



中信证券研究部

核心观点



祖国鹏
首席煤炭分析师
S1010512080004

煤炭板块近期快速上涨，主要原因是板块估值低处于长周期底部，在市场情绪回暖和风格变化下，容易催化弹性反弹行情。上周大涨过后，板块的 P/B 和相对 P/E 估值依然处于历史低位，从周期趋势、行业 ROE 水平以及分红角度看，板块的估值吸引力依旧，推荐盈利逻辑向好、高分红低估值的价值型龙头公司。

■ **大涨过后，板块估值依旧处于历史低位。**上周上涨过后，板块 P/B 水平为 0.90x，估值处于“破净”状态。之前板块“破净”仅在 2014 年 3 月和 15 年 Q4 零星出现过，但今年 1 月下旬以来，板块就连续处于“破净”状态，到目前已经持续 5 个月，最低点出现在 6 月下旬，仅为 0.83，连续长期“破净”在历史上首次出现。如果计算板块相对于沪深 300 的相对 P/E，目前 P/E 相对估值位于历史的 2.65% 低分位，估值同样处于历史低位。在市场关注度提升和情绪回暖的背景下，估值还有较大的提升空间。

■ **对行业所处周期位置不必悲观，景气不存在连续大幅下滑的基础。**造成前期板块低估值的主要因素是市场担心煤价会持续下行，行业盈利会长周期缩水。但从目前行业所处的周期位置看，预计产能增速未来 2 年都是放缓的节奏，加上进口和安全监管常态化，行业的产量弹性会受到抑制。需求端，在经济改善、电量增加的背景下，发电弹性依然需要火电来提供，因此煤炭需求还可保持一定的弹性。因此煤价持续跌破绿色区间的概率并不大，景气并不存在持续大幅下滑的基础。

■ **从 ROE 和分红角度看，优质公司估值有提升空间。**长周期看，板块扣非后整体 ROE 多数时间处于 10~15% 上下，仅在 2015 年出现过低于 5% 的情况，因此板块估值不应长期“破净”。同时，按照目前一致盈利预期，板块有约 25% 的公司明年股息率预计在 5% 以上，两家公司股息率还可超过 7%，这些高分红、低估值的龙头公司估值有明确的提升空间。

■ **风险因素：**宏观经济增速放缓影响煤炭需求。进口、安监等政策再度放松。

■ **投资策略：预期持续好转，估值修复有望加速。**随着板块的快速上涨，市场情绪明显回暖，短期板块交易活跃度有望进一步提升。上周上涨过后，板块估值仍处于历史低位，在行业预期向好的背景下，短期估值修复有望进一步加速，推荐高股息、低估值的行业龙头中国神华、平煤股份、陕西煤业，同时推荐今年以来基本面向好的露天煤业。

煤炭行业

评级	中性（维持）
景气趋势	煤炭↓
利润增长率	-20%YoY
估值水平	20P/E=9

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
中国神华	15.88	2.17	1.79	1.91	7.32	8.87	8.31	买入
陕西煤业	7.99	1.18	0.92	1.08	6.77	8.68	7.4	买入
平煤股份	4.26	0.5	0.45	0.51	8.52	9.47	8.35	买入
露天煤业	9.34	1.28	1.35	1.47	7.3	6.92	6.35	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 7 月 3 日收盘价

■ 大涨之后，板块估值依然是历史低位

经历过上周的板块大涨，煤炭板块关注度显著提升，我们认为板块上涨的最主要逻辑是估值修复，在煤价预期修复的背景下，叠加市场情绪偏好低估值板块，推动板块上涨。上涨过后，目前板块估值依然处于历史最底部区域。

从板块 2009 年以来的 P/B 估值水平看，目前板块 P/B 水平为 0.90x，估值处于“破净”状态。之前板块“破净”仅在 2014 年 3 月和 15 年四季度零星出现过，但今年 1 月下旬以来，板块就连续处于“破净”状态，到目前已经持续 5 个月。P/B 最低点出现在 6 月下旬，仅为 0.83。从估值水平看，长时间“破净”在历史上还是头一次，特别是经过近两周的反弹，板块 P/B 估值依然只有 0.9x，在行业盈利能力处于周期中等水平的情况下，市场对板块净资产的估值明显偏低。

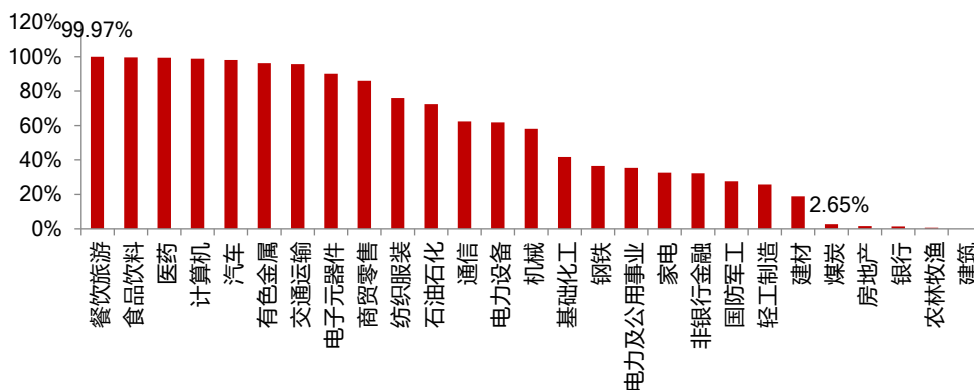
图 1：中信煤炭一级行业指数对应的 P/B 估值序列



资料来源：Wind，中信证券研究部

如果从板块的相对 P/E 角度比较，估值同样处于低位。我们以中信煤炭一级行业指数对应的 PE(TTM)，与沪深 300 指数的 P/E 相除，得到相对 P/E。同样从 2009 年初开始统计，目前板块的相对估值相当于历史的低 2.65%分位。当然如果按照过去四个季度的业绩比较，可能需要考虑今年盈利下滑 20%的业绩预期，如果我们将业绩下滑预期考虑进去，相对估值也是处于低 25%的分位，属于所有行业中相对 P/E 最低的 1/3。

图 2：中信指数各一级行业板块相对沪深 300 的 P/E 估值分位数排序



资料来源：wind，中信证券研究部

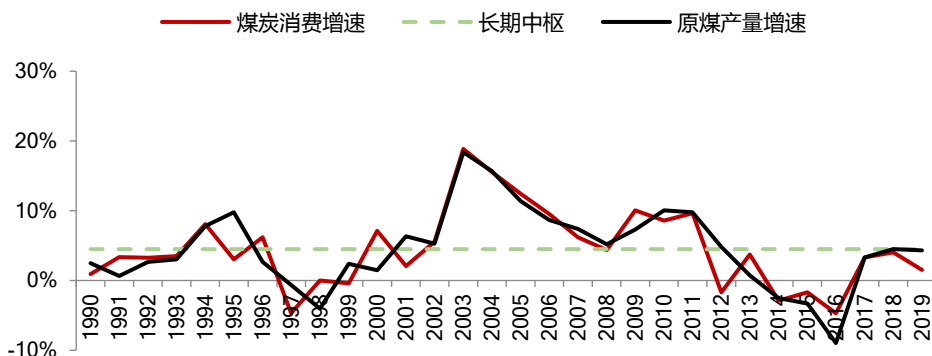
从行业比较看，目前各板块的估值相对于历史水平分化极大，消费及 TMT 类的公司处于历史高位，而传统的地产、基建产业链相关板块则处于历史极低位。但是从煤炭行业所处的景气周期分析，预计行业未来并不会出现历史新低的景气和盈利水平，目前板块反而对应的是历史底部估值，估值明显偏低，存在估值修复的空间。

■ 周期往复：需求已过底部，库存周期对煤价压制缓解

如果将煤价和煤炭行业景气放入周期的维度去考察，影响行业的三大周期可分解成产能周期、需求周期以及库存周期。三组周期的叠加和共振带来了煤价的周期波动。

我们将过去 30 年的煤炭产量增速和需求增速对应为煤炭行业的产能周期和需求周期的波动变量。从过去 30 年平均数据看，行业年均的产能增速和需求增速中枢都接近 5%。近一轮下行周期自 2012 年开始，扩张周期自 2016 年开始。

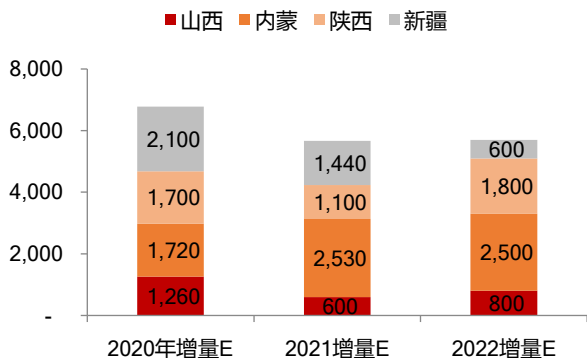
图 3：煤炭的产能及需求周期



资料来源：国家能源局，wind，中信证券研究部

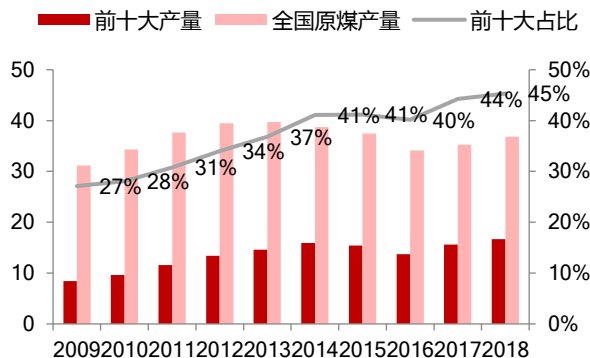
从产能周期看，近两年行业供给增速处于长周期的中枢水平，预计未来 2~3 年新增主产区新增产能或有 1000~2000 万吨的减少，产量增速或有所下降，产能周期处于温和扩张周期。同时，行业的集中度在不断提升，也有利于供给格局的优化，平滑产量的释放节奏，行业很难出现历史上供给无序扩张的状态。

图 4：煤炭主产区新增产能预测（万吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

图 5：煤炭产量前十大企业产量占比变化（左轴：亿吨）

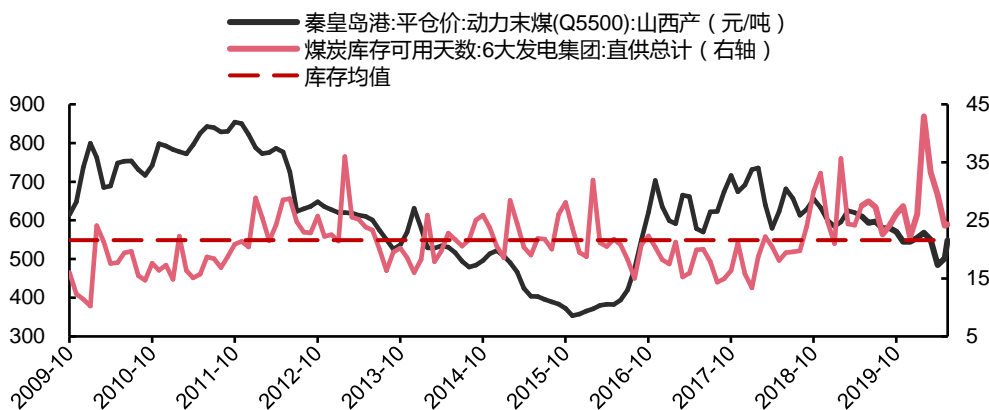


资料来源：Wind，中信证券研究部

从需求周期看，煤炭消费增速 2019 年开始显著低于长周期中枢，仅为不到 2%。预计未来随能源结构转型继续推进，长周期的需求增速中枢会从 5% 下移到 3% 左右。

从库存周期看，库存波动频率相对于产能和需求周期则相对要频繁，我们以沿海六大电厂库存可用天数作为库存代理变量。从过去 10 年的均值看，沿海六大电厂的库存天数长期中枢为 21 天，库存在 21 天之上则通常对应煤价下跌的阶段，而在 21 天之下，则对应煤价易涨的阶段。2018 年中期以来，库存可用天数增至中枢 21 天以上，进入高库存状态，也压制煤价持续处于下行状态，但今年 5 月以来库存有明显消化，目前仍处于中等库存区间。

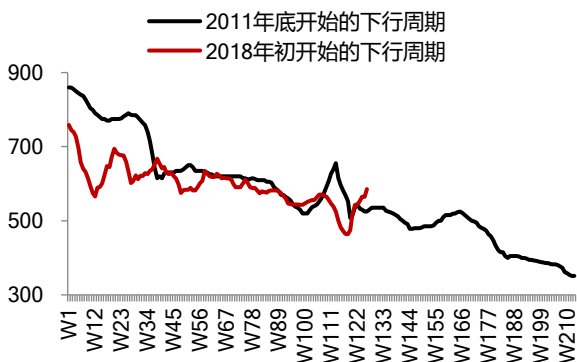
图 6：沿海六大电厂存煤可用天数为代表的库存周期



资料来源：国家能源局，wind，中信证券研究部

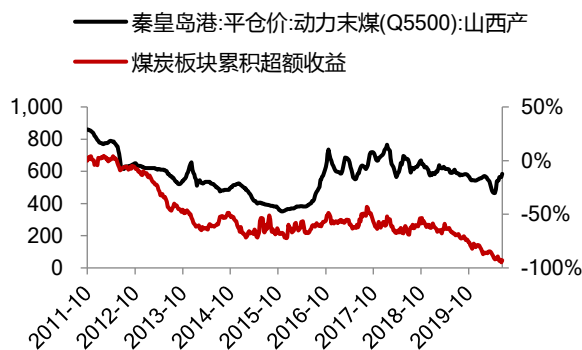
对比 2011 年底开始的下行周期，两轮下行周期的节奏基本相似，目前煤价调整已经进入了下行周期的中后阶段。预计 1~1.5 年的时间，煤价就有望进入新一轮上行周期。就幅度而言，这轮煤价下跌的幅度或远低于上一轮，因为周期下行的起点就不高，同时供给侧改革之后产能无序释放的局面已经终结，因此很难出现大幅过剩的格局，预计煤价低点会在 430~450 元附近，很难跌破 400 元。股票市场的预期改善和板块的超额收益变化总是领先于实体产业变化，按照上一轮经验，煤价在 2015 年四季度出现周期最低点，但是煤炭板块的超额收益在 2015 年一季度就出现。按此规律，预计此轮煤炭板块的估值底部也基本出现。

图 7：近两轮周期煤价下行波动节奏对比



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 8：煤价波动与板块超额收益表现



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

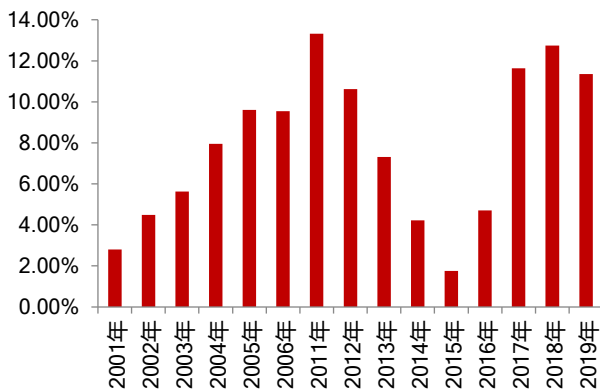
综合分析产能、需求和库存周期，目前产能周期位置对煤价影响偏中性，需求周期所处阶段对煤价影响偏负面，库存周期位置短期对煤价影响为中性偏正面，因此煤价下一步走势依赖于需求扩张的节奏。从目前的经济预期和发电结构看，大概率需求会继续改善，支撑煤炭景气好转。对应的煤炭公司估值，也应当有所提升。

■ 盈利及分红水平依然不弱，估值“破净”并不合理

煤炭板块目前低估值的形成，跟市场对行业长期景气预期有一定的关系。周期的价格波动会带来行业盈利水平的波动，市场对行业很难形成长期持续增长的预期，因此行业的 P/E 持续一直被压制。从 P/E 角度讨论煤炭股估值确实很难给出合理的基准，但是如果从 P/B 角度比较，在行业盈利波动性降低的背景下，公司净资产的估值并不应该处于折价状态。

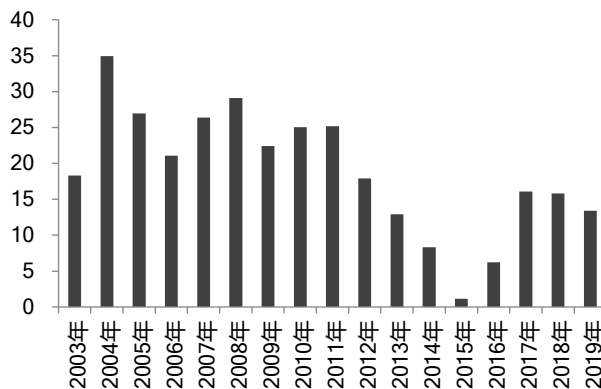
从过去近 20 年的统计数据，煤炭行业的利润率水平确实呈现了一定的典型周期特征，但是除去个别极端年份，行业大部分时间的利润率水平都可保持在 5% 以上，长周期看煤炭资产具备显著的盈利能力。从板块扣非后的 ROE 水平看，在上一轮上行周期的 2004~2011 年，行业 ROE 能保持在 20% 以上。但经历过 2012 年的下行周期之后，即便有供给侧改革的景气恢复，目前的 ROE 水平也处在历史以来相对中等的水平，大约在 15% 上下，也呈现了相对低的波动率，这主要是由于供给侧改革之后，定价端由于长协机制的影响波动在减小，上市公司成本—盈利平滑能力也在增强，预计未来行业盈利的波动程度也会较上一轮周期减弱，所以市场对板块的 P/B 估值不应当过分压低，而是应当有所提升。

图 9：全国规模以上煤炭企业利润率



资料来源：Wind，中信证券研究部

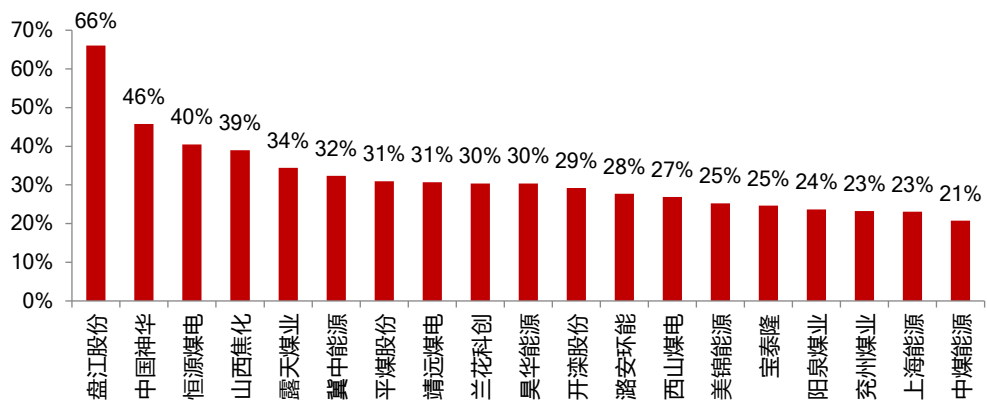
图 10：煤炭板块扣非后净利对应的 ROE 水平 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

从价值角度而言，除了板块目前被明显低估外，优质公司的股息率也具备一定的吸引力。我们以上市公司过去 10 年的扣非净利润以及现金分红情况作为基数，计算上市公司长期的分红比例水平。数据显示，盘江股份是长周期分红率最高的公司，其次是中国神华，考虑特别股息分红率达到 46%，还有另外 8 家公司分红率超过 30%。按照长周期的平均业绩推算，即按照过去 10 年的平均历史净利润以及各家公司 2019 年的分红率水平测算，中国神华目前股价对应的长期股息率超过 7%，阳泉煤业和盘江股份股息率超过 4%，兖州煤业、兰花科创股息率超过 3.5%。

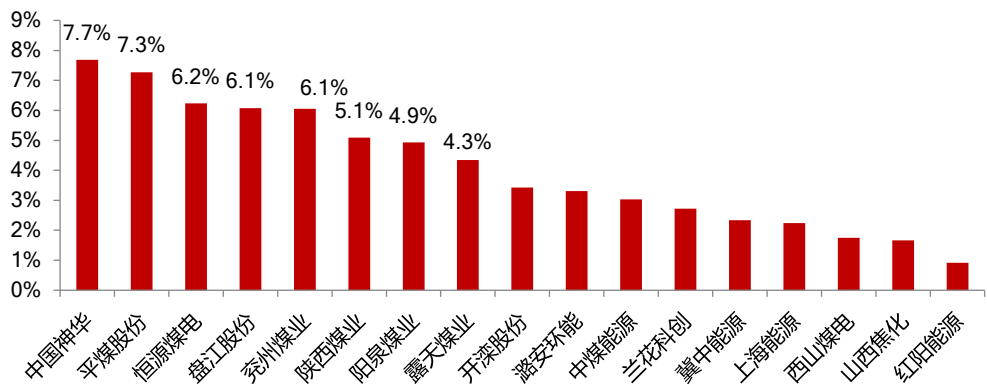
图 11：煤炭上市公司长周期分红比例测算



资料来源：wind，公司公告，中信证券研究部测算

今年，先后有两家上市公司对三年期的现金分红进行了承诺，中国神华规划“拟提高 2019-2021 年度的现金分红比例，在符合《公司章程》规定的情形下，2019-2021 年度每年按《公司章程》规定方式以现金方式分配的利润提高至不少于公司当年实现的归属于本公司股东的净利润的 50%”，平煤股份规划在 2019~2021 年“在满足以上现金分红条件下，公司每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的 60% 且每股派息不低于 0.25 元人民币。”按照目前 wind 对上市公司 2020 年的一致盈利预测，以及各上市公司 2019 年现金股利支付比例测算，预计两家公司 2020 年分红金额对应的股息率仍可超过 7%，在股价低估的同时，还有相对可观的股息收益。按照其他公司测算结果显示，预计恒源煤电、兖州煤业和盘江股份股息率会超过 6%，陕西煤业和阳泉股份股息率或在 5% 左右，露天煤业股息率可超过 4%。

图 12：目前 wind 一致预期对应上市公司 2020 年现金股息率预测



资料来源：wind 一致预期，公司公告，中信证券研究部 注：根据各公司 2020 年净利润 wind 一致预期以及上市公司 2019 年实际现金股利支付率测算。

因此，从 ROE 和股息率的角度看，即便考虑到近两年的业绩波动，煤炭板块并不缺乏长期价值龙头，这些龙头的估值应当得以提升，“破净”的估值并不合理。

■ 风险因素

经济增速再度放缓影响煤炭需求；

进口、安监等政策再度放松。

■ 投资策略：预期持续好转，估值修复有望加速

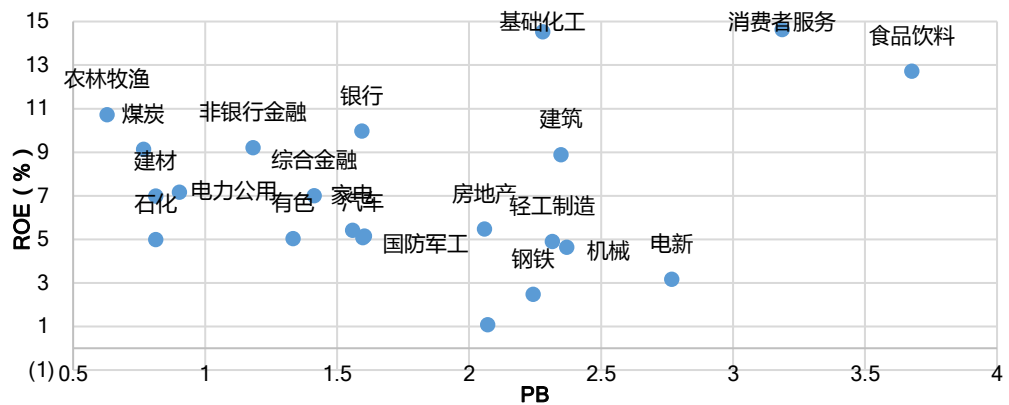
从估值角度看，目前仍有接近 65% 的上市公司对应 P/B 估值在 1 倍以下，属于历史上较高的“破净”比例。板块相对沪深 300 指数的 PE 估值仅处于历史的 2.65% 低分位，估值中反映的预期依然较为悲观。从行业所处的周期位置看，煤价和行业景气都不具备继续大幅衰退的基础，从 ROE 和分红的角度看，行业也有优质的价值公司龙头，估值应当有所提升。

表 1：主要上市煤企 PB 估值对比（单位：亿元）

证券代码	证券简称	市值	归母净资产	P/B
601898.SH	中煤能源	448	982	0.46
600348.SH	阳泉煤业	111	231	0.48
600123.SH	兰花科创	60	106	0.56
600188.SH	兖州煤业	391	622	0.63
601666.SH	平煤股份	99	148	0.67
600971.SH	恒源煤电	61	90	0.68
000780.SZ	*ST 平能	24	38	0.64
600997.SH	开滦股份	81	117	0.69
601699.SH	潞安环能	193	261	0.74
601101.SH	昊华能源	49	67	0.73
000552.SZ	靖远煤电	55	78	0.70
000983.SZ	西山煤电	170	212	0.80
601088.SH	中国神华	3014	3,620	0.83
601015.SH	陕西黑猫	46	56	0.83
600758.SH	红阳能源	46	54	0.84
600740.SH	山西焦化	95	103	0.92
600985.SH	淮北矿业	191	201	0.95
600121.SH	郑州煤电	25	26	0.95
002128.SZ	露天煤业	179	173	1.04
600408.SH	*ST 安泰	19	19	0.96
601001.SH	大同煤业	79	68	1.16
601918.SH	新集能源	66	62	1.08
600403.SH	大有能源	94	74	1.28
601225.SH	陕西煤业	799	610	1.31
600395.SH	盘江股份	94	75	1.26
600546.SH	山煤国际	255	87	2.93
600397.SH	*ST 安煤	25	8	3.22
000723.SZ	美锦能源	269	81	3.32

资料来源：Wind，中信证券研究部 *市值对应 2020 年 7 月 3 日，归母净资产对应 2020 年一季报数据。

图 13: 各板块 PB-ROE 估值 (以 2019 年年报数据测算)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

中信煤炭一级行业指数在 4 月 28 日达到今年以来低点, 近两周上涨前的低点出现在 6 月 15 日, 我们分别统计了各个股票在两个“低点”以来的区间收益率 (包含分红), 来观察各个公司股票的上涨动能。从个股的分布来看, 焦炭公司的股价普遍表现较强, 主要是相应公司历史上较强的股价弹性以及焦炭连续六轮的提价催化。而焦煤及动力煤上涨龙头互有领先, 我们预计接下来一方面中报预期向好的公司, 另一方面前期表现相对落后、但估值又较低的龙头, 后续收益率表现可能更好。

表 2: 煤炭板块估值低点以来各股票收益率

证券代码	证券简称	4 月 28 日以来涨跌幅	6 月 15 日以来涨跌幅
603113.SH	金能科技	55.46%	33.33%
601001.SH	大同煤业	33.52%	26.01%
002128.SZ	露天煤业	35.59%	23.95%
600397.SH	*ST 安煤	15.38%	23.79%
601699.SH	潞安环能	19.89%	23.19%
600546.SH	山煤国际	46.75%	22.81%
601101.SH	昊华能源	7.92%	17.87%
000983.SZ	西山煤电	15.67%	16.65%
600121.SH	郑州煤电	8.47%	14.53%
600997.SH	开滦股份	18.68%	13.86%
601225.SH	陕西煤业	9.00%	13.49%
601666.SH	平煤股份	3.77%	13.30%
600123.SH	兰花科创	7.89%	13.05%
600985.SH	淮北矿业	14.85%	12.82%
600188.SH	兖州煤业	16.95%	11.68%
600971.SH	恒源煤电	13.20%	11.13%
600348.SH	阳泉煤业	9.92%	10.58%
000552.SZ	靖远煤电	11.52%	10.14%
601898.SH	中煤能源	7.55%	10.13%
600740.SH	山西焦化	13.69%	9.02%
600395.SH	盘江股份	8.81%	7.78%
601918.SH	新集能源	-5.88%	7.56%
600403.SH	大有能源	11.27%	6.76%

证券代码	证券简称	4月28日以来涨跌幅	6月15日以来涨跌幅
601015.SH	陕西黑猫	6.77%	6.74%
601088.SH	中国神华	12.35%	5.73%
600758.SH	红阳能源	-9.42%	3.59%
000723.SZ	美锦能源	-4.64%	3.14%
600408.SH	*ST 安泰	-17.41%	1.65%
000780.SZ	*ST 平能	9.68%	0.85%

资料来源: Wind, 中信证券研究部 *收益率计算截止日为 2020 年 7 月 3 日

随着板块的快速上涨, 市场情绪明显回暖, 短期板块交易活跃度有望进一步提升。上周上涨过后, 板块估值仍处于历史低位, 在行业预期向好的背景下, 短期估值修复有望进一步加速, 推荐高股息、低估值的行业龙头中国神华、平煤股份、陕西煤业, 同时推荐今年以来基本面向好的露天煤业。

表 3: 主要上市煤企盈利预测表

简称	当前股价(元)	目标价(元)	评级	EPS(元/股)				P/E(x)			
				19	20E	21E	22E	19	20E	21E	22E
中国神华	15.88	20.7	买入	2.17	1.79	1.91	2.04	7	9	8	8
兖州煤业	9.66	11	买入	1.76	1.41	1.52	1.76	5	7	6	5
阳泉煤业	4.6	7.81	买入	0.71	0.55	0.70	0.72	6	8	7	6
盘江股份	5.68	7.2	买入	0.66	0.61	0.67	0.74	9	9	8	8
上海能源	5.69	11.24	买入	0.79	0.64	0.79	0.90	7	9	7	6
陕西煤业	7.99	9.20	买入	1.18	0.92	1.08	1.26	7	9	7	6
平煤股份	4.26	6.51	买入	0.50	0.45	0.51	0.60	9	9	8	7
潞安环能	6.45	7.3	买入	0.80	0.60	0.67	0.75	8	11	10	9
露天煤业	9.34	-	买入	1.28	1.35	1.47	1.70	7	7	6	5
中煤能源	4.13	5.9	买入	0.42	0.35	0.40	0.50	10	12	10	8
恒源煤电	5.09	6.15	买入	0.94	0.77	0.79	0.87	5	7	6	6
淮北矿业	8.8	11	买入	1.68	1.38	1.44	1.59	5	6	6	6
美锦能源	6.57	10.25	买入	0.23	0.17	0.26	0.28	29	39	25	23
兰花科创	5.21	5.65	增持	0.58	0.41	0.48	0.61	9	13	11	9
冀中能源	3.26	—	增持	0.26	0.19	0.21	0.27	13	17	16	12
山西焦化	4.82	—	增持	0.31	0.25	0.36	0.55	16	19	13	9
西山煤电	4.14	5.42	增持	0.54	0.39	0.45	0.49	8	11	9	8
开滦股份	5.09	5.56	增持	0.72	0.57	0.59	0.69	7	9	9	7
神火股份	4.45	—	增持	0.71	0.20	0.30	0.47	6	22	15	9
山煤国际	12.87	—	增持	0.59	0.49	0.51	0.59	22	26	25	22
新集能源	2.56	2.95	增持	0.22	0.19	0.21	0.25	12	13	12	10
昊华能源	4.09	4.45	增持	0.22	0.09	0.14	0.22	19	45	29	19
大同煤业	4.7	—	增持	0.54	0.44	0.47	0.53	9	11	10	9

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 *股价对应 2020 年 7 月 3 日收盘价

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）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由荷兰金融市场监管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）受澳大利亚证券和投资委员会监管，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。