

中信证券研究部



徐晓芳
首席商业零售
分析师
S1010515010003

核心观点

超市快速增长（2020H1，同店+13.4%），百货、购物中心业务持续恢复（Q2：同店收入环比+36%/+26%）；供应链（生鲜、直采、自有品牌等维度）、数字化（会员、场景、中台、系统输出等）引领同业。公司保持快速展店（2019/2020H1 展店 75/12 家，储备项目 44 个）；疫情后，在店龄优化、线上贡献利润、冲击消退等因素的综合作用下，公司有望进入业绩的释放期。

■ **收入符合预期，业绩低于预期。**受疫情影响，20H1 公司分别实现营业收入/归属净利润 58.9 亿/0.4 亿元，同比+4.2%/-92.9%；扣非净利润-0.6 亿元，同比-114.1%。20Q2 分别实现营业收入/归属净利润 28.9 亿/0.9 亿元，同比+9.1%/-54.7%。20H1，转租收入减少 2.5 亿元，零售/地产分别实现营业收入 55.1 亿/0.7 亿元，同比-38.7%/-80.7%。20H1 公司经营性现金流量净额-5.3 亿元，较上年同期减少 2.3 亿元。

■ **超市保持高增，百货/购物中心逐渐恢复。**20H1，公司超市/百货/购物中心/便利店可比店营业收入分别同比+13.4%/-30.7%/-26.3%/+6.4%，可比店利润总额同比+16.3%/-76.3%/-88.6%/-3.4%。20H1 超市业务保持快速增长，收入占比达到 69.8%。20Q2，百货和购物中心客流恢复明显（约 9 成），可比店营业收入环比分别+36%/+26%；7、8 月份恢复程度延续。

■ **数字化推进，到家业务增长迅速。**20H1，公司数字化会员超 2700 万，数字化会员销售占比 73.1%，APP 和小程序月活会员合计超 300 万，战略价值更高的两栖会员人数占比同比+10pcts，达到 8 万人。截至 2020/6/30，全国专柜导购连接顾客 680 万，建立近 4 万个企微社群，共进行大型直播 3200 余场，精准运营方式实现引流销售 15.5 亿元。得益于公司在数字化建设上的迅速发展，2020H1/2020Q2，公司线上销售额同比+259%/+286%。2020H1，线上商品销售及数字化服务收入 GMV 达 34.56 亿元，占比 26.6%。分业态看，2020H1 超市/百货线上销售占比分别达到 13%/13%，2020 年全年超市/百货线上销售占比目标达 20%/10%，线上线下融合加速。

■ **展店持续，优势区域门店加密。**截至报告期末，公司拥有购物中心/百货/超市/便利店分别为 27/68/103/174 家，较年初分别新增 3/0/6/3 家。其中 sp@ce 独立超市 22 家，较年初增加 5 家。现有大店/sp@ce 独立超市储备项目 27 个，20H2 目标 sp@ce 独立超市开店 10-20 家，购物中心开店 5-8 家，预计未来几年将是公司高速展店期，聚焦优势区域，加密门店，进一步提升公司在优势区域的市场把控力。

■ **风险因素：**门店客流恢复不达预期；主力区域竞争加剧；门店培育效果不佳。

■ **投资建议：**鉴于线上高增、线下恢复良好、展店速度较快，上调 2020-2022 年营业收入预测为 125.1 亿/138.2 亿/155.1 亿元（原预测为：99.7 亿/111.0 亿/124.5 亿元）。鉴于新店培育、转租损失和成本上升，调整 2020-2022 年归属净利润预测为 2.7 亿/6.8 亿/9.6 亿元（原预测为 4.5 亿/8.3 亿/9.6 亿元），对应 EPS 分别为 0.23/0.57/0.80 元（原预测为 0.37/0.69/0.80 元），维持“买入”评级。

天虹股份 002419

评级 **买入（维持）**

当前价	10.87 元
总股本	1,200 百万股
流通股本	1,200 百万股
52 周最高/最低价	12.24/8.65 元
近 1 月绝对涨幅	-3.12%
近 6 月绝对涨幅	9.23%
近 12 月绝对涨幅	-19.38%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,138	19,393	12,512	13,818	15,505
营业收入增长率	3.2%	1.3%	-35.5%	10.4%	12.2%
净利润(百万元)	904	859	272	684	962
净利润增长率	25.9%	-5.0%	-68.4%	151.6%	40.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.75	0.72	0.23	0.57	0.80
毛利率%	27.25%	28.56%	49.05%	49.62%	49.96%
净资产收益率 ROE%	13.77%	12.36%	4.05%	9.43%	12.28%
每股净资产（元）	5.47	5.79	5.60	6.04	6.53
PE	12	13	40	16	11
PB	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

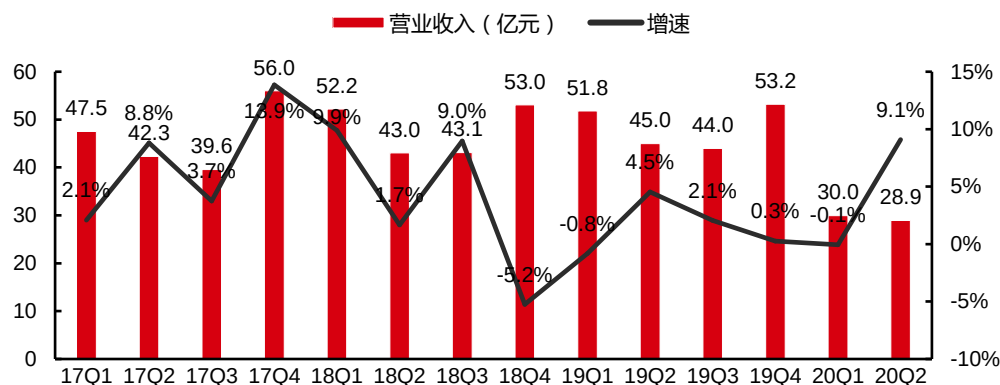
注：股价为 2020 年 8 月 7 日收盘价

数字化建设效果显著

灵智数科助力公司数字化加速发展。2019 年，公司成立子公司灵智数字科技有限公司助力数字化发展。灵智数科的数字化产品可以做到：1) 全业态，覆盖购物中心、超市、百货、便利店；2) 全流程，覆盖消费购物的售前、售中、售后；3) 全系产品，覆盖零售企业数字化前端、中台及后台。除了服务于天虹股份，灵智数科也在为永旺、屈臣氏等同行和上游品牌商提供零售数字化技术服务。2020H1 灵智数科实现营业收入 4481 万元，净利润 1340 万元。

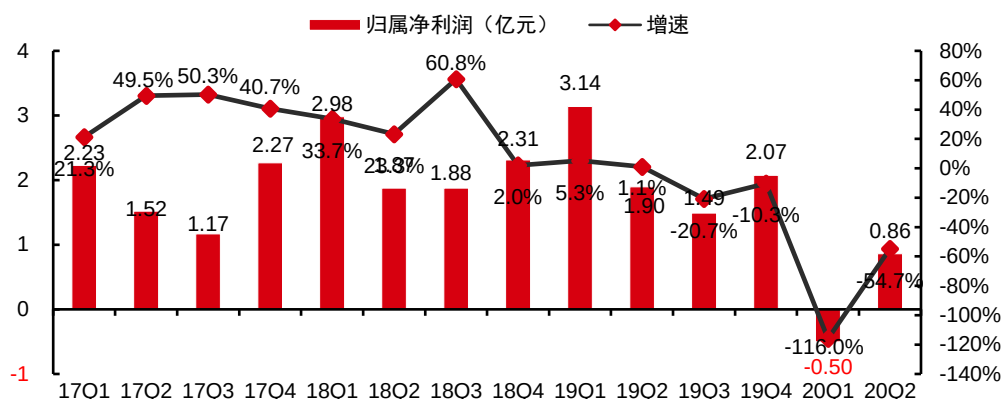
数字化建设效果明显。2020H1，公司数字化会员超 2700 万，较去年同期增加 818 万。线上线均消费的两栖会员价值重大，两栖会员人均消费是单栖线上会员/单栖线下会员的 3.5 倍/4.9 倍；2020H1，两栖会员人数占比同比+10pcts，达到 8 万人。2020H1，数字化会员销售占比达 73.1%，APP 和小程序月活会员合计超 300 万。截至 2020/6/30，全国专柜导购连接顾客 680 万，建立近 4 万个企微社群，共进行大型直播 3200 余场，20Q2 直播占线上收入比例达 10%。2020H1，公司通过会员标签、消费周期管理等精准运营方式实现引流销售 15.5 亿元。目前公司已形成矩阵式数字化产品，包括扫码购、超市到家、海外购、智慧停车、多人拼团、比价系统、服务点评等。未来，公司将进一步推进超市、百货、购物中心、便利店全业态数字化。

图 1：2017 年以来天虹股份分季度营业收入及增速



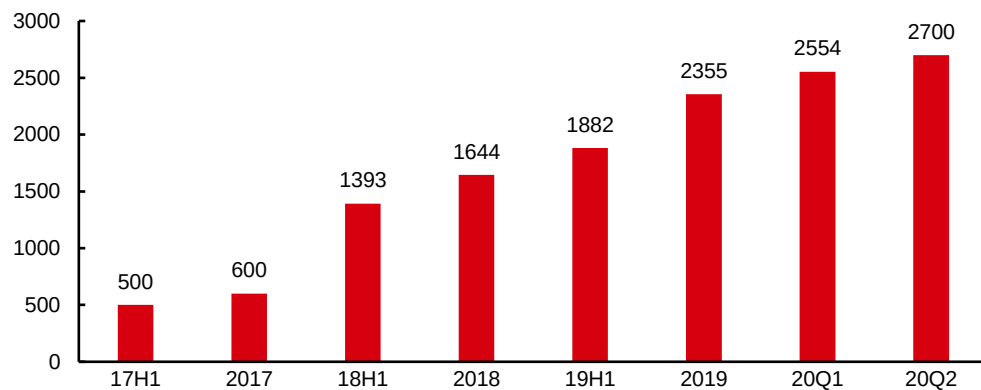
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：20Q1 和 20Q2 为采用新收入准则后的同比增速

图 2：2017 年以来天虹股份分季度归属净利润及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：2017 年以来公司数字化会员人数（单位：万人）变化



资料来源：公司公告，中信证券研究部

打造战略核心商品群，供应链提效

打造战略核心商品群（国际品牌+基地采购+自有品牌）。2020H1 战略核心商品群销售额同比增长 49%，销售占比达 15%。其中，国际直采实现销售同比增长 30%，新增马来西亚、新西兰等知名品牌直采合作；生鲜基地战略商品销售同比增长 28%，生鲜基地数量增加 15 个；自有品牌销售同比增长 72%，销售占比达 8%。2020H1，公司在 2R 商品基础上新增 Ready to heat 即煮商品，3R 商品（Ready to eat、Ready to heat、Ready to cook）销售同比增长 25%。

物流供应链效率进一步提升。截至 2020/6/30，公司物流中心的业务覆盖广东、福建、江西、湖南 4 省 23 市，满足 96 家超市、174 家便利店共 270 家门店及网上天虹的仓储及配送业务；共有 10 个自营配送中心（6 个常温仓+4 个低温仓），仓储面积达 9.3 万平方米，其中自有物业 5.2 万平方米；运输配送均为外租运力。公司将继续推进建设大朗三期，启动大朗一、二期冷库改建，供应链将向成本更优、效率更高、智慧化推进。

表 1：截至 2020/6/30 天虹股份分区域门店数量及面积

	购物中心		百货		超市		便利店	
	数量 (家)	面积 (万平)	数量 (家)	面积 (万平)	数量 (家)	面积 (万平)	数量 (家)	面积 (万平)
华南区	10	62.12	36	85.23	61	28.59	137	1.35
华中区	10	71.77	19	49.85	29	14.43	0	0
东南区	3	15.38	5	12.28	6	2.49	37	0.4
华东区	4	32.54	4	13.93	4	1.68	0	0
北京	0	0	3	7.25	2	1.16	0	0
成都	0	0	1	3.45	1	0.53	0	0
合计	27	181.81	68	171.99	103	48.88	174	1.75

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 2：2020H1 天虹股份分区域、分业态可比店毛利额、营业收入及利润总额增速

地区	业态	数量 (家)	营业收入 (亿元)	营业收入同比	毛利额 (亿元)	毛利额同比	月均营收坪效 (元/ m2)	利润总额 同比
华南区	超市	44	24.7	15%	6.0	8%	1,965	9%
	百货	36	6.5	-32%	5.7	-34%	126	-74%
	购物中心	2	1.1	-29%	0.6	-39%	112	-63%
	小计	82	32.3	-1%	12.3	-19%	439	-46%
东南区	超市	6	1.8	4%	0.5	-3%	1,206	11%
	百货	5	0.9	-30%	0.8	-30%	120	-67%
	购物中心	2	0.5	-20%	0.2	-33%	66	-582%
	小计	13	3.2	-12%	1.5	-24%	198	-73%
华中区	超市	20	6.3	13%	1.5	10%	1,049	75%
	百货	16	2.0	-29%	1.8	-30%	83	-75%
	购物中心	4	0.6	-27%	0.4	-44%	43	-136%
	小计	40	9.0	-3%	3.7	-20%	199	-56%
华东区	超市	3	0.5	8%	0.1	1%	680	59%
	百货	4	0.7	-29%	0.6	-31%	86	-64%
	购物中心	3	1.0	-26%	0.6	-37%	74	-81%
	小计	10	2.2	-21%	1.3	-32%	99	-71%
北京	超市	2	0.6	-2%	0.2	-15%	897	-21%
	百货	3	0.6	-31%	0.4	-35%	128	-371%
	小计	5	1.2	-18%	0.6	-30%	233	-1014%
成都	超市	1	0.2	-3%	0.1	4%	763	161%
	百货	1	0.1	-25%	0.1	-25%	62	-1167%
	小计	2	0.4	-12%	0.2	-17%	155	-1166%
合计		152	48.2	-4%	19.6	-21%	293	-53%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 3：2020H1 天虹股份分业态可比店毛利额、营业收入及利润总额增速

业态	营业收入 (亿元)	营业收入 占比	营业收入同比	毛利额 (亿元)	毛利额同比	月均营收坪效 (元/ m2)	利润总额 同比	利润总额 占比
超市	34.2	70%	13%	8.3	7%	1,565	16%	65%
百货	10.8	22%	-31%	9.4	-32%	110	-76%	31%
购物中心	3.2	7%	-26%	1.8	-39%	71	-89%	3%
便利店	0.8	2%	6%	0.3	-4%	1,553	-3%	1%
合计	49.1	100%	-4%	19.9	-21%	297	-53%	100%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

业绩分析：收入增长 4.2%，利润下滑 92.9%

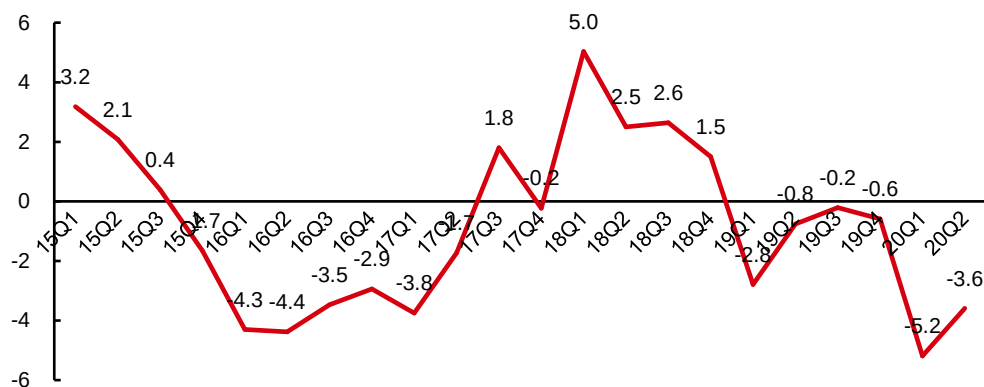
2020H1 营业收入同比+4.2%，原因在于：1) 到家业务爆发式增长；2) 门店客流恢复良好。2020H1 归属净利润下滑明显（同比-92.9%），原因在于：1) 地产业务下降较多（收入下降 3 亿元，利润下降 9000 万元）；2) 转租收入减少（20H1 天虹为供应商合计减免租金 2.5 亿元；物业给天虹合计减租 9000 万元，按照摊销模式只有 2400 万元体现在 20H1 利润中）；3) 部分门店还处在恢复中，新店培育和次新店成长需要时间。

成长：线上高增，内生、外延双轮驱动

线上业务高增：2020H1，公司进一步完善到家业务，现有到家业务包括：1) 极速达，3 公里内 1 小时达，6 公里内 2 小时达；2) 同城次日达，配送范围在 6 公里外，满足消费者计划性消费和囤货需求；3) 优品全国配，对全国范围内没有天虹线下门店的城市进行全球大牌好货、自有品牌商品配送。2020H1/2020Q2，公司线上销售额同比+259%/+286%。2020H1，线上商品销售及数字化服务收入 GMV 达 34.56 亿元，占比达 26.6%。分业态看，2020H1 超市/百货线上销售占比分别达到 13%/13%，2020 年全年超市/百货线上销售占比目标达 20%/10%。

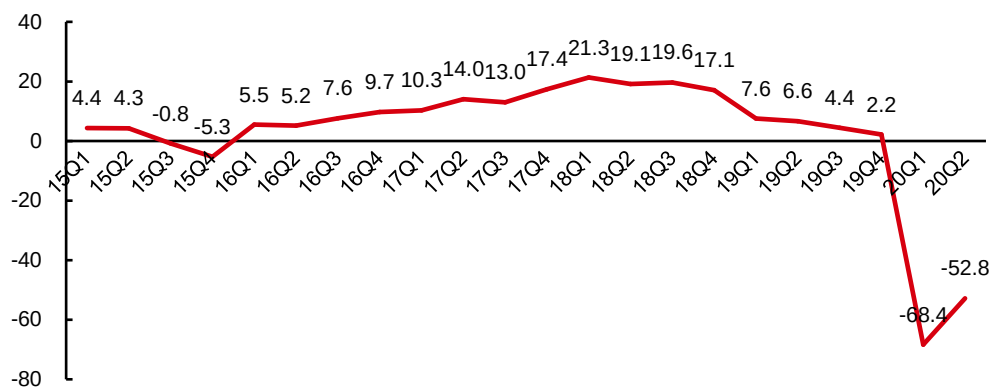
内生增长有望恢复：受疫情影响，2020H1 公司整体同店增速出现下滑，为-3.6%（2019H1 同店-0.8%）但超市板块同店表现亮眼（20H1 同店增速 13.4%），受益于公司对冲击的良好应对以及客流逐渐恢复，2020Q2 公司同店收入增速和利润增速均较 2020Q1 有所回升，预计 2020H2 同店收入/利润增速有望进一步提升。

图 4：天虹股份可比店收入（累计，%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：20Q1、20Q2 为采用新收入准则后的同店增速

图 5：天虹股份可比店利润总额（累计，%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

外延增长持续：2018/2019 年公司开店 64/75 家，2020H1 展店 12 家，现有大店/sp@ce 独立超市储备项目 27/17 个，预计 2020 全年将展店 30-40 家。公司未来会加大 sp@ce 独立超市的开店，主力开店区域依然是广东、江西等优势区域，加密布局，进一步提升在优势区域的市场把控力。

公司线下保持快速展店，线上数字化领先同业，到家业务高速增长。疫情后，在店龄优化、线上贡献利润、冲击消退等因素的综合作用下，公司有望进入业绩释放期。

表 4：天虹股份收入、利润拆分预测

分类	指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
上市公司	营业收入（亿元）	191.4	193.9	125.1	138.2	155.1
	增速	3.2%	1.3%	-35.5%	10.4%	12.2%
	净利润（亿元）	9.0	8.6	2.7	6.8	9.6
	增速	25.9%	-5.0%	-68.4%	151.6%	40.7%
地产业务	营业收入（亿元）	5.5	5.9	3.0	-	-
	净利率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	净利润	0.6	0.6	0.3	-	-
商业主营(即：剔除地产后)	营业收入（亿元）	185.9	188.0	122.1	138.2	155.1
	增速	4.5%	1.2%	-35.1%	13.2%	12.2%
	净利润（亿元）	8.5	8.0	2.4	6.8	9.6
	增速	35.10%	-5.8%	-69.7%	182.8%	40.7%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

风险因素

门店客流恢复不达预期；主力区域竞争加剧；门店培育效果不佳。

盈利预测与投资建议

鉴于线上高增、线下恢复良好、展店速度较快，上调 2020-2022 年营业收入预测为 125.1 亿/138.2 亿/155.1 亿元（原预测为：99.7 亿/111.0 亿/124.5 亿元）。鉴于新店培育、转租损失和成本上升，调整 2020-2022 年归属净利润预测为 2.7 亿/6.8 亿/9.6 亿元（原预

测为 4.5 亿/8.3 亿/9.6 亿元), 对应 EPS 分别为 0.23/0.57/0.80 元(原预测为 0.37/0.69/0.80 元), 维持“买入”评级。

表 5: 天虹股份盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,138	19,393	12,512	13,818	15,505
营业收入增长率	3.2%	1.3%	-35.5%	10.4%	12.2%
净利润(百万元)	904	859	272	684	962
净利润增长率	25.9%	-5.0%	-68.4%	151.6%	40.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.75	0.72	0.23	0.57	0.80
毛利率%	27.25%	28.56%	49.05%	49.62%	49.96%
净资产收益率 ROE%	13.77%	12.36%	4.05%	9.43%	12.28%
每股净资产 (元)	5.47	5.79	5.60	6.04	6.53
PE	12	13	40	16	11
PB	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 8 月 7 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	19,138	19,393	12,512	13,818	15,505
营业成本	13,922	13,853	6,374	6,961	7,759
毛利率	27.25%	28.56%	49.05%	49.62%	49.96%
营业税金及附加	155	151	103	111	124
销售费用	3,627	4,022	5,236	5,182	5,654
营业费用率	18.95%	20.74%	41.85%	37.50%	36.46%
管理费用	439	428	518	716	801
管理费用率	2.29%	2.21%	4.14%	5.18%	5.17%
财务费用	(29)	(15)	(45)	(15)	(56)
财务费用率	-0.15%	-0.07%	-0.36%	-0.11%	-0.36%
投资收益	110	7	0	0	0
营业利润	1,163	1,090	340	869	1,226
营业利润率	6.08%	5.62%	2.72%	6.29%	7.91%
营业外收入	33	39	39	37	38
营业外支出	27	24	29	27	27
利润总额	1,169	1,105	350	880	1,238
所得税	264	244	77	195	274
所得税率	22.60%	22.11%	22.11%	22.11%	22.11%
少数股东损益	0	2	0	1	2
归属于母公司股东的净利润	904	859	272	684	962
净利率	4.73%	4.43%	2.17%	4.95%	6.21%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,169	1,105	350	880	1,238
所得税支出	-264	-244	-77	-195	-274
折旧和摊销	436	478	522	534	551
营运资金的变化	934	222	-2,652	566	562
其他经营现金流	-80	-102	-51	-14	-55
经营现金流合计	2,195	1,459	-1,908	1,771	2,022
资本支出	-554	-701	-649	-623	-623
投资收益	110	7	0	0	0
其他投资现金流	-1,454	120	0	0	0
投资现金流合计	-1,898	-574	-649	-623	-623
发行股票	0	1	0	0	0
负债变化	0	0	1,492	-825	-638
股息支出	-360	-480	-504	-147	-378
其他融资现金流	-9	0	45	15	56
融资现金流合计	-369	-479	1,033	-957	-960
现金及现金等价物净增加额	-73	406	-1,523	192	439

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,969	4,377	2,854	3,045	3,485
存货	1,050	843	388	424	472
应收账款	65	101	65	72	81
其他流动资产	4,042	4,268	4,108	4,135	4,169
流动资产	9,126	9,590	7,415	7,676	8,207
固定资产	4,469	4,362	4,198	3,994	3,776
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	939	913	915	917	919
其他长期资产	1,721	1,768	2,057	2,348	2,636
非流动资产	7,129	7,044	7,170	7,259	7,331
资产总计	16,255	16,633	14,585	14,935	15,538
短期借款	0	0	1,492	667	29
应付账款	3,473	3,112	1,432	1,564	1,743
其他流动负债	6,088	6,425	4,796	5,301	5,777
流动负债	9,561	9,537	7,720	7,532	7,549
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	122	141	141	141	141
非流动性负债	122	141	141	141	141
负债合计	9,684	9,678	7,862	7,673	7,690
股本	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
资本公积	1,309	1,309	1,309	1,309	1,309
归属于母公司所有者权益合计	6,568	6,950	6,717	7,255	7,839
少数股东权益	4	6	6	7	9
股东权益合计	6,571	6,955	6,723	7,262	7,848
负债股东权益总计	16,255	16,633	14,585	14,935	15,538

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	3.25%	1.33%	35.48%	10.44%	12.21%
营业利润增长率	25.98%	-6.30%	68.81%	155.79%	41.00%
净利润增长率	25.92%	-4.98%	68.36%	151.57%	40.69%
毛利率	27.25%	28.56%	49.05%	49.62%	49.96%
EBITDA Margin	7.92%	7.79%	6.61%	10.11%	11.17%
净利率	4.73%	4.43%	2.17%	4.95%	6.21%
净资产收益率	13.77%	12.36%	4.05%	9.43%	12.28%
总资产收益率	5.56%	5.17%	1.86%	4.58%	6.19%
资产负债率	59.57%	58.19%	53.90%	51.38%	49.49%
所得税率	22.60%	22.11%	22.11%	22.11%	22.11%
股利支付率	53.09%	58.67%	53.96%	55.24%	55.96%

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 Dalamal 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。