

内地房地产周度观察

地产并购案例复盘及出险房企土储布局梳理

并购资金来源：房企可通过多元方式筹措并购资金，部分方式使房企流动性压力实际可控。本文对过去行业内 4 个大型并购案例进行了梳理，并购方可运用自有资金、债权及股权融资等支付并购款项：**1) 并购方自有资金：**融创以 438 亿元并购万达文旅项目资产包时，采用内部资源于签署协议书后分三期支付对价；使用自有资金进行并购将对并购方带来较大的流动性压力，分期支付可能一定程度缓解上述压力。**2) 第三方借款：**富力以 190 亿元并购万达酒店资产包时，其中 63 亿元来自第三方借款；采用自有资金及借款共同支付并购款对并购方短期流动性的压力略小于完全使用自有资金、但可能进一步提升杠杆率。**3) 并购贷款：**在万科收购广信资产包的案例中，万科通过并购贷款置换原有投入约 250 亿元；需注意**并购贷款发放需满足一定条件**。**4) 发行永续债：**恒大以 204 亿元收购周大福及新世界 5 个项目时，向周大福及新世界合计发行 15 亿美元永续债、支付了近半收购对价；永续债将计入少数股东权益，恒大也成功在**开展并购的同时优化了资本结构**。**5) 发行股份：**中海以 310 亿元收购中信资产包时，通过向中信发行股份支付了 297 亿港元（约合人民币 249 亿元）、中信也在获得股份后成为了中海的第二大股东。**6) 项目转让：**中海收购中信资产包案例中剩余对价的支付方式为向中信转让物业组合，中海未动用其他自有资金、此次并购对其自身流动性的影响相对较小。

并购交易进度：部分大型并购交易在双方签订协议后半年内完成，并购标的自身遗留问题可能影响并购进度。部分大型并购交易在并购方公告半年内完成，例如万达文旅及酒店资产的出售、恒大对周大福及新世界 5 个项目的收购、中海对中信资产包的收购等。另一方面，部分资产的历史遗留问题影响了项目开发、合作方引入、申请并购贷款等进度，例如，由于广信资产包涉及问题较复杂，万科在竞得资产包后 3 年方才完成战投的引入和并购贷款的置换、近 4 年后该资产包首个项目方才开盘预售。与广信资产包类似，部分房企的旧改项目可能也存在难以转让或并购进展较慢的问题。

政策鼓励优质房企开展项目并购，佳兆业、花样年等出险房企土储布局相对更佳。日前，《金融时报》报道称监管层将鼓励发放并购贷款、重点支持优质房企并购出险房企的优质项目，行业风险化解有望稳步推进。从 6 家已违约或正寻求兑付方案、已披露土储项目分布的房企 2021 年中期的土地储备的布局来看：**1) 城市能级：**根据统计局对 70 城的能级划分标准，佳兆业位于**一线城市的土储建面占比大幅领先 (23.6%)**，优势较为突出；新力、花样年、富力二线占比较高 (51.1%、43.2%、41.0%)。**2) 区域分布：**6 家公司中，佳兆业 63.1% 土储建面位于珠三角，新力、奥园亦分别有 29.5%、28.3% 的土储建面位于珠三角；新力、花样年位于长三角的土储建面占比相对较高，分别约 21.5%、17.3%。**3) 重仓城市：**花样年、佳兆业土储建面前十大城市中热点城市相对较多，如花样年位于成都、佛山、深圳、宁波、杭州等地的土储建面占比较高，佳兆业在深圳、广州、东莞等城市布局较多。综合来看，佳兆业、花样年等土储布局相对更佳，在销售回款或资产出售方面可能相对顺畅。

风险提示：调控政策及疫情防控政策存不确定性；公司销售回款或出现波动；项目复杂程度或影响并购决策及交易进度。

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 4660
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

洪宁蔚
联系人

+852 3958 4600
Sabrinahong@cwghl.com



目录

1. 大型并购案例梳理：资金来源、交易进展差异较大.....	3
2. 出险房企土储布局几何？	7

图表目录

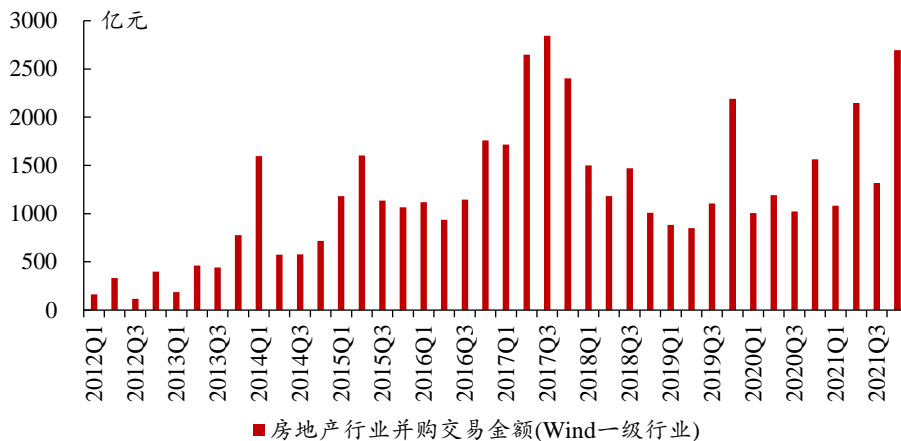
图 1：2021 年后房地产行业并购金额规模明显提升，截至 12 月 20 日达 7242 亿元.....	3
表 1：融创与富力均以内部资源支付对价、分别收购万达文旅及酒店资产包.....	4
表 2：本次交易中万达出售资产包括 13 个文旅项目 91% 股权、73 个酒店项目全部股权及 1 座写字楼	4
表 3：恒大采用自有资金+永续债共同支付项目收购对价，短期资金压力相对可控.....	5
表 4：广信资产包体量较大、涉及较多历史遗留问题，影响开发周期、合作方及并购贷款引入时间.....	6
表 5：仅部分并购案例对并购方股价有短期提振.....	7
表 6：土地储备对比公司范围	7
表 7：佳兆业位于一线城市的土储建面占比较高.....	8
表 8：各区域按省份划分标准	9
表 9：佳兆业、荣盛土储分布相对集中，新力、花样年长三角土储占比相对较高.....	9
表 10：花样年、新力、佳兆业逾七成土储建面位于前十大布局城市.....	10



1. 大型并购案例梳理：资金来源、交易进展差异较大

房地产行业的项目收并购实际较为常见，2021 年行业并购金额规模明显提升。根据 Wind 的行业分类和统计，2012 年至 2021 年的 10 年间房地产行业并购交易金额达到 4.8 万亿元，其中 2017 年及 2021 年（2021 年统计截至 2021 年 12 月 20 日）并购交易金额最大，分别达到 9612 亿元和 7242 亿元。过去，行业中也出现了较多大规模的收并购案例、收并购亦为部分房企销售排名提升的路径之一，下文将对部分案例的资金来源和交易进展进行梳理和分析。

图 1：2021 年后房地产行业并购金额规模明显提升，截至 12 月 20 日达 7242 亿元



数据来源：Wind，中达证券研究；注：2021Q4 值截至 2021 年 12 月 20 日

过去行业内的大型并购在交易资金来源、交易进展等方面有所不同。资金来源方面，除自有资金外，房企亦在通过银行融资、发行永续债、发行股份等方式筹集资金进行并购，例如富力收购万达酒店资产包时以自有资金和第三方借贷共同支付、恒大收购周大福及新世界资产时近半对价以永续债方式支付、中海收购中信资产包时通过向中信发行股份及转让项目方式支付对价等。交易进展方面，收购标的本身的条件可能影响项目开发 and 后续引入合作方、并购贷款等方面的进度，如万科竞得广信资产包 2.5 年后方才完成引入合作方的前期准备工作。

万达文旅及酒店资产出售：大部分资产交割于半年内完成，融创使用自有资金支付、富力使用自有资金及第三方借贷共同支付。2017 年 7 月 10 日，融创中国与大连万达商业订立框架协议，融创拟分别以 295.75 亿元收购万达 13 个文旅项目 91% 股权、以 335.96 亿元收购万达 76 家酒店 100% 股权，合计 631.70 亿元；



根据该框架协议，上述资金来源将由融创内部资源及银行融资（万达通过指定银行向融创发放3年期基准利率的296亿元贷款）共同组成。其后，双方调整了交易对象及代价，根据2017年7月19日协议及后续补充协议，融创将以438.44亿元（内部资金）收购万达13个文旅项目91%股权、富力将以189.55亿元（内部资金126.42亿元+第三方借贷63.13亿元）收购万达73家酒店的全部权益及大连万达中心写字楼。从时间节点上看，文旅项目的股权交割及资料交接以融创的三个付款节点为划分、2018年1月融创已取得全部项目的控制权，酒店资产方面2018年1月仅3间酒店的收购尚未完成，整体而言进展较快。

表 1：融创与富力均以内部资源支付对价、分别收购万达文旅及酒店资产包

时间	进展	金额(亿元)
2017-07-19	融创（作为买方）与万达（作为卖方）订立协议	-
签署协议书后 2个工作日内	融创支付首笔付款（包含签署框架协议时已支付的定金25亿元），万达收到付款后双方办理第一批4个项目的股权交割及资料交接	150.00
签署协议书后 45日内	融创支付第二笔付款，万达收到付款后双方办理第二批4个项目的股权交割及资料交接	144.22
签署协议书后 90日内	融创支付第三笔付款，万达收到付款后双方办理第三批5个项目的股权交割及资料交接	144.22
文旅项目交易对价		438.44
文旅项目承担贷款		454.00
2017-07-19	富力（作为买方）与万达（作为卖方）订立协议	-
签署协议书后 2个工作日内	富力支付首笔付款（作为定金），万达收到付款后3个月内万达完成转让73家酒店及大连万达中心写字楼全部权益	20.00
资产权益转让完成 后首个工作日	富力支付剩余款项	169.55
酒店项目交易对价		189.55

数据来源：公司公告，万达官网，中达证券研究

表 2：本次交易中万达出售资产包括 13 个文旅项目 91% 股权、73 个酒店项目全部股权及 1 座写字楼

资产包	总建筑面积 (万平)	自持面积 (万平)	可售面积 (万平)	客房数量
13 个文旅项目 91% 权益	5940	934	5006	-
73 个酒店项目 100% 权益+大连万达中心写字楼	316	-	-	21207

数据来源：公司公告，万达官网，中达证券研究

恒大收购周大福及新世界5个项目：项目收购半年内全部完成，永续债+自有资金共同支付，控制短期资金压力、优化资本结构。2015年12月29日，恒大向周大福收购位于青岛、上海、北京的3个项目，向新世界收购位于成都、贵阳



的 2 个项目，上述项目合计总规划建筑面积约 851 万方、总代价约 204 亿元，按待开发面积（北京项目按未售面积）口径计算的折合楼面地价均低于周边可比楼面地价。从支付方式上看，恒大采用发行永续债（合计本金总额 15 亿美元，根据当日中间价计算约合人民币 97.3 亿元）和自有资金方式共同支付，首期仅需实际使用自有资金人民币 29 亿元即可取得上述项目的所有权益，这有效控制了并购交易对其流动性的影响、计入所有者权益的永续债也能够进一步优化恒大的资本结构。从时间节点上看，交易推进速度较快，项目收购在 2016 年上半年均已完成。

表 3：恒大采用自有资金+永续债共同支付项目收购对价，短期资金压力相对可控

项目位置	规划建面 (万平)	代价 (亿元)	支付方式	折合楼面地价 (按待开发面积, 元/平)	可比楼面地价 (元/平)
青岛	62	6	永续债+恒大内部资源	2505	3338
		14	恒大内部资源		
上海	38	18	永续债+恒大内部资源	7790	8233
		17	永续债+恒大内部资源		
北京	40	76	永续债+恒大内部资源	22404	43400
成都	304	20	永续债+恒大内部资源	943	1600
贵阳	407	53	永续债+恒大内部资源	1068	2233
合计	851	204	15 亿美元永续债+约 100 亿元恒大自有资金		

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：北京项目折合楼面地价按未售面积计算

中海收购中信资产包：收购历时约半年，发行股份+项目转让支付交易对价。 2016 年 3 月 14 日，中海与中信签订协议，中海拟以 310 亿元（约合 370.80 亿港元）收购中信旗下分布于 25 个城市（以一二线为主）的物业组合，合计总建面 3155 万方（中海 2015 年末土储约 4144 万方）。本次资产收购于 2016 年 9 月完成，历时约半年。资金来源方面，本次交易的代价由中海发行股份和转让物业组合共同支付：中海将向中信发行 10.95 亿股（相当于股份扩大后已发行股本的 10%，中信成为中海第二大股东）偿付 297.24 亿港元，并通过向中信转让物业组合偿付剩余代价人民币 61.49 亿元（约合 73.56 亿港元），并未动用其他自有现金。

万科收购广信资产包：资产历史遗留问题等拉长项目开发周期、影响合作方引入及并购贷款置换时间。 2017 年 6 月 29 日，万科通过公开拍卖竞得广信房产资产包，成交价 551 亿元（包括 3 笔对广信房产的债权及相应利息合计 38.58 亿元、广信房产及广州分公司应缴纳土增税总额、广信房产和广州分公司 100% 投资权益转让款），核心资产为广州市 16 宗可开发土地、剩余权益可开发计容建面预计 211 万平方米，折算楼面价约 2.6 万元/平方米。然而，由于广信资产包



部分用地历史久远、涉及问题较复杂，尽管万科在竞得资产包时已有引入合作方的意向，但直至2019年8月29日及12月2日广信房产和广州分公司方才分别完成改制、引入合作方的前期准备工作方才完成；2020年6月末，万科将50%资产包股权转让予由信达等7家公司共同组成的战略投资者，回收现金390.4亿元（70.4亿元股权转让款、70.4亿元新股东置换原股东投入及249.6亿元并购贷款置换原股东投入）。从时间线上来看，万科竞得广信资产包后3年方完成战投的引入和并购贷款的置换、近4年首个项目方开盘预售。在对部分存在历史遗留问题的资产包做并购时，**资产包自身问题的复杂程度可能拉长项目开发周期，并购方可能也需要较长时间方能引入并购贷款及战投等置换原有投入。**

表 4：广信资产包体量较大、涉及较多历史遗留问题，影响开发周期、合作方及并购贷款引入时间

时间	进展
2017-06-29	万科竞得广信资产包，成交价551亿元
2017-07-04	万科与破产清算组签署相关转让协议
2019-01-09	广信房产资产包完成交割
2019-08-29	广信房产完成改制
2019-12-02	广东国际信托广州分公司完成改制，广州万溪引入合作方前期准备工作完成
2020-06-30	<ul style="list-style-type: none"> 万科累计为广信资产包投入470.4亿元（资产包转让对价416亿元+其他营运资金等54.4亿元，剩余135亿元转让对价未支付） 万科转让50%广信资产包予信达等战投，收回现金390.4亿元（70.4亿元股权转让款+70.4亿元新股东投入置换原股东投入+249.6亿元并购贷款置换前期股东投入）
2021-03	广信资产包首个面世项目“喜悦里”开盘

数据来源：公司公告，万科投资者问答，中达证券研究

不同的并购资金来源和并购标的条件将对并购方的财务和股价带来不同影响。

财务表现方面：从资金来源上看，根据我们此前的简要测算（详见专题报告《房企经营活动对偿债指标影响的量化分析》），使用自有现金拿地较大程度降低公司流动性，引入战投、使用债务等能够在不同程度上对冲现金短债比的下降；另一方面，部分并购案例中并购方需承担并购标的的债务，这将对并购方的杠杆水平带来影响。股价表现方面，在上述案例公告当天（收盘后公告则为公告次日）及公告后5个交易日内，部分并购方的股价仅小幅波动、融创及富力公告当天涨幅相对较大，并购标的公司则多未上市。

表 5：仅部分并购案例对并购方股价有短期提振

公司	代码	事件	公告日期	公告当日涨跌幅	公告后 5 个交易日涨跌幅
中国恒大	3333.HK	拟收购周大福及新世界项目	2015-12-29	4.6%	-0.5%
中国海外发展	0688.HK	拟收购中信资产包	2016-03-14	1.7%	-1.0%
万科 A	000002.SZ	竞得广信资产包	2017-06-30	-0.8%	-2.0%
融创中国	1918.HK	拟收购万达文旅+酒店资产包	2017-07-11	13.6%	7.7%
融创中国	1918.HK	拟收购万达文旅资产包	2017-07-19	23.2%	21.6%
富力地产	2777.HK	拟收购万达酒店资产包	2017-07-20	6.8%	9.4%

数据来源：公司公告，Wind，中达证券研究；注：融创中国 2017 年 7 月 19 日公告于晚间发布，故此处采用次日涨跌幅；其余公告均于开盘前或日间发布，采用当日涨跌幅

2. 出险房企土储布局几何？

更佳的土储布局可能意味着更顺畅的销售回款或更顺利的资产出售，下文将对部分已经出现违约或正寻求兑付方案、已披露土地储备项目分布数据的 6 家房企的土地储备进行对比。

表 6：土地储备对比公司范围

公司名称	土储口径	2021H 土储面积(万平)
中国奥园	总建筑面积	5358
富力地产	总可售面积（不含 IP）	5300
荣盛发展	总建筑面积	3741
佳兆业集团	发展中及用作未来发展总建面	2959
新力控股集团	应占权益建面	1440
花样年控股	在建及待建项目总建面	1186

数据来源：公司公告，中达证券研究

城市能级分布：佳兆业位于一线城市的土储建面占比最高，新力、花样年二线占比较高。根据统计局对 70 城城市能级的划分（一线包含北上广深，二线包含省会、自治区首府及其他副省级城市，其余为三四线），截至 2021 年中期，上述公司位于三四线的土储建面占比均值最高（56.1%）、二线城市占比次之（34.0%），位于一线的土储建面占比均值约 7.9%。其中，佳兆业位于一线城市的土储建面占比最高，达到 23.6%，主要位于深圳（11.3%）和广州（10.9%）；新力、花样年、富力位于二线城市的土储建面占比最高，分别达 51.1%、43.2%、41.0%；荣盛、奥园位于三四线城市的土储建面占比最高，分别达 75.8%和 62.5%。从城市能级上看，一线城市土储占比远高于其他公司的佳兆业优势较为突出。



表 7：佳兆业位于一线城市的土储建面占比较高

公司名称	2021H 土地储备建面分布		
	一线	二线	三四线
中国奥园	6.6%	27.7%	62.5%
富力地产	5.2%	41.0%	46.3%
荣盛发展	0.5%	23.5%	75.8%
佳兆业集团	23.6%	17.6%	58.5%
新力控股集团	3.4%	51.1%	45.4%
花样年控股	8.4%	43.2%	48.3%
平均	7.9%	34.0%	56.1%

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：城市能级划分以统计局 70 城能级划分为准，即一线城市为北上广深，二线城市为省会城市、自治区首府城市和其他副省级城市共计 31 个城市，其余城市划分为三四线城市；由于海外项目不适用于上述划分，部分公司各线城市占比合计值小于 100%

土储区域分布：佳兆业珠三角土储建面占比超六成，新力、花样年长三角占比相对较高。以省份对所属区域进行划分，则 6 家公司位于珠三角、华北和中部的土储建面占比最高，均值分别达 24.7%、23.1%、17.4%。各公司的发展阶段和区域布局各不相同：**1) 奥园、富力布局更趋全国化**，奥园各区域土储占比均低于 30%、位于珠三角（28.3%，主要为江门、广州、梅州等）和华北（17.8%，主要为济南、邢台等）的土储建面较多，富力位于华北的土储占比相对较高（38.5%，主要为太原、天津、沈阳、包头等）。**2) 新力、花样年分别重仓 2-3 个区域**，新力土储建面主要位于中部（44.1%，主要为南昌、武汉、长沙等）、珠三角（29.5%，主要为惠州）和长三角（21.3%，主要为苏州、诸暨、无锡等），花样年的土储建面则多位于西南（41.3%，成都、昆明等）和长三角（17.3%，宁波、杭州等）。**3) 荣盛、佳兆业土储分布相对集中**，佳兆业位于珠三角的土储占比较高（63.1%，惠州、深圳、广州为主），荣盛则主要位于华北（60.4%，廊坊、张家口、沈阳为主）。相对而言，长三角、珠三角区域在人口增长和经济发展水平上更为突出（根据人口普查数据，2020 年总人口数量排名前十的省份中，广东、浙江、江苏 2010-2020 总人口年均符合增速最快，分别达到 1.91%、1.72%、0.75%；长三角、珠三角 GDP 常年领先），故从区域布局上看，长三角土储建面占比相对较高的新力、花样年及珠三角土储建面占比较高的佳兆业等或更具优势。



表 8：各区域按省份划分标准

区域划分	包含省份
华北	北京、天津、河北、辽宁、山东、山西、内蒙古、吉林、黑龙江
长三角	上海、浙江、江苏、安徽
珠三角	广东、香港、澳门
华南	广西、福建、海南
中部	河南、湖北、湖南、江西
西南	云南、四川、贵州、重庆、西藏
西北	陕西、宁夏、甘肃、青海、新疆

数据来源：中达证券研究

表 9：佳兆业、荣盛土储分布相对集中，新力、花样年长三角土储占比相对较高

公司名称	2021H 土地储备建面分布							海外
	华北	长三角	珠三角	华南	中部	西南	西北	
中国奥园	17.8%	15.7%	28.3%	10.4%	13.6%	8.3%	2.8%	3.2%
富力地产	38.5%	9.7%	11.1%	7.1%	12.9%	8.2%	5.0%	7.4%
荣盛发展	60.4%	16.0%	5.0%	0.0%	10.1%	5.7%	2.4%	0.2%
佳兆业集团	8.2%	7.5%	63.1%	0.3%	13.1%	7.7%	0.0%	0.0%
新力控股集团	0.8%	21.5%	29.5%	1.6%	44.1%	2.5%	0.0%	0.0%
花样年控股	13.0%	17.3%	11.3%	6.1%	10.8%	41.3%	0.0%	0.2%
平均	23.1%	14.6%	24.7%	4.3%	17.4%	12.3%	1.7%	1.8%

数据来源：公司公告，中达证券研究

重仓城市：花样年、新力、佳兆业超 20%土储集中于单一城市、逾七成土储建面位于前十大布局城市。布局集中度方面，花样年、新力、佳兆业、荣盛的土储在单一城市的集中度超过 10%，其中花样年 26.8%土储建面位于成都，新力土储建面中 25.7%位于南昌、25.0%位于惠州，佳兆业 22.8%土储建面位于惠州，荣盛 16.7%土储建面位于廊坊；少数城市的市场状况将对上述房企的销售和资产出售带来较大影响。从各公司土储建面的前十大城市上看，花样年、佳兆业优势相对突出：花样年的前十大重仓城市多为成都、佛山、深圳、宁波、杭州等商品房及土地市场热度较高的城市，佳兆业在深圳、广州、东莞等热门城市亦有较多布局。



表 10：花样年、新力、佳兆业逾七成土储建面位于前十大布局城市

2021H 土储建面前十大城市及土储建面占比											
中国奥园		富力地产		荣盛发展		佳兆业集团		新力控股集团		花样年控股	
济南	5.9%	太原	7.5%	廊坊	16.7%	惠州	22.8%	南昌	25.7%	成都	26.8%
江门	5.7%	天津	6.0%	张家口	5.0%	深圳	11.3%	惠州	25.0%	武汉	9.6%
广州	5.4%	湘潭	5.6%	沈阳	5.0%	广州	10.9%	苏州	7.8%	昆明	8.3%
重庆	3.5%	重庆	5.5%	沧州	4.7%	洛阳	5.7%	武汉	4.3%	桂林	6.1%
梅州	3.2%	海南*	5.2%	重庆	3.9%	葫芦岛	5.4%	长沙	3.7%	佛山	5.4%
成都	3.2%	盐城	3.6%	青岛	3.6%	东莞	5.1%	诸暨	3.1%	深圳	4.9%
邢台	3.2%	广州	3.6%	唐山	3.5%	清远	3.9%	无锡	2.8%	宁波	4.5%
湛江	2.9%	惠州	3.0%	石家庄	2.8%	重庆	3.6%	抚州	2.7%	张家口	4.4%
西安	2.8%	包头	2.5%	邯郸	2.6%	长沙	2.7%	赣州	2.2%	杭州	4.3%
济宁	2.7%	沈阳	2.1%	徐州	2.5%	揭阳	2.6%	合肥	2.0%	重庆	3.7%
合计	38.5%	44.6%	50.3%	73.9%	79.2%	78.1%					

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：富力地产仅披露海南全省土储、未单独披露省内情况

监管层支持优质房企发行债券用于部分项目收并购，行业风险化解有望进一步推进。根据《金融时报》的报道，监管层将鼓励银行发放并购贷款支持房企间的项目并购：“近日央行、银保监会出台《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，鼓励银行稳妥有序开展并购贷款业务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目。”实际上，自 11 月 9 日交易商协会举行房企代表座谈会后，国有房企及部分优质民营房企已经在银行间市场成功开展债务融资；在优质房企融资渠道逐步回归畅通、部分房企风险持续暴露的环境下，行业出清有望提速、风险化解也有望稳步推进。

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.项目复杂程度或影响并购决策及交易进度；
- 4.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 and 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。