



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

市场担心公建物业管理市场激烈的竞争之下，公司增长乏力；也担心激烈的并购市场竞争中，公司不能有效外延扩张。从公司发展态势而言，我们认为公司已经强化了人才储备，巩固了专业优势，可能即将进入业务快速发展的新阶段。

■ **先有一流团队，后有一流业务。**公司历史上注重人才，注重战略规划确定后的团队激励和成长。在公司上市前后，也引入一批适合公建物业管理行业、业内一流的职业经理人充实公司高管团队和业务部门。我们认为，这为公司日后的发展奠定了坚实基础。

■ **公司持续获取优质服务合同。**我们认为，后勤保障社会化之下的公建物管市场蛋糕不断扩大，尽管新入场的竞争者日渐增加，但公司仍有专业能力的优势。且公司不断扎实细分领域的标准化产品和服务能力，从重庆走向全国。中国政府招标采购网的公开信息显示，公司 2020 年下半年起业务增长提速。

■ **并购初试锋芒，后续值得期待。**除了公司自身外拓外，我们认为并购仍然值得期待。目前民兴物业股权转让已经完成，我们相信不论是区域还是业态上均有协同之处，整合难度低，能够发挥出 1+1>2 的效应。值得关注的是，公司募集资金仅使用 40%（包含民兴物业收购），公司现金储备尚有余力，潜在收购值得期待。

■ **风险因素：**并购市场竞争激烈，公司后续存在并购价格过高，或并购整合难度较大的风险。

■ **投资策略：**公司是物管行业中少数聚焦非住宅的公司之一。公司全国化发展空间广阔，管理层利益与股东高度一致，20 余年的发展中沉淀了业务的产品化和标准化。我们维持公司 2020/2021/2022 年 EPS 预测 1.19/1.88/2.49 元，维持公司 75.00 元/股的目标价，维持公司“买入”的投资评级。

新大正	002968
评级	买入（维持）
当前价	52.38 元
目标价	75.00 元
总股本	107 百万股
流通股本	46 百万股
52 周最高/最低价	88.83/46.64 元
近 1 月绝对涨幅	0.11%
近 6 月绝对涨幅	1.31%
近 12 月绝对涨幅	24.54%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	885.8	1,054.6	1,339.7	2,045.4	2,686.8
营业收入增长率	15.4%	19.1%	27.0%	52.7%	31.4%
净利润(百万元)	88.1	104.5	127.8	201.5	267.5
净利润增长率	24.7%	18.6%	22.4%	57.6%	32.7%
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.82	0.97	1.19	1.88	2.49
毛利率%	21.2%	21.1%	21.8%	21.9%	21.8%
净资产收益率 ROE%	32.8%	13.9%	15.3%	20.5%	22.9%
每股净资产(元)	3.74	10.52	11.68	13.74	16.27
PE	63.9	53.9	44.0	27.9	21.0
PB	14.0	5.0	4.5	3.8	3.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 12 月 16 日收盘价

## 目录

先有一流团队，后有一流业务.....	1
专业外拓能力值得信赖.....	1
并购初试锋芒，后续值得期待.....	4
风险因素 .....	4
投资策略 .....	5

## 插图目录

图 1：公司在重庆的项目数量.....	2
图 2：公司在管的重庆典型项目：重庆大学虎溪校区 .....	2
图 3：重点物管企业 2020 年上半年收入情况 .....	3
图 4：公司提出聚焦中心城市的战略 .....	3

## 表格目录

表 1：重点物业管理公司对于非住宅业态的表述.....	1
表 2：2016 年后各单位后勤保障社会化的法律法规、官方定调和社会舆情 .....	2
表 3：公司在物业服务产品化、标准化方面的努力 .....	3
表 4：公司五大业态在管项目数量 .....	3
表 5：新大正签订的额度较大的服务合同 .....	3
表 6：公司募集资金用途 .....	4

## ■ 先有一流团队，后有一流业务

市场一度质疑，公司在上市之后并购进展缓慢，收入增长亦不快。但我们认为，作为一个轻资产服务行业的中小企业，其发展最根本的在于人才以及依托于人才的现代管理机制，而不在于短期的项目储备。

公司从传统上就重视分享、重视人才，在上市之前已经形成了团队持股的局面。这种管理团队持股的局面，客观上不仅有利于发挥公司的主观能动性，也有利于在公司出于长期发展考虑，开始管理层换血时，新老管理团队包容合作，共同向前（因为老团队成员都是股东，都能以公司利益最大化为目标）。

2019 年之后，公司积极招聘职业经理人团队，强化职能部门实力，更是吸引了公建物业行业翘楚，原中航物业总经理刘文波先生加盟公司。我们相信，公司职业经理人团队的不断充实，是公司未来业务快速发展的基础。

## ■ 专业外拓能力值得信赖

公司在 2020 年前三季度收入的同比增速低于 20%，这引发了市场对于公司外拓能力的担心。再加上一些住宅物业管理龙头也纷纷进入公建等赛道，市场担心竞争之下公司发展空间越来越窄。

表 1：重点物业管理公司对于非住宅业态的表述

公司	表述
碧桂园服务	现阶段住宅小区仍是我们服务重点，随着第三方项目的稳步增长，我们的物业管理组合亦渐趋多元化，将小区生活服务向城市综合一体化服务延伸，涵盖包括商业物业、写字楼、多功能综合楼、政府大楼、医院及其他公共设施、产业园、高速公路服务站、公园、景区及学校等非住宅物业。
融创服务控股	继续聚焦核心城市，积极拓展中高端住宅小区的同时，也会积极把握商业物业和城市公共物业的机会，扩大管理规模、品牌影响力和综合实力。
绿城服务	基于我们过去 20 多年积累的服务能力和管理经验，我们根据客户类型不断细分专业赛道、创新服务模式，以优质服务深耕住宅服务市场的同时，通过绿城云享打造商写端资产保值增值的共赢服务，持续为我们带来了稳定收入、利润及上佳口碑。
保利物业	住宅与非居业态并重。本集团加速推进大物业发展战略，在住宅管理规模稳健增长基础上，多元业态结构进一步优化，非居业态已成为本集团规模化发展的重要驱动力之一。

资料来源：各企业 2020 年中报及招股说明书，中信证券研究部

我们并不担心公司未来的发展增速。

一方面，越来越多企业涌入公建赛道的背景，是后勤保障社会化的浪潮席卷，市场空间在不断增加。在一个蛋糕不断增大的市场（和住宅物业管理不同），并不需要太过于担心分享蛋糕的参与者越来越多。

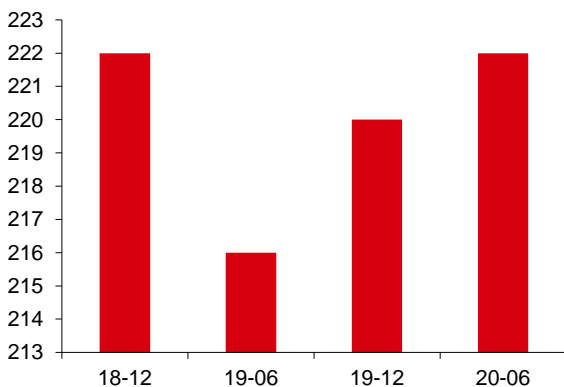
表 2：2016 年后各单位后勤保障社会化的法律法规、官方定调和社会舆情

后勤服务主体	时间	来源	具体内容
医疗卫生系统	2018 年 11 月	国家卫生健康委主任、党组书记马晓伟批示	推进医院后勤服务社会化，努力实现效益与效率的有机统一。——“第四届全国医院后勤改革发展大会”
政府机关	不定	各地地方政策	四川：至 2020 年，省直部门机关后勤服务社会化率达 100% 江西：2018 年 8 月 1 日，《江西省机关事务管理办法》正式施行，明确县级以上政府应当推进机关后勤服务社会化改革，鼓励和引导社会力量为机关提供专业化服务。 云南：2017 年 11 月，云南省省级机关后勤服务社会化改革全面启动。 北京：2019 年《北京市政府购买服务预算管理办法》，各部门应特别加大政府购买基本公共服务力度。
教育系统/高校	2018 年 1 月	教育部	要充分认识和发挥市场在资源配置中的决定性作用，按照推进实现后勤服务社会化的总体要求，积极探索机关后勤服务社会化保障模式。
	法规	教育部关于深化高校后勤社会化改革的若干意见	稳步开放校内后勤服务市场，逐步剥离高校后勤服务经营职能，将后勤社会化改革纳入学校办学评价体系
法院	2017 年 8 月	全国法院机关后勤服务工作经验交流座谈会	要推进机关服务社会化改革，坚持成熟一项办一项，逐步实现机关后勤部门由直接“养人办后勤”到间接“用人管后勤”的转变。
军队	2018 年 1 月	中国军网 国防部网	明确加快后勤保障社会化脚步。 并早前有法规《国务院、中央军委关于推进军队后勤保障社会化有关问题的通知》。
国企家属区	2016 年 6 月	国务院国资委、财政部	《关于国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作指导意见》。2016 年开始，在全国推进国有企业（含中央企业和地方国有企业）职工家属区“三供一业”分离移交工作。

资料来源：各级政府机关官网，中信证券研究部

另一方面，专业的人干专业的事情，公司深耕重庆 20 多年，确实对设施设备管理、多业态运维、产品服务打造有丰富的经验。这种经验当然并非不可逾越，但新入局者在进步，公司也在进步。我们认为，公司的核心优势并不来自于和甲方的关系，而来自于专业细节处置能力、人力资源的管理能力、外包业务的整合能力等。

图 1：公司在重庆的项目数量



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：重庆区域在管项目数量波动，主要是由于专项保洁或保安类项目撤场

图 2：公司在管的重庆典型项目：重庆大学虎溪校区



资料来源：公司官网；注：图为该校图书馆设施设备室

公司在多条赛道都积极争取有所突破，重视产品的标准化建设，我们预计未来还有新的细分业态拓展空间。

表 3：公司在物业服务产品化、标准化方面的努力

2008 年	起草、编制《重庆市商务楼宇物业管理服务标准》（地方标准）。
2014 年	参与全国首个公租房物业管理服务地方标准《公共租赁住房物业管理服务规范》编制。
2015 年	起草、编制了《高校物业管理服务规范》，成为高校物业管理服务业标准化试点单位，并于 2017 年通过了试点地方标准评审验收。参与《住宅物业服务规范》（国家标准）编制。
2020 年	《机场航站楼物业服务规范》团体标准由新大正申请立项，将涵盖机场航站楼物业服务基本要求、机场安全管控，航站楼常规保洁服务、手推车管理、停车场管理、工程维修管理等内容。

资料来源：公司官网及微信公众号，中信证券研究部

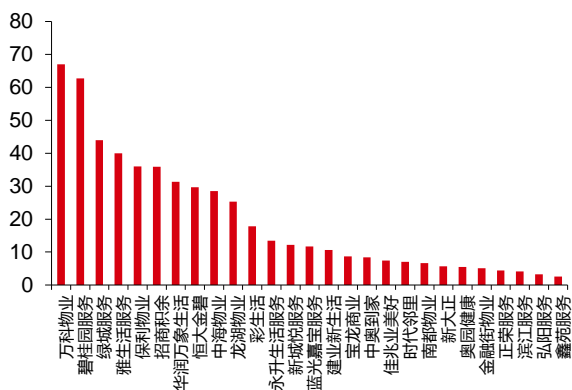
表 4：公司五大业态在管项目数量

业态	2018 年底	2019 年底	2020 年中	发展历程
公共物业	74	72	75	2004 年承接九龙坡区机关物业，进入公共物业领域。
学校物业	56	66	60	2005 年承接重庆大学虎溪校区物业，进入学校物业领域。
商住物业	96	88	77	
航空物业	6	9	11	2016 年承接江北国际机场物业，进入航空物业领域。
办公物业	82	92	101	
合计	308	325	334	

资料来源：公司官网，中信证券研究部

公司凭借专业能力布局全国，可发力的区域在明显上升。2020 年上半年，公司非重庆区域收入占比 30.8%，较 2018、2019 年有明显提升。我们相信中心城市局面的打开，全国化的发展，将会是公司收入增长，保持行业一定地位的重要驱动。

图 3：重点物管企业 2020 年上半年收入情况（亿元）



资料来源：各企业公告，中信证券研究部

图 4：公司提出聚焦中心城市的战略



资料来源：公司微信公众号

我们对中国政府招标采购网上公司的中标项目做了统计，2020 年下半年来公司合同金额较大的项目数量有明显提升。

表 5：新大正签订的额度较大的服务合同

合同签订时间	合同金额（万元）	采购人/甲方单位
2020/11/1	1,068	重庆市大足区人民医院
2020/10/29	1,154	重庆市第一社会福利院



合同签订时间	合同金额 (万元)	采购人/甲方单位
2020/8/21	8,810	贵州电子科技职业学院
2020/7/23	3,147	广西大学
2019/10/24	1,516	重庆工程职业技术学院
2018/5/19	1,766	重庆自然博物馆
2018/1/1	4,991	重庆大学
2017/8/31	1,159	重庆理工大学
2017/4/21	1,514	重庆图书馆
2016/11/18	1,679	重庆工程职业技术学院

资料来源：中国政府招标采购网，中信证券研究部

## ■ 并购初试锋芒，后续值得期待

2020年10月，公司公告拟以9,700万并购民兴物业100%股权，目前收购标的股东股权转让工商变更登记已经完成。

民兴物业收购估值低，业务协同性好。民兴物业最新一期（2020年三季度末）净资产4,157万元，2019年全年营业收入26,155万元，净利润3,113万元，收购估值水平远低于市场可比案例。民兴物业区域分布上以成都市区为主，且业态主要为国企总部办公楼、政府行政办公楼、综合写字楼等为核心，业态上与公司高度协同。我们相信这一收购整合难度低，能够发挥出1+1>2的效应。

公司于2019年底IPO募集资金净额4.3亿元，投向两个方面：增强内部能力和向外拓展业务。从投资进度看，公司外拓的潜在资金储备尚有余力，潜在收购值得期待。

表6：公司募集资金用途

承诺投资内容	金额	累计投入金额	投资进度
物业管理信息化项目	9,271	1,211	13%
物业业务拓展项目	5,940	2,283	38%
人力资源及企业文化建设项目	3,643	1,162	32%
市政环卫业务拓展项目	10,364	0	0%
停车场改造及投资建设项目/收购民兴物业	11,249	9,730	86%
偿还银行贷款项目	3,000	3,000	100%
合计	43,467	17,386	40%

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：考虑民兴物业收购更改募集资金用途，其余数据截至2020年中。

## ■ 风险因素

并购市场竞争激烈，公司后续存在并购价格过高，或并购整合难度较大的风险。

## ■ 投资策略

公司是物管行业中少数聚焦非住宅的公司之一。公司全国化发展空间广阔，管理层利益与股东高度一致，20余年的发展中沉淀了业务的产品化和标准化。我们维持公司2020/2021/2022年EPS预测1.19/1.88/2.49元，维持公司75.00元/股的目标价，维持公司“买入”的投资评级。

## ■ 相关研究

- 新大正（002968）重大事项点评—良性并购的秘诀在内生长力 (2020-10-14)
- 新大正（002968）2020年中报点评--全国化多业态的发展之路 (2020-08-19)
- 新大正（002968）2019年年报点评—人才和科技赋能，区域和品牌提档 (2020-04-01)
- 新大正（002968）重大事项点评--依托专业能力，“应急大考”交出满意答卷 (2020-02-04)



**利润表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	886	1,055	1,340	2,045	2,687
营业成本	698	832	1,047	1,597	2,101
毛利率	21.24%	21.14%	21.81%	21.93%	21.79%
营业税金及附加	6	7	8	13	17
销售费用	13	17	23	38	51
营业费用率	1.51%	1.64%	1.71%	1.87%	1.90%
管理费用	69	80	101	151	196
管理费用率	7.73%	7.60%	7.50%	7.40%	7.30%
财务费用	1	1	(6)	(8)	(10)
财务费用率	0.11%	0.09%	-0.47%	-0.40%	-0.36%
投资收益	(0)	1	0	0	0
营业利润	104	124	150	236	314
营业利润率	11.69%	11.73%	11.23%	11.55%	11.69%
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	0	2	2	1	2
利润总额	104	122	150	236	313
所得税	16	17	21	33	44
所得税率	15.12%	14.05%	14.05%	14.05%	14.05%
少数股东损益	0	1	1	1	2
归属于母公司股东的净利润	88	104	128	202	267
净利率	9.94%	9.91%	9.54%	9.85%	9.96%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	246	618	750	885	1,024
存货	0	1	1	1	2
应收账款	70	139	132	210	298
其他流动资产	41	69	64	107	148
流动资产	358	826	947	1,203	1,471
固定资产	95	123	113	103	93
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	1	2	2	2	2
其他长期资产	44	44	55	69	89
非流动资产	141	169	170	175	184
资产总计	498	995	1,117	1,378	1,655
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	10	37	47	71	93
其他流动负债	188	195	223	311	382
流动负债	198	232	269	382	476
长期借款	31	0	0	0	0
其他长期负债	0	8	8	8	8
非流动性负债	31	8	8	8	8
负债合计	229	240	278	390	484
股本	54	72	107	107	107
资本公积	81	497	462	462	462
归属于母公司所有者权益合计	268	754	837	984	1,166
少数股东权益	1	1	2	4	5
股东权益合计	269	755	839	988	1,171
负债股东权益总计	498	995	1,117	1,378	1,655

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	104	122	150	236	313
所得税支出	-16	-17	-21	-33	-44
折旧和摊销	7	8	10	10	10
营运资金的变化	15	-66	44	-17	-41
其他经营现金流	3	4	-1	-1	-3
经营现金流合计	114	51	182	195	235
资本支出	-56	-27	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
其他投资现金流	1	1	-11	-15	-20
投资现金流合计	-55	-26	-11	-14	-19
发行股票	0	448	0	0	0
负债变化	49	37	0	0	0
股息支出	-54	-44	-44	-54	-86
其他融资现金流	-2	-97	6	8	10
融资现金流合计	-7	344	-38	-46	-76
现金及现金等价物净增加额	51	369	133	134	139

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	15.41%	19.05%	27.03%	52.68%	31.36%
营业利润增长率	18.28%	19.44%	21.68%	57.04%	32.89%
净利润增长率	24.66%	18.60%	22.37%	57.63%	32.75%
毛利率	21.24%	21.14%	21.81%	21.93%	21.79%
EBITDA Margin	12.61%	12.40%	11.40%	11.57%	11.61%
净利率	9.94%	9.91%	9.54%	9.85%	9.96%
净资产收益率	32.85%	13.86%	15.27%	20.48%	22.94%
总资产收益率	17.67%	10.49%	11.44%	14.62%	16.16%
资产负债率	45.96%	24.15%	24.88%	28.32%	29.25%
所得税率	15.12%	14.05%	14.05%	14.05%	14.05%
股利支付率	61.01%	42.52%	42.52%	42.52%	42.52%

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) 024/12/2020。

**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。