

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
地产分析师
S1010517050001



李金哲
地产分析师
S1010520090001

行业自身无法结束在土地市场和资金市场的恶性竞争，但以三道红线为核心的房地产金融审慎监管，加上良好的销售，积极的新业务发展策略，彻底改变了行业内卷化竞争的困境。我们看好板块估值抬升，推荐保利地产、万科、金地集团、阳光城、世茂股份、龙湖集团、世茂集团、旭辉控股集团、融创中国、滨江集团和大悦城。

■ **内卷化是地产开发行业低估值的根本原因。**过去很长时间，房地产开发企业竞争拿地，拿高价地，最后只能指望房价大涨，要不然没盈利空间；竞争融资，利息负担沉重，利润空间被大幅侵蚀。企业唯恐掉队，惨烈竞争，且这种竞争并未带来任何行业进步，只是增添了行业整体风险。高度内卷化背后，是企业对政策多变的焦虑，对房价惯性上涨的持续幻想以及对传统赛道的机械性依赖。

■ **内卷化竞争无法自行结束。**市场存在一些财务谨慎的企业，但这些企业可能面临土地储备不足之虞。

■ **房地产金融审慎监管结束行业内卷化竞争。**行业进入了全新的去杠杆时代，土地市场不再是劣币驱逐良币，反而是稳健经营的公司较有优势。盲目融资被监管，反而限制了高收益债券的市场供给，可能会降低板块整体融资成本。央行表态，监管的初心就是让行业持续平稳健康发展。

■ **良好的销售环境和新业务发展，降低了行业去杠杆的可能风险，也提升了企业的成长性。**由于销售持续良好，企业有了一个去杠杆的良好环境，不太可能发生受迫整售地块的情况。企业在新赛道投入人力物力财力，可能迎来平台化的广阔未来。

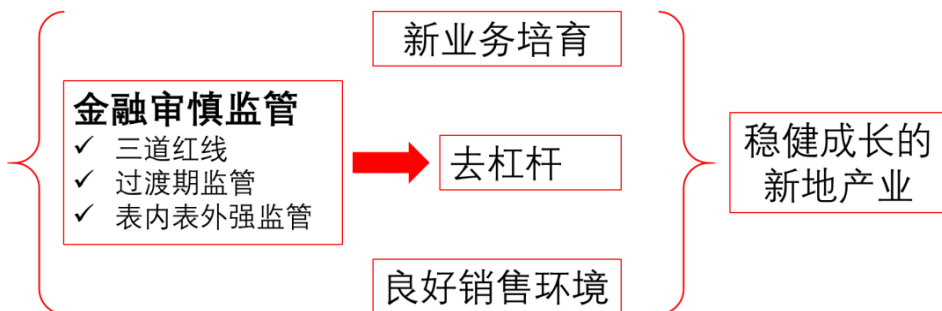
■ **风险因素：**个别企业的确在资产端可能有重大瑕疵，去杠杆浪潮可能带来个别企业信用风险。高推货之下，四季度部分区域的销售速度有下降可能。

■ **投资策略：看好重塑开发板块估值的三股力量，迎接板块估值抬升。**我们认为，金融审慎监管，良好的销售，新业务的发展，将是结束行业内卷化竞争，提升板块整体估值的关键力量。我们看好被低估的地产开发企业，推荐保利地产、万科A、金地集团、阳光城、世茂股份、龙湖集团、世茂集团、旭辉控股集团、融创中国、滨江集团和大悦城。

房地产行业

评级 **强于大市（维持）**

推动行业健康成长的三股力量



资料来源：中信证券研究部

目录

地产行业陷入了内卷化竞争	1
金融审慎监管结束内卷化竞争	2
看好重塑开发板块估值的三股力量	6
风险因素	7

插图目录

图 1: 商品房销售面积	1
图 2: 我们测算的各城市人均住房面积	1
图 3: 不同企业剔除预收账款的资产负债率	2
图 4: 不同企业剔除预收账款的净负债率	2
图 5: 19 个城市二手房成交均价中位数	2
图 6: 样本公司毛利率及净利率	2
图 7: 样本公司与典型稳健型公司的拿地面积/销售面积比	3
图 8: 重点公司 2019 年储备面积/销售面积的比值	3
图 9: 全国土地出让总价走势及能级分布	4
图 10: 全国土地出让总价溢价率及能级分布	4
图 11: LPR 情况	4
图 12: 人民币贷款加权平均利率	4
图 13: 全国个人住房贷款季度净增加额	5
图 14: 样本企业销售金额的市场占有率	5
图 15: 地产开发企业由龙头企业走向超级企业之路	5
图 16: 推动行业健康成长的三股力量	6

表格目录

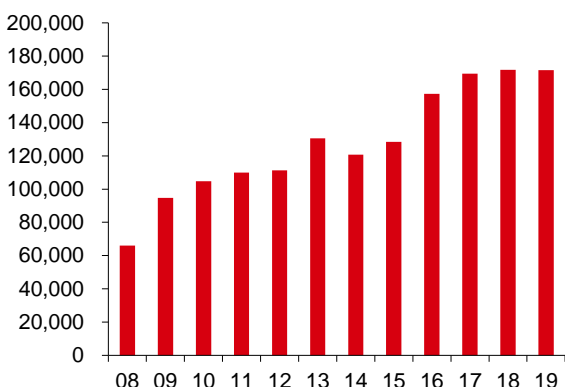
表 1: 各企业披露的拿地/销售均价比	1
表 2: 样本公司杠杆率	3
表 3: 地产板块重点公司估值表	7

■ 地产行业陷入了内卷化竞争

所谓内卷化，就是一个社会，一个组织，一个行业参与者彼此恶性竞争，互相制造麻烦，看起来个体都很努力，但整体而言却没有进步。

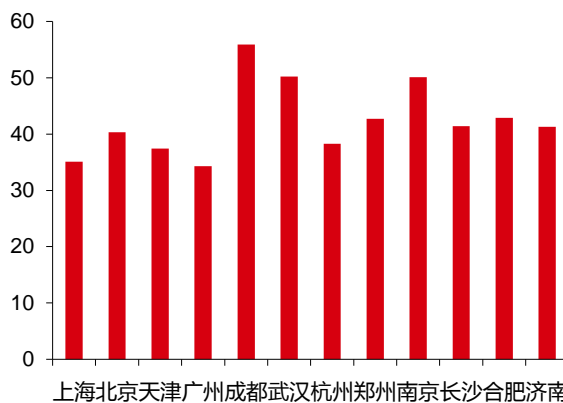
地产开发行业在量上很难再有进步。商品房年销售面积在 17 亿平米左右维持了一段时间，各地人均住房面积已经不低，全国存量住房规模估计超过 350 亿平米。

图 1：商品房销售面积 单位：万平方米



资料来源：Wind，国家统计局，中信证券研究部

图 2：我们测算的各城市人均住房面积 单位：平米



资料来源：贝壳找房，国家统计局，Wind，中信证券研究部测算 注：详见《房地产行业专题报告--中国房屋存量可能存在明显低估（2019-11-05）》

遗憾的是，开发企业也没有在质方面进行竞争，没有积极提升产品差异化程度，优化开发流程，而是不断哄抬地价，直到自身盈利困难。

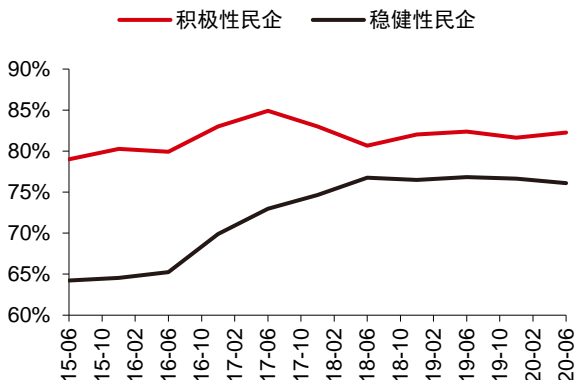
为什么一些企业宁可不要赚钱也要拿地呢？因为历史上房价每隔一段时间就可能出现超预期的上涨。一些企业至今抱着侥幸心理，试图透过多拿地来弯道超车。多拿地就更需要资金，于是一些企业抢着加杠杆。为什么一些企业明知道借贷成本过高，却还要去增加负债呢？除了希望看到房价上涨之外，企业也是考虑到融资政策多变。无论是土地还是资金，企业的心态总是手中有粮，心中不慌。开发行业逐渐变成“勇敢者游戏”，整个行业陷入“内卷化”竞争，谨慎稳健的公司无法保持充裕的可开发资源，激进的公司则无法保持盈利水平稳定，甚至无法保持资金链安全。

表 1：各企业披露的拿地/销售均价比

	万科	保利地产	金地集团	龙湖集团	世茂集团	旭辉控股集团
2014	36.7%	27.2%	44.5%	62.8%	27.4%	61.1%
2015	39.1%	40.9%	48.0%	58.2%	71.8%	45.5%
2016	49.5%	38.5%	49.0%	43.2%	79.4%	20.4%
2017	53.7%	44.4%	41.9%	42.0%	65.3%	48.4%
2018	36.1%	42.3%	50.4%	32.6%	30.9%	38.9%
2019	40.8%	39.2%	36.4%	36.3%	28.4%	32.5%

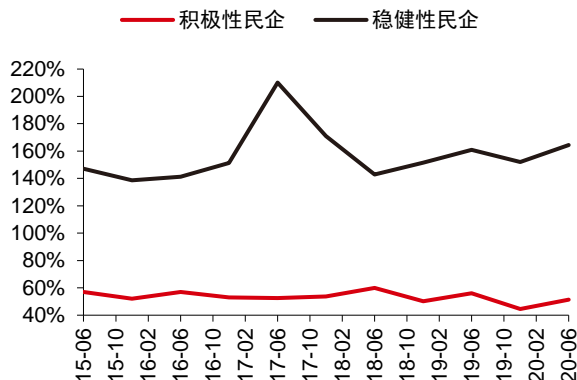
资料来源：各企业公告，中信证券研究部

图 3：不同企业剔除预收账款的资产负债率



资料来源：Wind，各企业公告，中信证券研究部 注：积极性民企为绿地控股、阳光城、金科股份、中南建设、华夏幸福、中国恒大、融创中国和旭辉控股集团；稳健性民企为新城控股、龙湖集团、碧桂园、世茂集团、龙光地产；剔除预收账款的资产负债率=（负债-预收账款）/（资产-预收账款）

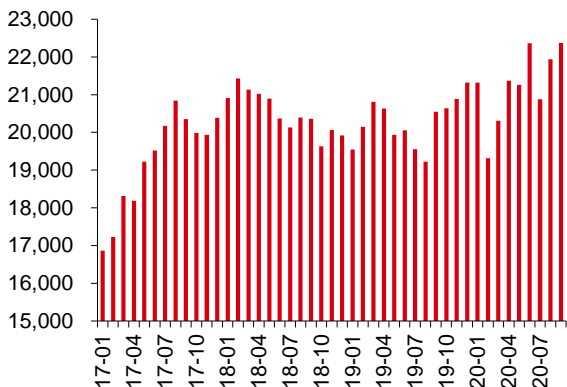
图 4：不同企业剔除预收账款的净负债率



资料来源：Wind，各企业公告，中信证券研究部 注：积极性民企为绿地控股、阳光城、金科股份、中南建设、华夏幸福、中国恒大、融创中国和旭辉控股集团；稳健性民企为新城控股、龙湖集团、碧桂园、世茂集团、龙光地产；净负债率=（有息负债-现金）/净资产

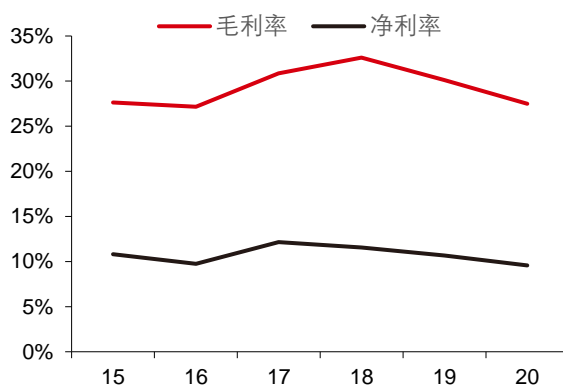
行业竞争内卷化，这是造成地产股估值普遍偏低的关键问题。再加上限价仍普遍存在，企业提升开发水平的动力更加不足。这种内卷化，没有办法由一家两家开发企业自发去破局。企业保持谨慎就可能销售资源不足。

图 5：19 个城市二手房成交均价中位数 单位：元/平米



资料来源：REALDATA，中信证券研究部 注：19 个城市为北京、成都、大连、东莞、杭州、合肥、济南、廊坊、南京、青岛、厦门、上海、深圳、沈阳、苏州、天津、武汉、烟台、长沙

图 6：样本公司毛利率及净利率

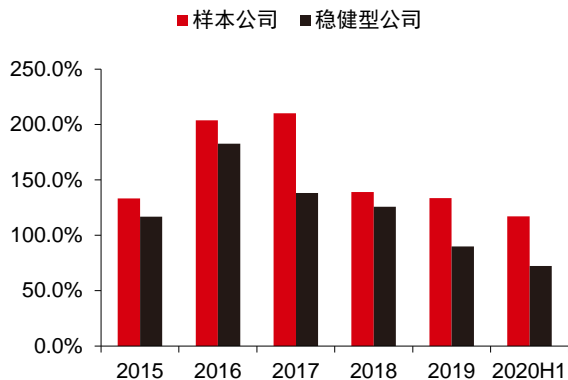


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：20 代表 20 年上半年数据；样本公司为万科 A、中国海外发展、龙湖集团、华润置地、碧桂园、保利地产、中国恒大、融创中国、招商蛇口、世茂集团、新城控股、华夏幸福、绿地控股、龙光集团、金地集团、中国金茂、华侨城 A、旭辉控股集团、金科股份、荣盛发展

金融审慎监管结束内卷化竞争

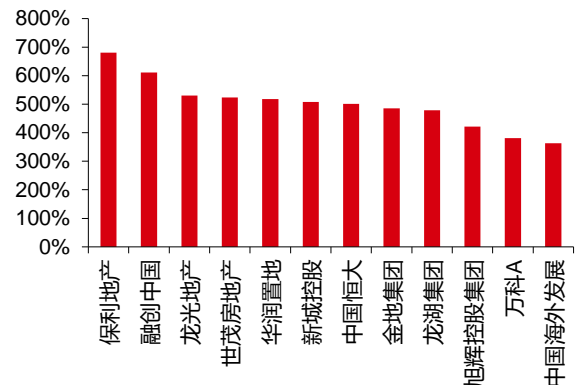
内卷化竞争无法自己结束。较为稳健、约束杠杆的公司，反而比较难于补充土地储备。只有监管才能推动行业告别内卷化。

图 7：样本公司与典型稳健型公司的拿地面积/销售面积比



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：稳健型公司包括龙湖集团、万科 A、中国海外发展；样本公司包括万科 A、中国海外发展、龙湖集团、华润置地、保利地产、中国恒大、融创中国、招商蛇口、世茂房地产、新城控股、龙光地产、金地集团、中国金茂、旭辉控股集团、金科股份、荣盛发展

图 8：重点公司 2019 年储备面积/销售面积的比值



资料来源：公司公告，中信证券研究部

内卷化的起点是杠杆无节制，企业用各种财技试图弯道超车。很多选手都希望弯道超车的赛道，本身就会变得非常危险。

中国人民银行推出的，以“三道红线”为代表的金融审慎监管规则，既考虑了实际情况，给企业留出非常充足、以数年计的整改时间，又注意严肃执行，对表内表外各种负债进行了严肃审慎定期监管。跨部门的政策形成，过渡期设置和整改要求，共同决定了政策目标可达成，去杠杆已经成为企业必由之路。

表 2：样本公司杠杆率（截至 2020 年 6 月末）

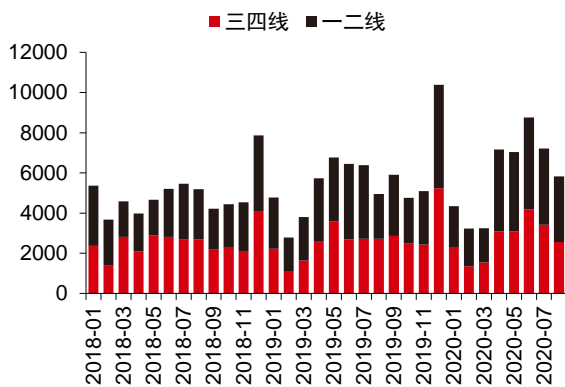
	剔除预收帐款的资产负债率	净负债率	现金对有息负债的覆盖比
万科 A	75.5%	27.9%	195.5%
华润置地	59.7%	45.9%	147.2%
龙湖集团	67.1%	51.5%	454.6%
中国海外发展	53.8%	31.6%	333.1%
中国恒大	85.3%	199.3%	51.7%
碧桂园	81.6%	58.1%	194.2%
保利地产	67.4%	72.1%	195.7%
融创中国	82.2%	149.0%	85.9%
招商蛇口	58.6%	37.0%	97.5%
世茂集团	70.8%	54.1%	176.7%
绿地控股	82.7%	180.3%	71.8%
新城控股	77.5%	21.9%	221.6%
龙光地产	75.0%	48.9%	208.6%
华夏幸福	77.5%	191.9%	47.2%
金地集团	69.9%	66.6%	118.5%
中国金茂	69.4%	76.6%	83.3%
旭辉控股集团	74.2%	63.2%	235.1%
金科股份	74.1%	124.6%	101.2%

	剔除预收帐款的资产负债率	净负债率	现金对有息负债的覆盖比
中南建设	82.9%	147.2%	118.8%
阳光城	78.2%	109.7%	139.3%
合计	75.0%	82.1%	117.7%

资料来源: Wind, 各公司公告, 中信证券研究部

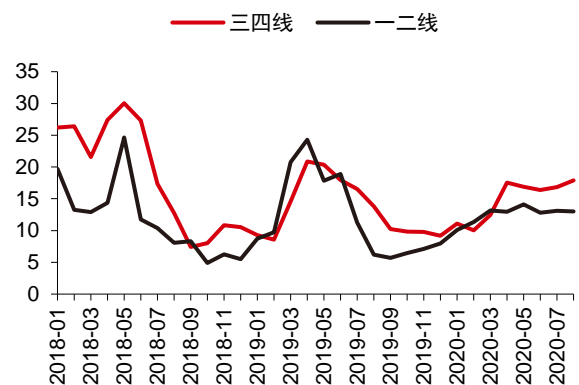
这种去杠杆, 将重塑以往劣币驱逐良币的土地市场。对红线内企业融资规管, 等于是给试图弯道超车的赛车, 加装了超速报警器, 甚至是自动刹车器。我们认为, 土地市场的竞争将回归常态, 被过分压低的盈利空间将可能恢复。这并不等于土地市场将会冷清, 因为仍有很多企业有充足资金拿地, 且土地供给规模也并不小。

图 9: 全国土地出让总价走势及能级分布 单位: 亿元



资料来源: 中国指数研究院, 中信证券研究部

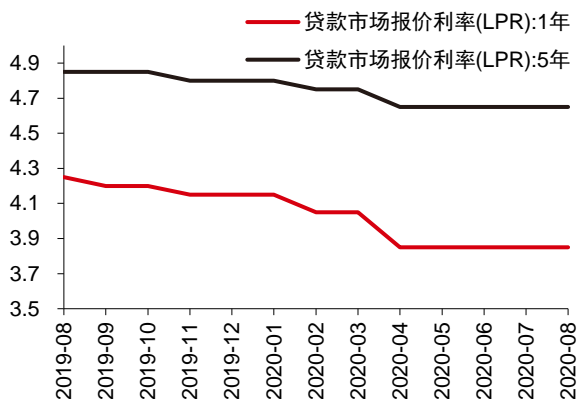
图 10: 全国土地出让总价溢价率及能级分布 单位: 亿元



资料来源: 中国指数研究院, 中信证券研究部

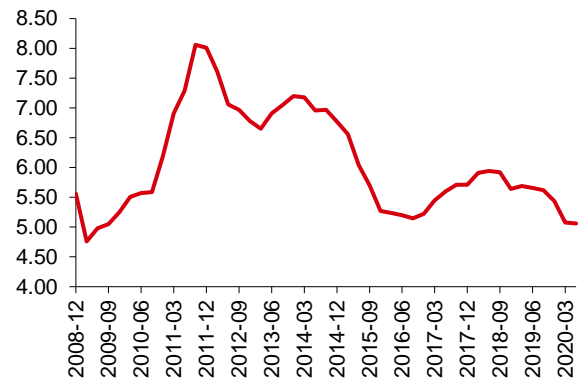
去杠杆配合良好的销售回款, 避免大多数企业走向被迫整售存货的困境。目前每个季度的个人住房贷款增量仍在 1 万亿左右, 按揭贷款利率也在低位。

图 11: LPR 情况 单位: %



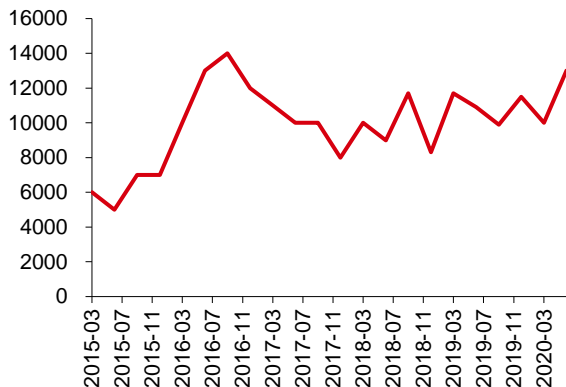
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 12: 人民币贷款加权平均利率 单位: %



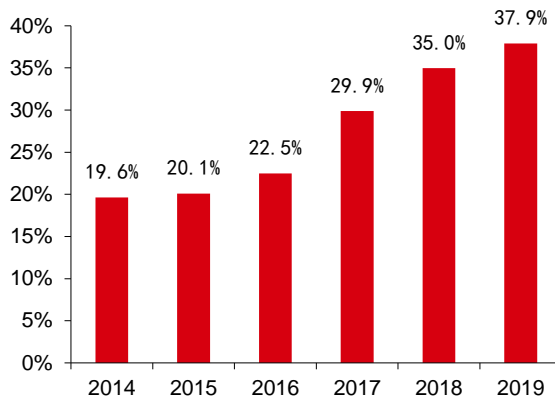
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 13: 全国个人住房贷款季度净增加额 单位: 亿元



资料来源: 中国人民银行, 中信证券研究部

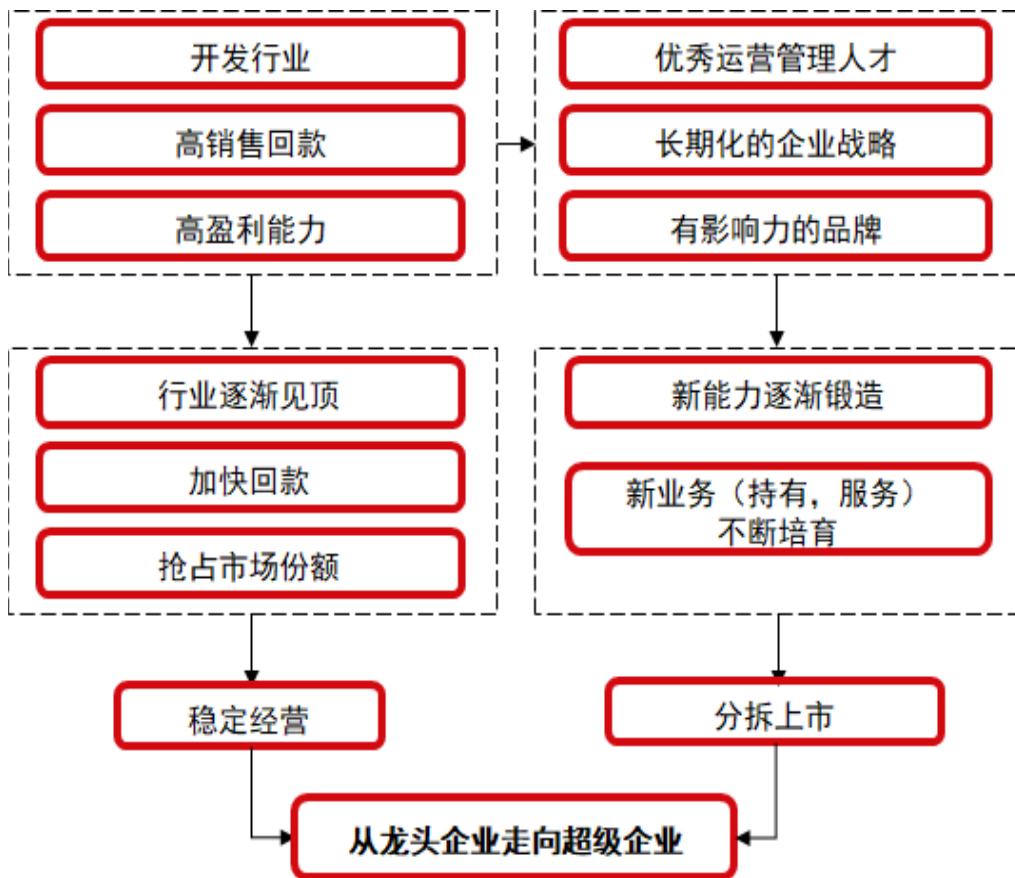
图 14: 样本企业销售金额的市场占有率



资料来源: 公司公告, Wind, 样本公司定义见图 7 注

新业务的培育则进一步增加了开发企业的成长性。企业关上一扇窗, 却打开一扇门——告别传统赛道高举高打, 迎来的是更需要管理创新的新业务板块。比起在传统赛道进行内卷竞争, 开发企业在大量新赛道投放资源, 有可能真正迎来广阔未来, 成为平台化的优秀公司。

图 15: 地产开发企业由龙头企业走向超级企业之路



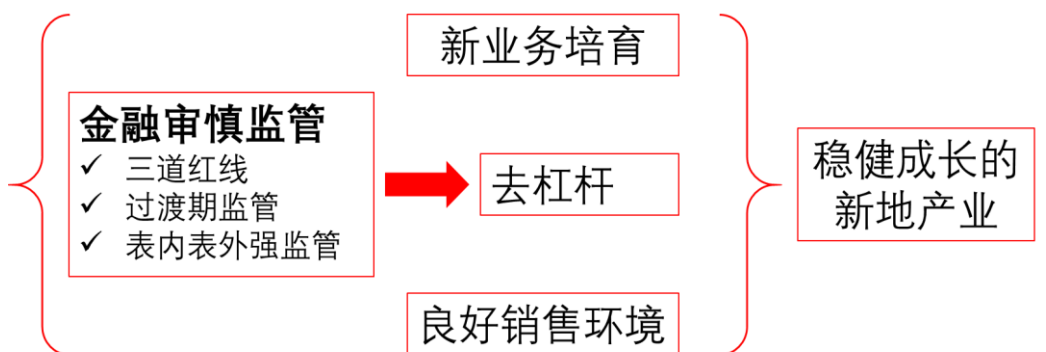
资料来源: 中信证券研究部制图

■ 看好重塑开发板块估值的三股力量

中国人民银行表示，房地产金融审慎监管制度建设的目的，在于“增强房地产企业融资管理的市场化、规则化和透明化”。最近的监管政策的结果，“从微观的层面来说，有利于房地产企业形成稳定的金融政策预期，合理安排自身的经营活动和融资行为，矫正一些企业盲目扩张的经营行为，行稳致远，增强自身的抗风险能力。从宏观层面来说，有利于推动房地产行业长期稳健运行，也有利于防范化解房地产金融风险，促进房地产市场持续平稳健康发展。”

可见，监管的初心，本来就是让房地产企业发展得又稳又好。我们认为，监管配合良好的销售，新业务的发展，将彻底改变房地产行业的轨迹。

图 16：推动行业健康成长的三股力量



资料来源：中信证券研究部绘制

历史上，房地产行业估值偏低的核心原因，是内卷化。内卷化，就是拿地时除了房价大涨，看不到未来盈利的空间；融资时除了利息负担沉重，看不到拿钱的必要；竞争时只是在不断增高行业的风险，阻碍竞争对手的成功，却看不到企业自身水平的任何提升。这样的行业，确实应该是低估值的。

我们认为，如今这种内卷化的时代已经结束了。未来企业的盈利增速可能更低，但这种增速可能更加长久。竞争仍然存在，但企业之间的竞争会推动行业积极向上。我们相信，2020年9月，就是房地产开发行业的估值拐点。

我们建议投资者重点考虑三类企业。首先是当前就在绿线之内，在土地市场有优势的企业；其次是资金成本在下降，资产负债表在优化，市场顾虑开始消除的企业；最后是企业平台化进展顺利，新业务培育取得成效的企业。当然，这三者并不是互斥的，一些优秀企业满足两个甚至三个特征。我们看好地产开发行业的投资机会，推荐保利地产、万科 A、金地集团、阳光城、世茂股份、龙湖集团、世茂集团、旭辉控股集团、融创中国、滨江集团和大悦城。

表 3：地产板块重点公司估值表

公司名称	评级	股价	EPS (元)				PE			
		(元)	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
万科 A	买入	29.30	3.35	3.83	4.56	5.07	8.7	7.6	6.4	5.8
保利地产	买入	17.35	2.35	2.85	3.30	3.86	7.4	6.1	5.3	4.5
华夏幸福	买入	16.42	4.85	4.91	6.21	7.31	3.4	3.3	2.6	2.2
金地集团	买入	15.88	2.23	2.60	3.05	3.33	7.1	6.1	5.2	4.8
龙湖集团	买入	38.68	2.60	3.20	3.96	4.85	14.9	12.1	9.8	8.0
世茂集团	买入	29.34	3.03	3.95	5.00	6.13	9.7	7.4	5.9	4.8
世茂股份	买入	6.84	0.65	0.61	0.87	1.08	10.5	11.2	7.9	6.3
旭辉控股集团	买入	5.27	0.84	0.99	1.21	1.45	6.3	5.3	4.4	3.6
融创中国	买入	27.90	5.81	6.41	8.12	9.82	4.8	4.4	3.4	2.8
滨江集团	买入	5.21	0.52	0.71	0.88	1.04	10.0	7.3	5.9	5.0
华侨城 A	买入	7.26	1.50	1.61	1.92	2.05	4.8	4.5	3.8	3.5
荣盛发展	买入	8.26	2.10	2.46	2.63	2.80	3.9	3.4	3.1	3.0
绿地控股	买入	7.17	1.21	1.48	1.66	1.75	5.9	4.8	4.3	4.1
大悦城	买入	5.18	0.55	0.54	0.65	0.83	9.4	9.6	8.0	6.2
中新集团	买入	11.71	0.72	0.79	0.90	0.93	16.3	14.8	13.0	12.6
阳光城	买入	7.88	0.91	1.16	1.38	1.63	8.7	6.8	5.7	4.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：注：股价为 2020 年 9 月 18 日收盘价，港股股价已按照即时汇率修改为人民币，以比较 EPS

■ 风险因素

个别在资产端确实有瑕疵的企业，在去杠杆浪潮中出现信用风险的可能性。高推货之下，销售速度下降的可能性。

■ 相关研究

- 房地产行业政策专题研究之四--租赁保护政策全球观察 (2020-09-18)
- 房地产行业 2020 年 8 月运行数据点评--良好基本面助力房企走向长期主义 (2020-09-16)
- 房地产行业重大事项点评--金融审慎监管下的估值拐点，长线资金入场 (2020-09-10)
- 房地产行业观点交流—难而正确，科技重塑地产之路（PPT） (2020-09-09)
- 物业管理行业专题研究—赛道宽广，盈利提升，格局未定 (2020-09-04)
- 物业管理行业 2020 年中报总评--内外，虚实，光影 (2020-09-04)
- 中信证券房地产行业观点交流——去杠杆的全产业链影响 (2020-09-04)
- 房地产行业 2020 年中报总评--去杠杆的全产业链影响 (2020-09-02)
- 房地产行业 2020 年 8 月销售数据点评--热销不是狂欢，监管不是打压 (2020-09-02)
- 房地产行业重大事项点评—房地产金融审慎管理顺应行业内生需求 (2020-08-23)
- 房地产经纪行业系列专题 之三—物管 or 经纪？跨界竞争，谁主沉浮 (2020-08-14)
- 房地产行业深度专题报告--地产开发和产业链会继续冰火两重天吗？ (2020-08-12)
- 基础设施与房地产行业重大事项点评—好规则匹配好产品，新工具料将盘活大周期 (2020-08-04)
- 房地产行业 7 月销售数据点评--推货大幅上升可能伴随销售增速小幅下行 (2020-08-03)
- 房地产经纪行业专题报告之二—贝壳初见 (2020-07-27)
- 房地产经纪行业专题报告之一：水大鱼大，期待混业品牌龙头崛起 (2020-07-27)
- 房地产行业专题研究—限价起落的产业链影响 (2020-07-24)
- 房地产行业专题：顺租赁住房之势，“人行版”REITs 步入正轨 (2020-07-10)
- 房地产行业跟踪报告--今夕何夕？地产处于什么历史位置？ (2020-07-08)
- 物业管理行业深度报告—要担心股票供给高峰吗？ (2020-07-04)
- 房地产行业深度报告—行稳致远，一专多能 (2020-07-02)
- 房地产行业专题报告—区域分化取代能级分化，开发记录超越拿地能力 (2020-07-01)
- 物业管理行业专题研究报告—城市服务灵魂三问 (2020-06-25)
- 房地产行业重大事项点评--公积金继续发挥积极作用 (2020-06-25)
- 物业管理行业专题报告—走出误区，寻找合适的非住宅物管研究指标 (2020-06-17)
- 房地产行业 2020 年 5 月运行数据点评—双向波动风险增大，唯能力可穿越周期 (2020-06-16)
- 中信证券 REITs 专题研究—REITs 观点交流，基础设施 REITs 破冰 (2020-06-15)
- REITs 专题研究报告--坚持基础设施本位是 REITs 的生命线 (2020-06-15)
- 基础设施与房地产产业 2020 年下半年投资策略—REITs 破冰，平台降世（PPT） (2020-06-10)
- 物业管理行业专题研究报告--走向品牌联盟时代 (2020-06-09)
- 房地产行业政策专题研究之三--户籍制度改革对地产市场影响 (2020-06-01)
- 房地产行业 2020 年 5 月销售数据点评--销售持续恢复 (2020-06-01)
- 物业管理行业专题研究报告--探究物管龙头的潜能营收和达产目标 (2020-05-25)
- 房地产行业政策专题研究之二 — 城乡统一建设用地市场的具体内涵 (2020-05-25)

房地产行业专题研究报告—地产龙头长期投资逻辑：迎接平台化	(2020-05-24)
房地产行业政策专题研究之一 —— 公积金制度会怎么改？	(2020-05-22)
物业管理行业专题研究报告—维修资金统一会计核算，可持续运维迈出关键一步	(2020-05-10)
房地产行业 2019 年年报总评—理性的实干者	(2020-05-07)
基础设施与房地产产业专题研究报告——REITs 来了：聚焦运营价值，拉动增量投资	(2020-05-04)
物业管理行业 2019 年年报总评—成长再加速，能力更巩固	(2020-05-04)
物业管理行业专题研究报告—物管公司可能透过外延扩张走向不动产管理服务市场	(2020-04-30)
房地产行业专题研究报告—劲松模式商业思考	(2020-04-30)
基础设施与房地产行业专题研究报告--老旧小区改造带来什么需求？	(2020-04-28)
房地产行业专题研究报告--居民负债的结构性问题，存量时代的结构性机遇	(2020-04-26)
物业管理行业专题研究报告—探究物管龙头的长期天花板	(2020-04-20)
物业管理行业跟踪—来自未来的回望 并购大年和政策东风	(2020-04-07)
中信证券地产行业研究—疫情直接冲击基本结束，估值优势明显	(2020-04-07)
房地产行业 3 月房企销售数据点评—销售明显恢复，产业资本入场	(2020-04-01)
房地产行业 3 月月报--疫情直接冲击基本结束	(2020-03-30)
物业管理行业重大事项点评—市场化方向明确，政策支持参与老旧小区改造	(2020-03-30)
物业管理行业专题研究报告—问卷调查消费者评价	(2020-03-24)

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Dalal 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IN2000001735，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）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.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

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 2020 版权所有。保留一切权利。