

中信证券研究部

核心观点



陈俊弢
首席制造产业分析师
S1010512070001



尹欣骋
汽车分析师
S1010519040002

根据海外经验，ESG 投资有机会带来明显的超额收益，一方面为“排雷”提供有效预警信息，另一方面也有助于从非财务角度挖掘好公司。监管部门近年来积极推动 A 股上市公司的 ESG 信息披露，预计将给 A 股投资带来新视角。

■ **什么是 ESG？** ESG 是环境 (Environmental)、社会 (Social) 和公司治理 (Governance) 的缩写。这三方面之下细化的各种指标体系，被公司用来规范和监督自身行为，是责任投资 (PRI) 对于企业或资产的考量标准。对于投资人，责任投资的主要目的有三个：（1）通过环境、社会、公司治理等指标对投资标的进行负面筛选，达到“排雷”的目的，增强投资组合的收益率；（2）强化投资的社会价值；（3）践行投资人的价值导向。2006 年 4 月，联合国责任投资原则 (UNPRI) 在纽约证券交易所成立。UNPRI 的签署方认同有责任以资产受益人的长远利益为行为导向，相信 ESG 因素可影响投资组合的表现，是推动 ESG 发展的主要力量。2016 年，全球责任投资资产规模达 23 万亿美元，欧美等地占到了全球 ESG 资产的 90% 以上，中国仍处于起步阶段。

■ **ESG 在中国：监管机构积极推动，ESG 信息披露逐渐完善。** 从成熟资本市场的发展经验来看，ESG 投资最初以市场自发力量为主，在相关政策的鼓励和监管规则的要求下，逐渐规范，最终形成了分工有序、核心价值观统一的 ESG 信息披露和投资的生态体系。近年来，中国基金业协会、交易所、证监会均在积极推动上市公司 ESG 信息披露质量评价，促进被投企业提高信息披露质量和公司治理水平。中国 3685 家 A 股上市公司共有 918 家发布《社会责任报告》（或 ESG 报告），整体的披露率为 24.9%。分行业来看，银行（84%）、非银（70%）、钢铁（50%）、煤炭（44%）、交通运输（43%）是披露率最高的五个板块。大市值公司较小市值公司的披露情况更好。

■ **ESG 对投资有哪些帮助？**（1）**ESG 投资策略有机会带来明显超额收益：**以 ESG 为重点的指数（MSCI 新兴市场 ESG 净回报指数）自 2009 年以来的总回报持续跑赢传统标准指数（MSCI 新兴市场净回报指数）。（2）**避免踩雷：**随着 A 股市场信息愈发有效，寻找 α 的难度和成本逐渐增加，避免“踩雷”相比筛选优质公司将扮演更为重要的角色。ESG 作为综合评判公司风险管控能力的指标天然地是最佳排雷指标。（3）**ESG 信息有助于从非财务角度挖掘好公司：**公司财报主要侧重于从财务的角度描述公司的运营状况，而 ESG 信息可以从非财务层面为投资人披露更多为投资所用的另类信息，例如：制造业企业披露的能耗水平往往反映了一个公司的生产技术的先进程度。

■ **投资策略：** ESG 投资策略已经在其他新兴市场中被证明可以带来明显超额收益，其内在的逻辑在于：ESG 评级较高的公司往往比同行更具竞争力。这种竞争优势可能源于其对资源更有效的利用、更好的人力资本发展或者更好的创新管理。特别地，当监管部门对环境、能耗、社会责任等因素更为严格地监管时，ESG 评级较高的公司所负担的额外成本一般低于 ESG 评级较低的公司，也将从财务上产生更稳定和高质量的盈利。我们认为，中国基金业协会、交易所、证监会等监管部门有望积极推动上市公司 ESG 信息披露质量评价，促进被投企业提高信息披露质量和公司治理水平，同时也将带动 ESG 投资理念在中国生根、落地、发芽。未来，ESG 信息作为很好的“排雷指标”和“挖掘好公司”的另类工具，将从非财务的角度为投资带来更多信息增量。

目录

什么是 ESG?	1
什么是 ESG?	1
什么是责任投资 (PRI)?	1
ESG 投资在海外已得到长足发展	3
ESG 在中国: 方兴未艾	4
政策加码, ESG 信息披露有望逐步提速	4
A 股上市公司社会责任报告披露率为 25%, 呈逐年上涨态势	6
A 股上市公司 ESG 评级低于全球平均水平	9
公众态度: 谨慎支持, 降低风险仍是首要动机	11
研究 ESG 对投资有哪些帮助?	12
ESG 投资有机会带来明显的超额收益	12
ESG 是有效的排雷指标	14
ESG 信息有助于从非财务角度挖掘好公司	16
投资策略	17

插图目录

图 1: 常见的 ESG 评价指标和重点议题	1
图 2: 影响责任投资增长的关键因素	2
图 3: 2016-2019 年全球签署 URPRI 机构数量 (家数, 右轴) 及资产规模 (万亿美元, 左轴)	3
图 4: 2014-2019 年全球追踪 MSCI ESG 指数的基金规模及数量	4
图 5: 2019 年全球签署 URPRI 机构数量 (家数) 及同比增速	4
图 6: 沪深 300 成分股发布社会责任报告的上市公司占比	7
图 7: A 股上市公司当前发布社会责任报告的公司列表及市值分布	9
图 8: 不同市值的 A 股上市公司的社会责任报告披露率	9
图 9: MSCI 在不同市场的 ESG 评级分布	10
图 10: 个人投资人对“在投资于一家公司或一项资产时, 是否会考虑它在环境, 社会和治理方面的表现”的回答	12
图 11: 个人投资人对“您在投资中考虑公司在社会责任方面的表现, 出发点是”的回答 ..	12
图 12: MSCI 在不同市场的 ESG 评级分布	13
图 13: MSCI 在不同市场的 ESG 评级分布	13
图 14: 2007-2017 MSCI ESG 五分位组合的毛利率分布	14
图 15: 2007-2017 MSCI ESG 五分位组合的分红比例分布	14
图 16: MSCI 在不同市场的 ESG 评级分布	14
图 17: 2015 年 1-2016 年 6 月大众汽车市值 (单位: 亿欧元)	15
图 18: 2010-2018 年上汽集团每亿元产值能耗 (单位: 吨标准煤/亿元)	16
图 19: 2011-2018 年上汽集团单车能耗 (单位: 吨标准煤/辆)	16

表格目录

表 1：通用汽车退出南非是责任投资兴起的标志性事件之一	2
表 2：中国各监管机构及交易所对上市公司披露 ESG 信息的相关规定	5
表 3：2018 年发布社会责任报告（或 ESG 报告）的 A 股上市公司数目统计	6
表 4：A 股上市公司当前发布 ESG 报告的公司列表及行业分布	8
表 5：2018 年沪深 300 上市公司披露最多的 ESG 议题	10
表 6：沪深 300 与海外上市公司中环境、能耗与社会议题常见量化信息的披露比例	11
表 7：广汽集团环境及能耗信息数据整理	17

什么是 ESG?

什么是 ESG?

ESG 是环境(Environmental)、社会(Social)和公司治理(Governance)的缩写。环境方面的指标主要涉及公司的环境管理机制、能耗、污染、可再生能源和循环经济利用情况等。社会指标考量企业在经营中对员工权益的保障，对供应链的管理，消费者保护政策以及社区及其它利益方的关系。公司治理包含董事会设置、内部控制、审计独立性等指标。在这三方面之下细化的各种指标体系，既被公司用来规范和监督自身行为，又是责任投资(PRI)对于企业或资产的考量标准。

图 1：常见的 ESG 评价指标和重点议题

环境分支				社会分支				公司治理分支	
气候变化	自然资源	污染与废弃物	环境机遇	人力资本	产品责任	利益相关方冲突	社会机遇	公司治理	公司行为
碳排放	水资源短缺	有毒有害排放物与废弃物	清洁技术机遇	劳工管理	产品安全与质量	有争议的采购	通讯服务易获取度	董事会结构	商业道德
产品碳足迹	生物多样性与土地使用	包装材料与废弃物	绿色建筑机遇	健康与安全	化学品安全		金融服务易获取度	薪酬体系	限制竞争行为
信贷环境影响	原材料采购	电子废弃物	可再生能源机遇	人力资本发展	金融产品安全		医疗健康服务易获取度	股权结构	腐败与不稳定
气候变化风险适应性				供应链劳工标准	隐私和数据安全		营养与健康机遇	财务	金融系统不稳定性
					责任投资				税务透明
					健康和人口结构风险				

资料来源：MSCI

什么是责任投资（PRI）？

责任投资(Principles for Responsible Investment, 简称 PRI)是指在财务考量之外，将 ESG 等因素以多种方式纳入投资的评估与决策之中的投资原则。对于投资人，责任投资的主要目的有三个：（1）通过环境、社会、公司治理等指标对投资标的进行负面筛选，达到“排雷”的目的，增强投资组合的收益率；（2）强化投资的社会价值，例如：谋求对社会产生正面影响的风险投资，支持节能减排的碳交易，服务于小微企业和低收入人群的普惠金融；（3）践行投资人的价值导向，例如：世界第一个责任投资指数 Domini 400 Social Index 认为军火和烟草公司有害于社会，因此将两个行业排除在投资标的之外；穆斯林世界的投资人会要求基金管理人将酒业公司剔除出投资组合。

现代意义的责任投资始于美国，雏形为宗教伦理和文化传统对投资行为的影响。1960 年代的美国民权运动引发了社会各阶层的新思潮，投资者开始逐渐重视投资行为所带来的环境、社会等方面影响，间接推动了责任投资的发展。责任投资兴起的标志性事件为：1971 年美国圣公会（The Episcopal Church）以股东身份要求通用汽车结束在南非的一切业务直至南非废除种族隔离制度，之后其它的宗教组织陆续加入这个活动，形成了企业责任泛宗教中心（ICCR，Interfaith Center on Corporate Responsibility）。通用汽车于 1986 年迫于美国国会出台的《反种族隔离法案》（Comprehensive Anti-Apartheid Act），宣布将出售在南非的资产，随后约 50 家美国公司陆续退出了南非。

表 1：通用汽车退出南非是责任投资兴起的标志性事件之一

年份	事件
1913	通用汽车南非公司成立，主要销售雪佛兰品牌汽车
1926	通用汽车开始在南非生产、销售通用汽车全品牌
1971	美国圣公会以股东身份要求通用汽车结束在南非的一切业务直至南非废除种族隔离制度，之后其它的宗教组织陆续加入这个活动
1986	美国国会出台的《反种族隔离法案》制裁美国企业在南非投资，通用汽车迫于法规，将南非公司出售并重组成为 Delta Motor，生产欧宝、五十铃、铃木等品牌
1997	南非种族隔离结束后，通用汽车购买 Delta Motor 49% 的股份
2004	通用汽车购买 Delta Motor 剩余股份，将其变为通用全资子公司，公司重新更名为通用汽车南非公司
2017	通用汽车退出南非市场，将工厂卖给五十铃

资料来源：通用汽车官网，美国国会，中信证券研究部

图 2：影响责任投资增长的关键因素



资料来源：UNPRI，中信证券研究部

联合国责任投资原则（UNPRI）是推动 ESG 发展的主要力量。随着越来越多机构投资者人，特别是养老金、保险资金等的参与，责任投资逐渐成为了一种主流的分析方法和投资风格。2005 年，时任联合国秘书长科菲·安南邀请世界上主要的机构投资者的负责人参与制定责任投资的原则。2006 年 4 月，联合国责任投资原则（UNPRI, UN Principles for Responsible Investment）在纽约证券交易所成立。UNPRI 的签署方有资产所有者、资管机构和服务机构三类，认同有责任以资产受益人的长远利益为行为导向，相信 ESG 因素可影响投资组合的表现。加入 UNPRI 的机构需要履行六项承诺：

1. 把 ESG 问题纳入投资分析和决策过程中；

2. 作为积极的持股人，把 ESG 问题纳入所有权政策和履行中；
3. 促进被投资实体合理披露 ESG 相关问题；
4. 促进投资行业广泛采纳并贯彻落实负责任投资原则；
5. 通过彼此合作来加强责任投资原则的执行效果；
6. 公开自身在原则实践上的活动及进展。

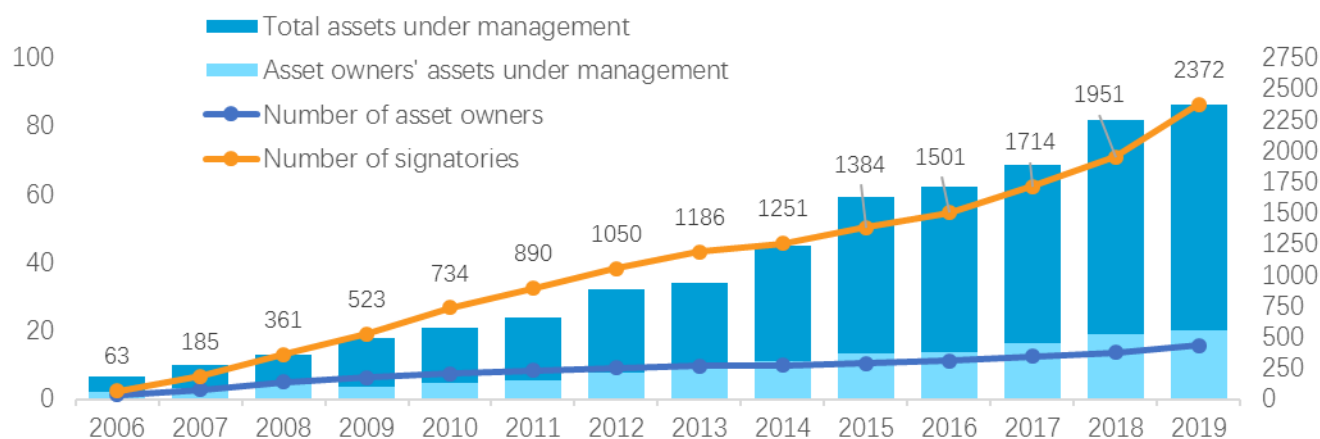
国际上已出现立法实践，将 ESG 因素纳入金融业强制监管范畴。2014 年，欧盟通过了非财务信息披露指令，要求规模超过 500 人的公共利益实体必须定期披露与环境、社会议题相关的信息。此外，法国也于 2016 年通过了《推动绿色增长之能源转型法案》(Energy Transition for Green Growth Act)，明确要求：

1. 上市公司应在年报中披露因气候变化所带来的财务风险，为减小财务风险所采取的做法；以及气候变化对公司的运营、所生产的产品和服务的影响（2012 年法国已要求上市公司披露其运营对环境、社会的影响）；
2. 银行及信贷机构应在年报披露过度杠杆的风险及常规压力测试所暴露的风险；
3. 机构投资者应在年报披露对于 ESG 因素如何在投资决策中予以考虑，机构政策如何与国家能源与生态转型战略保持一致。

ESG 投资在海外已得到长足发展

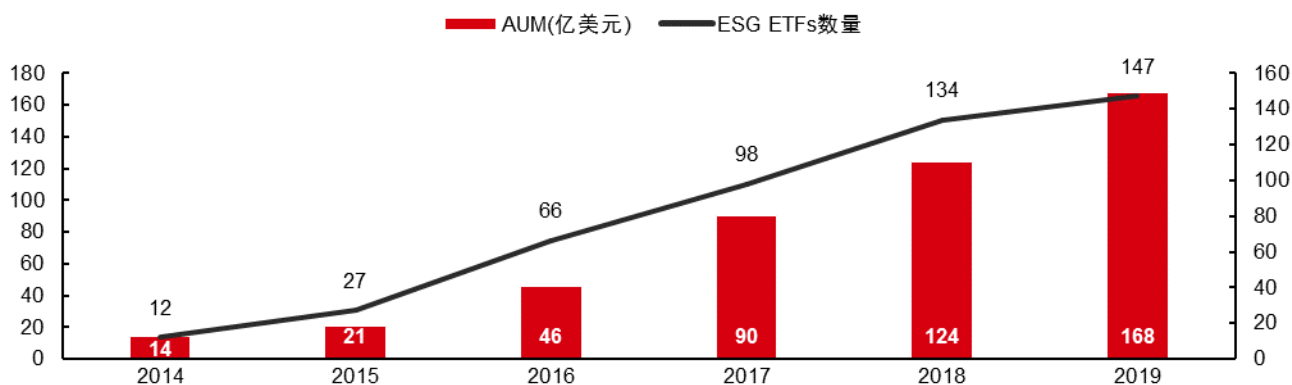
根据 GSIA（2016）统计，全球责任投资资产规模达 22.89 万亿美元，其中最发达的欧洲、美国和加拿大一共占到了全球 ESG 资产的 90% 以上。从 UNPRI 签约机构来看，2019 年 4 月，欧洲共有 1285 家机构签署 UNPRI，占比达 54.2%；美国（464 家，19.6%）、加拿大（125 家，5.3%）、澳洲新西兰（169 家，7.1%）等其他西方国家占比其次。2019 年 4 月，中国签署 UNPRI 的投资机构为 22 家，同比增长+64%，但只占据整体签署机构的 0.9%，我国 ESG 和 PRI 的投资理念仍处于起步阶段。

图 3：2016-2019 年全球签署 UNPRI 机构数量（家数，右轴）及资产规模（万亿美元，左轴）



资料来源：UNPRI，中信证券研究部 注：每年的数据截至该年 4 月份

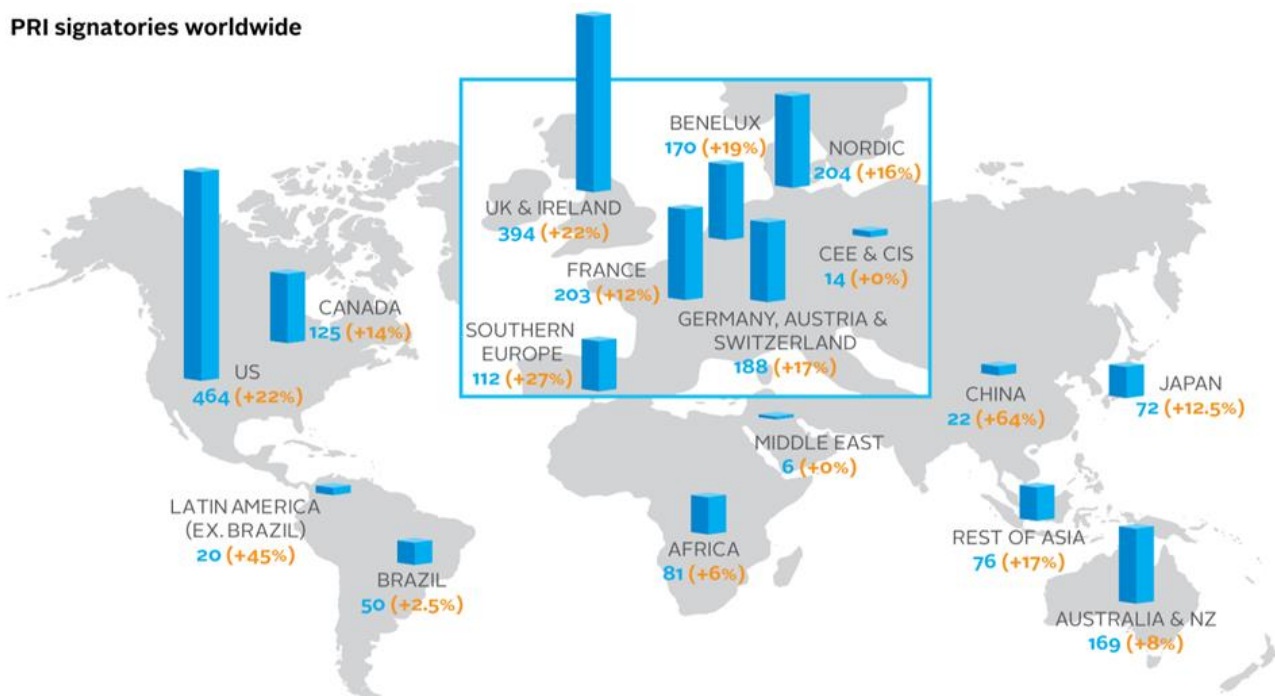
图 4：2014-2019 年全球追踪 MSCI ESG 指数的基金规模及数量



资料来源：MSCI，中信证券研究部 注：每年的数据截至该年 4 月份

图 5：2019 年全球签署 UPRRI 机构数量（家数）及同比增速

PRI signatories worldwide



资料来源：UNPRI

ESG 在中国：方兴未艾

政策加码，ESG 信息披露有望逐步提速

我国在经历了过去 30 年的经济高速发展后，也遗留下环境恶化、社会不公等问题。目前 ESG 在国内仍处于发展起步阶段，国内投资者对 ESG 评级方法及相关投资概念并不熟悉，而未来随着 A 股公司纳入 MSCI 指数比例的逐步提升，预计将对国内上市公司提出较为严格的 ESG 相关概念要求，并对 A 股产生越发重要的影响。

2016 年，中国人民银行等七部委联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》，提出建立和完善上市公司强制性环境信息披露制度。具体实施将分阶段进行：

1. 对属于环境生态部公布的重点排污单位的上市公司，强制要求自 2017 年起公开环境信息；
2. “半强制性”环境信息将从 2018 年起实行，未公开相关信息的公司必须解释原因；
3. 所有上市公司必须自 2020 年起公开环境信息。

此后，证监会于 2016 年 12 月，发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式（2016 年修订）》，鼓励上市公司主动披露社会责任报告，强调属于环保部门的重点排污单位的公司及子公司应当按相关规定披露环境信息。并随后于 2018 年 9 月发布修订后的《上市公司治理准则》，其中第八十六条规定：上市公司在保持社会持续发展、实现股东利益最大化的同时，应关注所在社区的福利、环境保护、公益事业等问题，重视公司的社会责任。

从成熟资本市场的发展经验来看，ESG 投资最初以市场自发力量为主，在相关政策的鼓励和监管规则的要求下，逐渐规范，最终形成了分工有序、核心价值观统一的 ESG 信息披露和投资的生态体系。近年来，基金业协会、交易所、证监会均在积极推动上市公司 ESG 信息披露质量评价，促进被投企业提高信息披露质量和公司治理水平，预计未来 ESG 信息披露将逐渐从“鼓励披露”转变为“强制披露”。ESG 信息披露将有利于投资机构探索开发 ESG 指数，为行业提供比较基准，积极引导、规范从 ESG 评价到 ESG 投资。同时，ESG 信息披露的正反馈循环的建立将有助于上市公司更愿意提高 ESG 信息的完整性和准确性。

表 2：中国各监管机构及交易所对上市公司披露 ESG 信息的相关规定

日期	政策及准则名称	内容摘要
2019/04	中国证券投资基金业协会《关于提交〈绿色投资指引（试行）〉自评报告的通知》	要求基金管理人每年开展一次绿色投资情况自评
2018/11	中国证券投资基金业协会《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》和《绿色投资指引（试行）》	《指引》界定了绿色投资的内涵，明确了绿色投资的目标、原则和基本方法，意图引导从事绿色投资活动的基金管理人、基金产品以市场化、规范化、专业化方式运作，培养长期价值投资取向、树立绿色投资行为规范。
2018/09	证监会发布修订后的《上市公司治理准则》	第八十六条规定：上市公司在保持社会持续发展、实现股东利益最大化的同时，应关注所在社区的福利、环境保护、公益事业等问题，重视公司的社会责任。
2018/7/12	中国证券投资基金业协会《绿色投资指引（试行）》	《指引》界定了绿色投资的定义，明确了适用范围，对基金管理人进行绿色投资以及监督管理等方面提出了详细的要求，具有较强的可操作性，是我国本土化的“责任投资原则”。
2008/5/14	关于加强上市公司社会责任承担工作暨发布《上海证券交易所上市公司环境信息披露指引》的通知	上市公司应根据所处行业及自身经营特点形成符合公司实际的社会责任战略规划及工作机制，及时披露社会责任履行情况。此外，公司社会责任年度报告应包含公司在社会可持续发展、环境及生态可持续发展、经济可持续发展等方面的工作。
2018/2/12	创业板信息披露业务备忘录第 10 号：定期报告披露相关事项（2018 年 2 月修订）	强调纳入“深证 100 指数”的上市公司应该按照深交所《创业板上市公司规范运作指引(2015 年修订)》中相关规定披露社会责任报告。
	中小企业板信息披露业务备忘录第 2 号：定期报告披露相关事项（2018 年 2 月修订）	强调纳入“深证 100 指数”的上市公司应该按照深交所《创业板上市公司规范运作指引(2015 年修订)》中相关规定披露社会责任报告。公司及子公司属于相关文件中规定的“重点排污单位”的，应当按照相关规定披露有关环境信息。
	主板信息披露业务备忘录第 1 号——定期报告披露相关事宜（2018 年 2 月修订）	强调纳入“深证 100 指数”的上市公司应该按照深交所《创业板上市公司规范运作指引(2015 年修订)》中相关规定披露社会责任报告。并鼓励其他公司披露社会责任报告，杜绝报喜不报忧的情况，并对报告形式提出了指导意见以增加可读性。

2016/12/9	公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式 (2016 年修订)	鼓励上市公司主动披露社会责任报告, 强调属于环保部门的重点排污单位的公司及子公司应当按相关规定披露环境信息。
2016/08/31	中国人民银行等七部委联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》	对属于环境生态部公布的重点排污单位的上市公司, 强制要求自 2017 年起公开环境信息; “半强制性” 环境信息将从 2018 年起实行, 未公开相关信息的公司必须解释原因; 所有上市公司必须自 2020 年起公开环境信息。
2015/5/25	创业板信息披露业务备忘录第 15 号——信息披露直通车公告类别(2015 修订)	在创业板上市公司信息披露范围中强调了对社会责任报告的披露。
2015/4/20	主板信息披露业务备忘录第 5 号——信息披露直通车	在主板上市公司信息披露范围中强调了对社会责任报告的披露。
2015/2/11	深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引 (2015 年修订)、深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引 (2015 年修订)	公司在追求经济效益时积极承担社会责任, 在经营活动中遵守社会规则及商业道德, 定期评估公司责任的履行情况。在自愿披露公司社会责任报告同时, 上市公司还应当注重环保政策的制定, 建立环境保护体系。
	深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引 (2015 年修订)	公司在追求经济效益时积极承担社会责任, 在经营活动中遵守社会规则及商业道德, 定期评估公司责任的履行情况。在自愿披露公司社会责任报告同时, 还强调上市公司应当注重环保政策的制定, 建立环境保护体系。
2013/11/20	证券公司年度报告内容与格式准则 (2013 年修订)	鼓励公司主动披露积极履行社会责任的工作情况。
2016/1/1	港交所《环境、社会及管治报告指引》	将 ESG 披露信息由 “建议披露” 提升至 “不遵守就解释”
2011/12/30	中国证券监督管理委员会公告 (关于 2011 年年报披露)	强调上市公司应该增强社会责任意识, 积极承担社会责任, 鼓励上市公司披露社会责任报告。
2009/11/6	财政部、证监会关于加强证券评估机构后续管理有关问题的通知	强调履行行业及社会责任的重要性。
2007/12/29	关于中央企业履行社会责任的指导意见	强调了履行社会责任的重要意义, 指出履行社会责任是落实科学发展观的实际行动、是企业实现可持续发展的必然选择。同时规定并介绍了中央企业履行社会责任的指导思想、总体要求及基本原则、主要内容及主要措施。
2006	深交所《上市公司社会责任指引》	要求深证 100 指数的成分股公司定期披露社会责任报告, 并鼓励其他公司披露社会责任报告。

资料来源: 证监会, 上交所, 深交所, 港交所, 中国人民银行, 财政部等, 中信证券研究部

A 股上市公司社会责任报告披露率为 25%, 呈逐年上涨态势

根据 2018 年上市公司年报信息统计, 中国 3685 家 A 股上市公司共有 918 家发布《社会责任报告》(或 ESG 报告), A 股上市公司中整体的披露率为 24.9%, 但社会责任报告的披露质量和内容参差不齐: 简略的社会责任报告短至几页, 详细的则长至上百页; 部分简单的报告以定性的描述为主, 详细的则可包含详尽的量化数据。分行业来看, 银行 (84.4%)、非银 (70.1%)、钢铁 (50.0%)、煤炭 (44.4%)、交通运输 (42.6%) 是社会责任报告披露率最高的五个板块, 电力设备 (17.3%)、餐饮旅游 (16.1%)、机械 (14.9%)、计算机 (14.7%)、通信 (14.2%) 排名所有板块的倒数后五名。在沪深 300 成分股中, 发布社会责任报告的公司比例已经由 2009 年的 43.0% 提升至 2018 年的 81.7%, 每年稳步提升的趋势明显。

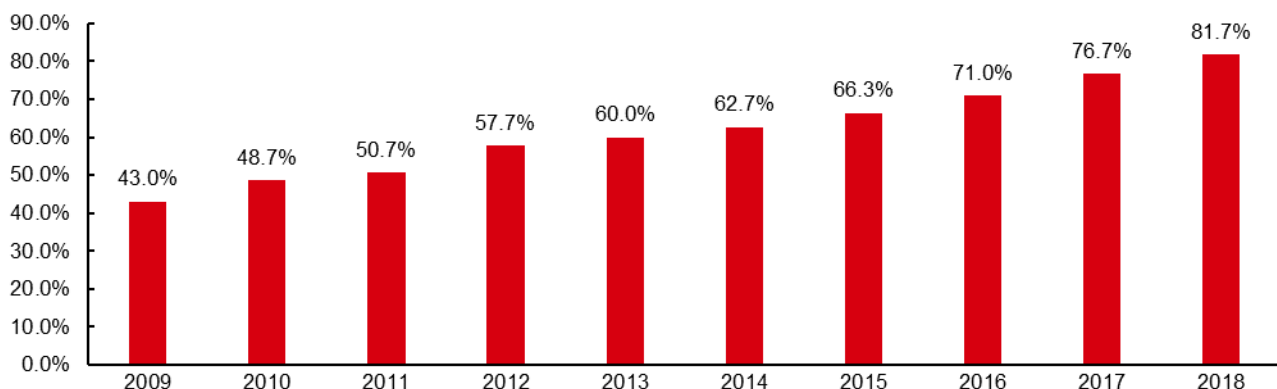
表 3: 2018 年发布社会责任报告 (或 ESG 报告) 的 A 股上市公司数目统计

	披露社会责任报告 (ESG) 的公司数目	A 股公司数目	披露率
银行	27	32	84.4%
非银行金融	54	77	70.1%
钢铁	22	44	50.0%
煤炭	16	36	44.4%

	披露社会责任报告 (ESG) 的公司数目	A 股公司数目	披露率
交通运输	49	115	42.6%
房地产	55	133	41.4%
电力及公用事业	59	157	37.6%
有色金属	37	105	35.2%
食品饮料	30	103	29.1%
传媒	43	149	28.9%
国防军工	19	68	27.9%
农林牧渔	24	88	27.3%
综合	14	56	25.0%
建筑	32	131	24.4%
纺织服装	20	86	23.3%
建材	19	83	22.9%
医药	65	293	22.2%
轻工制造	21	101	20.8%
电子元器件	49	241	20.3%
家电	14	71	19.7%
石油石化	10	51	19.6%
基础化工	57	294	19.4%
商贸零售	19	103	18.4%
汽车	30	166	18.1%
电力设备	28	162	17.3%
餐饮旅游	5	31	16.1%
机械	53	355	14.9%
计算机	31	211	14.7%
通信	16	113	14.2%
未分类	0	30	0%
总计	918	3685	24.9%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 6: 沪深 300 成分股发布社会责任报告的上市公司占比



资料来源: 商道融绿, 中信证券研究部

香港联合交易所 2012 年出台《环境、社会及管治报告指引》，并于 2016 年 1 月 1 日开始将每个 ESG 层面的一般披露责任由“建议披露”提升至“不遵守就解释”。受此规定

影响, 2018 年 A 股共有 33 家 A+H 上市公司, 及 3 家纯 A 股公司 (双汇发展、格林美、海康威视) 发布《环境, 社会及管治报告》(ESG 报告)。ESG 报告和社会责任报告除标题不同外, 其所承担的职能和信息披露的范畴相似, 但由于所依据的监管规则不同, 实际上 ESG 报告的披露内容和信息较其他 A 股公司的社会责任报告的平均水平更为详细和量化, 代表了目前 A 股上市公司 ESG 信息披露的最高级别。

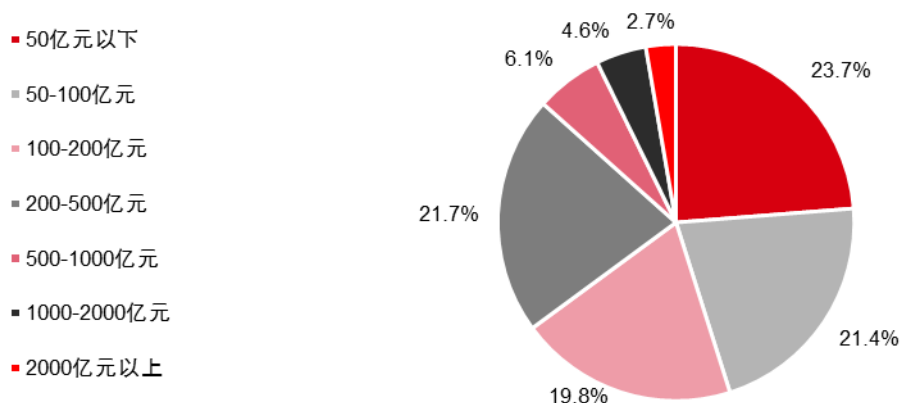
表 4: A 股上市公司当前发布 ESG 报告的公司列表及行业分布

代码	公司名称	2018 年 ESG 报告标题	所属行业
601390.SH	中国中铁	中国中铁:2018 年度社会责任报告暨 ESG(环境, 社会与管治)报告	建筑
601398.SH	工商银行	工商银行:2018 社会责任(环境, 社会, 管治)报告	银行
000039.SZ	中集集团	中集集团:2018 社会责任暨环境, 社会及管治报告	机械
601066.SH	中信建投	中信建投:2018 年社会责任暨环境, 社会及管治报告	非银行金融
000895.SZ	双汇发展	双汇发展:2018 年度环境, 社会责任及公司治理报告	食品饮料
002340.SZ	格林美	格林美:2018 年度环境, 社会责任和公司治理报告	电力及公用事业
601865.SH	福莱特	福莱特:2018 年度社会责任报告暨 ESG(环境, 社会与管治)报告	建材
601717.SH	郑煤机	郑煤机:2018 年度社会责任暨环境, 社会及管治报告	机械
601598.SH	中国外运	中国外运:2018 年社会责任报告(ESG 报告)	交通运输
601828.SH	美凯龙	美凯龙:2018 年度企业环境及社会责任报告	商贸零售
601881.SH	中国银河	中国银河:2018 年度社会责任暨环境, 社会及管治报告	非银行金融
601600.SH	中国铝业	中国铝业:2018 年度社会责任暨环境, 社会与管治报告	有色金属
601992.SH	金隅集团	金隅集团:2018 年社会责任报告(暨环境, 社会与管治报告)	综合
601005.SH	重庆钢铁	重庆钢铁:2018 年度环境及社会责任报告	钢铁
601107.SH	四川成渝	四川成渝:2018 年环境, 社会及管治报告	交通运输
600600.SH	青岛啤酒	青岛啤酒:2018 环境, 社会及管治报告	食品饮料
000921.SZ	海信家电	海信家电:2018 年度环境, 社会及管治报告	家电
601068.SH	中铝国际	中铝国际:2018 年度环境, 社会及管治报告	建筑
601330.SH	绿色动力	绿色动力:2018 年环境社会及管治报告	电力及公用事业
600871.SH	*ST 油服	*ST 油服:2018 年度环境, 社会及管治(ESG)报告	石油石化
600012.SH	皖通高速	皖通高速:2018 年环境, 社会及管治报告	交通运输
601088.SH	中国神华	中国神华:环境, 社会和治理报告	煤炭
601899.SH	紫金矿业	紫金矿业:2018 年度环境, 社会及管治报告	有色金属
601857.SH	中国石油	中国石油:2018 年度《环境, 社会与治理报告》	石油石化
000585.SZ	*ST 东电	*ST 东电:2018 环境, 社会及管治报告	电力设备
000513.SZ	丽珠集团	丽珠集团:2018 年度环境, 社会及管治报告	医药
002672.SZ	东江环保	东江环保:2018 年度环境, 社会及管治报告	电力及公用事业
000166.SZ	申万宏源	申万宏源:2018 年度环境, 社会及管治报告	非银行金融
601238.SH	广汽集团	广汽集团:2018 年环境, 社会及管治报告	汽车
600876.SH	洛阳玻璃	洛阳玻璃:2018 年环境, 社会与管治报告	建材
600660.SH	福耀玻璃	福耀玻璃:2018 年环境, 社会及管治报告	汽车
600011.SH	华能国际	华能国际:2018 年度环境, 社会及管治报告	电力及公用事业
002415.SZ	海康威视	海康威视:2018 环境, 社会及管治报告	电子元器件
603157.SH	拉夏贝尔	拉夏贝尔:H 股公告-2018 年环境, 社会及管治报告	纺织服装
600635.SH	大众公用	大众公用:2018 年度环境, 社会及管治(ESG)报告	电力及公用事业
600016.SH	民生银行	民生银行:2018 年度环境, 社会及管治报告	银行

资料来源: Wind, 中信证券研究部

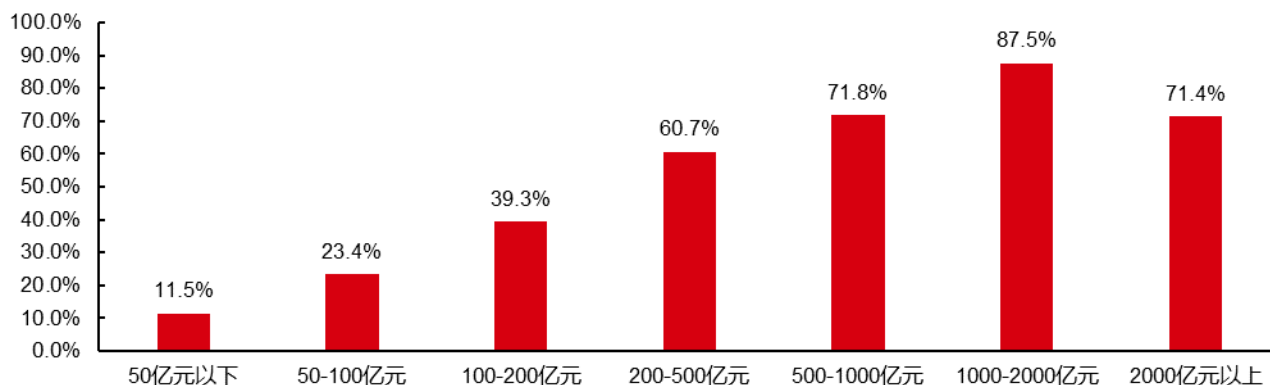
从市值分布的角度来看，目前小市值公司已经成为发布社会责任报告的主力军：市值 50 亿元以下的占据 23.7%，50-100 亿市值的企业占比为 21.4%。100-200 亿、200-500 亿、500-1000 亿、1000-2000 亿、2000 亿以上的市值的企业数量占比分别为 19.8%、21.7%、6.1%、4.6%、2.7%。但从披露率的角度来看，大市值公司的披露情况更好：500-1000 亿、1000-2000 亿、2000 亿以上市值企业的社会责任报告的披露率为 71.8%、87.5%和 71.4%，远高于 50 亿以下（11.5%）、和 50-100 亿（23.4%）市值企业的披露率。整体来看，大市值企业的社会责任报告披露情况较小市值企业更好，但小市值企业由于数量众多，目前已经成为披露社会责任报告的主力军。

图 7：A 股上市公司当前发布社会责任报告的公司列表及市值分布



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：市值选自 2019 年 9 月 27 日收盘市值

图 8：不同市值的 A 股上市公司的社会责任报告披露率

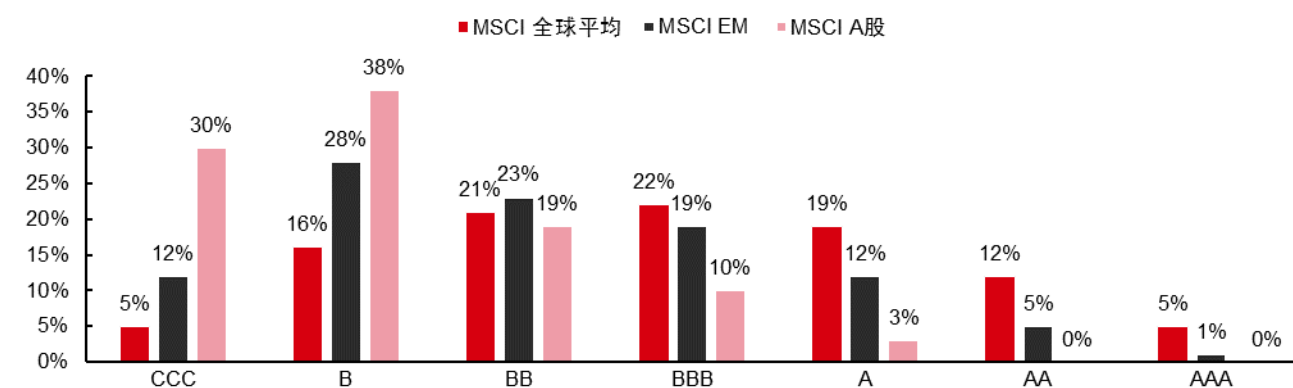


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：市值选自 2019 年 9 月 27 日收盘市值

A 股上市公司 ESG 评级低于全球平均水平

MSCI ESG 评级是国际上最为认可的 ESG 评级机构，当前 MSCI 对 A 股 400 余家大型上市公司进行评级。MSCI 的评级分为 AAA、AA、A、BBB、BB、B 和 CCC 共 7 个级别，其中 A 股有 30% 的公司评级集中在 CCC，38% 的公司评级集中在 B，显著高于 MSCI 全球平均的 5% 和 16%，也高于 MSCI EM（新兴市场）的 12% 和 28%。在 AA 和 AAA 领域，A 股公司占比均为 0%，低于全球平均的 12% 和 5%，也低于 MSCI EM（新兴市场）的 5% 和 1%。整体来看，国际主流 ESG 评级机构对中国上市公司的 ESG 治理水平评价较低。

图 9：MSCI 在不同市场的 ESG 评级分布



资料来源：MSCI，中信证券研究部

整体来看，A 股公司的 ESG 信息披露质量和公司自身的 ESG 水平较国际平均水平仍有较大提升空间。根据商道融绿对沪深 300 上市公司的统计，常见的 ESG 量化数据中，环境管理、环境数据、社会议题、公司治理的平均披露率分别为：44.6%/35.2%/28.9%/66.3%。对比国际平均水平，沪深 300 上市公司对环境与能耗数据类的信息披露比例尤其低。考虑到 A 股正在加大对外开放，纳入至 MSCI 指数的成分股的 ESG 信息也将成为外资布局中国的重要参考依据。未来，A 股公司的 ESG 的评级提升将非常有助于提高海外投资人对公司的信心和配置意愿。

表 5：2018 年沪深 300 上市公司披露最多的 ESG 议题

类型	议题	使用频率
环境管理：平均披露率 44.6%	环境管理体系认证	49.0%
	环境管理目标	81.6%
	节能政策和可再生能源应用	77.7%
环境数据：平均披露率 35.2%	能源消耗量与节能量	39.4%
	废气排放量与减排量	38.9%
	废水排放量与减排量	46.4%
	危险废物排放量与减排量	36.3%
	废弃物的循环利用率	39.9%
社会议题：平均披露率 28.9%	每年接受职业培训的员工数量和时长	66.1%
	捐赠	88.7%
	反强迫劳动	32.6%
	禁止雇佣童工	32.3%
	反歧视	41.7%
	女性员工数量	35.5%
	职业健康和安全	85.4%
	因公死亡人数	54.7%
	事故损失工时比例	38.0%
	董事薪酬	97.4%
公司治理：平均披露率 66.3%	CEO 与员工平均薪酬比率	97.7%
	董事长与 CEO 分权	97.6%
	董事会多样性	75.8%
	董事会独立性	97.2%

独立薪酬委员会	82.9%
独立审计委员会	88.4%
独立提名委员会	86.4%
专题委员会	80.5%
无保留意见的审计报告	95.2%

资料来源：商道融绿，中信证券研究部

表 6：沪深 300 与海外上市公司中环境、能耗与社会议题常见量化信息的披露比例

ESG 议题	主要指标	国际披露率	沪深 300 披露率
温室气体排放	以公吨计的温室气体排放（直接排放、基于电热或热能使用的间接排放、其他间接排放）总量	92%	26.1%
大气污染物	以千克计的氮氧化物、硫氧化物、持续性有机物、挥发性有机化合物、有害物、颗粒物的大气污染物排放量	不适用	38.9%
水	用水总量（立方米） 循环利用水量占比	92%	31.6%
能源	能源消耗总量（十亿瓦特） 可再生能源使用比例	85%	39.4%
废弃物（水、固体、危险）	生产过程中产生的废弃物总量（公吨） 危险废物占比 循环利用废弃物占比	77%	36.3%-46.4%
劳动力	劳动力性别构成比例 每个员工的培训时长	69%	35.3%-42.3%
健康和安全	可记录工伤事故率（TRIR） 致死率（正式工和合同工）	100%	38%-85.4%
流动率	按类型划分的员工流动率	62%	13.2%

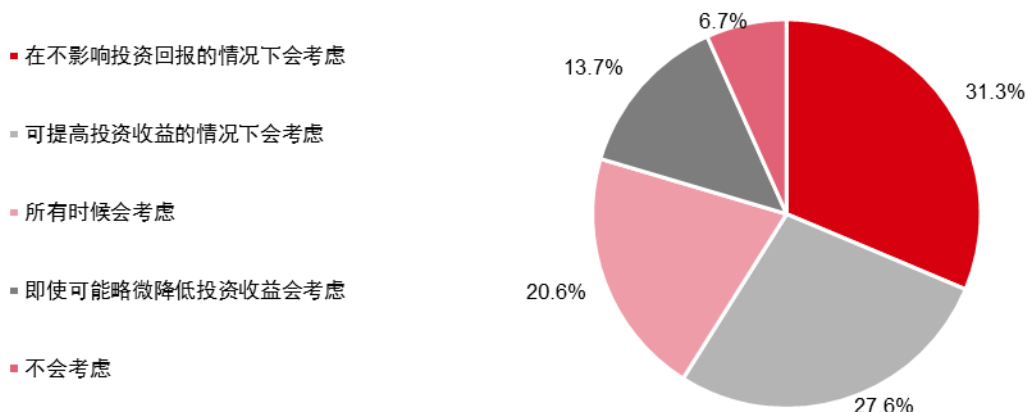
资料来源：ICF，商道融绿，中信证券研究部

公众态度：谨慎支持，降低风险仍是首要动机

2017 年 6-7 月间，《中国责任投资十年报告》通过问卷的方式，对 1136 名中国大陆、港澳台及海外华侨中做了首个针对责任投资的调查。对于“在投资于一家公司或一项资产时，是否会考虑它在环境，社会和治理方面的表现”这个问题，31.3%的人表示在不影响投资回报的情况下会考虑，持中立态度；27.6%的人在可提高投资收益的情况下会考虑，20.6%的人在所有情况下会考虑，13.7%的人即使可能略微降低投资收益也会考虑，另有 6.7%在所有情况下均不会考虑。

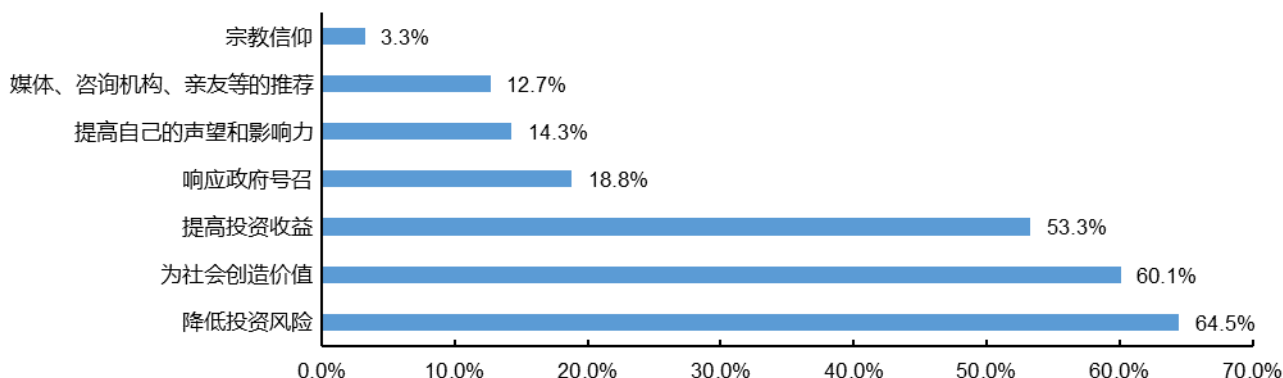
93.3%表示在投资中会在将社会责任因素纳入考量的人，接下来回答了“您在投资中考虑公司在社会责任方面的表现，出发点是”这个多选题，选择人数多的答案依次为“降低投资风险”（占比 64.5%），“为社会创造价值”（60.1%），“提高投资收益”（53.3%），“响应政府号召”（18.8%），“提高自己的声望和影响力”（14.3%），“媒体、咨询机构、亲友等的推荐”（12.7%），“宗教信仰”（3.3%）。我们认为，当前中国的个人投资人对责任投资整体持谨慎支持的态度，投资者教育仍然有待加强。

图 10：个人投资人对“在投资于一家公司或一项资产时，是否会考虑它在环境，社会和治理方面的表现”的回答



资料来源：商道融绿，兴全基金，中信证券研究部

图 11：个人投资人对“您在投资中考虑公司在社会责任方面的表现，出发点是”的回答



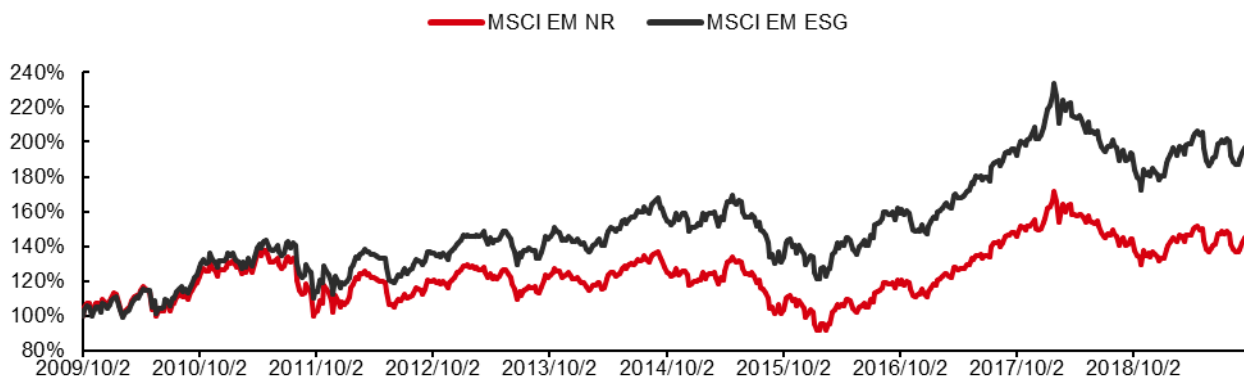
资料来源：商道融绿，兴全基金，中信证券研究部

研究 ESG 对投资有哪些帮助？

ESG 投资有机会带来明显的超额收益

长周期历史数据表明，投资者不需要在追求收益与 ESG 优势之间做出选择，ESG 可以明确为投资组合带来超额收益。尤其在新兴市场，因为 ESG 信息披露更不成熟，因此以 ESG 为重点的指数（MSCI 新兴市场 ESG 净回报指数，MSCI EM ESG Leaders Net Total Return Index）自 2009 年以来的总回报持续跑赢传统标准指数（MSCI 新兴市场净回报指数），可见通过 ESG 在新兴市场中可以更容易挑选出优质公司。

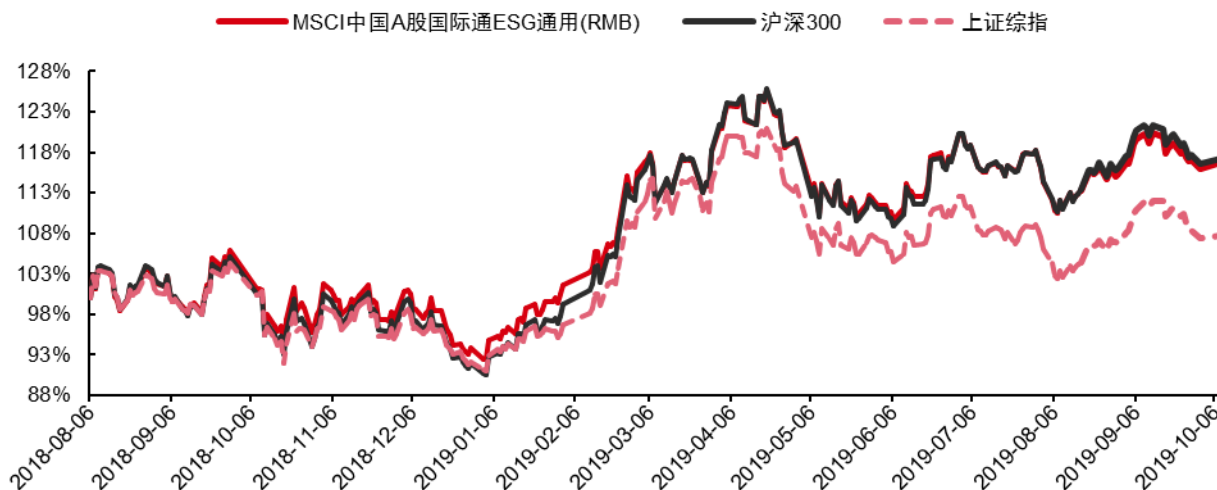
图 12: MSCI 在不同市场的 ESG 评级分布



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

作为 A 股第一个跟踪 ESG 信息的指数——MSCI 中国 A 股国际通 ESG 通用自 2018 年 8 月 6 日发布后较上证综指取得了较好的成绩: 截止 2019 年 10 月 9 日, 该指数相对涨幅为 16.8%, 高于上证综指同期的 8.1%, 但是略低于沪深 300 的 17.4%。我们认为, MSCI 中国 A 股 ESG 指数与沪深 300 保持较强的同步性的主要原因是, 当前该指数总共跟踪的 400 只标的中, 绝大部分来自于沪深 300, 两个指数有较强的趋同性。长期来看, 我们认为 ESG 在 A 股将持续成为带来超额收益的因子。

图 13: MSCI 在不同市场的 ESG 评级分布



资料来源: Wind, 中信证券研究部

学术界也从基本面的角度对 ESG 的超额收益贡献做出了解释: Gregory, Tharyan 和 Whittaker (2014) 于 < Journal of Business Ethics 124 (4): 633 - 657.>认为, ESG 对投资收益的影响来自于以下三个方面:

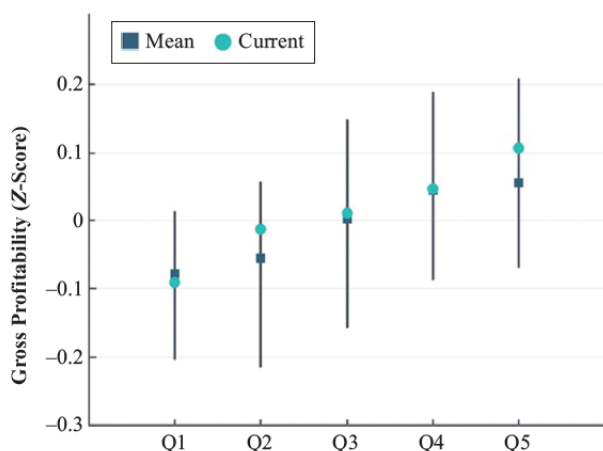
1. ESG 评级较高的公司通常比同行更具竞争力。这种竞争优势可能源于其对资源更有效的利用、更好的人力资本发展或者更好的创新管理。除此之外, ESG 评级较高的公司通常更擅长制定长期的业务计划和对高管的激励计划。

2. ESG 评级较高的公司利用其竞争优势产生更高的盈利。

3. 更高的盈利带来更高的股息。根据 2007-2017 年的 MSCI ESG 评级数据显示, ESG 评级高的公司 (Q5) 盈利能力更强, 支付的股息也更高。Gupta, Melas 和 Suryanarayanan (2016) 分析了股息对长期业绩的重要性, 他们将 MSCI ACWI 指数的总回报分解为估值调整、股息贡献和股息增长贡献三个部分: 随着时间的延长, 股息对投资组合回报的贡献越来越大。因此, ESG 高评级策略 (如 ESG 全球指数) 对高股息公司的倾斜有助于提高策略的中长期表现。

图 14: 2007-2017 MSCI ESG 五分位组合的毛利率分布

Gross Profitability of ESG Quintiles

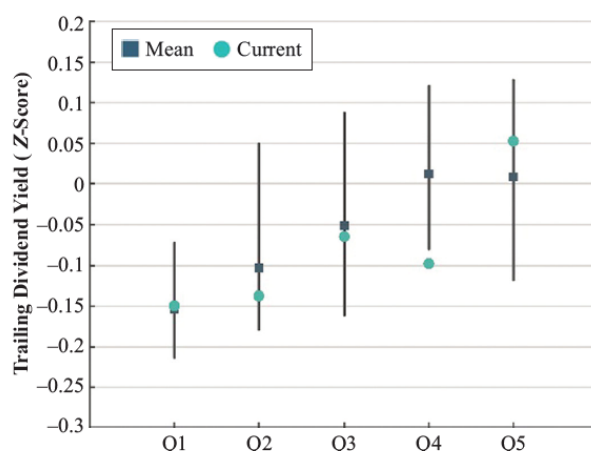


Notes: Gross profitability (Z-score) of size-adjusted ESG quintiles is computed as most recently reported sales less cost of goods sold, divided by most recently reported company total assets. Data from January 2007 to May 2017. Average value over the period is represented by square dots; current exposure by round dots. The vertical bars represent the 5% to 95% range of observed values.

资料来源: Guido Giese et al, <Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance>

图 15: 2007-2017 MSCI ESG 五分位组合的分红比例分布

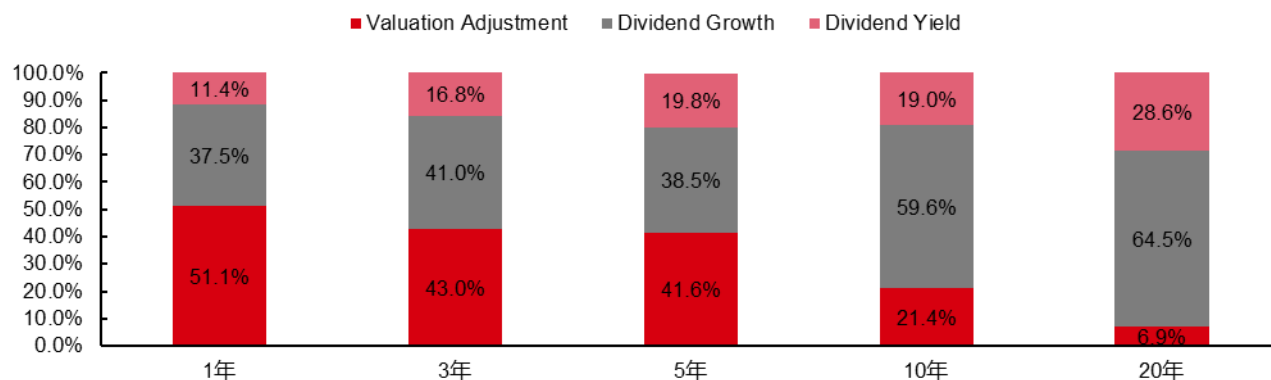
Trailing Dividend Yield of ESG Quintiles



Notes: Trailing dividend yield (Z-score) of size-adjusted ESG quintiles is computed by dividing the trailing 12-month dividend per share by the price at the last month end. Data from January 2007 to May 2017. Average value over the period is represented by square dots; current exposure by round dots. The vertical bars represent the 5% to 95% range of observed values.

资料来源: Guido Giese et al, <Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance>

图 16: MSCI 在不同市场的 ESG 评级分布



资料来源: MSCI, 中信证券研究部

ESG 是有效的避雷指标

随着 A 股市场信息愈发有效，寻找 α 的难度和成本逐渐增加，避免“踩雷”相比筛选优质公司将扮演更为重要的角色。ESG 作为综合评判公司风险管控能力的指标天然地是最佳避雷指标。近年来，部分中国上市企业爆出财务丑闻，其本质上是公司的内部治理存在问题，ESG 作为另类数据可以从另一个视角反映公司内部的治理水平，揭示公司可能存在的问题，为投资人提前排查风险。

比较典型的 ESG 研究可以通过三类数据进行避雷，并提前建立投资负面清单：

1. **财务信息：**辉山乳业的财务数据和运营数据，相对行业竞争对手常年异常，包括存货周转天数，预付账款和资产周转率等。2016 年 9 月，MSCI 以运营数据恶化为由辉山乳业的 ESG 评级从 BB 下调至 B 级。其后，浑水基金于当年 12 月发布卖空报告，辉山乳业随后在 2017 年 3 月 24 日引发市场担忧，当天暴跌 90%。
2. **环境及排放信息：**大众集团（VW）于 2015 年 9 月 18 日，被美国国家环境保护局（EPA）通告：其在美国销售的车辆发动机控制器都植入了特殊软件，以规避官方检验的事件。9 月 22 日，集团 CEO 马丁·文德恩公开声明承认确有其事，EPA 随后估算大众集团最高需要缴交 180 亿美金的罚款。因受到此事件影响，9 月 23 日，大众集团 CEO 马丁·文德恩宣布辞职，公司股票于 9 月 18、21、22 日跌幅分别达 1.3%/12.9%/9.3%。但实际上，美国西弗吉尼亚大学的研究员最早于 2014 年 5 月在递交给 EPA 的报告中已经明确指出：大众汽车生产的柴油机的检测排放数据与其公布的数据存在大幅偏差。而此后于 2015 年 8 月 21 日和 2015 年 9 月 3 日，大众高管分别于加州绿色交通会议和一次 EPA 调查会议上承认公司存在排放舞弊的情况。

图 17：2015 年 1-2016 年 6 月大众汽车市值（单位：亿欧元）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

3. **公司治理及社会责任信息：**2018 年 7 月，国家药品监督管理局发布通告称，国家药监局在对长春长生生物科技有限责任公司开展飞行检查中，发现该企业冻干人用狂犬病疫苗生产存在记录造假并责令狂犬疫苗停产。实际上，长生生物在公司治理层面早有征兆：长生生物是典型的家族企业，实际控制人高俊芳身兼数职，担任职务包括董事长、总经理、财务总监；而其子张洺豪担

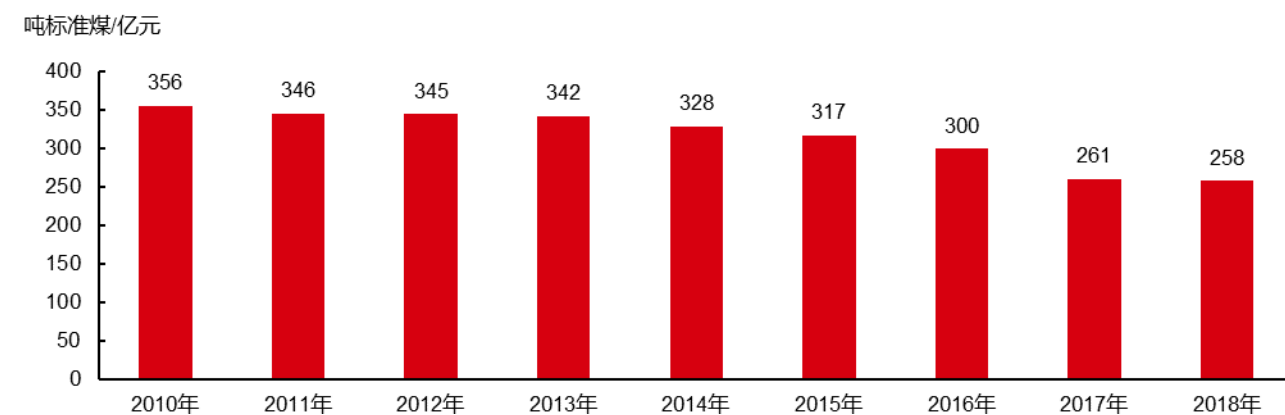
任副董事长和 7 家子公司的董事长及执行董事，其丈夫担任副总经理，并是前任董事。2017 年公司的 9 次董事会，三名独立董事（徐泓、沈义、马东光）全部未能现场出席董事会，均是以通讯方式参加。

我们认为，ESG 作为有效的排雷指标，将在未来的 A 股投资中扮演更为重要的作用，以 ESG 数据为基础构建负面清单将有效降低投资组合踩雷的风险。

ESG 信息有助于从非财务角度挖掘好公司

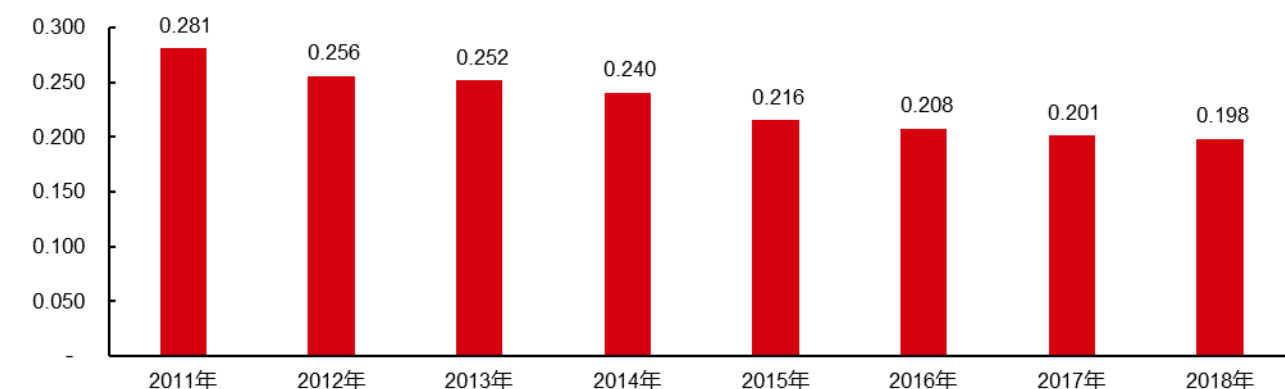
公司财报主要侧重于从财务的角度描述公司的运营状况，而 ESG 信息可以从非财务层面为投资人披露更多为投资所用的另类信息。例如，制造业公司的 ESG 报告中一般都会披露公司的能耗信息。一方面，能耗是公司的成本项，其节能水平已经反映在公司的利润率中；但另一方面，能耗水平也反映了一个公司的技术先进程度。以上汽集团为例，自 2011 年以来，上汽集团的单车生产能耗不断在下降，目前已经达到每辆车 0.198 吨标准煤的水平。ESG 信息所披露的能耗数据生动地为我们展现了上汽集团近些年来在生产制造方面取得的进步。

图 18：2010-2018 年上汽集团每亿元产值能耗（单位：吨标准煤/亿元）



资料来源：上汽集团社会责任报告，中信证券研究部

图 19：2011-2018 年上汽集团单车能耗（单位：吨标准煤/辆）



资料来源：上汽集团社会责任报告，中信证券研究部

除了能耗数据，实际上社会责任报告所披露的大量 ESG 信息均可以为研究所用。下表是我们根据广汽集团的社会责任报告整理出的 ESG 信息，其数据披露较为详尽，基本

可以与海外企业的 ESG 信息披露水准相媲美。但是当前不同企业的 ESG 信息披露项目和规则不具有可比性，因此 A 股的 ESG 信息披露呈现出“信息碎片化”、“口径不可比”、“描述多量化少”等特点。但未来随着信息披露的要求提升，可对比的 ESG 数据将从另一个维度为我们带来投资的研究增量，从而突出优质企业的环境价值和社会责任价值。

表 7：广汽集团环境及能耗信息数据整理

二级分类	评价指标	细分项	总量	单位	推算密度（黑数据为每万辆，红色标注为每辆）
资源强度及效率	总耗水量及密度		6,069,058	吨	<u>2.83</u>
	电消耗量及密度		134,630	万千瓦时	626.8
	能源消耗及密度	煤	NA		
		石油	14,134	吨	65.8
		天然气	49,235,282	立方米	<u>22.9</u>
	可再生能源普及披露情况		有披露		
废物及排放	有害废弃物		16293	吨	75.854
	BOD/COD	BOD	28.41	吨	0.132
		COD	82.43	吨	0.384
	苯/甲苯/二甲苯	苯	5.97	吨	0.028
		甲苯	5.89	吨	0.027
		二甲苯	31.08	吨	0.145
	直接排放温室气体及密度		972,563	吨	<u>4.528</u>
	氨氮、氮氧化物和硫氧化物排放	氨氮	4.18	吨	0.019
		NOx	51.37	吨	0.239
		二氧化硫	7.41	吨	0.034
	VOCs		1901	吨	8.851
	颗粒物排放		79.66	吨	0.371

资料来源：广汽集团社会责任报告，中信证券研究部

■ 投资策略

整体来看，中国上市公司的 ESG（社会责任报告）信息披露率较低，大市值公司较小市值公司的披露情况更好，一定程度上也反映出大市值的上市公司的公司治理情况整体优于小市值公司。

ESG 投资策略已经在其他新兴市场中被证明可以带来明显超额收益，其内在逻辑在于：ESG 评级较高的公司通常比同行更具竞争力。这种竞争优势可能源于其对资源更有效的利用、更好的人力资本发展或者更好的创新管理。特别地，当监管部门对环境、能耗、社会责任等因素更为严格地监管时，ESG 评级较高的公司所负担的额外成本往往低于 ESG 评级较低的公司，也将从财务上产生更稳定和高质量的盈利。我们认为，中国基金业协会、交易所、证监会等监管部门有望积极推动上市公司 ESG 信息披露质量评价，促进被投企业提高信息披露质量和公司治理水平，同时也将带动 ESG 投资理念在中国生根、落地、发芽。未来，ESG 信息作为很好的“排雷指标”和“挖掘好公司”的另类工具，将从非财务的角度为投资带来更多信息增量。

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. 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；在欧盟由 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、35 及 36 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) 071/10/2018。

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。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条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的内容。

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 2019 版权所有。保留一切权利。