

投资 REITs 吸引力高，作为第四类大类资产有优势

——建筑装饰行业专题研究之二

行业动态

2020年4月30日，证监会、发改委联合发布《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》，中国基建公募REITs正式起航。本篇报告旨在梳理REITs特征、估值方法及大类资产配置价值，以更好地理解我国试点基建公募REITs的意义。

◆**基建公募REITs类同于“公用事业”类股票：**公募REITs短期或为封闭式基金的形式，长期以开放式基金的形式在交易所交易为趋势。基建公募REITs的底层资产或为“使用者付费”类资产，类同于“公用事业”类股票，但回报率更佳，主要由于1) 税收中性；2) 强制分红比率更高；3) 分红基准为FFO，而非净利润。考虑到基金要通过ABS或SPV要穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权，故基础设施REITs化后大概率“出表”；后续随着我国REITs市场成熟化、配套规则逐步完善，接近标准化REITs为长期趋势。

◆**REITs对一二级市场均有正面意义，具备固收/权益/不动产三重属性：**对一级市场投资者而言，REITs为社会资本提供了新的退出渠道，有助于提升社会资本参与商业地产/基础设施项目的热情。对二级市场投资者而言，REITs具备高收益、低波动的特点，同时分散投资风险角度具备重要配置价值。REITs作为投资品价值体现于三方面，固定收益产品属性（稳定的分红回报）、权益产品属性（专业的管理提升资产价值，实现资本增值）、不动产属性（底层作为不动产，其价格波动对REITs价格有影响）。三类属性下，需采用不同的估值方法对REITs进行估值，固收属性下采用股息率指标、权益属性下采用FFO折现或P/FFO、不动产属性下通常用NAV估值或参考隐含资本回报率指标。

◆**REITs分散投资风险功能值得重视，且回报率高、收益风险比高：**回顾近20年大类资产价格表现，REITs回报率有吸引力，且夏普比率仅低于低收益率的债券产品（1998-2017年，美国公募REITs年均回报率10.9%，仅次于私募股权，高于股票、债券等；同时美国公募REITs夏普比率0.44，仅低于波动率很低的部分债券产品）。此外，REITs的分散投资风险功能值得重视，包括分散不同资产间风险（REITs与股票、债券等大类资产表现关联度低）、区域间风险（不同地区市场的REITs产品表现关联度低）。

◆**投资建议：公募REITs破冰，建筑板块迎来重大机遇：**投资角度，我们认为本次文件出台意味着我国公募REITs破冰，或将重构建筑板块逻辑。随着法规完善，REITs出表属性将强化，带来1) 中期基建投资增速的上修；2) 建筑企业报表的改善（增厚利润表、资产负债率降低），且后续扩张将突破资产负债率限制。建议关注：1) 报表内运营类资产占总资产比重较高，将直接受益于基建REITs推进的**中国交建、中国电建**；2) 受益基建投资预期上修，借助基建REITs，后续扩张可突破资产负债率限制的中国**中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶**。

◆**风险分析：**REITs税法等制定不及预期，建企REITs推进不及预期

买入（维持）

分析师

孙伟凤（执业证书编号：S0930516110003）

021-52523822

sunwf@ebcn.com

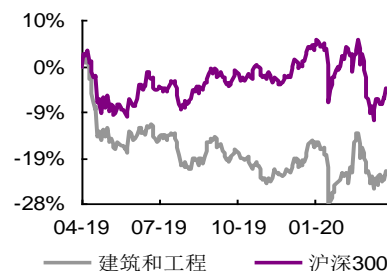
联系人

武慧东

010-58452024

wuhuidong@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

基建公募REITs起航，建筑板块迎来重大机遇——建筑装饰行业专题研究

..... 2020-05-01

目 录

1、 REITs 的特征及市场意义	3
2、 如何评估 REITs 的投资价值?	6
3、 REITs 作为第四类大类资产的优势	9

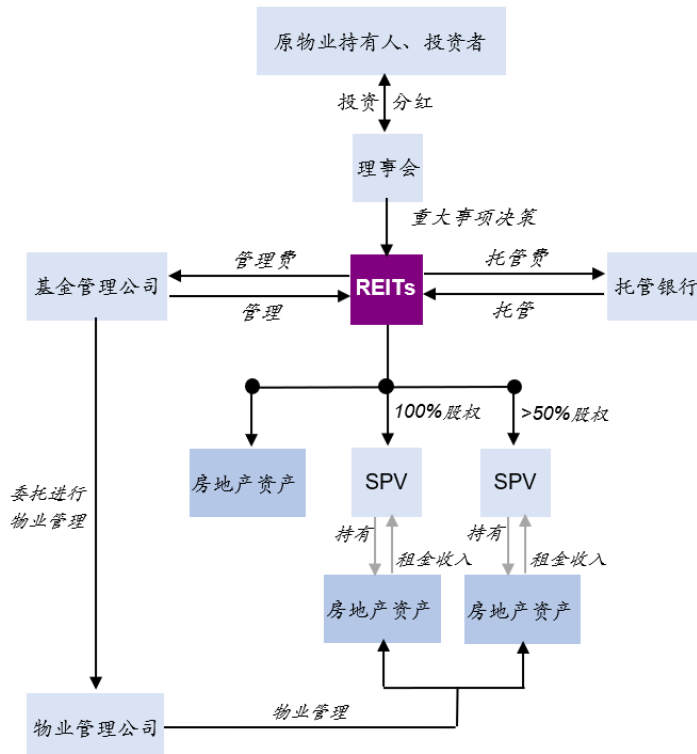
1、REITs 的特征及市场意义

REITs (Real Estate Investment Trusts) 是一种按照信托原理设计, 以发行受益凭证的方式公开或非公开汇集特定多数投资者的资金, 并交由专门投资机构进行投资经营管理, 并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种金融投资产品。REITs 底层资产以商业地产为主, 参考海外成熟市场经验, 底层资产也可作为高速公路/通信设施/电力配送网络/污水处理设施等不动产。

REITs 作为一种创新的投融资手段, 诞生于 1960s 的美国, 目前 REITs 已在 40 个左右的国家和地区面世。各国推出 REITs 都与经济周期密不可分, 绝大多数国家在经济衰退期或经济转型、发展动力不足时出台 REITs 相关的法律法规, 为摆脱经济衰退、降低银行坏账、引领经济发展提供新动能。REITs 在我国起步较晚, 03 年首次进入香港房地产市场, 05 年 11 月领汇 REIT 作为第一只 REIT 在香港上市。05 年商务部即明确提出“开放国内 REITs 融资渠道”的建议¹, 目前境内有超过 40 只私募 REITs 产品在交易所市场挂牌, 累计融资规模超 800 亿; 但总体而言, 由于多方面原因, REITs 在我国的推进较为缓慢, 目前境内没有一款标准公募 REITs 产品。

国际主流 REITs 为公募 REITs, 具备诸多优点。按照资金募集/流通特点, REITs 可分为公募 REITs 和私募 REITs 两类。公募 REITs 是国际资本市场不动产金融产品的主流形式, 通常亦称标准 REITs。公募 REITs 基本特征包括: 1) 上市交易、具备高流动性、投资者结构丰富; 2) 资产多元化, 经营管理专业化; 3) 具有税收中性的优势; 4) 高比例派息; 5) 低杠杆运作。

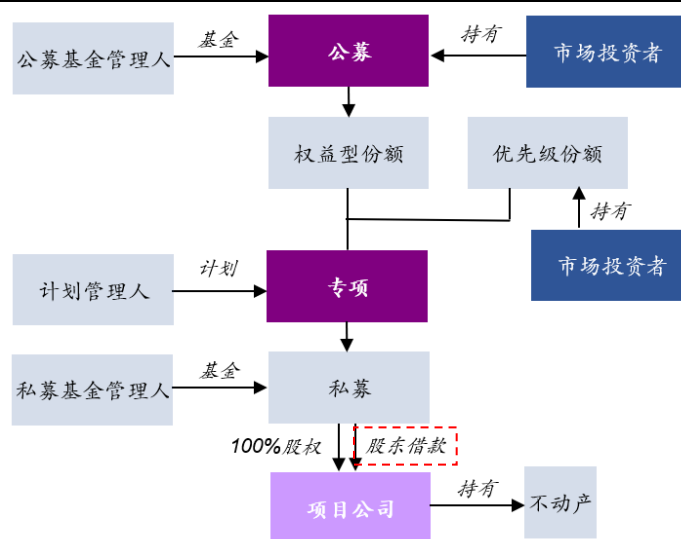
图 1: 公募 REITs 的典型交易结构 (以地产资产作为底层资产为例)



资料来源:《中国 REITs 操作手册》(林华), 光大证券研究所

¹ 参考文章“发展 REITs: 备战将来时”, 发表于《城市开发》2006 年 02 期, 刘亚凡

图 2：公募基金+资产支持专项计划模式的 REITs 交易结构



资料来源：《中国 REITs 操作手册》（林华），光大证券研究所

注：前期该交易结构有尝试，如鹏华前海万科 REITs

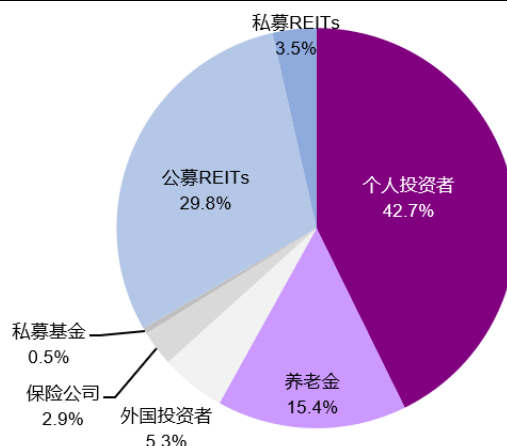
根据试点方案，目前基建公募 REITs 采用公募+ABS 架构，主要由于 REITs 相关税收政策尚未出台。公募+ABS 结构可以通过股东借款给项目公司的形式实现实际“税收中性”的待遇。考虑到基金要通过 ABS 或 SPV 要穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权，故基础设施 REITs 化后大概率“出表”；后续随着我国 REITs 市场成熟化、配套规则逐步完善，接近标准化 REITs 为长期趋势。本次文件是国内公募 REITs 的关键突破，项目试点的同时，我们认为配套规则亦将逐渐完善。

表 1：公募 REITs 和私募 REITs 的主要区别

	成熟市场标准 REITs	境内类私募 REITs
发行方式	公募发行	私募发行
二级市场流动性	较强	较弱
产品属性	以权益型 REITs 为主，抵押型和混合型 REITs 为辅	以固定收益产品为主，权益型和混合型 REITs 为辅
入池物业	通常为多个物业，强调分散性，产品存续期入池物业可新增或出售（会有对应限制）	目前主要为单一物业，存续期内物业为静态，资产构成不发生变化
资产管理	对物业进行主动管理，可以新增投资或出售物业	对物业以被动管理为主
投资范围	物业项目；地产相关股票；债权、贷款；其他 REITs 或 CMBS（商业物业抵押支持证券）	项目公司股权及债权，监管部门规定的合格投资项目
融资方式	银行贷款、发债及股票增发	产品本身不融资，可分级
产品期限	长期或者永续	有存续期，且有效久期相对较短
投资者退出方式	以二级市场证券交易为主	到期通过主体回购或物业处置退出；也可通过二级市场交易退出，但市场流动性较弱
增信措施	极少部分产品有租金差额补足增信	多有租金差额补足增信，大部分产品还通过主体回购为本金偿付增信

资料来源：《中国 REITs 操作手册》（林华），光大证券研究所

图 3：美国 REITs 投资者结构



资料来源：《中国 REITs 操作手册》（林华），光大证券研究所

注：统计时间为 09 年

历史上来看，REITs 的创立和快速发展都是在经济、房地产和资本市场转型或者巨变的背景下发生。相较其他创新投资/融资产品，REITs 有自身独特的优势，REITs 的市场功能需要正确全面看待，体现在几个方面：1) 对房地产行业及开发商的影响；2) 对基建行业及工程承包商的影响；3) 对金融市场的影响。

房地产行业及开发商角度：REITs 有利于盘活存量商业地产、完善地产资产价格发现机制、推动行业精细化运作，并优化开发商资金结构。美国等成熟市场 REITs 主要载体为成熟的商业地产，REITs 降低了投资者投资商业地产的门槛，且高回报率/高流动性有吸引力，有助于引导市场资金进入商业地产，进而减轻商业地产开发商的资金压力、优化资本结构。同时高流动性及租金预期回报为核心的清晰定价机制有助于形成商业地产的理性价格。此外，REITs 作为长期资本工具，其发行对运营物业有很大推动作用，有助于推动商业地产行业运作精细化、专业化，不同风险偏好的资金将会流向商业地产的不同环节，实现资金的风险偏好、投资收益的良好匹配。

基建行业及工程承包商角度：REITs 利于盘活存量资产、拓展新增资金来源，且其出表属性利于改善承包商报表，同时有望改变企业估值中枢。底层资产为基础设施的 REITs 推出有以下几方面意义，包括 1) 盘活存量资产的同时，解决新增投资资金来源问题，包括地方政府、参与较多投资类项目的工程承包商；2) REITs 具备出表属性，利于改善参与较多投资类项目的工程承包商的报表（降低负债率、缓解现金流压力等），为进一步扩张提供空间；3) 运营类资产的 REITs 化有助于改善该类资产的定价模式，同时前期持有该类资产的公司估值中枢亦存在变化空间。

金融市场层面：REITs 有利于拓宽商业地产/基础设施运营商融资渠道、丰富大类资产配置选择、利于平抑非理性价格波动。REITs 产品为商业地产及基础设施运营商提供了新的融资途径，同时作为大类资产具备分散资产类别、投资区域风险的功能（参考第 2 章）。此外，REITs 产品的内在价值取决于资产质量及运营管理水平，且历史上来看 REITs 价格波动率较低，REITs 的资本化率、价格/运营现金流等指标，以及资产的收购/转让/私有化并购是投

投资者分析房价的重要依据，充分的信息披露进一步增强价格标杆的合理性，利于平抑该类资产的非理性波动。

2、如何评估 REITs 的投资价值？

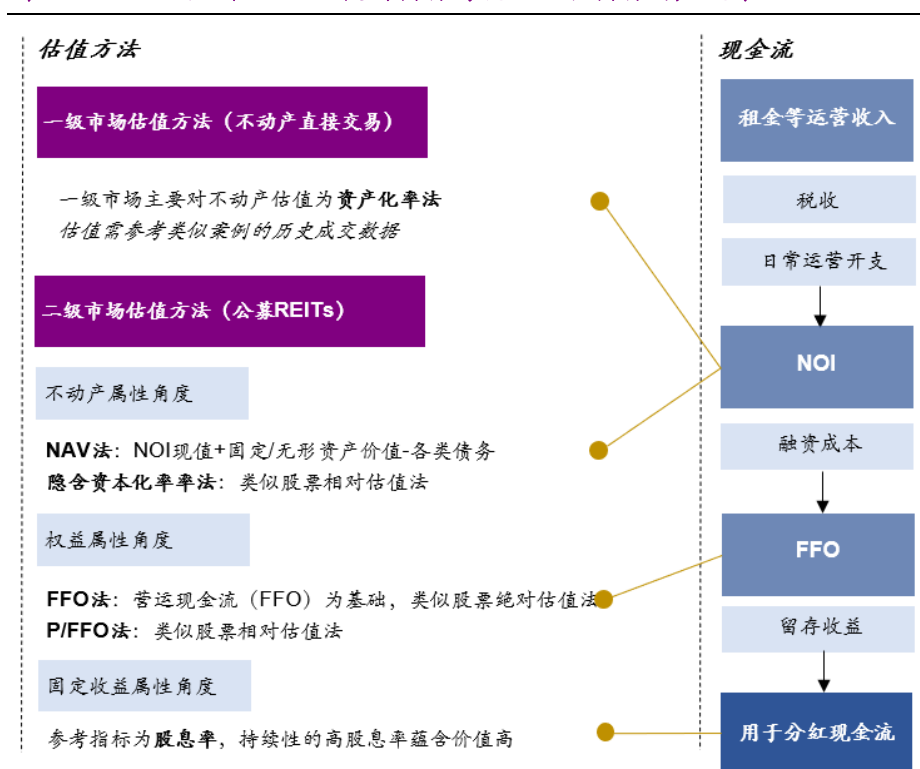
REITs 的底层资产不动产作为非常重要的大类资产，相比于其他大类资产（现金、股票、债券、外汇、金融衍生品、大宗商品等），具有固定性、耐久性、独特性、长期稀缺性的特点，对于投资者具有重要意义。

一级市场投资者角度，REITs 为社会资本提供了新的退出渠道。对于租赁住房/商业地产等不动产项目的投资者和开发商，项目开发投资资金量巨大、且不能销售回笼，租金回笼通常需要很长时间。租赁住房/商业地产等 REITs 是权益型的成熟资产持有平台，为开发商提供有效退出渠道，形成项目开发、退出闭环，同时企业同时可持有部分 REITs 份额，享受分红和物业升值收益，即“开发、运营、金融”的低成本、低杠杆良性模式。基础设施作为一类重要不动产，具备良好现金流（或潜力）的 PPP 项目如高速公路/通信设施等为基础设施 REITs 提供大量的优质并购标的，基础设施 REITs 为 PPP 项目投资者提供退出渠道，结合税收等优惠政策，有助于提升 PPP 项目对社会资本的吸引力。

二级市场投资者角度，REITs 具备高收益、低波动的特性，同时风险分散角度具备重要意义。REITs 为希望投资于不动产的二级投资者提供了替代途径，且相较直接不动产投资，流动性更好、交易成本/门槛更低。历史上看，美国/欧洲/日本等海外市场 REITs 在保持有吸引力的回报率的同时，波动率亦较低，风险收益比具备吸引力（参考第 3 章讨论）。同时在风险分散角度，REITs 与股票、债券等大类资产相关度低，且不同区域间 REITs 表现相关度亦较低，意味着 REITs 产品是一种有效的风险分散工具。

投资 REITs 产品价值体现于三方面：1) 稳定的分红回报，即 REITs 产品的固定收益属性；2) 资本增值收益，REITs 管理团队通过输出管理能力提升持有不动产的资产价值，即 REITs 产品的权益属性；3) REITs 底层资产作为不动产，底层资产价格波动亦对 REITs 产品估值有重要影响，即 REITs 产品的不动产属性。

图 4：REITs 的估值方法及使用指标与现金流各指标对应关系



资料来源：光大证券研究所

REITs 产品的三方面属性，有三类常用方法对 REITs 产品进行估值。

● 固定收益属性角度，股息率为重要参考指标

在如美国、日本、新加坡等成熟市场，REITs 需要将其绝大部分资产（如 75% 以上）投资于能够产生稳定租金收入的商业物业等资产，并且需要将不低于 90% 的当年净收入进行分红，这些规定确保 REITs 投资者可以获得稳健的分红所得。同样的资产及同样的管理能力，在同样的市场下，高股息率对固收属性投资者吸引力更强。同时通过比较不同区域的 REITs 股息率与无风险收益率的差值，可以推断该区域 REITs 固收产品属性下的风险溢价水平。

● 权益属性角度，常用估值方法为 FFO 折现、P/FFO

REITs 产品底层资产的不动产属性决定了其折旧和摊销对其每年的 GAAP 收入有重大影响。以房地产行业为例，部分商业地产具备竞争力的地段及良好的运营、维护等而出现保值/增值。估值角度，在 GAAP 收入的基础上要把折旧和摊销加回以公允反映当期价值，同时做其他调整以保持口径一致性。NAREIT 于 1990s 提出 FFO（Funds From Operations，营运现金流）指标，定义如下：

$$\text{FFO} = \text{GAAP 净收入} + \text{不动产折旧及摊销} - \text{出售不动产所得收入} + \text{优先股股息}$$

FFO 折现方法, 类似股票的 DCF 估值, 按照一定的折现率, 将公司未来 FFO 折现后加总即对应 FFO 方法下该 REITs 产品的价值。

P/FFO 方法类似股票中的相对估值法, 亦简称乘数估值模型, 亦为简便的衡量 REITs 资产投资价值的指标。

● **不动产属性角度, 常用估值方法包括净资产价值法、隐含资本化率法等**

持有不动产价值角度, 可参考不动产一级市场的估值对 REITs 估值情况进行判断, 主要包括净资产价值法 (NAV, Net Asset Value)、隐含资本回报率法 (Implied Cap Rate)。

两种方法中净营运收入 (NOI, Net Operating Income) 现值均为重要参数。NOI 为净营运收入, 以商业地产为例, 可简单理解为租金收入。

$$\text{NOI 现值} = \text{NOI (未来 12 个月)} / \text{资本化率}$$

其中: 资本化率为通常依据一级市场历史可比成交案例的均值, 计算公式为:

$$\text{资本化率} = \text{Average (NOI}_1 / \text{收购价格}_1 + \dots + \text{NOI}_n / \text{收购价格}_n)$$

NAV 计算公式为:

$$\text{NAV} = \text{NOI 现值} + \text{土地等固定资产价值} - \text{各类债务} - \text{优先股价值}$$

另一方面, 根据 REITs 产品交易价格, 可测算交易价格对应的 REITs 隐含资本化率, 计算公式为:

$$\text{隐含资本化率} = \text{NOI 现值} / (\text{总市值} + \text{优先股} + \text{各类负债})$$

使用隐含资本化率评估 REITs 的估值, 类似于股票的相对估值法。

表 2: 不同 REITs 估值方法的优缺点比较

REITs 估值方法	优缺点
FFO 折现法	<p>优点: 理论上具备合理性, 且实际预测可以做到相对准确;</p> <p>缺点: 折现率的确定相对复杂、具备主观性; 由于 FFO 并不等于 REITs 的现金分红 (且不可能等于), 一定程度上该方法对 REITs 价值存在一定夸大</p>
P/FFO 法、股息率法、隐含资本化率法	<p>优点: 评估过程中假设较少, 主观性相对少, 不同公司间对比较方便;</p> <p>缺点: 对于可比标的的选择存在主观性; 理论上不存在完全一样的 REITs 产品/资产, 因而该类方法难以做到“精确”评价</p>
NAV 法	<p>优点: NAV 法计算出的 REITs 价值反映其账面价值, 可剔除杠杆的影响;</p> <p>缺点: 所需参数较多, 且通常 REITs 对于不动产价值的信息披露通常有限, 故获取一家公司的 NAV 非常困难; 更多应用于 REITs 公司清算过程</p>

资料来源: 光大证券研究所

3、REITs 作为第四类大类资产的优势

REITs 与股票、债券间相关性低,且不同区域间 REITs 表现相关度低,REITs 具备的大类资产配置属性、分散区域风险属性。据 CEM Benchmarking 研究,1998-2017 年 20 年间,公募 REITs 表现与股票、固收产品(债券、银行存款等)相关系数大体在 0.4-0.7 之间。另据北大光华学院研究,1998-2017 年间,美国权益型 REITs 与标普 500 指数、债券指数之间相关系数仅为 0.58、0.19,抵押型 REITs 与标普 500 指数、债券指数之间相关系数仅为 0.37、0.23。REITs 产品表现与股票、债券总体相关度较低,即资产风险分散的角度,REITs 可作为现金、股票、债券间第四类大类资产进行配置。此外,据北大光华学院研究,全球各主要区域 REITs 市场表现之间相关系数大体在 0.3-0.8 区间,部分相关系数低于 0.3,显示 REITs 产品在区域风险分散角度,亦具备很高的配置价值。

图 5: 大类资产间相关度 (1998-2017)

相关系数		Stock Market			Hedge Funds/ TAA	Private Equity	Fixed Income Market				Unlisted Real Estate	Listed Equity REITs	Other Real Assets
		U.S. Large Cap.	U.S. Small Cap.	Non-U.S.			U.S. Broad	Long Duration	U.S. Other	Non-U.S.			
Stock Market	U.S. Large Cap.	n/a	0.92	0.89	0.92	0.85	-0.01	-0.41	0.63	0.50	0.47	0.53	0.27
	U.S. Small Cap.		n/a	0.88	0.79	0.89	-0.04	-0.51	0.66	0.51	0.57	0.62	0.41
	Non-U.S.			n/a	0.85	0.89	-0.03	-0.50	0.69	0.58	0.52	0.56	0.51
Hedge Funds/ TAA					n/a	0.79	0.14	-0.30	0.71	0.53	0.43	0.50	0.38
Private Equity						n/a	-0.12	-0.61	0.66	0.41	0.53	0.49	0.47
Fixed Income Market	U.S. Broad						n/a	0.64	0.61	0.67	0.36	0.44	0.17
	Long Duration							n/a	-0.08	0.16	-0.06	-0.03	-0.16
	U.S. Other								n/a	0.81	0.65	0.67	0.52
	Non-U.S.									n/a	0.48	0.61	0.35
Unlisted Real Estate											n/a	0.91	0.48
Listed Equity REITs												n/a	0.50
Other Real Assets													n/a

资料来源: CEM, 光大证券研究所

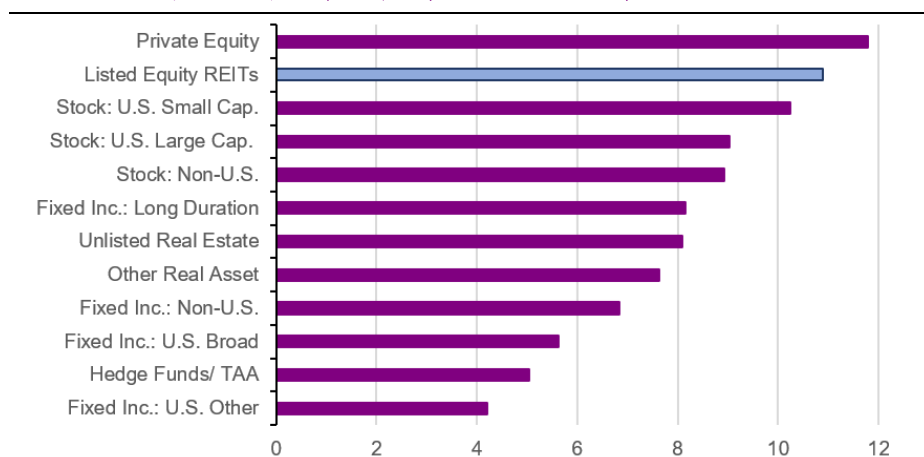
图 6: 美国 REITs 与股票/债券相关性, 及不同区域间 REITs 市场相关性

美国REITs与股票、债券市场相关性							
相关系数	S&P 500	Nasdaq	巴克莱债券				
权益型REITs	0.58	0.70	0.19				
抵押型REITs	0.37	0.51	0.23				
全球各REITs市场间相关性							
相关系数	美国	欧洲	英国	日本	新加坡	中国香港	澳大利亚
美国	n/a	0.74	0.80	0.41	0.61	0.52	0.61
欧洲		n/a	0.91	0.32	0.52	0.43	0.61
英国			n/a	0.28	0.43	0.32	0.60
日本				n/a	0.51	0.32	0.40
新加坡					n/a	0.72	0.53
中国香港						n/a	0.32
澳大利亚							n/a

资料来源: 北大光华管理学院, 光大证券研究所, 1998-2017 年

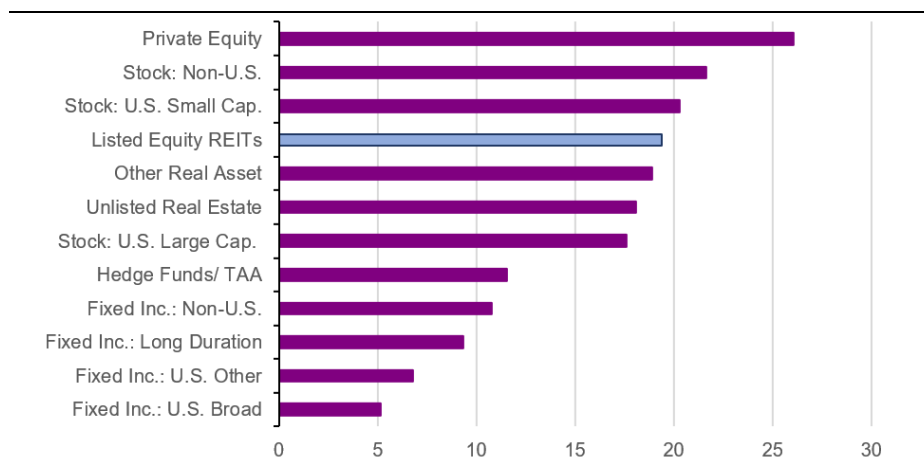
REITs 回报率有吸引力，夏普比率仅低于低收益率的债券产品。REITs 回报包含两部分：1) 现金分红；2) REITs 价格上涨收益。据 CEM，1998-2017 年对大类资产的年均回报率统计（扣除交易成本），公募 REITs 总回报率年均均为 10.9%，仅次于私募股权投资，高于股票、债券。从收益风险比的角度，20 年间公募 REITs 夏普比率为 0.44，仅低于波动率很低的两类固收产品（美国广义债券、长期限债券），优于股票、其他固定收益产品、对冲基金等。作为单一资产，REITs 的高回报率及收益风险比，对投资者具备吸引力。

图 7：大类资产回报率（年度平均，扣除交易成本，1998-2017）



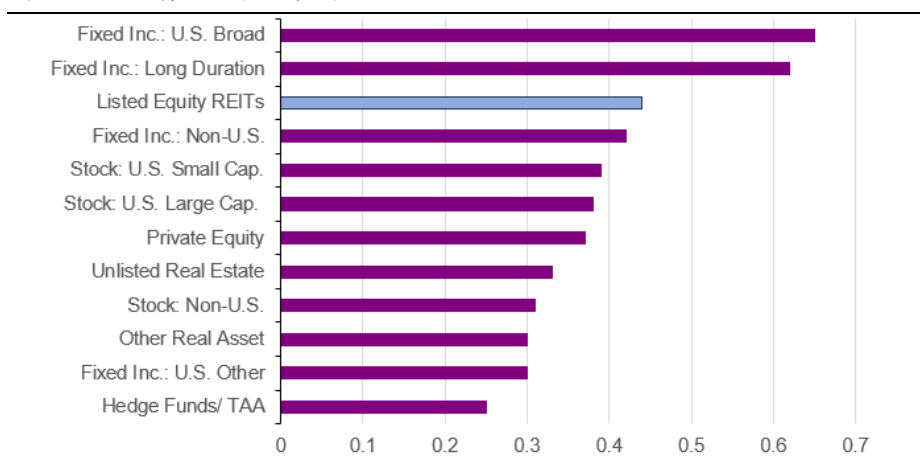
资料来源：CEM，光大证券研究所
注：回报率单位为%

图 8：大类资产波动率（1998-2017）



资料来源：CEM，光大证券研究所
注：波动率单位为%

图 9：大类资产夏普比率（1998-2017）



资料来源：CEM，光大证券研究所

4、投资建议

REITs 具备回报率高、收益风险比高及与其他大类资产表现关联度低的特性，资产配置价值非常显著，对一二级市场投资者均有吸引力。同时 REITs 对于商业地产、基建等行业及相关参与企业有重要意义。本次基础设施试点 REITs 文件出台有望加速我国 REITs 市场形成，对拓展基建投资资金来源、改善工程承包企业报表有积极意义。

投资角度，我们认为本次文件出台意味着我国公募 REITs 破冰，或将重构建筑板块逻辑。随着法规完善，REITs 出表属性将强化，带来 1) 中期基建投资增速的上修；2) 建筑企业报表的改善（增厚利润表、资产负债率降低），且后续扩张将突破资产负债率限制。建议关注：1) 报表内运营类资产占总资产比重较高，将直接受益于基建 REITs 推进的中国交建、中国电建；2) 受益基建投资预期上修；借助基建 REITs，后续扩张可突破资产负债率限制的中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶。

5、风险分析

REITs 相关税收法规制定不及预期。

建筑企业 REITs 推进不及预期。

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 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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不曾与、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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。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。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大 厦 A 座 17 楼