内地房地产周度观察

物企业绩持续高增，多元业务助力扩张

强于大市
(维持)

微信公众号

蔡鸿飞
分析师
+852 3958 4629
caihongfei@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师
+852 3958 4600
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

专题研究：

整体营收高速增长，增值服务收入占比继续提升。2021 年上半年，35 家上市物企的营收总额同比增长 57.7%；增值服务带动了整体营收的增长，具备可比分部收入数据的 25 家上市物企物管收入占比均值同比下降 4.2pct 至 59.9%。龙头物管企业继续实现了营收的高速增长，上半年营收规模超 50 亿的物企由 1 家增至 5 家。**随着行业赛道不断拓宽，各物企通过不同的路径实现了营收的增长：**例如，城市服务、社区增值服务等带动碧桂园服务半年营收首破百亿，外拓发力、关联方支持和社区增值服务发展分别支持世茂服务、越秀服务、金科服务营收增速领先同侪。

增值服务发展、服务标准化程度提升、收入模式变化等驱动盈利能力提升。2021 年上半年，上市物管企业整体归母净利润同比增长 67.3%；在社保减免政策取消的环境下，上市物企的盈利能力仍然实现了增长（平均毛利率同比提升 0.5pct 至 31.8%，平均归母净利率同比提升 1.3pct 至 16.7%），主要系：1）高毛利率的增值业务收入占比提升；2）服务标准化程度提升带动各项业务毛利率提升；3）运营管控效率成效显现：整体 SG&A 费用率同比下滑 0.2pct 至 9.1%；4）收入模式变化：如期内华润万象生活将购物中心物管收入模式转为酬金制。**增值服务的发展有望使物企收入结构进一步优化、驱动盈利能力的提升，由规模效应带来的边际成本下行也有望对物管企业的利润率构成支撑。**

物企市场化拓展程度提升，完善的服务体系、充足的收并购资金等将构建关键竞争力。从目前物企估值的情况来看，扩张能力及品牌力为市场关注重点。随着地产开发行业调控政策的延续，关联房企对物管企业的支持将更为有限，物管企业的规模扩张料将更趋市场化。实际上，2021 年上半年，上市物企对关联方的依赖度已继续下行：已披露在管项目来源的 24 家物企中，23 家来源于关联方的在管面积占比有所下降；在 25 家已披露在管业态的物企中，17 家的住宅在管面积占比有所下降。当前环境下，多元完善的服务体系、充足的收并购资金等将成为物企的关键竞争力，龙头物管企业有望继续保持优势。

数据要点：

截至 9 月 10 日，本周 42 个主要城市新房成交面积环比下降 7%，2021 年累计成交面积同比上升 19%。

截至 9 月 10 日，本周 13 个主要城市可售面积（库存）环比上升 2%；平均去化周期 28.7 个月，平均环比上升 2%。

截至 9 月 10 日，本周 15 个主要城市二手房交易建面环比下降 16%，2021 年累计交易面积同比上升 5%。

投资建议:

本周，国务院、银保监会均进一步对租赁住房体系的发展提出了支持，地方层面武汉将支持企业发行信用债支持租赁住房建设运营等。随着租赁住房支持政策逐步细化，房企在自持租赁住房运营上的盈利困境有望得到缓解，部分长租公寓运营经验丰富的房企有望率先受益。维持行业“强于大市”评级。

1. 物企业绩高速增长，多元业务助力扩张

上市物管企业 2021 年中期业绩披露完毕，我们以 36 家港股上市物管企业为对象对板块业绩进行了研究，包含公司如下：

表 1：2021 中期上市物企业绩综述包含公司范围

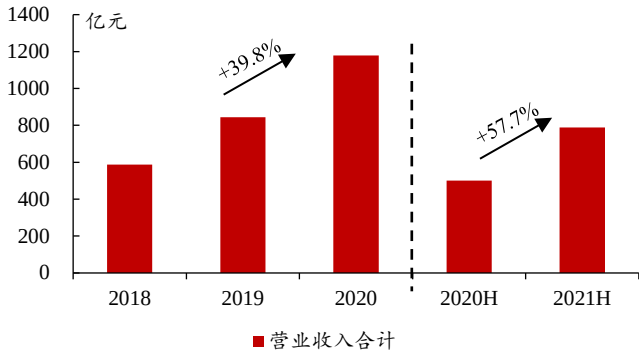
2021 年中期业绩综述包含公司					
彩生活	保利物业	碧桂园服务	恒大物业	雅生活服务	绿城服务
中海物业	金科服务	华润万象生活	越秀服务	世茂服务	中奥到家
永升生活服务	新城悦服务	建业新生活	融创服务	荣万家	佳兆业美好
时代邻里	佳源服务	华发物业服务	卓越商企	正荣服务	合景悠活
建发物业	金融街物业	宝龙商业	奥园健康	弘阳服务	滨江服务
第一服务控股	星盛商业	兴业物联	远洋服务	融信服务	德信服务集团

数据来源：中达证券研究

1.1 营业收入加速增长，基础物管占比下滑

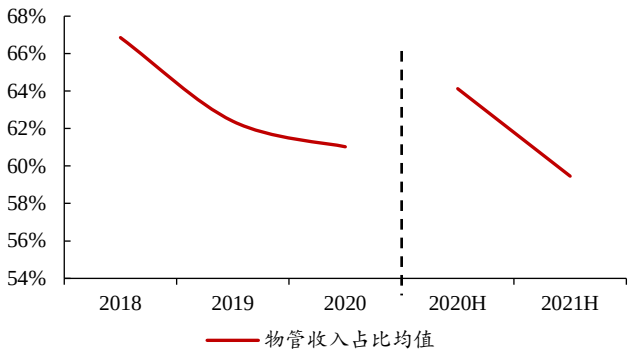
线下服务场景回归常态、增值服务体系更趋完善，上市物管企业整体营收加速增长。2021 年上半年，35 家历史财务数据完整的上市物管企业的营收总额合计人民币 788.6 亿元（货币单位已统一转换为人民币进行计算），同比增长 57.7%（2020 年全年整体营收增速：39.8%）。分业务来看，各类增值服务收入带动了整体营收的加速增长：2021 年上半年，随着线下服务场景回归常态、各物管公司增值服务体系更趋完善，物企增值服务收入占比有所提升，25 家已披露 2018 年来历史数据、业务分部未发生变化且单独列示基础物业管理服务收入的物管公司物管收入占比均值同比下降 4.2 个百分点至 59.9%。

图 1：主流上市物企整体营收同比增长 57.7%



数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币，以整体法计算

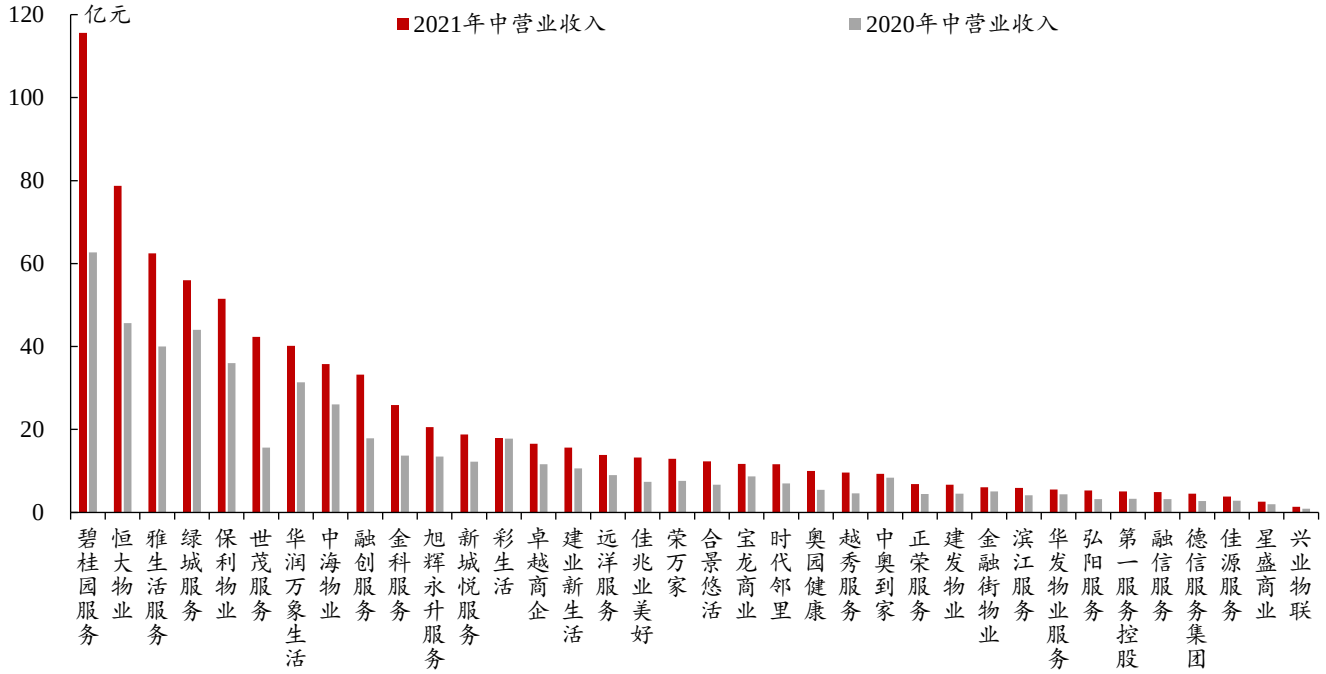
图 2：基础物管收入占比均值下降约 4.2pct 至 59.9%



数据来源：Wind，中达证券研究；注：样本不包含商管公司、将增值服务与基础物管列入同一分部或分部划分变化的物企

半年营收超 50 亿物企增至 5 家，物管企业收入规模差距增大。2021 年上半年，营收规模超过 50 亿的物管企业增加至 5 家（2020 年上半年仅碧桂园服务营收超 50 亿元，达 62.7 亿元），分别为碧桂园服务（115.6 亿元，同比+84.3%）、恒大物业（78.7 亿元，同比+72.5%）、雅生活服务（62.5 亿元，同比+56.1%）、绿城服务（56.0 亿元，同比+27.2%）、保利物业（51.5 亿元，同比+43.1%）。**碧桂园服务在 2021 上半年营收前五的物管企业中营收规模最大且增速最快**，主要由基础物管以外的其他业务拉动：1）城市服务：2020 年下半年收购满国、东飞后城市服务业务快速发展，2021 年上半年城市服务收入同比增长 5516.6%至 21.0 亿元，收入占比同比提升 17.5 个百分点至 18.1%。2）社区增值服务：社区传媒、本地生活服务、房地产经纪服务等业务体系更趋成熟，带动社区增值服务收入同比增值 132.0%至 14.0 亿元，收入占比同比提升约 2.5 个百分点至 12.1%。3）“三供一业”物管及其他相关服务：尽管期内“三供一业”物管面积维持不变，但公司在提供基础物管业务的基础上，成功实现了业务叠加，拓宽业务范围至企业职工食堂、追加增值服务等，“三供一业”物管及其他相关服务收入同比增长 247.2%至 9.2 亿元。**龙头物管企业凭借更强的资金实力、品牌力和更完善的服务体系，继续实现了营收的高速增长，与小型物管企业间的差距进一步增大。**

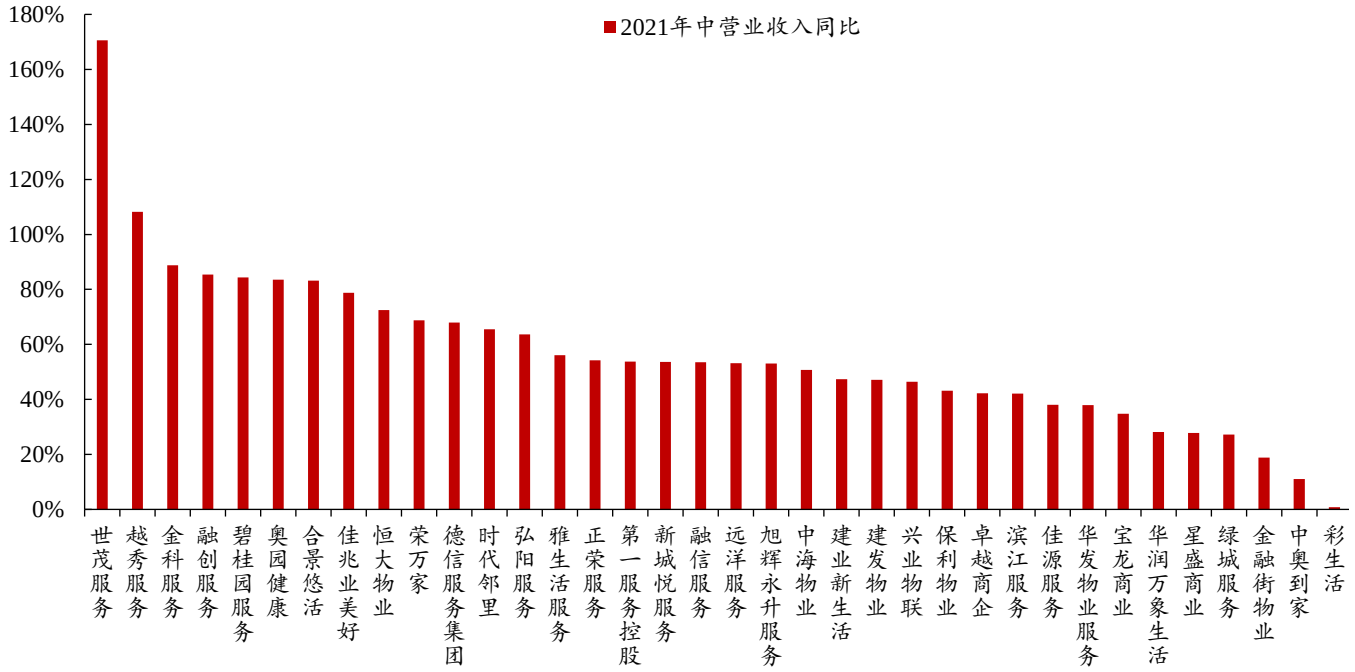
图 3：碧桂园服务、恒大物业、雅生活服务、绿城服务、保利物业 2021 上半年营收超 50 亿元



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币

管理规模增长、增值服务发力等驱动部分物管企业营收高增。2021 年上半年，世茂服务、越秀服务、金科服务营收同比增速较高，分别达到 170.6%、108.2%、88.8%。**上述三家公司的营收增长路径各不相同，分别依托外拓、关联方支持和社区增值业务的发力：**1）世茂服务收入的增长主要源于 2020 年下半年起通过三方外拓、收并购等渠道实现的在管面积大幅提升（2020H/2020A/2021H 在管面积分别约 8570/14610/17500 万方）。2）越秀服务作为新分拆上市的物管企业，关联方的大力支持为其收入高增的重要原因：按开发商类型划分，2021 年上半年越秀服务来自于广州越秀、越秀地产等关联方的收入同比增长 122.2%，收入占比提升约 5.9 个百分点至 92.7%。3）金科服务期内大力发展社区增值服务，园区经营服务（社区传媒等）、旅居综合服务等业务收入大幅增长，带动社区增值服务收入同比增长 419.0%至 6.5 亿元、社区增值服务占比同比提升 16.0 个百分点至 25.2%。

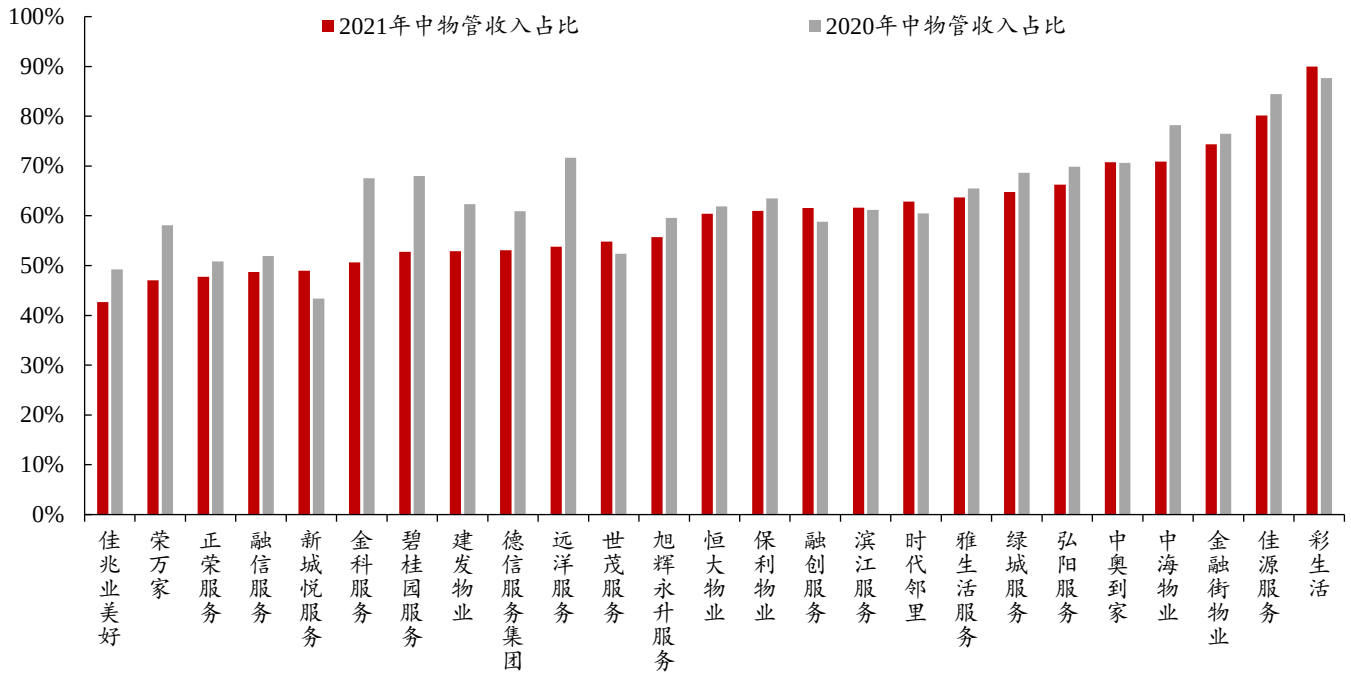
图 4：世茂服务、越秀服务、金科服务 2021 年上半年营收增速较快



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

各类增值服务发展态势良好，多数物管企业物业管理服务收入占比有所下滑。随着物管公司各项增值服务体系的搭建，多数物管企业基础物管收入占比继续下滑：2021 年上半年，在 2020 年中期历史数据完备、单独列示基础物业管理服务收入的 25 家非商管公司中，19 家物企的物业管理服务收入占比有所下降。其中，远洋服务、金科服务、碧桂园服务物管服务收入占比降幅最大，分别同比下降 17.9 个百分点、16.9 个百分点、15.3 个百分点。如前所述，金科服务的社区增值服务收入实现了大幅增长、收入占比明显提升，碧桂园服务城市服务收入和社区增值服务收入占比均有所提升；远洋服务物管收入占比的下降主要来自于由停车场管理、美居、零售等业务驱动的社区增值服务收入的增长（收入占比同比提升 16 个百分点）。

图 5：远洋服务、金科服务、碧桂园服务 2021 年物管服务收入占比降幅较大

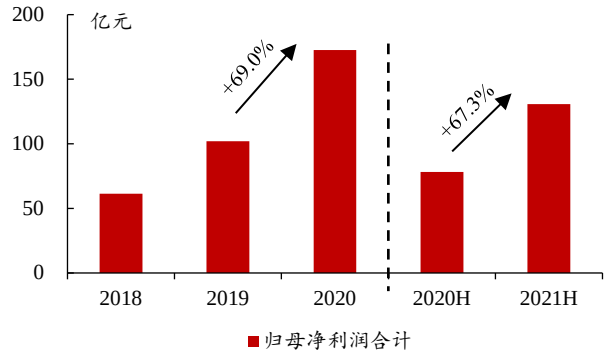


数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：不包含商管公司、将增值服务与基础物管列入同一分部或分部划分变化的物企

1.2 业绩维持高速增长，盈利能力稳中有升

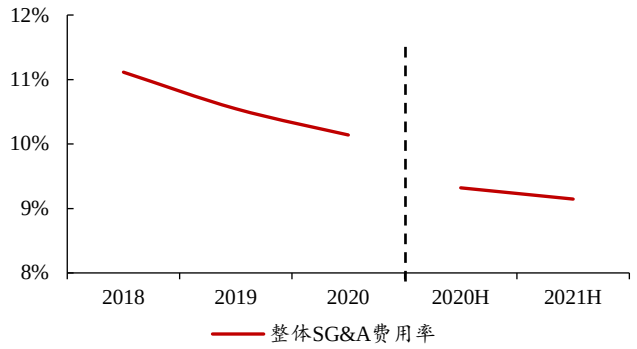
增值服务发展、服务标准化程度提升、收入模式变化等带动上市物管企业盈利能力继续提升。2021 年上半年，上市物管企业整体归母净利润同比增长 67.3%，快于整体营收增速。与 2020 年上半年相比，在社保减免政策取消的环境下，2021 年上半年物管企业的盈利能力仍然实现了增长，平均毛利率同比提升 0.5 个百分点至 31.8%，平均归母净利率同比提升 1.3 个百分点至 16.7%。盈利能力的提升主要来自于：**1）高毛利率业务占比提升：**社区增值服务及非业主增值服务毛利率通常高于基础物管业务，如前所述 2021 年上半年基础物管业务占比继续下降。**2）服务体系建设更趋完善，既有业务盈利能力提升：**服务流程标准化程度提升等带动各项业务盈利能力提升，部分公司各业务分部的毛利率均有所增长。**3）收入模式变化：**以华润万象生活为例，2020 年 7 月起其购物中心物业管理服务收入模式由包干制转化为酬金制（毛利率 100%），带动商业运营及物业管理服务板块毛利率同比提升 17.4 个百分点至 53.2%。**4）运营管控效率提升：**2021 年上半年上市物管企业整体 SG&A 费用率同比下滑 0.2 个百分点至 9.1%。

图 6：主流上市物企整体归母净利同比增长 67.3%



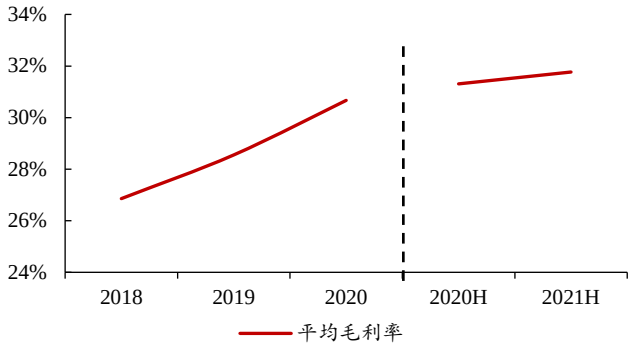
数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币，以整体法计算

图 7：整体 SG&A 费用率下滑 0.2pct 至 9.1%



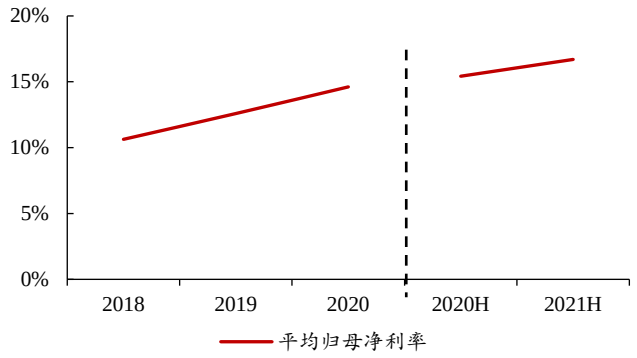
数据来源：Wind，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币，以整体法计算

图 8：上市物企平均毛利率同比提升 0.5pct 至 31.8%



数据来源：Wind，中达证券研究

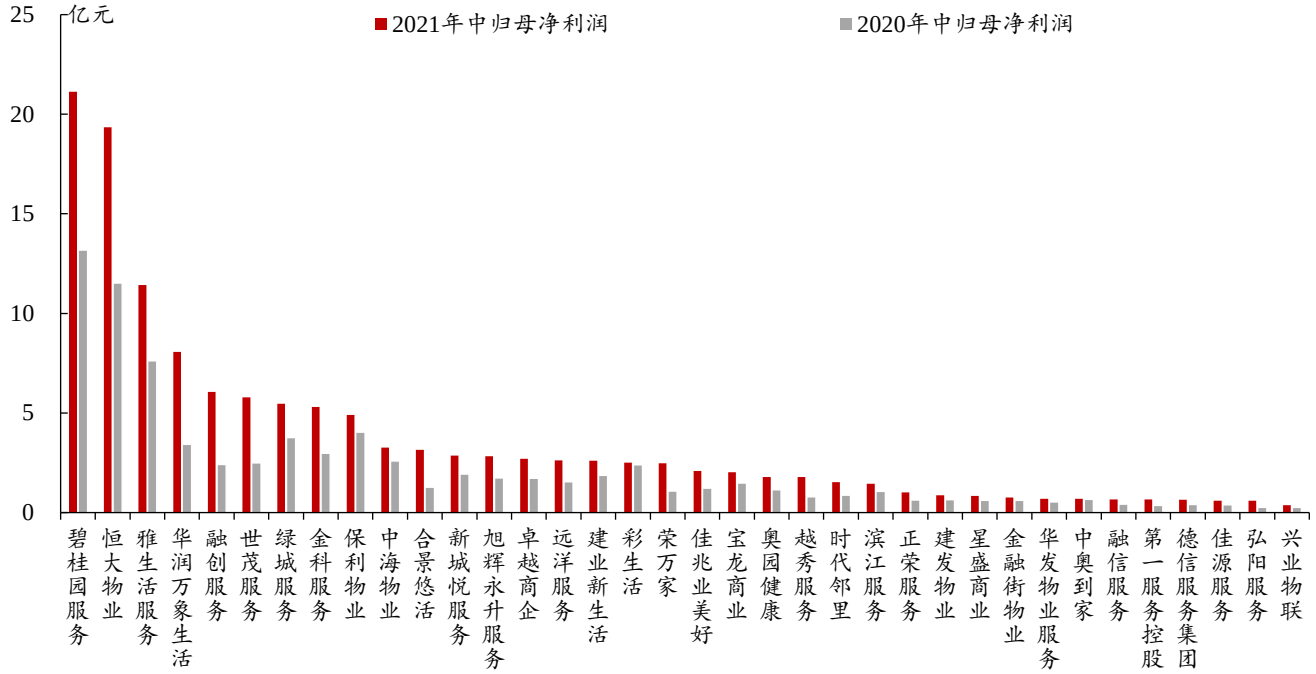
图 9：平均归母净利率同比提升 1.3pct 至 16.7%



数据来源：Wind，中达证券研究

营收规模带动龙头物企归母净利规模领先。2021 年上半年，归母净利润超过 10 亿元的物管企业达到 3 家（2020 年上半年：碧桂园服务及恒大物业 2 家），分别为碧桂园服务（21.1 亿元，同比+60.7%）、恒大物业（19.4 亿元，同比+68.5%）、雅生活服务（11.4 亿元，同比+50.7%）。值得注意的是，上述三家物管企业的归母净利增速均低于营收增速，原因主要包含：1）低毛利业务占比提升：碧桂园的城市服务业务收入占比大幅提升、该业务毛利率继续同比下降 3.8 个百分点至 19.3%。2）为优化服务加大成本投入：雅生活服务为增大开发商服务满意度，加大相应业务的成本投入，外延增值服务毛利率同比下降 8.9 个百分点至 40.0%。3）社保减免政策取消。另外，绿城服务、保利物业 2021 年上半年营收规模虽亦超过 50 亿元，但偏低的毛利率使其归母净利总额低于华润万象生活、融创服务、世茂服务等公司。

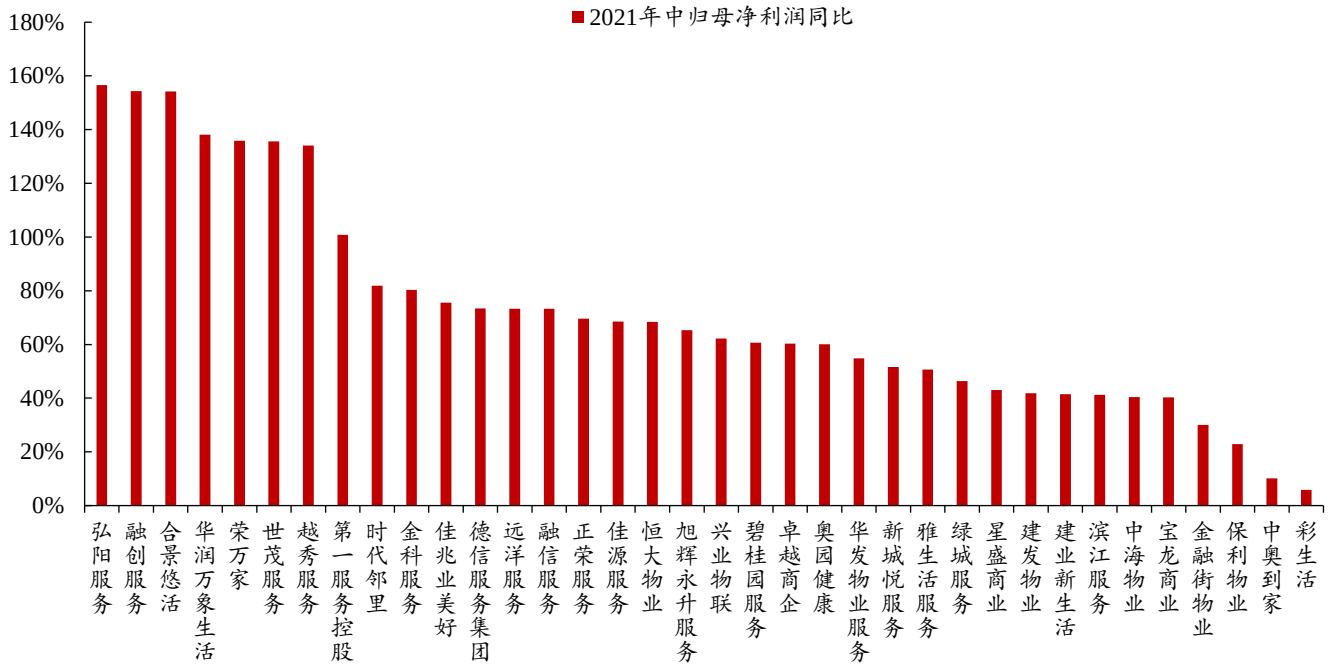
图 10：碧桂园服务、恒大物业、雅生活服务 2021 年上半年归母净利润超 10 亿元



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：货币单位均转换为人民币；华发物业服务为持续经营业务口径

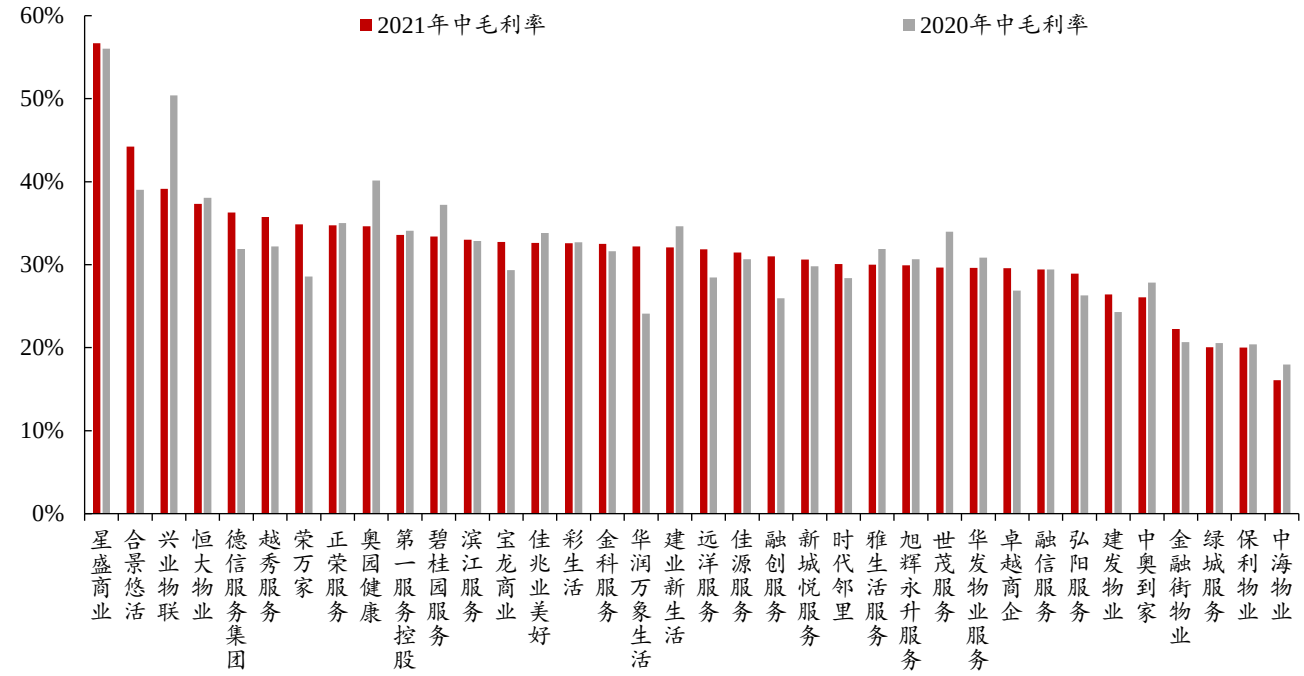
规模效应、收入模式变化等带动部分公司盈利能力提升。2021 年上半年，弘阳服务、融创服务、合景悠活、华润万象生活归母净利润增速较快，分别同比增长 156.5%、154.4%、154.2%、138.1%。华润万象生活、荣万家、合景悠活 2021 年上半年毛利率、归母净利率提升较快，毛利率分别同比提升 8.1pct、6.3pct、5.2pct，归母净利率分别同比提升 9.3pct、7.2pct、5.5pct。上述公司业绩增长的路径亦有所不同：**1）一次性开支带来的较低基数：**弘阳服务归母净利的大幅增长主要系上年同期一次性上市开支的影响，剔除该影响后归母净利同比增长 60.4%。**2）规模效应、成本管控等带动盈利能力提升：**融创服务归母净利的大幅提升由营收增长（同比+85.4%）和由规模效应、成本管控措施等带来的毛利率提升（同比+5.1pct）共同带动；合景悠活提升各项服务及流程的标准化程度以控制成本，毛利率同比提升 5.2 个百分点；华润万象生活住宅物管毛利率提升 2.4 个百分点。**3）高毛利业务发展提速：**荣万家拓宽非业主增值服务品类、提高社区增值服务渗透率，毛利率较高的非业主增值服务、社区增值服务收入占比分别同比提升 14.3pct/3.7pct。**4）收入模式变化：**华润万象生活 2020 年 7 月起将购物中心物业管理服务的收入模式由包干制转化为酬金制（毛利率 100%）；就该业务而言酬金制的应用并非个例，合景悠活亦就运营购物商场收取酬金制费用。

图 11：弘阳服务、融创服务、合景悠活、华润万象生活归母净利润增速较快



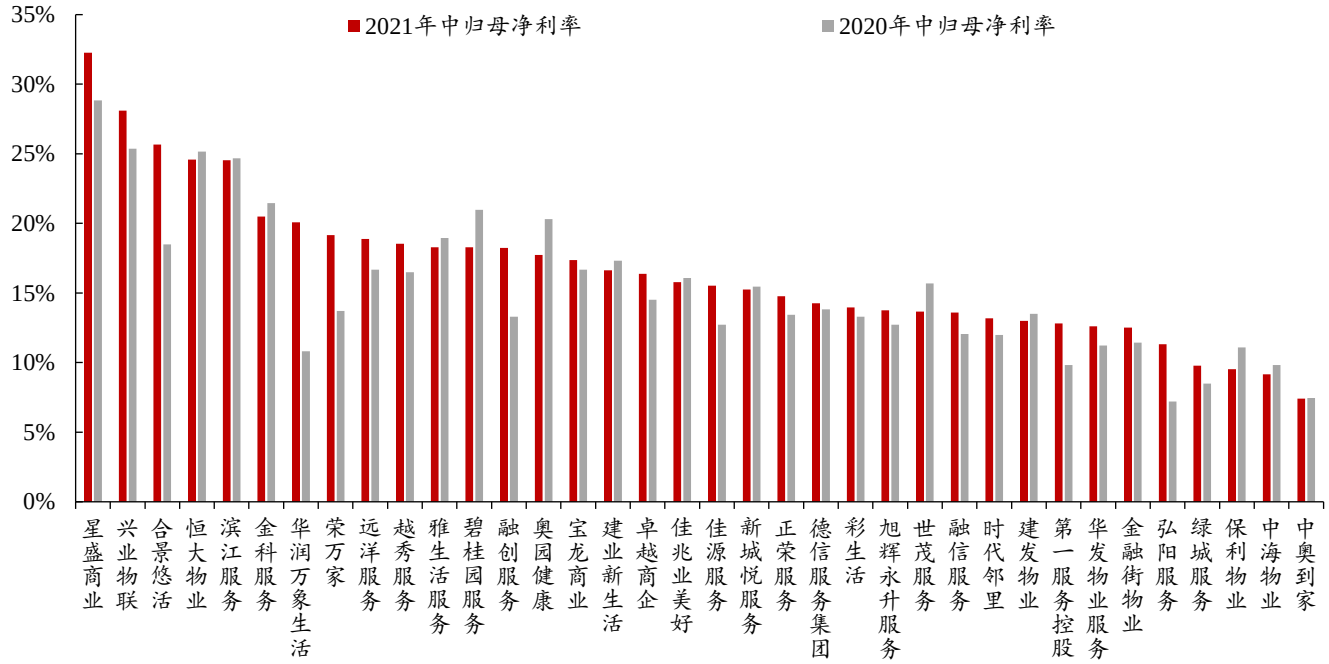
数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：华发物业服务为持续经营业务口径

图 12：华润万象生活、荣万家、合景悠活 2021 年上半年毛利率提升幅度较大



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 13：华润万象生活、合景悠活、荣万家 2021 年上半年归母净利率提升幅度较大



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：华发物业服务为持续经营业务口径

1.3 外拓带动在管规模提升，住宅业态占比继续下行

上市物管企业在管面积较上年末增速中位数约 16%。与 2020 年末相比，2021 上半年，36 家上市物管企业在管面积增速的均值为 32%、中位数为 16%，合约面积增速的均值为 30%、中位数为 15%。合景悠活、第一服务控股、碧桂园服务等上半年开展的较大规模的收购大幅拉动了在管及合约面积增速的均值。上市物管公司合约面积与在管面积之比多维持相对稳定，收并购标的合约在管比较低使第一服务（收购大连亚航、青岛洛航等）、正荣服务（收购正荣商业）的合约在管比降幅较大。

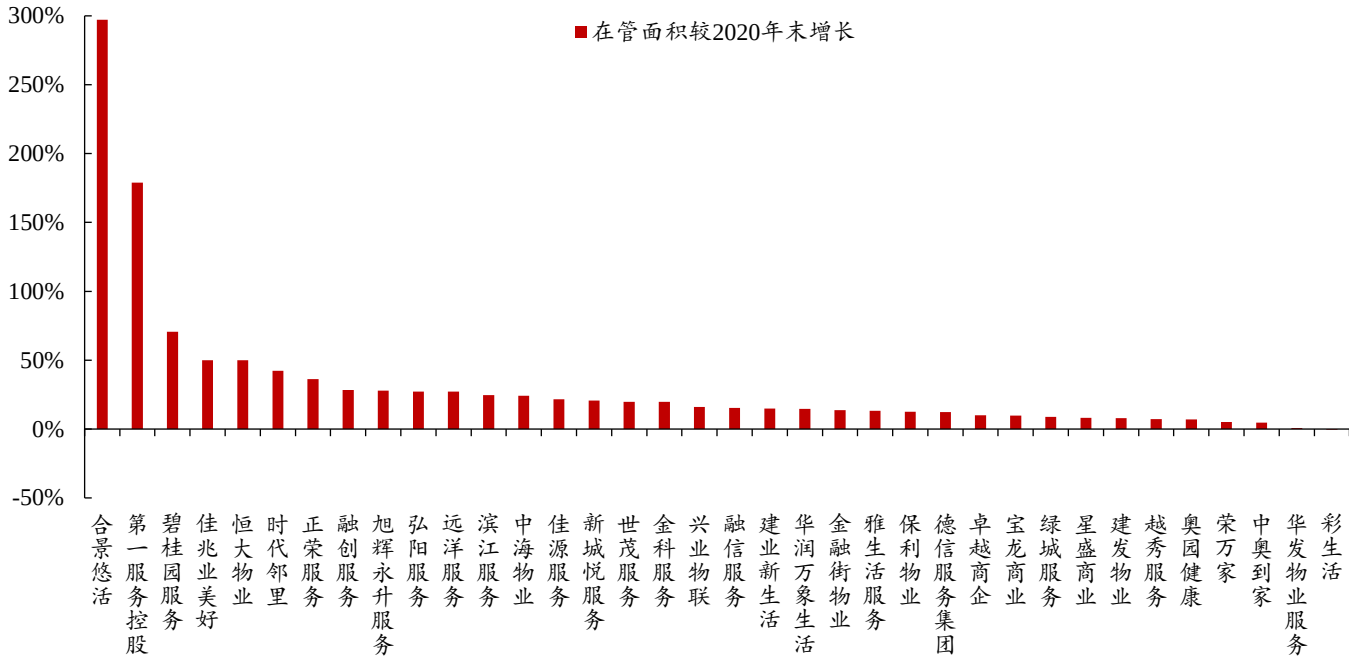
收并购、三方外拓共同助力龙头物企规模扩张。与 2020 年类似，2021 年上半年在管面积增速最快的物管企业亦为在期内开展相对较大规模收并购的公司，如合景悠活（上半年新增超 1.2 亿方，其中收购标的雪松在管面积超 8600 万方）、第一服务控股（上半年新增 3412 万方，收购标的大连亚航、青岛洛航在管面积分别约 1900 万方、2000 万方）、碧桂园服务（蓝光嘉宝 2021 年中在管面积约 1.3 亿方）、佳兆业美好（上半年新增 2877 万方，其中完成收购浙江瑞源获取在管面积超 1000 万方）等。与此同时，部分公司加速了第三方拓展，如中海物业 2021 年上半年新增外拓合约面积同比增长 166%至 3093 万方等。

表 2：上市物管企业在管面积平均较 2020 年末增长 32%

公司	证券代码	在管面积			合约面积		
		2021年中（万平）	较2020年末增长	2020年同比	2021年中（万平）	较2020年末增长	2020年同比
合景悠活	3913.HK	16512	297%	92%	22171	315%	57%
第一服务控股	2107.HK	5320	179%	39%	7299	96%	45%
碧桂园服务	6098.HK	64400	71%	37%	120500	47%	20%
佳兆业美好	2168.HK	8626	50%	24%	12093	56%	44%
恒大物业	6666.HK	45000	50%	26%	81000	43%	12%
时代邻里	9928.HK	9795	42%	79%	12440	52%	66%
正荣服务	6958.HK	5624	36%	80%	9520	9%	136%
融创服务	1516.HK	17343	28%	155%	32166	22%	67%
旭辉永升服务	1995.HK	12996	28%	56%	21908	21%	64%
弘阳服务	1971.HK	3436	27%	71%	4960	24%	45%
远洋服务	6677.HK	5779	27%	12%	8264	16%	20%
滨江服务	3316.HK	2489	25%	39%	4060	14%	32%
中海物业	2669.HK	23250	24%	24%	-	-	-
佳源服务	1153.HK	3830	22%	20%	5800	17%	28%
新城悦服务	1755.HK	12238	21%	69%	25010	23%	33%
世茂服务	0873.HK	17500	20%	114%	23920	19%	99%
金科服务	9666.HK	18700	20%	30%	31500	14%	12%
兴业物联	9916.HK	360	16%	29%	680	42%	17%
融信服务	2207.HK	2300	15%	26%	4220	10%	39%
建业新生活	9983.HK	11495	15%	76%	20856	12%	63%
华润万象生活	1209.HK	13584	15%	15%	18377	15%	25%
金融街物业	1502.HK	2810	14%	24%	3202	14%	32%
雅生活服务	3319.HK	42416	13%	112%	58410	12%	75%
保利物业	6049.HK	42820	13%	32%	62200	10%	14%
德信服务集团	2215.HK	2800	12%	21%	4332	14%	22%
卓越商企	6989.HK	3520	10%	36%	5104	14%	35%
宝龙商业	9909.HK	2522	10%	24%	4148	20%	22%
绿城服务	2869.HK	27270	9%	18%	57500	8%	20%
星盛商业	6668.HK	170	8%	20%	348	6%	11%
建发物业	2156.HK	2768	8%	24%	5610	19%	36%
越秀服务	6626.HK	3504	7%	49%	5273	6%	37%
奥园健康	3662.HK	4430	7%	174%	-	-	-
荣万家	2146.HK	6277	5%	19%	9210	2%	16%
中奥到家	1538.HK	6868	5%	0%	7348	2%	0%
华发物业服务	0982.HK	1680	1%	27%	3370	22%	13%
彩生活	1778.HK	35940	0%	0%	56490	0%	0%
平均			**32%**	**47%**		**30%**	**37%**
中位数			**16%**	**29%**		**15%**	**32%**

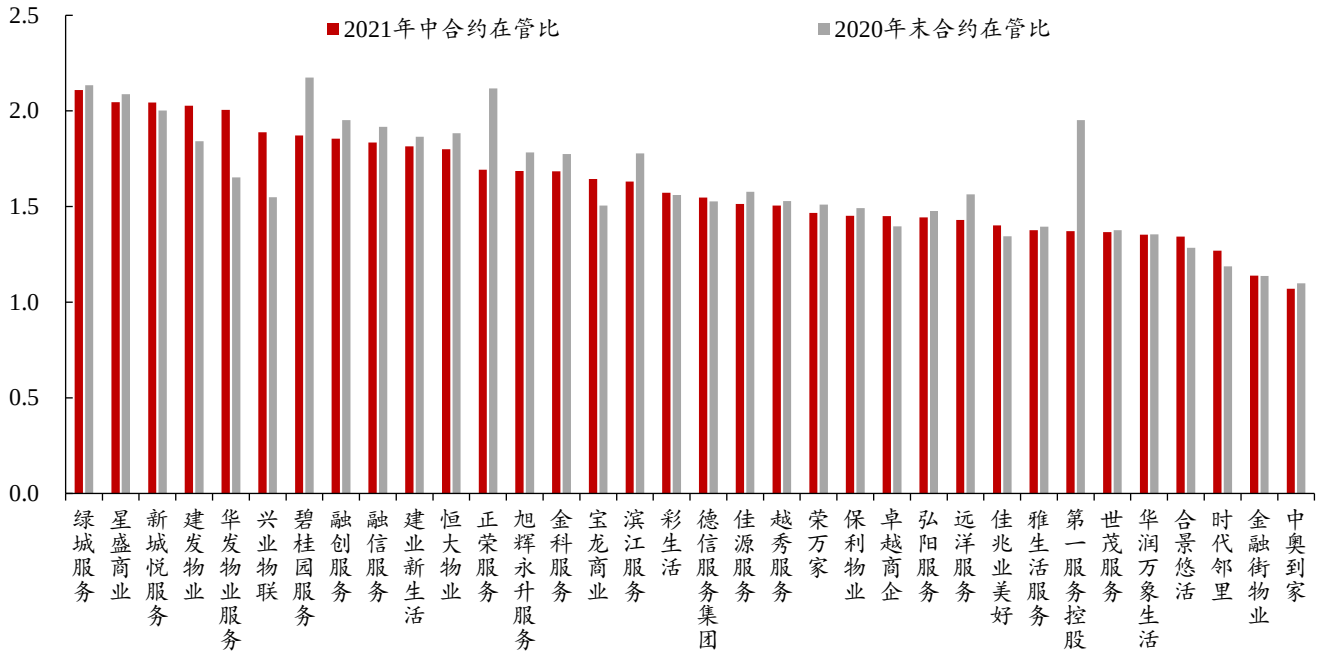
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：由于部分公司公告在管面积单位为亿平、百万平等，同比增速计算或略有偏差；宝龙商业、华润万象生活、合景悠活包含商业物管面积；碧桂园服务不包含三供一业面积

图 14：合景悠活、第一服务控股、佳兆业美好在管面积增速较高



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：由于部分公司公告在管面积单位为亿平、百万平等，同比增速计算或略有偏差；宝龙商业、华润万象生活、合景悠活包含商业物管面积；碧桂园服务不包含三供一业面积

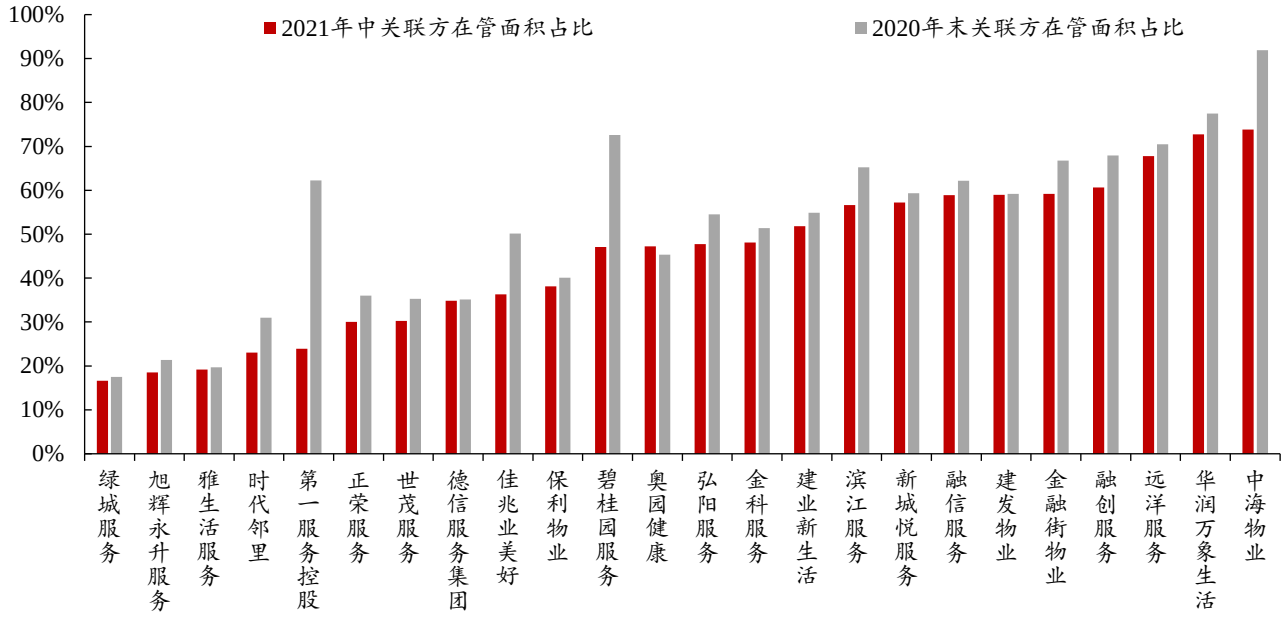
图 15：绿城服务、星盛商业、新城悦服务合约与在管面积之比较高



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：由于部分公司公告在管面积单位为亿平、百万平等，同比增速计算或略有偏差；宝龙商业、华润万象生活、合景悠活包含商业物管面积；碧桂园服务不包含三供一业面积

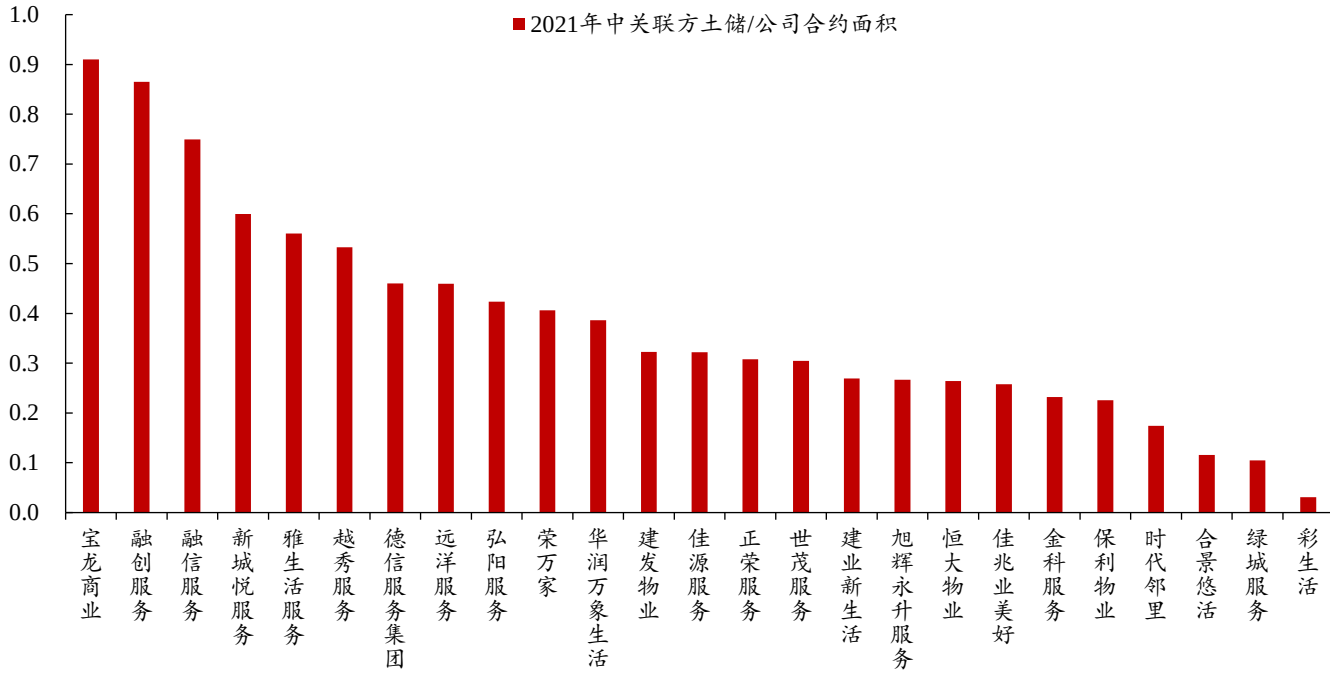
上市物企在管理规模扩张方面或将继续降低对关联房企的依赖。2021 年上半年，上市物管企业来自关联方的在管面积占比继续下降：已披露在管项目来源的 24 家物企中，23 家来源于关联方的在管面积占比有所下降。在物管企业规模基数增大、地产开发行业更趋稳健的发展环境下，上市物企在管理规模扩张上或将继续降低对关联房企的依赖：25 家已披露合约面积且关联房企披露土储面积的物企中，20 家关联房企土储与公司合约面积之比有所下降。**在此环境下，具备突出资金实力、整合能力、品牌力和完善服务体系的大型物企或将更具优势。**

图 16：第一服务控股、中海物业、碧桂园服务来自关联开发企业的在管面积占比降幅较大



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：由于部分公司公告在管面积单位为亿平、百万平等，占比计算或略有偏差；宝龙商业、华润万象生活、合景悠活包含商业物管面积；碧桂园服务不包含三供一业面积

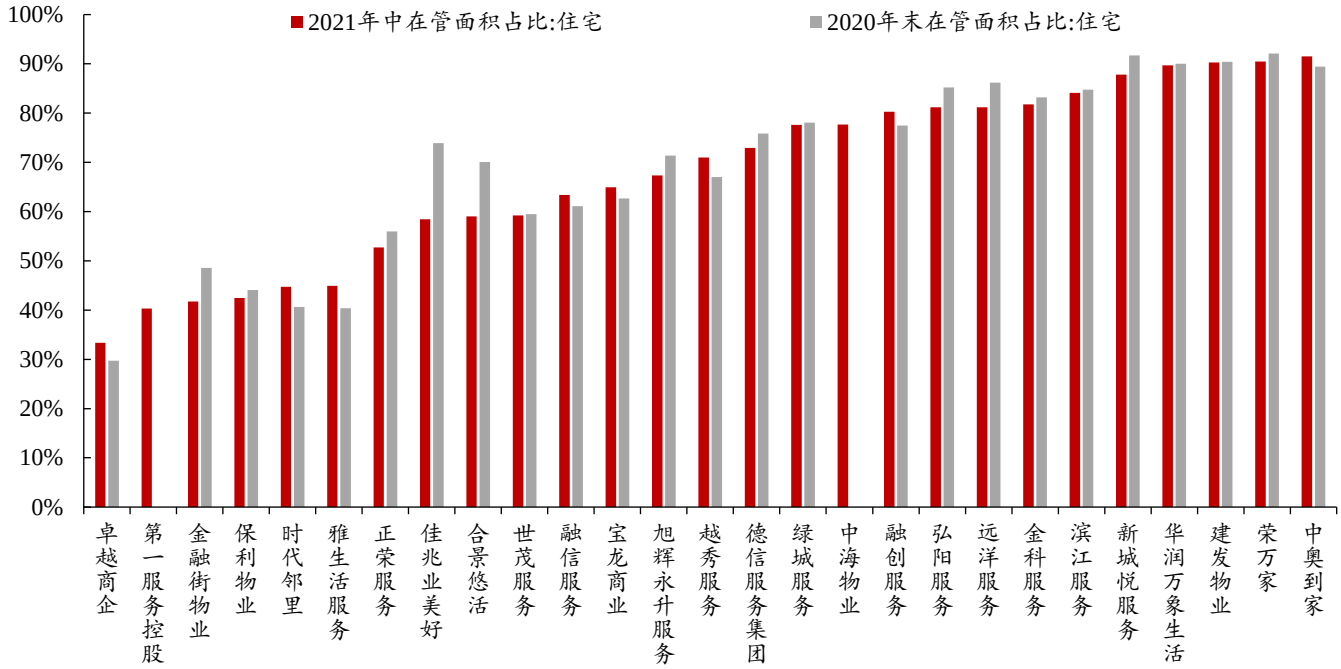
图 17：宝龙商业、融创服务、融信服务关联方土储/公司合约面积相对较大



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：碧桂园土储为权益口径，未纳入比较；由于部分公司公告在管面积及土储单位为亿平、百万平等，计算或略有偏差

管理范围持续拓宽，非住业态占比提升。2021 年上半年，上市物管企业的管理范围继续拓宽：在 25 家已披露 2020 年末及 2021 年中在管业态的物管公司中，17 家的住宅在管面积占比有所下降。佳兆业美好、合景悠活、金融街物业住宅在管面积占比降幅较大，分别较 2020 年末下降 15.5 个百分点、11.0 个百分点和 6.8 个百分点。佳兆业美好、合景悠活发力城市服务，金融街物业则在上半年进一步发挥了其在商住和公共物业管理方面的优势。

图 18：佳兆业美好、合景悠活、金融街物业住宅在管面积占比降幅较大



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：由于部分公司公告在管面积及土储单位为亿平、百万平等，计算或略有偏差；中海物业、第一服务控股 2020 年末业态数据缺失

1.4 小结：物企业绩持续高增，多元业务助力扩张

物企市场化拓展程度提升，完善的服务体系、充足的收并购资金等将构建关键竞争力。从目前物企估值的情况来看，扩张能力及品牌力为市场关注重点。随着地产开发行业调控政策的延续，关联房企对物管企业的支持将更为有限，物管企业的规模扩张料将更趋市场化。实际上，2021 年上半年，上市物企对关联方的依赖度已继续下行：已披露在管项目来源的 24 家物企中，23 家来源于关联方的在管面积占比有所下降；在 25 家已披露在管业态的物企中，17 家的住宅在管面积占比有所下降。当前环境下，多元完善的服务体系、充足的收并购资金等将成为物企的关键竞争力，龙头物管企业有望继续保持优势。

表 3：上市物业管理公司估值表

公司名称	股票代码	股价(人民币)	21E EPS	21E PE	22E EPS	22E PE	23E EPS	23E PE	2021E NP (人民币亿元)	YoY	2022E NP (人民币亿元)	YoY	2023E NP (人民币亿元)	YoY	市值(人民币亿元)	股本(亿股)
碧桂园服务	6098 HK Equity	50.33	1.30	38.59	1.95	25.83	2.76	18.25	42.09	52.5%	62.89	49.4%	89.01	41.5%	1624.27	32.27
华润万象生活	1209 HK Equity	31.73	0.65	48.53	0.91	34.92	1.24	25.56	14.92	82.5%	20.74	39.0%	28.33	36.6%	724.22	22.83
融创服务	1516 HK Equity	14.76	0.41	35.70	0.66	22.40	0.94	15.75	12.82	105.0%	20.44	59.4%	29.05	42.2%	457.75	31.01
恒大物业	6666 HK Equity	3.89	0.38	10.25	0.54	7.15	0.72	5.38	41.05	56.6%	58.88	43.4%	78.21	32.8%	420.94	108.11
雅生活服务	3319 HK Equity	26.05	1.74	14.98	2.32	11.23	3.00	8.70	24.70	37.2%	32.94	33.3%	42.55	29.2%	369.98	14.20
世茂服务	873 HK Equity	14.08	0.54	26.03	0.89	15.86	1.36	10.36	12.79	84.6%	20.99	64.1%	32.12	53.0%	332.93	23.64
金科服务	9666 HK Equity	37.53	1.71	21.91	2.59	14.49	3.78	9.93	11.18	80.9%	16.91	51.2%	24.68	45.9%	245.00	6.53
绿城服务	2869 HK Equity	6.95	0.29	23.70	0.39	18.01	0.51	13.58	9.52	34.7%	12.52	31.6%	16.60	32.6%	225.51	32.44
保利物业	6049 HK Equity	37.07	1.60	23.17	2.07	17.88	2.64	14.02	8.85	31.4%	11.47	29.6%	14.63	27.5%	205.14	5.53
旭辉永升服务	1995 HK Equity	12.19	0.38	32.25	0.57	21.53	0.80	15.28	6.32	61.8%	9.46	49.8%	13.33	40.9%	203.70	16.70
中海物业	2669 HK Equity	5.34	0.28	19.17	0.37	14.60	0.48	11.24	9.16	27.3%	12.03	31.3%	15.63	29.9%	175.63	32.87
新城悦服务	1755 HK Equity	14.02	0.78	17.99	1.12	12.54	1.56	9.00	6.79	50.2%	9.75	43.5%	13.58	39.2%	122.24	8.72
宝龙商业	9909 HK Equity	17.15	0.70	24.34	0.98	17.52	1.33	12.92	4.54	48.7%	6.30	38.9%	8.55	35.6%	110.44	6.44
合景悠活	3913 HK Equity	4.95	0.35	14.05	0.56	8.78	0.78	6.35	7.11	119.9%	11.37	60.0%	15.71	38.2%	99.80	20.18
卓越商企服务	6989 HK Equity	4.90	0.43	11.36	0.60	8.19	0.82	5.97	5.27	76.4%	7.31	38.8%	10.03	37.2%	59.85	12.22
建业新生活	9983 HK Equity	4.47	0.49	9.17	0.67	6.67	0.92	4.86	6.18	44.9%	8.51	37.6%	11.66	37.1%	56.71	12.70
滨江服务	3316 HK Equity	17.69	1.17	15.06	1.78	9.92	2.61	6.79	3.25	47.8%	4.93	51.7%	7.20	46.2%	48.89	2.76
远洋服务	6677 HK Equity	3.94	0.36	10.99	0.51	7.72	0.68	5.77	4.25	52.4%	6.05	42.4%	8.10	33.9%	46.69	11.84
正荣服务	6958 HK Equity	4.06	0.27	15.15	0.39	10.37	0.54	7.53	2.78	52.1%	4.06	46.0%	5.59	37.7%	42.12	10.38
时代邻里	9928 HK Equity	3.62	0.42	8.71	0.60	5.99	0.81	4.46	4.10	76.2%	5.96	45.5%	8.01	34.3%	35.68	9.86
星盛商业	6668 HK Equity	3.27	0.19	17.58	0.26	12.75	0.34	9.59	1.90	50.5%	2.62	37.9%	3.48	33.0%	33.40	10.21
彩生活	1778 HK Equity	2.10	0.33	6.34	0.35	5.95	0.37	5.70	4.94	-1.5%	5.26	6.5%	5.49	4.4%	31.30	14.88
佳兆业美好	2168 HK Equity	19.88	2.62	7.59	3.90	5.10	5.90	3.37	4.04	78.6%	6.01	48.9%	9.10	51.4%	30.64	1.54
奥园健康	3662 HK Equity	3.58	0.50	7.20	0.67	5.34	0.86	4.17	3.61	46.2%	4.87	34.8%	6.23	27.9%	25.99	7.26
弘阳服务	1971 HK Equity	3.84	0.38	10.18	0.57	6.78	0.82	4.71	1.57	120.1%	2.35	50.2%	3.39	44.1%	15.95	4.15
金融街物业	1502 HK Equity	3.63	1.50	2.42	1.78	2.04	2.04	1.78	1.56	47.6%	1.84	18.3%	2.11	14.7%	13.55	1.04

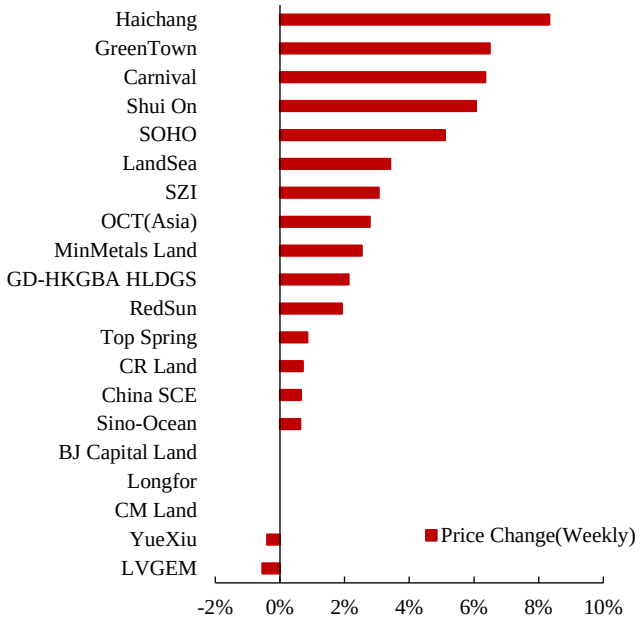
数据来源：Bloomberg 一致预期，中达证券研究；注：数据截至 2021 年 9 月 10 日，货币单位已统一为人民币

2.行业表现

2.1 地产开发行业表现

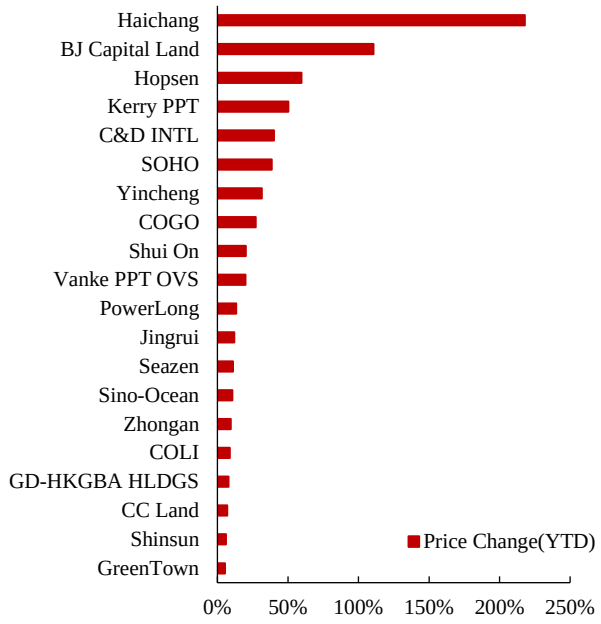
本周，海昌海洋公园、绿城中国、嘉年华国际涨幅居前。海昌海洋公园、首创置业、合生创展集团年初至今涨幅居前。

图 19：海昌海洋公园、绿城中国、嘉年华国际本周涨幅居前



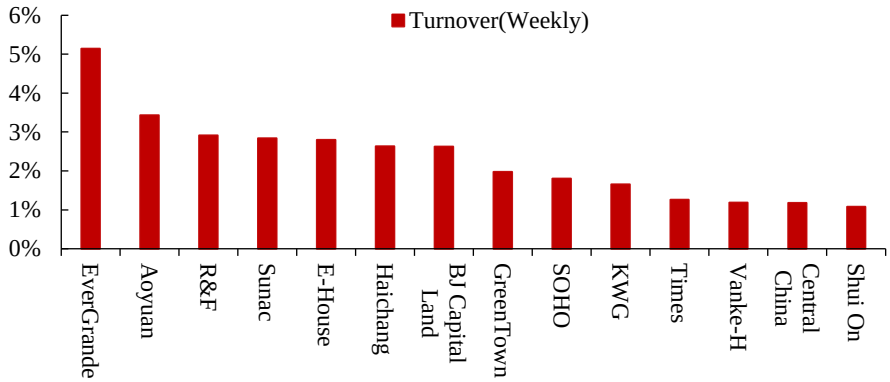
数据来源：Wind，中达证券研究

图 20：海昌海洋公园、首创置业、合生创展集团年初至今涨幅居前



数据来源：Wind，中达证券研究

图 21：中国恒大、中国奥园、富力地产本周换手率居前

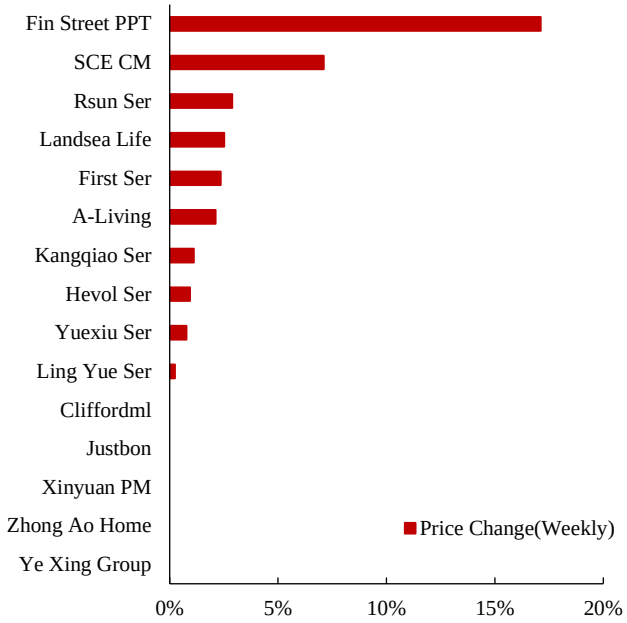


数据来源：Wind，中达证券研究

2.2 物业管理行业表现

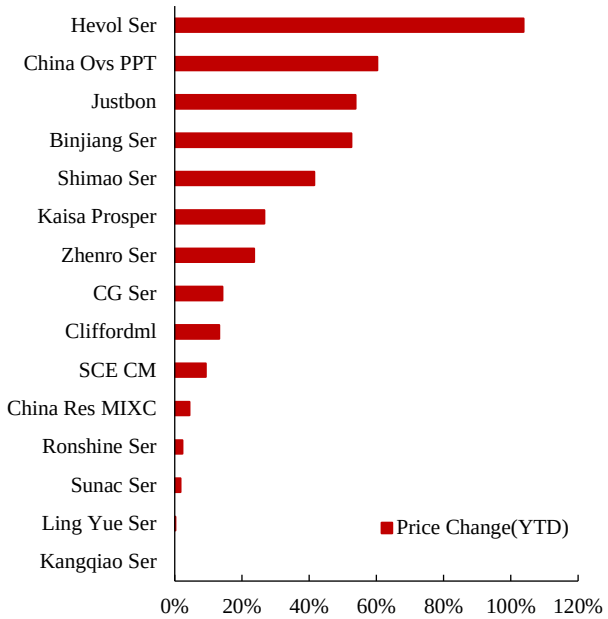
本周，金融街物业、中骏商管、弘阳服务涨幅居前。和泓服务、中海物业、蓝光嘉宝服务年初至今涨幅居前。

图 22：金融街物业、中骏商管、弘阳服务本周涨幅居前



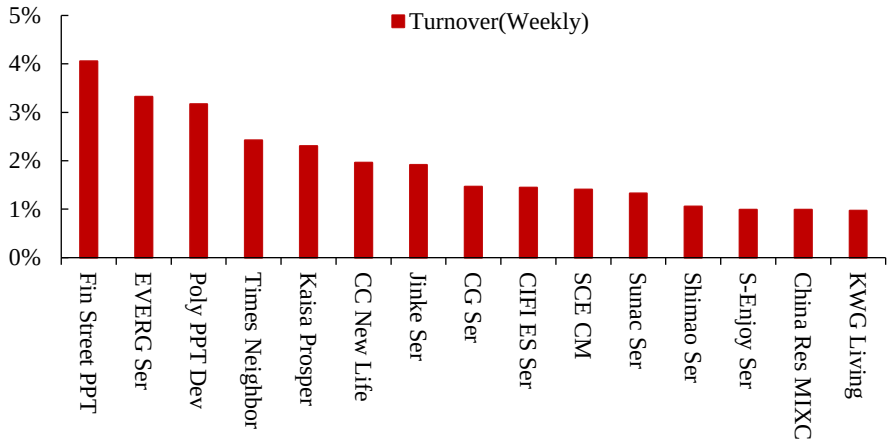
数据来源：Wind，中达证券研究

图 23：和泓服务、中海物业、蓝光嘉宝服务年初至今涨幅居前



数据来源：Wind，中达证券研究

图 24：金融街物业、恒大物业、保利物业本周换手率居前



数据来源：Wind，中达证券研究

3.主要城市成交表现

3.1 新房成交数据

表 4：主要城市交易量情况，本周新房成交环比下降

城市 / 区域	过去7日 平方米	过去7日 环比	过去7日 同比	过去30日 千平方米	过去30日 环比	过去30日 同比	本月截至 9-10 千平方米	本月截至 9-10 环比	本月截至 9-10 同比	本年截至 9-10 千平方米	本年截至 9-10 同比
北京	155,469	-13%	-16%	789	-4%	-21%	247	-14%	-13%	7,080	56%
上海	282,500	-11%	-11%	1,519	23%	-3%	439	-19%	-7%	11,545	37%
广州	145,168	-31%	-36%	735	-2%	-33%	202	-11%	-34%	8,481	41%
深圳	89,918	-49%	-29%	658	132%	63%	158	25%	-1%	3,519	37%
一线城市	**673,055**	**-24%**	**-21%**	**3,700**	**20%**	**-9%**	**1,046**	**-11%**	**-15%**	**30,625**	**42%**
二线城市	**2,316,258**	**9%**	**-16%**	**8,787**	**-16%**	**-26%**	**3,409**	**3%**	**-20%**	**92,860**	**22%**
三线城市	**1,452,424**	**-18%**	**-39%**	**6,961**	**-8%**	**-38%**	**2,157**	**-6%**	**-37%**	**80,584**	**9%**
北京	155,469	-13%	-16%	789	-4%	-21%	247	-14%	-13%	7,080	56%
青岛	225,655	-22%	-24%	1,221	-3%	-17%	339	-3%	-23%	11,026	10%
济南	221,144	-13%	7%	1,032	-8%	8%	329	1%	14%	8,909	20%
东营	53,371	-21%	-8%	252	32%	-52%	93	47%	10%	1,923	-44%
环渤海	**655,639**	**-17%**	**-12%**	**3,294**	**-3%**	**-17%**	**1,008**	**-2%**	**-8%**	**28,937**	**14%**
上海	282,500	-11%	-11%	1,519	23%	-3%	439	-19%	-7%	11,545	37%
南京	205,871	26%	29%	541	-5%	-34%	291	60%	-18%	9,490	47%
杭州	291,974	90%	-9%	786	-23%	4%	380	-13%	-14%	8,878	45%
苏州	186,670	2%	-4%	742	-22%	-10%	296	5%	0%	8,318	7%
海门	3,445	23%	-90%	10	-28%	-94%	4	-20%	-95%	453	-63%
江阴	26,498	-33%	-61%	135	19%	-61%	41	50%	-58%	2,111	6%
温州	163,480	-5%	-13%	574	-5%	-33%	240	15%	-1%	6,612	6%
金华	52,260	-15%	66%	264	42%	27%	98	72%	69%	1,998	24%
常州	26,180	-22%	-51%	135	-55%	-58%	47	-46%	-54%	1,901	-12%
淮安	57,458	-11%	-8%	252	-14%	-29%	94	-14%	-17%	3,589	19%
连云港	131,369	-8%	-19%	580	-1%	-12%	192	-25%	-23%	6,137	41%
绍兴	8,529	69%	-93%	49	-47%	-82%	11	-56%	-92%	1,458	-19%
镇江	90,031	-30%	-56%	406	11%	-50%	137	30%	-51%	4,666	12%
嘉兴	-	-	-	88	-34%	-74%	33	-47%	-73%	1,171	-48%
芜湖	66,603	32%	-23%	325	-19%	12%	99	-28%	-17%	4,999	248%
盐城	19,570	-38%	-81%	117	16%	-75%	20	-28%	-81%	2,323	-6%
舟山	15,189	4%	-25%	81	-20%	-32%	19	-39%	-34%	962	5%
池州	9,047	-33%	64%	47	-35%	-29%	14	-51%	3%	707	19%
宁波	202,357	123%	5%	594	8%	-36%	248	9%	-13%	5,856	7%
长三角	**1,839,031**	**8%**	**-23%**	**7,244**	**-6%**	**-29%**	**2,702**	**-5%**	**-25%**	**83,176**	**21%**
广州	145,168	-31%	-36%	735	-2%	-33%	202	-11%	-34%	8,481	41%
深圳	89,918	-49%	-29%	658	132%	63%	158	25%	-1%	3,519	37%
福州	75,313	-29%	-35%	472	23%	20%	102	-22%	-39%	3,729	133%
东莞	72,774	-14%	-47%	296	-32%	-64%	114	0%	-41%	3,557	-18%
泉州	6,333	-3%	-85%	27	-33%	-85%	11	-12%	-79%	698	-53%
莆田	31,344	186%	74%	109	-25%	-41%	37	-7%	32%	1,464	33%
惠州	43,239	3%	22%	156	1%	-45%	65	16%	-24%	1,976	8%
韶关	9,504	-68%	-70%	82	-15%	-47%	15	-19%	-68%	936	-20%
佛山	115,689	-16%	-55%	587	-31%	-49%	151	-17%	-60%	8,364	5%
珠海	87,367	-5%	-4%	372	-11%	-7%	87	0%	-4%	4,461	104%
清远	27,662	-47%	-74%	225	13%	-47%	44	1%	-70%	2,128	-23%
江门	11,989	-48%	-57%	81	17%	-34%	18	12%	-50%	1,100	24%
珠三角及南部其它城市	**716,300**	**-26%**	**-41%**	**3,800**	**-1%**	**-32%**	**1,004**	**-5%**	**-40%**	**40,411**	**19%**
泰安	41,103	1%	-59%	184	0%	-50%	58	-8%	-59%	1,814	11%
北部	**41,103**	**1%**	**-59%**	**184**	**0%**	**-50%**	**58**	**-8%**	**-59%**	**1,814**	**11%**
武汉	323,053	-27%	-32%	1,352	-41%	-34%	556	24%	-17%	17,826	75%
岳阳	-	-	-	103	-50%	-46%	6	-87%	-88%	1,443	-8%
宝鸡	63,224	3%	-16%	302	21%	-11%	90	13%	-12%	2,767	20%
中部	**386,277**	**-28%**	**-34%**	**1,756**	**-36%**	**-32%**	**652**	**13%**	**-21%**	**22,035**	**56%**
成都	540,929	23%	3%	2,024	-4%	-13%	817	0%	-4%	16,659	10%
柳州	70,796	-37%	-17%	386	43%	-38%	103	14%	-26%	3,515	-17%
南宁	191,663	13%	-45%	759	-11%	-46%	267	-17%	-50%	7,521	-17%
西部	**803,388**	**11%**	**-16%**	**3,170**	**-2%**	**-27%**	**1,187**	**-3%**	**-23%**	**27,695**	**-3%**
总计	**4,441,737**	**-7%**	**-26%**	**19,448**	**-8%**	**-28%**	**6,611**	**-3%**	**-25%**	**204,069**	**19%**
上升城市数目		**14**	**8**		**14**	**6**		**17**	**6**		**29**
下降城市数目		**26**	**32**		**28**	**36**		**25**	**36**		**13**

数据来源：各地房管局，中达证券研究；注：数据截至 2021/9/10

表 5：主要城市新房库存与去化周期情况，本周主要城市平均去化周期约 28.7 个月

城市	可售面积(千平方米)	环比	同比	去化周期(月)	上期	环比	同比
北京	11,260	0%	-3%	14.3	13.4	6%	24%
上海	4,597	1%	-37%	3.0	2.8	7%	-35%
广州	9,849	2%	21%	13.4	12.6	6%	80%
深圳	1,741	9%	-29%	2.6	2.4	9%	-56%
一线城市		**3%**	**-12%**	**8.3**	**7.8**	**7%**	**3%**
杭州	2,047	8%	-43%	2.6	2.3	13%	-45%
南京	7,086	8%	18%	13.1	14.1	-7%	80%
苏州	8,436	-2%	22%	11.4	11.5	-1%	35%
福州	6,184	-1%	-3%	13.1	12.7	3%	-20%
南宁	9,987	1%	21%	13.2	13.0	1%	126%
温州	11,318	0%	0%	19.7	21.6	-9%	50%
泉州	6,769	0%	-5%	253.5	239.1	6%	525%
宁波	3,453	-4%	30%	5.8	6.0	-3%	103%
东营	1,714	-1%	2%	6.8	7.3	-7%	114%
平均		**2%**	**0%**	**28.7**	**27.6**	**2%**	**76%**

数据来源：各地房管局，中达证券研究；注：数据截至 2021/9/10；平均环比及平均同比为各城市变动平均值

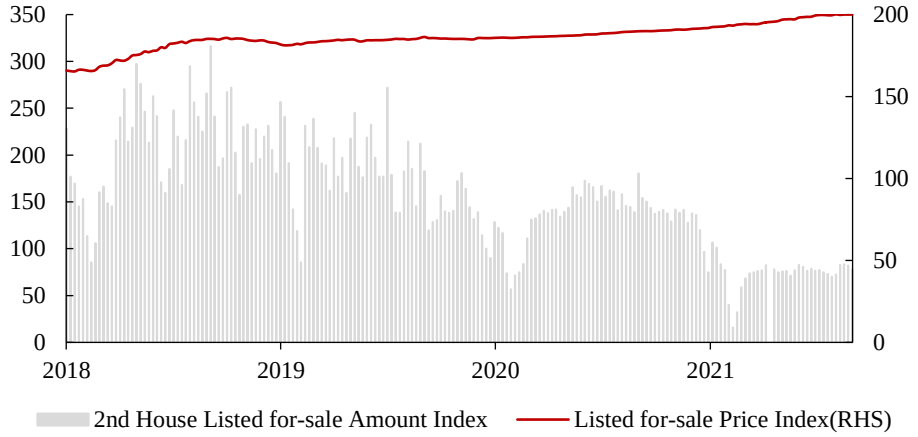
3.2 二手房成交及价格数据

表 6：主要城市二手房成交量情况，北京、金华本年至今涨幅较大

城市	过去7日			过去30日			本月至今			本年至今	
	平方米	环比	同比	千平方米	环比	同比	千平方米	环比	同比	千平方米	同比
北京	244,330	-24%	-26%	1,335	-18%	-12%	389	-27%	-21%	13,368	43%
深圳	39,602	20%	-80%	173	-24%	-81%	58	-21%	-80%	2,881	-52%
杭州	35,866	-1%	-74%	180	-44%	-64%	51	-42%	-73%	4,087	6%
南京	172,411	-14%	-23%	740	34%	-30%	279	196%	-17%	6,976	3%
成都	58,364	1%	-41%	298	-13%	-29%	87	-28%	-41%	2,735	-22%
青岛	36,534	-25%	-69%	202	-30%	-64%	62	-36%	-66%	4,091	12%
无锡	69,090	-1%	-41%	329	-21%	-56%	105	-18%	-37%	3,991	-11%
苏州	112,505	39%	-8%	451	-10%	-20%	159	-22%	-12%	5,023	26%
厦门	46,145	12%	-30%	237	-17%	-31%	70	-18%	-28%	3,046	32%
清远	16,054	-19%	-50%	102	13%	-36%	27	36%	-46%	918	-9%
东莞	48,580	1%	-34%	236	-4%	-2%	75	-13%	-30%	1,450	-27%
南宁	38,968	119%	-46%	118	-25%	-62%	43	-21%	-58%	1,218	-34%
佛山	99,647	-9%	-41%	520	-15%	-30%	156	-22%	-38%	5,163	28%
金华	33,998	-80%	21%	308	68%	61%	149	124%	184%	2,365	33%
江门	10,498	-13%	-33%	60	-11%	-29%	16	-28%	-41%	615	10%
总计	**1,062,592**	**-16%**	**-41%**	**5,289**	**-11%**	**-37%**	**1,726**	**-8%**	**-35%**	**57,927**	**5%**
上升城市数目		**6**	**1**		**3**	**1**		**3**	**1**		**9**
下降城市数目		**9**	**14**		**12**	**14**		**12**	**14**		**6**

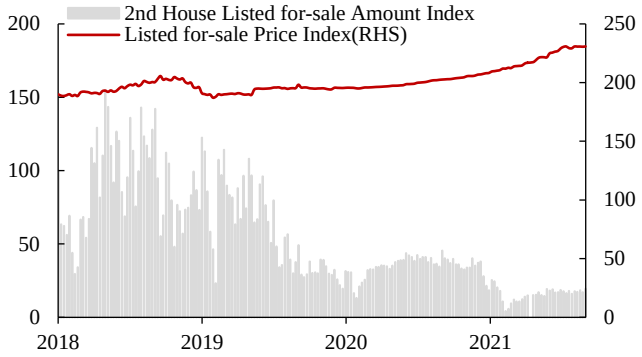
数据来源：各地房管局，中达证券研究；注：数据截至 2021/9/10

图 25：二手房挂牌出售价格指数近期稳中微升



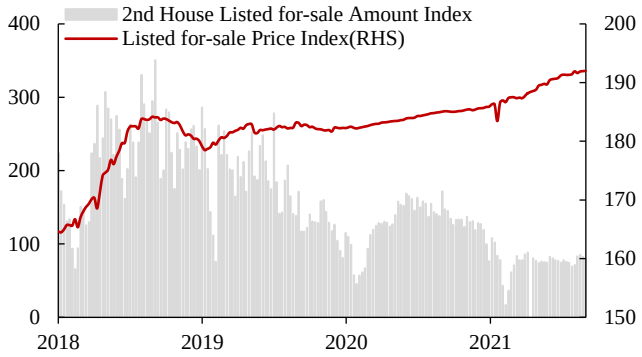
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/9/5

图 26：一线城市二手房价格指数有所提升



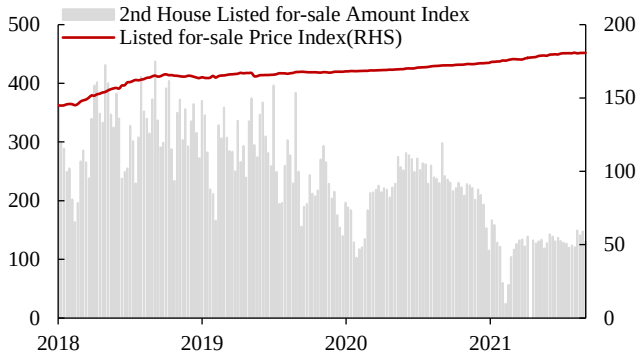
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/9/5

图 27：二线城市二手房价格指数略有提升



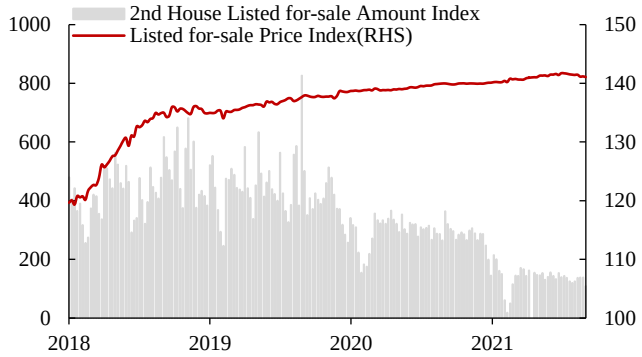
数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/9/5

图 28：三线城市二手房价格指数有所提升



数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/9/5

图 29：四线城市二手房价格指数缓慢上涨



数据来源：Wind，中达证券研究；注：截至 2021/9/5

4.重要政策及动态

4.1 本周重要行业政策与新闻

表 7：本周要闻：武汉将支持企业发行企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具等公司信用类债券，用于保障性租赁住房建设运营

日期	地区/部门	简述
2021-09-07	银保监会	严格落实房地产贷款集中度管理制度；指导银行保险机构加大对保障性租赁住房支持，推动保险资金支持长租市场发展，会同人民银行推进房地产投资信托基金（REITs）试点。
2021-09-09	国务院	国家人权行动计划指出，加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系。
2021-09-09	武汉	保障性租赁住房租金按不高于同地段同品质市场租赁住房租金的 85%评估确定。支持企业发行企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具等公司信用类债券，用于保障性租赁住房建设运营。

数据来源：Wind，政府网站，中达证券研究

4.2 本周重点公司新闻及公告

表 8：本周公司动态：黑石集团终止对 SOHO 中国收购要约

日期	对象	简述
2021-09-07	合景泰富集团	额外发行于 2025 年到期 1 亿美元之 5.95%优先票据（将与于 2020 年 8 月 10 日发行于 2025 年到期 2 亿美元之 5.95%优先票据合并及组成单一类别）。
2021-09-10	SOHO 中国	鉴于目前满足收购要约的先决条件进展不足，各方一致认为无法在要约最后截止日当天或之前满足先决条件，经各方一致同意，黑石集团终止对公司收购要约。

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

4.3 重点公司 8 月销售情况一览

表 9：2021 年前 8 月，绿城中国、宝龙地产等累计销售额增速居前

公司	代码	1-8月累计销售金额		1-8月累计销售面积		8月销售金额		8月销售面积	
		（亿元）	同比	（万平）	同比	（亿元）	同比	（万平）	同比
万科A	000002.SZ	4430	1.1%	2718	-6.1%	370	-36.9%	219	-48.1%
中国恒大	3333.HK	4386	-2.7%	5379	9.0%	381	-26.0%	534	0.3%
融创中国	1918.HK	4152	33.2%	2868	28.4%	451	-29.8%	322	-29.6%
碧桂园	2007.HK	4026	5.3%	4651	2.6%	452	-25.8%	550	-22.8%
保利地产	600048.SH	3742	18.0%	2296	9.5%	469	6.8%	312	10.6%
中国海外发展	0688.HK	2549	14.7%	1287	6.1%	250	-13.1%	135	-1.7%
招商蛇口	001979.SZ	2176	35.7%	939	31.9%	204	-24.1%	82	-25.9%
金地集团	600383.SH	2075	43.9%	965	37.9%	190	-12.2%	90	-16.7%
世茂集团	0813.HK	1989	17.7%	1121	16.4%	240	-18.7%	136	-19.8%
龙湖集团	0960.HK	1817	16.3%	1057	14.6%	201	-17.1%	116	-19.2%
绿城中国	3900.HK	1791	87.1%	615	68.0%	287	77.2%	81	19.1%
旭辉控股集团	0884.HK	1771	38.0%	1011	22.6%	200	-21.8%	113	-37.9%
中国金茂	0817.HK	1620	11.1%	935	21.6%	144	-33.3%	64	-37.1%
新城控股	601155.SH	1523	9.5%	1424	11.3%	177	-13.9%	182	-11.0%
中南建设	000961.SZ	1409	17.9%	1022	15.0%	142	-30.0%	103	-34.4%
融信中国	3301.HK	1098	29.9%	536	41.3%	110	-8.4%	56	-8.8%
正荣地产	6158.HK	1058	29.2%	639	19.8%	115	-6.8%	69	-10.5%
美的置业	3990.HK	1012	40.9%	842	31.6%	82	-37.8%	74	-31.0%
龙光集团	3380.HK	945	34.1%	526	19.3%	109	-16.7%	74	9.3%
雅居乐集团	3383.HK	921	18.5%	595	5.0%	85	-28.7%	58	-32.2%
首开股份	600376.SH	851	43.2%	270	30.1%	84	15.6%	32	19.7%
富力地产	2777.HK	827	5.0%	612	-8.0%	94	-	65	-
佳兆业集团	1638.HK	818	49.0%	485	51.3%	79	-15.6%	45	-13.7%
荣盛发展	002146.SZ	794	20.0%	733	22.8%	116	13.6%	108	16.7%
中骏集团控股	1966.HK	751	31.8%	490	21.0%	81	-12.6%	61	-11.7%
合景泰富集团	1813.HK	715	28.6%	366	5.8%	72	-25.2%	38	-41.7%
禹洲集团	1628.HK	714	9.1%	373	-6.3%	90	-21.8%	43	-38.4%
宝龙地产	1238.HK	710	53.6%	447	48.2%	85	18.0%	51	9.6%
越秀地产	0123.HK	652	26.2%	239	14.6%	127	65.5%	41	32.2%
时代中国控股	1233.HK	600	21.6%	304	-13.8%	68	-24.3%	32	-48.7%
首创置业	2868.HK	468	14.5%	203	64.1%	42	9.9%	15	13.1%
建业地产	0832.HK	466	-18.0%	647	-18.1%	53	-34.2%	73	-36.0%
中国海外宏洋集团	0081.HK	433	30.7%	404	29.4%	37	-5.8%	45	21.9%
花样年控股	1777.HK	373	36.0%	236	16.8%	40	-21.0%	30	-15.4%
保利置业集团	0119.HK	364	27.3%	212	35.5%	25	-56.1%	15	-49.5%
当代置业	1107.HK	296	34.3%	291	35.2%	41	-0.2%	42	7.5%
合生创展集团	0754.HK	261	48.1%	69	-34.5%	18	-40.5%	4	-72.4%

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：碧桂园、佳兆业集团、龙光集团为权益口径

风险提示：

1.行业调控及融资政策或存在一定不确定性，影响上市公司销售业绩；

2.宏观经济波动可能对行业内企业经营造成一定影响；

3.疫情控制具有不确定性。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：
（1）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
（2）该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
（3）该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
（4）标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
（5）该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
（6）该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。
1）股票评级：
买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间；
持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间；
卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。
2）行业评级：
强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值和来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。

过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第 571 章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。