

中信证券研究部



李超
首席有色钢铁
分析师
S1010520010001



商力
有色分析师
S1010520020002



敖钟
首席周期产业
分析师
S1010515020001

核心观点

公司实现近7年最佳单季业绩，2020年H1业绩符合预期。随着Sepon矿转产黄金进度超预期和国内生产/扩建效率的提升，叠加践行剥离非金资产的承诺，成长型纯金矿公司成长路径更加显现。考虑金价上行及产量释放对公司盈利影响，上调2020-2022年归母净利润预测为6.06/14.00/21.88亿元。给与公司2021年35倍PE，上调目标价至25.70元/股，维持“买入”评级。

实现近7年最佳单季业绩，2020年H1公司业绩符合预期。2020年H1公司实现营业收入26.46亿元，同比-2.69%；经营净现金流6.62亿元，同比+12.5%；归母净利润2.22亿元，同比+69.9%；归母扣非净利润2.12亿元，同比+64.1%。其中2020年Q2实现归母净利润2.13亿元，同比+186.9%，为2012年来公司最高单季利润。

总体看影响公司单季业绩的主要因素有：1) 2020年Q2黄金均价1710美元/盎司，环比上升8.1%，影响净利润0.12亿元；2) 我们测算公司2020年Q2黄金产量0.9吨，环比Q1提升0.5吨，新增贡献净利润约为1.93亿元；3) Q2所得税费用环比下降0.48亿元，三费环比上升0.75亿元；4) Q1存在0.34亿元汇兑损失，Q2无汇兑损益。

国内黄金产量稳健提升，Sepon金矿建设超预期。我们测算公司2020年H1黄金产量1.3吨，环比上升32%，主要是员工劳动生产率的提高和Sepon氧化矿于5月15日重启生产的影响。随着Sepon的原生矿料将于8月投产和国内金矿产量的稳步提升，我们预计2020年国内/海外金矿贡献2.2/2.5吨产量。随着五龙金矿的扩建和Sepon金矿的转产完全实现，公司2022年的黄金产量有望达16吨量级，对应未来三年CAGR 96.8%。

资产负债率大幅降低和财务结构明显改善，践行非金资产剥离的承诺。2020年上半年公司提前兑付了7亿公司债券，并归还了2亿元名股实债借款与1.4亿美元贸易融资，有息负债明显下降，资产负债率由年初的57.9%降低至50.5%，财务结构得到明显改善。7月30日公告，公司拟以16亿元挂牌出售雄风环保，在雄风环保剥离和非公开发行的完成后，我们测算资产负债率将进一步下降至30%-35%，为公司后续的可能外延并购提供稳健的资产结构和充足的现金来源。

风险因素：黄金价格波动风险，开采成本大幅上升，黄金产量增长不及预期，非公开发行进展不及预期。

投资建议：考虑金价上行及产量释放对公司业绩的影响，我们调高公司2020-2022年归母净利润预测为6.06/14.00/21.88亿元（原预测4.68/11.06/14.15亿元，暂不考虑资产剥离带来的损益），对应2020-2022年EPS预测为0.36/0.84/1.32元。考虑非公开发行对股本的摊薄，对应2020-2022年EPS预测为0.36/0.74/1.15元，给与公司2021年35倍PE，对应目标市值490亿元，上调目标价至25.70元/股，维持公司“买入”评级。

赤峰黄金	600988
评级	买入（维持）
当前价	18.30元
目标价	25.70元
总股本	1,664百万股
流通股本	1,426百万股
52周最高/最低价	18.3/4.13元
近1月绝对涨幅	5.78%
近12月绝对涨幅	94.92%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,153	6,068	5,162	5,215	7,971
营业收入增长率	-16.8%	181.8%	-14.9%	1.0%	52.9%
净利润(百万元)	-133	188	606	1,400	2,188
净利润增长率	-148.5%	N/A	222.5%	130.9%	56.3%
每股收益 EPS(基本)(元)	(0.09)	0.13	0.36	0.84	1.32
毛利率%	19.5%	20.1%	31.3%	53.6%	55.3%
净资产收益率 ROE%	-5.3%	6.4%	17.1%	29.0%	33.2%
每股净资产(元)	1.51	1.77	2.13	2.90	3.96
PE	-203	141	50	22	14
PB	12.1	10.3	8.6	6.3	4.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

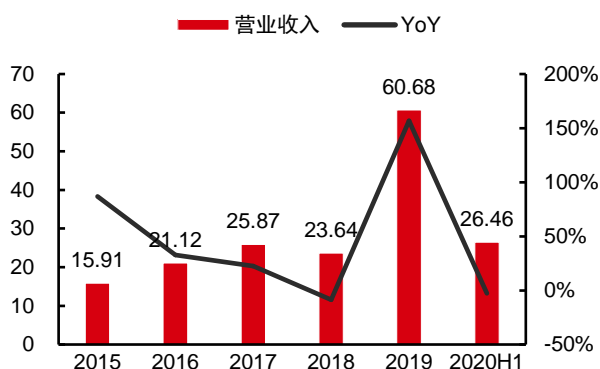
注：股价为2020年7月31日收盘价

赤峰黄金中报解读

财务数据解读

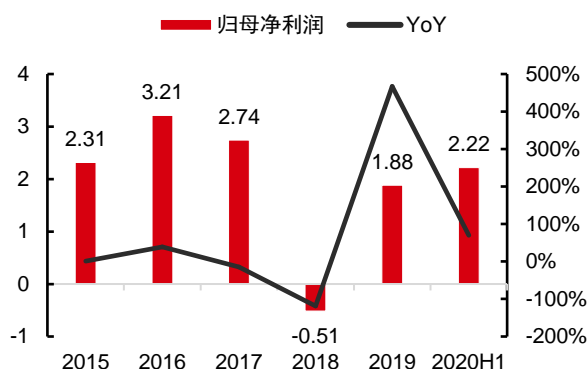
二季度实现近 7 年最高单季利润。2020 年 H1 公司实现营业收入 26.46 亿元，同比-2.69%；其中 2020 年 Q2 实现营业收入 12.46 亿元，同比/环比+14.49%/16.93%。2020 年 H1 归母净利润 2.22 亿元，同比+69.89%，扣非归母净利润 2.12 亿元，同比+64.05%。其中 2020 年 Q2 实现归母净利润 2.13 亿元，同比+186.87%/环比+2390%，为 2012 年来公司最高单季利润。

图 1：赤峰黄金营业收入变化（单位：亿元）



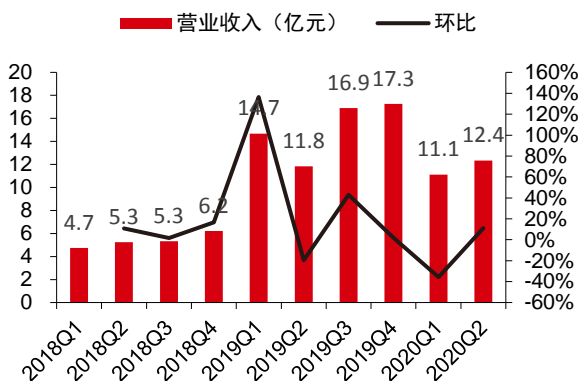
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：赤峰黄金归母净利润变化（单位：亿元）



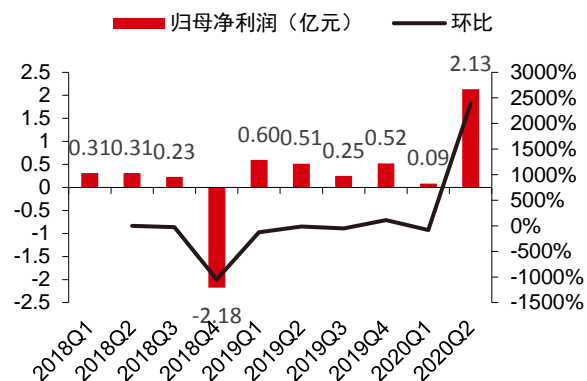
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：赤峰黄金营业收入季度变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

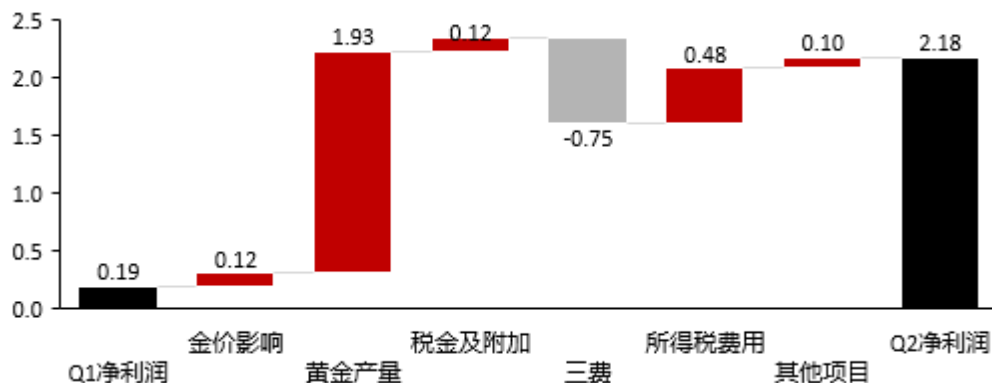
图 4：赤峰黄金归母净利润季度变化（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

黄金产量的增加是单季利润上升最主要的因素。整体来看利润的影响因素为，1) 2020 年 Q2 黄金均价 1710 美元/盎司，环比上升 8.1%，影响净利润 0.12 亿元；2) 我们测算公司 2020 年 Q2 黄金产量 0.9 吨，环比 Q1 提升 0.5 吨，贡献的净利润为 1.93 亿元；3) 二季度所得税费用环比下降 0.48 亿元。

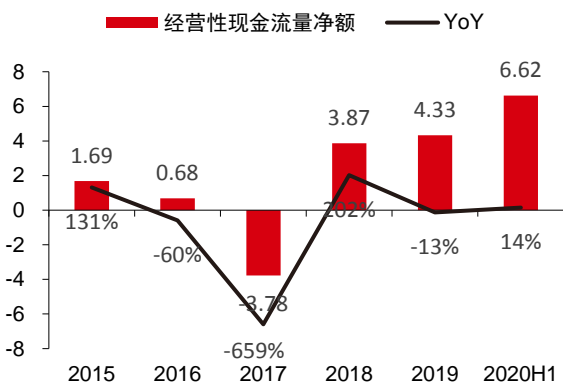
图 5：2020 年 Q2 净利润的影响因素



资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

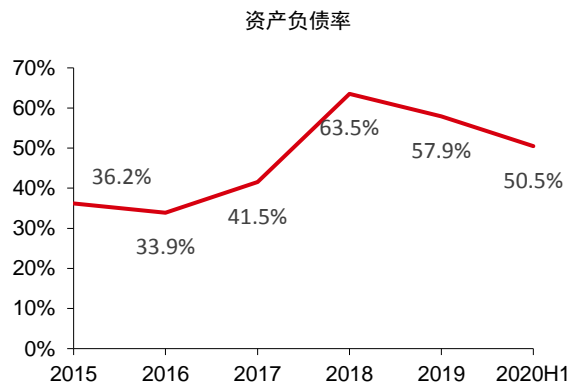
加强自身造血能力的同时，实现资产负债率大幅降低和财务结构明显改善。受益于黄金销量增加，2020 年 H1 公司实现经营净现金流 6.62 亿元，同比+12.47%。2020 年上半年公司提前兑付了 7 亿公司债券，并归还了 2 亿元名股实债借款与 1.4 亿美元贸易融资，有息负债明显下降，资产负债率由年初的 57.9% 降低至 50.5%，财务结构得到明显改善。在雄风环比剥离和非公开发行的完成后，我们测算资产负债率将进一步下降至 30%-35%，为公司后续的可能外延并购提供稳健的资产结构和充足的现金来源。

图 6：赤峰黄金经营性净现金流变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

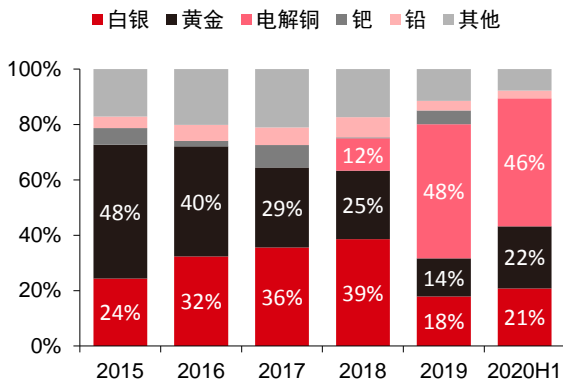
图 7：赤峰黄金资产负债率变化



资料来源：公司公告，中信证券研究部

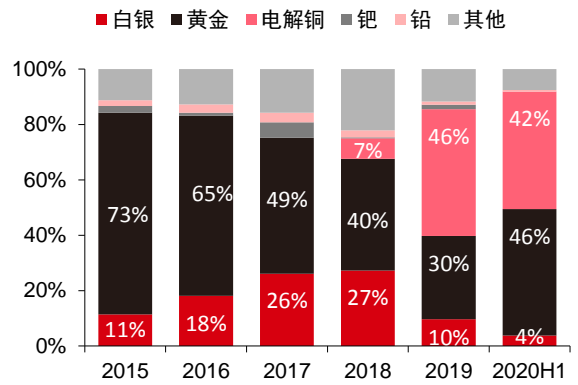
黄金板块的营业收入和毛利润贡献大幅上升。营业收入方面，2020 年 H1，受电解铜价格 3-4 月大幅降低影响，电解铜产品营业收入降低，占总营业收入的 46.29%，营收占比有所下降；上半年黄金产品产销量增加，叠加金价上涨，黄金营业收入及营收占比增加，分别占总营业收入的 22.39%。毛利润方面，2020 年 H1 电解铜毛利润占比 42%，较去年有所降低，黄金毛利润占比 46%，超越电解铜成为毛利润的主要来源。受益于金价上涨和成本控制，黄金板块的 2020 年 H1 毛利率大幅提升至 57.76%，公司整体销售毛利率上涨至 28.3%，销售净利率上涨至 8.4%。

图 8：赤峰黄金营业收入构成



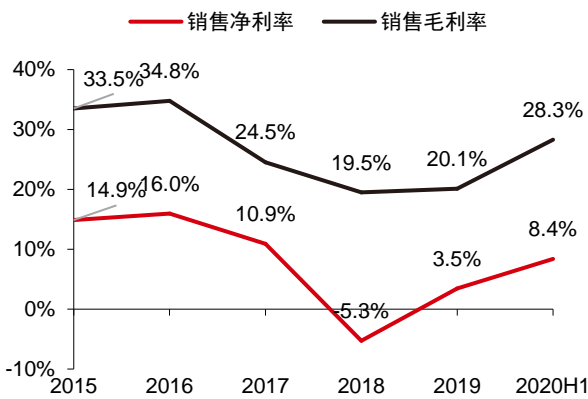
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 9：赤峰黄金主营业务毛利构成



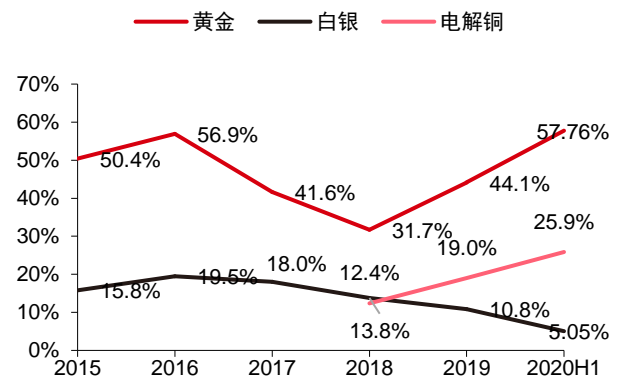
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 10：赤峰黄金销售毛利率与销售净利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 11：赤峰黄金各细分产品毛利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司 2020 年 H1 “三费” 3.63 亿元，同比降低 20.60%。其中管理费用 2.65 亿，同比-18.82%，销售费用 0.17 亿元，同比-6.30%，主要由于控股子公司电解铜销量下降所致；财务费用 0.80 亿，同比降低 28.16%，主要是本期财务结构改善、有息负债下降使得利息支出减少所致。

表 1：赤峰黄金公司期间费用（亿元）

	2019H1	2020H1	同比	备注
销售费用	0.18	0.17	-6.30%	控股子公司 LXML 电解铜销量有所下降，销售费用相应减少
管理费用 (含研发费用)	3.27	2.65	-18.82%	控股子公司 LXML 生产用原材料采购运费重分类至营业成本核算、减少一架包机从而减少交通费及人工费
财务费用	1.12	0.80	-28.16%	本期有息负债下降使得利息支出减少所致
合计	4.57	3.63	-20.60%	-

资料来源：公司公告，中信证券研究部

经营活动、筹资活动现金流增加、投资活动现金流有所下降。公司 2020 年 H1 经营性现金流量净额 6.62 亿，同比+12.47%；投资活动现金流净额-4.75 亿，同比-305.11%，主要是 LXML 金矿恢复项目及五龙矿业改扩建工程投入导致；筹资活动现金流净额-2.94 亿，同比+14.92%，主要是 1 月份公司完成非公开发行股份募集资金所致。

表 2：公司现金流（亿元）

	2019H1	2020H1	同比	备注
经营活动产生的现金流量净额	5.88	6.62	12.47%	本期黄金销量上升，现金流入增加
投资活动产生的现金流量净额	-1.17	-4.75	-305.11%	LXML 金矿恢复项目及五龙矿业改扩建工程投入导致投资活动现金流出增加
筹资活动产生的现金流量净额	-3.46	-2.94	14.92%	本期实施非公开发行股份募集配套资金导致筹资活动现金流增加

资料来源：公司公告，中信证券研究部

一年内到期的非流动负债及应付债权清偿，货币资金有所减少：2020 年 H1，公司偿还了内蒙古金融资产管理有限公司名股实债借款及托克贸易融资款并提前兑付了 7 亿元公司债权，致使货币资金有所减少，同比降低 31.08%；公司银行融资渠道逐渐恢复，兑付公司债券后，银行融资增加，短期借款同比增加 68.37%。

表 3：资产及负债情况（亿元）

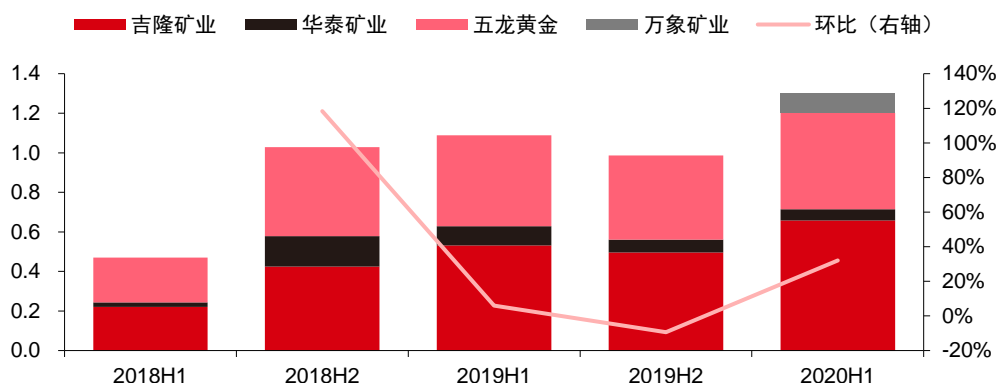
项目名称	2020H1	2019H1	YoY (%)	情况说明
货币资金	3.66	5.31	-31.08%	主要原因是本期公司提前兑付公司债券及归还名股实债借款
交易性金融资产	0.38	0		主要原因是全资子公司瀚丰矿业、雄风环保购买理财产品
预付款项	2.88	1.17	145.81%	主要原因是全资子公司雄风环保采购原材料预付款项
持有待售资产	0	0.08	-100.00%	主要原因是全资子公司吉隆矿业办公楼处置完毕
在建工程	6.83	2.34	192.19%	主要原因是本期子公司五龙矿业改扩建工程及控股子公司 LXML 金矿恢复项目投入
长期待摊费用	0.08	0.03	129.72%	主要原因是子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业支付采矿权延续等费用
递延所得税资产	1.01	0.59	71.81%	主要原因是黄金价格上涨使子公司吉隆矿业、五龙矿业黄金产品套保公允价值浮亏及控股子公司 LXML 可弥补亏损确认递延所得税
短期借款	6.48	3.85	68.37%	主要原因是公司银行融资渠道逐渐恢复，兑付公司债券后，银行融资增加
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	2.16	0		
应付账款	2.88	1.82	58.20%	主要原因是子公司雄风环保应付原材料采购款及控股子公司 LXML 应付原材料、设备、金矿恢复项目工程款增加
预收款项	2.08	0.34	512.22%	主要原因是本期子公司雄风环保预收货款增加
应交税费	2.41	1.63	47.30%	主要原因是本期子公司吉隆矿业、五龙矿业及控股子公司 LXML 计提应交企业所得税
一年内到期的非流动负债	0	3.48	-100.00%	主要原因是本期偿还内蒙古金融资产管理有限公司名股实债借款及托克贸易融资款
应付债券	0	7.30	-100.00%	主要原因是本期提前兑付 7 亿元公司债券
递延所得税负债	0.03	0		主要原因是本期由于黄金价格上涨，子公司吉隆矿业、五龙矿业黄金租赁套期保值业务账面浮盈确认递延所得税
资本公积	6.27	2.32	169.68%	主要原因是本期非公开发行股份（并购瀚丰矿业之配套融资）产生溢价

资料来源：公司公告，中信证券研究部

经营数据解读

2020 年 H1 黄金产量 1.3 吨, 环比上升 32%。赤峰黄金通过加强基础管理、现场管理, 提高设备利用率; 通过“季季、月月上台阶”“周周评比”等活动, 及时兑现评比奖励, 激发了一线员工的奋斗热情, 提高了员工劳动生产率。我们测算吉隆矿业/华泰矿业/五龙黄金 2020 年 H1 的黄金产量分别为 0.66/0.06/0.49 吨, 环比+32.8%/-12.4%/+14.4%。叠加 Sepon 的氧化矿于 5 月投产, 贡献约 0.1 吨黄金产量, 公司 2020H1 的黄金产量约 1.3 吨, 环比上升 32.0%。

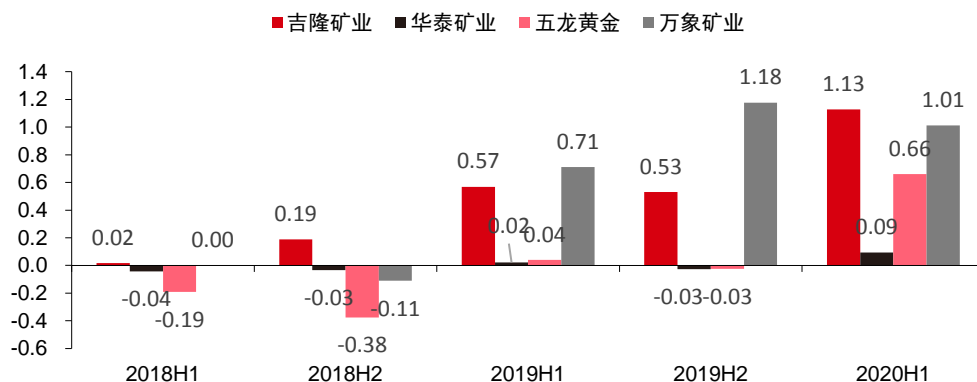
图 12: 2018-2020 年赤峰黄金各矿产子公司黄金产量及整体环比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部测算

国内矿山子公司业绩回升, 万象矿业净利润有所下降。2020 年 H1, 公司国内黄金开采业务对应子公司吉隆矿业、华泰矿业与五龙黄金业绩改善明显, 营收与净利润均有提升。其中吉隆矿业/五龙黄金的半年净利润分别提升 0.6/0.69 亿元。老挝的万象矿业于 5 月 16 日重启氧化矿项目, 预计 8 月原生矿项目投产, 黄金对 2020 年 H1 业绩的实际贡献有限, 受铜价拖累, 整体净利润有所下滑。随金矿项目投产, 万象矿业下半年业绩可期。

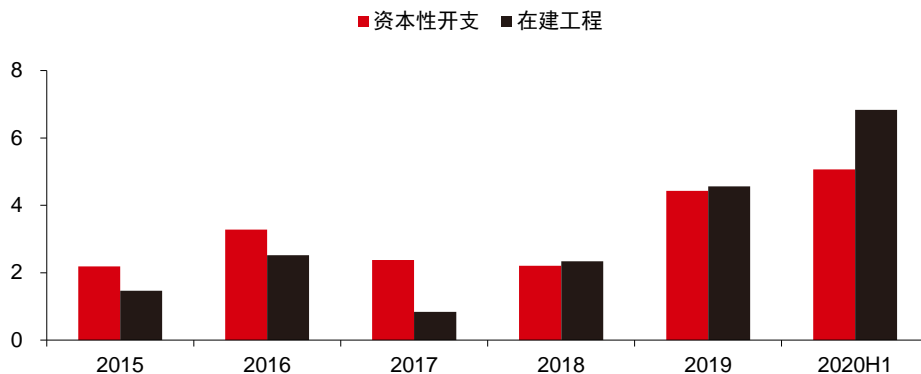
图 13: 2018-2020H1 赤峰黄金各矿产子公司净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

2020 年 H1 末公司在建工程为 6.83 亿元，同比增加 192.19%。我们测算公司 2020 年 H1 资本开支 5.07 亿元，高于 2019 年全年资本开支。主要是本期子公司五龙矿业改扩建工程及控股子公司 LXML 金矿恢复项目投入所致。公司在建项目众多，未来三年内将保持较高资本支出。

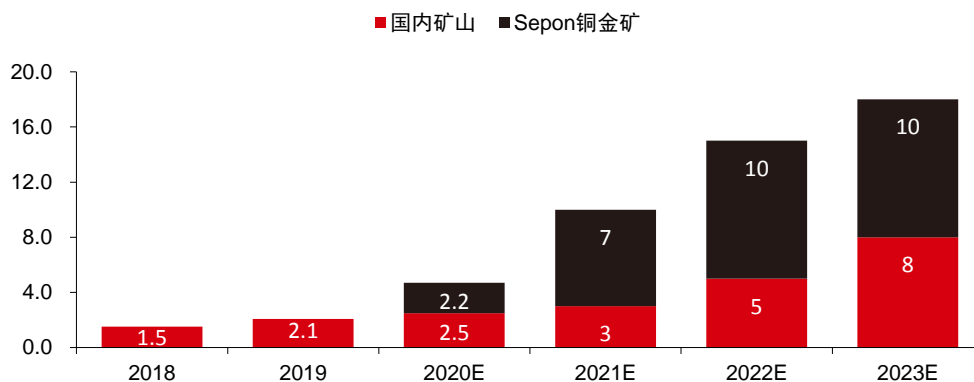
图 14：2015-2019 年赤峰黄金资本开支及在建工程



资料来源：公司公告，中信证券研究部

我们预计 2020 年公司矿产金量可达 4.7 吨，2022 年公司成为 15 吨量级的中型黄金矿业公司。随着 Sepon 金矿项目进展顺利，预计全年共享黄金产量 2.2 吨；叠加国内金矿产量稳步提升，预计国内 2020 年产量回升至 2.5 吨，我们预计 2020 年公司矿产金产量可达 4.7 吨。随着五龙金矿和 Sepon 金矿的完全达产，至 2022 年产量有望达 16 吨量级。

图 15：2018-2023 年赤峰黄金黄金产量



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

■ 相关研究

赤峰黄金（600988）重大事项点评：成长型金矿公司再加速，三年目标十六吨

(2020-06-23)

赤峰黄金（600988）2019 年年报及 2020 年一季报点评--项目建设稳推进，短期财务波动不改成长本性

(2020-05-06)

赤峰黄金（600988）重大事项点评：核心管理层拟大额认购定增，公司增长可期

(2020-03-03)

赤峰黄金（600988）投资价值分析报告—三年跨入十吨量级的成长型金矿公司

(2020-02-11)

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,153	6,068	5,162	5,215	7,971
营业成本	1,733	4,848	3,548	2,422	3,563
毛利率	19.50%	20.11%	31.28%	53.55%	55.30%
营业税金及附加	36	167	142	143	219
销售费用	3	46	34	34	52
营业费用率	0.16%	0.77%	0.65%	0.65%	0.65%
管理费用	193	342	312	334	542
管理费用率	8.95%	5.64%	6.04%	6.40%	6.80%
财务费用	79	227	132	86	68
财务费用率	3.67%	3.74%	2.55%	1.65%	0.85%
投资收益	-10	-10	0	0	0
营业利润	-93	374	828	2,174	3,474
营业利润率	-4.32%	6.17%	16.03%	41.70%	43.58%
营业外收入	3	0	0	0	0
营业外支出	2	72	1	1	1
利润总额	-92	302	827	2,174	3,474
所得税	21	93	182	652	1,042
所得税率	-23.10%	30.71%	22.00%	30.00%	30.00%
少数股东损益	19	21	39	122	243
归属于母公司股东的净利润	-133	188	606	1,400	2,188
净利率	-6.18%	3.10%	11.75%	26.84%	27.45%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	218	531	516	978	2,019
存货	2,043	2,207	1,481	982	1,519
应收账款	138	139	202	219	276
其他流动资产	361	470	398	373	530
流动资产	2,760	3,348	2,597	2,553	4,344
固定资产	3,077	2,925	3,368	3,985	4,518
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	1,168	650	714	786	865
其他长期资产	743	862	1,185	1,338	1,400
非流动资产	4,989	4,436	5,268	6,109	6,782
资产总计	7,748	7,785	7,865	8,661	11,126
短期借款	159	385	919	417	638
应付账款	205	182	286	191	234
其他流动负债	759	968	495	488	678
流动负债	1,123	1,535	1,700	1,096	1,549
长期借款	69	38	38	38	38
其他长期负债	3,730	2,937	2,207	2,207	2,207
非流动性负债	3,799	2,975	2,245	2,245	2,245
负债合计	4,922	4,510	3,945	3,341	3,794
股本	1,426	1,555	1,664	1,664	1,664
资本公积	219	232	124	124	124
归属于母公司所有者权益合计	2,520	2,943	3,550	4,828	6,597
少数股东权益	307	332	371	492	735
股东权益合计	2,827	3,275	3,920	5,320	7,332
负债股东权益总计	7,748	7,785	7,865	8,661	11,126

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	-92	302	827	2,174	3,474
所得税支出	-21	-93	-182	-652	-1,042
折旧和摊销	292	1,082	419	527	638
营运资金的变化	-94	-1,087	234	417	-501
其他经营现金流	303	229	265	72	51
经营现金流合计	387	433	1,563	2,538	2,620
资本支出	-221	-443	-1,250	-1,368	-1,312
投资收益	-10	-10	0	0	0
其他投资现金流	-777	65	0	0	0
投资现金流合计	-1,007	-389	-1,250	-1,368	-1,312
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	407	1,015	-197	-501	220
股息支出	0	0	0	-121	-420
其他融资现金流	314	-861	-132	-86	-68
融资现金流合计	721	154	-328	-708	-267
现金及现金等价物净增加额	101	198	-15	462	1,041

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-16.77%	181.85%	-14.93%	1.02%	52.85%
营业利润增长率	-128.31%	N/A	121.11%	162.71%	59.77%
净利润增长率	-148.49%	N/A	222.54%	130.85%	56.31%
毛利率	19.50%	20.11%	31.28%	53.55%	55.30%
EBITDA Margin	13.45%	26.55%	25.93%	51.10%	49.38%
净利率	-6.18%	3.10%	11.75%	26.84%	27.45%
净资产收益率	-5.28%	6.39%	17.08%	29.00%	33.17%
总资产收益率	-1.72%	2.42%	7.71%	16.16%	19.67%
资产负债率	63.52%	57.93%	50.16%	38.57%	34.10%
所得税率	-23.10%	30.71%	22.00%	30.00%	30.00%
股利支付率	0.00%	0.00%	20.00%	30.00%	40.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

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：U67120MHJ1994PLC083118；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。

欧盟与美国：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”分发及分发。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或提供给任何第三方。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。