

2022-08-25

股票 | 香港 | 业绩覆盖 公司报告

评级	买入
当前价 (24/8/2022)	15.00 港元
目标价	25.55 港元
市值	505.38 亿港元
股数 (百万)	3,269.21
52 周价最高	66.10 港元
52 周价最低	13.84 港元

主要财务数据

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入(百万元)	28,843	43,837	60,584	79,508
增长 (%)	84.89%	51.98%	38.20%	31.24%
每股盈利(元)	1.18	1.56	2.17	2.95
增长 (%)	20.57	32.51	39.10	35.87
ROE (%)	14.54	12.64	14.88	16.72
市盈率 (倍)	10.89	8.22	5.91	4.35
市账率 (倍)	2.28	1.83	1.42	1.12

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

碧桂园服务一年股价变化



公司/指数	价格变动
碧桂园服务 (6098 HK)	-75%
恒生物业及管理指数	-64%
恒生指数	-25%

数据来源: Bloomberg

恒大证券研究中心分析员

黄俊泓

Lolo Wong

852 3550 6934

lolo.wong@gisf.hk

碧桂园服务 (6098.HK) 2022 中期业绩覆盖

无惧风浪维持多赛道高增, 惟毛利受压

- 事件: 碧桂园服务在 2022 年 8 月 24 日(星期三)公布 2022 年 6 月 30 日止的中期业绩, 中期业绩如下:
- 公司 1H22 收入为 200.6 亿元人民币, 同比增长 73.5%; 归母净利润为 25.8 亿元人民币, 同比增长 21.9%; 整体毛利率同比下降 6.5 个百分点至 26.9%, 不派中期股息。公司大部分业务板块业绩大致符合我们预期, 但物业管理板块收入好于预期, 导致总收入超出预期, 而毛利率下降幅度亦大于预期, 因此在利润上看公司 1H22 整体业绩大致符合预期。业务板块上看, 公司 1H22 物业管理/社区增值/非业主增值/三供一业/城市服务/商业营运业务收入分别 109.86/21.12/14.24/22.31/26.35/5.89 亿元, 同比增长 112.4%/51.1%/34.6%/40.9%/25.8%/320.5%。
- 1H22 业绩维持高增长, 继续多元发展。尽管房地产波动导致关联公司碧桂园业绩下滑, 公司 1H22 收入为 200.6 亿元人民币, 同比增长 73.5%, 无惧房地产波动继续实现历年保持的超 50% 高增长。物管服务占总收入占比重新超过 50%, 回到 2020 年水平。但是, 社区增值、城市服务等业务仍然保持一定增速, 1H22 社区增值、城市服务、三供一业业务均占总收入超 10% 占比, 看好公司继续在各赛道上多元发展, 减少核心物管业务的依赖。
- 「收并购 + 高质量品牌拓展」推动物业管理业务实现高增长, 外拓能力继续上升。公司 1H22 物业管理业务实现收入 109.9 亿元, 同比上升 112.4%。除「三供一业」业务外, 公司合同管理面积约为 1,608.9 百万平方米, 收费管理面积较 1H21 增加了 414.1 百万平方米至 843.2 百万平方米, 同比增长 96.5%, 另外, 来自第三方的收费面积对公司物业管理服务的收入贡献由 2021 年的 44.8% 增加 13.7 个百分点至 58.5%, 来自第三方面积的收入超一半占比, 显示公司外拓能力的提升, 物业管理服务的收入结构多元发展。
- 疫情背景更显社区增值服务重要性。公司 1H22 社区增值服务收入达 22.07 亿元, 同比录得 51.1% 的高增长。其中表现最佳的是本地生活服务, 1H22 录得 7.4 亿元收入, 同比增长 94.6%, 主要受益于疫情背景之

2022-08-25

下业主的住家生活需求大幅增长。另外，公司打造的全新租售业务品牌「有瓦」以及通过「自营洗衣点+中央工厂」布局超 20 个城市 500 个洗衣网点为业主提供洗衣服务为公司的房地产经纪服务/到家服务带来 65.1%/50.8% 的高增长。最受疫情影响的是社区传媒服务，只有 3.2% 的同比增长。后续继续看好公司的社区增值业务继续高速增长，扩大对公司收入的占比。

- **城市服务与商管赛道双双发力。**公司 1H22 继续发展城市服务赛道，期间收入达 26.35 亿元，同比增长 25.8%，增长原因主要是源於本期项目数量增加所致。此外，公司商管赛道亦继续发力，1H22 收入达 5.9 亿元，同比大增 320.6%，主要源於公司於去年 4 月開始重點佈局發展商業運營業務，期內商業項目數量較去年同期大幅增加所致。后续继续看好公司在城市、商管这两条广阔赛道上布局，多元贡献公司收入。
- **毛利率出现较大跌幅。**公司 1H22 整体毛利率出现较大跌幅，同比下降 6.5 个百分点至 26.9%，主要由於 1) 收併購帶來的無形資產—合同及客戶關係及品牌等的攤銷成本增加；2) 期內公司對管理職能人員進行整合優化，調整至一線業務；3) 受疫情及宏觀經濟波動等影響，業務增速上也相應受到一定的制約，但公司為未來業務發展增加儲備了專業人員；4) 期內公司業務結構發生了變化所致。预计在疫情和环球波动减退之后，毛利率能够在目前较低的位置恢复起来，改善毛利水平。

投资建议：根据中期业绩相应调整了盈利预测，预计 2022/2023/2024 年 EPS 为 1.56/2.17/2.95 元（前预测为 1.77/2.48/3.45 元），当前股价对应 PE 为 8.22/5.91/4.35 倍。另外，鉴于现时房地产信用风险对物业板块的影响较大，公司作为民营企业，估计估值短期内仍会受压，此前基于国企估值而得出的 2022 年目标 PE（25 倍）估计难以在短期达到，但公司作为民企龙头，相比其他民企预计能得到估值溢价。参考可比国企和民企（见表 2），给予 2022 年目标 PE14 倍（此前为 25 倍），下调目标价至 25.55 元（前目标价为 51.91 元），维持“买入”评级。

- **风险因素：**房地产发展不如预期、新业务盈利能力不如预期。

2022-08-25

1H22 业绩维持高增长，继续多元发展

尽管房地产波动导致关联公司碧桂园业绩下滑，公司 1H22 收入为 200.6 亿元人民币，同比增长 73.5%，无惧房地产波动继续实现历年保持的超 50% 高增长；归母净利润为 25.8 亿元人民币，同比增长 21.9%，归母净利润增速放缓主要原因是毛利率下降幅度较大（见下文）。收入结构上，由于 1H22 物业管理服务增幅较大，物管服务占总收入占比重新超过 50%，回到 2020 年水平。但是，社区增值、城市服务等业务仍然保持一定增速，1H22 社区增值、城市服务、三供一业业务均占总收入超 10% 占比，看好公司继续在各赛道上多元发展，减少核心物管业务的依赖。

图 1：公司收入及同比

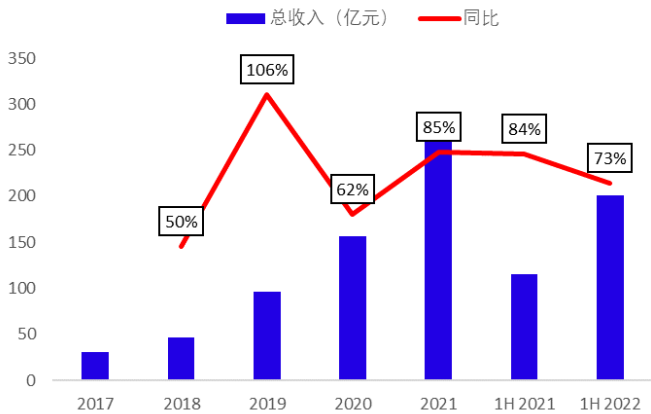
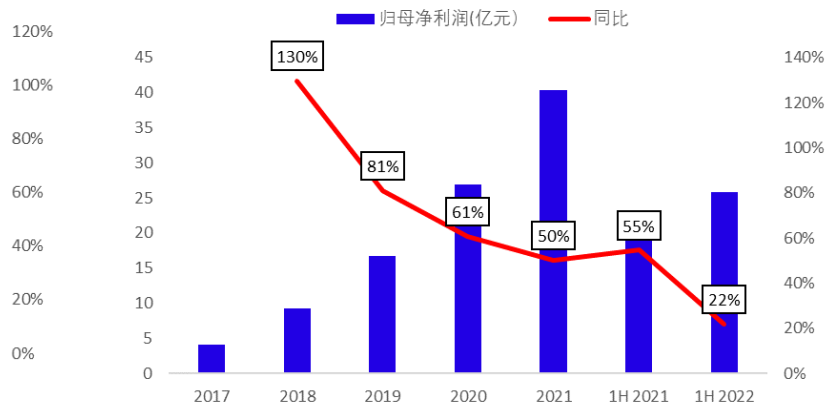


图 2：公司归母净利润及同比



数据来源：公司公告，公司年报，恒大证券研究中心

数据来源：公司公告，公司年报，恒大证券研究中心

图 3：1H22 收入结构

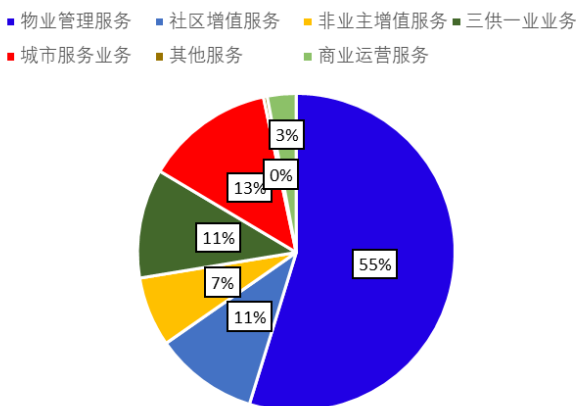
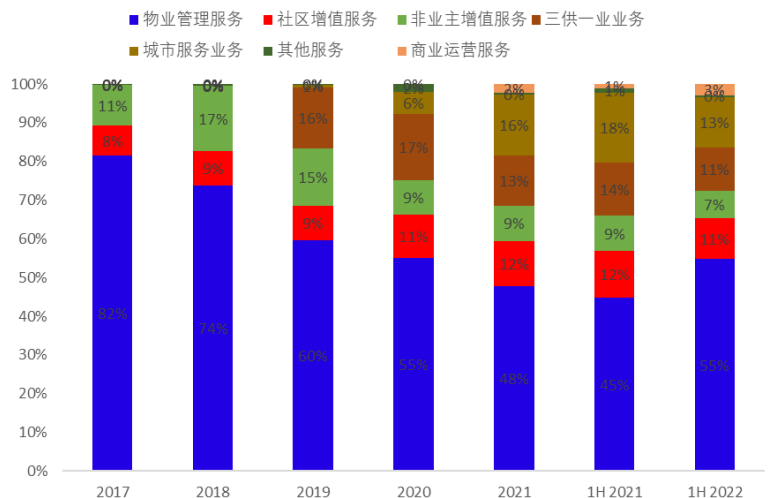


图 4：公司历年收入结构



数据来源：公司公告，公司年报，恒大证券研究中心

数据来源：公司公告，公司年报，恒大证券研究中心

2022-08-25

「收并购 + 高质量品牌拓展」推动物业管理业务实现高增长，外拓能力继续上升

公司 1H22 物业管理业务实现收入 109.9 亿元，同比上升 112.4%。除「三供一业」业务外，公司合同管理面积约为 1,608.9 百万平方米，收费管理面积较 1H21 增加了 414.1 百万平方米至 843.2 百万平方米，同比增长 96.5%，主要因为 1) 公司储备面积于当期转化为收费管理面积；2) 公司 2021 年收购了嘉宝服务、富良环球、邻里乐控股以及期内收购了百悦智佳服务等较大型的物业公司，因此收费管理面积有所增加；3) 公司于市场品牌拓展的竞争力在持续加强，并且加大对存量市场及非住宅市场项目的拓展力度（1H22 通过品牌拓展新获取的合同管理面积达到 44.2 百万平方米，对上半年新增合同管理面积（不包含收并购）的贡献为 72.2%）。另外，来自第三方的收费面积对公司物业管理服务的收入贡献由 2021 年的 44.8% 增加 13.7 个百分点至 58.5%，来自第三方面积的收入超一半占比，显示公司外拓能力的提升，物业管理服务的收入结构多元发展。

图 5: 合同、收费面积及合同在管比率

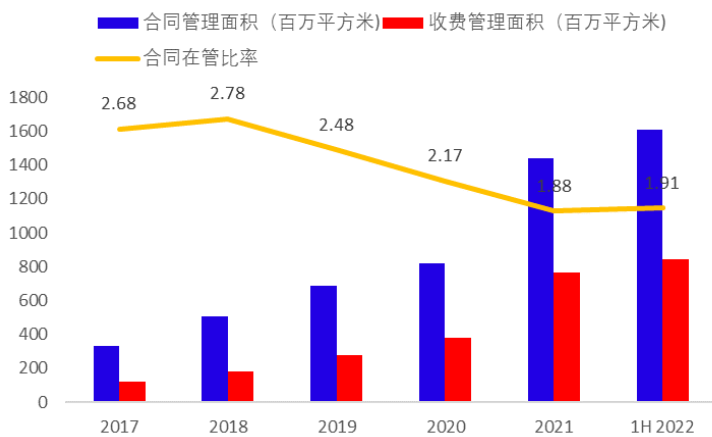
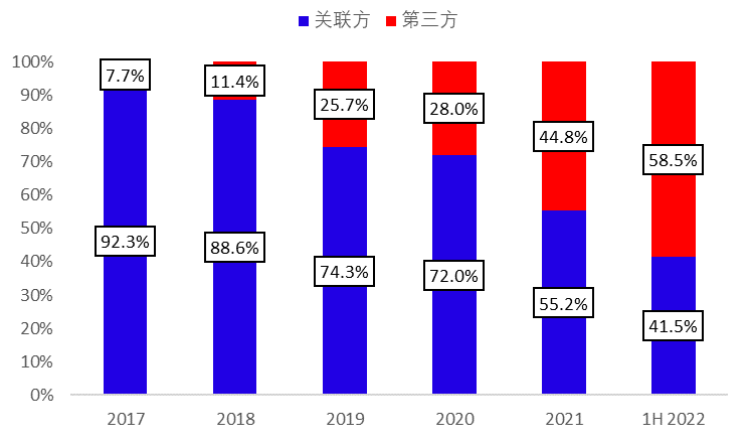


图 6: 物业管理服务收入结构



数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

2022-08-25

疫情背景更显社区增值服务重要性

公司 1H22 社区增值服务收入达 22.07 亿元，同比录得 51.1 的高增长。社区增值服务中各个业务均有不错的表现，其中表现最佳的是本地生活服务，1H22 录得 7.4 亿元收入，同比增长 94.6%，主要受益于疫情背景之下业主的住家生活需求大幅增长，公司成立的本地生活業務線品牌「樓下」為業主提供方便快捷的好物。公司已完成超過 1,300 個常態化「樓下」網點的建設，覆蓋 268 個城市，沉澱超 700 個活躍社群，用戶數超過十萬。另外，公司打造的全新租售業務品牌「有瓦」以及通过「自营收衣点+中央工厂」布局超 20 个城市 500 个洗衣网点为业主提供洗衣服务为公司的房地产经纪服务/到家服务带来 65.1%/50.8% 的高增长。相反，最受疫情影响的是社区传媒服务，广告市场需求疲软，广告竞投量低迷导致该业务只有 3.2% 的同比增长。后续继续看好公司的社区增值业务继续高速增长，扩大对公司收入的占比。

图 7: 社区增值服务收入及同比

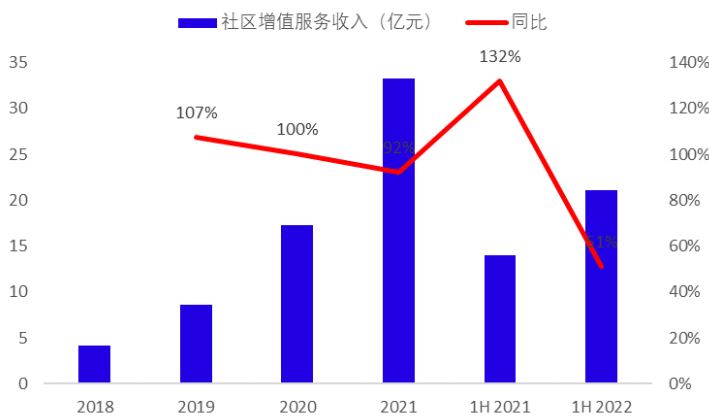
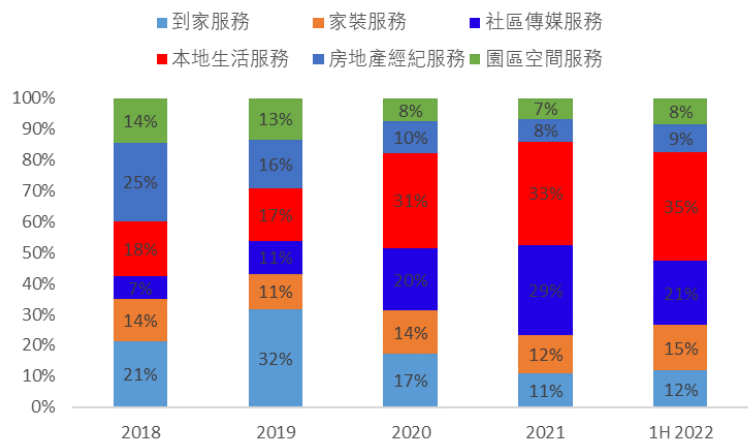


图 8: 历年社区增值服务收入结构



数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

城市服务与商管赛道双双发力

公司 1H22 继续发展城市服务赛道，期间收入达 26.35 亿元，同比增长 25.8%，增长原因主要是源於本期項目數量增加所致，公司成功中標昆明長水機場、河南洛陽地鐵、莞惠城際高鐵等交通樞紐項目；成功中標烏魯木齊天山區城市大物業項目、福州市鼓樓區環衛一體化項目、景洪市環衛城鄉環衛一體化項目等，戰略聚焦政府公共服務、產業園區、高校後勤、醫院服務和城市全域停車核心賽道。此外，公司商管賽道亦繼續發力，1H22 收入達 5.9 億元，同比大增 320.6%，主要源於公司於去

2022-08-25

年4月開始重點佈局發展商業運營業務，期內商業項目數量較去年同期大幅增加所致。上半年，公司成功簽約拓展15個優質輕資產項目，包括蘭州東湖廣場項目、無錫碧樂城、大連銀帆廣場等項目；新開業項目3個，分別為廣州番禺碧樂城、韶關太陽城碧樂坊及貴陽觀山湖碧樂時光。后续继续看好公司在城市、商管这两条广阔赛道上布局，多元贡献公司收入。

毛利率出现较大跌幅

公司1H22整体毛利率出现较大跌幅，同比下降6.5个百分点至26.9%，主要由於1)收併購帶來的無形資產—合同及客戶關係及品牌等的攤銷成本增加；2)期內公司對管理職能人員進行整合優化，調整至一線業務；3)受疫情及宏觀經濟波動等影響，業務增速上也相應受到一定的制約，但公司為未來業務發展增加儲備了專業人員；4)期內公司業務結構發生了變化所致。预计在疫情和全球波动减退之后，毛利率能够在目前较低的位置恢复起来，改善毛利水平。

表1: 分业务毛利详情

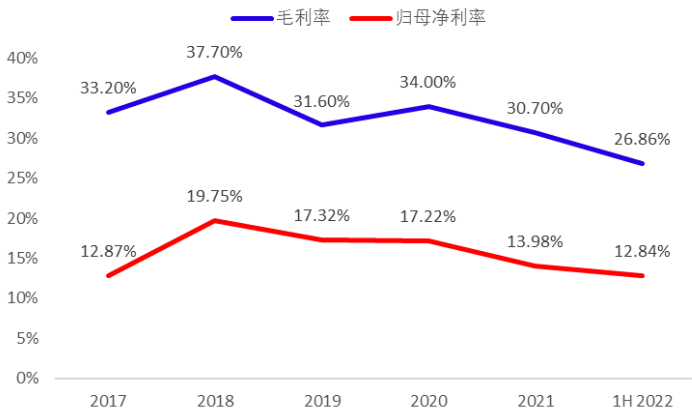
业务	毛利详情
物業管理服務	<p>毛利率由截至2021年6月30日止六個月的約33.6%下降7.7個百分點至約25.9%。 毛利率下降主要由於： (i) 收併購帶來的無形資產—物業管理合同及客戶關係及品牌的攤銷成本增加； (ii) 若干新收購公司毛利率偏低； (iii) 公司不斷創新組織管理模式，優化部分管理職能人員，調整至一線業務。</p>
社區增值服務	<p>毛利率由截至2021年6月30日止六個月的約66.2%下降6.5個百分點至約59.7%。 毛利率下降主要由於： (i) 疫情反覆，廣告市場需求疲軟； (ii) 公司看好業主群消費潛力，正進行由代銷轉型購銷業務模式以提高供應端議價能力、賺取超額利潤，目前正經歷轉型初期，新增招聘專業人才成本相對上升。</p>
非業主增值服務	<p>毛利率由截至2021年6月30日止六個月的約50.4%下降23.2個百分點至約27.2%。 毛利率下降主要由於： (i) 低毛利率的開荒清潔及特約服務佔比增加，高毛利率的車位及尾盤銷售服務佔比減少。</p>
「三供一業」業務	<p>「三供一業」中物業管理及其他相關服務的毛利率由截至2021年6月30日止六個月的約9.4%下降0.7個百分點至約8.7%， 毛利率下降主要由於： (i) 本期增長顯著的社區增值服務中低毛利率結構業務佔比較大所致。</p> <p>「三供一業」中供熱服務的毛利率由截至2021年6月30日止六個月的約5.9%上升1.8個百分點至約7.7%， 毛利率上升主要由於： (i) 分離移交改革對設施設備更新改造帶來的節能增效。</p>
城市服務	<p>毛利率由截至2021年6月30日止六個月的約19.3%下降1.2個百分點至約18.1%。 毛利率下降主要由於： (i) 本期油價上漲致運營成本上升。</p>

2022-08-25

商業運營服務	毛利率由截至 2021 年 6 月 30 日止六個月的約 56.1% 下降 19.7 個百分點至約 36.4%。 毛利率降低主要是源於： (i) 新拓項目爬坡期毛利率較低所致。
--------	--

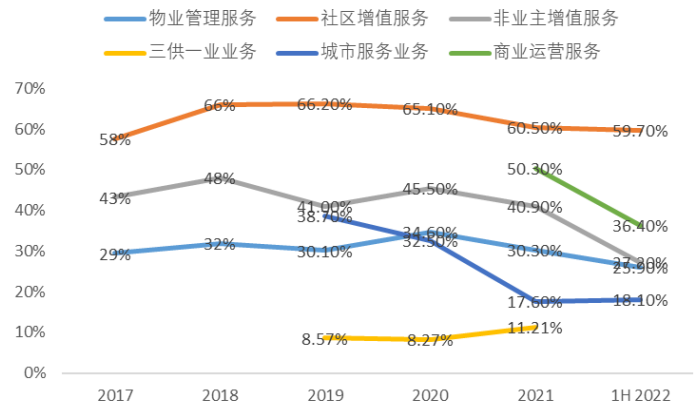
数据来源：公司公告，恒大证券研究中心

图 9：公司毛利率及归母净利率



数据来源：公司公告，公司年报，恒大证券研究中心

图 10：分业务毛利率



数据来源：公司公告，公司年报，恒大证券研究中心

投资建议

根据中期业绩相应调整了盈利预测，预计 2022/2023/2024 年 EPS 为 1.56/2.17/2.95 元（前预测为 1.77/2.48/3.45 元），当前股价对应 PE 为 8.22/5.91/4.35 倍。另外，鉴于现时房地产信用风险对物业板块的影响较大，公司作为民营企业，估计估值短期内仍会受压，此前基于国企估值而得出的 2022 年目标 PE（25 倍）难以在短期达到，但公司作为民企龙头，相比其他民企预计能得到估值溢价。参考可比国企和民企（见表 2），给予 2022 年目标 PE14 倍（此前为 25 倍），下调目标价至 25.55 元（前目标价为 51.91 元），维持“买入”评级。

风险因素： 房地产发展不如预期、新业务盈利能力不如预期。

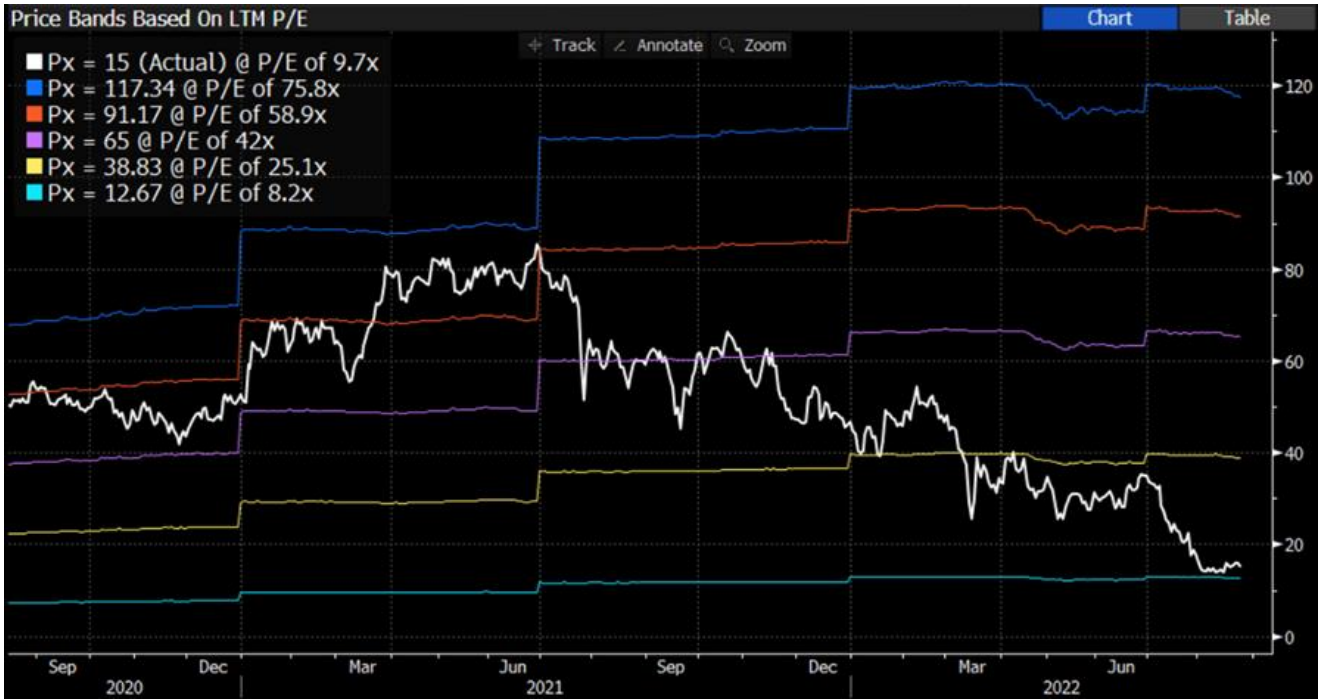
2022-08-25

表 2: 可比公司估值

代码	公司名称	市值 (亿元)	股价 (交易 货币)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
国企											
6049HK	保利物业	194.53	39.95	1.55	1.96	2.50	3.13	22.68	17.94	14.06	11.23
2869HK	绿城服务	188.19	6.58	0.26	0.33	0.42	0.52	22.27	17.55	13.79	11.14
2669HK	中海物业	216.35	7.48	0.30	0.40	0.51	0.66	21.94	16.46	12.91	9.97
1209HK	华润万象生活	630.70	31.40	0.76	1.00	1.31	1.63	36.36	27.63	21.09	16.95
2968CH	新大正	51.82	22.62	0.74	1.14	1.58	1.89	30.57	19.84	14.32	12.57
1914CH	招商积余	184.02	17.44	0.48	0.64	0.80	1.00	36.33	27.25	21.80	17.44
民企											
1995HK	旭辉永升服务	76.65	4.97	0.37	0.50	0.68	0.86	11.82	8.75	6.43	5.09
3316HK	滨江服务	46.75	19.22	1.17	1.60	2.19	2.96	14.46	10.57	7.72	5.71
1755HK	新城悦服务	51.87	6.77	0.62	0.97	1.30	1.60	9.61	6.14	4.58	3.72
1516HK	融创服务	83.66	3.11	0.41	0.54	0.66	0.81	6.68	5.07	4.15	3.38
3319HK	雅生活服务	96.97	7.76	1.67	1.66	1.92	2.25	4.09	4.11	3.56	3.04
9666HK	金科服务	61.82	10.76	1.62	2.07	2.70	3.44	5.84	4.57	3.51	2.75
国企平均		272.22						28.36	21.11	16.33	13.22
民企平均		79.11						8.75	6.54	4.99	3.95
平均		175.66						18.55	13.82	10.66	8.58

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

图 11: 碧桂园服务 PE Band



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

风险因素

房地产发展不如预期、新业务盈利能力不如预期。

2022-08-25

表 3: 财务报表及盈利预测

资产负债表					损益表				
人民币百万元					人民币百万元				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
物业、仓房及设备	1,366	1,595	2,874	3,985	收入	28,843	43,837	60,584	79,508
无形资产	27,945	26,595	23,894	19,844	销售成本	(19,979)	(32,001)	(43,924)	(57,246)
采用权益法入账的投资	398	398	398	398	毛利	8,864	11,836	16,661	22,262
递延所得税资产	149	66	84	100	销售及营销开支	(338)	(544)	(769)	(1,030)
其他非流动资产	5,755	8,594	11,732	17,009	行政开支	(3,259)	(5,280)	(7,467)	(10,018)
非流动资产总额	35,612	37,248	38,982	41,335	其他(亏损)/收益-净额	462	1,440	1,977	2,862
存货	211	120	156	162	经营利润	5,729	7,452	10,402	14,076
贸易及其他应收款项	15,578	15,253	21,412	28,536	融资收入	123	482	666	954
按公允价值计量且变动计入损益的金融资产	3,656	3,656	3,656	3,656	融资成本	(221)	(351)	(515)	(716)
受限制银行存款	137	92	118	116	财务收入-净额	(98)	132	151	239
现金及现金等价物	11,619	25,090	40,852	59,427	应占联营公司收益/(亏损)	41	66	121	199
流动资产总额	31,200	44,211	66,195	91,897	税前利润	5,673	7,649	10,674	14,513
总资产	66,813	81,459	105,177	133,232	所得税开支	1,323	(1,912)	(2,669)	(3,628)
股本及股份溢价	27,203	27,203	27,203	27,203	少数股东损益	316	482	697	954
其他储备	469	639	675	594	归母公司净利润	4,033	5,255	7,309	9,931
留存收益	8,516	14,252	22,258	33,143	主要财务指标				
非控制性权益	2,187	2,669	3,366	4,320		2021A	2022E	2023E	2024E
总权益	38,373	44,763	53,501	65,260	增长率 (%)				
银行及其他借款	442	715	1,084	1,428	收入	84.89	51.98	38.20	31.24
租赁负债	932	1,205	1,574	1,918	毛利	67.25	33.53	40.76	33.62
递延所得税负债	2,275	976	1,254	1,501	经营利润	57.81	30.07	39.58	35.33
非流动负债总额	3,649	2,896	3,911	4,847	净利润	50.79	32.51	39.10	35.87
合同负债	4,536	7,452	11,511	16,697	盈利能力 (%)				
贸易及其他应付款项	14,413	23,409	32,371	42,503	毛利率	30.73	27.00	27.50	28.00
银行及其他借款	680	0	0	0	EBITDA	21.74	20.36	21.95	23.13
租赁负债	209	0	0	0	净利率	13.75	11.99	12.06	12.49
其他流动负债	4,953	2,939	3,883	3,925	ROE	14.54	12.64	14.88	16.72
流动负债总额	24,791	33,800	47,765	63,125	ROA	8.09	7.09	7.83	8.33
负债总额	28,439	36,696	51,676	67,972	偿债能力 (倍)				
权益及负债总额	66,813	81,459	105,177	133,232	负债比率 (%)	42.57	45.05	49.13	51.02
现金流量表					流动比率	1.26	1.34	1.31	1.39
人民币百万元					速动比率	1.25	1.30	1.38	1.45
	2021A	2022E	2023E	2024E	营运能力 (天)				
净利润		5,255	7,309	9,931	总资产周转率 (次)	0.59	0.59	0.65	0.67
折旧与摊销		(1,473)	(2,897)	(4,316)	应收账款周转天数	125.00	127.00	129.00	131.00
营运资金变动及其他		12,015	12,088	13,648	应付账款周转天数	265.00	267.00	269.00	271.00
经营活动现金净额	-	15,796	16,500	19,263	存货周转天数	3.17	1.89	1.15	1.01
资本开支		(1,092)	(1,475)	(1,377)	每股指标 (人民币)				
投资活动现金净额	-	(1,092)	(1,475)	(1,377)	EPS	1.18	1.56	2.17	2.95
净借贷		(1,233)	737	688	每股净资产	11.39	13.29	15.88	19.37
融资活动现金净额	-	(1,233)	737	688					
现金及现金等价物增加/(减少)净额		13,471	15,762	18,574					
年初现金及现金等价物		11,619	25,090	40,852					
现金及现金等价物汇兑损失		0							
年末现金及现金等价物	11,619	25,090	40,852	59,427					

数据来源: 公司年报、恒大证券研究中心

2022-08-25

免责声明

分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：www.gisf.hk

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999