

行业研究

首批消费类 REIT 陆续上市，开启我国商业发展新时代

——光大房地产消费类公募 REITs 系列报告（2）

要点

目前,我国已获交易所审批通过和证监会准予注册的消费基础设施 REIT 共四只,其中已上市三只,我国商业地产正式步入 REITs 发展的新时代。四只消费基础设施 REIT 底层资产都已稳定运营,预计 2023-2024 年运营效益将稳步提升。

1) 从收入角度,四只消费基础设施 REIT 的底层资产都进入稳定运营期,2022 年受疫情影响,营业收入增速放缓或小幅下滑;2023 年上半年,华夏金茂商业 REIT、华夏华润商业 REIT、中金印力商业 REIT、嘉实物美消费 REIT 已实现营收分别占 2022 年营收的 68.0%、65.1%、55.3%、59.9%,营业收入恢复显著。

2) 从租金角度,2022 年华夏金茂商业 REIT 与华夏华润商业 REIT、嘉实物美消费 REIT 实际日租金出现下滑,主要是因疫情期间对商户减租影响;2023 年上半年,各商场的平均租金出现明显的修复,预计 2024 年仍有提升空间。

3) 从出租率角度,截至 2023 年 6 月末,华夏金茂商业 REIT、华夏华润商业 REIT、中金印力商业 REIT、嘉实物美消费 REIT 底层资产的出租率分别为 98.36%、98.49%、98.10%、88.71%,嘉实物美消费 REIT 底层资产受 2021 年某大客户提前退租影响,目前出租率已较快恢复。

4) 四只消费基础设施 REIT 总建筑面积为 85.0 万平米,资产总估值约 141.7 亿元,拟募集资金合计约 123.8 亿元,从资产单价角度,华夏金茂商业 REIT 平均估值单价为 1.04 万元/平米,在四只消费基础设施 REIT 中最低;华夏华润商业 REIT 平均估值单价为 1.94 万元/平米,在四只消费基础设施 REIT 中最高。

5) 四只消费基础设施 REIT 预测 2024 年资本化率平均值为 6.0%,预测 2024 年平均分派率为 5.37%;从整体上看,四只消费基础设施 REIT 资本化率和分派率较接近,预期投资回报率相对可观;拆分来看,华夏金茂商业 REIT 与华夏华润商业 REIT、中金印力商业 REIT 因底层资产都为购物中心,资本化率和分派率较为接近,合理反映了行业预期投资回报率水平。

美国零售类 REITs 的 P/FFO 估值近十年来整体处于 8-18 倍之间;借鉴美国 REITs 经验,对消费基础设施 REITs 的估值应综合考量基金业绩成长性和分红稳定性。

1) 美国商场运营受经济影响明显,大型地区性商业中心的运营受经济影响一般较大,收益率波动最明显。2010-2023 年,美国购物中心型/地区性商业中心型/独立商铺型 REITs 年均股息率分别为 4.28%、4.60%、5.37%。

2) REITs 产品兼具权益投资和固收投资属性,对其估值应当兼顾业绩成长性和现金分派稳定性,成长性决定资本增值表现,稳定性决定投资回报周期;美国各类型零售 REITs 的 P/FFO 估值近十年来整体处于 8-18 倍之间,鲜有高于 20 倍的情形,或隐含着对零售类商业地产投资回报周期在 20 年以内的市场预期。实际上,投资回报周期预期需要结合本土宏观经济、货币政策等因素调整。

投资建议:我国公募 REITs 试点范围已逐步扩大至消费基础设施领域,后续或有望迎来 REITs 试点范围进一步扩容至市场化运营的房地产长租公寓、写字楼等领域,考虑到公募 REITs 发展对存量运营板块的估值或具有重塑作用,建议关注具备优质且成熟稳定的存量资产、发行人主体优质可靠的标的,包括万科 A/万科企业、华润置地、龙湖集团、新城控股、中国金茂、保利发展、招商蛇口、中国海外发展、中国海外宏洋集团、越秀地产、华发股份、滨江集团、上海临港等。

风险分析:底层资产公允价值下跌风险、市场经营环境恶化风险、运营支出及相关税费增长风险、资本维护及资本性支出风险、基金投资目标不达预期的风险等。

房地产（地产开发）
增持（维持）

作者

分析师：何緬南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

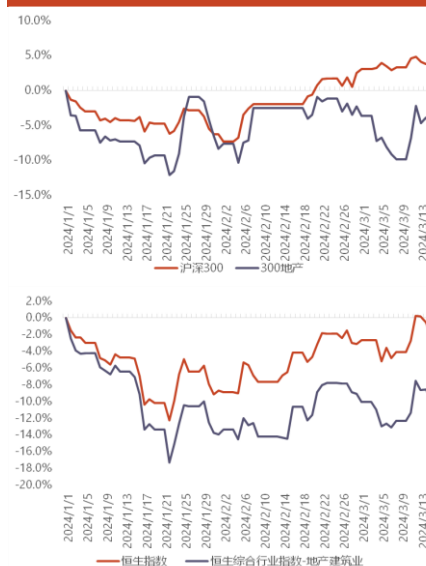
hemiannan@ebsecn.com

联系人：庄晓波

021-52523416

zhuangxiaobo@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：

相关研报

20240320 华夏金茂商业 REIT 成功上市，开启金茂商业体系发展新篇章——光大房地产消费类公募 REITs 系列报告（1）

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目 录

1、四只消费基础设施 REIT 横向对比 4

1.1、四只消费基础设施 REIT 基本情况对比 4

1.2、四只消费基础设施 REIT23 年上半年经营效益稳步回升，2024 年预测 NOI 率有望进一步提高 4

1.3、四只消费基础设施 REIT 整体拟募集资金是 2024 年预测 EBITDA 的 18.5 倍，整体估值较为合理 6

2、美国商业 REITs 市场回顾与经验借鉴 7

2.1、美国零售类 REITs 市场收益复盘 7

2.2、美国零售类 REITs 市场估值复盘 8

2.3、美国零售类 REITs 市场估值的经验借鉴 9

3、投资建议 9

4、风险分析 10

图目录

图 1：四只消费基础设施 REIT 的底层资产营业收入	5
图 2：四只消费基础设施 REIT 的底层资产平均日租金（不含税）	5
图 3：四只消费基础设施 REIT 的底层资产出租率	5
图 4：四只消费基础设施 REIT 的底层资产 NOI 率	5
图 5：四只消费基础设施 REIT 资产估值与拟/实际募集资金	6
图 6：四只消费基础设施 REIT 底层资产估值单价	6
图 7：四只消费基础设施 REIT2024 年预计可供分配金额	6
图 8：四只消费基础设施 REIT2024 年预计 EBITDA	6
图 9：四只消费基础设施 REIT 预计 2024 年资本化率及分派率	7
图 10：四只消费基础设施 REIT 拟募资对应的 EBITDA 倍数	7
图 11：美国各类型零售类 REITs 历年总收益率波动	8
图 12：美国各类型零售类 REITs 历年股息率	8
图 13：美国各类型零售类 REITs 历年 P/FFO 估值	8
图 14：美国购物中心型 REITs 估值与 FFO 预期增长率相关性强	8
图 15：美国地区商业中心 REITs 估值与 FFO 预期增长率强相关	9
图 16：美国独立商铺 REITs 估值与 FFO 增长率趋势略有错期	9

表目录

表 1：四只消费基础设施 REIT 基本信息汇总	4
--------------------------------	---

1、四只消费基础设施 REIT 横向对比

1.1、四只消费基础设施 REIT 基本情况对比

目前，我国已获取交易所审批通过和证监会准予注册的消费基础设施 REIT 共四只，包括：华夏金茂购物中心封闭式基础设施证券投资基金（简称“华夏金茂商业 REIT”）、嘉实物美消费封闭式基础设施证券投资基金（简称“嘉实物美消费 REIT”）、中金印力消费基础设施封闭式基础设施证券投资基金（简称“中金印力商业 REIT”）、华夏华润商业资产封闭式基础设施证券投资基金（简称“华夏华润商业 REIT”），合称“四只消费基础设施 REIT”，我国商业地产正式步入 REITs 发展的新时代。

表 1：四只消费基础设施 REIT 基本信息汇总

	华夏金茂商业 REIT	华夏华润商业 REIT	中金印力商业 REIT	嘉实物美消费 REIT
底层资产	长沙览秀城	青岛万象城	杭州西溪印象城	北京大成项目、玉蜓桥项目、华天项目及德胜门项目
商业地产类型	购物中心	购物中心	购物中心	商超零售
原始权益人	上海兴秀茂商业管理有限公司	华润商业资产控股有限公司	印力商用置业有限公司	北京物美商业集团股份有限公司
运营管理机构	金茂商业房地产(上海)有限公司	润欣商业投资(深圳)有限公司	深圳印力商置商业咨询物业管理有限公司（统筹）、杭州印力商业管理有限公司（实施）	北京物美商业集团股份有限公司
建筑面积（㎡）	102,742	419,224	249,701	77,894
可租赁面积（㎡）	61,180	134,244	99,964	72,829
运营开始时间	2016 年 11 月	一期：2015 年 二期：2021 年	A 馆：2013 年 5 月 B 馆：2019 年 5 月	2003 年 10 月 29 日~2012 年 6 月 19 日
收益年期（年） （自 2023 年 6 月 30 日起算）	29.2	28.0	25.0	19.1~21.2
资产估值（万元）	106,500	814,700	395,900	100,221
拟募集金额（万元）	108,822	692,270	336,100	100,329
净募集资金（万元）	106,800	690,200	/	95,320
资产评估折现率	7.25%	7.00%	7.00%	7.00%
预测 2024 年资本化率	5.46%	5.41%	6.00%	7.14%
预测 2024 年分派率	4.83%	4.93%	5.05%	6.68%

资料来源：各 REIT 招募说明书，光大证券研究所整理；注 1：上述 REIT 底层资产估值基准日为 2023 年 6 月 30 日；注 2：预测 2024 年分派率=预测 2024 年可供分配现金/拟募集金额。

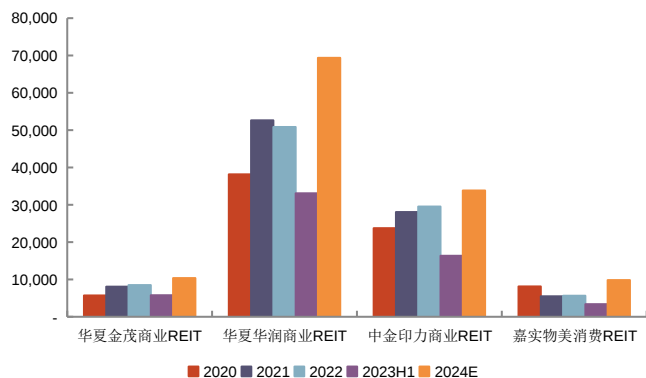
1.2、四只消费基础设施 REIT23 年上半年经营效益稳步回升，2024 年预测 NOI 率有望进一步提高

在四只消费基础设施 REIT 中，除嘉实物美 REIT 底层资产业态为具有商超零售业态特征的社区型商业地产，其余三只 REIT 底层资产都是购物中心。

从收入角度，四只消费基础设施 REIT 的底层资产都进入稳定运营期，收入呈稳步提升状态，其中，2022 年经营情况普遍受疫情影响明显，营业收入增速放缓或小幅下滑；2023 年上半年，华夏金茂商业 REIT、华夏华润商业 REIT、中金印力商业 REIT、嘉实物美消费 REIT 已实现营业收入分别占 2022 年营业收入的 68.0%、65.1%、55.3%、59.9%，华夏金茂商业 REIT 营业收入恢复最为显著。

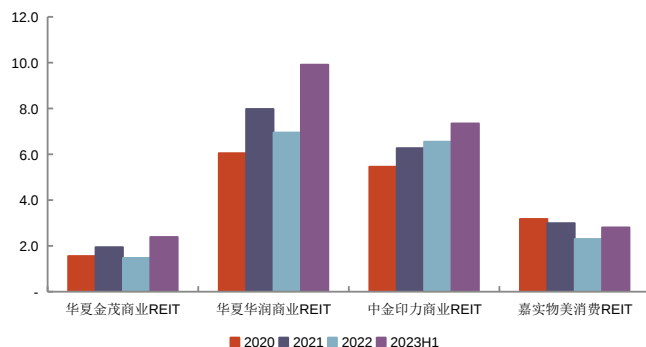
从租金角度，2022 年华夏金茂商业 REIT、华夏华润商业 REIT 与嘉实物美消费 REIT 实际日租金出现下滑，主要是因疫情期间对商户减租影响；2023 年上半年，各商场的平均租金出现明显的修复，预计 2024 年仍有提升空间。

图 1：四只消费基础设施 REIT 的底层资产营业收入



资料来源：各 REIT 招募说明书，光大证券研究所；单位：万元；注：2024 年预测数据取自各 REIT 招募说明书。

图 2：四只消费基础设施 REIT 的底层资产平均日租金（不含税）

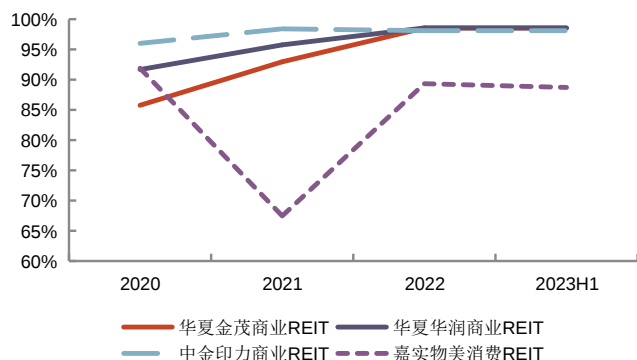


资料来源：各 REIT 招募说明书，光大证券研究所；单位：元/㎡/日
注：平均日租金=不含税租金收入/365/已出租面积，半年度的日租金涉及天数减半。

截至 2023 年 6 月末，华夏金茂商业 REIT、华夏华润商业 REIT、中金印力商业 REIT、嘉实物美消费 REIT 底层资产的出租率分别为 98.36%、98.49%、98.10%、88.71%，其中，华夏金茂商业 REIT、华夏华润商业 REIT、中金印力商业 REIT 以购物中心为底层资产，功能齐全，客流量较大，出租率保持在 98% 以上，属于行业内高位水平；嘉实物美消费 REIT 底层资产受 2021 年某大客户提前退租影响，目前出租率已较快恢复。

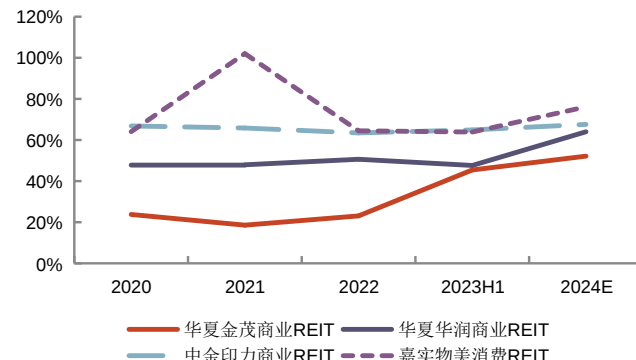
从运营效益角度看，华夏华润 REIT 和中金印力 REIT 底层资产的 NOI 率保持较为稳定，华夏金茂 REIT 底层资产的 NOI 率回升趋势在四只消费基础设施 REIT 中最为明显，随着消费逐步复苏，各消费基础设施 REIT 2024 年的预测 NOI 率均有望稳步回升。

图 3：四只消费基础设施 REIT 的底层资产出租率



资料来源：各 REIT 招募说明书，光大证券研究所

图 4：四只消费基础设施 REIT 的底层资产 NOI 率

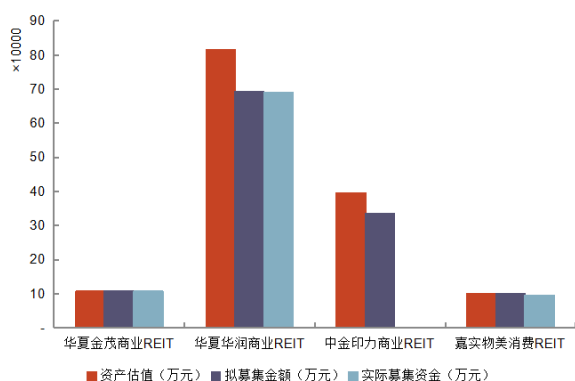


资料来源：各 REIT 招募说明书，光大证券研究所；注 1：2024 年预测数据取自各 REIT 招募说明书；注 2：华夏华润商业 REIT、嘉实物美商业 REIT 的 NOI 采用招募说明书中的经营性净现金流口径，因数据口径不同，四只消费基础设施 REIT 的 NOI 率不可直接对比。

1.3、 四只消费基础设施 REIT 整体拟募集资金是 2024 年预测 EBITDA 的 18.5 倍，整体估值较为合理

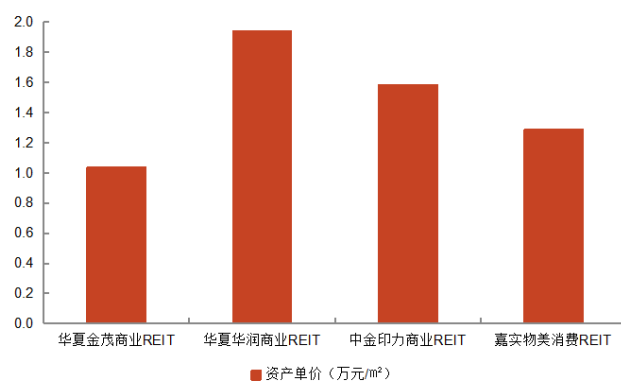
四只消费基础设施 REIT 总建筑面积为 85.0 万平方米，资产总估值约 141.7 亿元，拟募集资金合计约 123.8 亿元，从资产单价角度，华夏金茂商业 REIT 平均估值单价为 1.04 万元/平米，在四只消费基础设施 REIT 中最低；华夏华润商业 REIT 平均估值单价为 1.94 万元/平米，在四只消费基础设施 REIT 中最高。

图 5：四只消费基础设施 REIT 资产估值与拟/实际募集资金



资料来源：各 REIT 招募说明书，光大证券研究所；注 1：资产估值基准日为 2023 年 6 月 30 日；注 2：截至 2024 年 3 月 17 日中金印力商业 REIT 尚未完成募集。

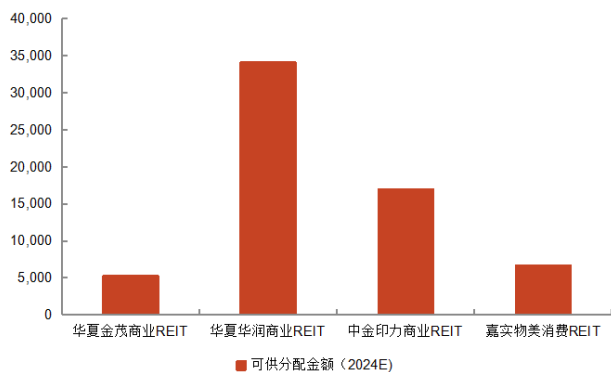
图 6：四只消费基础设施 REIT 底层资产估值单价



资料来源：各 REIT 招募说明书，光大证券研究所

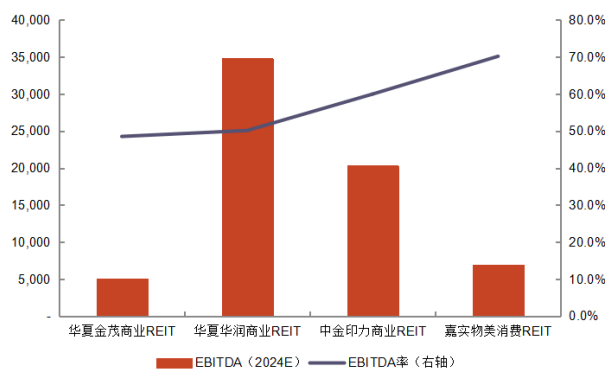
华夏金茂商业 REIT、华夏华润商业 REIT、中金印力商业 REIT、嘉实物美消费 REIT 预计 2024 年可实现 EBITDA 分别为 5029 万元、34776 万元、20292 万元、6898 万元，对应 EBITDA 率分别为 48.5%、50.1%、60.0%、70.2%，华夏华润商业 REIT 预计实现的 EBITDA 规模最大，EBITDA 率最高的为嘉实物美消费 REIT；预计 2024 年可供分配金额分别为 5254 万元、34112 万元、16982 万元、6700 万元，预计上市首年可供分配现金充裕。

图 7：四只消费基础设施 REIT2024 年预计可供分配金额



资料来源：各 REIT 招募说明书，光大证券研究所；单位：万元；注：2024 年预测数据取自各 REIT 招募说明书。

图 8：四只消费基础设施 REIT2024 年预计 EBITDA

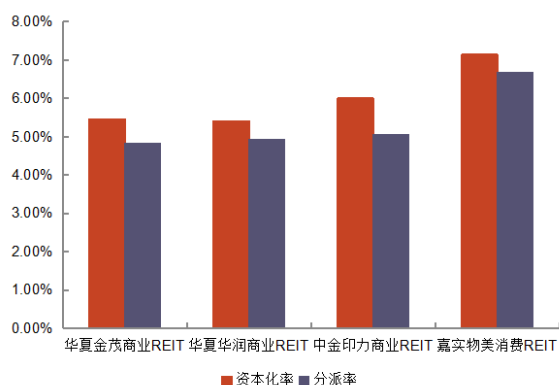


资料来源：各 REIT 招募说明书，光大证券研究所；单位：万元；注 1：EBITDA 率=EBITDA/营业收入；注 2：2024 年预测数据取自各 REIT 招募说明书。

四只消费基础设施 REIT 预测 2024 年资本化率平均值为 6.0%，预测 2024 年平均分派率为 5.37%；从整体上看，四只消费基础设施 REIT 资本化率和分派率较接近，预期投资回报率相对可观；拆分来看，华夏金茂商业 REIT 与华夏华润商业 REIT、中金印力商业 REIT 因底层资产都为购物中心，资本化率和分派率较为接近，合理反映了行业预期投资回报率水平。

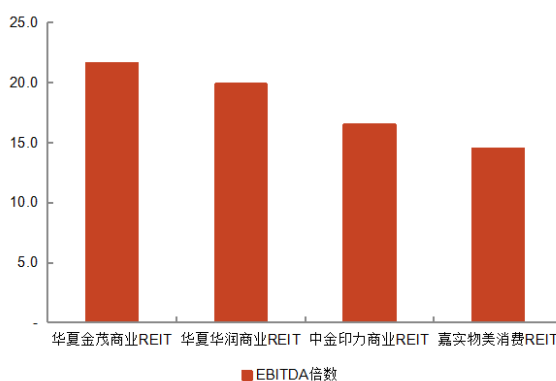
从估值角度看，四只消费基础设施 REIT 整体拟募集资金是 2024 年预测 EBITDA 的 18.5 倍，其中华夏金茂商业 REIT 净募集 10.68 亿元，是 2024 年预测 EBITDA 的 21.2 倍，略高于四只消费基础设施 REIT 整体 EBITDA 倍数，或反映了市场对其未来运营效益提升的信心。

图 9：四只消费基础设施 REIT 预计 2024 年资本化率及分派率



资料来源：各 REIT 招募说明书，光大证券研究所；注 1：预测 2024 年分派率=预测 2024 年可供分配现金/拟募集资金额；注 2：2024 年预测数据取自各 REIT 招募说明书。

图 10：四只消费基础设施 REIT 拟募资对应的 EBITDA 倍数



资料来源：各 REIT 招募说明书，光大证券研究所
注 1：上述 EBITDA 倍数=REIT 拟募集资金/REIT 的 2024 年预测 EBITDA；注 2：2024 年预测数据取自各 REIT 招募说明书。

2、美国商业 REITs 市场回顾与经验借鉴

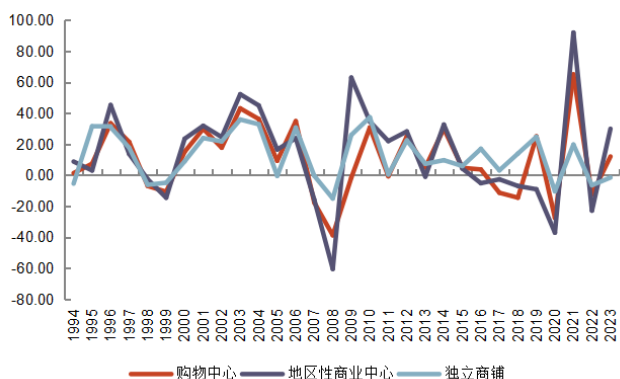
2.1、美国零售类 REITs 市场收益复盘

因美国具有全球发展历史最长、规模最大的 REITs 市场，我们重点分析美国零售类 REITs 的资本市场表现来为我国商业 REITs 板块的未来投资提供经验借鉴。

美国零售类 REITs 的底层资产可以拆分为购物中心、地区性商业中心、独立商铺三种类型，其中，底层资产主要为大型地区性商业中心的 REITs 收益率一般波动最大，购物中心型 REITs 收益率波动适中，独立商铺型 REITs 波动率最小，主要因商场的运营受宏观经济景气影响明显，例如在 2008 年金融危机、2020 年全球疫情等重大事件影响下商业地产运营受冲击明显，其中大型地区性商业中心的运营受经济影响一般较大，故其收益率波动也最明显。

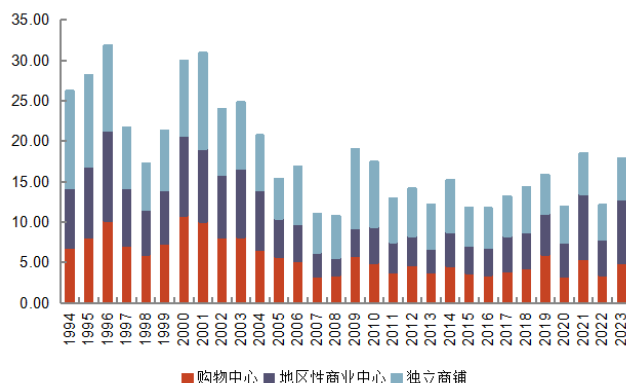
美国零售类 REITs 历年股息率自 1994 年至 2003 年整体呈先下降后企稳的趋势。2010-2023 年期间，美国购物中心型 REITs 年均股息率为 4.28%，地区性商业中心型 REITs 年均股息率为 4.60%，独立商铺型 REITs 年均股息率为 5.37%。

图 11：美国各类型零售类 REITs 历年总收益率波动



资料来源：Nareit，光大证券研究所；单位：%；
注：总收益率=资本增值率+股息率

图 12：美国各类型零售类 REITs 历年股息率



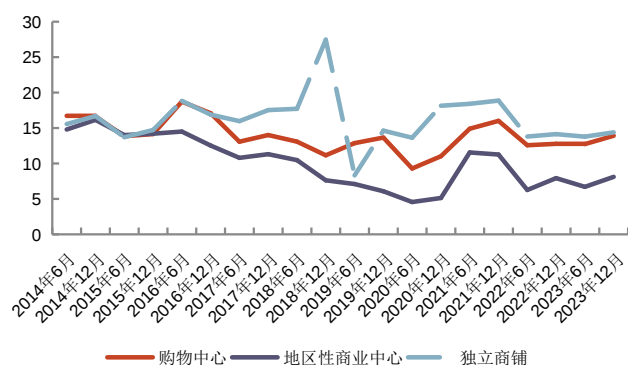
资料来源：Nareit，光大证券研究所；单位：%

2.2、美国零售类 REITs 市场估值复盘

2014-2023 年，美国中小购物中心型 REITs 的 P/FFO 中枢处于 12-17 倍，平均值 13.91 倍；大型地区商业中心型 REITs 的 P/FFO 中枢处于 8-15 倍，平均值 10.05 倍，2019 年以来估值中枢下滑明显；独立商铺型 REITs 的 P/FFO 中枢处于 13-18 倍，整体稳定。

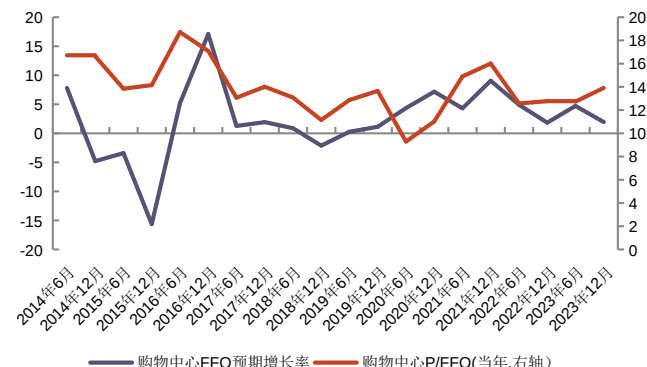
美国独立商铺型 REITs 的估值中枢明显高于其余两类型零售 REITs，我们认为一方面因为独立商铺经营单位较小，运营稳定性更高，板块股息率常年较高，估值具备一定溢价；另一方面，REITs 具备权益投资属性，FFO 的增长率代表了 REITs 业绩成长性，成长性较高的 REITs 品种估值值得具备一定溢价，由于独立商铺经营单位较小，扩容相对便利，历史上业绩成长的灵活性和空间较大，因此往往容易通过较高的 FFO 增长率带来估值的提升。

图 13：美国各类型零售类 REITs 历年 P/FFO 估值



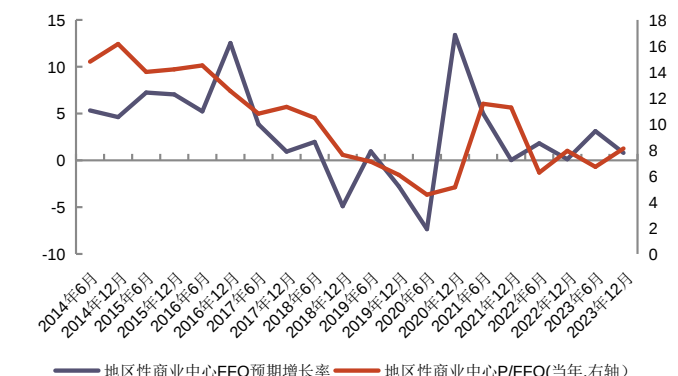
资料来源：Nareit，光大证券研究所；单位：倍
注：FFO（可供分配现金）为当年预测值。

图 14：美国购物中心型 REITs 估值与 FFO 预期增长率相关性



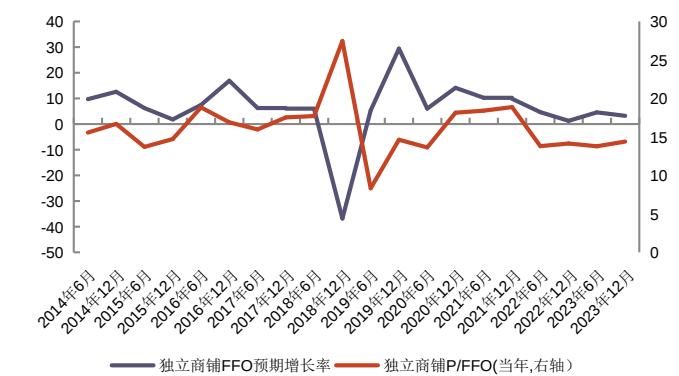
资料来源：Nareit，光大证券研究所；注：增长率单位为%，P/FFO 单位为倍。

图 15：美国地区商业中心 REITs 估值与 FFO 预期增长率强相关



资料来源：Nareit，光大证券研究所；注：增长率单位为%，P/FFO 单位为倍。

图 16：美国独立商铺 REITs 估值与 FFO 增长率趋势略有错期



资料来源：Nareit，光大证券研究所；注：增长率单位为%，P/FFO 单位为倍。

2.3、美国零售类 REITs 市场估值的经验借鉴

根据美国零售类 REITs 收益率和估值的历史表现，我们认为对我国消费基础设施 REITs 的估值具有以下几点启发：

- 1) REITs 产品兼具权益投资和固收投资属性，对其估值应当兼顾业绩成长性和现金分派稳定性，成长性决定资本增值表现，稳定性决定投资回报周期。假设在风险相同的情况下，投资人天然希望获得更高、更稳定的投资回报率，以 REITs 产生的可供分配现金流（FFO）为其业绩考察基础：从成长性角度看，当 REITs 的 FFO 具备更大的成长性时，投资人的投资成本有望加速回收，投资者超配的意愿有望提升，其估值将获得一定溢价；从稳定性角度看，当 REITs 年度分派率较高且较稳定时，投资人的投资成本回收较快，且分派率稳定为投资者带来更大的安全感，此时投资者超配的意愿有望提升，REITs 估值亦将相应获得一定溢价。
- 2) 海内外 REITs 市场上对 REITs 产品常用的估值指标一般包括 P/FFO 等，美国各类型零售 REITs 的 P/FFO 估值近十年来整体处于 8-18 倍之间，鲜有高于 20 倍的情形，或隐含着对零售类商业地产投资回报周期在 20 年以内的市场预期，但投资回报周期预期不是一成不变的，需要结合本土的宏观经济走势、货币政策环境等因素来调整。

3、投资建议

我国公募 REITs 试点范围已逐步扩大至消费基础设施领域，后续或有望迎来 REITs 试点范围进一步扩容至市场化运营的房地产长租公寓、写字楼等领域，考虑到公募 REITs 发展对存量运营板块的估值或具有重塑作用，建议关注具备优质且成熟稳定的存量资产、发行人主体优质可靠的标的，包括万科 A/万科企业、华润置地、龙湖集团、新城控股、中国金茂、保利发展、招商蛇口、中国海外发展、中国海外宏洋集团、越秀地产、华发股份、滨江集团、上海临港等。

4、风险分析

底层资产公允价值下跌风险：在实际运营过程中，有可能出现宏观经济低迷、运营管理不善等原因导致 REITs 底层资产公允价值下跌，引发 REITs 估值下滑的风险。

市场经营环境恶化风险：若底层资产所在地未来周边出现大量商业地产，导致本地商业供过于求，或者发生其他引起经营环境恶化的情形，可能导致底层资产租金下滑，空置率提升，运营收入不及预期，进而对基金的分配造成不利影响。

运营支出及相关税费增长的风险：底层资产所归属的项目公司在经营及分配的过程中涉及多种税负，如果国家税收政策发生调整，项目公司所适用的税收征管法律法规可能会由于国家相关税收政策调整而发生变化，如相关税收征管法律法规、适用税率发生变化，或者税务部门未来向项目公司征收任何增加的税负，基金收益可能因相关税收政策调整而受到影响。

资本维护及资本性支出风险：未来随着底层资产运营时间的增长，相关设施设备可能需要更换、维修，以保持设施品质与市场竞争力，或因为市场环境变化、物业老化等因素，需要进行额外的物业改造支出。如未来实际开支数超出资产评估时预测的额度，届时发生超出预期的相关维护及资本性支出可能会对底层资产的运营收益造成不利影响。

基金投资目标不达预期的风险：基金管理人在经营管理过程中会制定明确的投资计划及具体的实施策略，但无法保证可以成功推行此计划策略，也无法保证可以以具有成本效益的方式推行。因此，基金的投资目标存在无法在预期时间内实现，或无法完全实现的风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP