

四季度展望：从终局思维选择地产股

华泰研究

2021 年 9 月 27 日 | 中国内地

动态点评

房地产开发

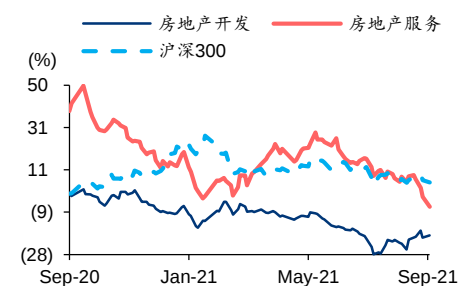
增持 (维持)

房地产服务

增持 (维持)

研究员	陈慎
SAC No. S0570519010002	chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834	+86-21-38476038
研究员	刘璐
SAC No. S0570519070001	liulu015507@htsc.com
SFC No. BRD825	+86-21-28972218
研究员	林正衡
SAC No. S0570520090003	linzhengheng@htsc.com
SFC No. BRC046	+86-21-28972087

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
万科 A	000002 CH	29.55	买入
金地集团	600383 CH	15.31	买入
金科股份	000656 CH	6.08	买入
中交地产	000736 CH	7.01	买入
华发股份	600325 CH	7.90	买入
旭辉永升服务	1995 HK	23.00	买入
中海物业	2669 HK	10.20	买入
碧桂园服务	6098 HK	83.70	买入
新大正	002968 CH	51.03	买入
招商积余	001914 CH	18.85	买入
华联控股	000036 CH	5.37	增持
鲁商发展	600223 CH	17.48	买入

资料来源：华泰研究预测

四季度可能是今年地产股最好的投资时点

我们认为 Q4 可能是今年地产股最好的投资时点，核心在于压制地产股的两座大山：利润率和政策，都有望出现边际变化。我们建议从终局思维选择头部房企，享受估值修复空间，同时可以关注彻底转型的部分房企。重点推荐：1) 财务报表健康，未来有望受益于融资优势，并且在多元化领域拥有前瞻布局的龙头房企：万科 A、金地集团等；2) 目前杠杆较高但未来有望改善，且土地储备或者周转能力拥有优势的房企：金科股份、中交地产、华发股份；3) 更具备中长期配置价值的优质物业管理公司：旭辉永升服务、中海物业、碧桂园服务、新大正、招商积余等；4) 转型房企：华联控股、鲁商发展等。

利润率：土地每一次流拍都是房企对利润空间的一次争取

在第一轮不尽人意的土拍后，第二轮土地出让的热度快速回落。据我们跟踪，截至 9 月 23 日已完成第二轮土地出让的 11 城尽管供应力度加强，但成交量价双降，竞拍热度大幅调整。相较第一轮出让，11 城供应建面+45%，而成交建面和成交金额-9%和-5%，平均楼面价-34%，溢价率-11pct 至 5%，流拍+取消率提升 23pct 至 26%，杭州等热点城市第二轮竞品质地块以全部流拍提前结束。我们认为房企拿地利润率持续向下的趋势有望见底，而财务有余粮的企业则有望从中受益。

政策面：景气每一次回落都是行业对政策空间的一次争取

此轮监管层对于房地产行业的调控力度前所未有。据我们跟踪，重点城市前三季度（截至 9 月 26 日）分别出台 55、39、37 次收紧类调控政策，数量持续减少但力度依然较严。而下半年地产行业快速回落。66 城新房和 20 城二手房销售面积经历 7、8 月同比下行后，9 月（截至 23 日）再次同比下滑 24%、45%；重点城市去化率也持续回落。市场对政策定力和矛盾的讨论一直存在，我们认为地产供给侧改革核心是房企去杠杆，需求不畅与去杠杆相悖，导致近期部分企业出现现金流危机。展望 Q4，我们不认为政策会出现重大逆转，但适度缓和是必要的，如按揭额度的适度保障、因城施策的托底。

不用过度放大企业危机，反而每一次危机都是对保持健康财务企业的肯定

随着去化效率的持续下降，我们认为高杠杆企业的风险暴露仍在过程当中。而且此轮环境与 2008、2011 年等时期不同，由于土地盈利能力下降以及销售政策更加严苛，一旦企业销售不畅，很难通过在企业间处理土地库存来改善现金流。加上当前地产债券融资市场低迷，去化难度提升后企业风险暴露会更快。但由于我国较早对房地产行业包括企业杠杆以及贷款集中度进行管理，我们认为房企的危机大多是可控的，“雷曼”式危机的猜想并没有必要。我们更应该关注一直以来保持财务健康、控制扩张冲动的房企，大浪淘沙之下，这些企业发展的持续性和确定性值得估值溢价。

从终局思维选择地产股

截至 9 月 24 日申万房地产板块 PE、PB 估值均处于 2010 年以来的 2.1% 分位。尽管地产板块处于非常低的估值水平，我们并不认为此轮地产股的行情将是一荣俱荣，仍有很多公司正在面临挑战，只有部分房企能够从容走向未来。因此我们依然建议从终局思维选择头部房企，享受估值修复空间，同时可以关注彻底转型的部分房企。

风险提示：疫情不确定性；行业政策不确定性；基本面下行；经营风险。

图表1：重点公司一览表

公司名称	公司代码	评级	09月24日	目标价	EPS (元/港元)				P/E (倍)			
			收盘价 (交易货币)		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
000002 CH	万科A	买入	20.32	29.55	3.57	3.32	3.56	3.90	5.69	6.12	5.71	5.21
600383 CH	金地集团	买入	11.10	15.31	2.30	2.47	2.73	3.08	4.83	4.49	4.07	3.60
000656 CH	金科股份	买入	4.75	6.08	1.32	1.52	1.82	2.15	3.60	3.13	2.61	2.21
000736 CH	中交地产	买入	5.95	7.01	0.50	0.73	0.90	1.10	11.90	8.15	6.61	5.41
600325 CH	华发股份	买入	5.97	7.90	1.37	1.58	1.87	2.20	4.36	3.78	3.19	2.71
1995 HK	旭辉永升服务	买入	14.20	23.00	0.25	0.41	0.62	0.88	50.41	31.03	20.50	14.62
2669 HK	中海物业	买入	6.22	10.20	0.21	0.29	0.38	0.51	29.15	21.67	16.15	12.24
6098 HK	碧桂园服务	买入	53.65	83.70	0.95	1.41	1.94	2.76	53.31	32.92	22.88	16.06
002968 CH	新大正	买入	34.39	51.03	0.81	1.10	1.57	2.15	42.66	31.15	21.90	16.03
001914 CH	招商积余	买入	14.95	18.85	0.41	0.52	0.65	0.80	36.43	28.93	22.97	18.65
000036 CH	华联控股	增持	4.60	5.37	0.37	0.35	0.29	0.29	12.38	13.28	15.68	16.09
600223 CH	鲁商发展	买入	13.95	17.48	0.63	0.84	1.13	1.41	22.04	16.54	12.33	9.86

注：中海物业 EPS 单位为港元，其余公司 EPS 单位为人民币元。

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

重点推荐标的

万科 A (000002 CH, 买入, 目标价 29.55 元)

公司 8 月 29 日发布中报, 2021H 实现营收 1671.1 亿元, 同比+14.2%; 归母净利 110.5 亿元, 同比-11.7%; 摊薄 EPS0.95 元。期内公司竣工面积同比+14.0%, 全年计划完成率 34.2%, 同比+1.8pct, 带动结算面积、结算收入同比分别+6.2%、11.9%。但受行业利润率中枢下行影响, 导致税后结算毛利率同比-6.0pct 至 18.0%, 但较一季度回升 1.9pct。我们认为利润率低点已过, 全年有望维持上半年毛利率水平。截止期末, 已售未结金额约 7819.1 亿元, 较 20 年末+12.0pct。因毛利率降幅超我们预期, 我们预计 2021-2023 年 EPS3.32、3.56 和 3.90 元, 参考可比公司 2021 年 7.13 倍平均 PE 估值 (Wind 一致预期), 融资优势、多元化价值重估空间强化其龙头地位, 我们予以公司 2021 年 8.9 倍 PE, 目标价 29.55 元, 维持“买入”评级。(最新报告日期: 2021 年 8 月 30 日)

风险提示: 行业销售下滑; 公司拿地节奏低预期导致可售货量不足的风险。

金地集团 (600383 CH, 买入, 目标价 15.31 元)

8 月 30 日公司发布中报, 期内公司实现营收 342.7 亿元, 同比+72.5%; 实现归母净利润 18.3 亿元, 同比-38.8%; 摊薄 EPS0.40 元。期内公司竣工面积同比+63%, 推动结算面积、结算收入同比分别+50%、+73.7%。低毛利项目集中结算叠加行业利润率中枢下移影响, 结算毛利率同比-25.4pct 至 14.3%。但公司在年报中披露, 下半年毛利率水平较上半年有所提升, 同时公司上调全年竣工计划 6.5%至 1450 万方, 上半年竣工只完成了全年计划的 24%, 下半年待结转货值充裕, 公司预计全年结算收益将实现正增长。多元化层面, 物管业务进一步扩张, 期内营收同比+36.8%。我们维持公司 2021-2023 年 EPS 为 2.47、2.73、3.08 元的盈利预测, 可比公司 2021 年 Wind 一致预期 PE 为 4.72 倍, 高销售增速和股息率、充沛货值、稳健的财务结构将进一步凸显配置价值, 给予公司 21 年 6.2 倍 PE; 目标价 15.31 元; 维持“买入”评级。(最新报告日期: 2021 年 8 月 31 日)

风险提示: 行业销售下滑; 公司拿地节奏低预期导致可售货量不足的风险。

金科股份 (000656 CH, 买入, 目标价 6.08 元)

8 月 27 日公司披露 2021 半年报: 21H1 实现营收 439.7 亿, 同比+45.1%; 实现归母净利 37.1 亿, 同比+2.5%。21H1 公司地产结算继续放量, 营收同比+45.1%至 439.7 亿, 归母净利增速低于营收源于: 1、结算毛利率同比-5.8pct 至 20.1%; 2、表内低权益比项目集中结算, 少数股东损益同比+80.5%至 11.6 亿, 占净利润比重同比+8.8pct 至 23.9%。21H1 期末合同负债较 2020 年末+6.1%至 1428 亿, 为 2020 全年营收的 1.63 倍。公司新五年发展规划提出力争 2025 年总销售规模 4500 亿, 年复合增速 15%以上, 向“四位一体、生态协同”的高质量发展稳步迈进。我们维持公司 2021-2023 年 EPS 预测 1.52、1.82、2.15 元, 参考可比公司 2021 年 3.3 倍 PE 估值 (Wind 一致预期), 考虑到公司未来 5 年稳健增长预期和多元化战略推进, 给予公司 2021 年 4 倍 PE 估值, 目标价 6.08 元, 维持“买入”评级。(最新报告日期: 2021 年 8 月 29 日)

风险提示: 行业景气度下滑; 西南市场影响; 多元化业务对资金链构成压力。

华发股份（600325 CH，买入，目标价 7.90 元）

公司 8 月 19 日发布半年报，21H1 实现营收 207.7 亿元，同比-9%；归母净利润 16.9 亿元，同比+15%；扣非归母净利润 14.1 亿元，同比-2%。21H1 公司竣工面积同比+19%，随着结转起量，营收降幅较 21Q1 收窄。归母净利润由 21Q1 同比下滑恢复正增长，主要因为：1、结转结构变化以及精细化管理的深入推进，共同推动毛利率同比+5.0pct 至 30.6%；2、处置景龙建设、建泰建设、华宜生态股权及部分基金资产产生投资收益 3.3 亿元，去年同期为 0.3 亿元；3、少数股东损益占比同比-2.8pct 至 28.7%。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 1.58、1.87、2.20 元。可比公司 2021 年平均 PE 为 4.6 倍（Wind 一致预期），考虑到公司销售快速增长、财务持续改善、横琴潜在政策利好，我们认为公司 2021 年合理 PE 为 5.0 倍，目标价 7.90 元，维持“买入”评级。（最新报告日期：2021 年 8 月 19 日）

风险提示：疫情、资金链、区域市场、房地产市场下行风险。

中交地产（000736 CH，买入，目标价 7.01 元）

8 月 25 日公司披露 2021 半年报，21H1 公司实现营收 49.5 亿，同比-17.5%；实现归母净利润 1.6 亿，同比+29.5%。21H1 盈利主要源于处置部分子公司股权贡献投资收益 6.4 亿。21H1 地产结算波动导致营收同比-17.5%，毛利率同比-5.5pct 至 20.5%。此外销售、拿地快速扩张持续推升期间费用，21H1 三费占比同比+8.5pct 至 18.0%。公司归母净利润增长源于：1、表内合作开发项目结算放缓，少数股东损益同比-61.2%至 1.1 亿；2、报告期处置部分子公司股权，出表后公允价值重估收益 6.4 亿，带动投资净收益提升至 6.8 亿（去年同期为-0.5 亿）。受益于销售回款的持续高增长，报告期末公司合同负债较 2020 年末大幅+62.9%至 356.5 亿，为 2020 全年营收的 2.9 倍。考虑到行业总体利润率下行，我们下调公司毛利率，上调投资收益，预测公司 2021-2023 年 EPS 0.73、0.90、1.10 元。参考可比公司 2021 年 PE 均值 6.4 倍（Wind 一致预期），考虑到公司拿地销售高增长在业绩层面的中长期兑现以及未来集团资源的协同支持，维持 50%估值溢价，给予公司 2021 年 9.6 倍 PE 估值，目标价 7.01 元，维持“买入”评级。（最新报告日期：2021 年 8 月 26 日）

风险提示：行业政策风险，行业下行风险，经营风险。

旭辉永升服务（1995 HK，买入，23.00 港元）

旭辉永升服务公布了稳健的 1H21 业绩。1）1H21 公司净利润同比增长 65%至人民币 2.83 亿元，基于 1H21 社区增值服务收入同比快速增长 100%，管理费率占比收入同比下降 2 个百分点至 10%；2）毛利率维持在 30%，同比小幅下降 0.7 个百分点，由于社保补贴减少及空间较大的新业务尚处于开展阶段。我们认为公司在稳健管理团队助力下，有望实现盈利快速增长（我们预计 2021-2023 年 CAGR：47%）。我们预计公司将逐步提升第三方项目（尤其是在长三角地区）市场认可度，且社区增值服务具备显著的盈利增长潜力，因此我们持续看好公司并给予 32.0x 2022 年目标 PE（2022 年可比公司估值平均：20.3x，盈利数据来自我们预测），维持对公司 21-23 年的 EPS 预测(0.41/0.62/0.88 元)，考虑到公司具有吸引力的估值，维持“买入”。（最新报告日期：2021 年 9 月 8 日）

风险提示：第三方项目收入增长慢于我们的预期；利润率趋势较预期差（尤其是由于社区增值服务需要进行前期投资）；相对小的市值限制了潜在投资者投资该股票的机会。

中海物业 (2669 HK, 买入, 10.20 港元)

中海物业 8 月 17 日公布 1H21 业绩, 公司规模进一步扩张, 盈利快速增长。1) 报告净利润/核心净利润同比大幅增长 40/40%。2) 在管建筑面积从 2020 年底的 1.87 亿平方米进一步扩大至 1H21 末的 2.33 亿平方米, 增长 24%; 我们认为 1H21 期间中海物业在第三方项目扩张方面取得实质性进展, 彰显了管理层坚定的增长决心。我们维持公司 21-23 年 EPS 预测不变, 分别为 0.29/0.38/0.51 港币。考虑到公司进取决心和第三方市拓、社区增值服务等方面的积极进展, 我们给予公司 26.8x 2022 年目标 PE (2022 年可比公司估值平均: 18.9x, 盈利数据来自我们预测), 维持目标价 10.20 港币不变, 重申“买入”评级。(最新报告日期: 2021 年 8 月 18 日)

风险提示: 利润率不及预期; 公司增值服务业务增速不及预期; 公司中标的第三方和公共服务项目数量增长不及预期。

碧桂园服务 (6098 HK, 买入, 83.70 港元)

碧桂园服务于 8 月 25 日发布稳健的中期业绩。剔除金融资产和汇兑损益, 1H21 核心净利润同比增长 44%至人民币 18 亿元, 收入同比高增 84%, 毛利率表现平平, 下降 4 个百分点至 33%。社区增值服务收入 1H21 同比强劲增长 132%。截至 1H21 末, 在管/合同面积为 6.44 亿/12.05 亿平方米 (包括 6 月 30 日后并表的主要收购公司)。公司还推出商业运营服务, 进一步扩大业务范围。我们将 2021/2022 年盈利预测上调 11/13%, 并引入 2023 年盈利预测。我们 21-23 年新 EPS 预测分别为 1.41/1.94/2.76 元, 得出新目标价 83.70 港币。我们看好公司在物业管理行业领军地位及其可持续的高速盈利增长, 我们给予公司 37.9x 2022 年目标 PE (2022 年可比公司估值平均: 14.4x, 盈利数据来自我们预测)。重申“买入”。(最新报告日期: 2021 年 9 月 6 日)

风险提示: 第三方项目获得率低于预期; 毛利率降幅超出预期; 地产销售增长放缓早于我们预期, 导致母公司项目竣工推迟。

新大正 (002968 CH, 买入, 51.03 元)

公司 7 月 21 日发布半年报, 21H1 营收 8.96 亿元, 同比增长 58%; 归母净利润 0.74 亿元, 同比增长 38%, 均位于业绩预告区间。如 7 月 8 日业绩预告所述, 21H1 公司营收快速增长, 主要由于全国化市拓亮眼表现、2020 年翘尾收入、并购及合资合作项目、增值服务带来的贡献。归母净利润增速不及营收, 主要由于新进项目前期毛利率偏低、人才引进和组织优化、疫情期间优惠政策、股权激励的影响。考虑到项目拓展的影响, 我们略微调低 21 年毛利率, 维持 22-23 年预测不变, 调整 21-23 年 EPS 至 1.10、1.57、2.15 元。可比公司 22 年平均 PE 为 21.9 倍 (Wind 一致预期), 考虑到公司组织和机制升级正持续兑现为高速成长的市拓和业绩, 我们认为公司 22 年合理 PE 为 32.5 倍, 目标价 51.03 元, 维持“买入”评级。(最新报告日期: 2021 年 7 月 22 日)

风险提示: 疫情发展不确定性; 规模拓展不及预期; 盈利能力下行风险。

招商积余 (001914 CH, 买入, 18.85 元)

公司 8 月 16 日披露半年报, 21H1 实现营收 47.8 亿元, 同比+24%; 归母净利润 2.5 亿元, 同比+39%; 扣非归母净利润 2.2 亿元, 同比+33%。公司物管业务毛利率受疫情补贴扰动, 新签合同额平稳增长; 总部实现三级管控架构, 城市公司整合基本告一段落。我们预计公司 21-23 年 EPS 至 0.52、0.65、0.80 元, 可比公司 22PE 平均为 21 倍 (Wind 一致预期), 考虑到其在非住宅物管领域具有较强的竞争壁垒, 我们认为公司合理 22PE 估值水平为 29 倍, 目标价 18.85 元, 维持“买入”评级。(最新报告日期: 2021 年 8 月 17 日)

风险提示: 疫情、整合、人工成本上涨、剩余房地产项目处置风险。

华联控股（000036 CH，增持，5.37 元）

公司 9 月 22 日公告，恒裕集团拟受让华侨城集团持有的华联集团 12.08% 股权，完成后恒裕系将成为华联集团以及华联控股的实控人，进一步打开公司转型空间。我们维持 2021-2023 年 EPS 为 0.35、0.29、0.29 元的盈利预测。可比公司 2021 年平均 PE（Wind 一致预期）为 10.9 倍，考虑到恒裕系入股再次取得积极进展，我们上调估值溢价，认为公司 2021 年合理 PE 为 15.5 倍，目标价 5.37 元，维持“增持”评级。（最新报告日期：2021 年 9 月 23 日）

风险提示：股权转让存在不确定性，存量项目去化风险，转型风险，旧改项目不确定性。

鲁商发展（600223 CH，买入，17.48 元）

全资子公司福瑞达生物拟通过山东产权交易中心公开挂牌增资扩股引入战略投资者，新增股本占增资后股本不高于 17.58%，其中战投认购不高于 16.9%，员工认购不高于 0.68%。公司化妆品业务 4+N 战略成型，两大头部品牌颐莲、瑗尔博士强技术底蕴，功效护肤时代占据研发高地，分别在玻尿酸+微生态护肤领域积累强品牌认知及高复购，伊帕尔汗/善颜等品牌亦有差异化定位，若引入战投后获得更多产业链资源支持，有望发挥更好潜能。

我们预计公司 21-23 年 EPS 为 0.84/1.13/1.41 元。采用分部估值法：据我们测算，截至 20 年末公司房地产业务净权益增加值为 37.04 亿元，房地产业务归母净资产为 31.60 亿元，则 NAV 为 68.64 亿元。考虑到主流房企市值相对 NAV 通常有 30%-80% 折价，我们以 40% 计算，房地产业务合理价值 41.19 亿元。我们预计至 2021 年化妆品业务贡献归母净利润 1.96 亿元，可比公司 Wind 一致预期均值 PE48.59 倍，给予公司 21 年 48.59 倍 PE，估值 95.01 亿元；预计药品业务贡献归母利润 1.01 亿元，可比公司 Wind 一致预期均值 PE37.20 倍，考虑公司为地产、医药、化妆品等多元业务布局，针对药品业务我们均给予 10% 的估值折价，给予公司 21 年 33.48 倍 PE，估值 33.84 亿元；预计玻尿酸原料业务（即焦点生物）贡献归母利润 1583 万元，可比公司 Wind 一致预期均值 PE83.92 倍，因公司现有产能主要为化妆品级和食品级，附加值相对较低，理应有更高的估值折价，给予 21 年 40.00 倍 PE，估值 6.33 亿元。合计市值 176.38 亿元，目标价 17.48 元，维持“买入”评级。（最新报告日期：2021 年 9 月 24 日）

风险提示：股权转让存在不确定性，存量项目去化风险，转型风险，旧改项目不确定性。

风险提示

疫情发展不确定性：海外疫情蔓延、国内疫情反复、病毒变异的可能等因素使得疫情发展存在不确定性。

行业政策风险：宏观流动性政策的变化，“一城一策”落地的节奏、范围、力度，房地产融资政策收紧的节奏、范围、力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

行业下行风险：若调控政策未出现较大力度放松，行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄以及疫情的冲击，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能（尤其是部分三四线城市），使得行业销售、新开工、投资增速低于我们的预测值。

部分房企经营风险：房地产行业融资端政策难以放松，销售下行可能导致部分中小房企资金链面临更大压力，不排除部分中小房企出现经营困难等问题。

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、林正衡，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 在过去 12 个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：金科股份（000656 CH）、碧桂园服务（6098 HK）更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 金科股份（000656 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 金科股份（000656 CH）、碧桂园服务（6098 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 金科股份（000656 CH）、碧桂园服务（6098 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 万科 A（000002 CH）、金地集团（600383 CH）、华发股份（600325 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司