

双轮驱动稳健增长，商业地产未来可期

北京国资旗下高端商业地产开发运营商，已形成地产开发加资产运营双轮驱动的商业模式。公司为北京市西城区国资委下属企业，诞生之初开发北京金融街区域，成功将其打造为国家级金融中心。此后公司走出北京，在天津、上海等核心城市陆续开发了甲级写字楼和优质购物中心，拥有丰富的高端商业地产开发经验。公司已确立了住宅开发与持有业务双轮驱动的发展战略，完成全国五大城市群共 17 个城市的布局。因疫情等因素影响，公司在 2019 年收入见顶回落，2021 年重回增长，全年营业收入为 242 亿元，已恢复至历史最高点 2019 年的 92%。

积极布局核心城市群，土地储备丰厚。公司自 2017 年确立五大城市群的布局战略后积极向外扩张，2021 年，实现销售金额 339 亿元，同比下降 15.7%，但销售面积同比上升 1.0% 至 175 万平方米，显示出公司在行业下行期依然可以实现快速周转的优质运营能力，同时公司拿地力度回升 17.0 个百分点至 30.2%，截至 2021 年末，公司拥有土地储备 2539 万方，土地储备充足。

坐拥核心商业资产，未来成长空间可期。截至 2021 年年末，公司于北京、天津、上海等核心城市持有物业可出租面积 106 万方，其中甲级写字楼和优质购物中心占比约 80%，当前北京、上海商业地产市场需求旺盛，市场活跃，伴随我国公募 REITs 制度逐渐完善，公司持有业务未来成长空间也将逐渐打开。

首次覆盖给予买入评级，目标价 9.10 元。我们预计 2022~2024 年公司 EPS 为 0.61/0.68/0.77 元，公司核心资产众多，但市净率仅 0.5 倍，处于严重低估状态，参照可比公司，我们认为公司市净率可修复至 0.7 倍，对应股价应为 9.10 元，给予买入评级。

风险提示：房地产市场持续下滑，疫情影响公司持有业务发展。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,121	24,155	25,301	29,980	38,130
增长率(%)	-30.8	33.3	4.7	18.5	27.2
净利润(百万元)	2,498	1,643	1,811	2,023	2,312
增长率(%)	-27.4	-34.2	10.2	11.7	14.3
ROE(%)	5.6	3.7	4.8	5.1	5.6
EPS(元/股，摊薄)	0.84	0.55	0.61	0.68	0.77
P/E(倍)	7.2	11.0	10.0	8.9	7.8
P/B(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4

金融街(000402)

首次评级

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

18621097792

SAC 执证编号：S1440519120002

SFC 中央编号：BPU491

发布日期：2022 年 05 月 08 日

当前股价：6.06 元

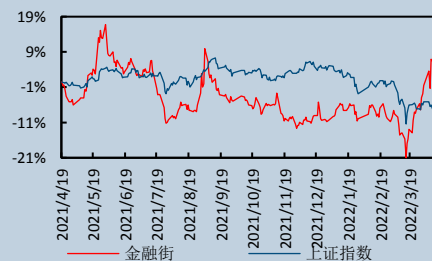
目标价格 6 个月：9.10 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	27.82/27.94	16.64/25.97	7.08/13.36
12 月最高/最低价 (元)			7.96/4.93
总股本 (万股)			298,892.99
流通 A 股 (万股)			298,782.9
总市值 (亿元)			203.25
流通市值 (亿元)			203.17
近 3 月日均成交量 (万股)			3,386.04
主要股东			
北京金融街投资(集团)有限公司			31.14%

股价表现



相关研究报告

目录

1 北京国资控股的商业地产龙头	1
1.1 源于北京，已完成全国核心城市布局	1
1.2 管理层稳定，行业经验丰富	2
1.3 营收大幅上升，归母净利润有所下滑	2
2 布局核心城市群，土地储备丰厚	4
2.1 销售金额略有下滑，销售布局趋向均衡	4
2.2 拿地力度恢复，土地储备充足	5
3 商业地产市场活跃，持有业务成长可期	8
3.1 业态逐步多元，版图持续扩大	8
3.2 商业地产市场活跃，公司经营稳健	10
3.3 公募 REITs 市场扩容，中期看有望利好公司融资扩张	16
4 盈利预测与投资建议	18
4.1 盈利预测：预计 2022~2024 年 EPS 为 0.61/0.68/0.77 元	18
4.2 投资建议：给予买入评级，目标价 9.10 元	19
5 风险提示	20
报表预测	21

图表目录

图表 1：公司发展历程	1
图表 2：公司股权架构	1
图表 3：管理层履历	2
图表 4：2021 年营业收入回升	2
图表 5：2021 年归母净利润下滑	2
图表 6：2021 年综合毛利率下滑	3
图表 7：2021 年归母净利率下滑	3
图表 8：房地产开业业务营收占比稳定在 90% 左右	3
图表 9：房地产开发业务毛利润占比下滑至 71%	3
图表 10：2021 年销售金额下滑	4
图表 11：2021 年销售面积保持平稳	4
图表 12：截至 2021 年末公司布局于 17 个城市	4
图表 13：2021 年新进入 1 个城市	4
图表 14：2021 年京津冀与长三角销售占比 61%	5
图表 15：2021 年成渝与长江中游区域销售同比高增	5

图表 16:	2021 年拿地金额同比增长 94%	5
图表 17:	2021 年拿地面积同比增长 30%	5
图表 18:	2021 年投资强度恢复至 30%	6
图表 19:	2021 年拿地权益比例下降至 64%	6
图表 20:	坚持深耕京津冀与长三角	6
图表 21:	三线城市拿地比例逐年增加	6
图表 22:	总土储建面维持高位	7
图表 23:	可结算面积依然充足	7
图表 24:	一二线土储占比 62%	7
图表 25:	京津冀与长三角土储占比 50%	7
图表 26:	惠州土储位列第一	7
图表 27:	公司主要在运营/在建特色小镇项目	8
图表 28:	2021 年资产管理业务收入回升	8
图表 29:	资产管理业务毛利率整体保持平稳	8
图表 30:	2021 年持有物业面积保持稳定	9
图表 31:	持有物业以写字楼和商业为主	9
图表 32:	写字楼面积呈下降趋势	9
图表 33:	商业面积呈上升趋势	9
图表 34:	持有物业区域布局趋于均衡	10
图表 35:	持有物业集中于北京、天津、上海	10
图表 36:	公司部分项目出售情况	10
图表 37:	金融街于北京的核心物业组合	10
图表 38:	北京甲级写字楼需求活跃	11
图表 39:	北京甲级写字楼租金企稳, 空置率下降	11
图表 40:	金融街板块写字楼平均租金领先	11
图表 41:	金融街板块写字楼空置率处于较低水平	11
图表 42:	公司于北京持有写字楼体量下降	12
图表 43:	公司于北京持有写字楼出租率提高	12
图表 44:	北京优质购物中心空置率下降	12
图表 45:	核心商圈购物中心空置率保持稳定	12
图表 46:	公司于北京持有购物中心体量稳定	13
图表 47:	公司于北京持购物中心出租率回升	13
图表 48:	2021 年中国奢侈品消费同比增长 36%	13
图表 49:	2021 年恒隆广场销售额同比增长 37%	13
图表 50:	金融街购物中心租金呈上涨趋势	14
图表 51:	金融街购物中心出租率维持高位	14
图表 52:	金融街购物中心与 SKP、恒隆广场对比	14
图表 53:	上海甲级写字楼需求活跃	15
图表 54:	上海甲级写字楼租金回升, 空置率下降	15
图表 55:	公司于上海持有写字楼体量下降	15
图表 56:	公司于上海持有写字楼出租率有待提高	15

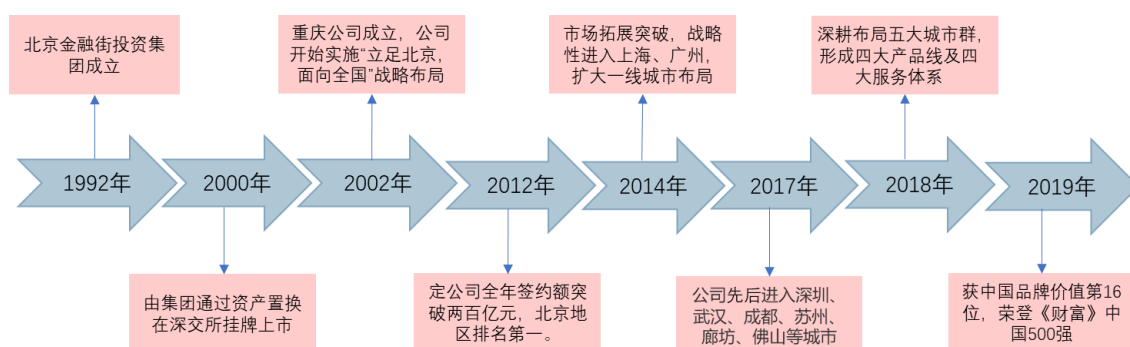
图表 57: 天津甲级写字楼供应暂缓	16
图表 58: 天津甲级写字楼空置率下降	16
图表 59: 公司于天津持有写字楼体量稳定	16
图表 60: 公司于天津持有写字楼出租率基本稳定	16
图表 61: 金融街资产证券化产品	16
图表 62: 第一批公募 REITs 市值（截至 20220420）	17
图表 63: 第一批公募 REITs 市值分红与营收规模	17
图表 64: 各国 REITs 制度对比	17
图表 65: 分部收入预测（亿元）	19
图表 66: 分部估值法计算结果	19
图表 67: 可比公司估值	20

1 北京国资控股的商业地产龙头

1.1 源于北京，已完成全国核心城市布局

金融街控股是一家以商务地产为主业的大型开发运营控股公司，是北京金融街投资集团旗下重要成员企业。公司业务始于 1992 年，当年北京西城区报北京市委市政府启动金融街区域建设，1993 年国务院批复《北京市总体规划》，提出在西二环阜成门至复兴门一带建设国家级金融管理中心，集中安排国家级银行总行和非银行机构总部，由公司具体负责该片区的开发建设。2000 年北京金融街建设借壳重庆华亚上市。公司以开发业务和持有业务为双轮，通过商务、住宅、特色小镇和金融集四大产品体系，打造房地产全价值链一体化业务平台，在商务地产开发领域取得了出色的业绩。截至 2021 年，公司已完成对五大城市群 17 个重点城市的布局。

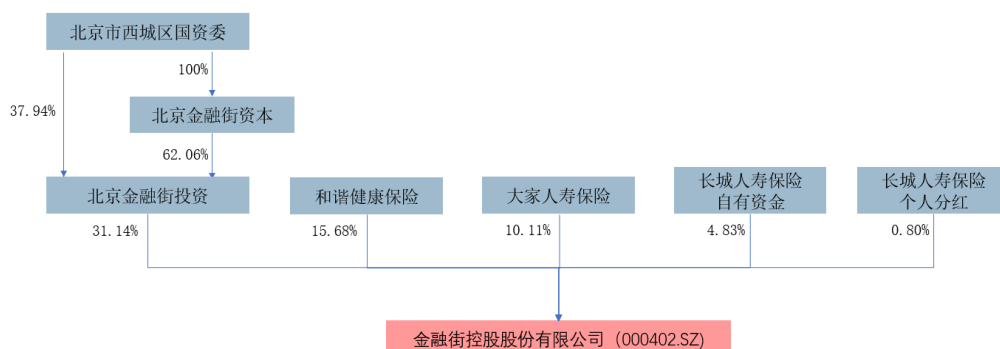
图表1： 公司发展历程



资料来源：公司公告，中信建投

公司第一大股东为北京金融街投资集团，实控人为北京市西城区国资委。公司第一大股东为北京金融街投资集团，其与一致行动人长城人寿合计持有公司 36.77% 股份。北京市西城区国资委为公司实际控制人，国资背景为公司的平稳发展保驾护航。2014 年，安邦保险通过旗下和谐健康保险和安邦人寿（后更名为大家人寿）举牌入股公司，分别为第二、第三大股东，合计持股 20.0%，2020 年两者解除一致行动关系。截至 2021 年，和谐健康保险和大家人寿持股比例分别为 15.68% 和 10.11%。

图表2： 公司股权架构



资料来源：公司公告，中信建投

1.2 管理层稳定，行业经验丰富

核心管理层稳定，拥有丰富行业经验。公司核心管理层大多为金融街系骨干员工，在集团就职多年，曾任职公司及集团多个核心职位，对公司战略有清晰的把握。此外，核心管理层多数兼任社会职务，或曾任职政府高层，在行业中享有较好的声誉，拥有广泛的行业资源，可以为公司的健康发展赋能。

图表3： 管理层履历

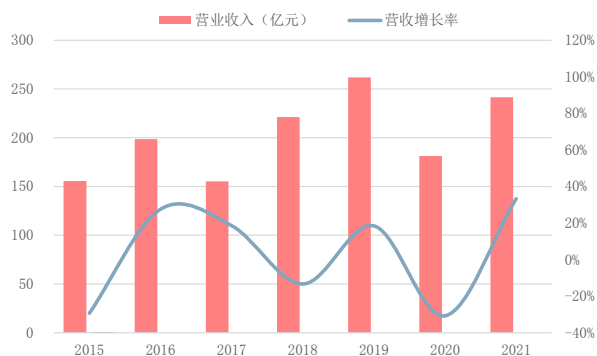
核心管理层	履历
高靓（董事长）	现任公司董事长、党委副书记，恒泰证券股份有限公司董事，中国上市公司协会副会长。曾任公司总经理、常务副总经理、副总经理，北京金融街投资(集团)有限公司董事、副总经理，金融街投资管理有限公司董事长兼总经理，北京金融街资本运营中心常务副总经理。
杨扬（副董事长）	现任公司党委书记、副董事长。曾任公司副总经理，北京金融街投资(集团)有限公司副总经理，北京天桥盛世投资集团有限责任公司董事长，北京华融综合投资公司工程师，金融街协调中心副主任。
赵鹏（副董事长）	现任公司副董事长、大家保险集团有限责任公司总经理助理兼董事会秘书、大家人寿保险股份有限公司董事、中国民生银行股份有限公司董事、远洋集团控股有限公司董事。曾任中国人寿保险股份有限公司业务管理部高级主管，中国保险监督管理委员会发展改革部副处长、处长等职务。
盛华平（代理总经理）	现任公司董事，常务副总经理(代行总经理职责)，党委委员，北京金融街资产管理有限公司董事长兼总经理，北京产权交易所有限公司董事，北京绿色交易所有限公司董事。曾任公司副总经理，金融街(上海)投资有限公司执行董事，金融街重庆置业有限公司执行董事、总经理。

资料来源：公司公告，中信建投

1.3 营收大幅上升，归母净利润有所下滑

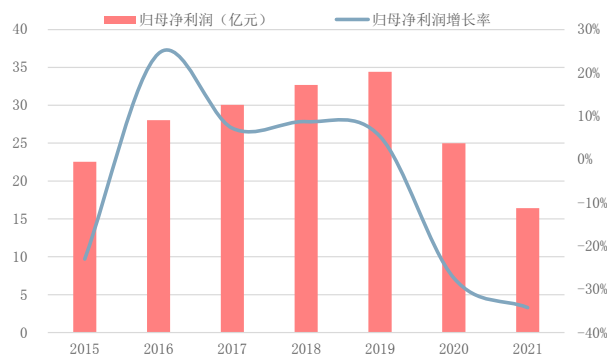
营收同比大幅上升，归母净利润下滑。2015 到 2021 年，公司营业收入年复合增长率 7.6%，总体呈上涨态势。2021 年公司实现营业收入 241.6 亿元，同比大幅上升 33.3%，恢复至 2019 年的 92%。2021 年公司实现归母净利润 16.4 亿元，同比下降 34.2%，为近年来最低水平。归母净利润水平下滑的主要原因系房地产开发业务的部分高成本项目集中在 2021 年结转，拉低了公司整体盈利。

图表4： 2021 年营业收入回升



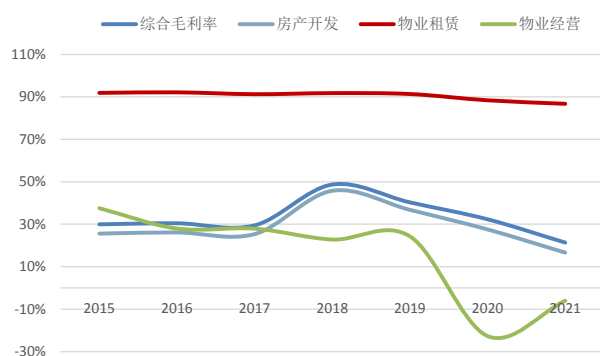
资料来源：Wind，中信建投

图表5： 2021 年归母净利润下滑

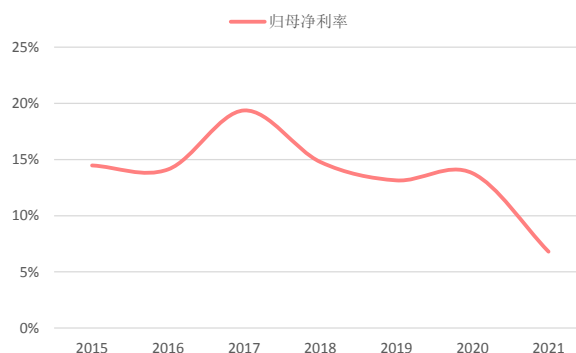


资料来源：Wind，中信建投

受房地产开发业务毛利下降影响，盈利水平下降。2021 年，公司综合毛利率为 21.4%，较上年下降 11.0 个百分点。分业务来看，2021 年房产开发业务毛利率 16.6%，较上年下降 10.9 个百分点，主要由于高地价项目集中于 2021 年结转导致；物业租赁业务毛利率 86.7%，继续维持在较高水平；物业经营业务毛利率-6.0%，较去年提高 16.7 个百分点，主要因为酒店和文旅板块升级改造、加强成本管控，经营业绩得以有效恢复带来。2021 年公司归母净利率为 6.8%，同比上年下降 7.0 个百分点，出售德胜中心带来的投资收益以及较大的公允价值变动收益提高了净利率水平。

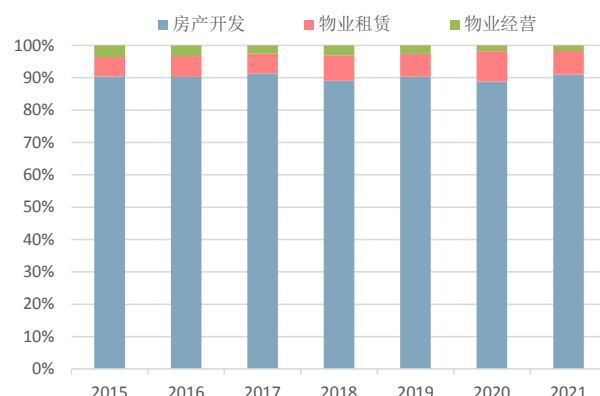
图表6： 2021 年综合毛利率下滑


资料来源：Wind，中信建投

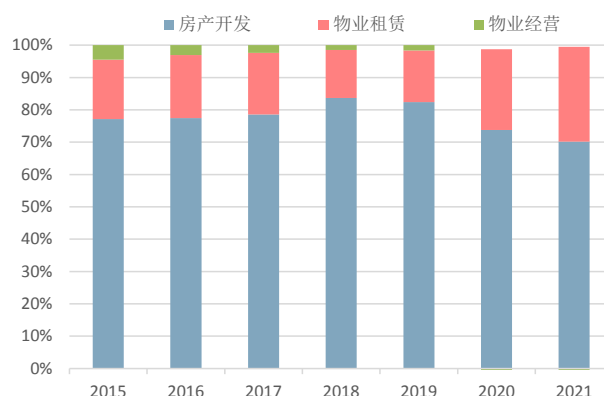
图表7： 2021 年归母净利率下滑


资料来源：Wind，中信建投

营业收入结构稳定，物业租赁业务毛利润占比扩大。公司以房地产开发、物业租赁和物业经营为主营业务，2021 年三大业务营收分别为 219、18、4 亿元，在总营收中占比较为稳定，其中房地产开发业务占比在 90%左右，物业租赁和物业经营业务合计占比约 10%。毛利润方面，由于房地产业务毛利率大幅下滑，物业租赁毛利润占比逐渐扩大，2021 年物业租赁毛利润占比 29.6%，相比于 2018 年的低位提高了 11 个百分点。

图表8： 房地产开业务营收占比稳定在 90%左右


资料来源：Wind，中信建投

图表9： 房地产开发业务毛利润占比下滑至 71%


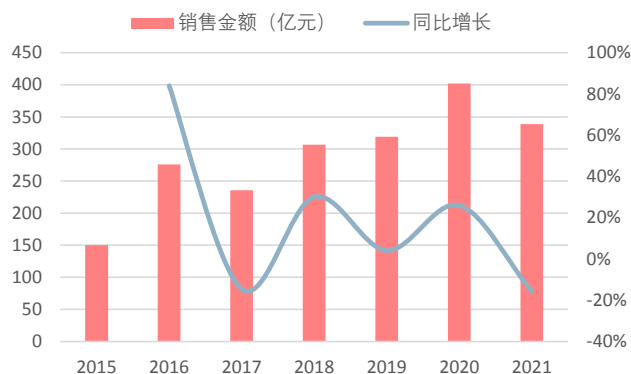
资料来源：Wind，中信建投

2 布局核心城市群，土地储备丰厚

2.1 销售金额略有下滑，销售布局趋向均衡

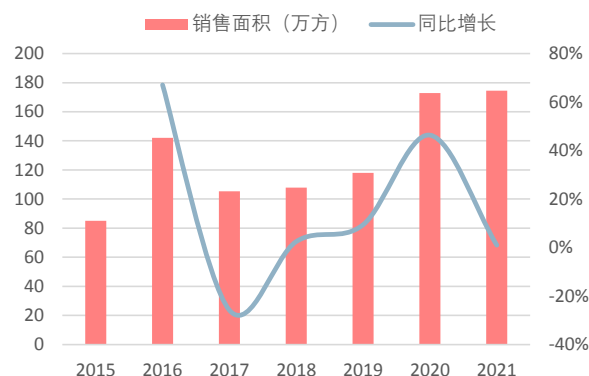
销售金额下滑，但公司严抓回款，保障现金流安全。2021 年，公司实现销售金额 339 亿元，同比下降 15.7%，销售面积 175 万平方米，同比上升 1.0%，销售金额下滑主要是由于销售均价下滑导致，销售均价同比上年下降 16.5%至 19419 元/m²，显示公司在一定程度上采取了降价促销策略，但由于布局优势及产品力，销售面积仍然保持稳定。公司严抓回款，提高前期效率，推进项目去化，以在行业下行期保持现金流安全，2021 年销售回款较去年同期增长 30%，经营活动现金流量净额为 38.9 亿元，连续三年为正。

图表10： 2021 年销售金额下滑



资料来源：Wind，中信建投

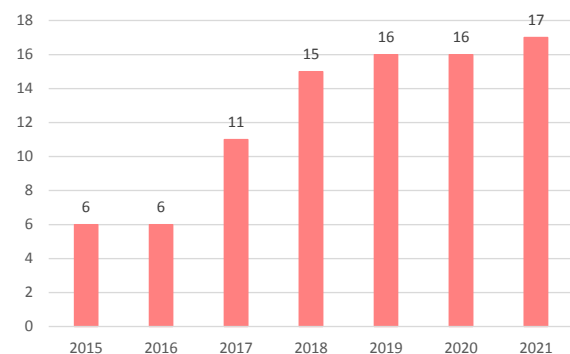
图表11： 2021 年销售面积保持平稳



资料来源：Wind，中信建投

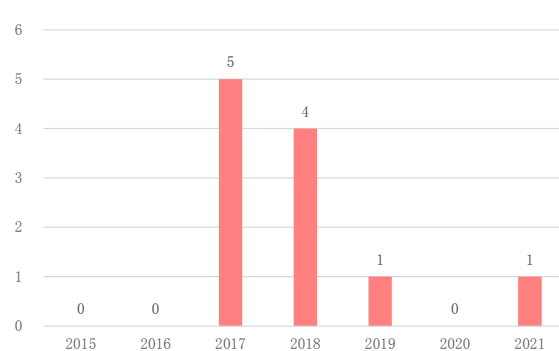
坚持核心城市群深耕战略，基本完成五大城市群布局。2016 年公司房地产业务仅布局于北京、天津、上海、广州、重庆、惠州六个城市，2017 年公司提出“深耕五大城市群中心城市，拓展环五大城市群中心城市一小时交通圈卫星城/区域”战略，当年即进入成都、武汉、苏州、佛山、廊坊 5 个城市，这也是公司首次打入中部地区市场。2018 年公司新进入东莞、深圳、遵化、常熟 4 个城市，进一步完善五大区域布局。2019 年起，公司扩张速度放缓，2019 年仅新进入无锡，2021 年新进入嘉兴，截至 2021 年末，公司已进入五大城市群 17 个重点城市，区域布局基本完成，抗风险能力持续提升。

图表12： 截至 2021 年末公司布局于 17 个城市



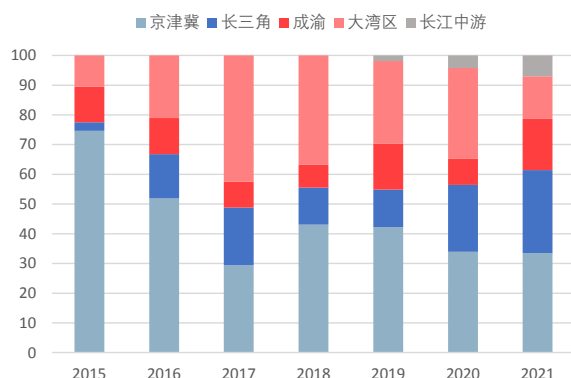
资料来源：公司公告，中信建投

图表13： 2021 年新进入 1 个城市

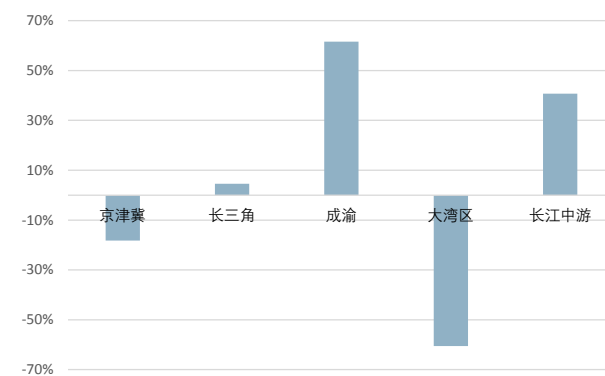


资料来源：公司公告，中信建投

京津冀与长三角仍为主要粮仓，成渝与长江中游城市群销售高增。2016 年之前公司销售集中于京津冀地区，区域销售占比超过 50%，2017 年起随着公司加速扩张，大湾区、长三角占比迅速提高。至 2021 年，公司在京津冀、长三角、大湾区、成渝和中部地区的销售额占比逐渐趋向均衡。从总体销售占比来看，京津冀与长三角地区依然是销售主力，分别实现销售收入 114 亿元和 95 亿元，合计占比超 60%，成渝地区和中部地区由于基数较低，销售额增长最快，同比分别增长 61.6%和 41.7%，达到 59 亿元和 24 亿元，均为近年来销售额最高值。

图表14： 2021 年京津冀与长三角销售占比 61%


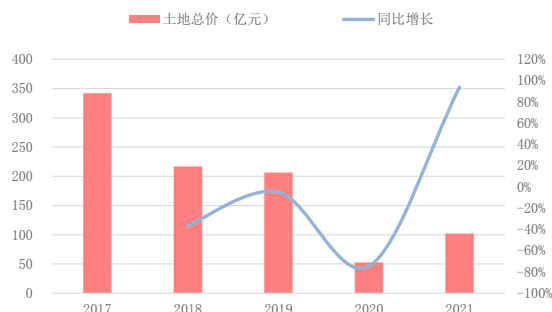
资料来源：公司公告，中信建投

图表15： 2021 年成渝与长江中游区域销售同比高增


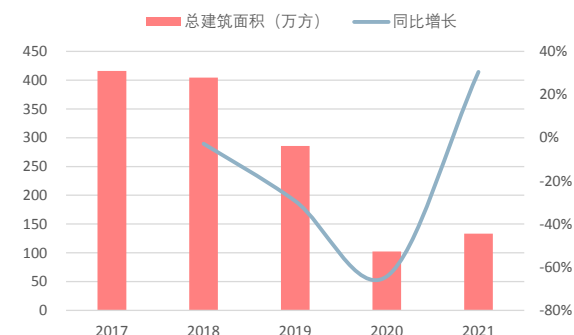
资料来源：公司公告，中信建投

2.2 拿地力度恢复，土地储备充足

拿地力度有所恢复，权益比例下降。公司从 2018 年起放缓拿地力度，当年拿地金额 217 亿元，同比下滑 36.6%，2019 年略微收缩，2020 年拿地金额大幅下滑 74.4%至 53 亿元，拿地强度仅有 13.1%，2021 年拓展力度有所恢复，拿地金额 102 亿元，同比提高 93.7%，拿地强度提高 17.0 个百分点至 30.2%。值得注意的是，过去公司始终将拿地权益比例控制在 70%以上，2019 年达 95%的高峰，2021 年以来，公司在无锡、昆山、嘉兴、天津通过合作获取 5 个项目，全年拿地权益比降至 64%，达到近五年最低。

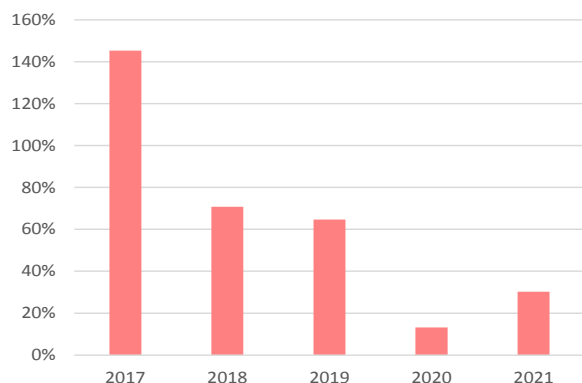
图表16： 2021 年拿地金额同比增长 94%


资料来源：公司公告，中信建投

图表17： 2021 年拿地面积同比增长 30%


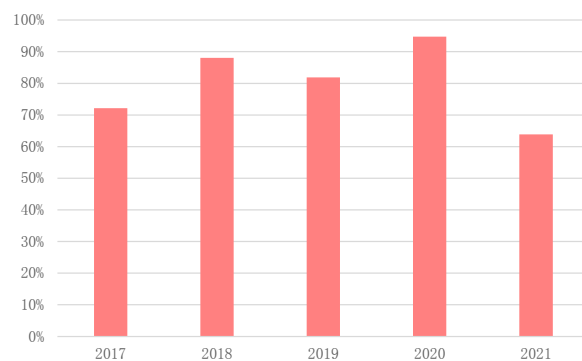
资料来源：公司公告，中信建投

图表18： 2021 年投资强度恢复至 30%



资料来源：公司公告，中信建投

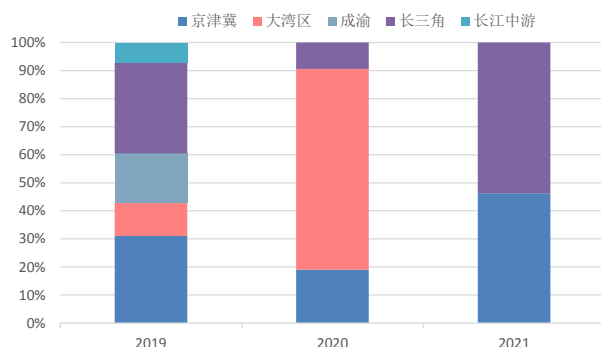
图表19： 2021 年拿地权益比例下降至 64%



资料来源：公司公告，中信建投

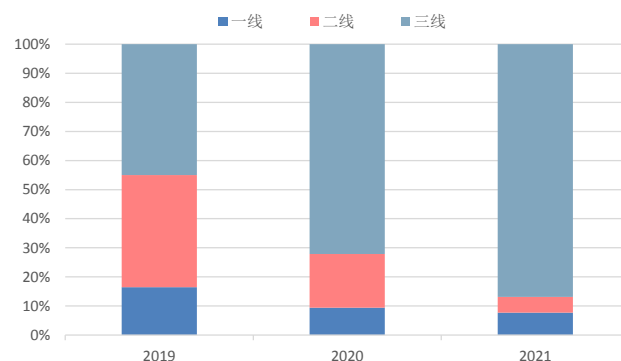
坚持深耕京津冀与长三角，加大卫星城布局。2019 年公司在五大城市群皆有拿地，其中京津冀与长三角拿地建面占比达 63%，2020 年公司拿地规模收缩，重点于惠州和佛山获取两宗项目，2021 年公司拿地更为聚焦，集中于京津冀和长三角地区，并未在另外三大城市群落地项目。公司逐步在加大对于核心城市卫星城的布局，2019 年三线城市拿地建面占比仅为 45%，其中以苏州、无锡、佛山等核心三线为主，2020 年该比例上升至 72%，2021 年进一步提高至 87%，昆山、嘉兴、固安三城拿地 96 万方，占到了全年拿地建面的 72%。

图表20： 坚持深耕京津冀与长三角



资料来源：公司公告，中信建投

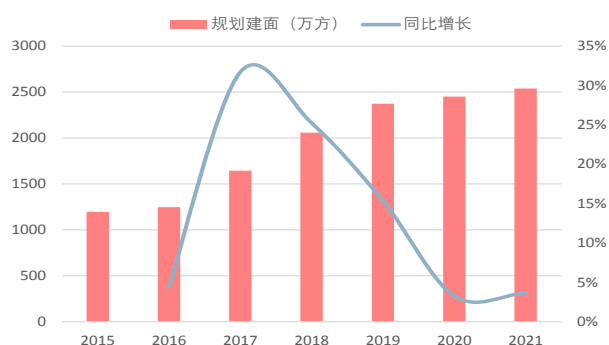
图表21： 三线城市拿地比例逐年增加



资料来源：公司公告，中信建投

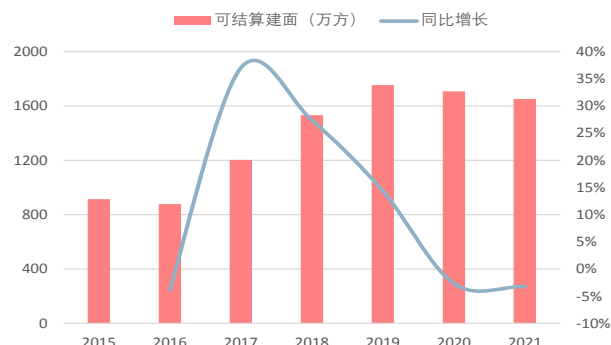
公司土地储备丰富，区域布局合理。截至 2021 年末，公司拥有土储 2539 万方，权益土储 2071 万方，权益比例达 81.6%。从土储布局来看，公司在一二三线城市土地储备总体较为均衡，从近年新增拿地来看有向三线城市拓展的趋势，截至 2021 年公司三线城市土储面积占比 37.6%，与二线城市占比基本持平，相比 2019 年占比提升 8.6 个百分点。区域方面，公司在保证大本营京津冀区域仓位比重的同时，持续加码大湾区和长三角布局，截至 2021 年底，大湾区和长三角土储面积占比分别为 28.5%和 13.3%，相距 2019 年分别提高 4.5 和 2.6 个百分点。公司目前土储面积前五的城市为惠州、北京、天津、重庆、广州、武汉，按面积计占总土储的 66.8%。其中，惠州巽寮湾项目单项目建面达 353.5 万方，占惠州土储 78.5%，占大湾区土储 48.9%。此外，截至 2021 年末，公司可结算面积 1651 万方，同比下降 3.2%，可结算资源充足，对未来业绩形成有力保障。

图表22： 总土储建面维持高位



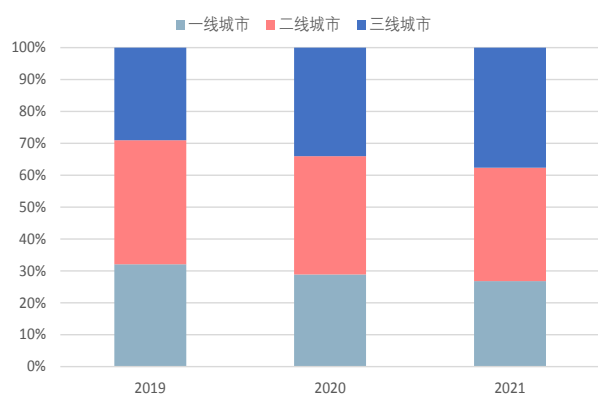
资料来源：公司公告，中信建投

图表23： 可结算面积依然充足



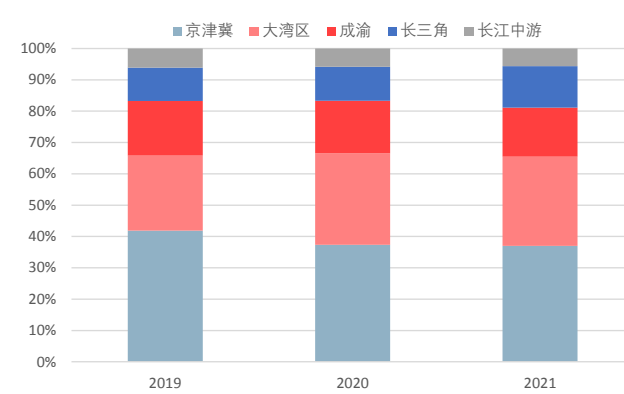
资料来源：公司公告，中信建投

图表24： 一二线土储占比 62%



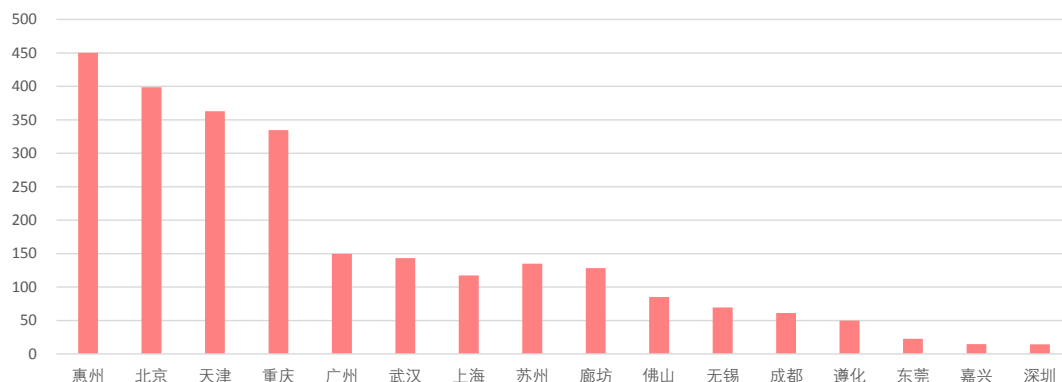
资料来源：公司公告，中信建投

图表25： 京津冀与长三角土储占比 50%



资料来源：公司公告，中信建投

图表26： 惠州土储位列第一



资料来源：公司公告，中信建投

开发运营特色小镇，形成独特文旅优势。公司目前主要在运营、在建特色小镇有惠州巽寮湾、北京慕田峪长城、重庆磁器口后街和遵化古泉小镇，均为旅游景区及康养类项目。其中，惠州巽寮湾项目是公司旗下占地面积最大、开发最成熟的项目，2005 年公司正式进入惠州开发巽寮湾国家 4A 级景区，规划用地 29 平方公里，总投资额 200 亿元，年游客量 400 万人次，是珠三角最大的滨海旅游地产项目。2021 年，公司加强文旅板块的升级改造、提升服务品质控，重点项目如 5A 级景区慕田峪长城游客数量同比增长 37%，经营业绩较去年同期恢复明显。2021 年，新竣工的 4A 级景区重庆磁器口后街项目开业运营，遵化古泉小镇项目也在持续推进建设中。

图表27： 公司主要在运营/在建特色小镇项目



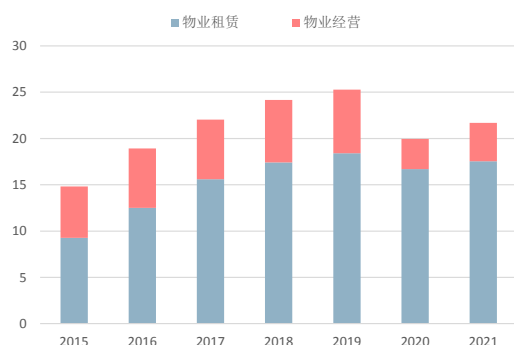
资料来源：公司公告，中信建投

3 商业地产市场活跃，持有业务成长可期

3.1 业态逐步多元，版图持续扩大

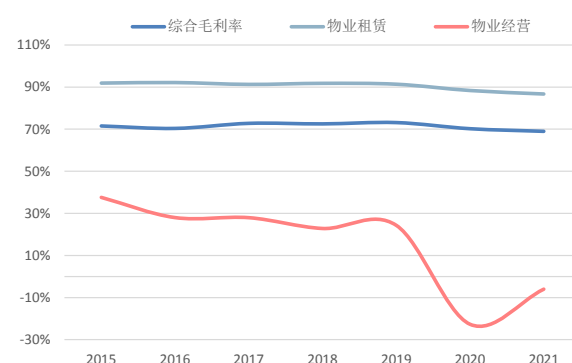
资产管理业务是公司业绩的重要组成，盈利主要来自写字楼和商业的出租收入。公司资产管理业务分为物业租赁和物业经营两部分，其中物业租赁业务为写字楼和商业业态的出租，物业经营业务主要为酒店和体育中心的运营。2021 年公司资产管理业务收入为 22 亿元，其中：写字楼和商业物业的租赁收入自 2015 年来持续提高，2021 年为 18 亿元，占比已达 81%，同时，物业租赁业务毛利率基本稳定在 90%左右，而物业经营业务受疫情影响，2021 年收入为 4 亿元，且毛利率在 2020 年转负，当年为-22.7%，2021 年回升至-6.0%。

图表28： 2021 年资产管理业务收入回升



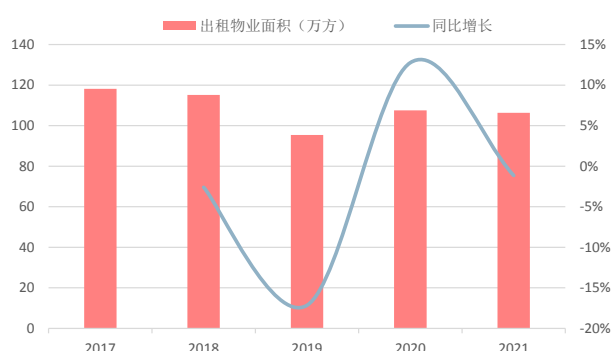
资料来源：公司公告，中信建投

图表29： 资产管理业务毛利率整体保持平稳

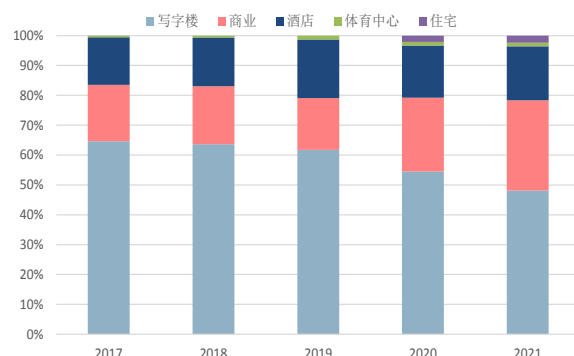


资料来源：公司公告，中信建投

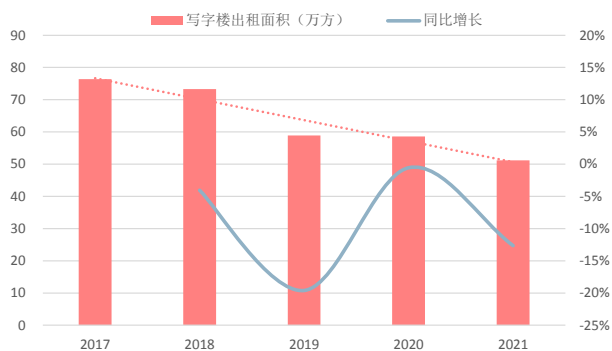
持有物业以写字楼和商业为主，商业占比持续提高。公司在重点城市持有以写字楼、商业、酒店为代表的优质物业。截至 2021 年末，公司拥有可出租物业面积 106 万平方米，较上年基本持平。从业态结构来看，写字楼和商业在公司持有物业面积中占比 80% 左右，酒店业态占比 10%，体育中心及住宅业态合计占比 10%。近年来，公司持有业务采取均衡布局策略，写字楼占比持续下降，商业占比提升。2021 年，公司持有写字楼可出租面积 51 万方，在持有物业中占比 48%，较 2017 年减少 25 万方，占比下降 17 个百分点；持有商业可出租面积 32 万方，在持有物业中占比 30%，较 2017 年增加 9.7 万方，占比上升 11 个百分点。

图表30： 2021 年持有物业面积保持稳定


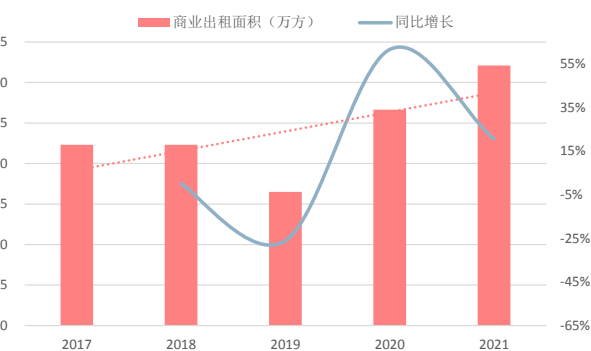
资料来源：公司公告，中信建投

图表31： 持有物业以写字楼和商业为主


资料来源：公司公告，中信建投

图表32： 写字楼面积呈下降趋势


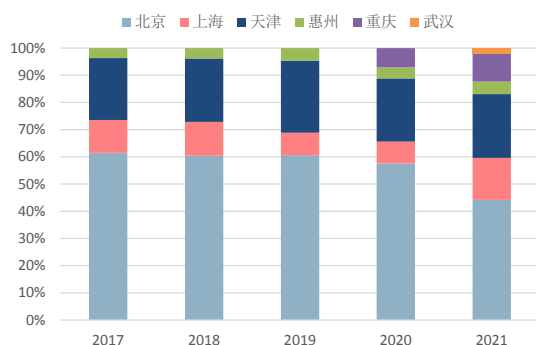
资料来源：公司公告，中信建投

图表33： 商业面积呈上升趋势


资料来源：公司公告，中信建投

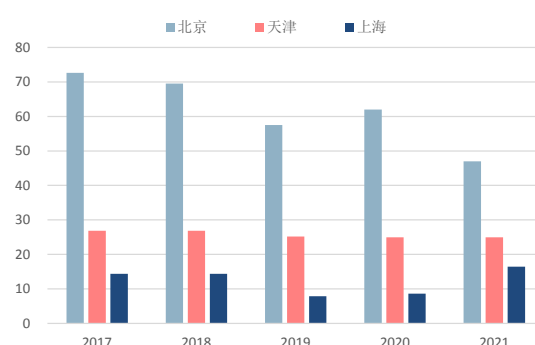
公司持有物业集中于核心城市，同时城市布局版图逐渐扩大。从城市分布结构看，公司持有的项目主要集中于北京、上海、天津、重庆、武汉等核心城市，资产价值高，盈利能力强。近年来，公司在保持京津冀大本营核心地位的基础上，持续扩大持有物业城市布局，2020 年进驻重庆市场，2021 年进驻武汉市场，加快核心区域布局。公司持有物业布局体量前三的城市为北京、天津、上海，合计占比超 80%。从近五年数据来看，公司布局趋于均衡，逐步减少对单一城市依赖，对于成熟期项目会择机退出。公司在北京的持有体量逐年下降，2021 年可出租面积 47 万方，较 2017 年已经减少 26 万方，天津地区持有体量五年来基本持平，上海地区持有体量在 2019 年出售金融街海伦中心 D、E 栋后减少至 8 万方，目前待静安融悦中心开业后，将回升至 16 万方。

图表34： 持有物业区域布局趋于均衡



资料来源：公司公告，中信建投

图表35： 持有物业集中于北京、天津、上海



资料来源：公司公告，中信建投

图表36： 公司部分项目出售情况

年份	项目名称	价格	购买方
2021	北京金融街丽思卡尔顿酒店	10.8 亿元	金融街集团
2021	金融街·万科丰科中心	37.1 亿元	平安人寿
2021	德胜国际中心	15.6 亿元	凯龙瑞
2019	金融街海伦中心 D 栋、E 栋建筑	10.5 亿元	长城人寿

资料来源：公司公告，中信建投

3.2 商业地产市场活跃，公司经营稳健

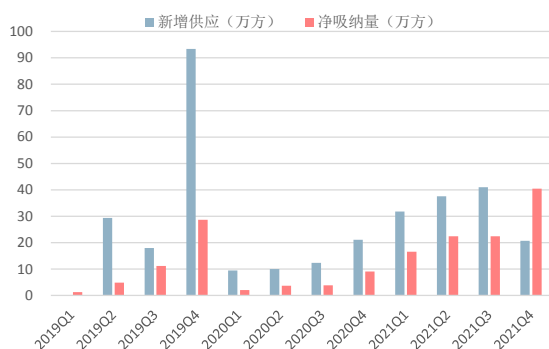
公司在北京的资产集中于金融街区域,代表项目有甲级写字楼金融街中心、高奢购物中心金融街购物中心,此外在多个区域有小型商业、写字楼和四合院。2021 年公司租金收入为 12.6 亿元, 占总物业租赁收入的 72%。受益于办公楼市场复苏, 及疫情下高奢市场持续优质表现, 公司租金收入稳步增长, 出租率维持在高位, 表现出强大的韧性。

图表37： 金融街于北京的核心物业组合

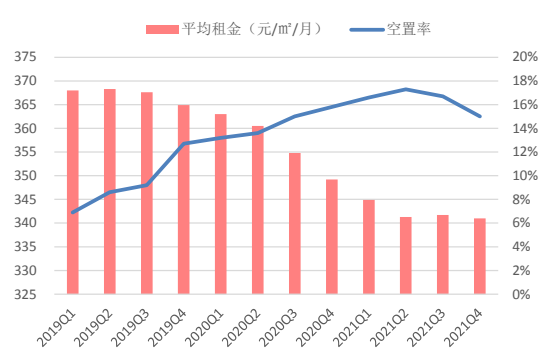


资料来源：百度地图，中信建投

2021 年北京甲级写字楼市场复苏，需求活跃。2021 年，北京甲级写字楼市场活跃度逐渐提高，新增供应及净吸纳量持续提升，全年新增供应量 131 万方，净吸纳量 102 万方，净吸纳量同比上年提升 447.5%，恢复至 2019 年的 121.5%，需求活跃。截至 2021 年第四季度，北京甲级写字楼平均租金为 341 元/平方米/月，较 2020 年同期下降 8.2 元/平方米/月，平均空置率为 15.0%，同比下降 0.8 个百分点。截至 2021 年末，北京甲级写字楼市场存量 1416 万方，同比上年提升 9.8%。

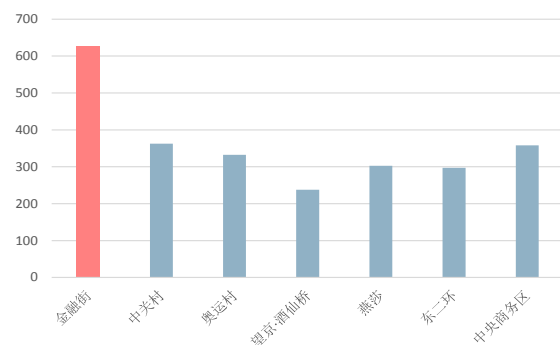
图表38：北京甲级写字楼需求活跃


资料来源：第一太平戴维斯，中信建投

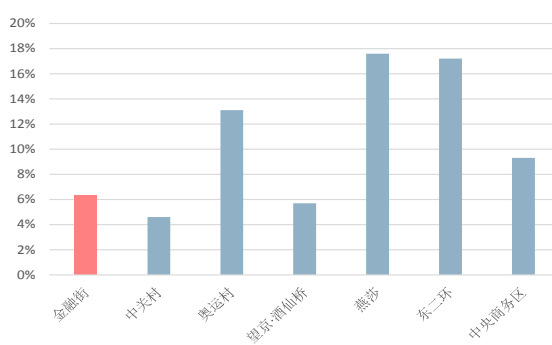
图表39：北京甲级写字楼租金企稳，空置率下降


资料来源：第一太平戴维斯，中信建投

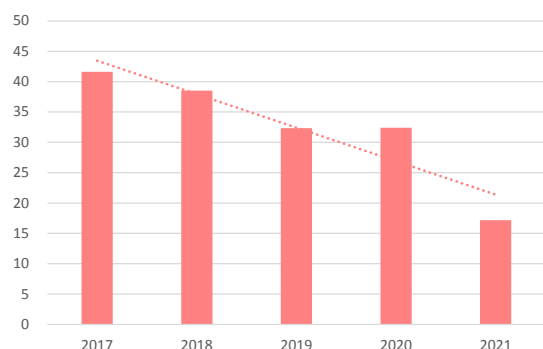
公司项目主要位于金融街板块，该板块为北京核心区域，平均租金领先，空置率处于低位。金融街板块处于北京市核心区域，截至 2021 年四季度，板块内写字楼平均租金为 628 元/平方米/月，远高于北京其他商务板块甲级写字楼平均租金，空置率为 6.3%，在同类写字楼市场中处于较低水平。公司在金融街板块拥有金融街中心、金融大厦等多个优质写字楼项目，截至 2021 年年末，公司于北京持有写字楼面积 17 万方，平均出租率 79.3%，较 2020 年有所提升。

图表40：金融街板块写字楼平均租金领先


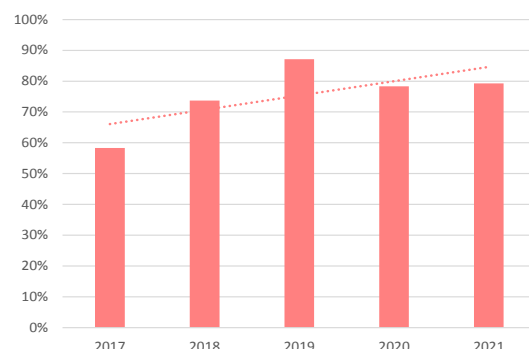
资料来源：第一太平戴维斯，中信建投

图表41：金融街板块写字楼空置率处于较低水平


资料来源：第一太平戴维斯，中信建投

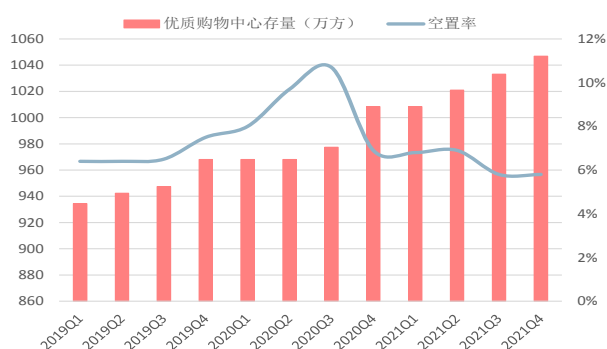
图表42： 公司于北京持有写字楼体量下降


资料来源：公司公告，中信建投

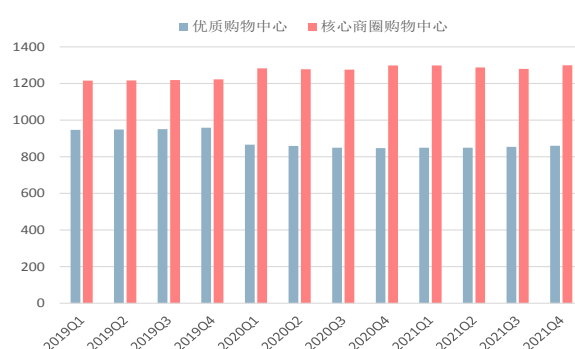
图表43： 公司于北京持有写字楼出租率提高


资料来源：公司公告，中信建投

北京购物中心市场恢复良好，公司商业项目出租率稳步回升。2021年北京优质购物中心全年新增供应38.4万方，截至2021年末，北京优质购物中心存量1047万方，同比增长3.8%。2021年全年北京优质购物中心平均空置率6.3%，较2020年下降2.5个百分点，2021年第四季度，北京优质购物中心和核心商圈购物中心首层平均租金分别为860元/平方米/月和1300元/平方米/月，较年初有所提升。公司的商业项目主要布局在北京市中心，包括北京金融街购物中心、北京金融街（西单）购物中心等8个优质项目，持有体量约21万方，截至2021年末出租率92.7%，较上年提高8.1个百分点，逐步恢复至疫情前水平。

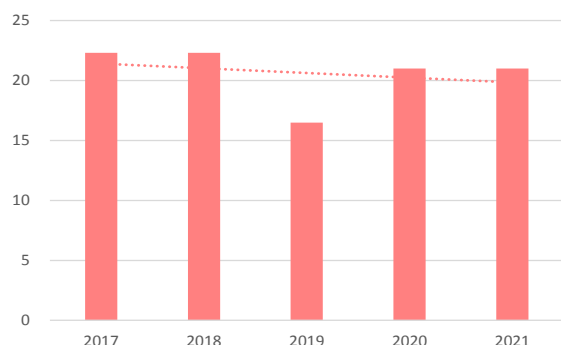
图表44： 北京优质购物中心空置率下降


资料来源：第一太平戴维斯，中信建投

图表45： 核心商圈购物中心空置率保持稳定


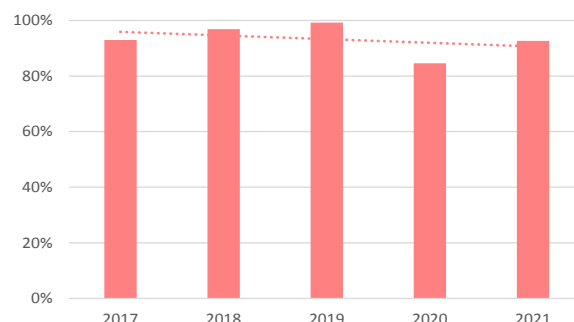
资料来源：第一太平戴维斯，中信建投

图表46：公司于北京持有购物中心体量稳定



资料来源：公司公告，中信建投

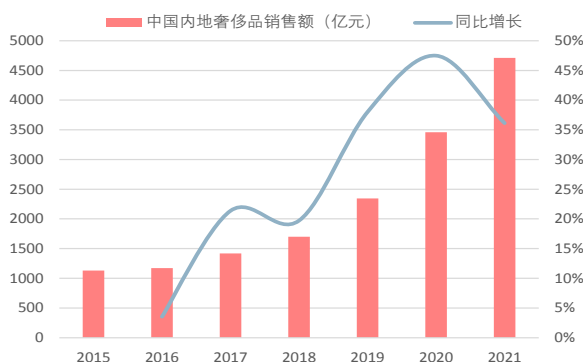
图表47：公司于北京持购物中心出租率回升



资料来源：公司公告，中信建投

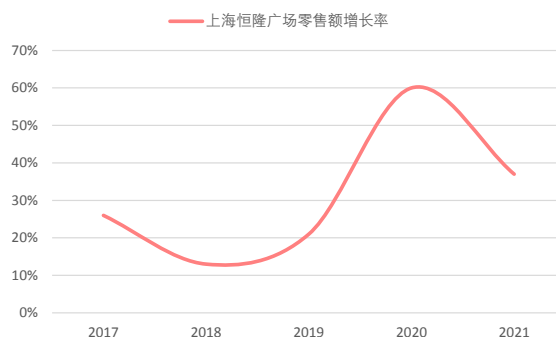
疫情影响下消费回流，奢侈品消费强势增长，利好高奢购物中心。疫情影响下出境受阻，中国消费者的奢侈品需求回流国内，带来奢侈品消费的强势增长。根据贝恩咨询统计，2021 年中国内地奢侈品销售额 4710 亿元，同比增长 36.1%，总营业额约为疫情前 2019 年的两倍。奢侈品消费的强势增长带来了高奢购物中心零售额的大幅上升，以上海恒隆广场为例，2020 年销售额在疫情下同比增长 60.1%，达到近 5 年最高点，2021 年后疫情背景下上海恒隆广场零售额依然保持高于疫情前的增速，同比 2020 年扩大 37.2%。

图表48：2021 年中国奢侈品消费同比增长 36%



资料来源：贝恩，中信建投

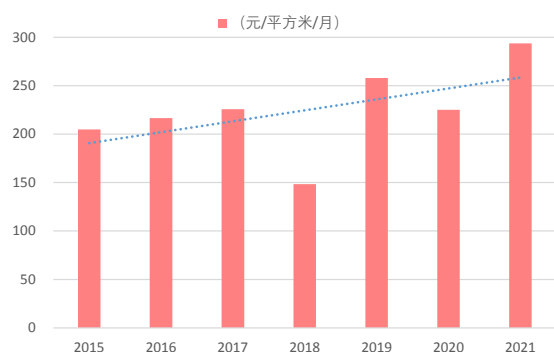
图表49：2021 年恒隆广场销售额同比增长 37%



资料来源：公司公告，中信建投

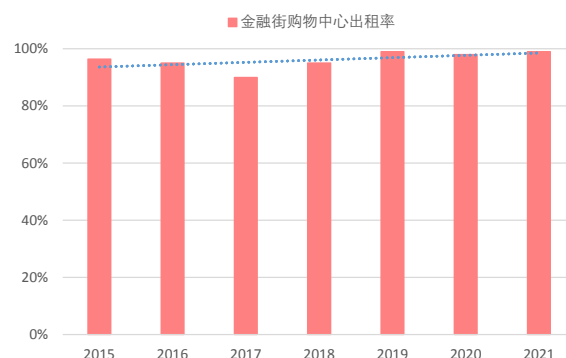
金融街购物中心定位为国内顶级高奢商场，平均租金稳步增长，出租率维持高位。金融街购物中心地处北京市西城区二环内核心地段，建筑面积约 9.3 万平方米，定位为高端奢侈品购物中心，签约品牌与 SKP 和恒隆广场为同一档次。自 2007 年开业以来，金融街购物中心经营水平稳定向好，租金水平总体呈稳定上涨趋势，平均出租率维持高位。受益于后疫情背景下高奢消费的迅速增长，金融街购物中心 2021 年月平均租金大幅增长，同比 2020 年增长 30.4%，同比 2019 年增长 13.9%，近三年平均出租率稳定在 99% 左右。

图表50： 金融街购物中心租金呈上涨趋势



资料来源：公司公告，中信建投

图表51： 金融街购物中心出租率维持高位



资料来源：公司公告，中信建投

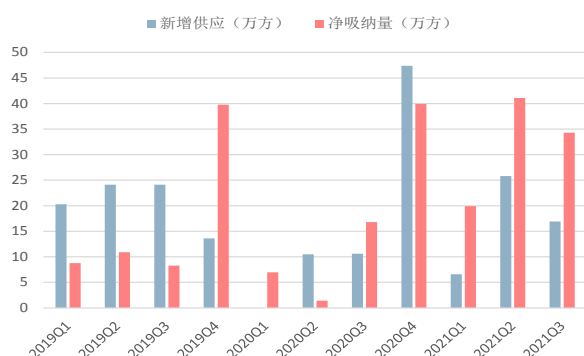
图表52： 金融街购物中心与 SKP、恒隆广场对比

	北京金融街购物中心	SKP (北京)	恒隆 (上海)
签约品牌	PRADA、Gucci、Dior、LOUIS VUITTON、HERMÈS、CHANEL、Dior、Gucci、PRADA、CHANEL、LOUIS VUITTON、Dior、Gucci、Bottega Veneta、Chloé、Lane Crawford、ARMANI、BALENCIAGA、Burberry、Bottega PRADA、Catier、Burberry、ARMANI、Céline、Omega Salvatore Ferragamo、Catier、Veneta、LA MER、BVLGARI、LOUIS BVLGARI、BALENCIAGA、LOEWE、SAINT LAURENT		
Maxmara、Ermenegildo Zegna			
商场外观			

资料来源：大众点评，中信建投

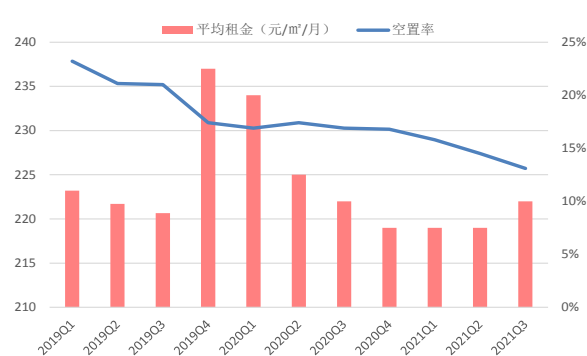
上海写字楼市场需求高增，租金逐步回升，空置率持续下降。截至 2021 年第三季度，上海甲级写字楼市场存量为 1450 万方，同比上年提升 7.4%，前三季度新增供应量 49.3 万方，净吸纳量 95.3 万方，净吸纳量同比上年提升 278.6%，恢复至 2019 年同期的 240.9%，需求高增，市场处于严重供不应求状态。租金方面，2021 年三季度上海甲级写字楼平均租金 222 元/平米/月，与 2020 年同期基本持平，但是空置率大幅下滑，平均空置率为 13.1%，较 2020 年下降 3.8 个百分点，已连续 5 个季度下降。

图表53： 上海甲级写字楼需求活跃



资料来源：第一太平戴维斯，中信建投

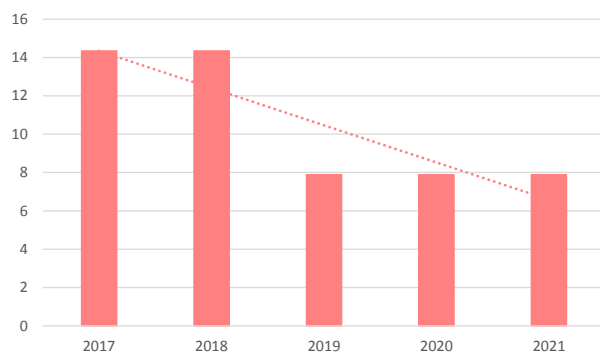
图表54： 上海甲级写字楼租金回升，空置率下降



资料来源：第一太平戴维斯，中信建投

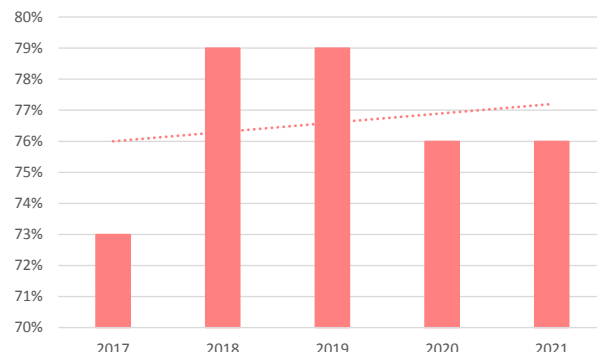
公司上海写字楼项目出租率暂未恢复至疫情前水平，新项目竣工即将投入使用。公司目前在上海运营的写字楼项目为位于虹口区的金融街海伦中心，2019 年，公司曾以 10.54 亿元向长城人寿出让金融街海伦中心 D 栋、E 栋建筑，出售面积 6.47 万方，截至 2021 年底，公司目前仍然持有 7.88 万方，平均出租率 76%，暂未恢复至疫情前水平。2021 年，公司位于上海静安核心区的融悦中心西区 A 栋办公楼项目竣工，项目可出租面积 7.82 万方，2022 年将投入使用，预计将为公司物业租赁业务带来较大盈利提升。

图表55： 公司于上海持有写字楼体量下降



资料来源：公司公告，中信建投

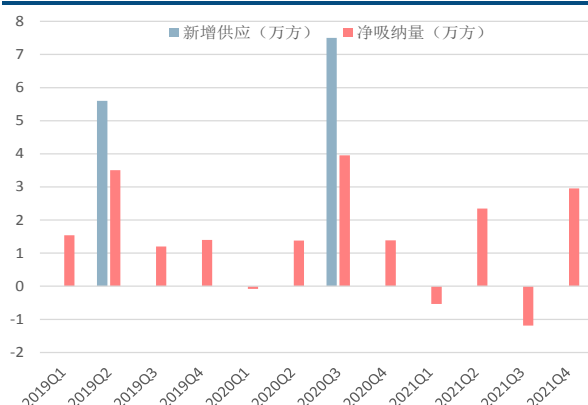
图表56： 公司于上海持有写字楼出租率有待提高



资料来源：公司公告，中信建投

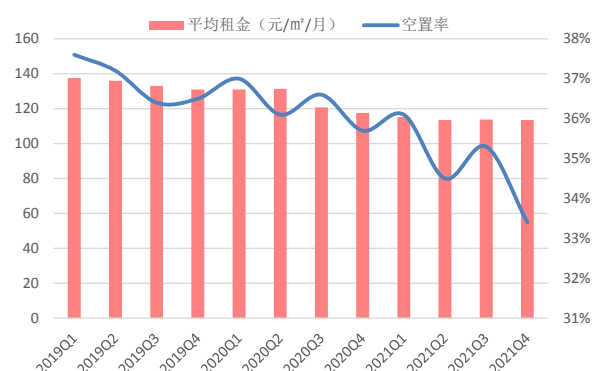
2021 年天津写字楼市场供应暂缓，公司写字楼项目出租率稳定。“双减”政策引发天津写字楼租赁市场调整，2021 年全年无新增供应，全市甲级写字楼存量维持在 153 万平方米。天津优质写字楼平均空置率为 34.5%，较 2020 年下降 1.9 个百分点，优质写字楼平均租金 114 元/平米/月，较 2020 年下降 9 元/平米/月。公司目前在天津运营的主要写字楼项目为位于天津市核心区域的环球金融中心和南开中心，2017 年以来出租面积及出租率稳定。截至 2021 年末，两项目合计出租面积 18.31 万方，平均出租率 67.25%。

图表57：天津甲级写字楼供应暂缓



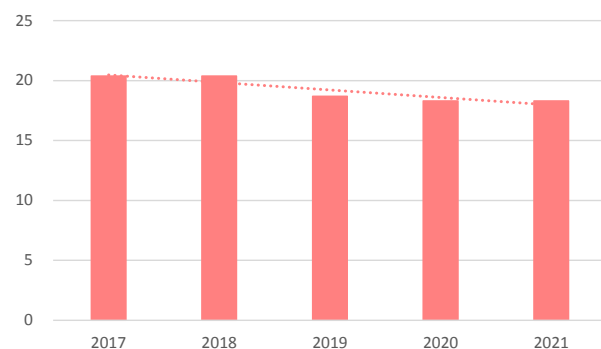
资料来源：第一太平戴维斯，中信建投

图表58：天津甲级写字楼空置率下降



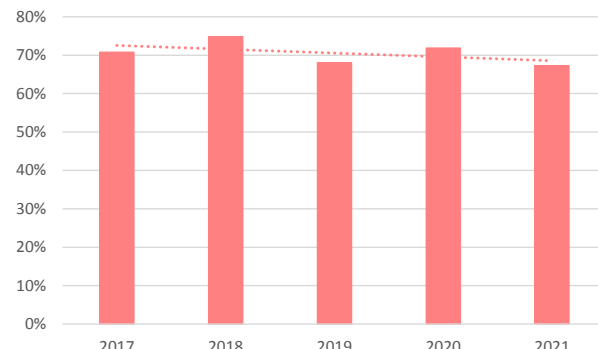
资料来源：第一太平戴维斯，中信建投

图表59：公司于天津持有写字楼体量稳定



资料来源：公司公告，中信建投

图表60：公司于天津持有写字楼出租率基本稳定



资料来源：公司公告，中信建投

3.3 公募 REITs 市场扩容，中期看有望利好公司融资扩张

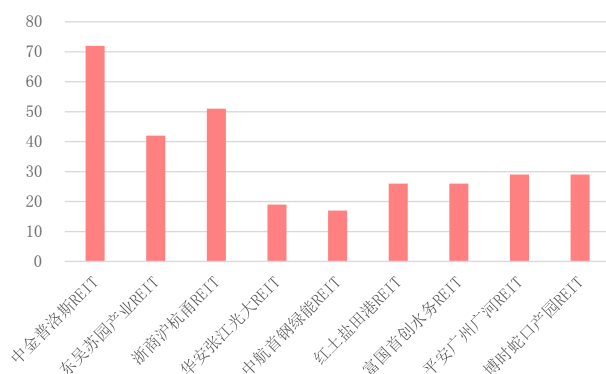
公司积极盘活存量资产，灵活运用公开市场融资工具。公司最早于 2017 年在深交所发行了第一单 CMBS，基础资产为金融街中心物业债权，发行总额 66.5 亿元，利率 5.12%，是深交所当时规模最大的不动产资产证券化产品，并实现同时期同类产品利率成本最低。2020 年公司以金融街中心为基础资产，续发 CMBS，将前一期置换，发行总额 80 亿元，利率 2.80%，创下截至发行时点国内 CMBS 历史最低发行利率。公司通过 CMBS 方式积极盘活存量资产，有助于优化财务结构，为公司发展提供了资金支持。

图表61：金融街资产证券化产品

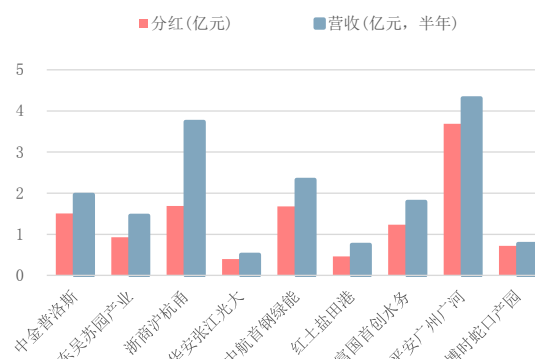
产品简称	产品类型	发行总金额 (亿)	发行日	当前状态
金融街 2020-1	CMBS	80	2020/4/16	存续期
金融街 2017-1	CMBS	66.5	2017/5/15	已清算

资料来源：公司公告，中信建投

我国开展公募 REITs 试点，市场制度日趋完善，市场规模不断扩大。2020 年 4 月 30 日，证监会和国家发改委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》，启动基础设施公募 REITs 试点。2021 年 5 月 14 日，上交所和深交所分别审核通过首批 9 只基础设施公募 REITs，国内公募 REITs 正式启航。2022 年 1 月，财政部及税务总局出台新政，明确 REITs 税务相关问题，避免了高额增值税和提前交税问题，打上政策补丁。2022 年 4 月，REITs 扩募指引及细则相继出台，国内基础设施 REITs 市场制度和政策法规逐步走向完善成熟，为 REITs 在国内进一步发展打下良好的基础。截至 2021 年 4 月 20 日，共有 11 支 REITs 运行，总市值 445 亿元。

图表62： 第一批公募 REITs 市值（截至 20220420）


资料来源：公司公告，中信建投

图表63： 第一批公募 REITs 市值分红与营收规模


资料来源：公司公告，中信建投

我国 REITs 发展逐渐成熟，商业不动产 REITs 具备想象空间。和美国、日本、香港、新加坡等成熟市场相比，我国 REITs 市场目前正处于起步阶段，底层资产限制在基础设施类别，并且存在项目申报流程长、环节多等问题。商业地产作为成熟 REITs 市场的重要资产类别，一直以来受到原始权益人和投资者的欢迎。今年两会有多位代表提出将商业不动产纳入公募 REITs 的建议，随着政策推动和市场制度逐渐补足，商业不动产作为城市基础设施，中长期看有望纳入 REITs 的资产范围，这将为商业地产持有者带来轻资产运营的可能。公司在北京、上海、天津和重庆等地持有优质商业地产，中长期看有望受益于 REITs 发展的红利。

图表64： 各国 REITs 制度对比

	中国大陆	中国香港	日本	新加坡	美国
开始年份	2021	2003	2021	1999	1960
立法框架	《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》等政策文件	Code on Real Estate Investment Trusts	投资信托与投资法人法	Property Fund Guidelines	未单独立法，主要基于税法
组织形式	契约制	契约制	公司型/契约型(目前均为公司型)	契约制	无限制，大多数为公司制
投资要求	取得基础设施项目完全所有权或经营权。已按规定履行相关手续，通过竣工验收。通常情况下，持有不动产至少需满 2 年；	主要投资于可盈利的房地产标的；非盈利房地产部分不得超过 REITs 净资产的 10%；	至少 70% 的总资产必须投资于房地产、房地产租赁等房地产直接相关资产；95% 的总资产必须投资于房地产直接相关资产、超过 50% 资产	至少 75% 的资产投向可产生利润的不动产标；不允许参与房地产开发活动，除非 REITs 预计自持，可投资不超过 10% 的资产(满足条	至少 75% 以上投资于房地产现金或政府债券；持有其他公司股票 REITs 及其子公司不超过总资产的

	中国大陆	中国香港	日本	新加坡	美国
基础资产范围	净值原则上不低于 10 亿元。项目开始运营时间原则上不少于 3 年，已产生持续、稳定的现金流，预计未来 3 年净现金流分派率不低于 4%。发起人信用良好，具备较强的扩募能力。	REITs 可以通过设立 SPV 投资不动产；禁止投资于空置土地，以及参加房地产开发活动；如果 REITs 在命名里提及不动产类型，则需要 70% 以上的非现金资产投资于相应类型不动产。	投资于房地产的投资公司股票、现金以及现金等价物；	件后可放宽至 30%)；不允许投资于空置土地及抵押贷款。	20%。
是否上市	在经交易所依法审核同意后，可上市交易	香港联交所上市	东京证券交易所上市	如需享受税收优惠，需在新加坡交易所上市	可自由选择
融资杠杆限制	40%	45%	60%	50%	无
分红比例	90% 以上合并后基金年度可供分配金额	至少 90% 的税后净收入	不少于其可分配利润的 90%	至少 90% 的应税收入	至少 90% 以上应税收入
最新总市值(亿人民币)	523	1869	8354	4233	92658

资料来源：各国交易所官网，中信建投

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测：预计 2022~2024 年 EPS 为 0.61/0.68/0.77 元

我们预计，公司 2022~2024 年公司 EPS 为 0.61/0.68/0.77 元。核心假设如下：

- 1) 根据公司的结算节奏，我们推算 2022~2024 年房地产开发业务结算收入增长率分别为 6.9%、18.6%、28.6%，由于市场下行，毛利率在 2022 年仍会下降，预计 2022~2024 年毛利率为 15.9%、16.6%、17.7%；
- 2) 物业租赁业务由于合同为长签，将会保持较为稳定的增长，但受疫情影响毛利率将下滑，预计 2022~2024 年收入增长率为 7.1%、5.8%、3.6%，对应毛利率分别为 85.0%、86.0%、88.0%；
- 3) 物业经营业务预计在 2022 年疫情影响下将会受到较大冲击，但之后会缓慢恢复，预计 2022~2024 年收入分别为 0.4、2.6、4.1 亿元，对应毛利率分别为-20%、20%、25%。

图表65： 分部收入预测（亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入					
房地产开发	158	219	234	277	357
yoy	-32.9%	38.3%	6.9%	18.6%	28.6%
物业租赁	17	18	19	20	21
yoy	-12.3%	3.1%	7.1%	5.8%	3.6%
物业经营	3.3	4.2	0.4	2.6	4.1
yoy	-144%	-66%	-89.8%	500.0%	60.0%
毛利率					
房地产开发	27.5%	16.6%	15.9%	16.6%	17.7%
物业租赁	88.4%	87.3%	85.0%	86.0%	88.0%
物业经营	-22.7%	-6.1%	-20.0%	20.0%	25.0%

资料来源：Wind，中信建投

4.2 投资建议：给予买入评级，目标价 9.10 元

首次覆盖给予买入评级，目标价 12.75 元。我们首先通过 RNAV 与 NOI 法分部对公司房地产开发业务与资产管理业务进行测算：1) 房地产开发业务：我们计算得出公司的 WACC 为 4.68%，根据公司的结算节奏，得到开发业务净权益增加值为 107 亿元，考虑到市场下行，给予 7 折折扣，为 75 亿元；2) 资产管理业务：考虑公司的资产组合类型，我们采用 5.5% 作为资本化率，计算得出商业部分估值为 814 亿元，考虑商业资产流动性问题给予 7 折折扣，为 570 亿元，扣除 387 亿元的账面价值后，得资产管理业务重估增值为 183 亿元；3) 公司估值：公司开发业务净权益增加值 75 亿元，资产管理业务重估增值 183 亿元，加上归母净资产 371 亿元，得到公司 RNAV 估值为 629 亿元，对应每股 RNAV 21.04 元。考虑到目前公司市净率仅有 0.5 倍，处于严重低估状态，参照可比公司平均，我们认为公司可以修复至 0.7 倍的市净率，对应股价 9.10 元，给予买入评级。

图表66： 分部估值法计算结果

WACC		4.68%
开发业务净权益增加值	A	75
资产管理业务重估增值	B	183
归母净资产	C	371
RNAV 估值	D=A+B+C	629
总股本		30
每股 RNAV		21.03

资料来源：Wind，中信建投

图表67： 可比公司估值

证券代码	证券简称	PB (MRQ)
600663.SH	陆家嘴	1.8
600376.SH	首开股份	0.5
600266.SH	北京城建	0.4
可比公司平均		0.9

资料来源：Wind，中信建投

5 风险提示

- 1、 房地产市场持续下行；
- 2、 疫情反复对经济活动和写字楼需求造成较大扰动；
- 3、 居民消费不足，影响商业地产成长。

报表预测

资产负债表（百万元）

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	116384	114511	116772	120409	142629
现金	18817	17854	22275	10731	9604
应收票据及应收账款合计	431	722	695	1499	1096
其他应收款	11784	8385	12740	12292	19545
预付账款	571	507	2921	508	3174
存货	82006	84252	75792	92808	106589
其他流动资产	2775	2791	2349	2570	2621
非流动资产	52823	50269	51432	52726	53952
长期投资	4394	4139	4343	4487	4498
固定资产	2640	2877	3113	3784	4879
无形资产	539	563	523	483	447
其他非流动资产	45250	42689	43453	43972	44128
资产总计	169208	164780	168204	173135	196580
流动负债	51885	50834	54968	59851	80775
短期借款	2510	20	3000	4500	6750
应付票据及应付账款合计	7706	9660	12228	12636	19881
其他流动负债	41669	41155	39739	42715	54143
非流动负债	77518	71351	68600	66962	67408
长期借款	47287	36687	32695	30031	29460
其他非流动负债	30231	34664	35905	36931	37949
负债合计	129403	122185	123568	126814	148183
少数股东权益	3411	5473	5793	6150	6558
股本	2989	2989	2989	2989	2989
资本公积	6890	6891	6891	6891	6891
留存收益	25749	26495	28121	29958	32081
归属母公司股东权益	36394	37123	38844	40172	41839
负债和股东权益	169208	164780	168204	173135	196580

现金流量表（百万元）

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	9890	3893	9968	-9872	-2582
净利润	2218	1581	2130	2380	2720
折旧摊销	134	137	138	158	193
财务费用	-1452	1319	1302	1425	1172
投资损失	167	-1012	-1684	-698	-404
经营性应收项目的减少	4158	2395	-2387	1609	-2262
经营性应付项目的增加	949	116	3210	3650	10809
其他经营现金流	4664	-528	10468	-14745	-4001
投资活动现金流	-423	4076	1382	235	-653
资本支出	53	64	3695	2099	3311
长期投资	72	244	-204	-79	-10
其他投资现金流	-298	4384	4873	2254	2648
筹资活动现金流	-1675	-8995	-6929	-1906	2107
短期借款	2460	-2490	2980	1500	2250
长期借款	3515	-10600	-3992	-2664	-572
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	32	2	0	0	0
其他筹资现金流	-7683	4093	-5918	-742	428
现金净增加额	7791	-1027	4421	-11544	-1128

资料来源：公司公告，中信建投

利润表（百万元）

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	18121	24155	25301	29980	38130
营业成本	12167	18975	20005	23604	29910
营业税金及附加	1298	945	2024	2095	2485
销售费用	923	983	1265	899	1144
管理费用	335	430	759	450	686
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-1452	1319	1302	1425	1172
资产减值损失	-900	-737	-209	-549	-675
公允价值变动收益	-428	854	969	535	67
其他收益	40	29	51	35	39
投资净收益	-167	1012	1684	698	404
营业利润	3356	2673	3122	3600	4209
营业外收入	139	33	100	81	88
营业外支出	35	8	38	42	31
利润总额	3461	2699	3184	3638	4267
所得税	1242	1117	1054	1258	1546
净利润	2218	1581	2130	2380	2720
少数股东损益	-280	-62	320	357	408
归属母公司净利润	2498	1643	1811	2023	2312
EBITDA	6503	4869	5004	5520	6394
EPS（元）	0.84	0.55	0.61	0.68	0.77

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-30.8	33.3	4.7	18.5	27.2
营业利润(%)	-41.7	-20.3	16.8	15.3	16.9
归属于母公司净利润(%)	-27.4	-34.2	10.2	11.7	14.3
获利能力					
毛利率(%)	32.9	21.4	20.9	21.3	21.6
净利率(%)	13.8	6.8	7.2	6.7	6.1
ROE(%)	5.6	3.7	4.8	5.1	5.6
ROIC(%)	12.0	10.9	20.1	12.1	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	76.5	74.2	73.5	73.2	75.4
净负债比率(%)	108.6	74.1	48.4	72.0	79.3
流动比率	2.2	2.3	2.1	2.0	1.8
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	12.6	41.9	35.7	27.3	29.4
应付账款周转率	1.4	2.2	1.8	1.9	1.9
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.55	0.61	0.68	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.48	0.54	3.34	-3.30	-0.86
每股净资产(最新摊薄)	12.18	12.42	13.00	13.44	14.00
估值比率					
P/E	7.2	11.0	10.0	8.9	7.8
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	10.0	11.3	9.1	10.4	9.9

分析师介绍

竺劲：房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，10 年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

研究助理

李凯 18817951112 likaidcq@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk