

2021年下半年大类资产配置策略

股债均衡，低配商品

余经纬

中信证券研究部 首席大类资产配置分析师

2021年6月1日

■ 一、周期轮动：从过热向回落阶段过渡

➢ 预计本轮金融周期于今年底到达底部，通胀读数的高点出现在今年5月，此后库存、盈利和房地产周期都将进入见顶回落的过程

■ 二、政策线索：“双碳”与货币政策展望

➢ 当前稳货币+紧信用的组合或仍持续，但利率下行空间有限，四季度可能面临政策重心的切换，进而引发利率调整。

■ 三、A股淡化周期思维，逐步转向成长主线

➢ PPI通胀担忧的顶点已过，上半年交易经济复苏的行情已告结束，下半年应淡化周期思维，逐步转向成长主线。

■ 四、利率低位震荡，4季度或将面临上行压力

➢ 预计四季度政策目标重心将转向稳增长，叠加美联储等海外央行货币政策收紧压力加大，或出现“紧货币+稳信用”组合

■ 五、商品总体上行空间和投资机会料已不大

➢ 全球经济复苏亦在进行之中，预计油价中枢中长期仍将上行。决策层持续关注大宗商品价格上涨，黑色系商品政策风险不容忽视。

■ 风险因素：

➢ 全球疫情反复，疫苗接种或效果不及预期；主要大宗商品价格再度大幅上行；国内货币政策快速收紧。

CONTENTS

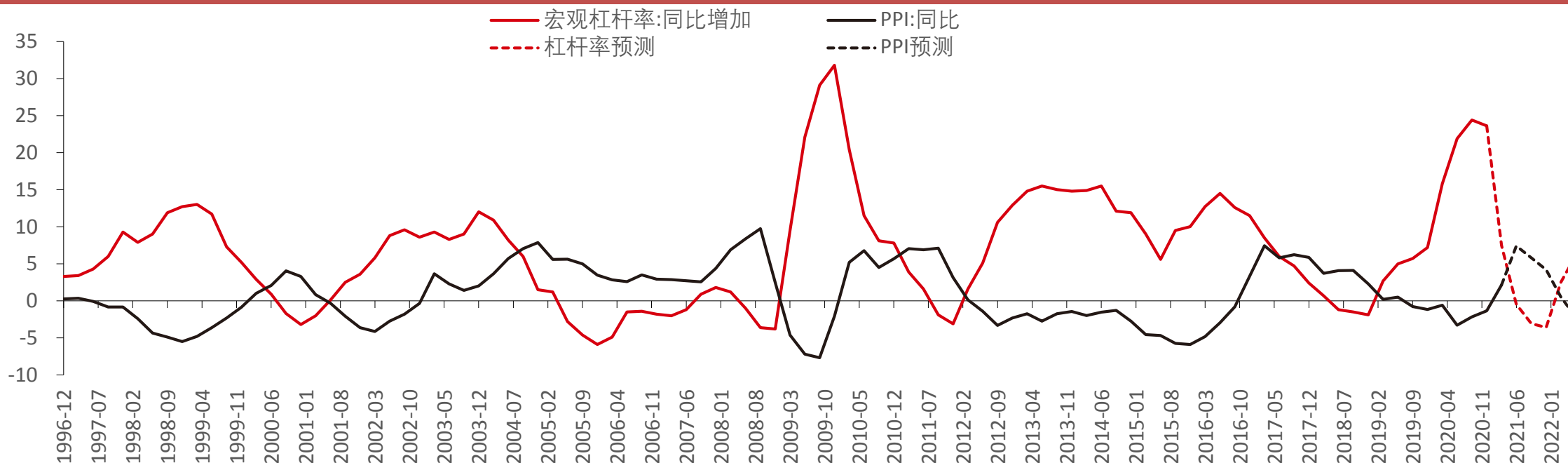
目录

1. 周期轮动：从过热向回落阶段过渡
2. 政策线索：“双碳”与货币政策展望
3. 2021年下半年大类资产展望：股债均衡，低配商品
4. 2021年下半年大类资产配置策略汇总

周期轮动：从过热向回落阶段过渡

- 预计下半年伴随通胀周期的见顶回落，本轮短周期将从过热向回落阶段过渡
 - 本轮金融周期的扩张始于2019年初，于2020Q4见顶，并预计于今年底到达底部，结束本轮广义流动性的收缩阶段；
 - 预计PPI通胀读数的高点出现在今年5月，此后库存周期、盈利周期和房地产周期都将进入见顶回落的过程；
 - 从周期阶段判断，预计下半年本轮短周期将从过热阶段进入回落阶段，名义和实际GDP增速也将向常态化回归。

2021H2对应的周期阶段是金融周期下行阶段尾声，实体经济周期下行阶段的起点（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

- 上半年权益资产的区间震荡是收缩的广义流动性与扩张的盈利增速对冲的结果，盈利弹性是行业选择的关键
 - 上半年广义流动性的收缩对高估值板块不利，核心资产和部分成长板块出现大幅调整；
 - 上半年盈利的高增又对估值压力形成对冲，周期板块在上半年领跑市场；
 - 估值压力也导致低估值的银行板块跑赢大盘。

- 预计下半年广义流动性仍处于收缩阶段，但是斜率可能放缓，估值压力将有所缓解，但盈利增速也将见顶回落，权益资产总体压力不减，结构将更加均衡
 - 盈利方面，下半年通胀周期回落意味着盈利增速也将重新进入下行阶段；
 - 节奏方面，Q3盈利增速预计好于Q4,，但估值压力预计高于Q4；
 - 结构方面，广义流动性下行斜率放缓意味着高估值和成长板块的调整压力缓解，预计下半年权益资产的结构将更加均衡，建议优先配置有长逻辑支撑的成长板块以及高景气的制造业。

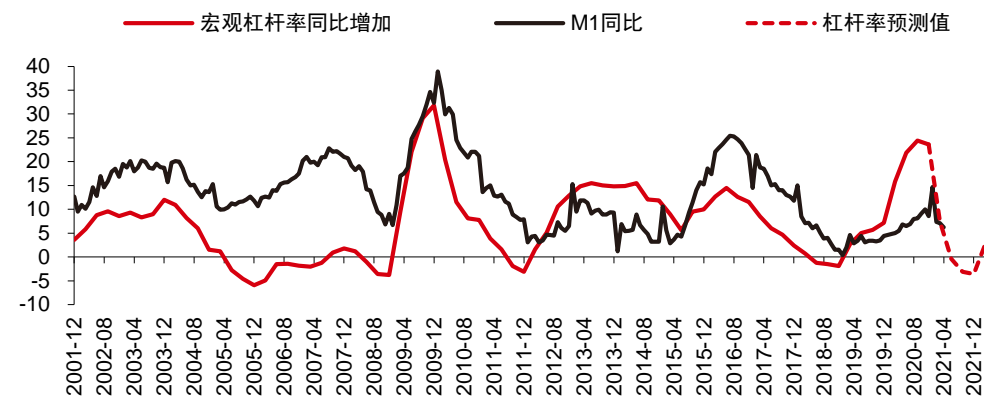
周期轮动：从过热向回落阶段过渡

股票市场的中期波动与广义流动性较为相关（%）



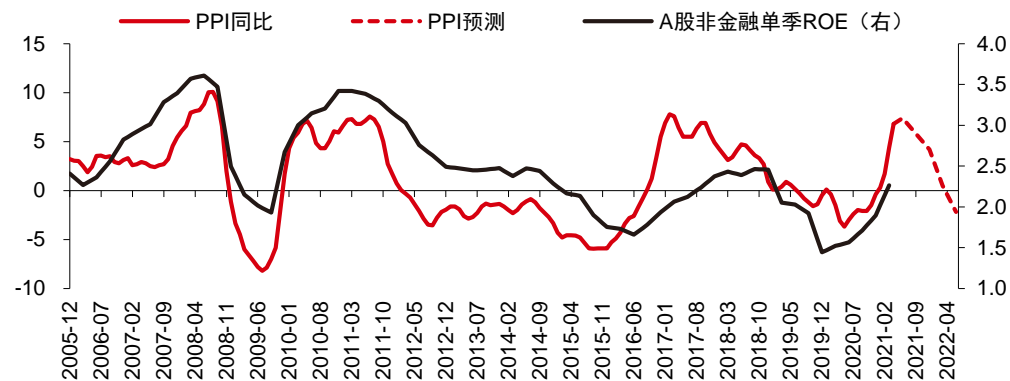
资料来源：Wind，中信证券研究部

今年下半年依然是广义流动性的收缩阶段（%）



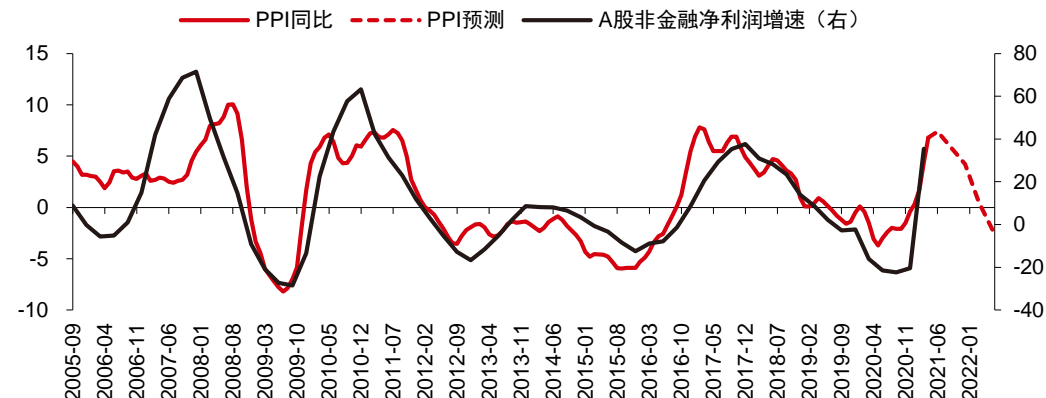
资料来源：Wind，中信证券研究部预测

下半年将进入盈利增速回落期（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测；注：ROE为12月MA

下半年将进入盈利增速回落期（%）

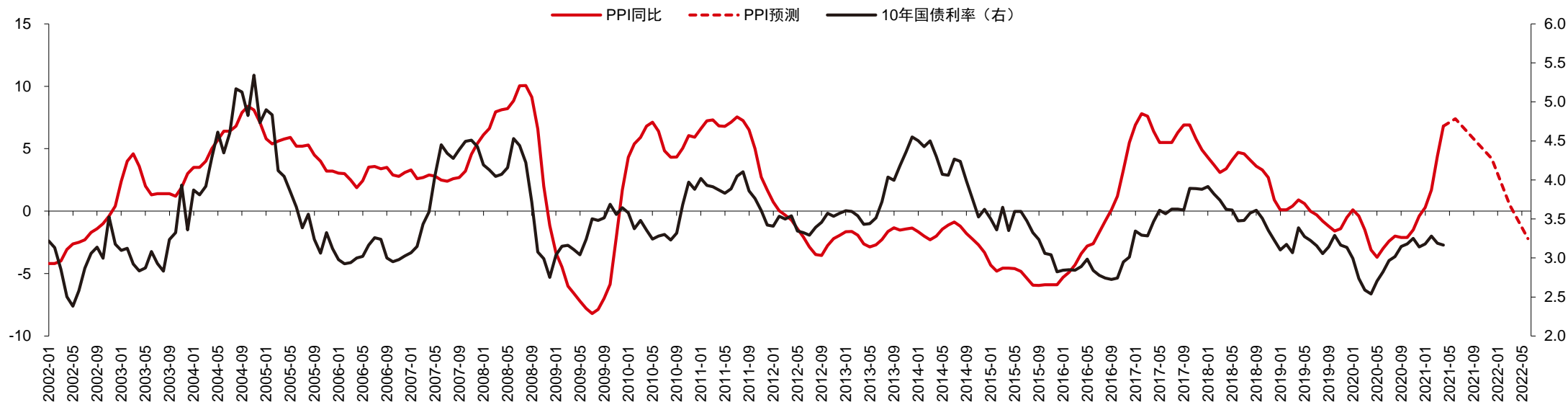


资料来源：Wind，中信证券研究部预测；注：净利润增速为12月MA

周期轮动：从过热向回落阶段过渡

- 上半年债市利空不跌的原因除了资金利率总体稳定以外，宽货币+紧信用环境下的“资产荒”也是重要原因
 - “不急转弯”定调，债券发行压力弱于预期，银行间流动性总体充裕；
 - 紧信用背景下信贷投放受限，非标大幅压降等，债市是“资产荒”下资金最好的流向。
- 预计下半年通胀周期的见顶回落以及经济增速回归常态，将使得宏观层面对债市的抑制缓解，但是狭义流动性有可能边际收紧，因此债市也难言乐观
 - 后续对债市而言，货币政策态度的变化可能是最大的不确定性来源。

下半年通胀见顶回落，宏观层面对债市的抑制减退（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

- 本轮商品涨价是供求两方面因素驱动的
 - 需求方面，疫后时代的经济复苏拉动大宗商品需求；
 - 供应方面，碳中和背景下环保限产趋严，再叠加疫情和地缘政治等因素使得供应链受阻。

- 本轮涨价可能已临近尾声，三季度前后可能出现高点
 - 第一，当前全球货币政策正转向收紧区间；
 - 第二，全球经济复苏的顶部正在靠近；
 - 第三，供应端的情况正在改善。

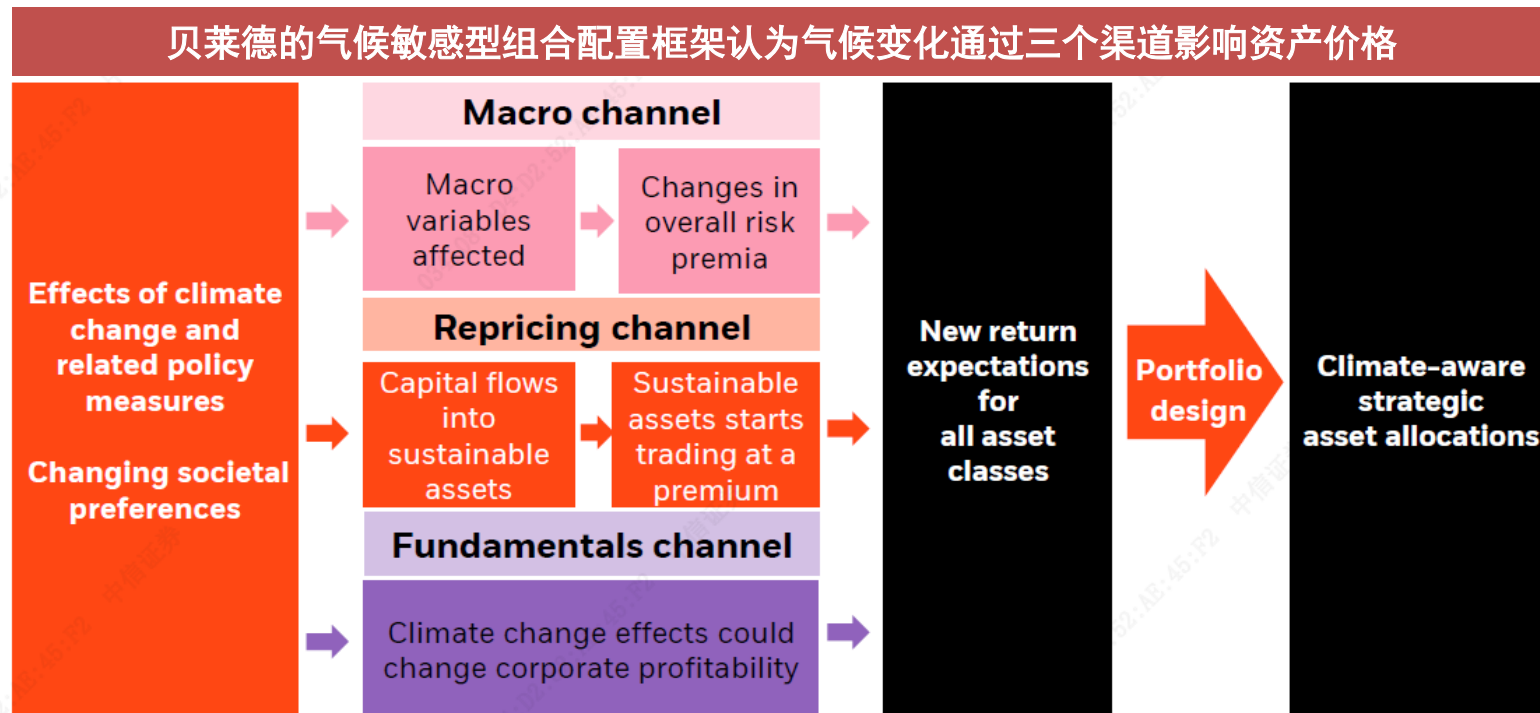
- 但是各品种价格见顶的时间可能不同步，外需驱动型商品涨价的持续性可能强于内需驱动
 - 本轮各国经济复苏的节奏并不同步；
 - 从需求节奏来看，外需的持续性有望强于内需；同时，国内投资需求可能受紧信用的影响率先承压；
 - 从供给来看，政策层更加关注原材料涨价对下游制造业利润的侵蚀以及潜在的向消费品涨价传导的可能性，不排除“碳中和”长期目标在特殊时期让位于保持物价稳定的短期目标。

CONTENTS

目录

1. 周期轮动：从过热向回落阶段过渡
2. 政策线索：“双碳”与货币政策展望
3. 2021年下半年大类资产展望：股债均衡，低配商品
4. 2021年下半年大类资产配置策略汇总

- 碳达峰、碳中和（简称“双碳”）已上升为国家战略、国家行动，向净的零碳排放经济转型，将对几乎所有公司的商业模式、经营效益产生深刻影响，从根本上影响资产配置框架和结果。
 - 对于资产配置分析框架的影响，可从预期收益、风险管理角度思考；
 - 对于资产配置结果的影响，则要区分长期、短期。
- 从预期收益角度来看，宏观、重定价和基本面或是分析气候变化影响的三个维度
 - 宏观层面：在转向可持续发展的过程中，宏观经济变量将会变化，由此影响一切形成资产类别长期回报观点的宏观前提假设；
 - 公司基本面：气候变化和政策将影响各个产业的盈利能力，这又将对信用违约和评级下调等其他变量产生影响；
 - 市场偏好变化带来的重定价：投资者愿意为可持续资产支付的价格正在变化。



资料来源：BlackRock Investment Institute

- 从风险管理角度来看，重点关注气候变化带来的搁浅资产风险
 - 搁浅资产风险主要是指化石燃料的全行业链——不仅包括煤炭、石油等能源类公司，也包括这些化石燃料的开采、储存、运输相关产业，例如，航运业和港口等等。

- 长期来看，新能源的生产、储能、运用相关领域将会成为持续数十年的投资热点
 - 碳排放的主要来源是能源生产和消费活动，以及工业过程；
 - 实现“双碳”目标的核心在于能源革命；
 - 长期来看，重点配置方向：清洁能源；储能技术、碳捕捉技术；新能源交通工具。

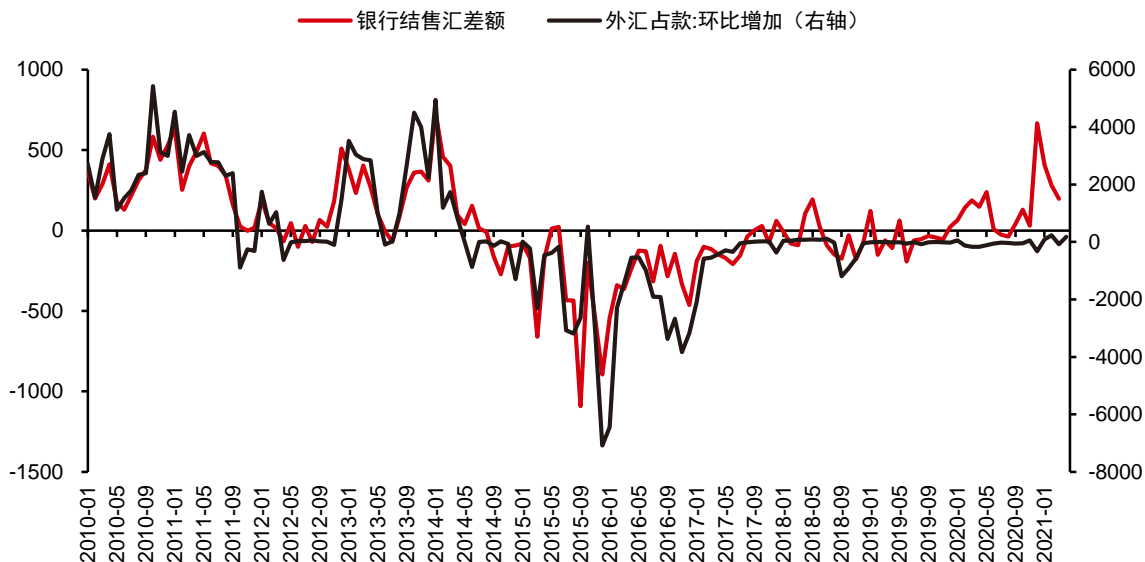
- 短期来看，“双碳”带来供给收缩预期而导致的部分大宗商品涨价或已结束
 - 年初以来的工业品价格普涨，背后逻辑并不一致；
 - 3月以来，决策层持续关注大宗商品价格上涨，并已经出台保供稳价措施，同时打击囤积居奇和投机炒作行为，遏制相关工业品价格不合理上涨；
 - 螺纹钢、焦炭、焦煤等黑色系品种面临的政策风险或将延续。

■ 近期资金面平稳偏松并非央行投放形成，但央行并没有收紧的意图

➢ 在缺少央行投放的情况下资金面仍然维持平稳，可能存在几个方面的原因：

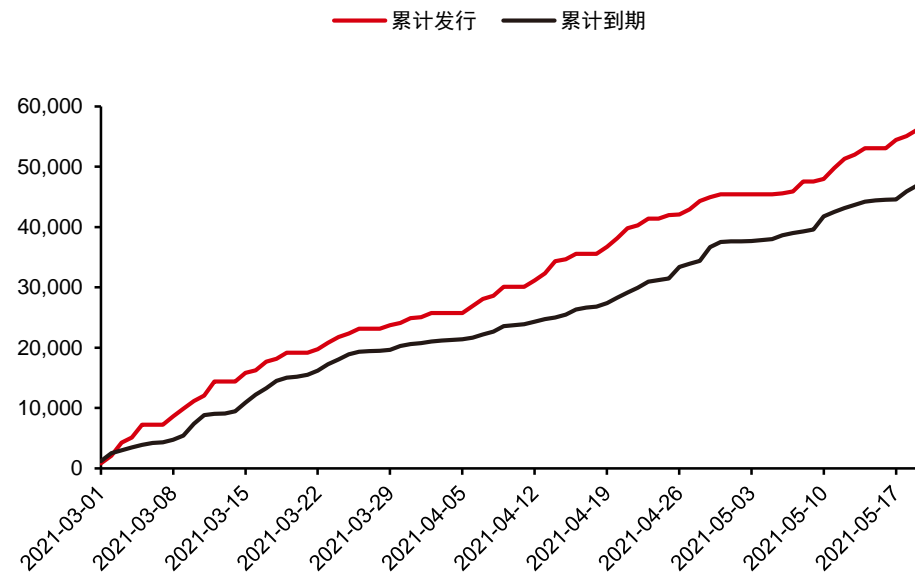
- (1) 外资流入可能成为资金面宽松的来源之一；
- (2) 可能出现了“类空转”链条，派生出超额流动性；
- (3) 非银机构加杠杆并不严重，流动性需求并没有快速扩张。

银行结售汇和外汇占款分化（亿美元，亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

同业存单超额发行（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

- 资金面偏松+资产荒映射的是政策目标从前期的稳增长逐步向去杠杆和防风险切换
 - 政策目标从前期的稳增长进一步向去杠杆、防风险切换，造成了2021年上半年整体的信用环境是紧信用；
 - 为了防范在化解债务问题过程中产生的风险，货币政策维持平稳的环境；
 - 货币偏松+紧信用的组合对应资金面偏松+资产荒的格局。

- 下半年需警惕地产需求和外需的拐点
 - 内需方面，下半年，地产投资可能进入逐渐下行的通道，或将对工业需求产生一定的直接或间接影响；
 - 外需方面，二三季度发达经济体或将进入加速复苏和补库周期，国内出口偏强的可能性较大；全球共振复苏之后，外需的拐点可能会出现，届时工业需求或面临一定的减速。

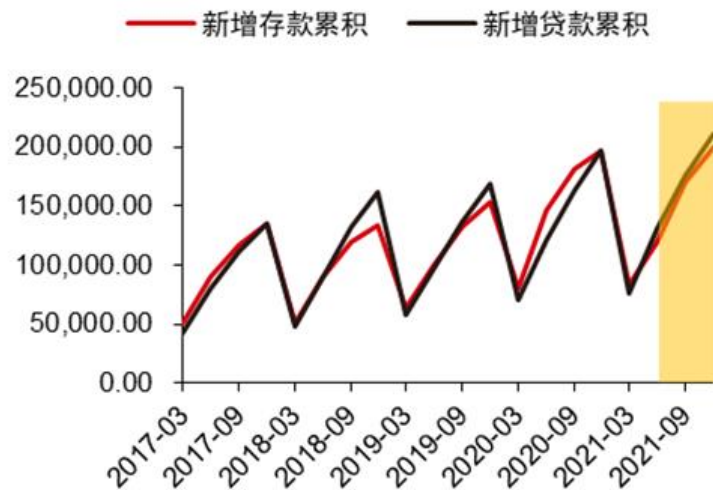
■ 预计三四季度社融增速进一步收敛

- 分项来看，实体经济融资需求有支撑，但房贷、经营贷以及非标融资可能因为监管政策的收紧而走弱；
- 今年是资管新规过渡期收官之年，我们认为在过渡期结束前针对影子银行业务的监管可能会保持偏紧。

■ 从一个季度的维度上看，当前稳货币+紧信用的组合仍将持续，意味着利率大概率仍然没有大幅下跌的基础，但四季度可能面临政策重心的切换，进而引发利率的调整

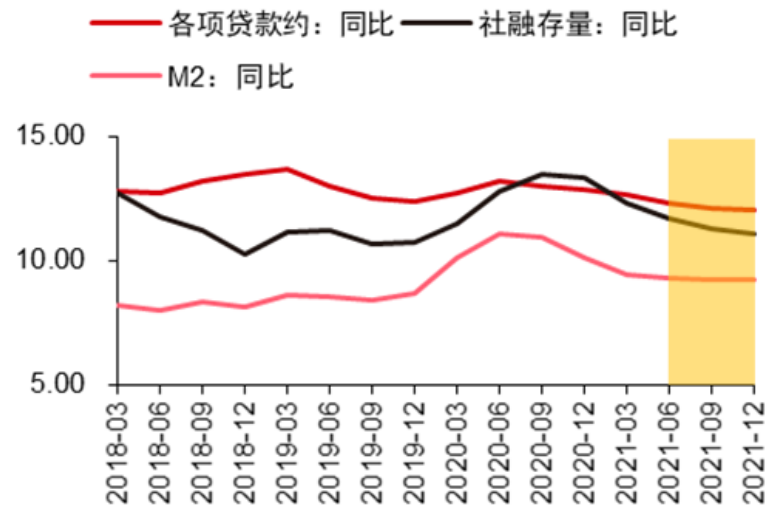
- 信用条件方面，紧信用的环境不再，2022年可能开启新一轮宽信用；
- 货币条件方面，全球的货币环境偏收紧，政策组合或将转向偏紧货币+稳信用，这或许导致利率的反弹回升。

新增存贷款总额及预测（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测（黄色部分为预测）

2021年信贷、社融、M2增速及预测（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测（黄色部分为预测）

CONTENTS

目录

1. 周期轮动：从过热向回落阶段过渡
2. 政策线索：“双碳”与货币政策展望
3. 2021年下半年大类资产展望：股债均衡，低配商品
4. 2021年下半年大类资产配置策略汇总

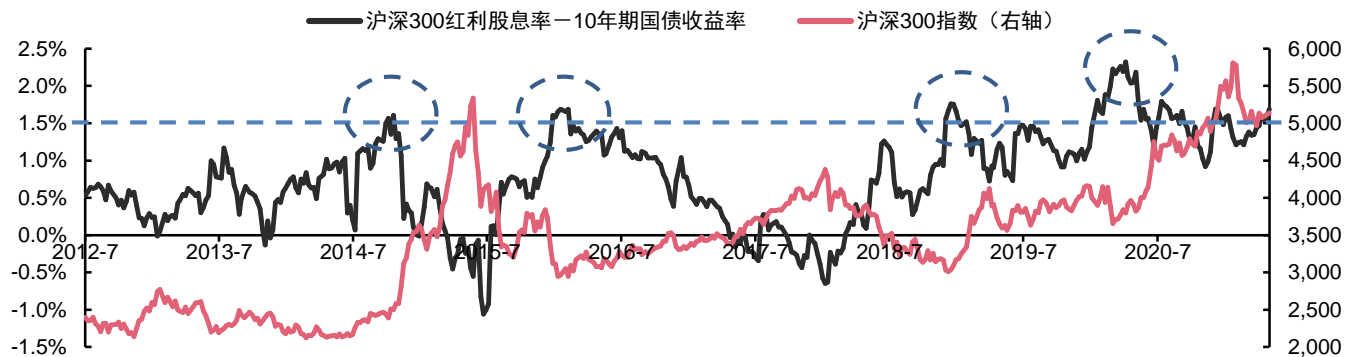
- 中证全指股权风险溢价接近2010年以来均值，股债相对估值偏向股票
 - 从整体估值水平来看，A股当前相较于2020年末和2021年2月初更加均衡；
 - 中期来看，沪深300红利指数估值仍较长期债券更有吸引力。
- 尽管股债相对估值偏向股票，但在广义流动性仍处收缩阶段的情况下，权益资产仍然存在压力，建议下半年股债大体均衡配置。
- 除贵金属外的主要大宗商品在经历了几乎普涨的上半年后，料将走向分化，总体机会明显下降，建议调为低配。

A股股权风险溢价回到2010年以来均值水平附近



资料来源：Wind，中信证券研究部

5月21日，沪深300红利指数股息率与10年期国债收益率之差约为1.7%



资料来源：Wind，中信证券研究部

- **PPI通胀担忧的顶点已过，读数压力或仍将维持一段时间，可能不时产生扰动**
 - 市场对于本轮通胀担忧的顶点或在5月10日前后；
 - 随着国务院和有关监管部门数次重申保供稳价并出台具体政策，工业品涨价势头已经初步得到遏制；
 - 决策层高度关注大宗商品涨价，主要原因为：一是大宗商品价格上涨增大企业成本压力；二是大宗商品价格上涨可能向居民消费价格即CPI传导；
 - PPI高位运行一段时间对于而于下游制造业和居民消费价格的影响程度，仍有较大不确定性。

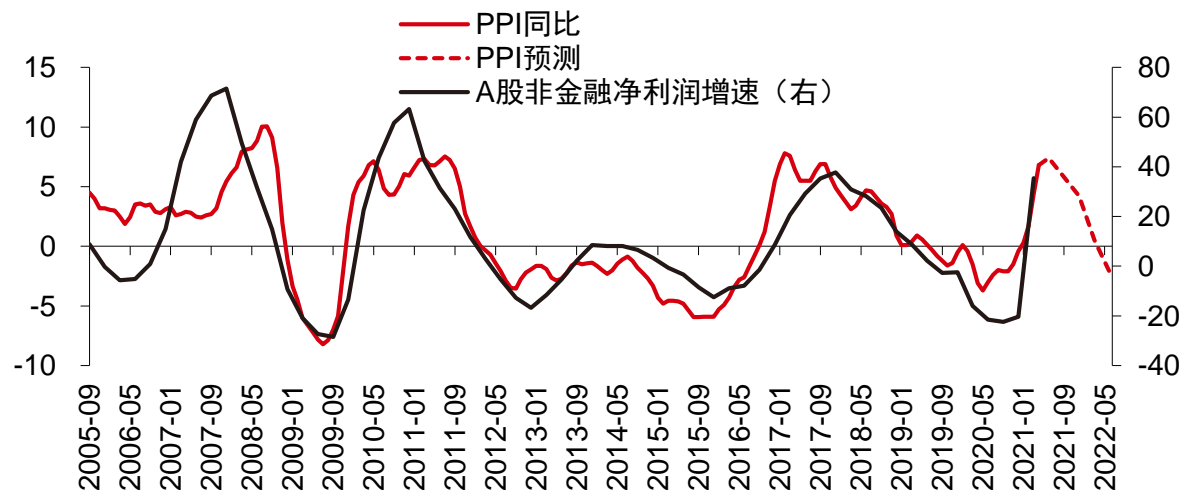
近2个月来决策层持续关注大宗商品涨价现象并出台相关政策

时间	会议名称/监管部门	具体内容
5月19日	国务院常务会议	会议指出，“要高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响……突出重点综合施策，保障大宗商品供给，遏制其价格不合理上涨，努力防止向居民消费价格传导”
5月12日	国务院常务会议	要求“有效应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响”
4月27日	应急管理部 国家矿山安监局 国家发展改革委 国家能源局	印发《煤矿生产能力管理办法》和《煤矿生产能力核定标准》
4月9日	李克强主持召开经济形势专家和企业座谈会	与会专家和企业认为“国际大宗商品价格大幅上涨带来企业成本上升压力很大”。李克强指出，“加强原材料等市场调节，缓解企业成本压力”
4月8日	国务院金融稳定发展委员会	“要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势”
3月25日	李克强主持召开经济形势部分地方政府主要负责人视频座谈会	李克强指出，“当前国际环境依然复杂，带来多方面影响特别是大宗商品价格上涨快”

A股：维持标配，关注点从盈利弹性转向估值空间

- 上半年权益资产区间震荡，广义流动性下行抑制估值，盈利修复形成对冲，盈利弹性是行业轮动的核心
 - 工业品大涨，产业链利润中心向上游转移，Q1全A非金融盈利增速172.2%，上游盈利增速1575.6%，周期表现最好
- 下半年盈利增速跟随 PPI 见顶回落，但仍有望维持较高景气度，结构存在亮点
 - 涨价临近结束，中游制造业成本压制有望得到缓解，高端制造、出口和服务消费预计成为亮点
- 紧信用节奏放缓，估值抑制边际缓解，市场关注点可能聚焦产业长期增长空间

本轮盈利增速扩张阶段临近尾声（%）



数据来源：Wind，中信证券研究部；注：净利润增速为12月MA

下半年紧信用节奏放缓，估值的抑制边际缓解（%）

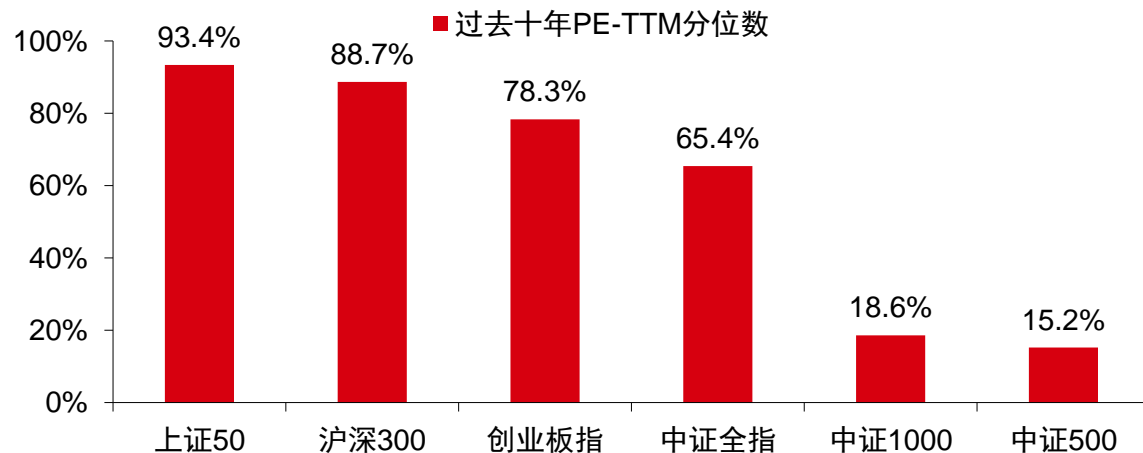


数据来源：Wind，中信证券研究部

A股：结构性机会优于总量，看好小盘成长和高端制造

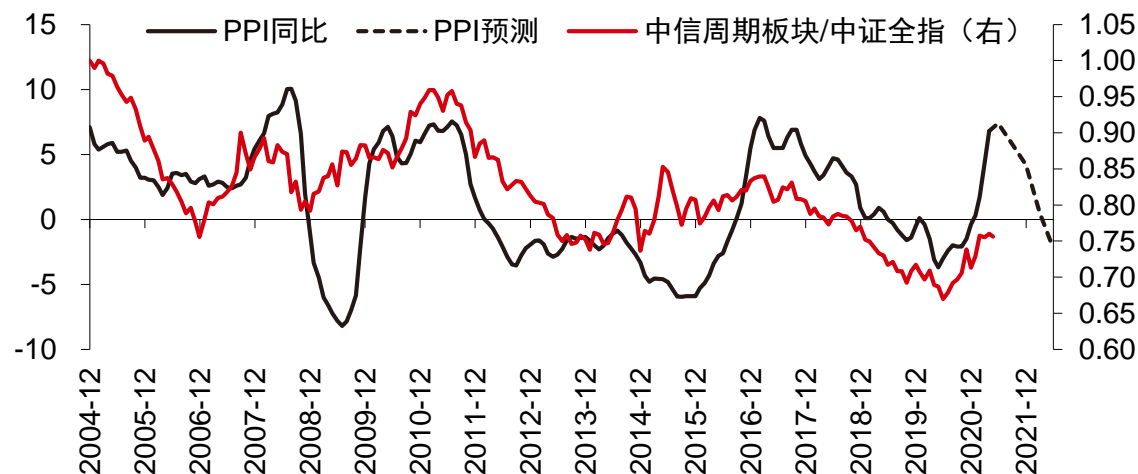
- 紧信用背景下，今年指数层面可能缺少 Beta（不同于前两年），Alpha 更为重要，机会主要在结构
- 当前A股估值分化依然严峻，大市值系统性高估，中小市值无人问津
 - 从2015年以来抱团逐步深化的结果，未来数年的超额收益可能来自抱团之外。中国的未来不只属于前100家企业
 - 马太效应确实存在，但正确的逻辑总会被过度交易，关注 PEG 指标。美股同样机构主导，但小市值长期跑赢大市值
- 下半年盈利增速回落，但估值抑制缓解。淡化周期逻辑，看好小盘成长和高端制造
 - 关注新能源（新能源车、光伏、储能）、科技自主可控（晶圆代工、MCU、电源管理、工业软件）、国防安全（航空发动机、信息化、新材料及航空配套）和智能制造（服务机器人、华为产业链、智能驾驶软件和零部件以及AIoT设备）

当前A股估值分化依然严峻



数据来源：Wind，中信证券研究部；注：中证500估值数据从2014年10月开始，其余从2011年5月开始

本轮周期板块超额收益可能临近结束（%）



数据来源：Wind，中信证券研究部

■ 未来一个季度左右，预计利率仍有下行空间

➢ 年初以来债市上行原因：

政策目标重心从稳增长转向防风险；

政策组合从“稳货币+宽信用”转向“稳货币+紧信用”；

对应资金面的平稳和“资产荒”的出现，前期踏空机构陆续进场，推动利率下行。

➢ 未来一个季度，预计政策目标重心仍以防风险为主，“稳货币+紧信用”的组合不变；

➢ 随着市场对于通胀担忧的顶点或已过去，对于货币政策收紧的担忧显著缓解，利率仍有下行空间；

➢ 但在宏观经济仍在向上修复、货币政策不会显著宽松的情况下，债市很难出现快牛行情，利率下行空间有限。

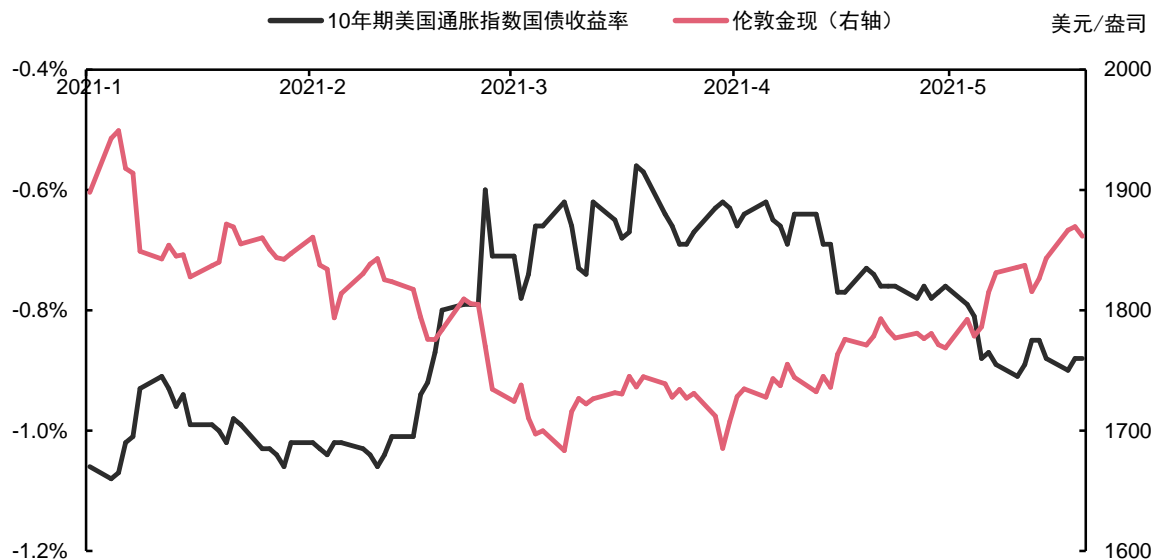
■ 4季度利率仍有上行压力

➢ 4季度经济基本面或将走弱，政策目标重心转向稳增长，叠加美联储等海外央行货币政策收紧压力加大，或出现“紧货币+稳信用”组合，利率在4季度仍有上行压力。

大宗商品：整体上行空间料已不大

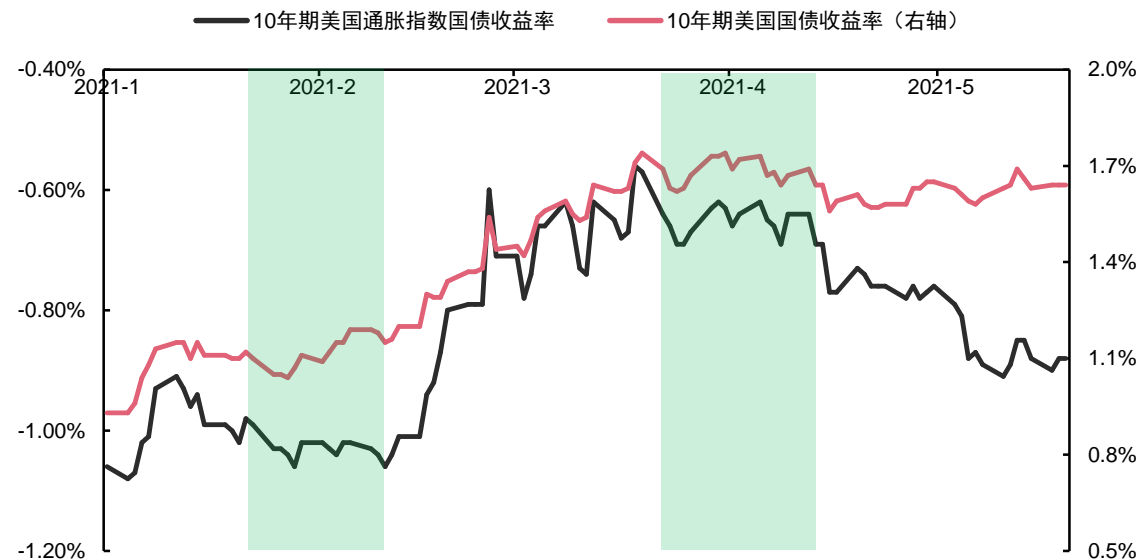
- 美元实际利率再回低位区间，预计下半年金价上下空间均相对有限，将在较小范围内震荡
 - 上半年，美元实际利率先上后下，对应且解释了金价先跌后涨的走势；
 - 年初以来，美元实际利率走势背离名义利率的时期分别对应2月初和4月中旬两轮大宗商品价格的快速上涨；
 - 美国经济持续修复和美联储货币政策逐步回归正常化，预计下半年美国通胀维持较高水平，预计美元实际利率继续下行幅度有限，亦难以大幅上行。

2021年初以来美国实际利率先上后下，对应金价先跌后涨



资料来源：Wind，中信证券研究部

2月、4月两轮商品价格快涨，引发名义利率和实际利率背离

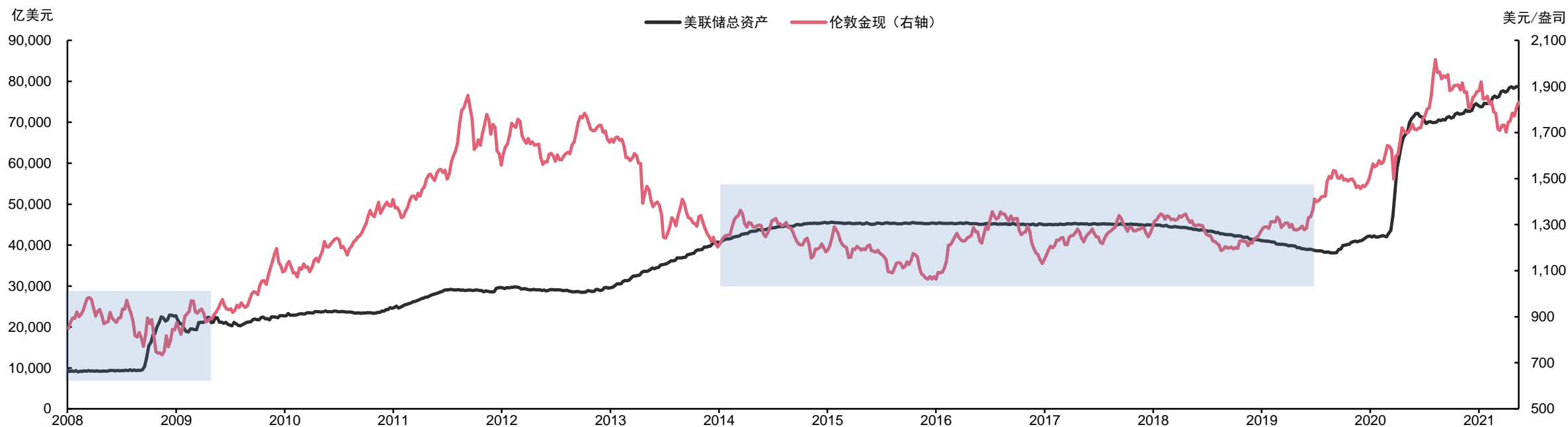


资料来源：Wind，中信证券研究部

大宗商品：整体上行空间料已不大

- 从经济逻辑和历史经验来看，美联储和欧央行等全球主要央行扩表将会抬升金价运行中枢水平；
- 2008年金融危机后，美联储先后开展三轮量化宽松政策操作，2014年后金价较金融危机前中枢水平明显抬升；
- 2020年欧美疫情爆发后，美联储和欧央行等全球主要央行开始新一轮的扩表，金价运行中枢继续上移；
- 结合美元实际利率走势预判，预计下半年金价将在较小范围内震荡。

美联储等世界主要央行扩表，抬升金价运行中枢

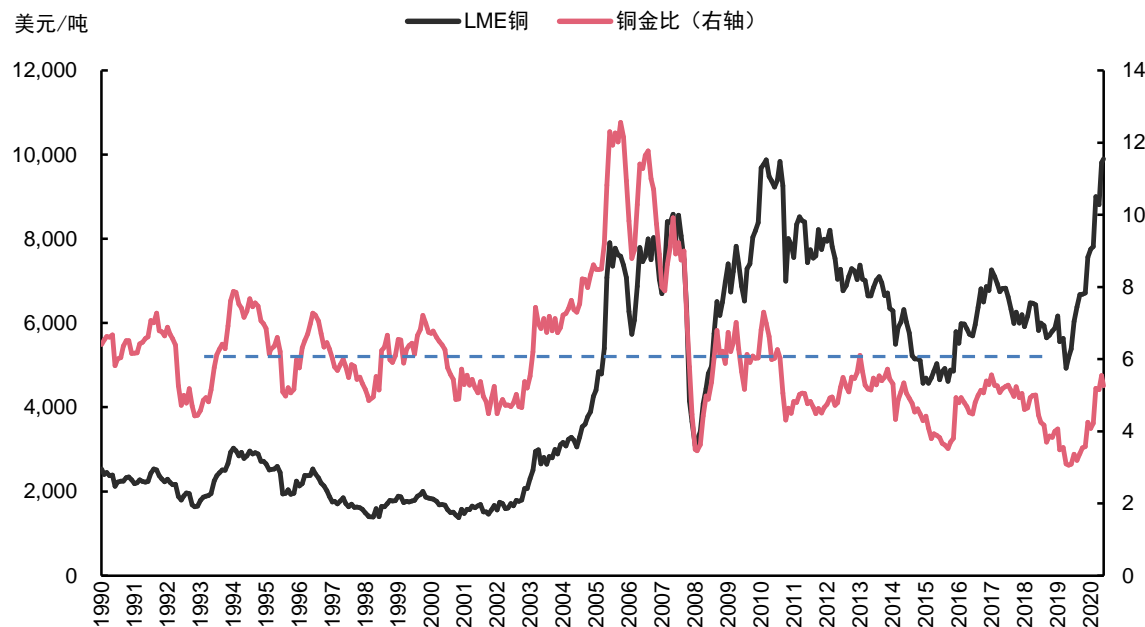


大宗商品：整体上行空间料已不大

■ 铜金比接近1990年以来历史均值水平，铜价修复接近尾声，或将维持高位震荡

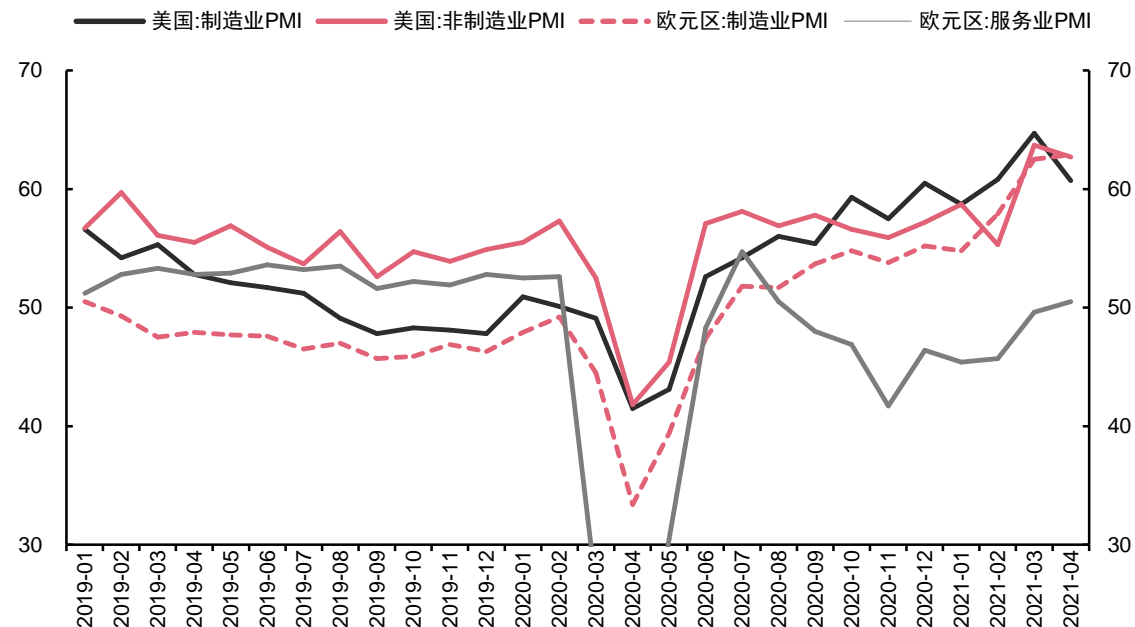
- 1990年以来的大部分时间里，铜金比变化趋势与全球经济周期高度吻合，历史均值约为6，大部分时间维持在4~8的区间；
- 上半年，铜金比回到5.3，逐步接近历史均值水平。

铜金比已从2020年的历史低点向均值水平回归



资料来源：Wind，中信证券研究部

年初以来美欧经济延续复苏

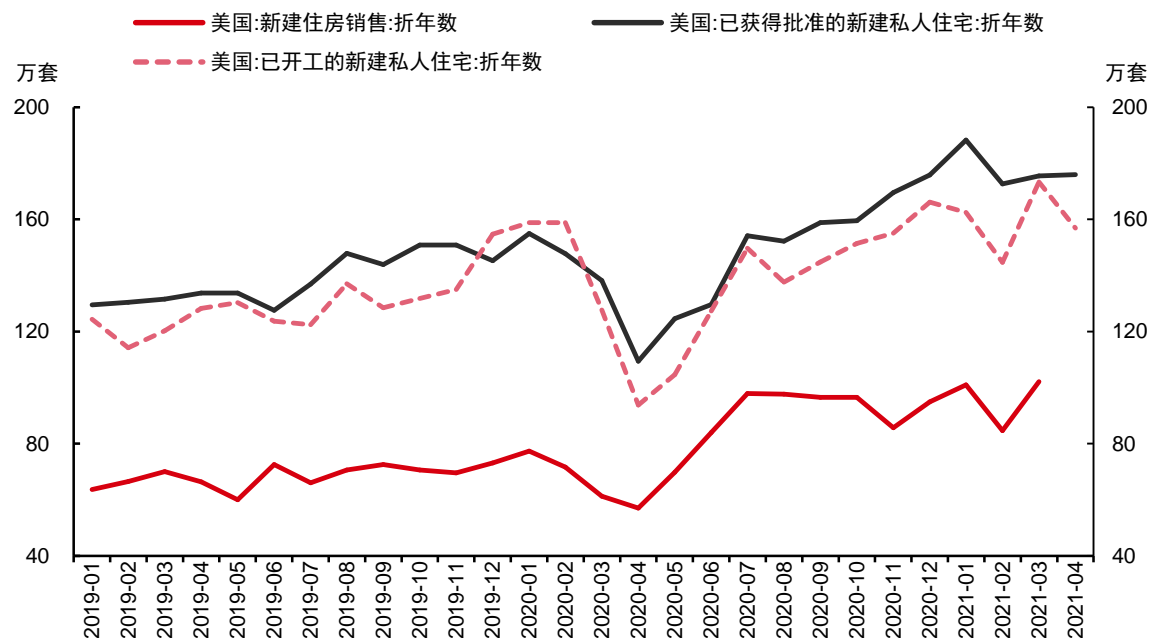


资料来源：Wind，中信证券研究部

大宗商品：整体上行空间料已不大

- 全球经济仍在复苏进程之中，中观来看，美国新屋销售、已开工住宅以及营建许可数量维持高位，3月汽车销量创下疫情以来新高，稳定了铜等有色金属需求；
- 疫苗在美国等发达经济体与发展中国家之间分配的不均衡性，导致有色金属需求恢复及其稳定性或将继续好于供给；
- 供求层面恢复的不均衡性，料对铜价形成支撑，预计下半年铜价维持高位震荡。

美国房地产销售持续火热，稳定铜等有色金属需求



资料来源: Wind, 中信证券研究部

持续处于低位的库存水平支撑铜价



资料来源: Wind, 中信证券研究部

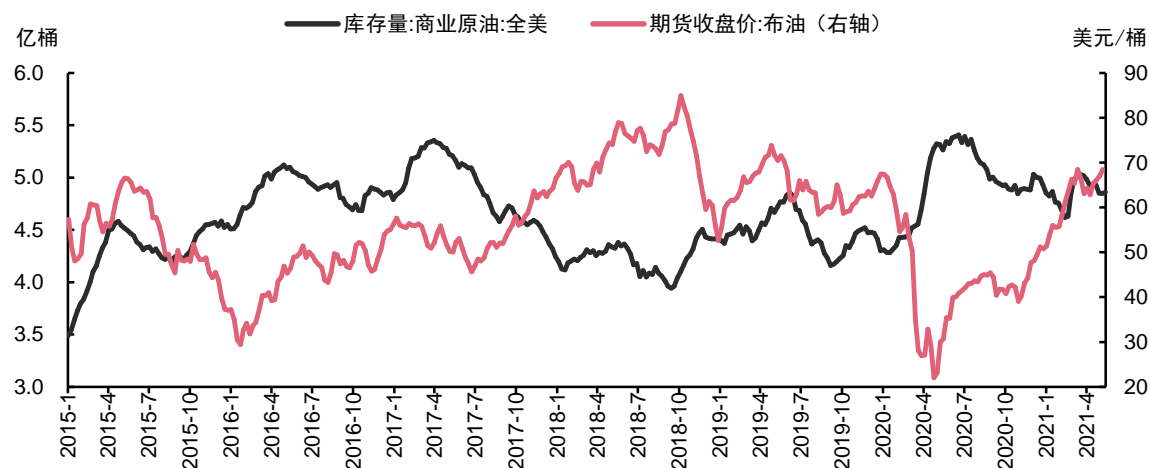
■ 油价中长期修复进程仍未结束

- 2020年以来，新冠肺炎疫情形势、疫苗研发进展与接种情况，对于原油需求预期不断产生正反影响；
- 2020年4月，“欧佩克+”石油联盟宣布达成历史性减产协议；
- 未来1~2年，原油需求的持续复苏是大概率事件，支撑油价中枢继续上行，但是受到全球需求逐步恢复，以及伊朗在石油、运输等领域的重大制裁或被解除等原油供给层面因素影响，油价快速、大幅上行的可能性也比较小。

■ 黑色系商品政策风险不容忽视

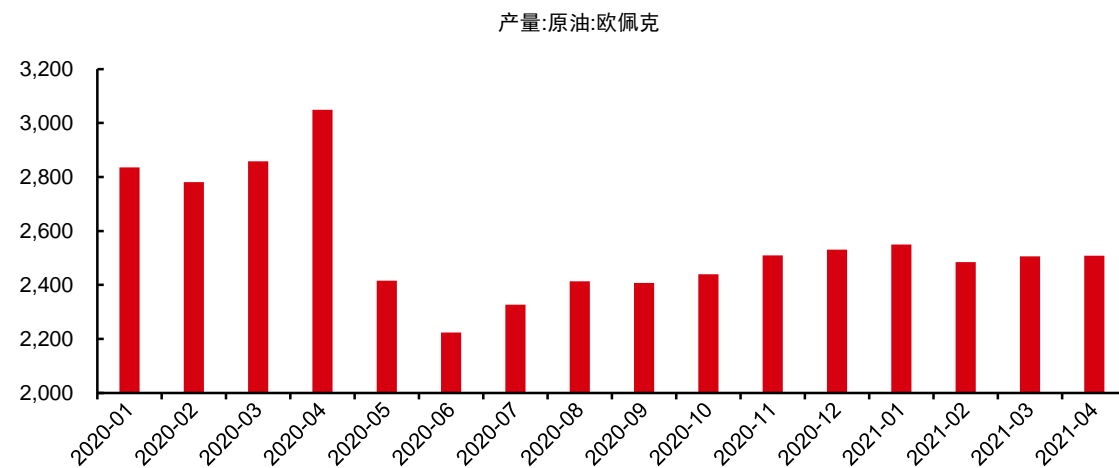
- 黑色系商品本轮上涨更多来自供给而非需求层面因素，供给层面受到监管政策直接影响。

美国原油库存回到2015年以来均值水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

过去1年欧佩克减产执行情况较好



资料来源：Wind，中信证券研究部

CONTENTS

目录

1. 周期轮动：从过热向回落阶段过渡
2. 政策线索：“双碳”与货币政策展望
3. 2021年下半年大类资产展望：股债均衡，低配商品
4. 2021年下半年大类资产配置策略汇总

■ 建议股债均衡配置，低配商品

- 根据“债务-通胀”双周期模型，2021年下半年对应的周期阶段预计将是金融周期（债务周期）继续下行、实体经济周期（通胀周期）开启高位缓慢下行阶段，即将本轮短周期从过热转向回落阶段，预计股票、债券表现好于商品；
- 在广义流动性仍处收缩阶段的情况下，权益资产压力仍存，建议下半年股债大体均衡配置。

■ A股淡化周期思维，逐步转向成长主线

- PPI通胀担忧的顶点已过，上半年交易经济复苏的特征已告结束，下半年应淡化周期思维，逐步转向成长主线；
- 重点配置方向包括：
 - （1）碳中和目标下光伏、储能、新能源车等长期潜力巨大的行业；
 - （2）科技自主可控主题下，受益于国产替代的半导体设备和材料公司以及工业软件；
 - （3）科技赋能制造领域，关注服务机器人、智能驾驶软件和零部件公司以及AIoT设备等。

■ 利率低位震荡，4季度或将面临上行压力

- 随着市场对于通胀担忧的顶点或已过去，对于货币政策收紧的担忧显著缓解，利率仍有下行空间；
- 但在宏观经济仍在向上修复、货币政策不会显著宽松的情况下，债市很难出现快牛行情，利率下行空间有限；
- 4季度经济基本面或将走弱，政策目标重心转向稳增长，叠加美联储等海外央行货币政策收紧压力加大，或出现“紧货币+稳信用”组合，利率在4季度仍有上行压力。

■ 商品总体上行空间和投资机会料已不大

- 下半年，海外疫情逐步得到控制、疫苗接种不断落地，仍是大概率事件，全球经济复苏亦在进行之中，预计油价中枢中长期仍将上行，以铜为代表的有色金属或将高位震荡；
- 美元实际利率重回低位区间，下行空间有限，但疫情以来美联储等全球主要央行扩表抬升金价运行中枢，预计金价将在较小范围内震荡，黄金配置性价比中性；
- 黑色系商品本轮上涨，更多来自供给而非需求层面因素，随着3月以来，决策层持续关注大宗商品价格上涨，并已经出台保供稳价措施，同时打击囤积居奇和投机炒作行为，黑色系商品政策风险不容忽视。

- 全球疫情反复，疫苗接种或效果不及预期；
- 主要大宗商品价格再度大幅上行；
- 国内货币政策快速收紧。



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

余经纬

首席大类资产配置分析师
执业证书编号：S1010517070005

免责声明



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) 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》，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2021版权所有。保留一切权利。