



中信证券研究部

核心观点



陈聪  
首席基地产业  
分析师  
S1010510120047



张全国  
房地产行业联席首  
席分析师  
S1010517050001



祖国鹏  
能源化工分析师  
S1010512080004



李金哲  
房地产分析师  
S1010520090001



联系人：李宗儒

房地产行业

评级 **强于大市（维持）**

**通过和煤炭行业信用风险历史事件的对比，我们倾向于认为，地产行业的信用重构是长期的、温和的。**

■ **地产信用来到尖峰时刻。**2019年三季度到2021年一季度，信托市场的地产企业就处在融资净回笼状态；境内债券市场在最近4个季度也处于融资净回笼状态。压减存量融资的进程，客观上持续增加企业的信用压力。偶发债券违约事件，也暴露了非银类金融机构面临兑付清偿问题时欠缺经验，这也令中低信用评级房地产债的发行更加艰难。从境外债的表现而言，信用利差走阔并没有结束。应该说，一些低信用的地产公司实质欠缺债券市场再融资能力。

■ **和煤炭行业历史的信用问题比较。**这一轮地产行业的信用问题，起源于大量信用债替代银行借款，并长期借新还旧。信用债虽然期限长、无抵押，但却容易陷入信用恶化的循环——煤炭行业曾在2014-2016年出现过类似从局部到整体的情况。扩张激进，盈利能力下降，杠杆较高的煤炭企业最终付出了惨重代价，政策干预和行业基本面转好则最终实现了煤炭行业的信用重构。

■ **相比煤炭而言，地产的信用重构可能更加温和，但却可能更加长期。**地产行业信用风险的时空背景毕竟又有别于煤炭行业。煤炭当时出现长期的价格下跌，房价虽然被限制，往往却少有下降风险，且房屋销售速度是正常的。牵一发而动全身的宏观重要性以及处置资产的可能性，决定了地产的信用重构是更加温和的。但信用问题无法自己化解，又意味着整个信用重构的时间周期可能是较长的。

■ **风险提示：**部分企业资产负债表进一步恶化的风险。

■ **信用重构有挑战，也有机遇。**信用重构的过程不结束，部分企业居高不下的资金成本就会侵蚀利润，处置资产更可能暴露部分企业净资产不扎实的问题。即便是没有信用风险的企业，整体资产质量仍可能被质疑。但信用重构也是机遇，供给侧改革确实存在，土地市场年内趋向降温。对于股权投资者而言，在信用重构的大背景之下，可能迎来一次又一次有限度的低估值反弹，我们认为产业资金（管理层增持、公司回购等）介入程度决定了反弹的高度。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	评级	股价 (元)	EPS (元)				PE			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
万科 A	买入	24.98	3.57	3.78	4.06	4.42	7.0	6.6	6.2	5.7
万科企业	买入	20.28	3.57	3.78	4.06	4.42	5.7	5.4	5.0	4.6
保利地产	买入	12.54	2.42	2.72	3.22	3.50	5.2	4.6	3.9	3.6
金地集团	买入	10.63	2.30	2.64	3.00	3.25	4.6	4.0	3.5	3.3
龙湖集团	买入	36.30	3.08	3.71	4.27	4.94	11.8	9.8	8.5	7.3
世茂集团	买入	15.89	3.47	3.88	4.34	4.94	4.6	4.1	3.7	3.2
世茂股份	买入	4.04	0.41	0.69	0.86	1.12	9.8	5.9	4.7	3.6
旭辉控股集团	买入	5.06	0.97	1.10	1.26	1.43	5.2	4.6	4.0	3.5
融创中国	买入	22.24	6.47	7.04	7.89	8.04	3.4	3.2	2.8	2.8
碧桂园	买入	7.26	1.59	1.84	2.25	2.72	4.6	3.9	3.2	2.7
华润置地	买入	26.25	3.38	3.87	4.41	4.97	7.8	6.8	6.0	5.3
金科股份	买入	5.88	1.32	1.50	1.65	1.87	4.5	3.9	3.6	3.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2021年7月1日收盘价

## 目录

地产信用的尖峰时刻 .....	1
似曾相识：和煤炭 2015-2016 年信用问题情况比较 .....	5
尖峰时刻后的漫长信用重构 .....	7
信用问题的起因不同 .....	7
房地产的信用问题更具长期性 .....	8
国企信仰不如经营能力信仰 .....	10
信用重构的机遇和挑战 .....	10
风险提示 .....	11

## 插图目录

图 1：房地产行业公开债券融资 .....	1
图 2：投向房地产的资金信托余额情况 .....	1
图 3：房地产行业债券净融资额与信托净融资 .....	1
图 4：房地产行业未来债券到期额 .....	1
图 5：房地产 3 年期中资美元债到期收益率走势 .....	2
图 6：BBB 级房地产中资美元债收益率期限结构对比 .....	3
图 7：BB 级房地产中资美元债收益率期限结构对比 .....	3
图 8：AAA 级（前 20%）房地产境内债收益率期限结构对比 .....	4
图 9：AA 级（中位数）房地产境内债收益率期限结构对比 .....	4
图 10：房地产行业信用债的存量发展情况 .....	5
图 11：采矿业信用债的历史存量发展情况 .....	5
图 12：煤炭价格走势 .....	5
图 13：煤炭行业信用利差走势 .....	5
图 14：国企煤炭工业销售利润率及销售增长率 .....	6
图 15：国企煤炭工业资产负债率及速动比率 .....	6
图 16：动力煤指数：5500K：秦皇岛：平均 .....	7
图 17：煤炭板块的归母权益/带息债务 .....	7
图 18：商品房销售均价 .....	7
图 19：披露季报的样本开发企业毛利率数据 .....	7
图 20：按揭利率情况 .....	9
图 21：个人住房贷款余额及同比增长 .....	9
图 22：开发企业资金成本 .....	10

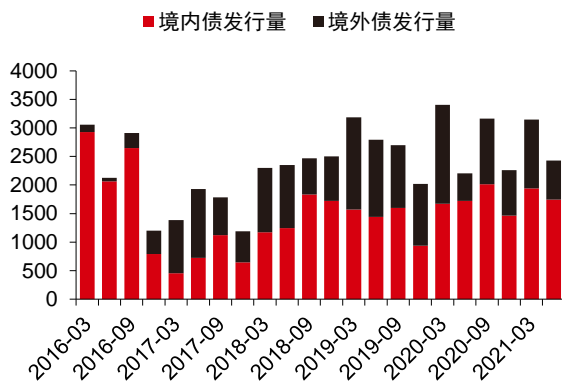
## 表格目录

表 1：已违约地产企业债券违约情况 .....	1
表 2：煤炭债违约的几家主体 .....	6
表 3：部分开发企业资产处置的案例（不完全统计） .....	8
表 4：开发企业销售数据 .....	8
表 5：部分房地产企业的模拟到期债务/付款义务（一年）和半年度销售额对比（上半年） .....	9

## ■ 地产信用的尖峰时刻

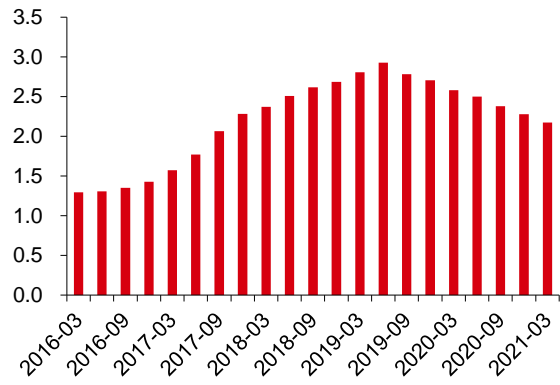
2019 年以来，地产行业通过境内债券/信托市场的净融资额已经连续 8 个季度为负。其中，信托市场自 2019 年三季度至 2021 年一季度（数据截至 2021 年一季度），连续处于净回笼状态，整体融资回笼量达到 7567 亿元。而境内债券市场的净融资额仅在 2020 年一、二季度为正，其余 6 个季度均为净回笼状态，并且近 4 个季度均处于净回笼状态。

图 1：房地产行业公开债券融资单位：亿元



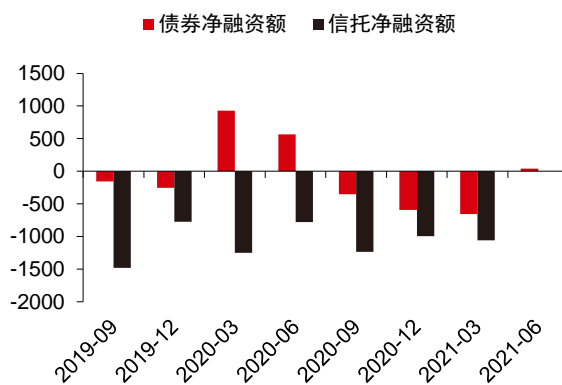
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：投向房地产的资金信托余额情况单位：万亿元



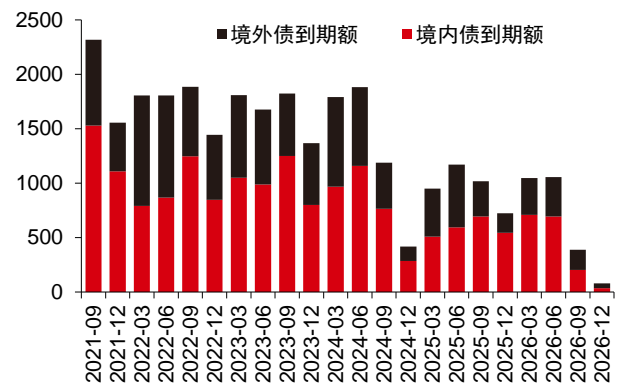
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：房地产行业债券净融资额与信托净融资单位：亿元



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：房地产行业未来债券到期额单位：亿元



资料来源：中国信托业协会，中信证券研究部

融资渠道受限，而接下来几个季度的到期偿付量不小，进一步加大了房地产企业的信用压力。而偶发的债券违约事件后，房地产债券市场的收益率明显分化。

表 1：已违约地产企业债券违约情况

单位：亿元

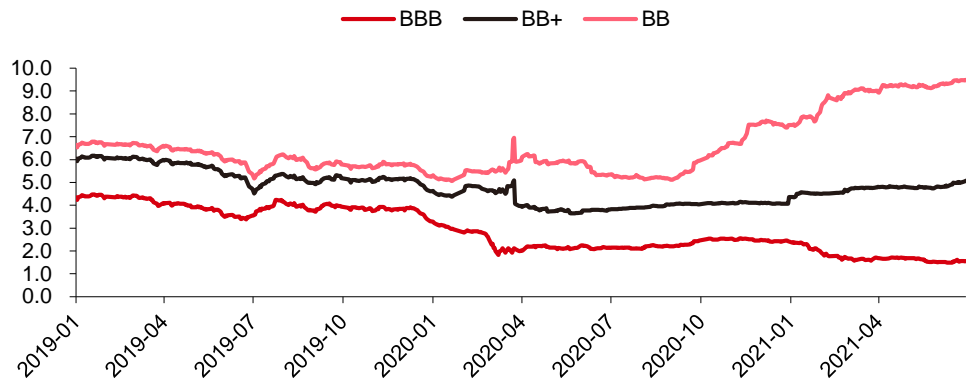
违约主体	首次违约时间	违约债券	累计违约金额	最新主体评级

违约主体	首次违约时间	违约债券	累计违约金额	最新主体评级
协信实业	2021/3/9	8	111.31	C
泰禾集团	2020/7/5	3	17.79	C

资料来源：Wind，中信证券研究部

我们以收益率定价比较有效的美元债市场为例。在过去 4 个季度，其投资级和高收益级的中资美元债收益率信用利差不断走阔。例如，3 年期的中资地产美元债、BBB 级与 BB 级的信用利差已经由 2020 年 6 月 30 日的 320bp 飙升至 793bp。并且信用利差的走阔趋势仍在持续。

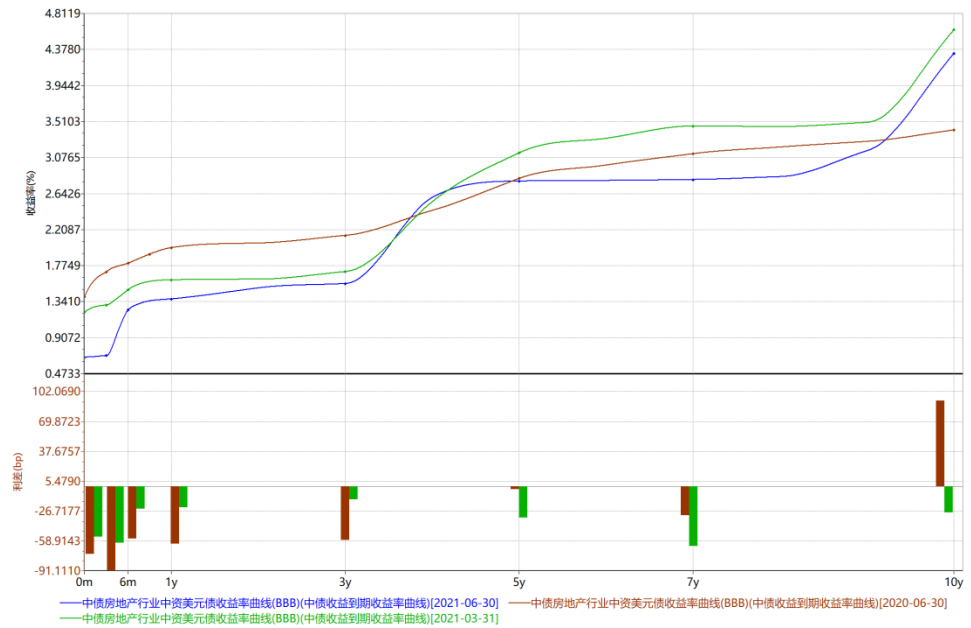
图 5：房地产 3 年期中资美元债到期收益率走势单位：%



资料来源：Wind，中信证券研究部

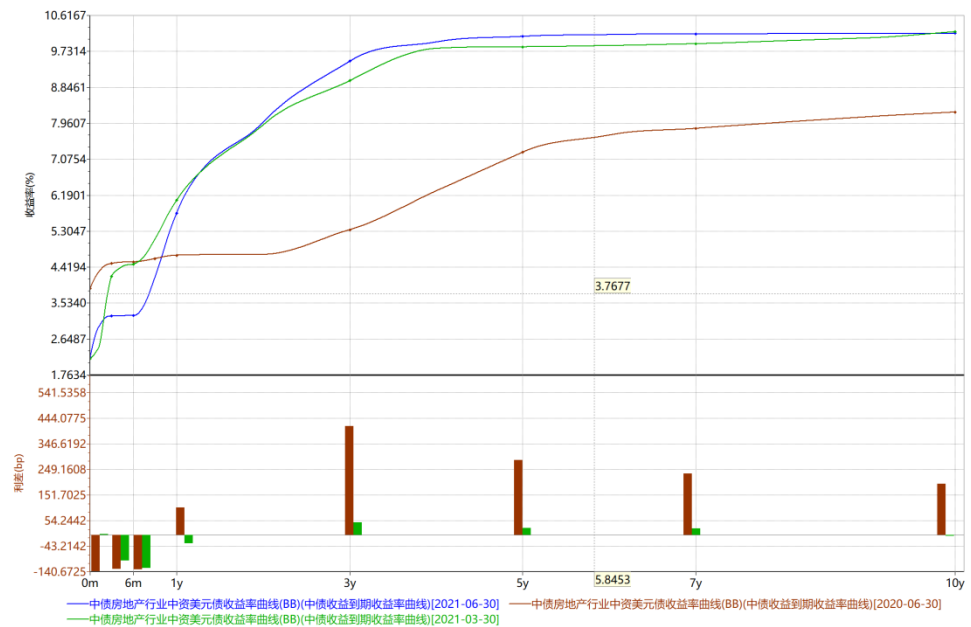
从期限结构来看，BBB 级的房地产中资美元债的收益率，除超长久期品种之外，相对去年同期和一个季度前，均有明显下降。而 BB 级房地产中资美元债期限结构几乎全面恶化。应该说，部分低信用公司已经实质性地失去债券市场融资能力。

图 6：BBB 级房地产中资美元债收益率期限结构对比单位：%



资料来源：Wind；注：蓝色线为 2021 年 6 月 30 日，绿色线为 2021 年 3 月 31 日，棕色线为 2020 年 6 月 30 日

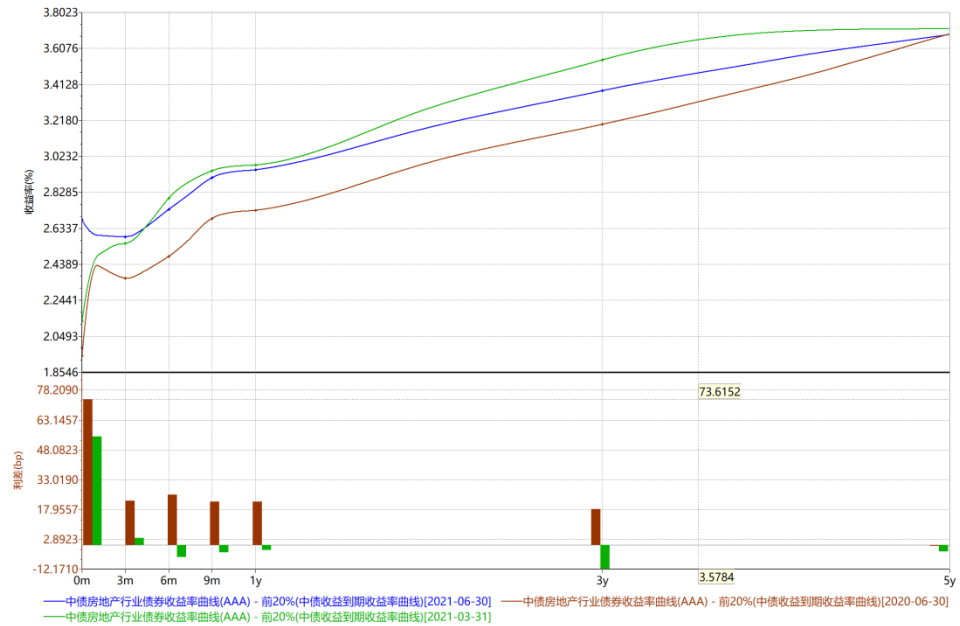
图 7：BB 级房地产中资美元债收益率期限结构对比单位：%



资料来源：Wind；注：蓝色线为 2021 年 6 月 30 日，绿色线为 2021 年 3 月 31 日，棕色线为 2020 年 6 月 30 日

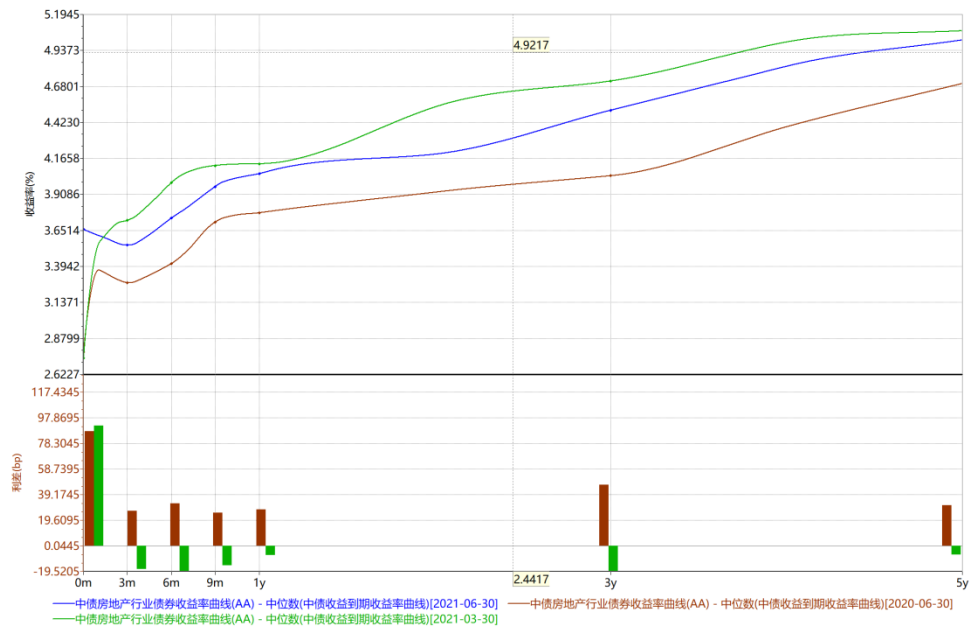
在境内市场，我们亦能观察到融资压力的同步提升。

图 8: AAA 级 (前 20%) 房地产境内债收益率期限结构对比单位: %



资料来源: Wind; 注: 蓝色线为 2021 年 6 月 30 日, 绿色线为 2021 年 3 月 31 日, 棕色线为 2020 年 6 月 30 日

图 9: AA 级 (中位数) 房地产境内债收益率期限结构对比单位: %

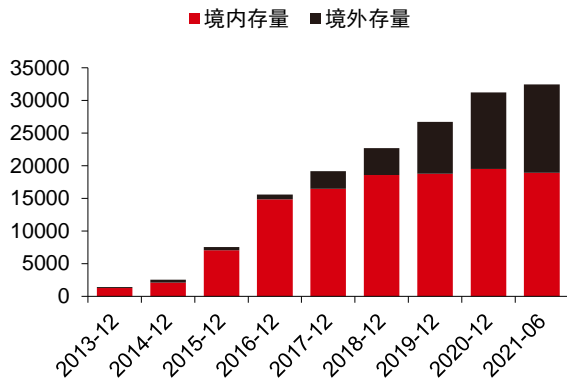


资料来源: Wind; 注: 蓝色线为 2021 年 6 月 30 日, 绿色线为 2021 年 3 月 31 日, 棕色线为 2020 年 6 月 30 日

## ■ 似曾相识：和煤炭 2015-2016 年信用问题情况比较

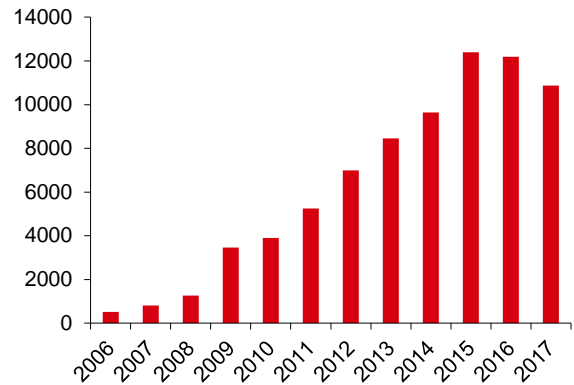
应该说，本轮地产债券问题的发端与煤炭行业 2015-2016 年违约潮似曾相识。问题的起因都是因为大量的信用负债替代了银行贷款。并且依赖于借新还旧实现规模扩张，而无抵押物的信用负债，在信用收缩时刻出现无法借新还旧的情况。

图 10：房地产行业信用债的存量发展情况单位：亿元



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：采矿业信用债的历史存量发展情况单位：亿元



资料来源：Wind，中信证券研究部

并且问题的发展都是渐进的，由局部的偶然违约，引起信用分化，进而影响市场信心。使得信用违约从局部到整体开始蔓延。而除非政策干预，或者行业基本面情况大面积改观，信用问题都很难自我改善。

从当时的煤炭行业信用危机的来看，其主要是因为行业周期性下行，造成企业经营恶化。2015 年，煤炭价格处于下行周期，环渤海动力煤价格指数仅 2015 年当年就下降 28%。2015 年 12 月，12 圣达债违约，其后煤债信用利差开始大步走阔。

图 12：煤炭价格走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：煤炭行业信用利差走势 (BP)



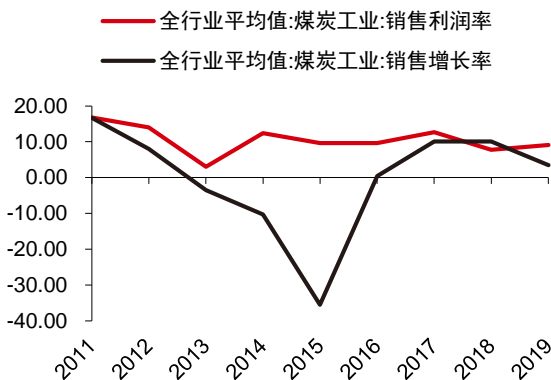
资料来源：Wind，中信证券研究部



而信用利差走阔，使得行业融资进一步困难，伴随“去杠杆”政策的推出，煤炭业信用债在 2015 年以后进入净偿还状态，这进一步加大了行业的经营压力。

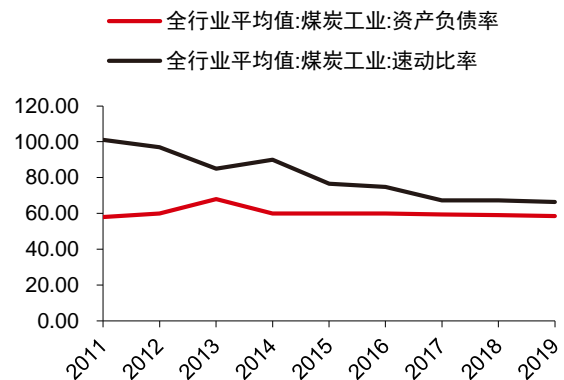
供给过剩，煤价下行，2015 年煤炭行业正处于行业基本面较差的时间阶段。从全行业销售增长率和盈利情况看，基本 2015 年左右迎来低点，2015 国有企业煤炭工业全行业年销售增速低至-35.5%，销售利润率仅为 9.6%，而同时又保持着较高的负债水平，2015 年时国有企业煤炭工业全行业平均资产负债率 60.0%，速动比率 76.6%。较低的回款与集中到期的债务，催生出 2015 年以来一系列煤炭债违约事件。

图 14: 国企煤炭工业销售利润率及销售增长率 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 15: 国企煤炭工业资产负债率及速动比率 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

结合几家煤炭企业的违约来看，扩张激进+债务较高+盈利能力下降+行业周期下行是违约的主要原因，而关联方占款、债务集中兑付又加剧了流动性压力。总而言之，2015-2016 年的煤炭债违约事件，主要因素是行业基本面的恶化，而煤炭企业强周期性的特征，也意味着唯有政策干预或者行业基本面全面向好，才有风险化解的可能。

表 2: 煤炭债违约的几家主体

违约日期	主体	企业性质	解决方式
2015 年 12 月	四川圣达	民营企业	处置资产偿还部分债务
2016 年 4 月	中煤华昱	中央国有企业	内部筹资，延期兑付本息及违约金
2016 年 6 月	川煤集团	地方国有企业	川煤集团破产重整
2018 年 7 月	永泰集团	民营企业	已于 2020 年 12 月 30 日完成重整计划，债务问题将得到彻底化解
2020 年 11 月	永煤控股	地方国有企业	部分兑付、剩余展期

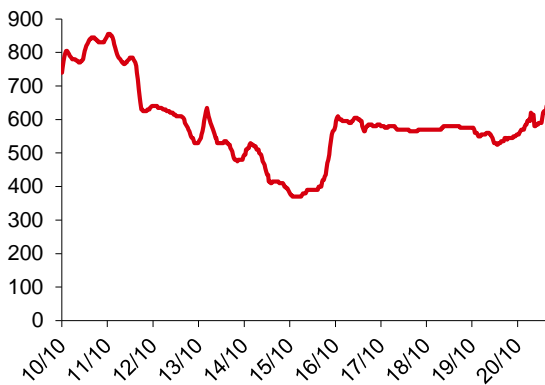
资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

## ■ 尖峰时刻后的漫长信用重构

### 信用问题的起因不同

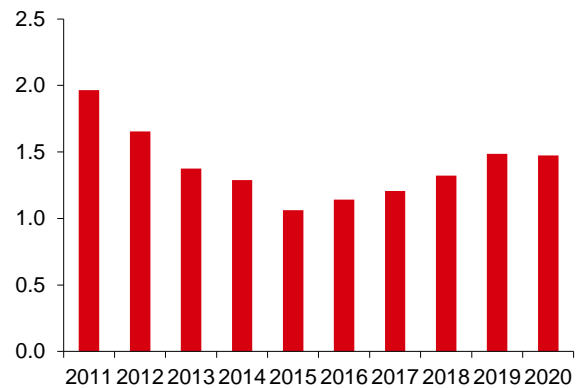
煤炭行业信用风险的暴露，主要是因为能源价格的大幅调整。煤炭价格自 2011 年开始进入下降周期，至 2015 年累计下降 56.7%，降幅明显。煤炭价格的下降带来了企业经营基本面的恶化和信用风险的暴露。

图 16: 动力煤指数: 5500K: 秦皇岛: 平均 (元/吨)



资料来源: Choice 数据终端, 中信证券研究部

图 17: 煤炭板块的归母权益/带息债务

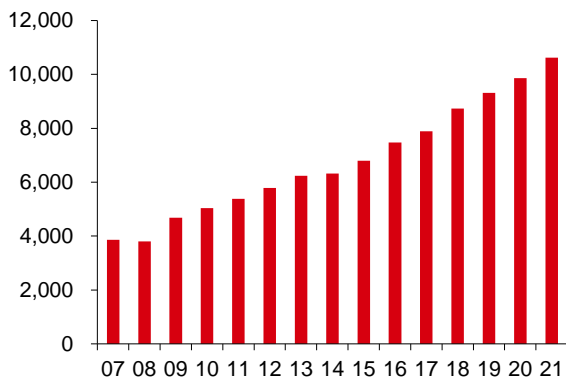


资料来源: Choice 数据终端, 中信证券研究部

房地产行业看，近期房价并没有出现大幅调整，虽然个别城市的房价略有波动，但是整体看全国范围内的新房销售价格还是稳定上涨的。

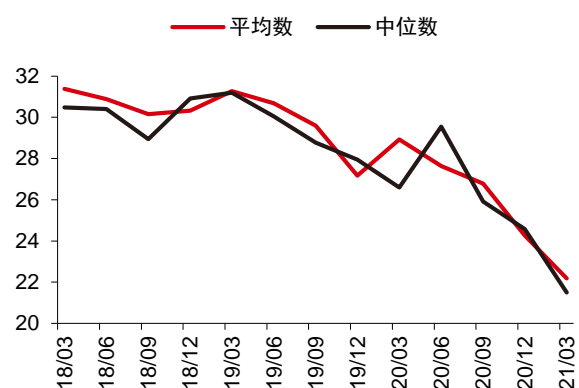
房地产信用问题的起因是在限价等政策背景之下，企业经营管理不善带来的问题暴露。部分企业信用风险暴露的核心原因是企业试图依靠资产增值盲目做大规模，催化剂是三道红线和限价。

图 18: 商品房销售均价 (元/平米)



资料来源: Wind, 中信证券研究部注: 21 年为 1-5 月数据

图 19: 披露季报的样本开发企业毛利率数据 (%)



资料来源: Wind, 各公司公告, 中信证券研究部

## 房地产的信用问题更具长期性

房地产开发行业的供给侧改革，是一个较为长期的过程，所以房地产行业的问题也表现出长期性。从行业特性看，项目之间的独立性比较强，因为企业仍然方便处置资产，也存在一些资产处置的案例。

表 3：部分开发企业资产处置的案例（不完全统计）

日期	出让方	收购方	标的	价格（亿元）	账面投资收益(亿元)	备注
2021年6月24日	泛海控股	融创中国	杭州钓鱼台酒店，杭州民生金融中心	22.00	-4.70	有利率 11%的 1 年后回购条款
2021年1月16日	泛海控股	瑞坤地产	武汉市建设用地使用权	30.66	12.51	交易双方协商确定以标的地块的总计容建筑面积为基数，按 17,500 元/平方米（含增值税，税率 5%）计算确定最终交易价格
2020年6月23日	泰禾集团	五矿信托	广州增城项目项目公司 19%股权	10.98	影响较小	转让小股，原本不并表
2019年9月28日	泰禾集团	世茂集团	泰禾青云小镇项目 50%股权	5.97	0.30	交易完成后不并表，继续合作开发
2019年9月28日	泰禾集团	世茂集团	漳州泰禾香山湾项目 30%股权	2.99		股权转让对价为 6,700 万元，同时乙方承接原股东借款 23,218 万元，交易对价合计为 29,918 万元
2019年9月19日	泰禾集团	世茂集团	杭州泰禾蒋村项目 39%股权	2.90	影响较小	此前已有 51%股权
2019年9月19日	泰禾集团	世茂集团	佛山泰禾院子项目 50%股权	4.42	0.42	转让完成后，世茂持有项目公司 80% 的股权，双方股东将合作开发
2019年6月29日	泰禾集团	济南中维	达盛置业 70%股权	3.97	0.34	
2021年5月26日	亿达中国	腾飞中国	大连 44.3 万平米投资物业	5.01		如未行使购回权，则产生 4.42 亿元亏损 有购回选择权，股权公允价值为 9.43 亿元
2019年10月24日	亿达中国	新航盛置业	武汉 27.88 万平米软件新城项目	8.70	3.60	交易完成后不并表
2021年3月4日	亿达中国	龙湖集团	亿达物业服务集团	12.73	8.70	交易完成后不并表
2021年3月22日	蓝光发展	碧桂园服务	蓝光嘉宝服务 65.04%股权	49.64	21.42	交易完成后，不再纳入并表范围；后续交易具体股权比例

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

房地产行业的销售带动回款短期较好，但是中长期风险依然不容忽视。上半年，我们跟踪的开发企业销售实现同比 31% 的增长，充足的销售回款保证了信用支付来源。但是从 6 月开始增长的拐点出现，一方面是由于基数效应的影响，但是更重要的是，按揭额度的不足对销售的负面影响开始显现，按揭投放不足也将影响到销售回款率。

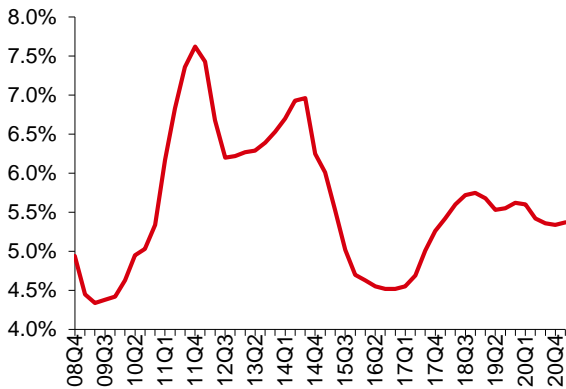
表 4：开发企业销售数据单位：亿元，万平方米

公司	1-6 月	6 月	1-6 月	6 月
	金额同比	金额同比	面积同比	面积同比
碧桂园	15%	19%	9%	13%
中国恒大	2%	-6%	9%	-1%

公司	1-6月	6月	1-6月	6月
	金额同比	金额同比	面积同比	面积同比
万科 A	10%	-11%	6%	-19%
融创中国	64%	45%	57%	43%
保利地产	27%	-27%	17%	-30%
中国海外发展	20%	-12%	7%	-24%
绿城中国	155%	78%	195%	109%
世茂集团	38%	2%	37%	1%
华润置地	49%	22%	43%	2%
招商蛇口	60%	36%	59%	30%
龙湖集团	28%	7%	27%	6%
新城发展	22%	-6%	30%	5%
金地集团	60%	0%	49%	-14%
旭辉控股集团	69%	4%	67%	7%
中国金茂	27%	-47%	37%	-46%
中南建设	34%	-22%	23%	-46%
阳光城	13%	-26%	-12%	-27%
富力地产	27%	-16%	13%	-25%
佳兆业	122%	11%	165%	26%
荣盛发展	21%	-21%	12%	-26%

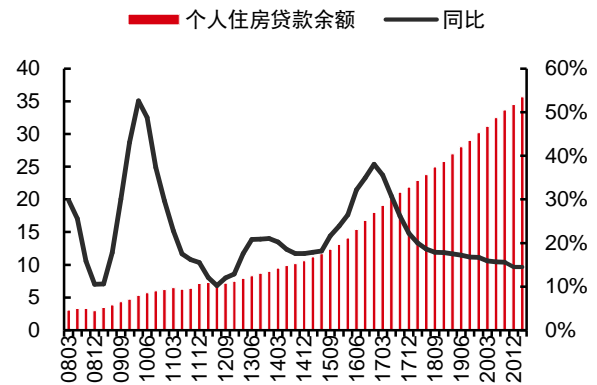
资料来源：亿翰智库，各公司公告，中信证券研究部

图 20：按揭利率情况



资料来源：Wind，中信证券研究部注：2021年为1-5月数据

图 21：个人住房贷款余额及同比增长



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

从结构来看，仍然会有企业的兑付义务要大于上半年销售额的两倍，这意味着未来一段时间，有企业仍然面临处置资产，或者显著加速销售，且减少拿地的使命。历史经验来看，上半年的销售当然不如下半年，但我们也没有考虑其表外的兑付义务。从总量而言，即便新增融资渠道不畅，企业的销售和兑付义务仍然匹配。这意味着紧信用的环境可能持续较长时间，且预计不会出现系统性风险。

表 5：部分房地产企业的模拟到期债务/付款义务（一年）和半年度销售额对比（上半年）单位：亿元

企业	模拟到期债务/付款义务	上半年销售金额
企业一	4753.4	4264.0
企业二	8381.5	3563.6

企业	模拟到期债务/付款义务	上半年销售金额
企业三	3374.2	3208.0
企业四	1459.2	1527.0
企业五	1178.1	1190.4
企业六	1106.3	1361.5
企业七	959.4	1301.5
企业八	926.6	1088.4
企业九	1033.6	1013.0
企业十	1335.1	646.6
合计	24507.5	19164.0

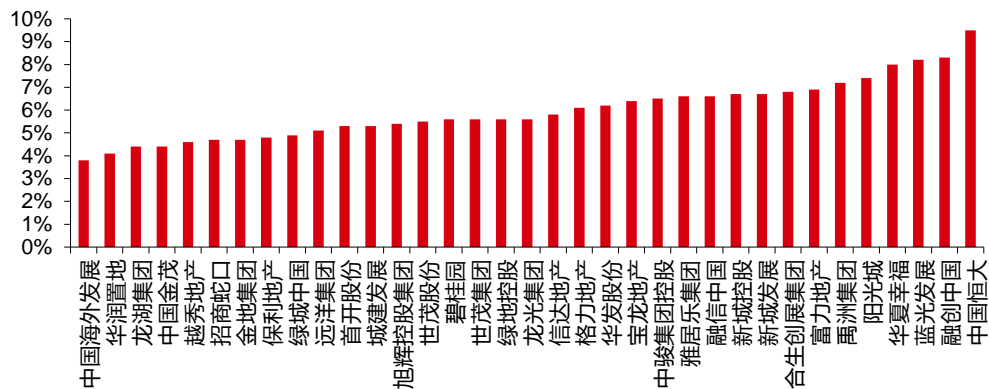
资料来源：各公司公告，亿翰智库，中信证券研究部注：模拟到期债务/付款义务为极端假设情况，包含需刚性偿付的应付账款。由于这里的偿付义务来自于必要的估算，未必代表企业的真实情况，我们将企业名称隐去。

### 国企信仰不如经营能力信仰

在开发企业的债权市场上，也存在普遍的国企信仰。同等经营能力、开发规模、杠杆水平的企业中，国企的资金成本会更低一点，意味着债权人对国企的风险偏好会更高一些。

我们认为，随着开发业务的回报率下降，部分国企、尤其是过于聚焦在区域性的地方国企的经营压力依然较大，存在信用风险的可能。我们建议，投资者应该更加关注企业自身的可持续经营能力。

图 22：开发企业资金成本



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 信用重构的机遇和挑战

信用风险无法自己化解。信用风险的增加意味着预期盈利的无法兑现，也意味着净资产扎实程度的不及预期。企业居高不下的资金成本，预计将会进一步侵蚀本来就比较微薄的利润空间。而在企业资产出让过程中，尤其是重资产出让过程中，往往需要折价出让，也就是企业资产的脆弱性将会在资产转让中开始暴露。

信用重构也会带来一定的机遇。信用危机之初土地市场仍然火热，但市场的降温在情理之中。长期而言，供给侧改革有利于企业获得更为稳定（但更低）的利润率。在信用重构结束之后，企业的资金成本也是不高的。

但在信用重构的进程中，不仅可能暴露信用风险的企业受到伤害，甚至一些没有信用风险的企业，资产质量也会受到质疑。

从时间点来看，外力所推动的信用威胁可能来到下半场。对债权投资者来说，寻求高收益债突发的机会型配置时机，或许仍然面临债券持有人在清算偿付上弱势位置的困扰，而不简单是信用问题本身困扰。对股权投资者来说，在极低估值之下的反弹，如果能配合产业资金的介入（管理层增持或者公司回购），可能才会得以持续。否则，市场或许会等待信用问题水落石出的那天。

## ■ 风险提示

部分企业资产负债表进一步恶化的风险。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告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）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。