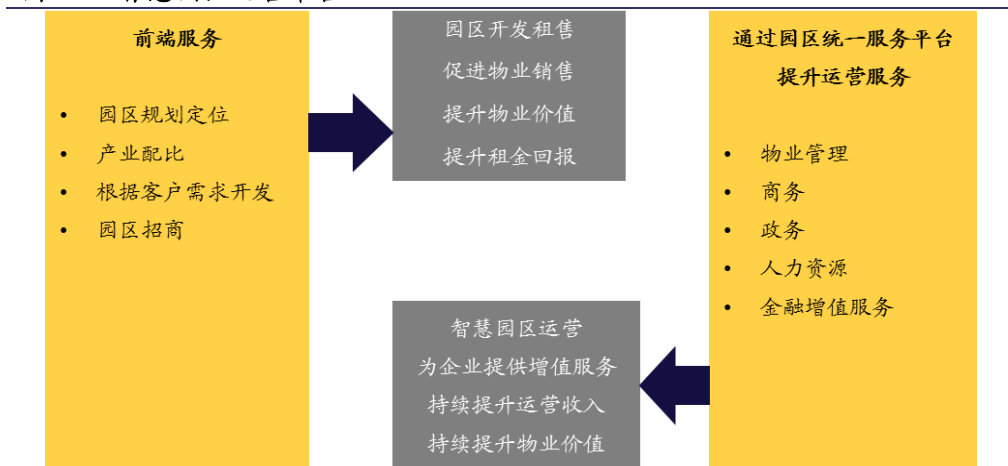
管理层	职务	购股权	购股权行使期	行权价
吕华	执行董事、主席	7830	27/1/2019	2.85
黄伟	执行董事、总裁	3196	27/1/2019	3.396
牟勇	执行董事	5246	27/1/2019	2.85
刘崇	执行董事	5246	27/1/2019	2.85
其他雇员		104888	27/1/2019	2.85/3.396

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

在房地产存量市场，公司资源丰富，一共管理了 3000 万平方米的住宅物业，1000 万平方米的产业园区，以及超过 100 万平方米的商业物业，公司将整合资源，建设智慧园区运营、住宅物业服务 and 商业管理运营等三大运营服务中心。通过搭建统一的服务平台，利用互联网技术，集中为园区客户提供电商、金融、政务等多项增值服务，进行以运营和服务为核心的轻资产业务转型。

公司下属的深业泰然集团，有 20 年的园区运营经验，建设运营了泰然工业园，泰然金谷、武汉生物谷等园区，以及天安数码城，中国第三大的产业园区运营商，在全国 10 个城市运营 15 个园区，总营运面积达到 1200 万平米。另外，深业泰富物流集团有超过 20 年物流园区的运营经验，建设笋岗物流总部基地、清水河国际汽车物流产业园等园区。以及母公司深业集团运营的深圳科技工业园。这些都是公司未来进行整合的基础。

图 16、智慧园区运营平台



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

3、深圳房地产市场分析

3.1、深圳概况

1980年8月26日，全国人大常委会通过和颁布《广东省经济特区条例》，确定在深圳市划出一定区域，设置经济特区。深圳市成为中国改革开放建立的第一个经济特区，是中国改革开放的窗口。从此，深圳发生了翻天覆地的变化，各项产业从无到有，在一代人的勤劳建设下，目前与北京、上海、广州并列为中国的四大“一线城市”。

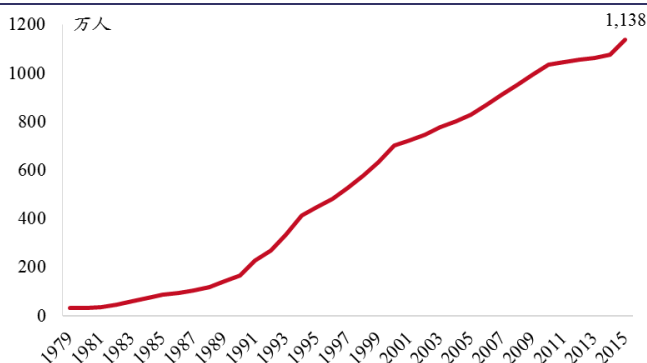
表 9、四大一线城市主要数据对比

项目	北京	上海	广州	深圳
行政区域土地面积 (平方公里)	16412	6339	7434	1997
常住人口 (万人)	2171	2415	1350	1138
人均 GDP (元/人/年)	106,284	103,100	134,066	157,985
人均可支配收入 (元/人/年)	48,458	52,962	46,735	44,633
汽车保有量(万辆)	537	272	270	291
上市公司数量(家)	235	204	60	184

数据来源：Wind，兴业证券研究所

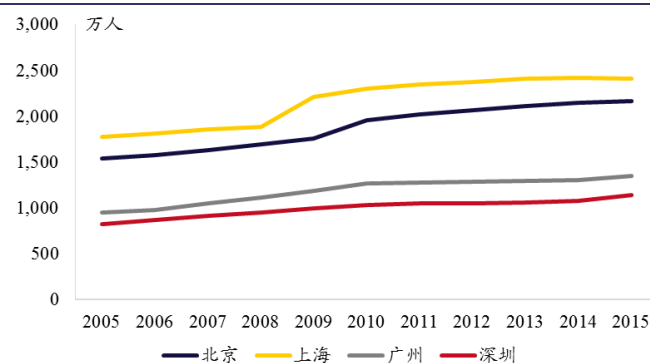
深圳：一个从无到有的城市。1979年深圳常住人口31.41万人，截至2015年，深圳常住人口达到1137.89万人，年均复合增长10.5%。北京、上海和广州的常住人口分别为2171、2415和1350万人。

图 17、深圳市常住人口



资料来源：国家统计局，兴业证券研究所

图 18、四大一线城市常住人口

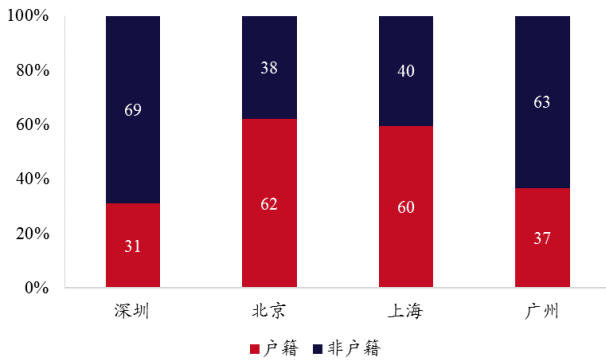


资料来源：国家统计局，兴业证券研究所

“来了就是深圳人”，深圳是一个移民城市，市民来自全国各地。深圳的户籍制度较宽松，深圳的包容性吸引了各类人才。深圳的户籍人口占常住人口的的比例仅为31.2%。根据2010年的人口普查结果，深圳常住人口中0-14岁的人口为101.9万

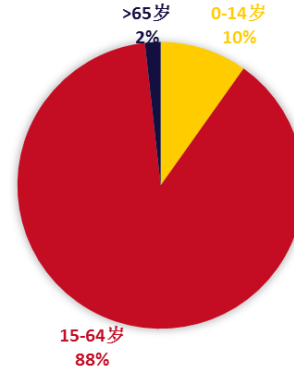
人，占比为 9.84%，15-64 岁的人口 915.6 万人，占比 88.4%，65 岁以上的人口 18.28 万人，占比 1.76%，同期，北京、上海、广州的 65 岁以上人口占比分别为 8.7%、10.12% 和 6.62%，深圳的人口结构偏年轻化。

图 19、一线城市户籍和非户籍常住人口



资料来源：国家统计局，兴业证券研究所

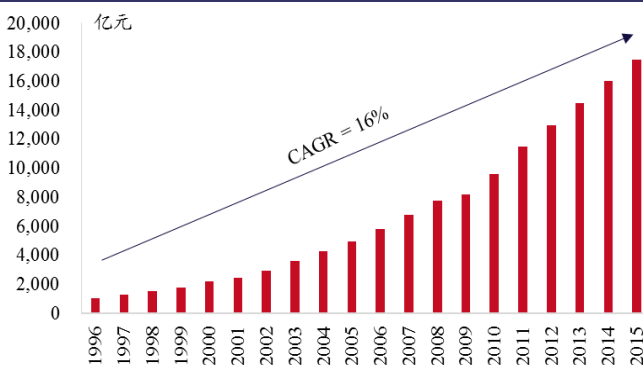
图 20、深圳人口年龄结构



资料来源：国家统计局，兴业证券研究所

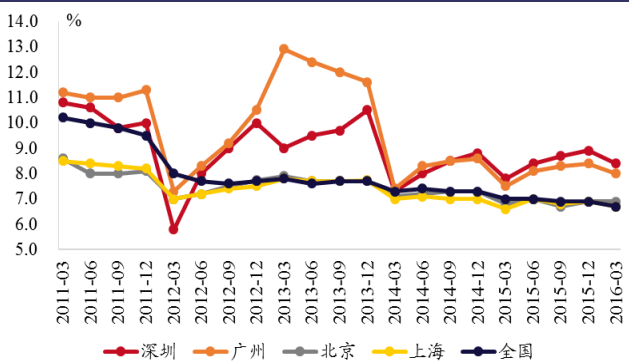
“深圳速度”特指高速的发展速度，来源于 1982 年 11 月~1985 年 12 月的 37 个月期间，中国建筑第三工程局（集团公司）一公司在承建深圳国贸大厦时，创下了三天盖一层楼的速度，创造了当时的“深圳速度”。在经济的发展上，同样展现出深圳速度，1996-2015 年 20 年间，GDP 年复合增长率达到 16%。2016 年一季度深圳 GDP 增速为 8.4%，高于全国平均 6.7% 的增速，连续 8 个季度高于全国增速，同时也是四大一线城市最快的一个城市。

图 21、1996-2015 年深圳 GDP



资料来源：国家统计局，兴业证券研究所

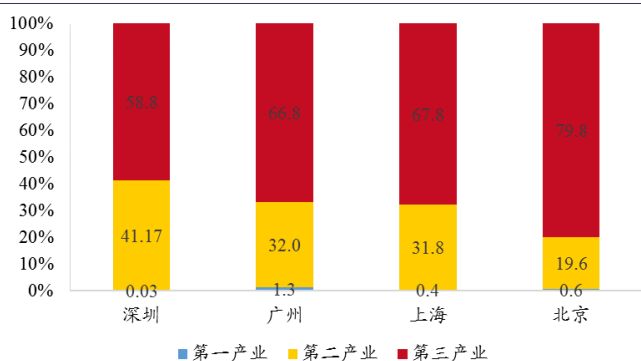
图 22、四大一线城市 GDP 季度增速



资料来源：国家统计局，兴业证券研究所

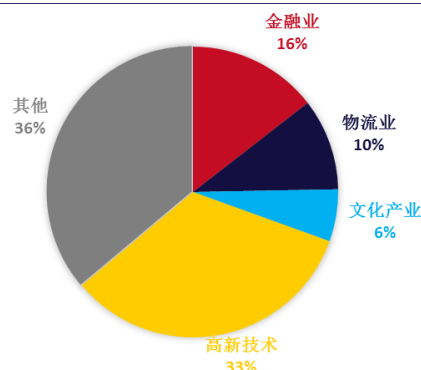
深圳的经济结构优化，发展质量不断提高，2015 年，第一、二、三产业分别占 GDP 比重为 0.03%、41.17% 和 58.8%。第三产业的比重继续上升（2014 年同期占比为 57.4%）。深圳的四大支柱产业分别为金融业、物流业、文化产业和高新技术产业，2015 年产业增加值分别增长了 15.9%、9.4%、7.4% 和 13%，占 GDP 比重分别为 14.5%、10.2%、5.8% 和 33.4%。

图 23、四大一线城市产业占比



资料来源：国家统计局，兴业证券研究所

图 24、深圳四大支柱产业 2015 年 GDP 占比



资料来源：国家统计局，兴业证券研究所

深圳：一个敢于创新的城市。

创新的土壤一直是深圳的特色，这里有 5500 多家国家级高新技术企业，中小型创新企业 3 万余家。2015 年深圳的社会研发投入占全市 GDP 的比重为 4.05%，世界范围内只有以色列和韩国超过这个数。技术自给率超过 85%，PCT 国际专利申请量占全国 46.9%（连续 12 年排名全国第一），高新技术产业增加值增长 13%，科技进步贡献率提升至 60%。每万人的有效发明专利拥有量是 66.2 件，是全国平均水平的 16 倍。重要的是，这里诞生了一批世界级的创新型企业：华为、腾讯、华大基因等。

“中国城市竞争力研究会”每年都会发布“中国城市竞争力排行榜”，根据最新的排名，2015 年中国城市综合竞争力排行榜中，深圳位列第三，比 2014 年前进一位。

表 10、中国城市综合竞争力排行榜

城市	2015	2014
上海	1	1
香港	2	2
深圳	3	4
北京	4	3
广州	5	5
天津	6	6
苏州	7	7
重庆	8	9
杭州	9	8
武汉	10	11

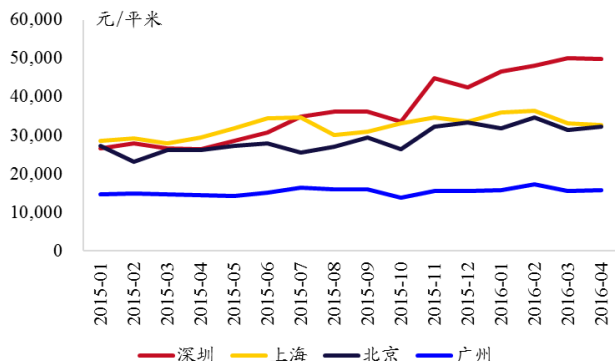
数据来源：中国城市竞争力研究会，兴业证券研究所

3.2、深圳房地产市场

自 2015 年“330”新政以后，深圳房地产市场异常火爆。房价领涨全国，截止 2016

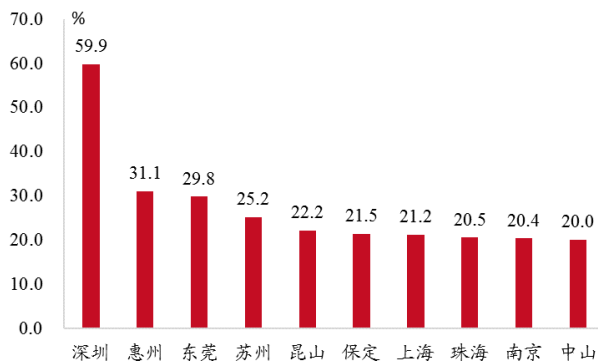
年 4 月，深圳商品房销售均价达到 49672 元每平方米，已经领跑 4 大一线城市。而百城房价指数同比增长为 59.9%，位居涨幅榜首位。

图 25、四大一线城市商品住宅销售均价



资料来源：Wind，兴业证券研究所

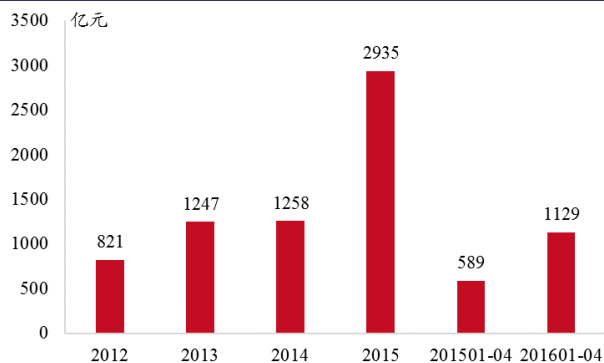
图 26、百城房价指数同比涨幅



资料来源：Wind，兴业证券研究所

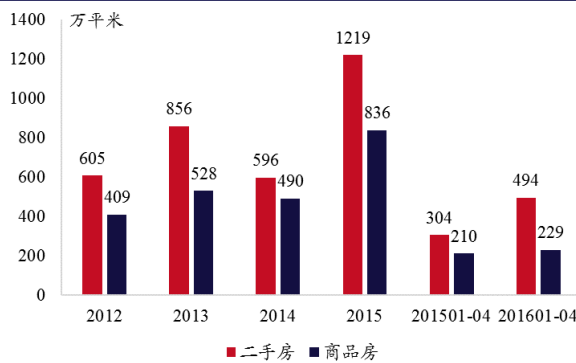
2015 年，深圳市商品销售面积达到 836 万平米，销售金额达到 2935 亿元，是 2014 年的 2.3 倍。2016 年前四个月，商品房销售面积为 229 万平米，销售金额已经达到 1129 亿元。同时，深圳房地产市场进入存量房市场，二手房的交易面积高于商品房销售面积，2015 年，二手房销售面积为 1219 万平米，比商品房销售面积多出 382 万平米。

图 27、深圳市历年商品房销售金额



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 28、二手房和商品房销售面积



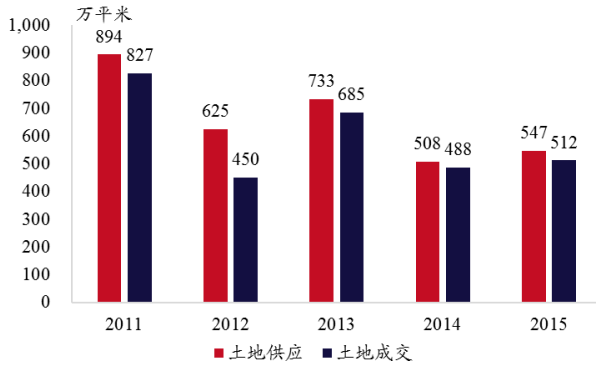
资料来源：Wind，兴业证券研究所

深圳属于一线城市，各项房地产政策均比其他城市要严格，由于房价上涨过快，深圳于 2016 年 3 月 25 日发布新的限购政策，非深户在深圳购房，社保缴满年限由原来的 1 年提升至 3 年，深圳市户籍居民家庭限购 2 套住房，非深户限购 1 套住房，首套房首付比例为 30%，若首套房还清房贷，购买第二套房时，首付比例为 40%。

在交易环节，深圳购买首套房，面积为 90 平米以下的，契税税率为 1%，90 平米以上的，契税税率为 1.5%；若购买第二套住房，契税税率均为 3%。营业税方面，

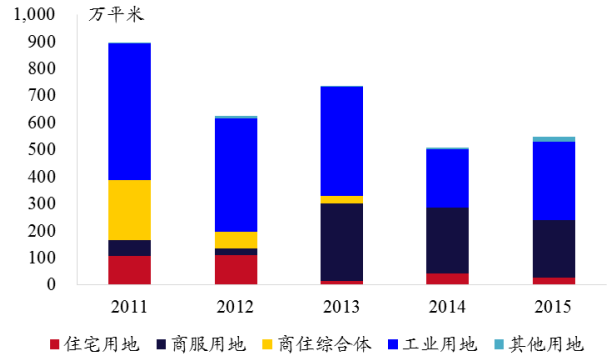
个人将购买不足2年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买2年以上（含2年）的非普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免征营业税。

图 29、深圳土地供应和成交情况



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 30、不同类型土地供应情况

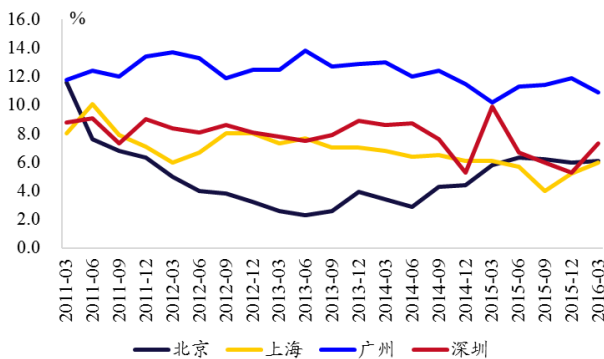


资料来源：Wind，兴业证券研究所

从土地供应来看，由于受到城市整体布局影响，深圳的土地供应受到限制，2012-2015年分别供应的土地规划建筑面积分别为625、733、508和547万平方米，分别成交450、685、488和512万平方米。从出让土地的类型来看，工业用地占比过大，造成住宅类产品供应不应求。整体来看，深圳的住宅市场供需比较平衡，短期房价涨幅过快，政府也出台了相应的限制政策来稳定房价。受益于人口的持续流入以及经济的发展，深圳的房地产市场将保持稳健的发展。

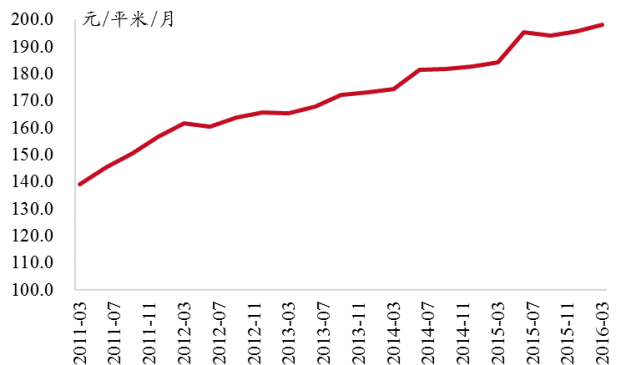
深圳的商业氛围浓厚，各类公司和金融机构对办公楼的需求量大。深圳的优质办公楼的空置率保持在较低水平，2016年1季度的空置率为7.3%。租金逐年上升，截止2016年1季度，深圳优质办公楼平均租金为198.2元/平米/月，同比增长7.5%，同期，北京上海的平均租金分别为425和297元/平米/月，未来深圳还有很大的上升空间。

图 31、四大一线城市优质办公楼空置率



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 32、深圳优质办公楼租金



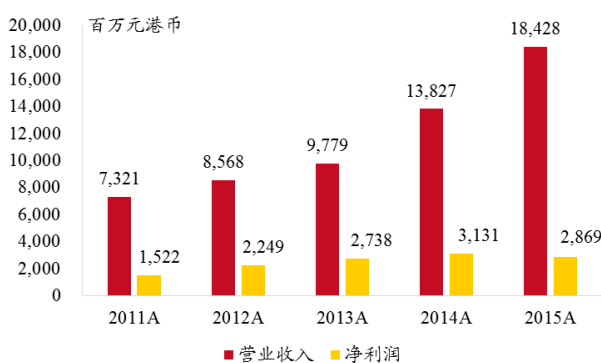
资料来源：Wind，兴业证券研究所

4、主要财务指标及盈利预测

4.1、主要财务指标

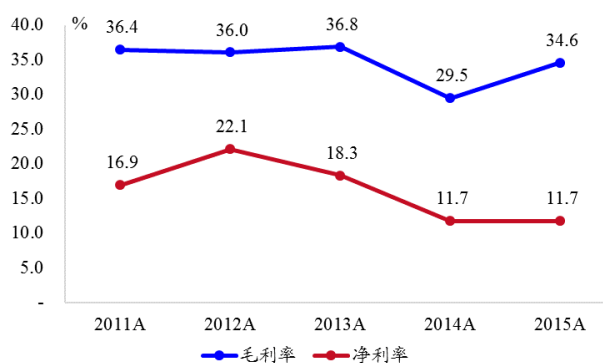
公司上市接近 20 年，主营业务趋于稳定，近 5 年营业收入保持稳定增长，2015 年，公司营业收入为 184.28 亿港元，同比增长 33.3%，2011-2015 年复合增长率 26%；净利润为 28.69 亿港元，同比降低 8.4%，若扣除投资物业公允价值变动以后的核心净利润，2015 年比 2014 年同期增长 32.9%。在公司实行“聚焦深圳”策略以后，深圳土地储备占比提升，整体土地储备质量提升，利润率也逐渐恢复较高水平，2015 年公司的毛利率和净利率分别为 34.6% 和 11.7%，均优于行业平均水平。

图 33、营业收入和净利润



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

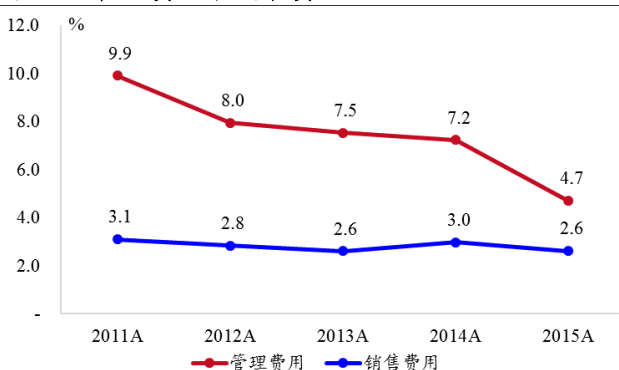
图 34、毛利率和净利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

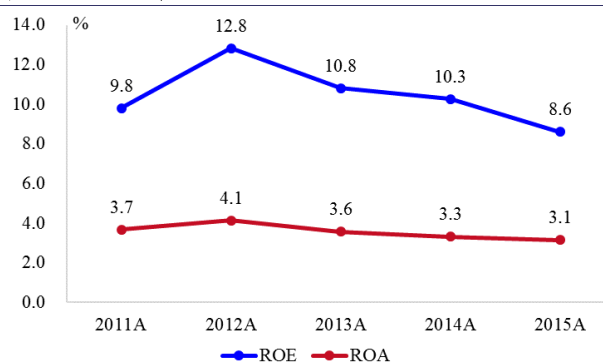
近年来，公司不断提升运营效率，管理费用占营业收入的比重逐年下降，由 2011 年的 9.9% 下降至 2015 年的 4.7%，销售费用保持稳定，在 2-3% 之间。公司的 ROE 和 ROA 保持稳定，2015 年分别为 8.6% 和 3.1%。

图 35、管理费用和销售费用



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 36、ROE 和 ROA

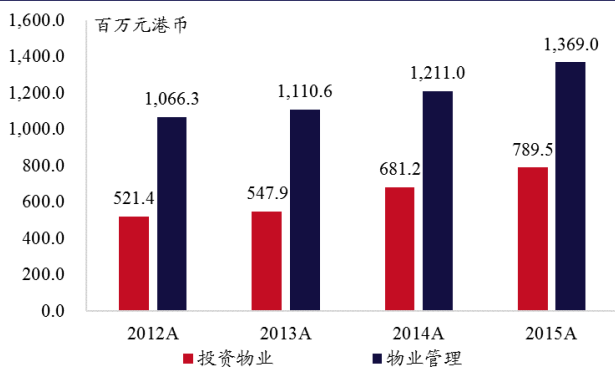


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

物业管理收入和投资物业租金收入等可持续性收入逐年加大，可以有效抵抗房地产开发的周期性变动，投资物业租金收入覆盖利息的比率逐步加大，债务违约风

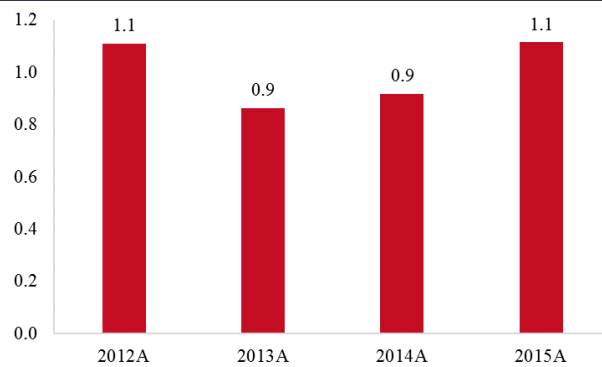
险很低。

图 37、可持续性收入及占比



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

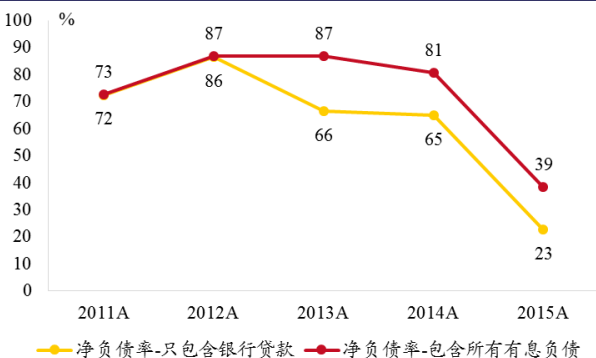
图 38、租金收入覆盖利息比率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

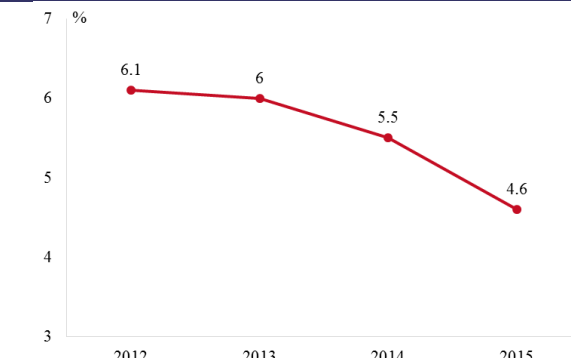
公司维持稳健财务政策，背靠母公司大集团，有借贷优势，从母公司借款的比例占总息负债的比例为 20%。2015 年净负债率为 39%，低于行业平均水平，若只包含银行贷款，公司的净负债率为 23%，财务风险低。受益于公司国企背景，公司融资成本低于行业平均水平，且逐年下降，2015 年公司平均融资成本为 4.6%，处于行业较低水平。

图 39、净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 40、平均融资成本



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

4.2、盈利预测

房地产开发业务：公司 2014-2015 年的合约销售额分别为 74 和 160 亿元人民币，合约销售面积分别为 64 和 95 万平米，预计 2016 年和 2017 年的合约销售额将分别达到 185 亿元和 200 亿元人民币，我们预测公司 2016-2018 房地产业务结转的金额分别为 185、223 和 268 亿元港币，分别同比增长 23%、20%和 20%。

物业管理 2016-2017 年的营业收入分别为 15、17 和 19 亿元港币，按年增长 12%。由于有新的投资物业投入运营，2016-2017 年营业收入分别为 9、10 和 13 亿元港币，分别同比增长 16%、18%和 20%。公司的毛利率将继续维持在 30%以上，主

要由于深圳项目的占比维持在较高水平。

表 11、盈利预测

项目	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万港币)	22,247	26,395	31,464
增速 (%)	20.7	18.6	19.2
毛利(千元)	7,174	8,722	10,686
增速 (%)	12.5	21.6	22.5
净利润(百万港币)	4,231	4,694	5,634
增速 (%)	47.5	10.9	20.0
毛利率 (%)	32.2	33.0	34.0
净利率 (%)	11.2	11.6	11.6

资料来源：兴业证券研究所

5、估值分析

5.1、NAV 估值分析法

由于深圳控股是一家成熟的房地产开发公司，土地储备充足，合约销售稳步增长，我们采取 NAV 的方法估值。

关于 WACC，我们选取美国十年期国债利率 1.87% 作为无风险利率，市场风险溢价为 10%，行业的 Beta 值为 1.2。公司的债务成本为 5%，税率为 25%，公司的长期债务与总资本比率为 60%，由此计算出公司的 WACC 为 7.8%。

表 12、WACC 计算

WACC	
无风险利率	1.87%
市场风险溢价	10.0%
Beta	1.20
股权成本	13.9%
债务成本	5.0%
税率	25%
税后债务成本	3.8%
债务/总资本	60%
权益/总资本	40%
WACC	7.80%

资料来源：Bloomberg，兴业证券研究所

深圳控股的 NAV 计算如下表所示：

表 13、NAV 计算

类型	NAV 细则		每股	占比
	百万人民币	百万港币		
开发物业	51,307	61,080	8.6	79%
持有物业	13,601	16,191	2.3	21%
总资产	64,908	77,271	10.9	100%
减去:				
净负债	27,720	33,000	4.7	
净资产	37,187	44,271	6.3	
总股数 (百万股)	7,074			
NAV	5.26	6.26		
目标价		4.61		
折让		26%		
当前股价		3.18		
上升空间		45%		

根据计算，深圳控股的 NAV 为 6.26 港元，据此，我们给予深圳控股的目标价为 4.61 港元，相当于 NAV 折让 26%。相当于 2016/2017 的 9.45/7.93 倍 PE，当前股价为 3.19，有 45% 的上升空间，首次评级覆盖给予买入评级。

5.2、行业估值对比

目前在香港上市的房地产公司众多，从估值来看，平均 PE 为 9.2，平均 PB 为 0.7，平均息率为 4.4%。深圳控股属于深圳国资委下属企业，且主要土地储备位于深圳，项目资源优质，因此，应该享有一定估值溢价。

表 14、行业估值比较

代码	公司	股价	市值	EPS		PE		PB	息率 (%)	ROE (%)
				2015A	2016E	2015A	2016E	2015A		
604.HK	深圳控股	3.19	230.4	0.41	0.52	8.9	6.0	0.7	5.1	9.0
337.HK	绿地香港	2.62	73.2	0.08	0.43	31.6	5.1	0.9	0.0	3.5
688.HK	中国海外	22.35	2203.8	3.61	3.80	7.5	5.9	1.2	2.7	20.5
1109.HK	华润置地	17.88	1239.3	2.59	2.78	8.7	6.4	1.1	3.2	15.9
81.HK	中海宏洋	2.40	54.8	0.37	0.50	8.8	4.8	0.5	0.0	7.3
1030.HK	新城控股	1.07	60.5	0.18	0.21	6.2	4.4	0.6	5.6	13.0
1813.HK	合景泰富	4.66	139.6	1.15	1.19	4.2	3.3	0.5	7.4	16.0
884.HK	旭辉控股	1.72	114.7	0.32	0.47	4.5	3.1	0.8	8.1	18.1
1918.HK	融创中国	4.78	162.5	0.97	1.10	5.2	3.7	0.7	4.8	18.7
1628.HK	禹州地产	2.13	81.3	0.45	0.51	3.9	3.5	0.7	8.5	18.6
817.HK	中国金茂	1.97	210.2	0.38	0.42	6.9	4.7	0.6	4.1	9.8
2007.HK	碧桂园	3.06	684.9	0.43	0.53	6.3	4.9	0.9	5.0	13.3
813.HK	世茂房地产	10.50	364.6	1.77	1.90	6.5	4.6	0.6	6.7	12.6
1777.HK	花样年控股	1.02	58.8	0.21	0.30	3.7	2.9	0.5	4.9	12.0

3900.HK	绿城中国	5.40	116.8	0.38	0.40	17.1	11.3	0.4	0.0	3.0
960.HK	龙湖地产	10.10	589.4	1.54	1.55	6.3	5.5	0.9	4.2	17.5
123.HK	越秀地产	1.07	132.7	0.08	0.12	13.7	7.5	0.4	4.5	3.4
3377.HK	远洋地产	3.25	244.2	0.28	0.40	14.6	6.8	0.4	3.8	5.3
	平均					9.2	5.2	0.7	4.3	12.3

资料来源: Bloomberg, 兴业证券研究所

股价催化剂: 1) 深圳房地产市场持续火爆; 2) 获得母公司深圳项目注入或者获取其他深圳旧改项目; 3) 深港通开通, 公司优质的资产、稳定派息以及相对较低估值吸引内地投资者。

6、风险提示

公司的发展主要面临以下风险: 1) 公司所在的房地产行业与中国宏观经济紧密相连, 受到国家货币、财政以及行业政策的影响比较大, 如果国家的行业政策偏紧将不利于公司项目的去化和回款; 2) 公司 30% 项目位于深圳, 如果深圳出台更严格的地产限制政策, 将会影响公司的去化和回款; 3) 深圳旧改项目进展具有很大不确定性。

附表

资产负债表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
单位:百万元				
流动资产	55,498	60,760	67,257	74,171
货币资金	9,708	12,207	14,642	16,255
受限制性现金	4,111	4,111	4,111	4,111
应收账款	528	610	795	862
其他流动资产	1,709	1,709	1,709	1,709
存货	39,442	42,123	45,999	51,234
非流动资产	35,587	35,780	35,963	36,137
物业、厂房及设备	4,144	4,337	4,520	4,694
商誉	323	323	323	323
投资物业	20,908	20,908	20,908	20,908
联营、合营公司投资	6,875	6,875	6,875	6,875
其他非流动资产	1,950	1,950	1,950	1,950
递延税项资产	1,387	1,387	1,387	1,387
资产总计	91,085	96,540	103,220	110,308
流动负债	30,677	32,694	34,963	37,179
短期借款	9,248	10,998	12,998	14,998
应付账款	14,934	15,201	15,470	15,686
应付税项	6,495	6,495	6,495	6,495
非流动负债	24,839	26,589	28,589	30,589
长期借款	17,416	19,166	21,166	23,166
递延收入	32	32	32	32
递延所得税负债	7,391	7,391	7,391	7,391
负债合计	55,516	59,283	63,552	67,768
股本	17,478	17,478	17,478	17,478
储备	15,847	17,535	19,946	22,818
少数股东权益	2,243	2,243	2,243	2,243
股东权益合计	35,569	37,256	39,667	42,540
负债及权益合计	91,085	96,540	103,220	110,308

现金流量表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
税前利润	6511	7361	8717	10435
折旧和摊销	156	207	217	226
公允价值变动损失	-1514	-1514	-1514	-1514
财务费用	364	295	379	469
所得税开支	-2168	-2331	-2761	-3305
营运资金的变动	2137	-2495	-3793	-5086
经营活动产生现金流量	3756	275	-87	-197
投资活动产生现金流量	3007	-419	-419	-419
融资活动产生现金流量	-5209	2865	3162	2449
现金净变动	1554	2721	2656	1834
现金的期初余额	8375	9708	12207	14642
现金的期末余额	9,708	12,207	14,642	16,255

利润表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
单位:百万元				
营业收入	18,428	22,247	26,395	31,464
营业成本	-12,054	-15,073	-17,673	-20,778
其它收益	615	890	1,056	1,259
销售费用	-483	-578	-660	-787
管理费用	-867	-1,001	-1,135	-1,290
其他费用	-543	-667	-792	-944
营业利润	5,096	5,817	7,191	8,924
财务费用	-708	-639	-724	-814
公允价值变动	1,514	1,514	1,514	1,514
联营收益	608	669	735	809
税前盈利	6,511	7,361	8,717	10,435
所得税	-3423	-3680	-4358	-5217
税后盈利	3,087	3,680	4,358	5,217
少数股东损益	-218	-236	-255	-275
归属母公司净利润	2,869	3,444	4,104	4,942
EPS(元)	0.41	0.49	0.58	0.70

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性(%)				
营业收入增长率	33.3	20.7	18.6	19.2
营业利润增长率	18.8	14.1	23.6	24.1
净利润增长率	-8.4	20.1	19.1	20.4
盈利能力(%)				
毛利率	34.6	32.2	33.0	34.0
净利率	15.6	15.5	15.5	15.7
ROE	8.6	9.8	11.0	12.3

偿债能力(%)

资产负债率	39	40	41	44
流动比率	1.8	1.9	1.9	2.0

营运能力(次)

资产周转率	20.2	23.0	25.6	28.5
-------	------	------	------	------

每股资料(元)

每股收益	0.41	0.49	0.58	0.70
每股净资产	4.71	4.95	5.29	5.70

估值比率(倍)

PE	7.8	6.5	5.5	4.6
PB	0.67	0.64	0.60	0.56

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元盛	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“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。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

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。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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、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本公司违反当地的法律或法规或可致使本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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。