

# 《估值处于底部区域，中期分红亮点明显》

## 物业板块1H2024综述

涂力磊 (地产行业分析师)

SAC号码: S0850510120001

谢盐 (地产行业分析师)

SAC号码: S0850511010019

曾佳敏 (地产行业联系人)

陈昭颖 (地产行业联系人)

2024年9月6日

1. 24家重点物业企业财报分析
2. 24家重点物业企业运营管理效率分析
3. 24家重点物业企业估值分析
4. 投资建议及风险提示

# 1. 24家重点物业企业财报分析

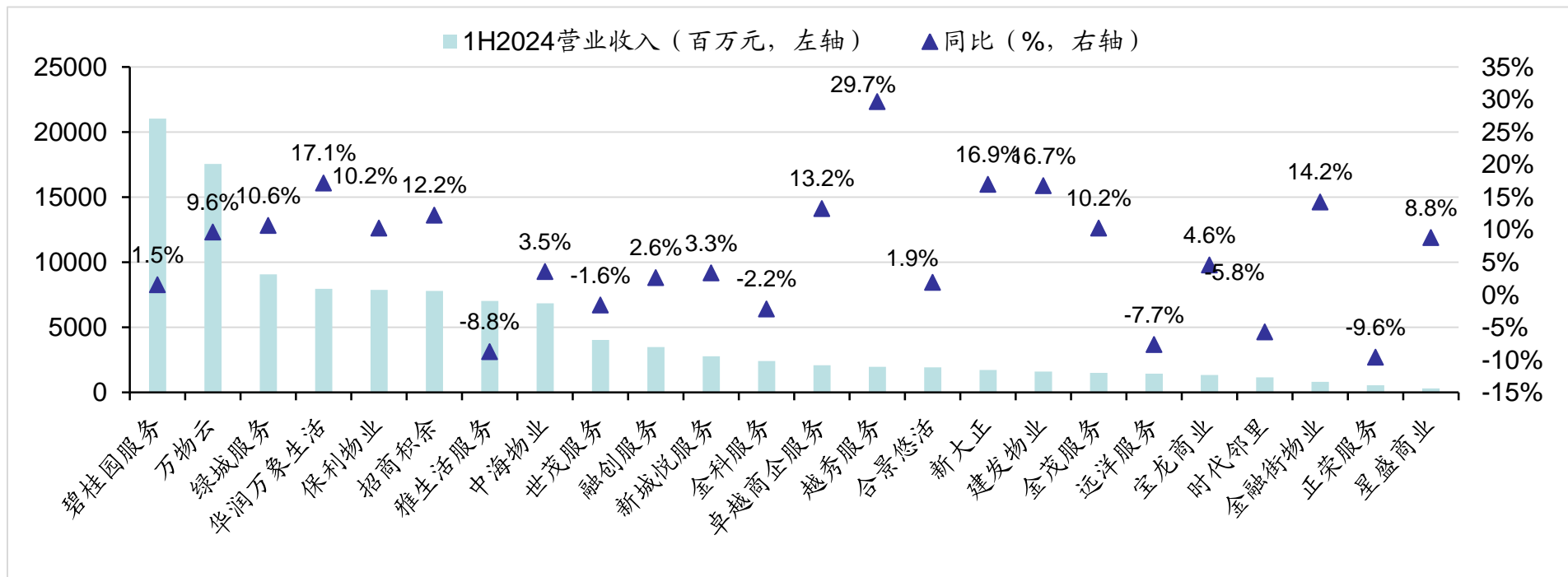
- 行业营收增速继续回落，企业间分化明显
- 企业利润首次负增长，部分企业亏损较多
- 毛利率均值下降，毛利率下降家数占多数
- 行政开支平均占比下降，占比下降企业较多
- 部分企业在手现金超百亿，抗风险能力强
- 部分企业应收款大于营收，应收情况不良
- 部分企业商誉增幅过大，企业间分化加大
- 部分企业股息率高，部分企业中期不分红

# 1.1 行业营收增速继续回落，企业间分化明显



1H2024，重点跟踪的24家上市物业企业共实现营业收入1142.2亿元，同比增长5.9%，行业营收增速继续回落且分化。其中，碧桂园服务以210.5亿元收入领跑行业，同比增加1.5%。1H2024，物业企业中营业收入同比增速最高的是越秀服务、华润万象生活，分别为29.7%、17.1%。

图：24家重点物业企业1H2024营业收入及增速



# 1.1 行业营收增速继续回落，企业间分化明显



1H2024，在营收有所分化的背景下，中型物业企业营收均值同比增速最高。其中，TOP16-20第一，同比增长7.9%；TOP1-5第二，同比增长7.8%；TOP11-15同比增速第三，达到了7.3%；TOP6-10第四，同比增长1.5%；TOP21-24最次，同比增长-0.1%。

表：各梯队营业收入均值及增速

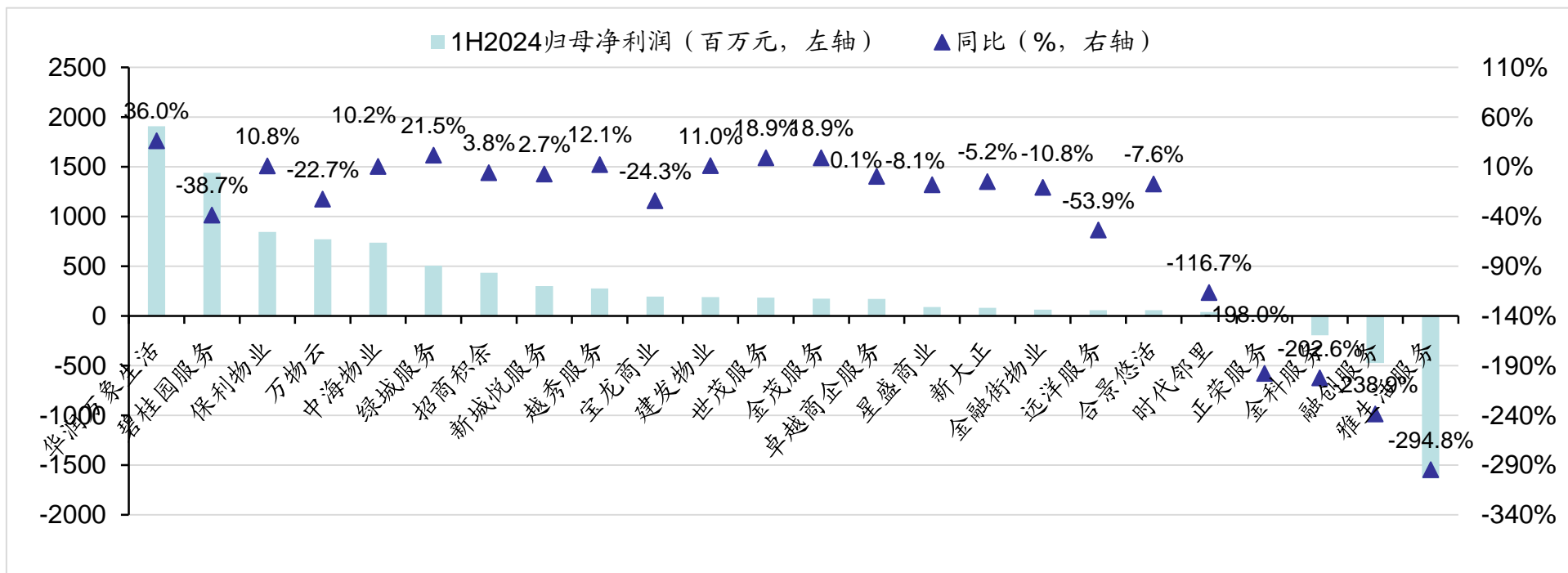
按照1H2024营业收入排序	营业收入均值（百万元）		同比增速(%)
	1H2023	1H2024	
TOP1-5	11777	12701	7.8%
TOP6-10	5748	5834	1.5%
TOP11-15	2077	2229	7.3%
TOP16-20	1405	1516	7.9%
TOP21-24	707	707	-0.1%

# 1.2 企业利润首次负增长，部分企业亏损较多



1H2024，重点跟踪的24家上市物业企业共实现归母净利润62.1亿元，同比下滑38.2%。其中，华润万象生活以19.1亿元领跑。1H2024，物业企业中归母净利润同比增速最高的是华润万象生活、绿城服务，分别为36.0%、21.5%。

图：24家重点物业企业1H2024年归母净利润及增速



资料来源：Wind、海通证券研究所

## 1.2 企业利润首次负增长，部分企业亏损较多



1H2024，中型物业企业归母净利润均值同比增速最高，而头部和尾部企业的归母净利润均值同比下降。其中，TOP16-20同比增速第一，达到188.7%；TOP11-15第二，同比增加9.2%；TOP6-10第三，同比增加4.9%；TOP1-5第四，同比下滑7.8%；TOP21-24最次，同比大幅下滑267%。

表：各梯队归母净利润均值及增速

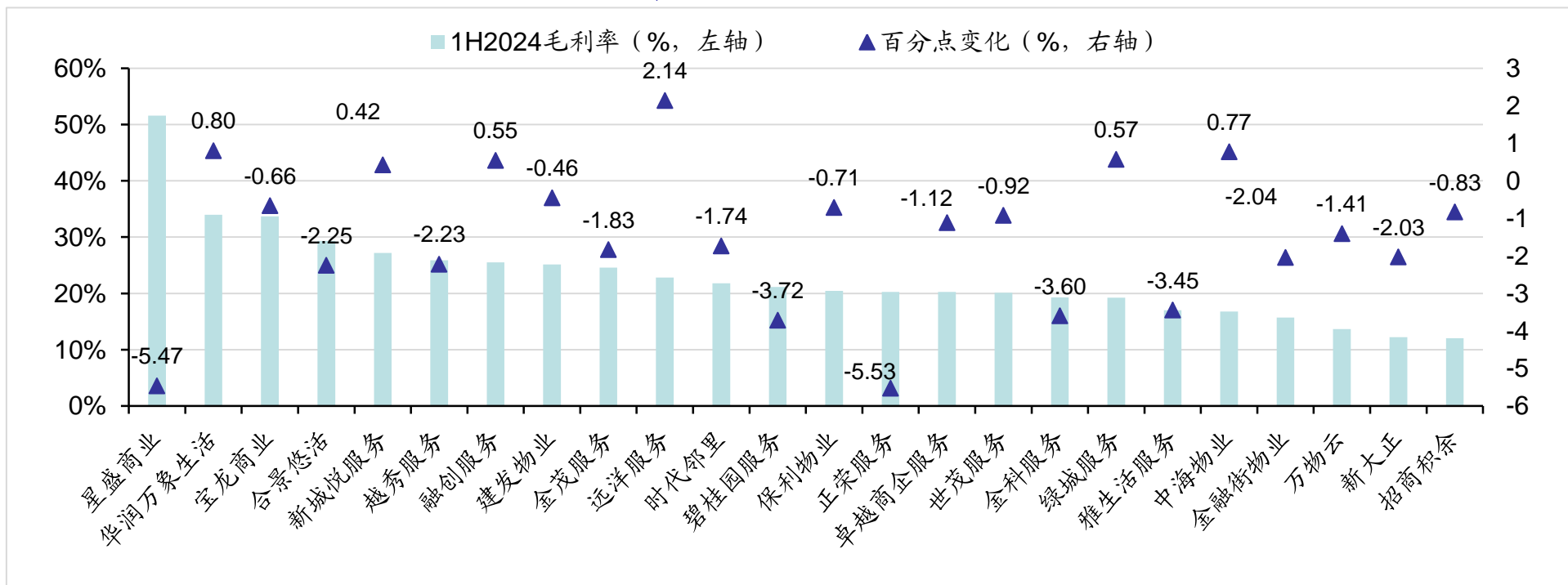
按照1H2024归母净利润排序	归母净利润均值（百万元）		同比增速(%)
	1H2023	1H2024	
TOP1-5	1237	1141	-7.8%
TOP6-10	327	343	4.9%
TOP11-15	148	162	9.2%
TOP16-20	21	61	188.7%
TOP21-24	346	-579	-267.4%

# 1.3 毛利率均值下降，毛利率下降家数占多数



1H2024，重点跟踪的24家上市物业企业毛利率平均值为22.9%，同比减少1.45个百分点；中值为20.8%，同比减少2.39个百分点。其中，6家物企毛利率同比上升，其余18家物企毛利率同比下降。其中，星盛商业、华润万象生活、宝龙商业毛利率达33%以上，毛利率居后的是招商结余、新大正，均在13%以下。从毛利率的同比变化来看，远洋服务、华润万象生活上升百分点最多；正荣服务毛利率下滑百分点最多。

图：24家重点物业企业1H2024毛利率及变化



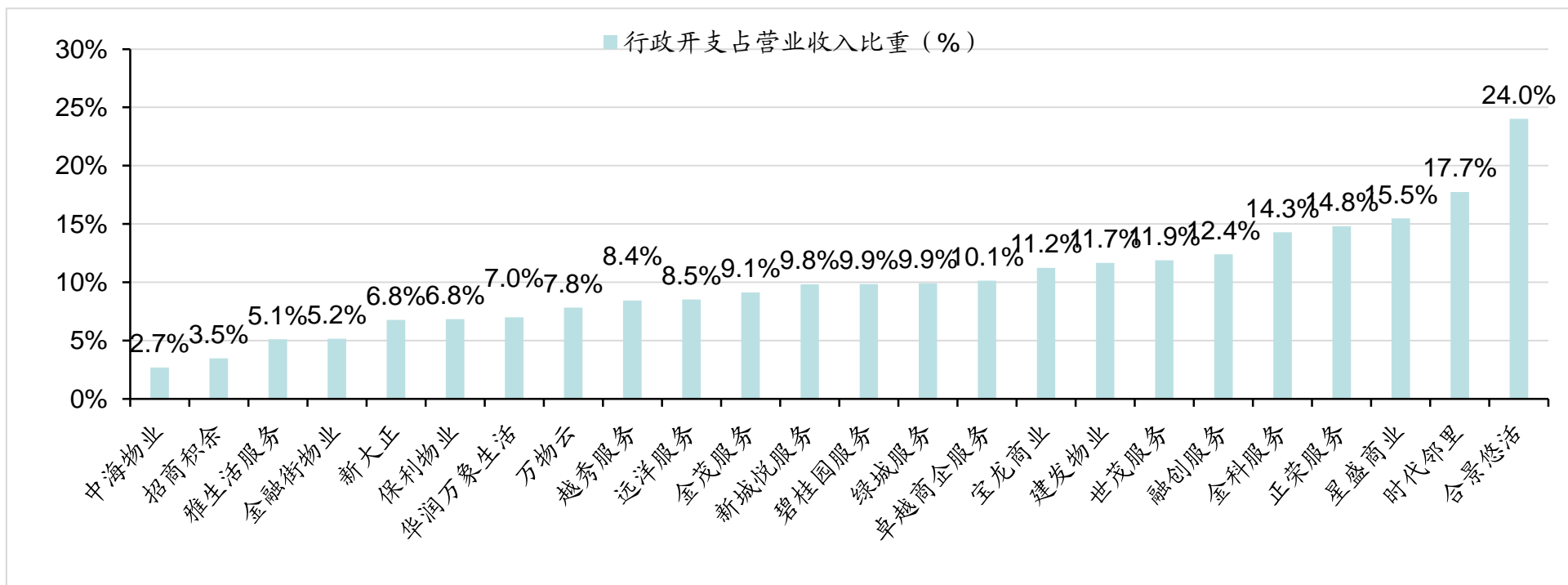


# 1.4 行政开支平均占比下降，占比下降企业较多



1H2024，重点跟踪的24家上市物业企业行政开支占营业收入比重的平均值为10.2%，同比下降了1.45个百分点。其中，9家物业企业行政开支占比同比上升，15家物企行政开支占比同比下降。行政开支占比同比最高的是合景悠活为24.0%，最低的是中海物业、招商积余分别为2.7%、3.5%。

图：24家重点物业企业1H2024行政开支占营业收入比重



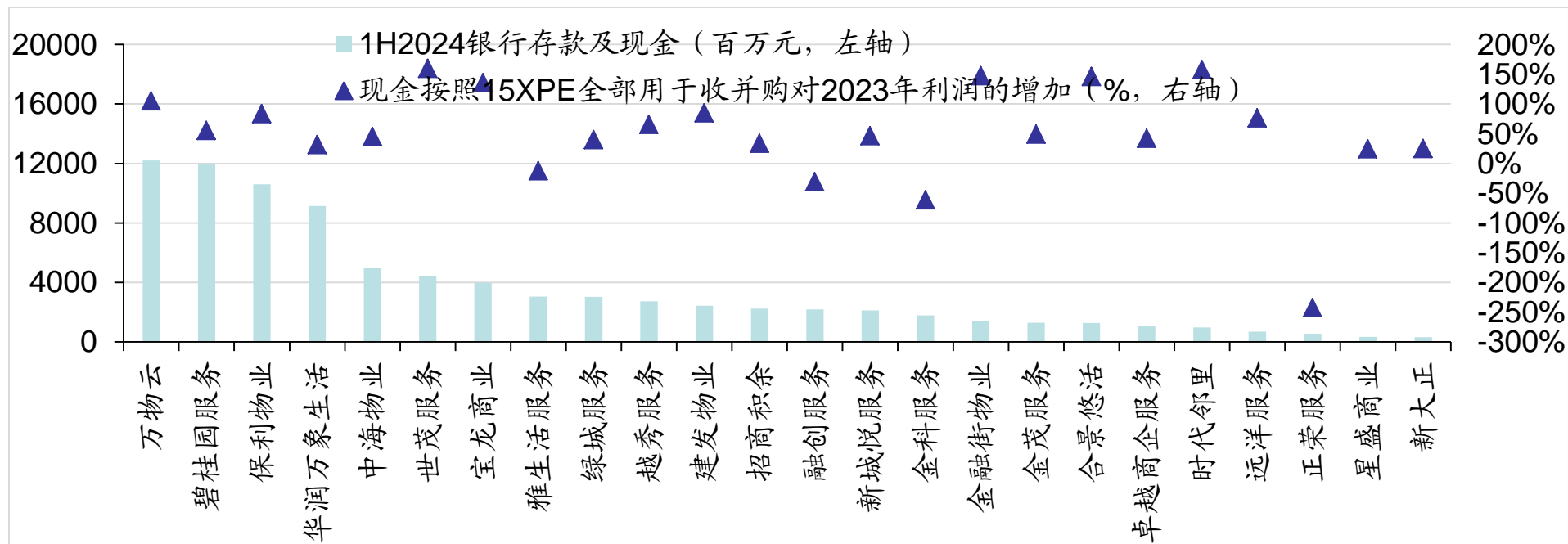
# 1.5 部分企业在手现金超百亿，抗风险能力强



截至1H2024末，重点跟踪的24家上市物业企业中，在手现金超过100亿元的是万物云、碧桂园服务、保利物业，分别为121.97亿元、119.86亿元、106.05亿元。我们认为，充裕的现金流提高了企业的抗风险的能力。

我们按照【1H2024银行存款及现金/15XPE/1H2024年归母净利润】来衡量物企现金水平对收并购的贡献程度。其中，第一位的是世茂服务该比值达到1.60倍；时代邻里该比值超过了1.5倍。

图：24家重点物业企业1H2024在手现金情况



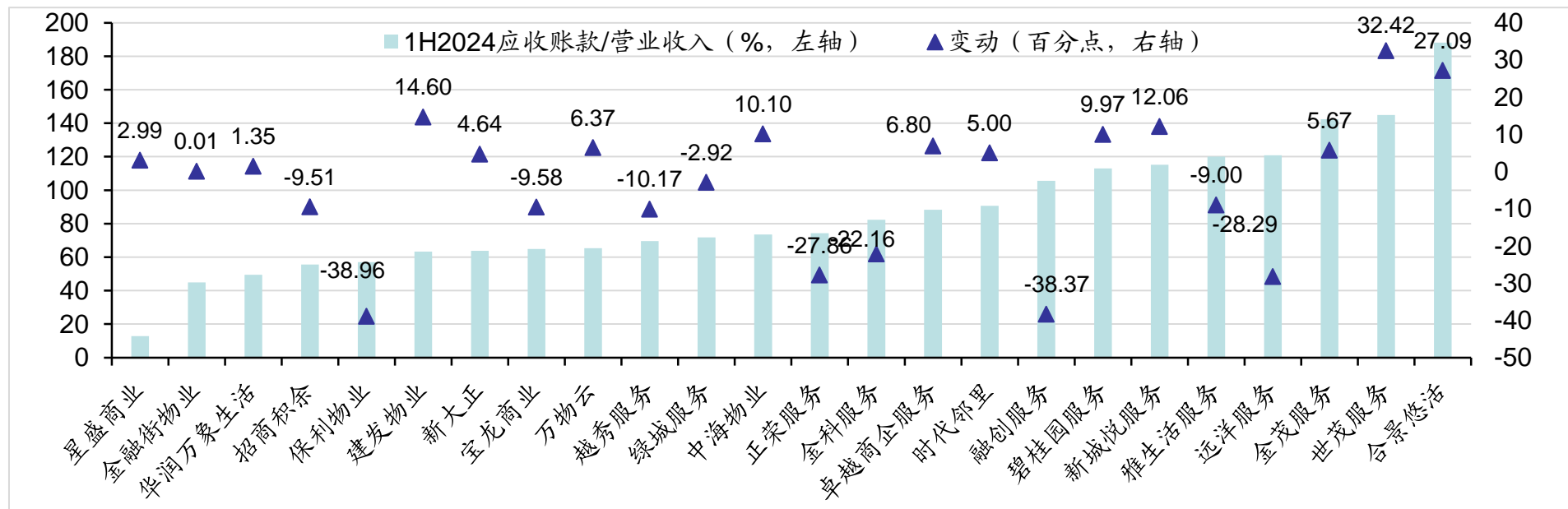
# 1.6 部分企业应收款大于营收，应收情况不良



截至1H2024末，重点跟踪的24家上市物业企业中，应收账款/营业收入占比最高的分别是合景悠活、世茂服务，分别为188.08%、144.85%。而应收账款/营业收入占比最低的分别是星盛商业、金融街物业，分别为12.9%、44.9%。

从1H2024相对1H2023变化看，应收账款/营业收入占比上升最多的是世茂服务；下降最多的是保利物业。

图：24家重点物业企业1H2024应收账款/营业收入情况

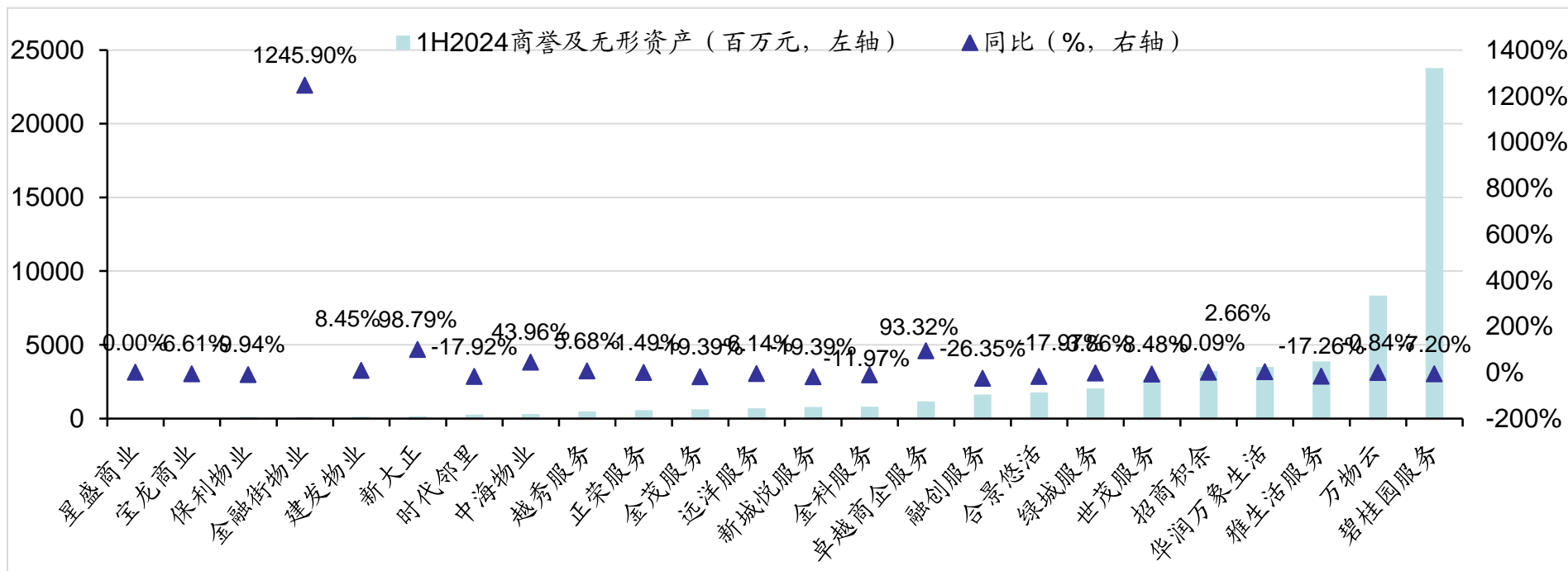


# 1.7 部分企业商誉增幅过大，企业间分化加大



截至1H2024，重点跟踪的24家上市物业企业中，商誉及无形资产最多的是碧桂园服务、万物云，分别为237.8亿元、83.4亿元。从1H2024相对1H2023变化看，商誉及无形资产增幅最大的分别是金融街物业，为12.46倍。而下降幅度最大的是融创服务，为下降26.35%。总体上，企业间分化加大。

图：24家重点物业企业1H2024商誉及无形资产情况

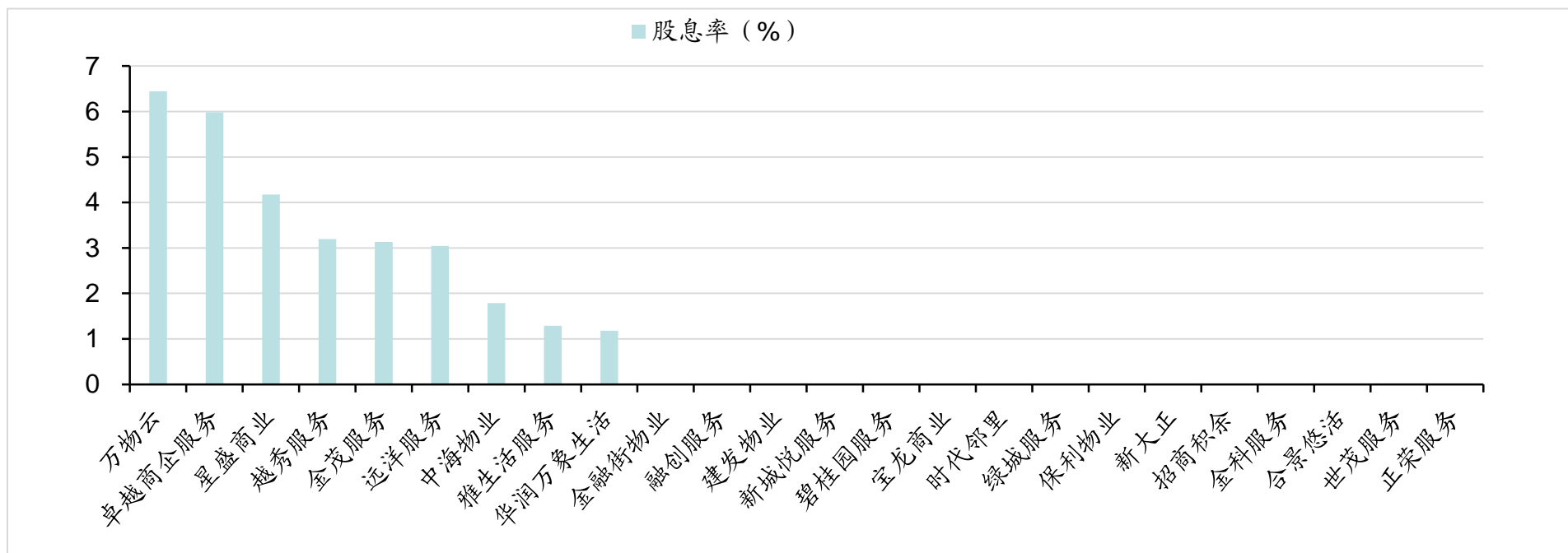


## 1.8 部分企业股息率高，部分企业中期不分红



截至2024年8月30日，1H2024重点跟踪的24家上市物业企业平均中期股息率为约1.26%，而中期股息率高于5%的有2家物业企业。其中，股息率最高的分别是万物云、卓越商企服务，分别为6.44%、5.98%。

图：24家重点物业企业1H2024股息率的情况



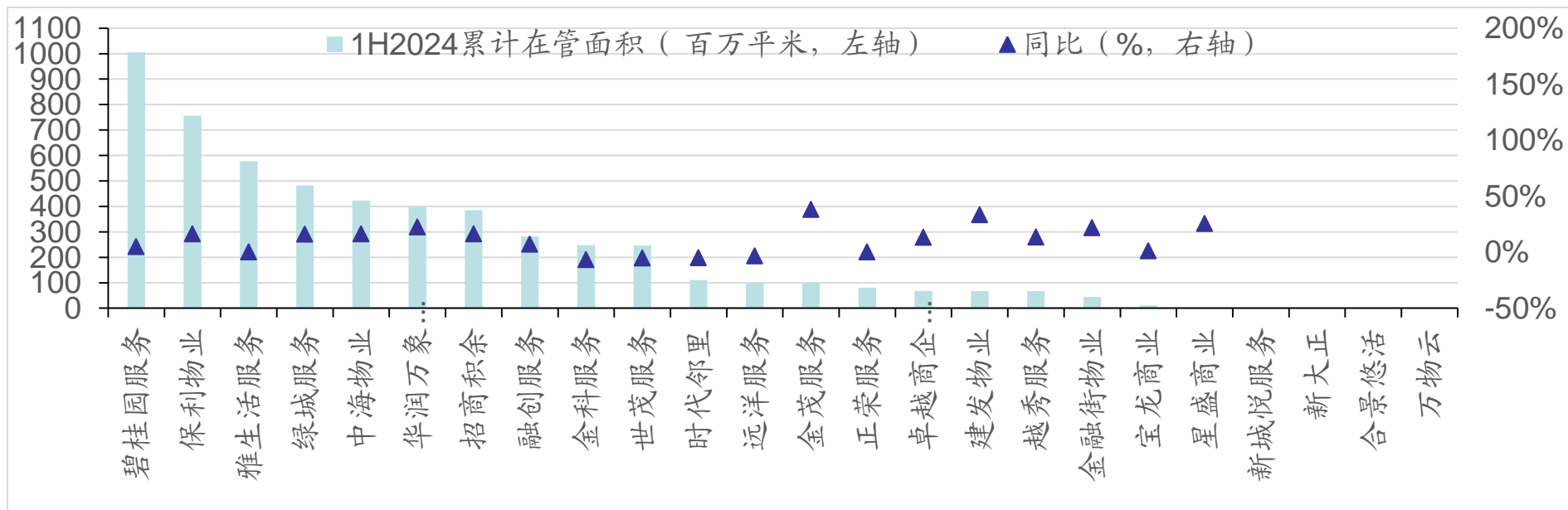
## 2. 24家重点物业企业运营管理效率分析

- 在管面积整体增速继续下降，格局稳定
- 部分企业合同/在管面积高，潜在增长较大
- 商写单位效能首尾差距分化大
- 商管类继续扩张，出租率稳定

## 2.1 在管面积整体增速继续下降，格局稳定

1H2024，重点跟踪的24家上市物业企业在管面积同比增速平均值保持11%的中速增长，中位数增速为13%。从在管面积规模来看，碧桂园服务、保利物业、雅生活服务位居前三，均超过5亿平方米。从在管面积同比增速来看，金茂服务、建发物业分别以38%、33%的增速领跑。而金科服务则同比增速为-7%，居于末尾。

图：24家重点物业企业1H2024累计在管面积及增速

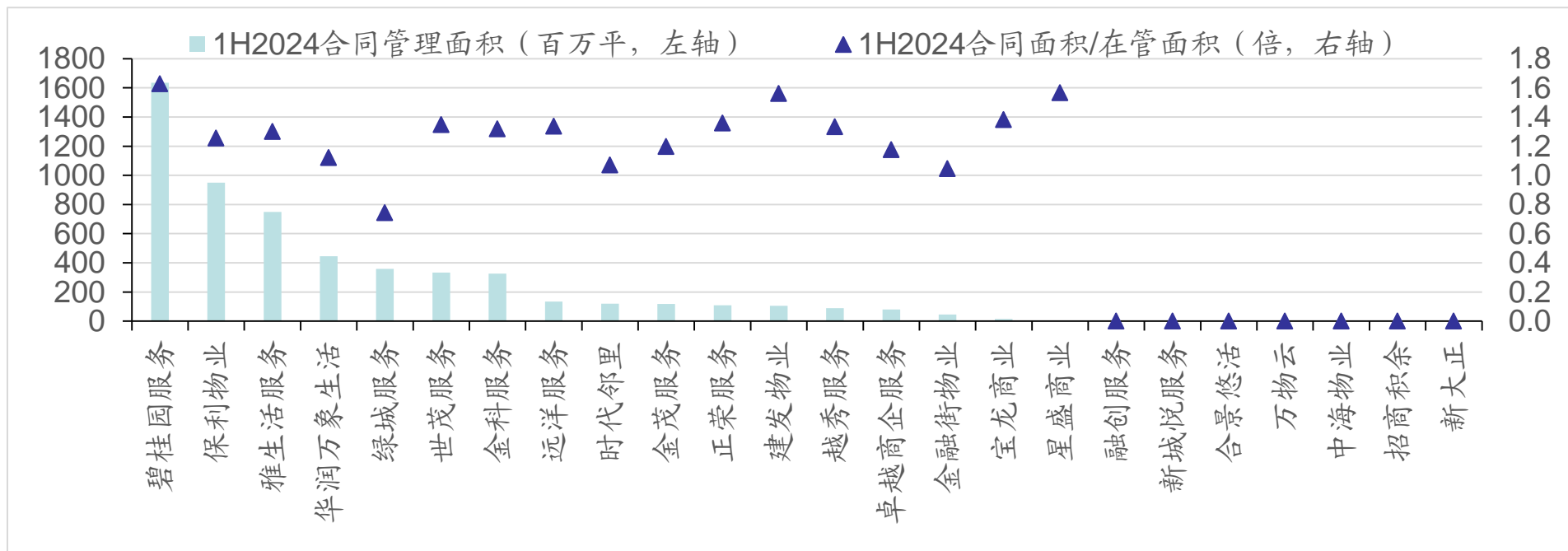


注：万物云、合景悠活、新大正、新城悦服务数据缺失。

## 2.2 部分企业合同/在管面积高，潜在增长较大

我们以合同面积/在管面积来衡量物企已经锁定的成长性。1H2024，碧桂园服务以1.63倍领跑；绿城服务以0.74倍居于末尾。

图：24家重点物业企业合同管理面积/在管面积



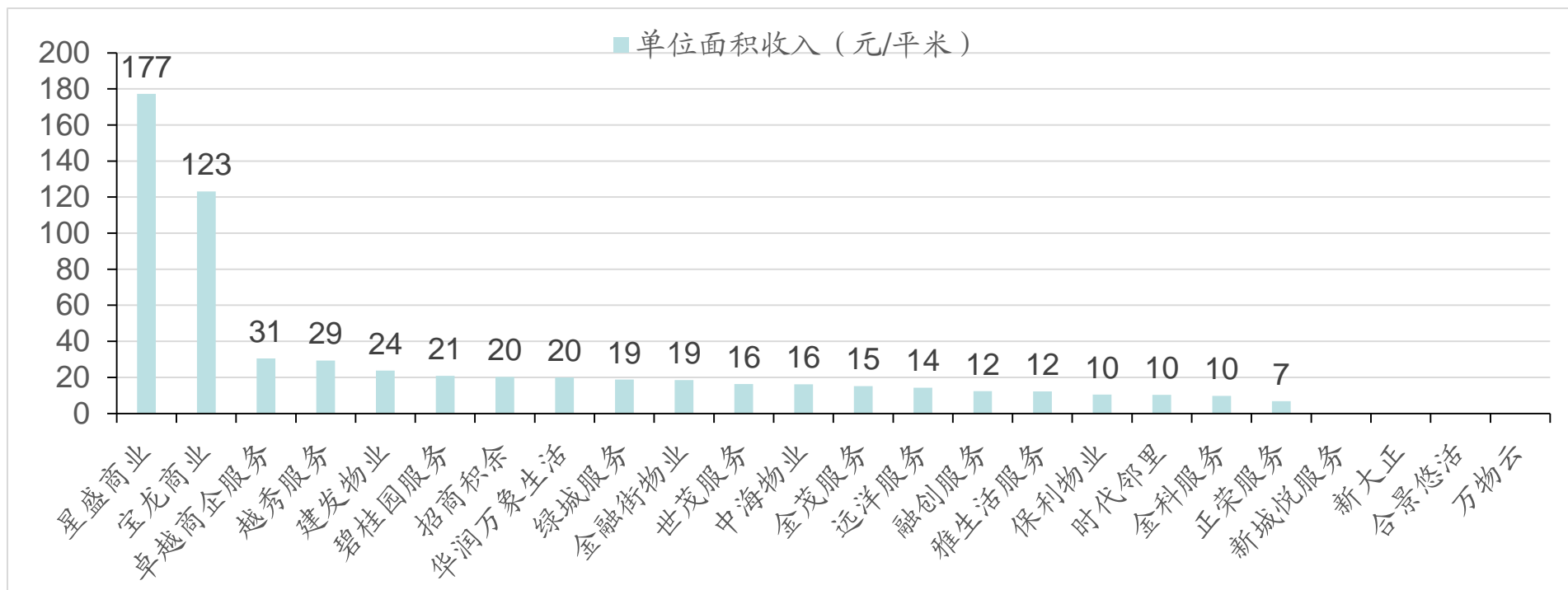
注：万物云、中海物业、招商积余、新大正、新城悦服务、合景悠活、融创服务数据缺失。



## 2.3 商写单位效能首尾差距分化大

1H2024，我们以营业收入/在管面积来计算单位面积收入。其中，商业写字楼类企业星盛商业、宝龙商业、卓越商企服务位居前三，单位面积收入超30元每平。正荣服务、金科服务居于末尾。

图：24家重点物业企业单位面积收入



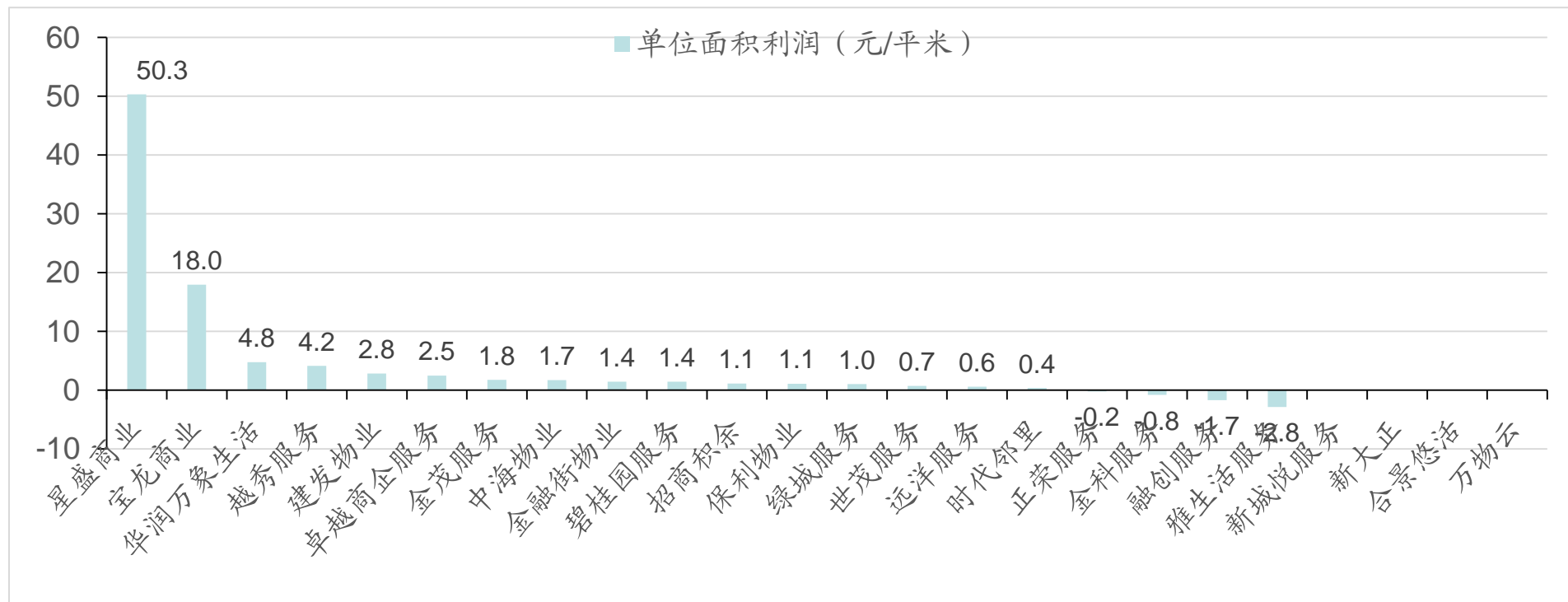
注：万物云、合景悠活、新城悦服务、新大正数据缺失。

资料来源：Wind、海通证券研究所

## 2.3 商写单位效能首尾差距分化大

1H2024，我们以归母净利润/在管面积来计算单位面积利润，不同物企之间差异明显。其中，商写管理类物企星盛商业、宝龙商业分别以**50.3元/平米**、**18.0元/平米**位居前列；雅生活服务、融创服务、金科服务、正荣服务为负值，居于末尾。

图：24家重点物业企业单位面积利润



注：万物云、合景悠活、新城悦服务、新大正数据缺失。

## 2.4 商管类继续扩张，出租率稳定

商管类物管企业典型代表华润万象、宝龙商业、星盛商业。1H2024，华润万象新增在管购物中心7个，高于宝龙商业的4个。1H2024，宝龙商业的计划开业建面为63万平。经济压力下出租率承压，宝龙商业1H2024平均出租率为91.5%，不仅低于星盛商业的92.5%，也低于华润万象的96.7%。从单位商业管理服务收入来看，1H2024，星盛商业最高，达到1.77元/平米；华润万象次之，达到1.65元/平米；宝龙商业最后，为1.00元/平米。

表：商管类企业经营数据

	在管购物中心数量 (个)		已开业购物中心建筑 面积(万平)		新增签约管理购 物中心数量 (个)	已签约管理购物 中心面积(万 平)	计划开业购物 中心建面(万 平)	平均出租率	商业运营服务收入/ 在管商业面积(元/ 平米)
	1H2023	1H2024	1H2023	1H2024	1H2024	1H2024	2025	1H2024	1H2023
宝龙商业	95	97	1070	1080	4	1490	63	91.5%	1.00
华润万象	85	105	914.3	1147.4	7	44600		96.7%	1.65
星盛商业	23	29	141	177		277		92.5%	1.77

### 3. 24家重点物业企业估值分析

- 估值底部区域徘徊，长期上行空间较大
- 今年以来不同公司股价以下跌为主

## 3.1 估值底部区域徘徊，长期上行空间较大



截至2024年8月30日，我们重点跟踪上市物业企业的Wind一致预期业绩对应的2023年、2024年、2025年、2026年的PE估值均值分别为8.58倍、21.07倍、6.82倍、6.24倍，对应2024年PEG均值为0.50倍。我们认为，物业企业估值处于中长期底部区域，未来存在长期上行的空间。

我们以市值/合同面积、市值/在管面积两个指标观察市值与管理规模的匹配程度，我们重点跟踪上市物业企业的上述两个指标的均值分别为0.48、0.61。其中市值/在管面积比值最高的企业为星盛商业、宝龙商业；市值/合同面积比值最高的企业为星盛商业、华润万象生活。

从物企总市值/关联公司总市值的比值来看，雅生活服务最高，为1.66；其次为碧桂园服务1.10。我们认为，关联公司的规模对物业企业影响持续减弱，目前越来越多的物业企业更重视第三方外拓和市场化收购等独立发展方式。

# 3.1 估值底部区域徘徊，长期上行空间较大

表：重点跟踪物业企业估值表

	证券代码	股价	股价	EPS (元)				PE (倍)				PEG 倍
		(港元每股)	(人民币元每股)	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
保利物业	06049.HK	25.75	23.43	2.51	2.82	3.17	3.56	9.34	8.31	7.40	6.59	0.67
融创服务	01516.HK	1.69	1.54	-0.14	0.13	0.23	0.27	-10.99	12.08	6.58	5.69	0.26
雅生活服务	03319.HK	2.55	2.32	0.32	0.01	0.69	0.76	7.25	263.69	3.35	3.05	0.32
中海物业	02669.HK	4.76	4.33	0.41	0.49	0.57	0.66	10.61	8.91	7.61	6.56	0.54
宝龙商业	09909.HK	2.66	2.42	0.71	0.74	0.80		3.39	3.27	3.02		-0.03
华润万象生活	01209.HK	25.90	23.57	1.28	1.57	1.85	2.16	18.37	15.04	12.74	10.91	0.86
招商积余	001914.SZ	8.79	8.79	0.69	0.81	0.94	1.09	12.67	10.85	9.31	8.04	0.67
碧桂园服务	06098.HK	4.47	4.07	0.09	0.51	0.64	0.68	46.81	7.93	6.35	5.95	0.51
金科服务	09666.HK	8.42	7.66	-1.49	0.66	0.76	0.90	-5.14	11.68	10.07	8.50	0.68
万物云	02602.HK	17.38	15.82	1.66	1.63	1.86	2.11	9.53	9.68	8.49	7.49	0.71
合景悠活	03913.HK	0.29	0.26	0.02				17.59				
新大正	002968.SZ	8.40	8.40	0.71	0.79	0.88	1.01	11.83	10.69	9.50	8.33	0.80
世茂服务	00873.HK	0.74	0.67	0.11	0.12	0.13		6.12	5.41	5.18		-0.05
卓越商企服务	06989.HK	1.28	1.16	0.25	0.27	0.31	0.33	4.70	4.24	3.81	3.54	0.44
绿城服务	02869.HK	3.63	3.30	0.19	0.23	0.28	0.32	17.39	14.09	11.85	10.20	0.81
正荣服务	06958.HK	0.19	0.17	-0.08				-2.18				
新城悦服务	01755.HK	3.00	2.73	0.52	0.58	0.62	0.67	5.25	4.74	4.38	4.08	0.61
时代邻里	09928.HK	0.50	0.45	-0.21				-2.15				
远洋服务	06677.HK	0.45	0.41	0.04				11.38				
金茂服务	00816.HK	2.68	2.44	0.37	0.43	0.49	0.56	6.59	5.64	4.94	4.35	0.41
星盛商业	06668.HK	1.15	1.05	0.17	0.18	0.20	0.23	6.21	5.78	5.19	4.60	0.48
越秀服务	06626.HK	3.13	2.85	0.32	0.37	0.44	0.51	8.90	7.61	6.50	5.62	0.46
建发物业	02156.HK	2.52	2.29	0.34	0.38	0.46	0.55	6.74	6.09	4.99	4.19	0.30
金融街物业	01502.HK	2.18	1.98	0.34	0.35	0.38	0.42	5.78	5.74	5.22	4.72	0.56
平均								8.58	21.07	6.82	6.24	0.50

资料来源：WIND、海通证券研究所

备注：业绩预测为WIND一致预期，收盘日期为2024年8月30日，汇率1港元=0.91元人民币

# 3.1 估值底部区域徘徊，长期上行空间较大

表：重点跟踪物业企业市值与管理规模匹配度

	证券代码	总市值	总市值	市值/合同面积	市值/在管面积
		(亿港元)	(亿元人民币)		
保利物业	06049.HK	142	130	0.14	0.17
融创服务	01516.HK	52	47		0.17
雅生活服务	03319.HK	36	33	0.04	0.06
中海物业	02669.HK	156	142		0.34
宝龙商业	09909.HK	17	16	1.04	1.44
华润万象生活	01209.HK	591	538	1.21	1.35
招商积余	001914.SZ	102	85		0.22
碧桂园服务	06098.HK	149	136	0.08	0.14
金科服务	09666.HK	52	47	0.15	0.19
万物云	02602.HK	204	185		
合景悠活	03913.HK	6	5		
新大正	002968.SZ	21	17		
世茂服务	00873.HK	18	17	0.05	0.07
卓越商企服务	06989.HK	16	14	0.18	0.21
绿城服务	02869.HK	115	105	0.29	0.22
正荣服务	06958.HK	2	2	0.02	0.02
新城悦服务	01755.HK	26	24		
时代邻里	09928.HK	5	4	0.04	0.04
远洋服务	06677.HK	5	5	0.04	0.05
金茂服务	00816.HK	24	22	0.19	0.22
星盛商业	06668.HK	12	11	3.83	6.00
越秀服务	06626.HK	48	43	0.49	0.65
建发物业	02156.HK	35	32	0.31	0.48
金融街物业	01502.HK	8	7	0.16	0.17
平均				0.48	0.61

# 3.1 估值底部区域徘徊，长期上行空间较大



表：重点跟踪物业企业与其关联公司市值比较

	证券代码	总市值 (亿港元)	总市值 (亿元人民币)	关联公司	关联公司总市值 (亿元人民币)	总市值/关联公司总 市值
保利物业	06049.HK	142	130	保利地产	972	0.13
融创服务	01516.HK	52	47	融创中国	80	0.59
雅生活服务	03319.HK	36	33	雅居乐	20	1.66
中海物业	02669.HK	156	142	中国海外发展	1236	0.12
宝龙商业	09909.HK	17	16	宝龙地产	20	0.79
华润万象生活	01209.HK	591	538	华润置地	1441	0.37
招商积余	001914.SZ	102	85	招商蛇口	836	0.10
碧桂园服务	06098.HK	149	136	碧桂园	124	1.10
金科服务	09666.HK	52	47	金科股份	63	0.75
万物云	02602.HK	204	185	万科A	740	0.25
合景悠活	03913.HK	6	5	合景泰富集团	8	0.69
新大正	002968.SZ	21	17			
世茂服务	00873.HK	18	17	世茂集团	22	0.76
卓越商企服务	06989.HK	16	14			
绿城服务	02869.HK	115	105	绿城中国	143	0.73
正荣服务	06958.HK	2	2	正荣地产	2	0.76
新城悦服务	01755.HK	26	24	新城控股	231	0.10
时代邻里	09928.HK	5	4	时代中国控股	4	1.08
远洋服务	06677.HK	5	5	远洋集团	19	0.25
金茂服务	00816.HK	24	22	中国金茂	87	0.25
星盛商业	06668.HK	12	11			
越秀服务	06626.HK	48	43	越秀地产	150	0.29
建发物业	02156.HK	35	32	建发国际集团	232	0.14
金融街物业	01502.HK	8	7	金融街	63	0.12

资料来源：WIND、海通证券研究所

备注：收盘日期为2024年8月30日，汇率1港元=0.91元人民币



## 3.2 今年以来不同公司股价以下跌为主



关于成交活跃度，我们统计了重点跟踪上市物业企业的近30日（2024.7.31-2024.8.30）日均成交额和近90日（2024.6.1-2024.8.30）日均成交额，其中2家物企的成交额出现了不同程度上升，其它物企的成交额出现了下滑或变化不大。

从2024年以来的涨幅来看，仅有7家物业企业年内实现正增长，即金茂服务以58.09%领涨行业。2024年以来的股价下滑的企业达到17家，其中下降幅度较大的是合景悠活，下滑38.30%；其次为远洋服务下滑38.06%。

从2023年8月31日至2024年8月30日的一年区间，物业企业的表现不一。其中，合景悠活近一年累计下跌64.20%，其次为远洋服务下滑53.54%。

## 3.2 今年以来不同公司股价以下跌为主

表：重点跟踪物业企业成交额与涨跌幅情况

	证券代码	纳入港股通时间	日均成交额（百万元）			24年内涨幅 (%)	加入港股通之后涨幅 (%)
			90日, mHKD	30日, mHKD	变动值, mHKD		
			2024/6/1	2024/7/31			
保利物业	06049.HK	2020.03.09	31	28	-3	-7.51	-28.69
融创服务	01516.HK	2021.03.15	15	13	-2	-3.57	-22.34
雅生活服务	03319.HK	2020.03.09	19	19	0	-27.29	-48.24
中海物业	02669.HK	2018.03.05	34	26	-7	-17.34	-47.72
宝龙商业	09909.HK	2020.09.07	1	1	0	-4.66	-32.49
华润万象生活	01209.HK	2021.03.15	109	121	12	-5.22	-22.62
招商积余	001914.SZ		81	68	-12	-25.07	-43.71
碧桂园服务	06098.HK	2018.09.10	107	102	-6	-29.61	-48.46
金科服务	09666.HK	2021.03.15	10	4	-7	-23.73	-18.88
万物云	02602.HK	2020.09.07	17	18	1	-26.66	-34.31
合景悠活	03913.HK	2021.03.15	1	1	0	-38.30	-64.20
新大正	002968.SZ		44	29	-15	-30.75	-44.25
世茂服务	00873.HK	2021.03.15	1	1	0	-37.82	-52.26
卓越商企服务	06989.HK	2021.03.15	1	1	0	-16.25	-35.28
绿城服务	02869.HK	2017.03.07	8	7	-1	30.29	8.02
正荣服务	06958.HK	-	0	0	0	3.23	-28.89
新城悦服务	01755.HK	2021.03.15	1	1	0	2.32	-29.78
时代邻里	09928.HK	2020.09.07	0	0	0	-0.57	-17.93
远洋服务	06677.HK		0	0	0	-38.06	-53.54
金茂服务	00816.HK		1	1	0	58.09	32.36
星盛商业	06668.HK		0	0	0	3.38	-8.52
越秀服务	06626.HK		3	3	0	24.49	1.69
建发物业	02156.HK		4	2	-2	-19.72	-22.46
金融街物业	01502.HK		0	0	0	1.03	-1.91

## 4. 投资建议及风险提示

投资建议：维持物业板块“优于大市”的评级。

我们认为，当前物业板块估值在底部区域徘徊，企业摆脱关联公司而更重视第三方外拓等方式扩大规模，增值服务的持续创新，未来估值有望逐步向上。

我们建议关注的物业公司包括：A股招商积余、新大正，H股万物云、华润万象生活、绿城服务、中海物业、保利物业、越秀服务、卓越商企服务。

风险提示：

在管面积扩张不及预期，人工成本上升，收并购不及预期，增值服务扩张不及预期，政策风险。

## 分析师声明

涂力磊 谢 盐

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 房地产研究团队:

房地产行业首席分析师

涂力磊

SAC执业证书编号: S0850510120001

电话: 021-23185710

Email: tll5535@haitong.com

房地产行业联系人

曾佳敏

电话: (021)23185689

Email: zjm14937@haitong.com

房地产行业分析师

谢 盐

SAC执业证书编号: S0850511010019

电话: 021-23185696

Email: xiey@haitong.com

房地产行业联系人

陈昭颖

电话: (021)23183953

Email: czy15598@haitong.com

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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任何责任。

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, 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。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。