

## 2018年物业管理行业年报总结

分析师：宋健（SFC：BMV912；SAC：S0190518010002）

联系人：宋婧茹（SAC：S0190118010135）

报告发布日期：2019. 4. 23



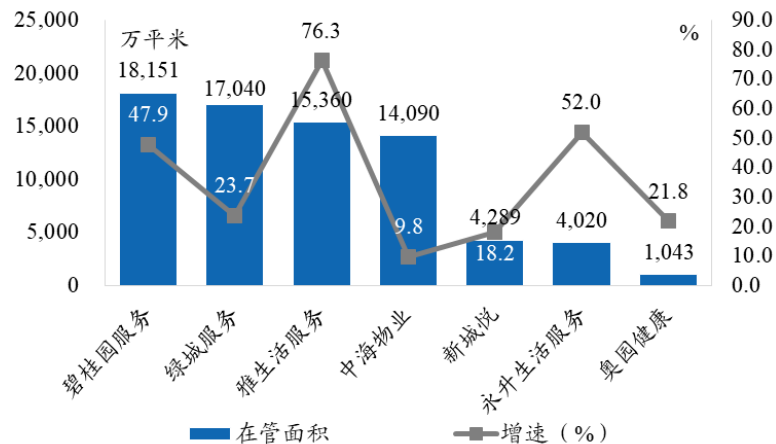
- 2018年，上市物业管理公司管理规模大幅增长，龙头公司奔跑速度加快
- 储备面积快速提升，发展后劲充足
- 外拓能力增强，收购能力提升带动行业整合加速
- 增值服务潜力得到开发，迎来爆发增长窗口期
- 新盘结转占比提高，物管利润率稳步向上
- 增值服务利润空间大，替代性弱利润率高
- 公建、商业综合体市场潜力大，正逐步得到开发
- 上市公司现金充足，资产回报率可观，股息分派慷慨

风险提示：1) 业务扩张不及预期；2) 物业管理满意度降低；3) 物业管理费收缴率降低；4) 物业管理费提价受阻。

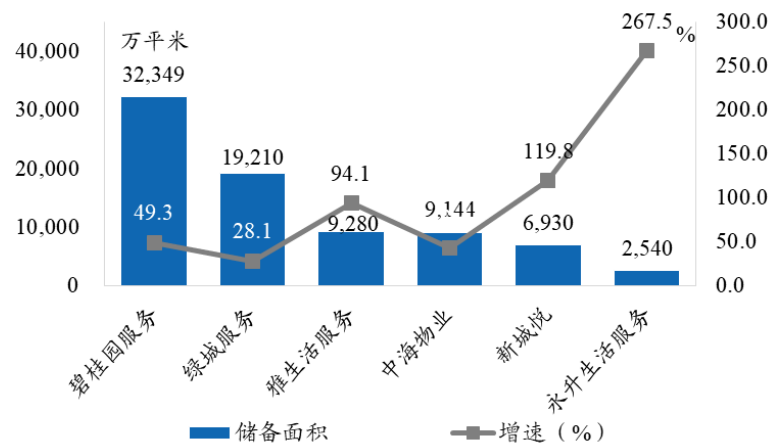
# 2018年上市物管公司在管面积一览

**碧桂园服务：**2018年在管面积最大，在管增速排名第三。碧桂园及第三方的新盘是储备面积的主要部分，三供一业及收购也带来储备面积大幅增厚。公司外拓能力行业适中，2018年碧桂园为其在管增量贡献超6成，未来该比例预计将下降。

▶截至2018年，在管面积碧桂园服务最大，雅生活服务增速最快

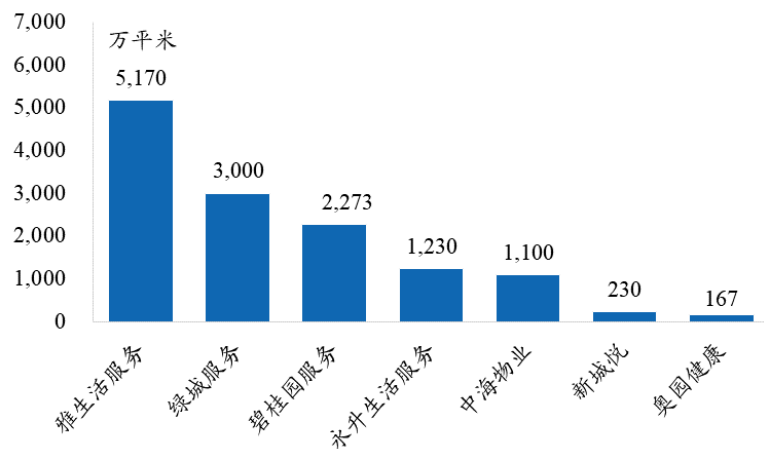


▶截至2018年，碧桂园服务储备面积最大，永升生活服务增速最快

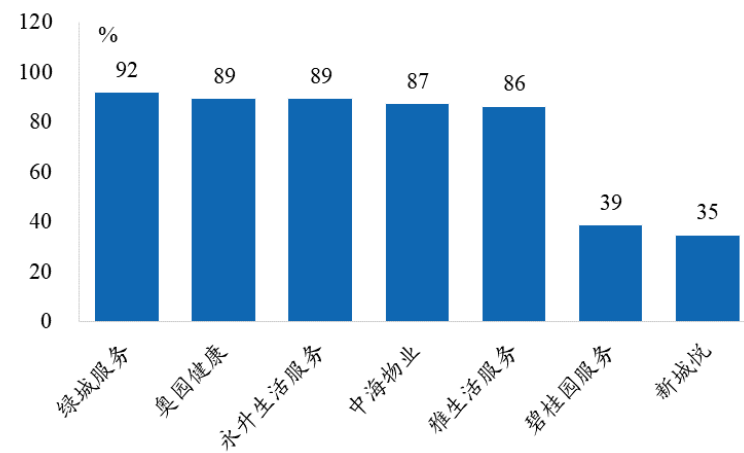


**雅生活服务：**在管面积增速最快，储备面积排名第三，外拓实力及收购能力行业居首。南京紫竹物业的成功收购为公司在长三角地区的外拓奠定良好基础。公司外延式发展策略为通过收购区域龙头打开当地市场，起家大湾区，通过收购公司目前已深耕长三角、环渤海及京津冀地区。

▶2018年第三方在管面积排布，雅生活服务外拓及收购实力居前



▶2018年外拓占在管面积增量比重，绿城服务外拓比例大



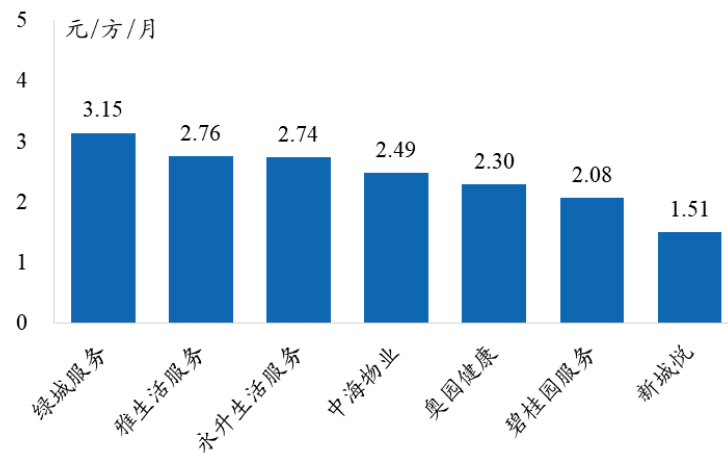
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

# 2018年上市物管公司物业管理服务多维度对比

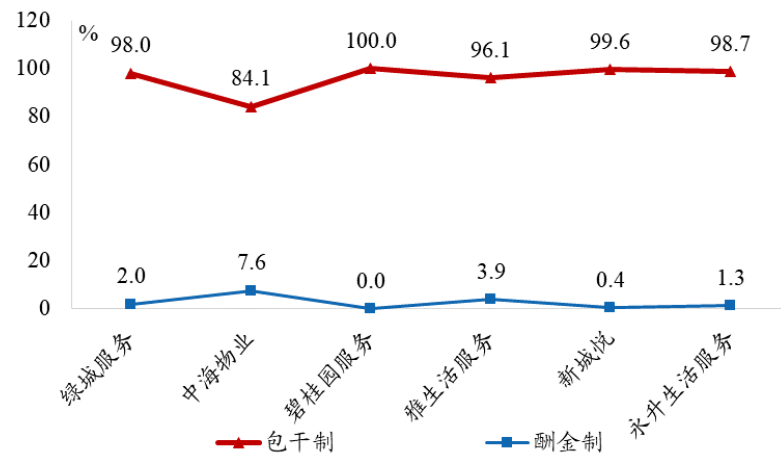
**绿城服务：**高品质物业管理服务提供商，平均物业管理费行业居首，定位一二线城市核心城市高端中小盘，单盘面积13.8万方同业排名倒数第二。外拓发力，公司项目个数超过1200个达到行业领先水平，高端物管品质及增值服务受到市场认可。

**新城悦：**物业管理费行业居末，但逐渐偏向管理及续约新盘，未来物业管理费将持续提升。拥有新城控股充足的三四线中型规模新盘储备，定位清晰为刚需型业主提供具有性价比的品质型智能物业管理服务。物业管理服务集约化程度高，苏南地区已形成成熟的城市协同效应，智慧园区管理水平亦走在前列。

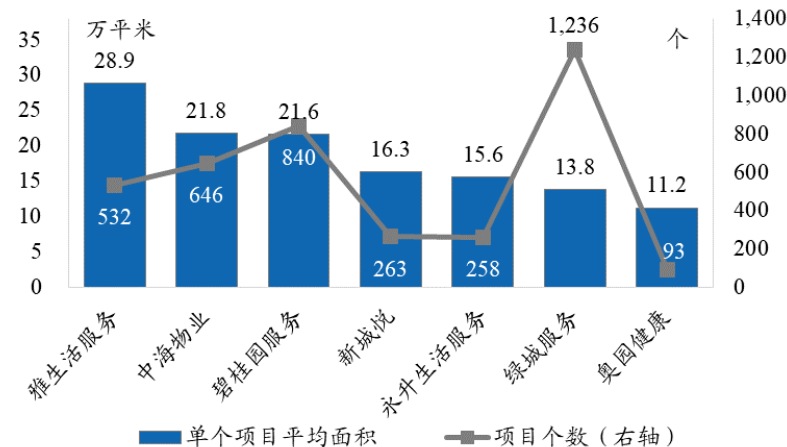
►2018年平均物管费排名，绿城服务、雅生活服务居前



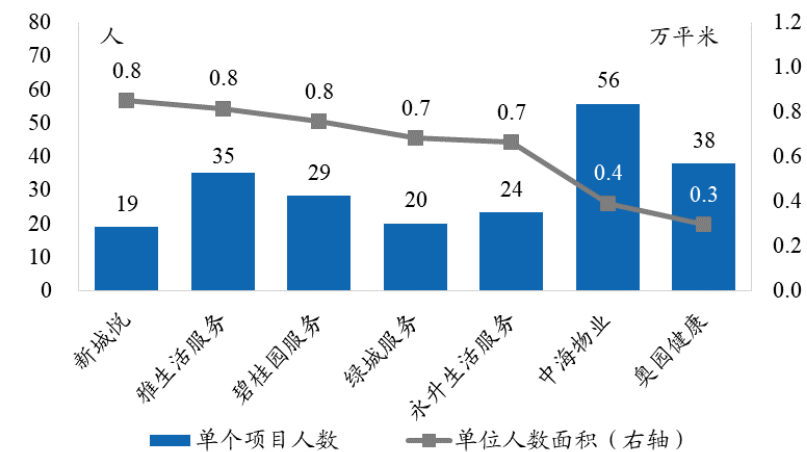
►2018年包干制、酬金制比例分布，中海物业酬金制占比超出同业



►2018年单盘面积排名，雅生活服务平均单盘面积最大



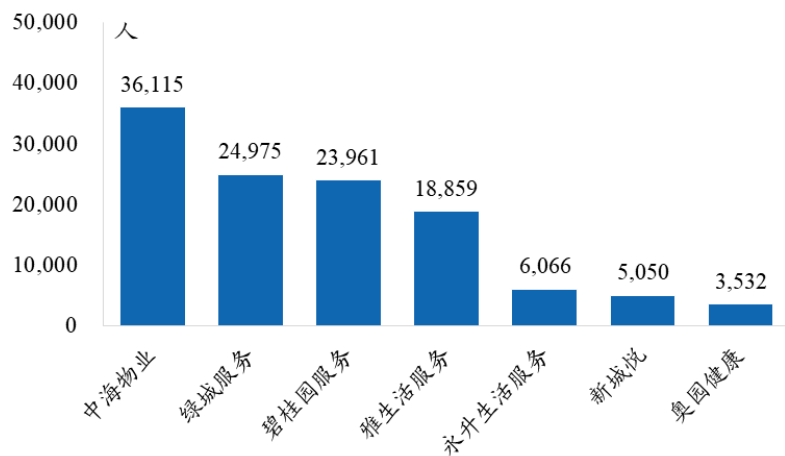
►2018年单位人数面积排名，新城悦集约化程度最高



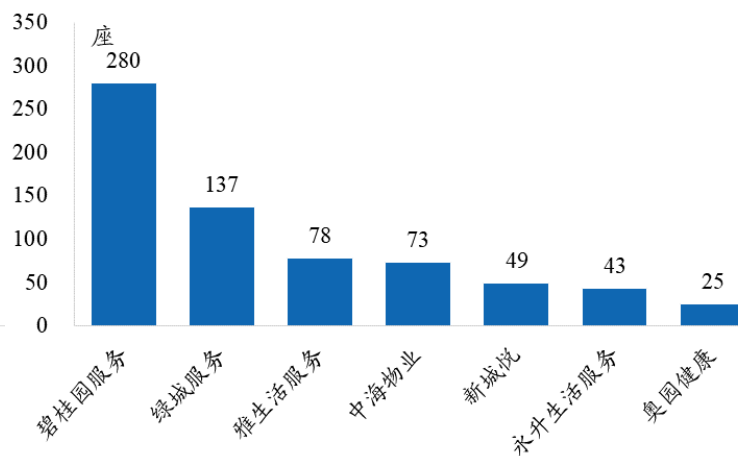
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

# 2018年上市物管公司员工及城市对比

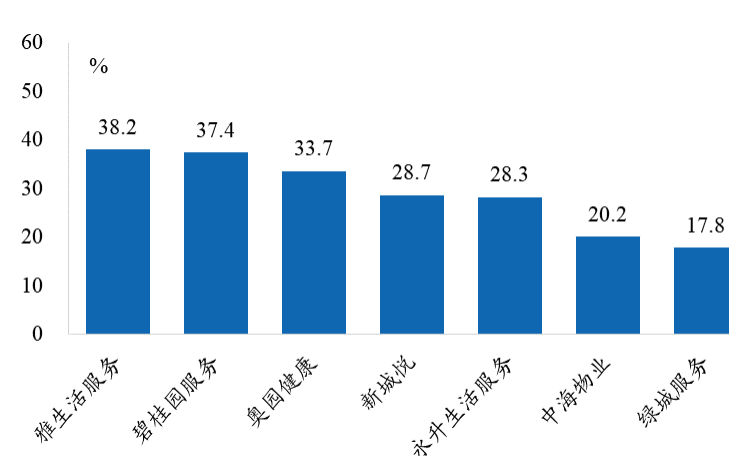
➤ 2018年员工人数排名，中海物业员工规模最大



➤ 2018年公司进驻城市排名，碧桂园服务进驻城市最多



➤ 2018年员工成本占收入比排名，碧桂园服务员工成本最高



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

**中海物业：**高品质老牌物业管理服务商，劳动密集型企业，用工模式传统，品质市场认可度高，是稳扎稳打型物业管理企业。老盘占比高，调价频率低，新盘偏中高端，加之港澳在管项目收费水平高，使得公司物管费水平上下差别较大，平均物管费处于行业中上游。外拓方面开始发力，用城市地标性项目树立名片带动城市扩张，在争取央企国企项目上具有充分优势，而多年积累的品质口碑及低收费为公司提供了良好的拓展及提价基础。

**永升生活服务：**追求高品质的物业管理服务商，着力打造知识密集型企业，注重科技化，定位中高端物业管理服务商，是管理高效及激励机制完善的中等规模物业管理企业。管理的物管服务的人力投入并不单薄，单盘面积及人力均处于行业中等水平，高端中端品牌线丰富，物业管理平均单价排名行业第三。公司在东部、北部地区的市场认可度较高，外拓是过往在管面积的主要来源，外拓能力强。关联方旭辉控股对公司的交付面积亦呈现稳步提升趋势。

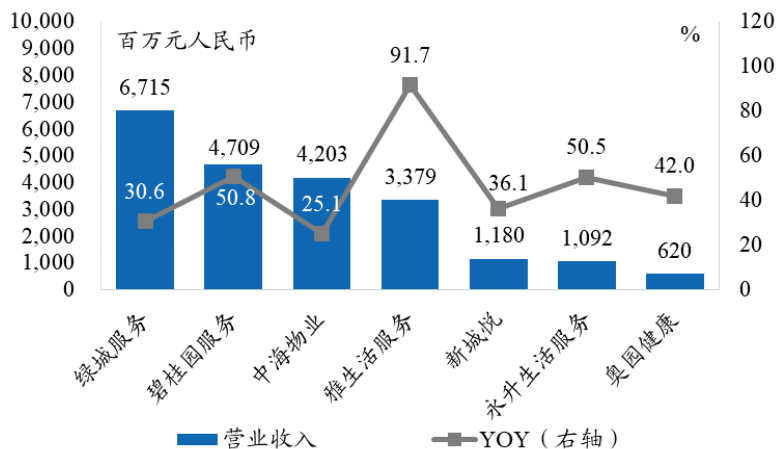
# 2018年上市物管公司收入及分业务对比

2018年，上市物业管理公司管理规模均有大幅增长，龙头公司奔跑速度加快。增值服务的开发为行业带来新变化，基数低品类丰富替代性弱，为上市公司业绩增长带来持续动能。

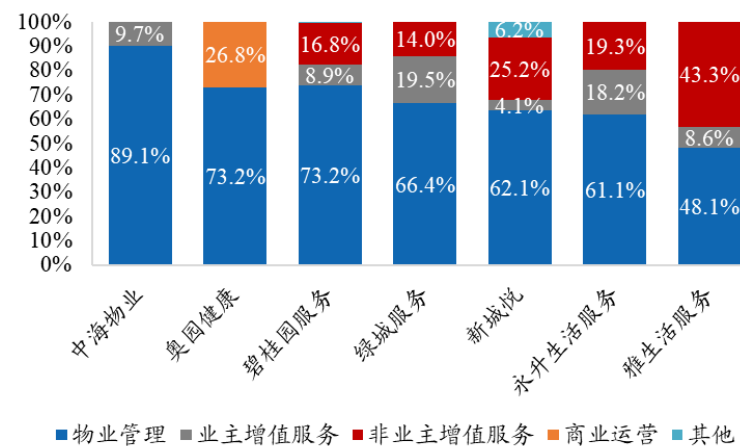
雅生活服务在第三方非业主增值服务中取得突破，重点发力营销、验房及前期介入服务。营销服务以协助销售为主，自2017Q4起已开拓25个项目，带动第三方市场收入大幅提升，同时为获取第三方物业管理面积奠定良好基础。

绿城服务在业主增值服务上继续探索，2018年公司在二手房市场降温及教育行业政策调控的基础上仍取得两项业务的收入快速增长，显示出物业管理公司提供此类服务的优势。

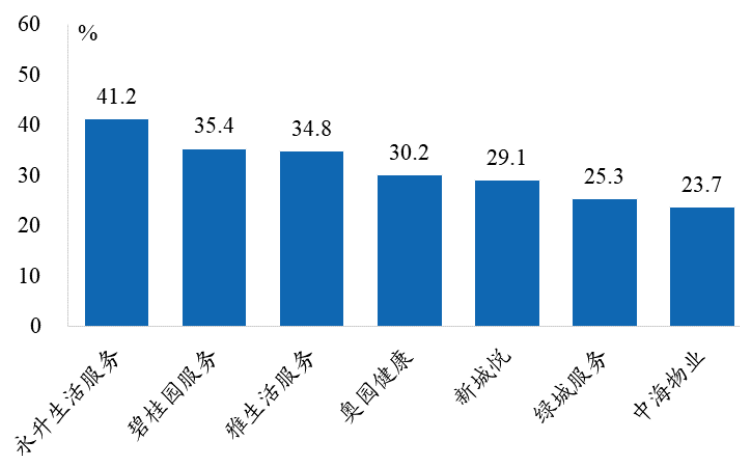
►2018年收入及增速排名，绿城服务收入最高，雅生活服务增速最快



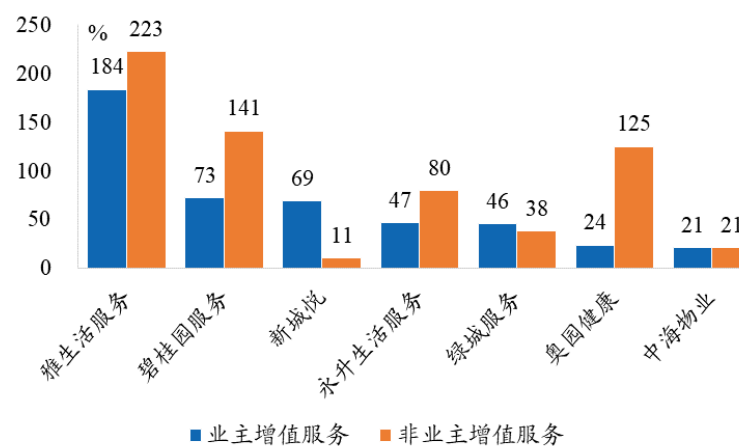
►2018年收入来源拆分，中海物业最专注物管，雅生活增值比例最高



►2018年物业管理服务收入增速排名，永升生活服务增速最快



►2018年增值服务收入增速排名，雅生活服务位列业主、非业主双冠



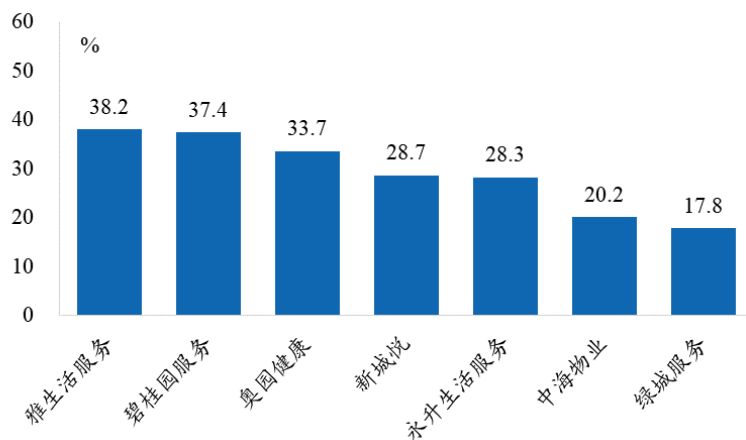
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

# 2018年上市物管公司毛利率及分业务对比

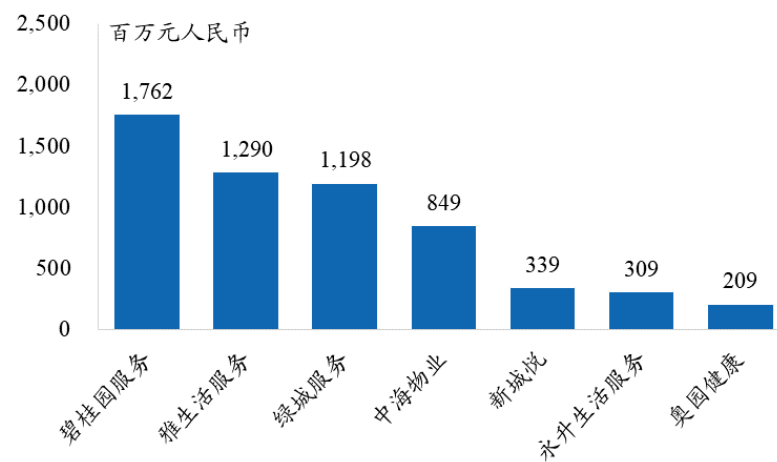
2018年板块平均毛利率在18%-38%，其中雅生活服务毛利率居首，绿城服务毛利率居末。毛利率的差别与物业管理业务的档次定位及增值服务占比相关，除绿城服务外，2018年各家公司毛利率普遍录得增长，主要由于毛利率较高的增值业务带动影响。

物业管理服务毛利率除奥园健康因统计口径原因最高外，碧桂园服务行业居首，行业平均水平在10%-30%之间，其中偏高端的绿城服务、中海物业及中高端的永升生活服务毛利率较低。碧桂园服务因项目密度大、10年内新盘占比高原因毛利率达到31.9%且同比提升250bps，但收购物业公司平均毛利率为20%，预计规模扩张的同时毛利率将有所下行。

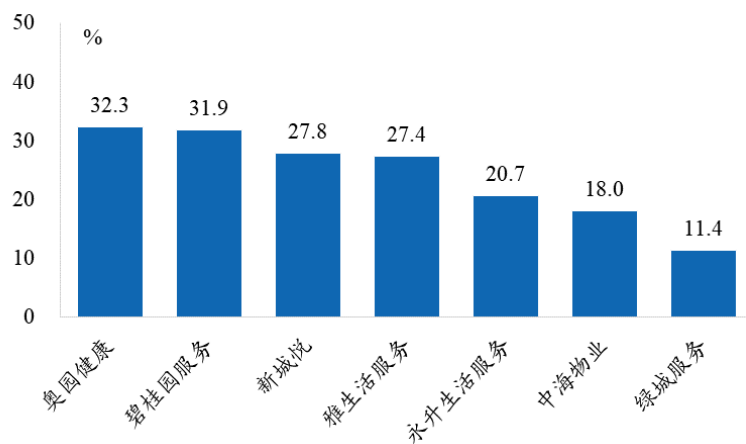
►2018年毛利率排名，雅生活服务毛利率最高，绿城服务毛利率最低



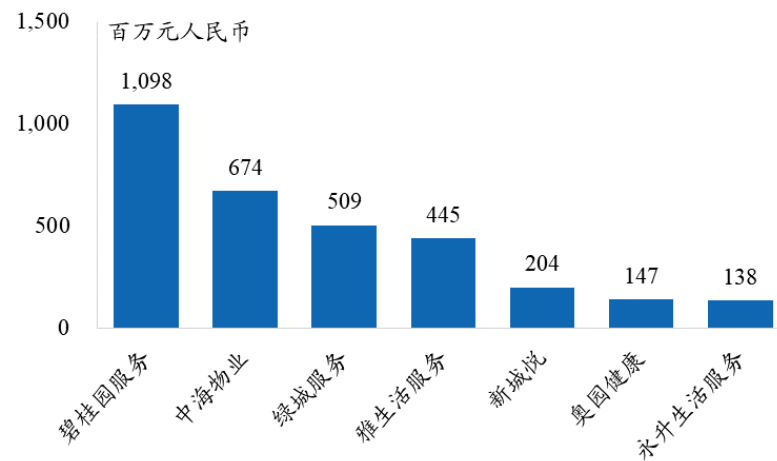
►2018年毛利润排名



►物管业务毛利率排名：奥园健康、碧桂园服务居前



►2018年物业管理服务毛利润排名



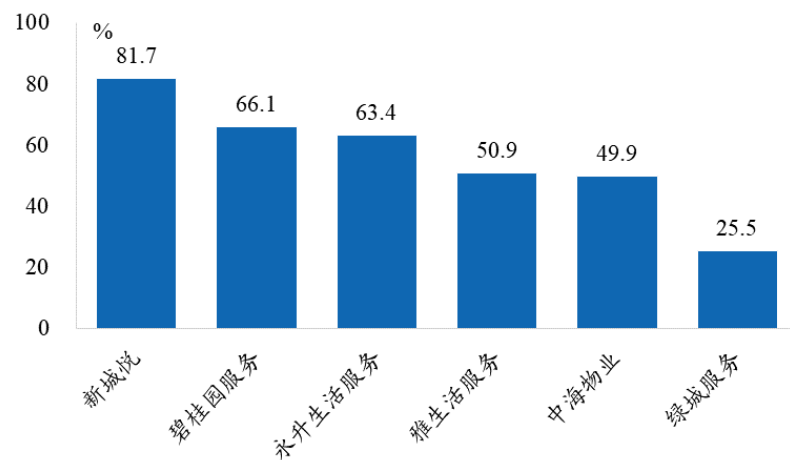
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

注：奥园健康物管毛利润包括销售及社区增值服务

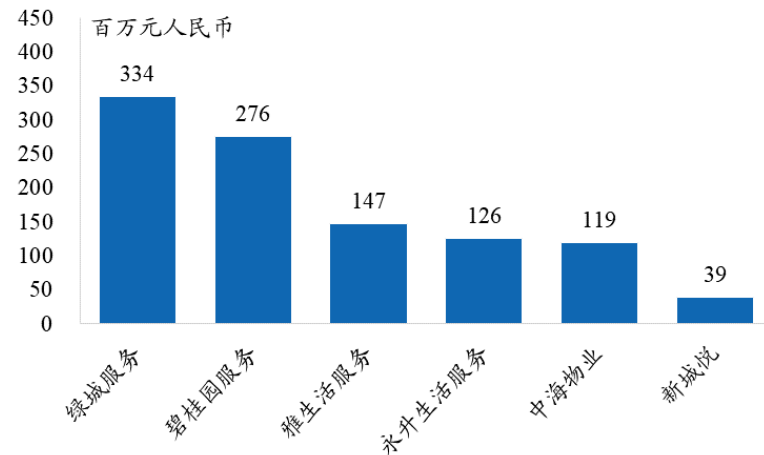
# 2018年上市物管公司毛利率及分业务对比

业主增值服务毛利率新城悦领先行业，差别较大由于该业务的分项组成区别。新城悦业主增值服务主要由分成模式的空间经营及家居服务组成，占比达到70%带动业主增值服务毛利率大幅领先。绿城服务业主增值毛利率最低，主要由于收入结构偏向毛利率较低的家居及生活服务，及2018年教育业务亏损和二手房经纪业务预冷拖累。

►业主增值业务毛利率排名：新城悦大幅领先

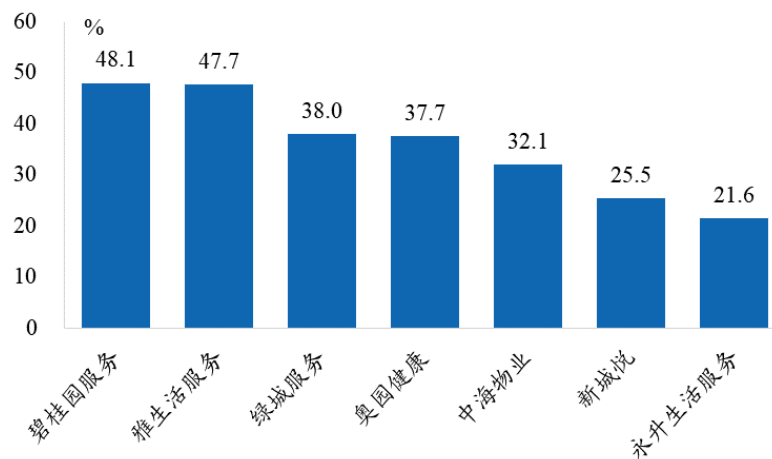


►业主增值业务毛利润排名，绿城服务领先

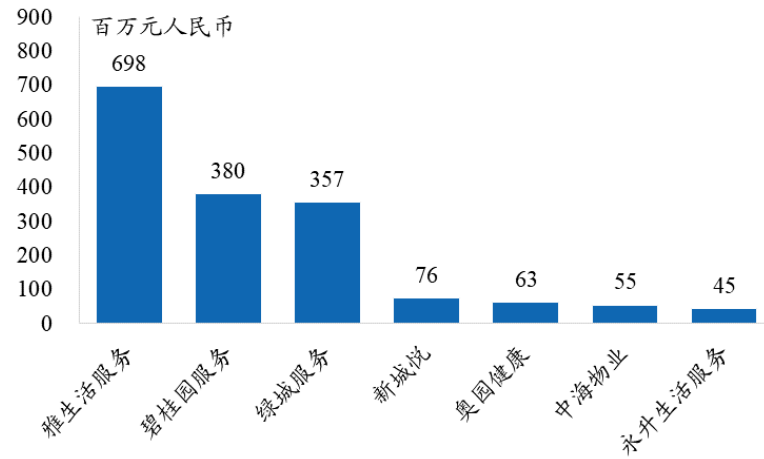


非业主增值服务毛利率碧桂园服务、雅生活服务领先行业，其中案场销售协助毛利率较高是主要原因。各公司平均水平在22%-48%，差别主要由案场及销售业务的利润率差别组成。

►非业主增值业务毛利率排名：碧桂园服务、雅生活服务领先



►非业主增值服务毛利润排名，雅生活服务领先



商业成为重点发力方向，主要业务集中在管理、招租及咨询服务。奥园健康、雅生活、中海物业、永升生活服务在该部分业务中均有相应布局。

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

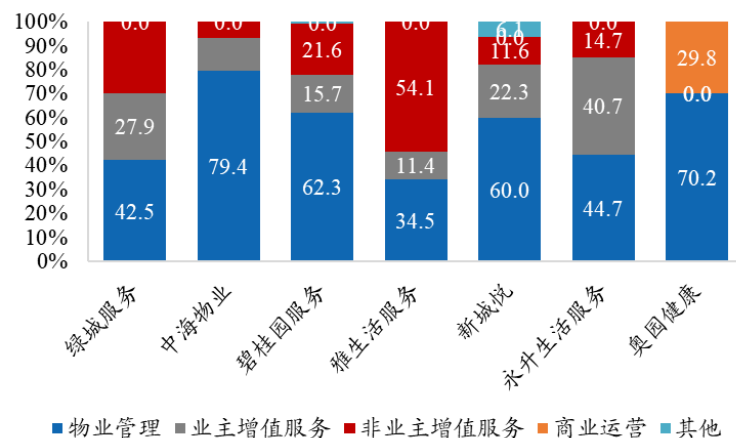
注：此处奥园健康数据为商业运营部分业务数据



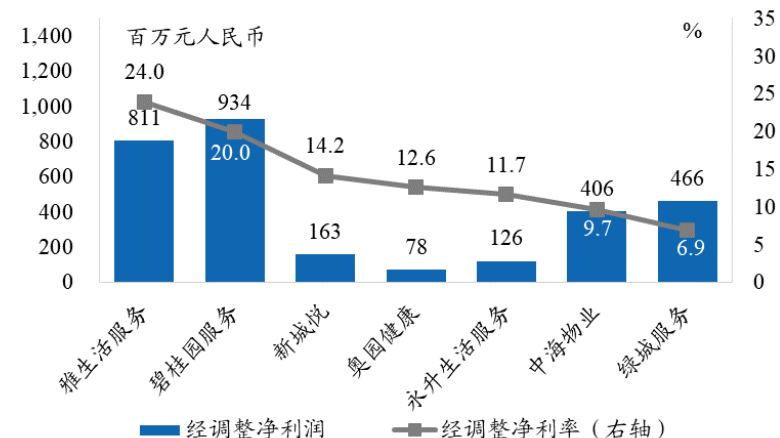
# 2018年上市物管公司净利润及资产状况对比

**净利润及净利率：**2018年各公司的经调整净利率在7%-24%的区间，其中按规模排名碧桂园服务的经调整净利润规模居首，按利润率排名雅生活的经调整净利率排名领先。板块平均的净利率在10%-20%。2018年雅生活服务增值服务占比提升带动净利率提升7pps，碧桂园服务增值服务占比提升及获高新企业税率优惠带动净利率提升5.9pps至20%。

►各个公司分部毛利润占比

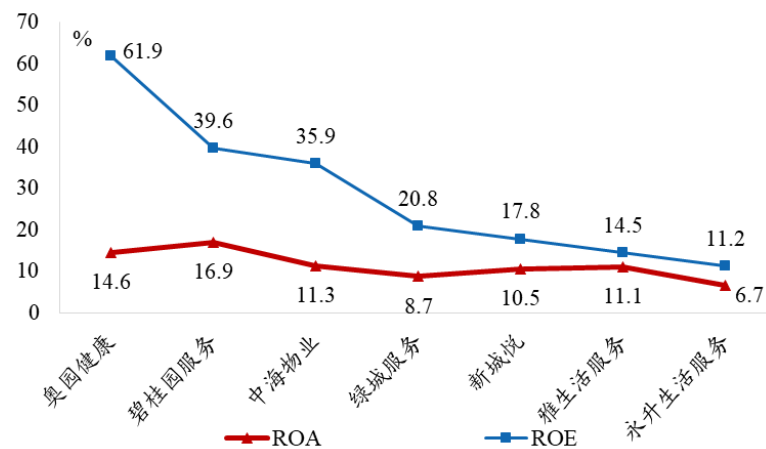


►2018年经调整净利润及净利率排名

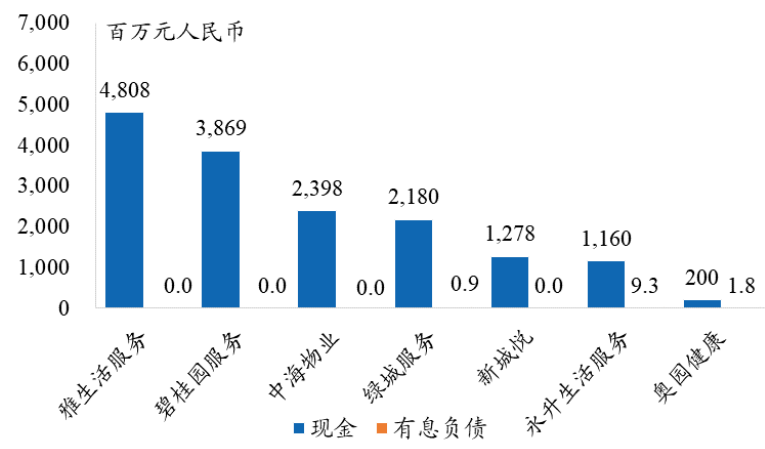


**资产回报率：**行业ROE差别较大，奥园健康及碧桂园服务ROE排名领先。奥园健康权益乘数较高，碧桂园服务利润率较高。

►2018年公司ROA及ROE排名，奥园健康ROE居前



►2018年雅生活在账现金居前，行业普遍无有息负债



**现金及负债情况：**行业公司现金充足，雅生活服务、碧桂园服务、中海物业分别位列前三位，现金及等价物分别达到48.1亿元、38.7亿元及24.0亿元。2018年5家物管公司上市，上市募资充足，经营状况稳健，收购标的耗资较少，目前各家上市公司几无有息负债。

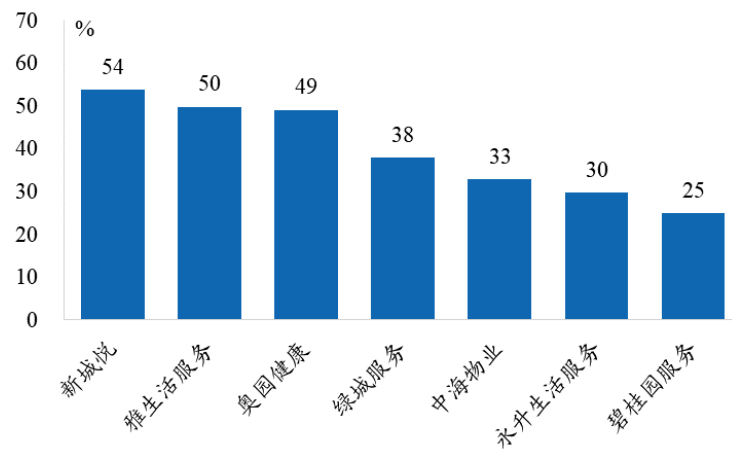
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

# 2018年上市物管公司净利润及资产状况对比

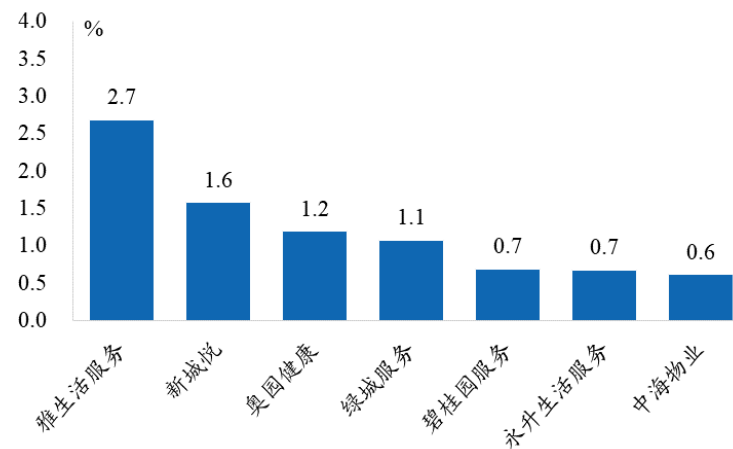
行业整体派息慷慨，新城悦年度派息率达到54%领先行业，雅生活在年度派息基础上加派特别股息，显示上市公司业绩共享的意愿。目前行业平均派息达到30%-50%，股息率在1%-2%。

自中海物业2015年上市以来，板块取得较高投资回报。中海物业上市以来累计涨幅259%，处于行业领先水平。2018年末上市的永升生活服务及新城悦在2019年至今分别已上涨92%及91%，领先行业。2018年物业公司集中上市，雅生活服务、碧桂园服务、新城悦、永升生活服务均选择2018年上市并取得优异成绩。2019年新登陆港交所的物业公司包括奥园健康、佳兆业物业、蓝光嘉宝（拟上市），板块效应将进一步集聚。

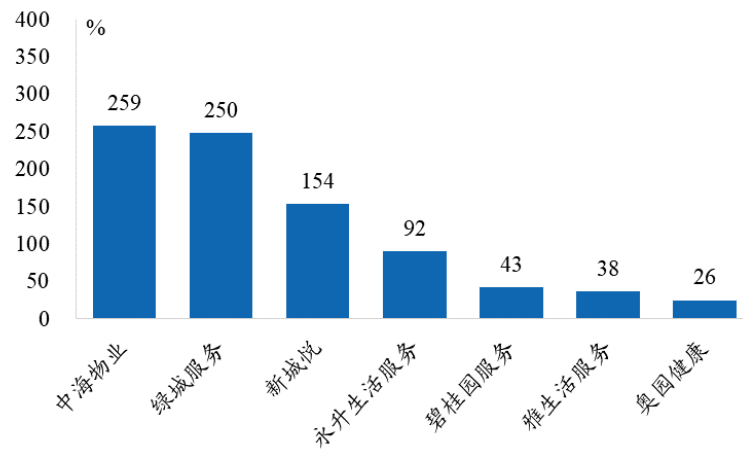
►2018年派息率排名，新城悦领先行业



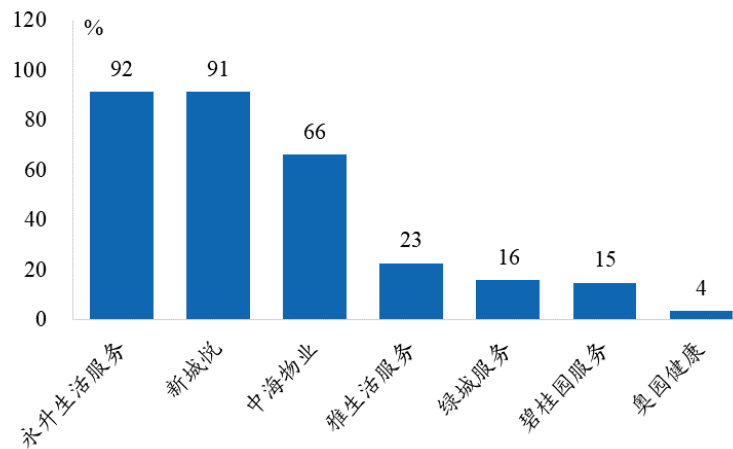
►2018年股息率排名，雅生活服务领先



►上市以来股票涨幅，中海物业、绿城服务保持领先



►2019年以来股票涨幅，永升生活服务、新城悦领先行业



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

# 物业管理行业估值表

截至2019年4月19日，港股物业管理行业平均PE达到19.7倍，各市场物业板块综合估值达到17.2倍。龙头公司碧桂园服务、绿城服务享受估值溢价。

行业估值具有吸引力的公司包括雅生活服务、彩生活。新城悦、中海物业、永升生活服务PE处于行业平均水平。

代码	公司	股价	市值	净利润			PE			PEG	
				FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2019E	FY2020E
<b>港股</b>		<b>港元</b>	<b>亿港元</b>	<b>亿元人民币</b>							
3319.HK	雅生活服务	13.0	173.87	8.1	10.0	13.0	18.4	14.9	11.5	0.6	0.4
1755.HK	新城悦	7.4	60.43	1.6	2.6	3.9	31.8	20.2	13.3	0.3	0.3
6098.HK	碧桂园服务	14.3	381.63	9.3	12.5	15.0	35.2	26.2	21.8	0.8	1.1
<b>2669.HK</b>	<b>中海物业</b>	<b>3.8</b>	<b>125.23</b>	<b>4.1</b>	<b>5.4</b>	<b>7.2</b>	<b>26.4</b>	<b>19.9</b>	<b>14.9</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>
<b>2869.HK</b>	<b>绿城服务</b>	<b>7.0</b>	<b>193.33</b>	<b>4.2</b>	<b>6.2</b>	<b>8.3</b>	<b>39.8</b>	<b>26.6</b>	<b>20.0</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>
1995.HK	永升生活服务	3.4	52.39	1.3	2.2	3.1	35.6	20.4	14.5	0.3	0.4
1778.HK	彩生活	5.9	77.99	4.9	6.0	7.2	13.8	11.1	9.3	0.5	0.5
	平均						<b>28.7</b>	<b>19.9</b>	<b>15.0</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>
<b>A股</b>		<b>人民币元</b>	<b>亿元</b>	<b>亿元人民币</b>							
603506.SH	南都物业	24.8	25.61	0.9	1.2	1.4	28.1	21.7	19.0	0.7	1.3
	平均						<b>28.1</b>	<b>21.7</b>	<b>19.0</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>
<b>美股</b>		<b>美元</b>	<b>亿美元</b>	<b>亿美元</b>							
JLL.N	仲量联行	156.3	71.31	5.6	5.3	5.8	12.7	13.6	12.4	-2.1	1.3
CBRE.N	世邦魏理仕	50.7	170.37	11.2	11.9	12.9	15.2	14.3	13.2	2.3	1.6
CIGLO	高力国际	69.0	27.07	1.6	1.5	1.5	16.6	18.0	17.6	-2.3	6.6
CWK.N	戴德梁行	18.4	39.92	3.3	3.9	4.4	12.0	10.3	9.0	0.6	0.6
	平均						<b>14.1</b>	<b>14.0</b>	<b>13.0</b>	<b>-0.3</b>	<b>2.5</b>
<b>英股</b>		<b>英镑</b>	<b>亿英镑</b>	<b>亿英镑</b>							
SVS.L	第一太平戴维斯	921.5	13.17	0.9	1.0	1.1	14.5	13.4	11.8	1.7	0.8
	总体平均						<b>21.4</b>	<b>17.3</b>	<b>14.7</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>

资料来源: Wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 年报总结—公司观点

- 绿城服务：长期模式比短期利润更重要：物业管理公司的物管服务面积的增长来源主要来自关联公司和市场化拓展，绿城服务已经在市场化拓展上证明了自己的实力、品牌和口碑，储备面积充足，随着管理规模的提升，增速已降至20-30%的区间。增值服务是物管公司在提供优质物管服务的基础上，充分挖掘业主各类生活场景的需求并满足，优质服务是取胜的前提。绿城服务在服务的品质、平台的打造和服务的创新上业界领先，虽然短期个别业务利润率承受压力，我们认为公司将持续优化其业务模式，保证持续的增长。我们预计公司2019/2020年收入分别为87.8和114.7亿元，分别同比增长30.9%和30.6%，核心净利润分别为6.2和8.3亿元（剔除公司的期权费用），分别同比增长49.3%和33.4%。我们维持公司“审慎增持”的评级，目标价8.30港元，相当于2018/2019年32/24倍PE，较现价有28%上升空间。
- 中海物业：公司物业管理经营风格稳健，未来将会在开发商增值服务上发力，维持业绩增速稳中有升，保持规模维持在行业第一梯队位置。2018年公司物业管理收入及在管面积增长整体符合预期，背靠中国海外发展2018年合约销售增速亮眼，为公司未来2-3年的合约面积交付打下稳固基础。增值服务方面公司计划逐步发力，依托全国布局的经纪人及门店在一手尾盘及二手房销售上拓展业务规模。2018年公司全年派息共4港仙，派息比例达到33%维持稳中有升趋势。维持“买入评级”。
- 碧桂园服务：2018年公司在外拓上取得亮眼表现，为公司未来2-3年高速增长打下坚实基础。背靠碧桂园，公司交付面积继续维持高位增长，现金流充足达到38.7亿元品牌力强，外拓招标并购实力强劲；开发商增值服务及社区增值多点发力，预计3-4年随着各项增值业务的全面铺排增值部分将维持高速增长；三供一业带来新增长点，除物业管理服务对应1.3亿方逐步交付结转外，预计4000万方供暖业务还将产生额外增值服务收入。2018年公司业绩符合市场预期，公司维持承诺25%的稳定派息率，对应每股派息8.49分。公司为稳健派息高增长标的，建议投资人持续关注。

## 年报总结—公司观点

- 新城悦：在传统物业管理业务上，新城悦背靠新城发展控股，在管面积实现高速增长，同时公司开始加大外拓的力度，公司上市后品牌和资金实力进一步强化，目前公司储备面积充足，未来2-3年增长可见度高；在增值服务上，尤其是开发商增值服务，受益于新城发展控股的快速扩张，将迎来爆发期；随着公司在管规模的提升，在业主增值服务上的规模效应也将凸显。公司持有净现金超过12亿元，未来的发展对资本开支的需求并不大，而业绩的弹性又很高，建议投资者持续关注。
- 永升生活服务：永升生活服务经过17年的稳健发展，公司业务已覆盖全国43个城市，拥有380个签约项目，服务的物业类型涵盖住宅、公建、商办等各类项目，管理面积超过4020万平米，合约面积超过6500万平米，在管面积未来2-3年内仍将持续高速增长。公司目标清晰有所为有所不为，社区增值向社区经营、拎包入住、居家服务、二手经济等业务发力，非业主增值为旭辉及第三方销售提供协销、规划咨询、房修等配套服务。目前公司整体估值偏低，业绩增速清晰可见。2018年公司业绩符合市场预期，公司维持承诺30%的稳定派息率，对应每股派息2.31港仙。公司为稳健派息高增长标的，建议投资人持续关注。
- 雅生活服务：2018年公司在在管面积外拓、增值服务扩展上均取得了亮眼成绩。目前公司依托雅居乐+绿地双品牌，加速拓展第三方的物业管理业务及增值服务，上市后品牌影响力进一步提升；合约面积储备充足，将逐步在2-3年内交付归入在管，未来业绩有保障；账面现金超过48亿元，立足大湾区面向全国快速扩张。2018年公司亦在末期派息基础上加派特别股息，派息率达到50%给予股东丰厚回报。展望2019年，公司在物业管理业务上的合约面积保障充足，在增值服务上继续依托品牌向第三方及增值服务全产业链扩张，预计仍将保持高速增长。建议投资者持续关注。

## 年报总结—行业观点

- **维持“买入”评级：**2018年物业管理龙头公司扩张速度加快，规模提升迅速，利润率也普遍呈现上行趋势。在消费升级及服务场景多元化的背景下，居民对优质生活服务的需求被进一步发掘，物业管理公司的增值服务业态也在向多品类拓展。从基础物业管理服务角度来看，背靠关联地产商的公司未来增长能见度更加清晰，但行业集中度提升趋势下第三方拓展的能力将成为衡量基础物业管理服务扩张边界的重要指标。从业主增值服务角度来看，物业管理公司提供服务具有先天优势，而开展业务先后顺序不同、品类之间利润率差别是现阶段业绩差异较大的主要原因；从非业主增值服务角度来看，业务品类趋同，关联方定价成为主要差别，第三方非业主增值服务比例亦在提升。公建、商业综合体市场潜力大，正逐步得到开发。2018年物业管理公司集中上市，板块迎来春天，资本驱动下的收并购亦带动行业集中度提升。展望2019年，上市物管公司高速扩张的步伐预计仍会持续，板块整体向好，中等规模及以上的上市物业公司将会优先受益；收并购虽会带来利润率压力，但从整体看利润率下行趋势会被增值服务占比提升所对冲。维持“买入”评级，重点推荐绿城服务、中海物业，同时建议关注新城悦、永升生活服务、雅生活服务、碧桂园服务、奥园健康生活。
- **风险提示：**1) 业务扩张不及预期；2) 物业管理满意度降低；3) 物业管理费收缴率降低；4) 物业管理费提价受阻。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
<p>材料中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为本材料引用的相关研究报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 使用本材料的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本材料仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本材料而视其为客户。本材料中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本材料人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本材料中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本材料所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本材料所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本材料所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本材料所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本材料所含信息保持在最新状态。

除非另行说明，本材料中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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材料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材料所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本材料中的意见或建议不一致的投资决策。



### 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司和建发国际投资集团有限公司有投资银行业务关系。

### 特别声明

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材料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材料观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本材料视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 联系方式

上海	北京	深圳	香港（兴证国际）
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层 传真：（852）35095929 邮箱：ir@xyzq.com.hk

# THANKS

