

中国REITs市场洞察系列之：铁路公路篇

化解融资困局，激活资产潜力

中信证券研究部 交运物流团队
扈世民，汤学章

2021年5月9日

CONTENTS

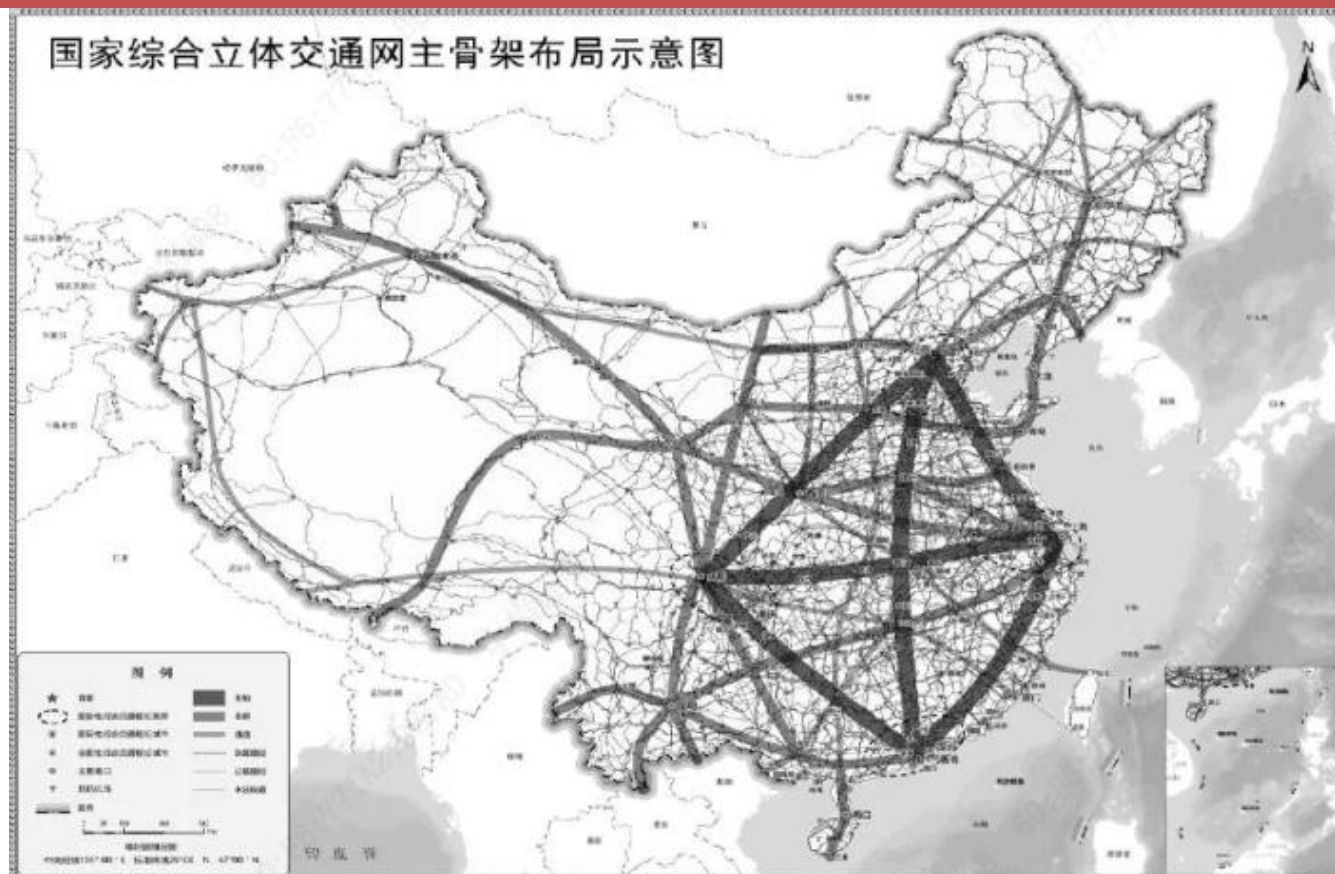
目录

1. 既有融资方式亟待改变，REITs落地提供新机遇
2. 铁路、公路或成为公募REITs重要的底层资产
3. 对比海外股息率10%~12%，期待第一单REITs横空出世
4. 投资策略

跨越式发展打造全球最大运营网络，但仍处建设期

- 我国铁路、公路迎跨越式发展，高铁及高速公路通车里程全球第一，但仍处建设发展期。2020年末铁路通车里程14.6万公里，其中高铁3.8万公里，高铁运营里程为其他国家两倍。
- 同时截至2019年末高速公路通车里程14.28万公里，30年快速发展推动运营里程全球第一。
- 《国家综合立体交通网规划纲要》提出2035年高铁里程升至7万公里，铁路升至约20万公里，高速公路16万公里。

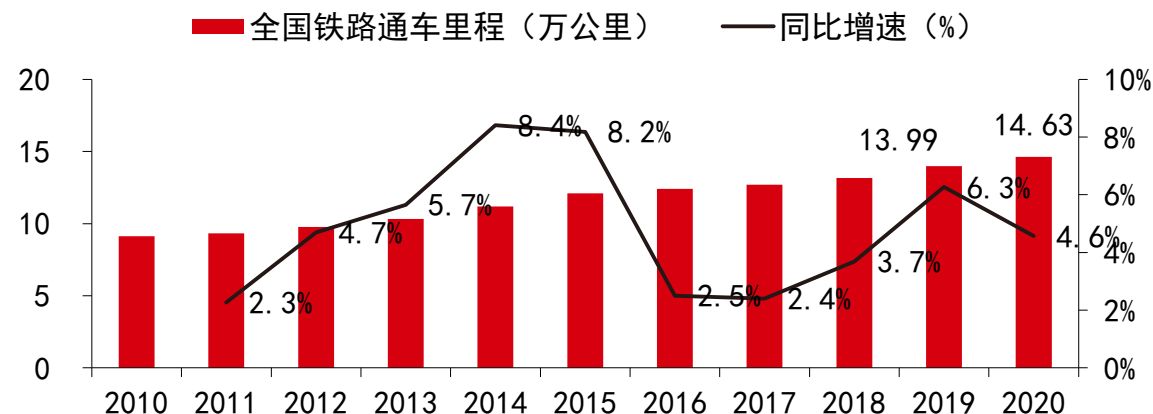
国家综合立体交通网主骨架布局示意图



料十四五铁路基建投资维持高位，年化6000~7000亿

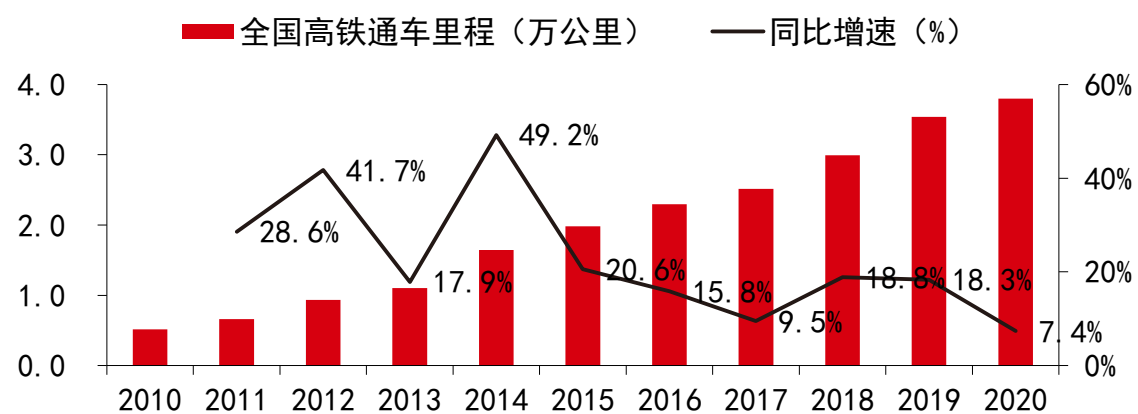
- 高铁里程增速领先近18pcts，2021年占比或升至28%左右，预计十四年化投资6000~7000亿。

2010年以来全国铁路新增里程复合增速4.8%



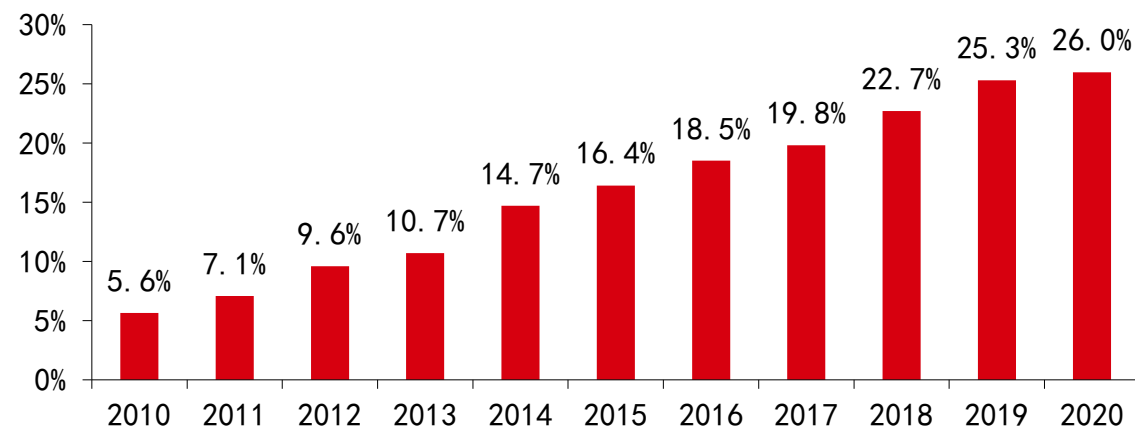
资料来源：国铁集团官网，中信证券研究部

2010年以来高铁新增里程复合增速22.2%



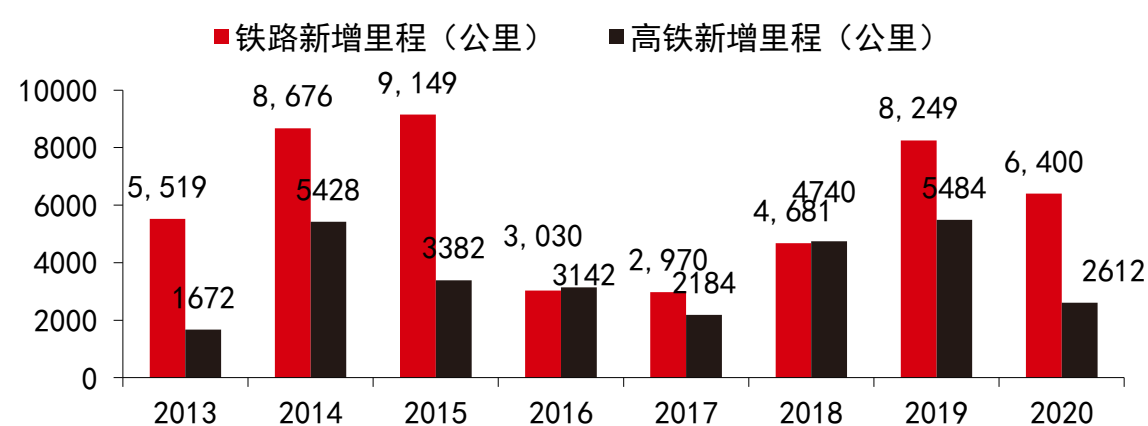
资料来源：国铁集团官网，中信证券研究部

2020年高铁通车里程占比提升至26.0%



资料来源：国铁集团官网，中信证券研究部

2020年全国铁路新增里程6400公里

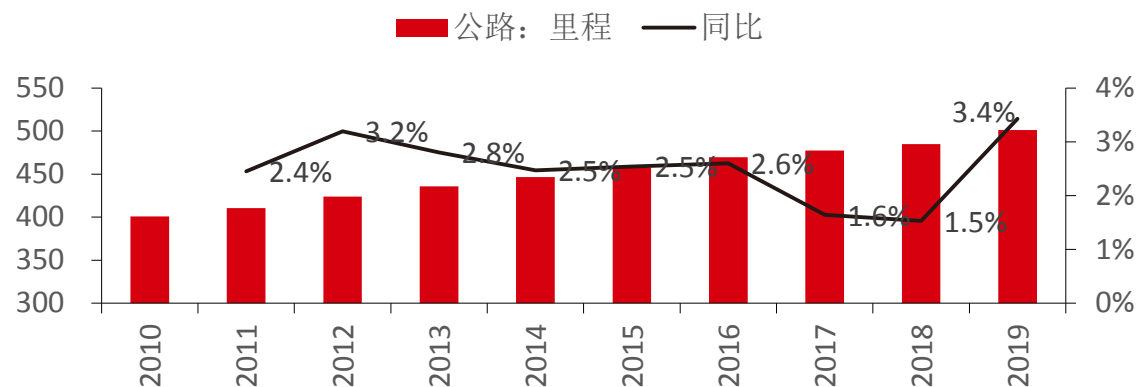


资料来源：国铁集团官网，中信证券研究部

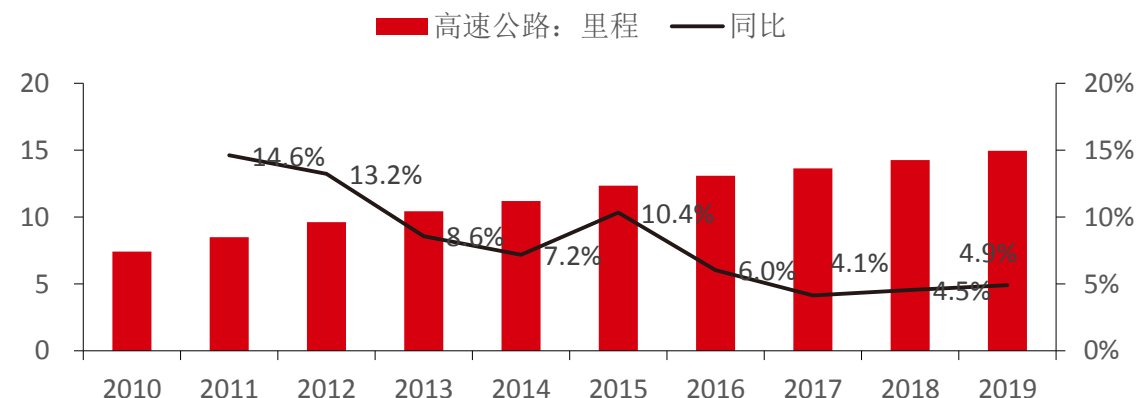
高速公路里程问鼎全球第一，在收费公路占比升至84%

- 高速公路2019年末通车里程14.28万公里，30年快速发展推动运营里程全球第一，在收费公路占比升至84%。

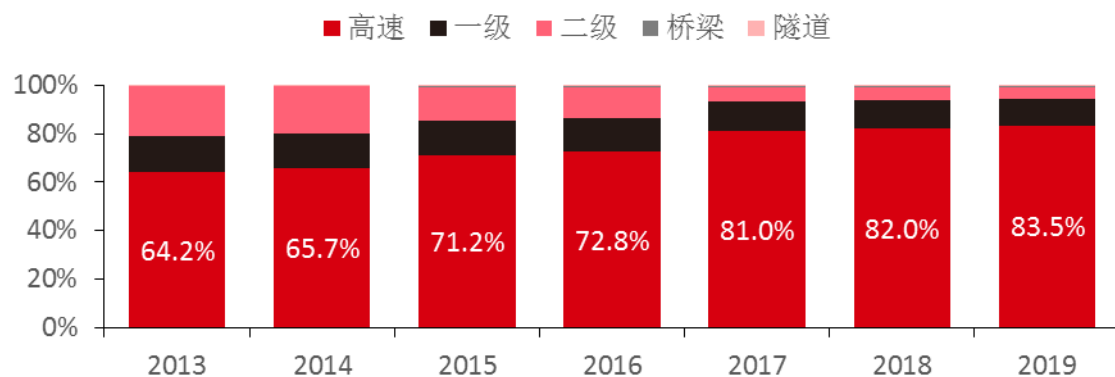
2010~2019年全国公路通车里程CAGR2.5%



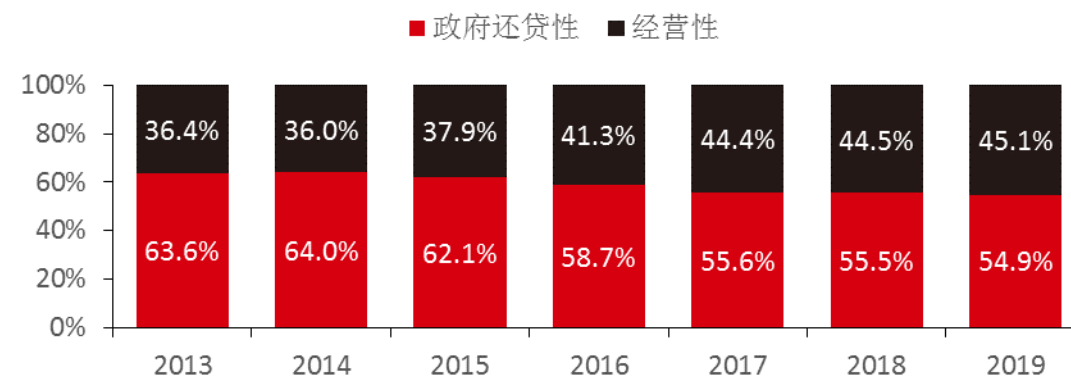
2010~2019年全国高速公路复合增速8.1%



2019年高速公路占收费公路里程83.5%



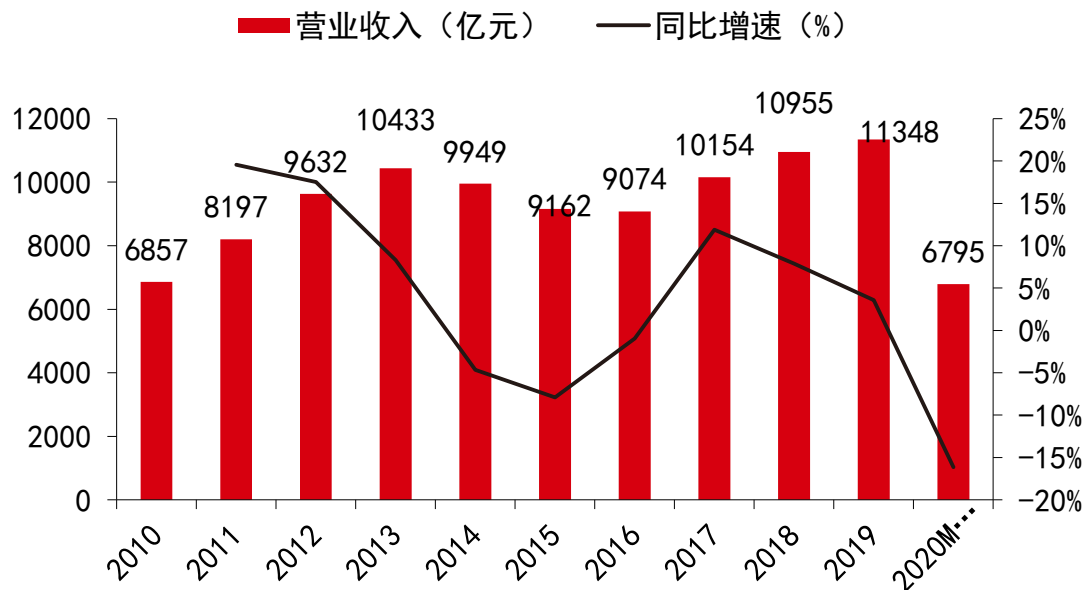
2020年全国公路新增里程6400公里



公益性定位叠加行业管制，铁路盈利能力偏弱

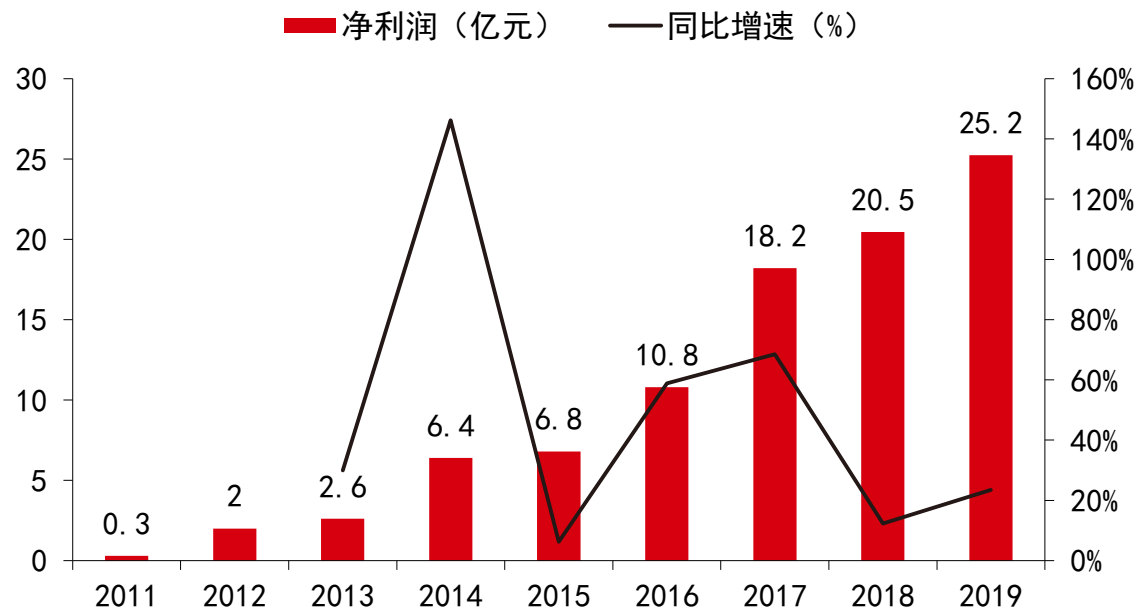
- 公益性定位叠加行业管制，铁路主业盈利能力偏弱，2019年净利率近0.22%。2019年国铁集团营业收入同增3.6%至1.13万亿、2020年1-9同比降低16.1%至6795亿。2019年税后利润同增23.4%至25.2亿，净利率约为0.22%，延续微利状态，相较同期美国、日本铁路运输行业平均净利率12%、7%，盈利能力存在较大提升空间。受疫情影响2020年1-9月亏损787.1亿。

2020年1-9月国铁集团营业收入降16.1%至6795亿



资料来源：国铁集团财报，中信证券研究部

2019年国铁集团净利率约为0.22%

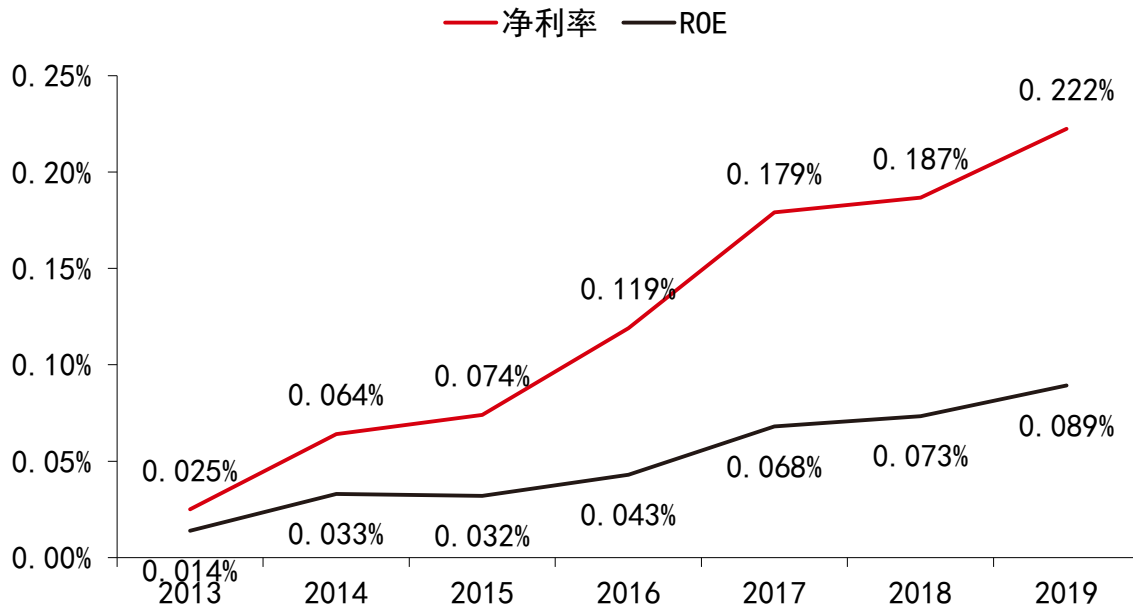


资料来源：国铁集团财报，中信证券研究部 注：国铁集团2020M1-9年税后利润亏损787.1亿元

既有融资模式亟需改变，公募REITs提供新的融资途径

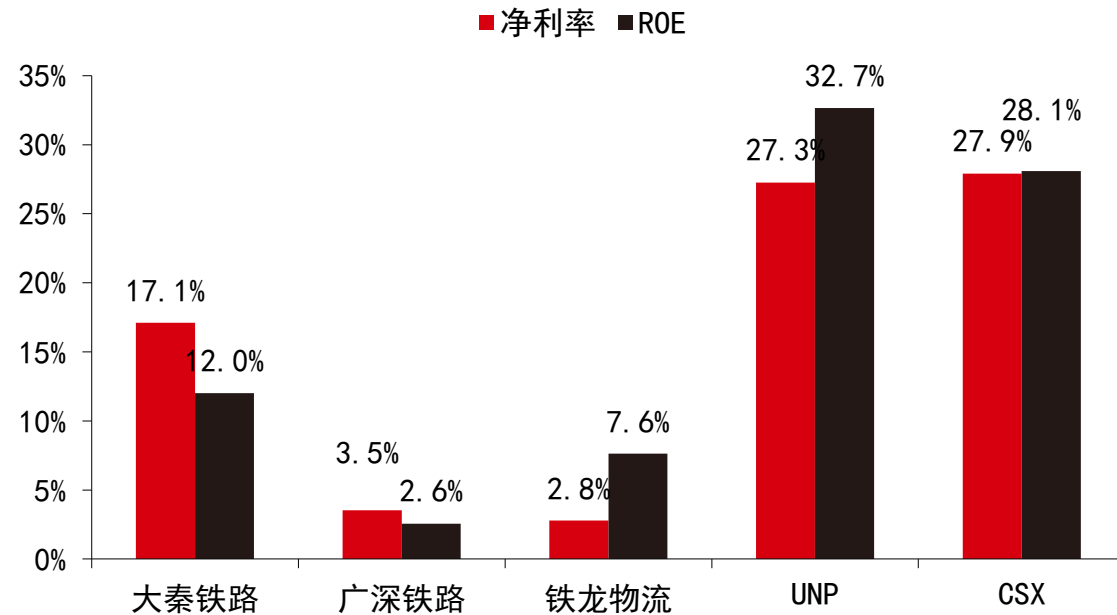
- 铁路运输整体ROE小于1%，存在较大提升空间。2019年国铁集团ROE升至0.09%，相比美日仍较低。2019年大秦铁路、广深铁路和铁龙物流ROE为12.0%、2.6%和7.6%，相比美国铁路龙头UNP、CSX存较大提升空间，预计主要受盈利水平和资产周转率影响。铁路改革加快，未来经营机制有望进一步灵活，内部管理可改善空间较大，利好长期ROE的提升。

2019年国铁集团ROE升至0.089%



资料来源：国铁集团财报，中信证券研究部

三家铁路上市平台ROE低于美国铁路龙头

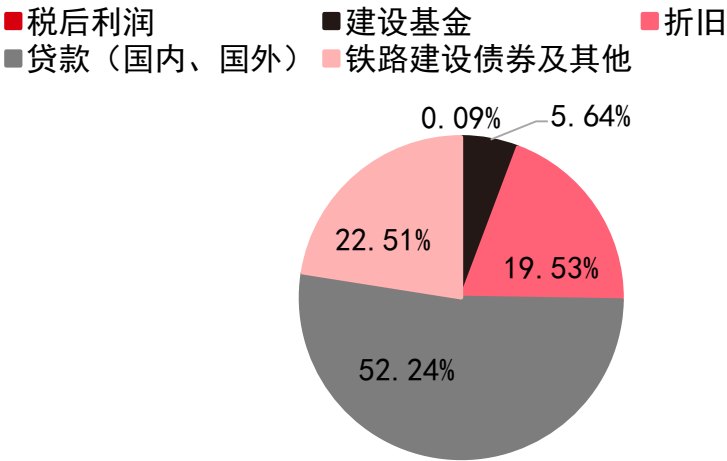


资料来源：相关公司财报，中信证券研究部

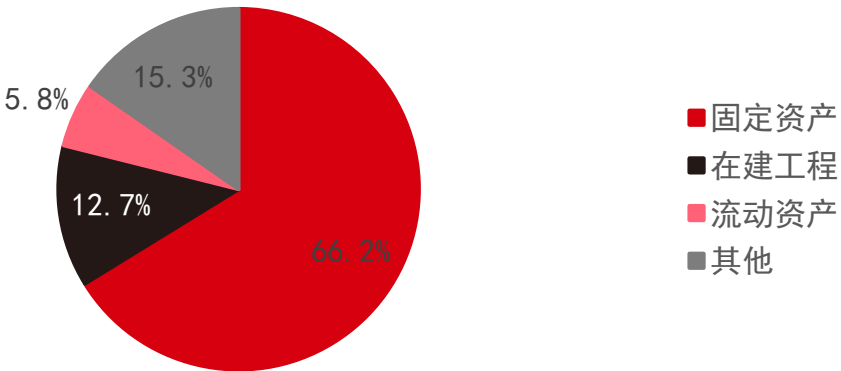
铁路还本付息叠加基建投资占年度资金支出92%

■ 铁路还本付息叠加基建投资占年度资金支出92%，既有融资模式难以为继。

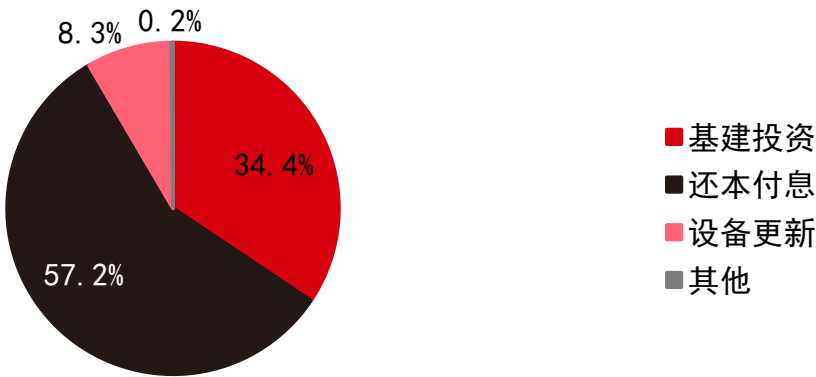
2019年银行贷款占国铁集团资金来源52.2%



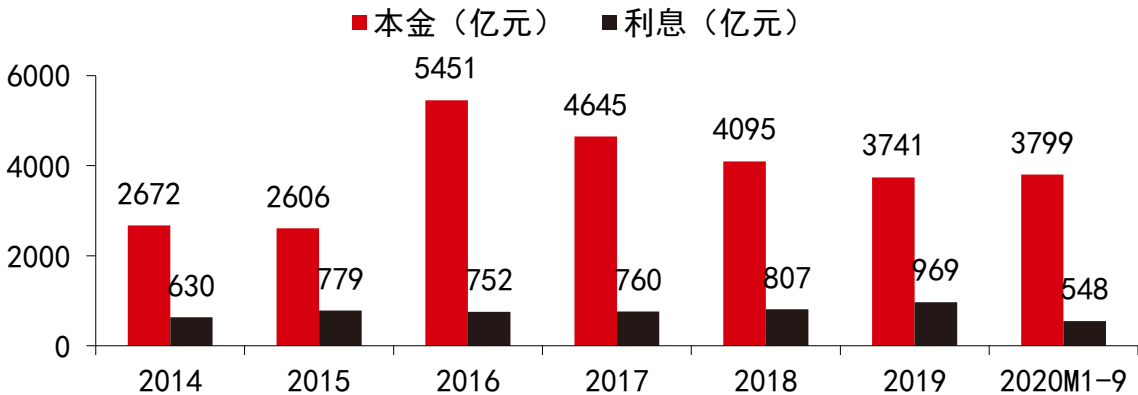
2020年1-9月固定资产和在建工程占比近80%



2020年1-9月基建投资和还本付息占比91.6%



2020年1-9月银行还款利息和本金分别为548亿、3799亿



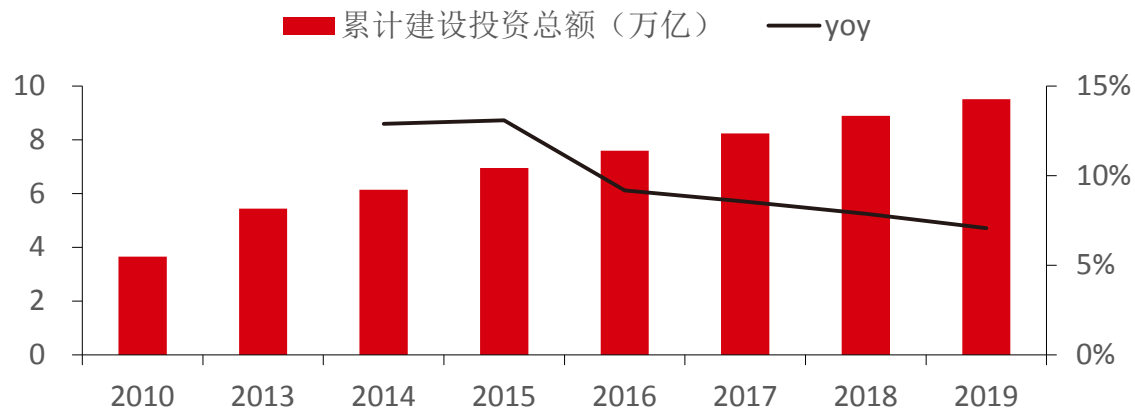
资料来源：国铁集团财报，中信证券研究部

资料来源：国铁集团财报，中信证券研究部

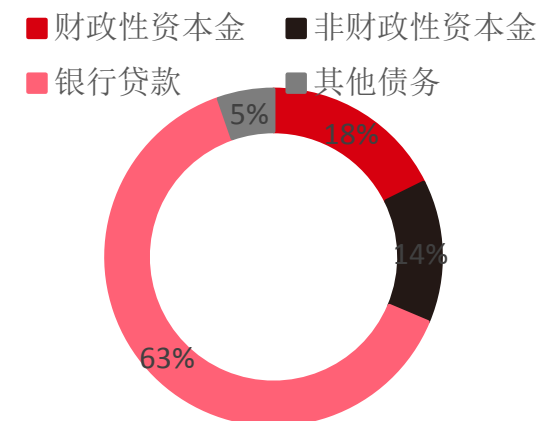
收费公路仍以银行贷款为主，银行贷款债务占比82%

■ 截至2019年底，全国收费公路债务总额6.15万亿，同比提升8.1%，其中银行贷款余额5.08万亿元，占比82%。

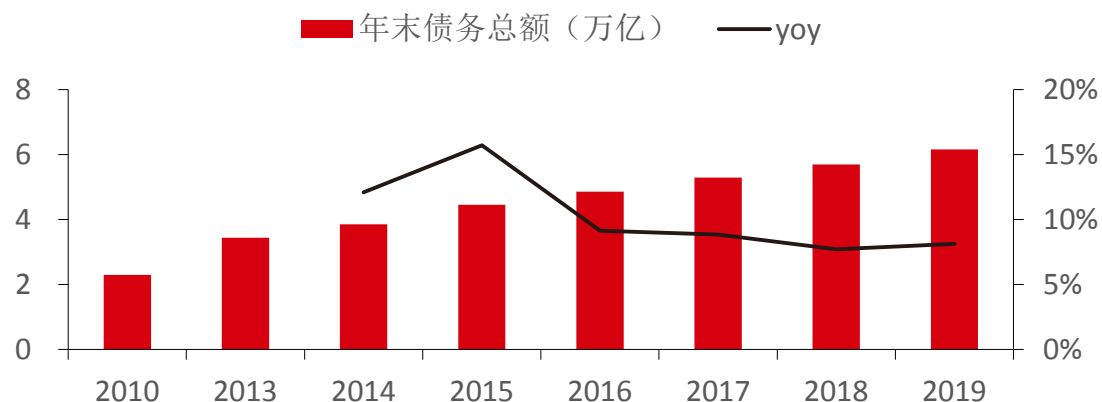
2016~2019年收费公路投资总额CAGR为7.8%



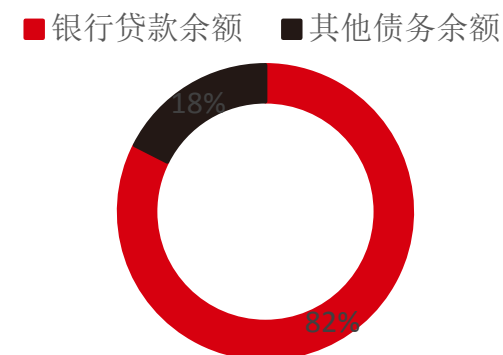
截至2019年，银行贷款占建设投资金额63%



2019年末全国收费公路债务总额提升8.1%至6.2万亿



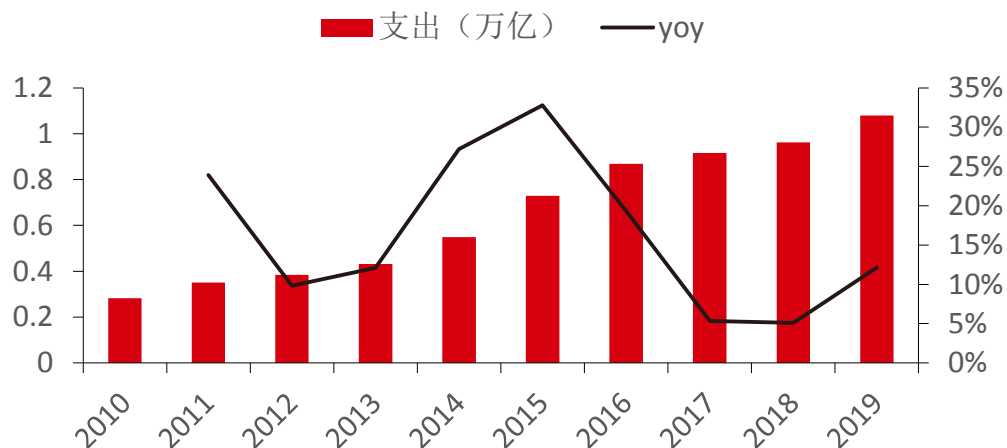
截至2019年底银行贷款余额占债务总额的82%



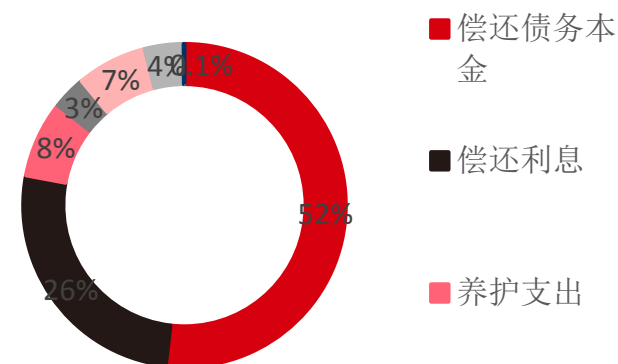
收支缺口扩大至4850亿，银行贷款为主融资模式亟需改变

- 近5年收费公路年均支出增速高出收入5.8pcts，收费公路收支缺口逐年扩大。2013年行业收支缺口为661亿元，2019年扩大至4850亿元。

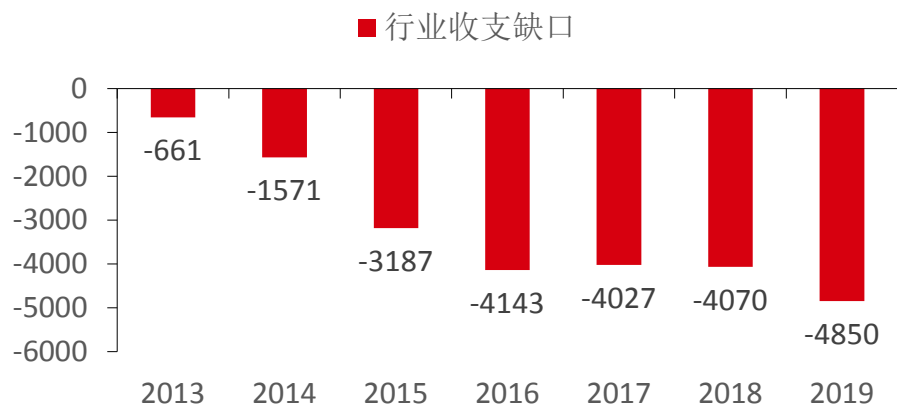
近5年收费公路支出年均支出增速高出收入5.8pcts



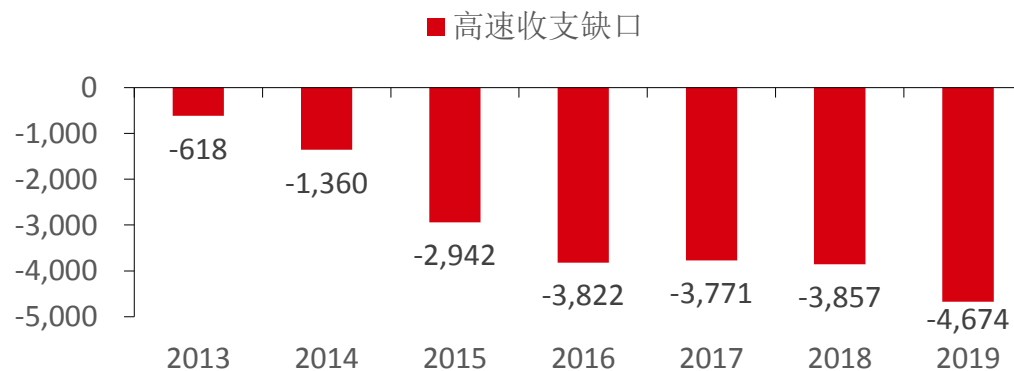
还本付息占2019年收费公路支出的78%



2013~2019年收费公路收支缺口从661亿扩大至4850亿



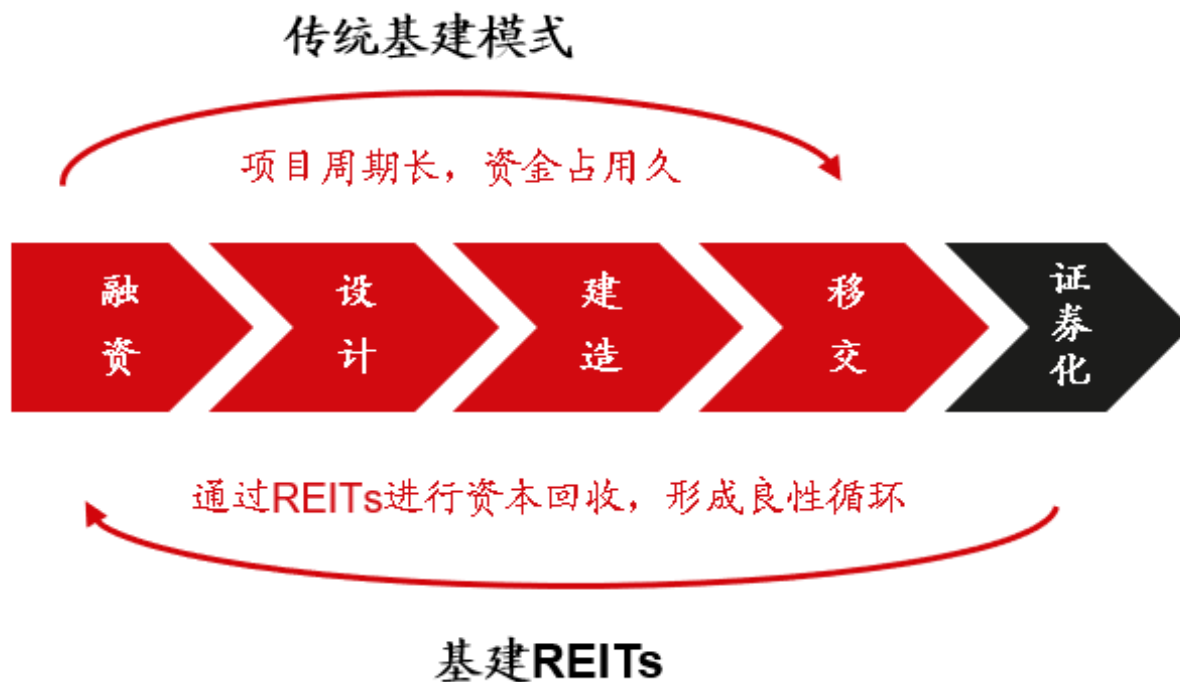
2013~2019年高速公路收支缺口从618亿扩大至4674亿



既有铁路融资模式亟需改变，公募REITs提供新的融资途径

- REITs为我国的铁路、公路建设提供新的融资途径，优化铁路资产负债表，优质资产运营能力有望进一步释放。REITs份额的上市流通能够盘活铁路存量资产，提高流动性，放大资产价值；债务压力减轻，资产运营受到市场监督，将进一步释放资产管理人的运营能力，发挥优秀资产的潜力。中国公募REITs的落地为铁路、公路建设融资提供创新的途径，有效拓宽融资渠道。

REITs为我国的铁路建设提供新的融资途径



CONTENTS

目录

1. 既有融资方式亟待改变，REITs落地提供新机遇
2. 铁路、公路或成为公募REITs重要的底层资产
3. 对比海外股息率10%~12%，期待第一单REITs横空出世
4. 投资策略

- 权属清晰、近3年内总体保持盈利或经营性净现金流为正等试点项目细则明确。2020年4月发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，确保试点项目能够持续良好经营，并为投资者带来稳健回报。

REITs试点项目满足条件

REITs试点项目须满足的基本条件

基础设施项目权属清晰、资产范围明确，发起人（原始权益人）依法合规拥有项目所有权、特许经营权或运营收费权，相关股东已协商一致同意转让。

项目运营时间原则上不低于3年。

现金流持续稳定且来源合理分散，投资回报良好，近3年内总体保持盈利或经营性净现金流为正。预计未来3年净现金流分派率（预计年度可分配现金流/目标不动产评估净值）原则上不低于4%

基础设施运营管理机构具备丰富的同类项目运营管理经验，配备充足的运营管理人员，公司治理与财务状况良好，具有持续经营能力。

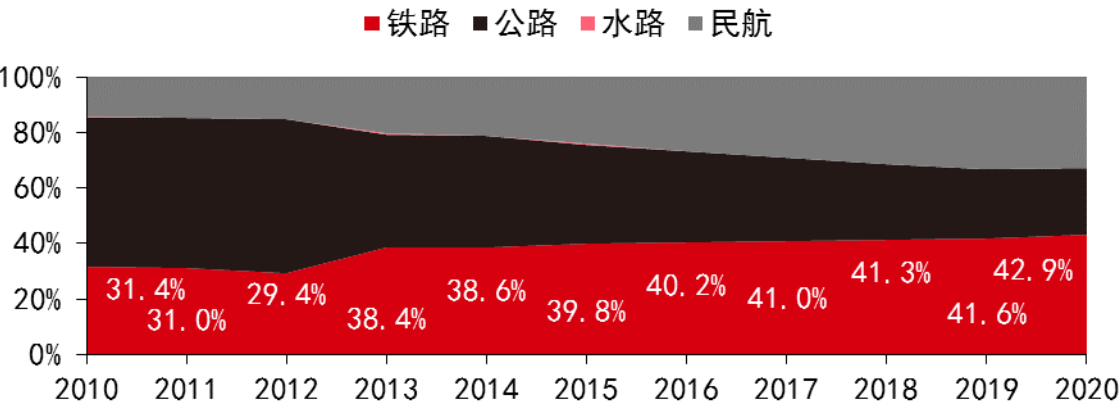
发起人（原始权益人）、基金管理人、基础设施运营管理机构近3年在投资建设、生产运营、金融监管、工商、税务等方面无重大违法违规记录，项目运营期间未出现安全、质量、环保等方面的重大问题。

资料来源：《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，中信证券研究部

国之动脉，有能力稳定回报投资者，与REITs底层资产契合度高

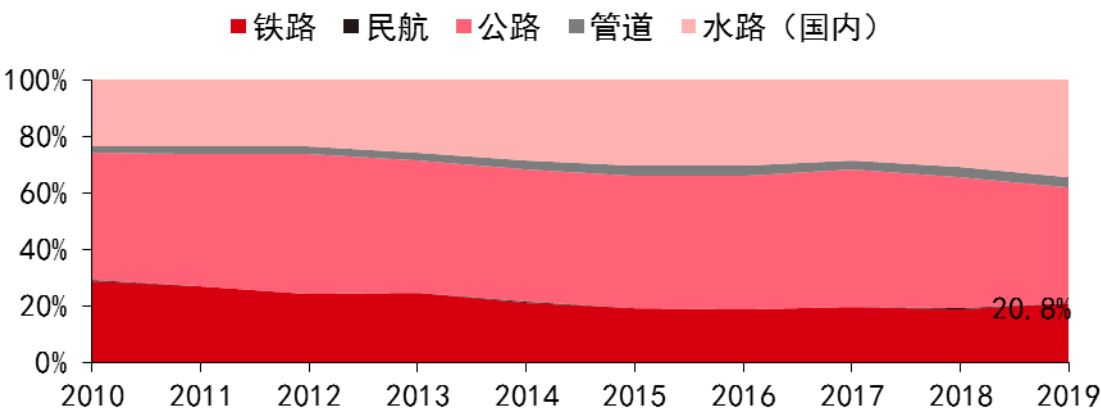
■ 铁路在我国运输业格局中占据举足轻重的地位，是经济发展的大动脉，承担43%的旅客周转量和21%的货物周转量。

2020年铁路旅客周转量占比42.9%



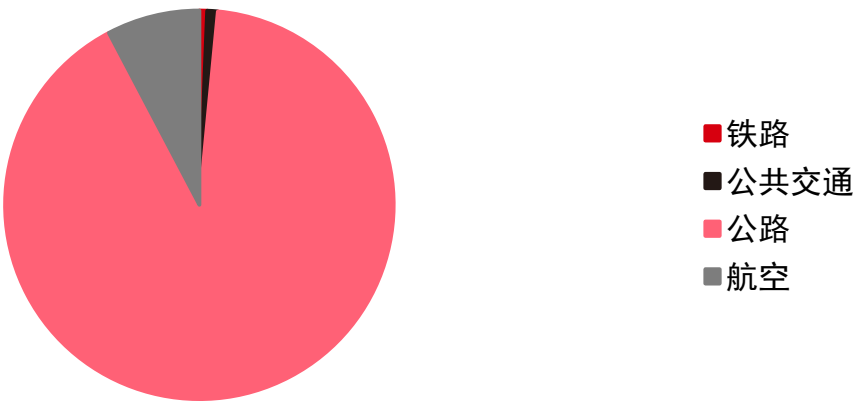
资料来源：Wind，中信证券研究部。

2020年铁路货物周转量占比20.8%



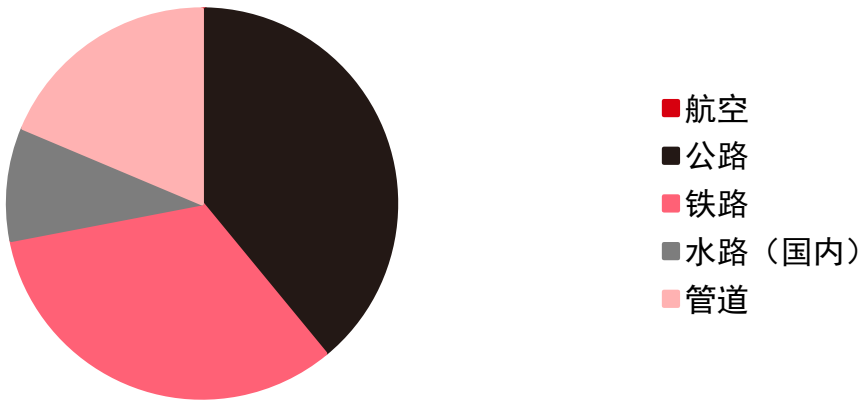
资料来源：Wind，中信证券研究部。

美国铁路旅客周转量占比0.6%



资料来源：BTS，中信证券研究部 注：美国为2018年数据

美国铁路货运周转量占比33%



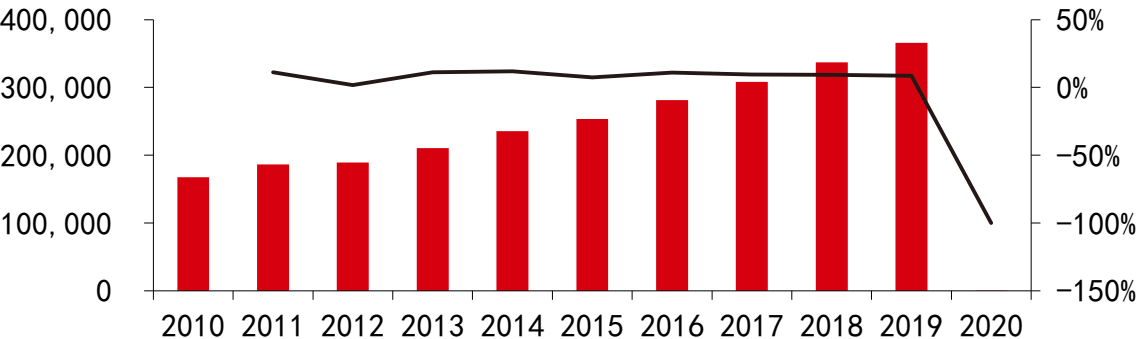
资料来源：BTS，中信证券研究部 注：美国为2018年数据

国之动脉，有能力稳定回报投资者，与REITs底层资产契合度高

■ 高铁近10年客运量复合增速37.6%，作为最优质资产或为提升铁路证券化率的重要抓手。

2010~2019年铁路客运量CAGR 9.1%

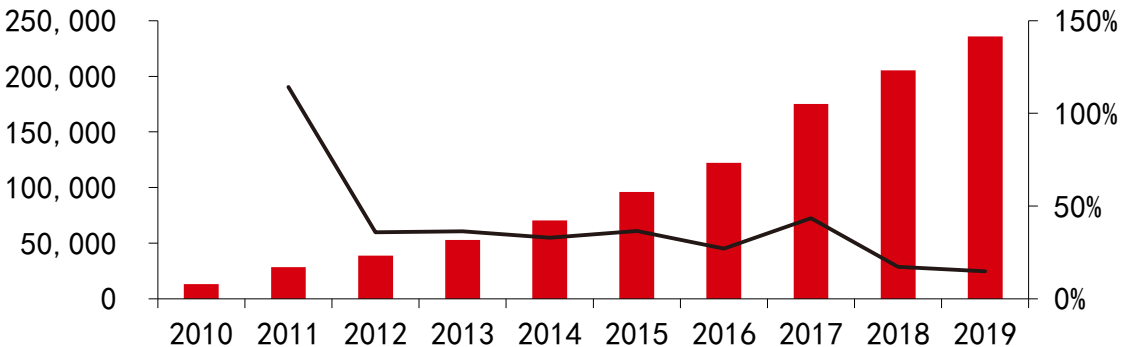
铁路客运量（亿人）



资料来源：Wind，中信证券研究部

2010~2019年高速铁路客运量CAGR 37.6%

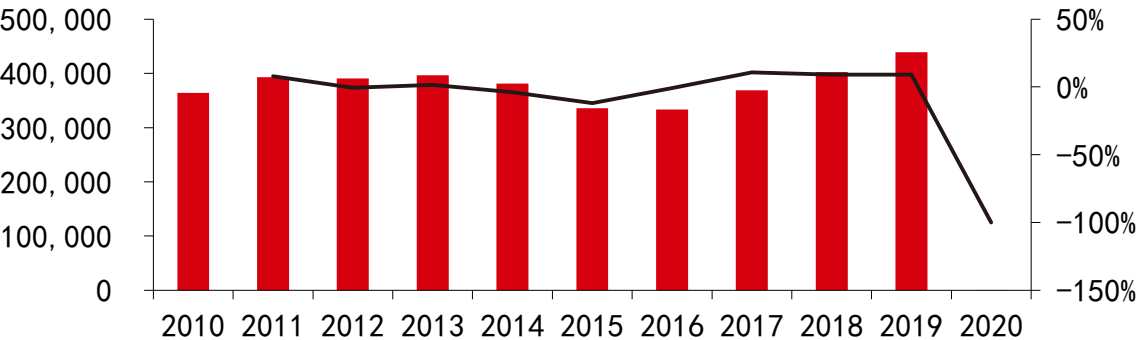
高铁客运量（亿人）



资料来源：Wind，中信证券研究部

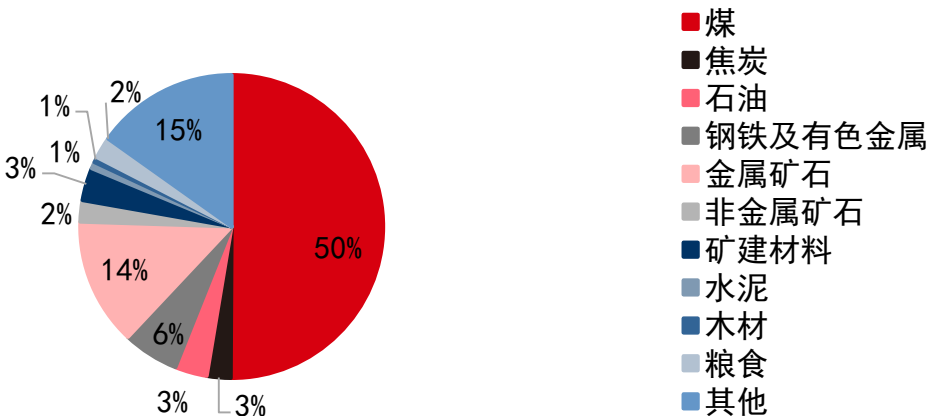
2010~2019年铁路货运量CAGR 9.1%

铁路货运量（亿吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

2019年煤炭占国家铁路货运量的50%

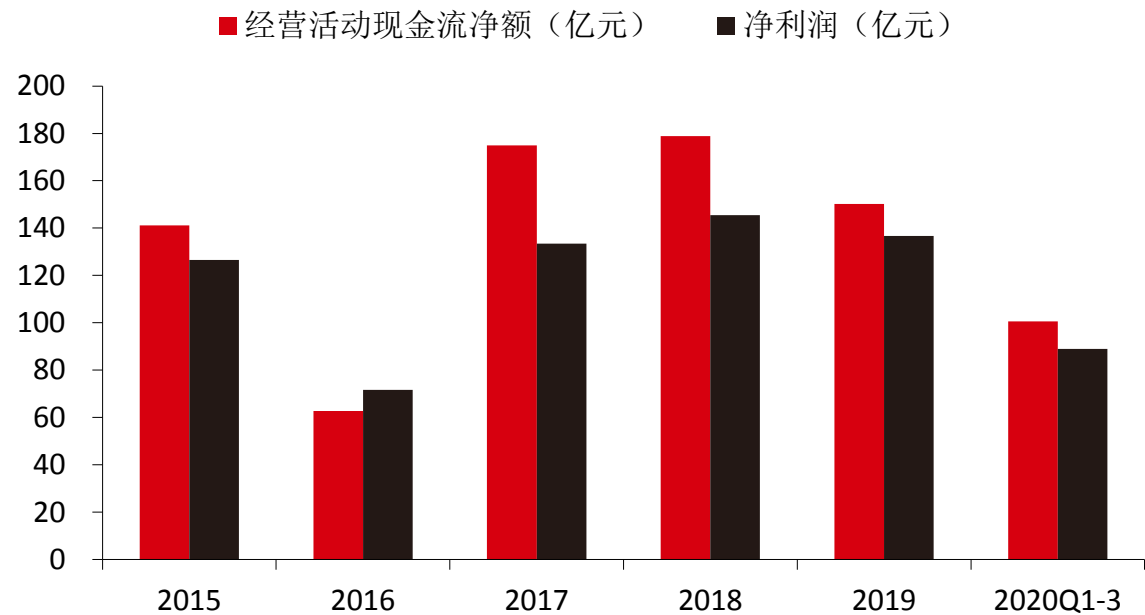


资料来源：Wind，中信证券研究部

国之动脉，有能力稳定回报投资者，与REITs底层资产契合度高

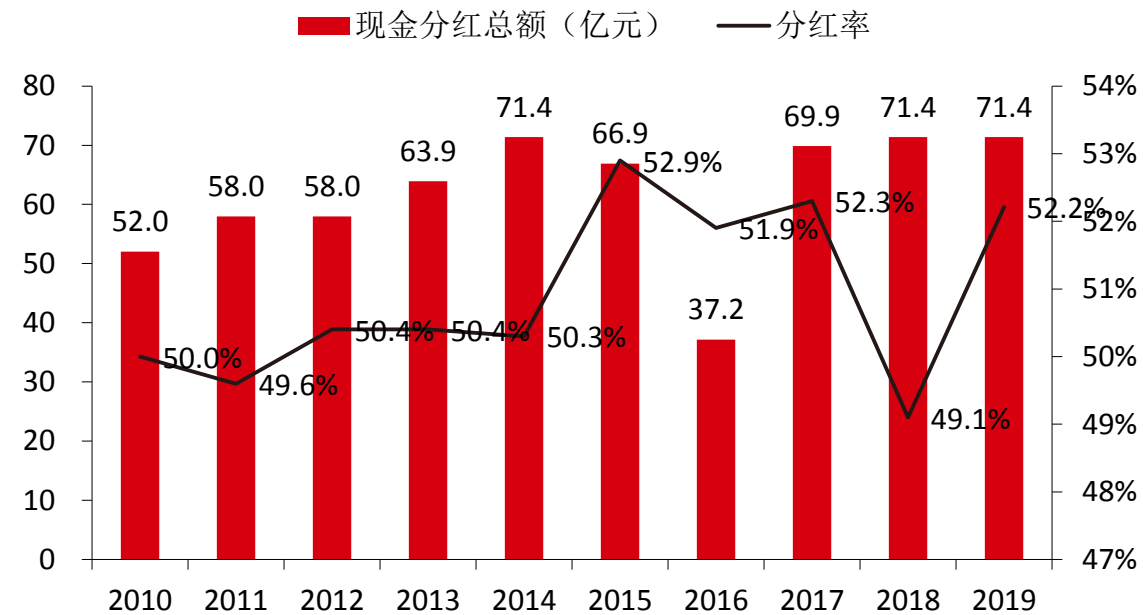
- 铁路、公路资产能够较好契合REITs定位，有能力为投资者提供稳定回报，同时倒逼运输企业提升管理效率 and 市场化程度。铁路公路具有明显区位优势、丰富管理经验，充足的专业管理人员，持续经营能力、产生稳定现金流和盈利等独特优势。以铁路为例，铁路货运龙头大秦铁路坚持采用现金分红的方式回馈投资者，2010年以来分红率稳定在50%左右，累计分红现金超620亿。

2017年以来大秦铁路经营现金流与净利润均超百亿



资料来源：Wind，中信证券研究部

2010年以来大秦铁路累计分红现金超620亿



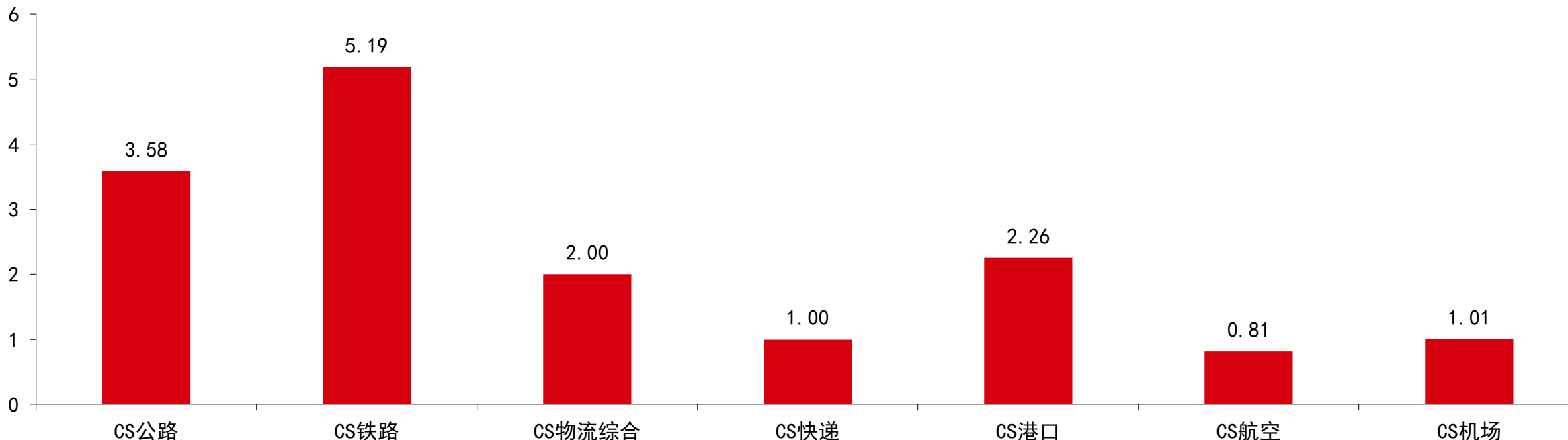
资料来源：wind，中信证券研究部

国之动脉，有能力稳定回报投资者，与REITs底层资产契合度高

- 符合REITs长期稳定回报、风险波动较小的特点。铁路、公路资产有望与REITs介于股债之间的定位较好契合。我国REITs收益分配比例不低于年度可分配利润的90%，2019年A股铁路、公路板块股息率5.2%、3.6%，作为REITs底层资产能够较好的使投资者同时享受资产增值和高分红带来的双线回报。
- 公募REITs试点可提供更畅通的投融资管退循环、吸引社会资本参与铁路运营，倒逼运输企业提高经营效率 and 市场化。

2019年铁路板块股息率居交通运输各子板块之首

2019年CS交通运输各子版块股息率（%）



P/FFO和P/AFFO是国际市场中对REITs最常用的估值方法



■ REITs常用的估值方法有三种：相对估值法（乘数法）、红利贴现模型（DDM）、资产净值（NAV）法。


REITs的3种主要估值方法			
估值方法	估值方式	估值逻辑	常用指标
相对估值法	直接对REITs产品进行估值	分红派息能力相同的REITs应有相同的估值	市价/净营运现金流 市价/调整后净营运现金流 分红收益率的倒数
红利贴现模型	直接对REITs产品进行估值	预测现金流的现值之和	
资产净值法	通过底层资产对REITs产品进行估值	预测底层资产未来收益的现金流，通过报酬资本化法表或直接资本化法得到基础资产估值，然后在此基础上调整得到REITs估值	资本化率

资料来源：《中国REITs市场建设》（蔡建春 / 刘俏 / 张峥 / 周芊等著），中信证券研究部

P/FFO和P/AFFO是国际市场中对REITs最常用的估值方法

- **P/FFO和P/AFFO是国际市场中REITs最常用的估值方法。**相对估值、红利贴现模型、资产净值法都有适用性和局限性。当年分红可以由管理人调控，若仅参考分红收益率，相对估值无法真实反应REITs收益能力；AFFO更能精确反映REITs的股利支付能力，但无统一编制标准，FFO、AFFO能直观地比较REITs分红能力，但忽视折旧费用，对未来过于乐观。


FFO/AFFO估值的局限性



优势

- 针对性强，可以直管的比较REITs的分红能力

劣势

- 忽视了折旧费用，也就是对于未来相对乐观
- 

CONTENTS

目录

1. 既有融资方式亟待改变，REITs落地提供新机遇
2. 铁路、公路或成为公募REITs重要的底层资产
3. 对比海外股息率10%~12%，期待第一单REITs横空出世
4. 投资策略

- 沪汉蓉铁路湖北段，区位优势明显、盈利能力领先，有望成为后续公募REITs铁路项目的标杆。沪汉蓉铁路湖北段是沿江通道重要组成部分，区位优势显著，服务经济相对发达地长江经济带，盈利能力领先。2019年末总资产311亿元，资产负债率45%，2019年实现净利润11亿元，净资产收益率ROE为6.2%。该试点项目落成后将有效补充长江高速铁路建设资金。

沪汉蓉铁路湖北段有望成为后续公募REITs铁路项目的标杆



料沪汉蓉湖北段有望打造公募REITs铁路项目标杆

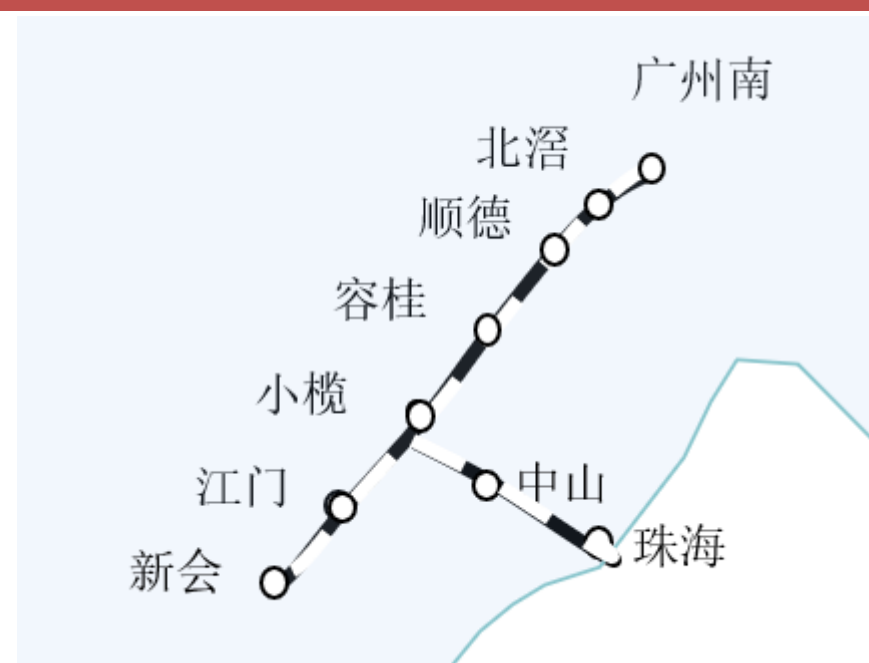
- 粤海铁路轮渡、广珠城际纳入铁路REITs试点。粤海铁路轮渡连接湛江市、海口市和儋州市，受益海南自贸岛建设，赴岛需求持续增长。广珠城际连接广州和珠海，处于珠三角核心区、区位优势显著，2019年广珠城际营业收入28.59亿元，净利润7426万元，扭亏为盈，资产总额274.1亿元，ROE为0.94%，需求持续受益珠三角核心区的成长。
- 铁路公募REITs有望优化铁路运营公司资产负债结构，缓解运营公司旗下铁路网络建设融资需求，反哺区域内经济发展。

粤海铁路轮渡示意图



资料来源：百度地图，中信证券研究部

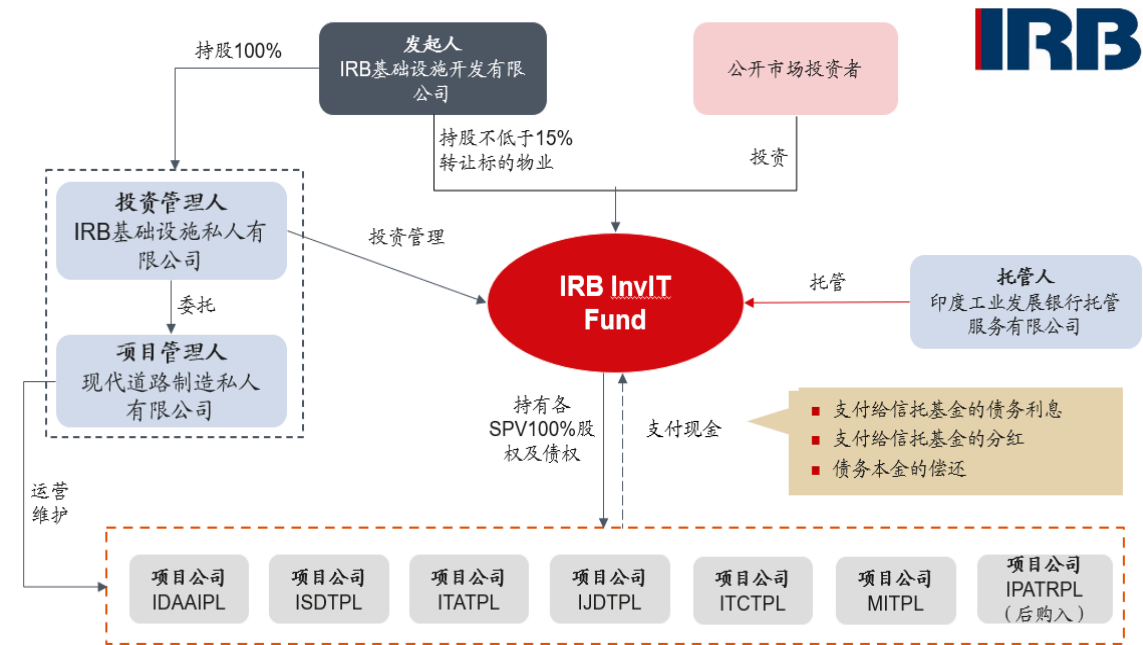
广珠城际铁路示意图



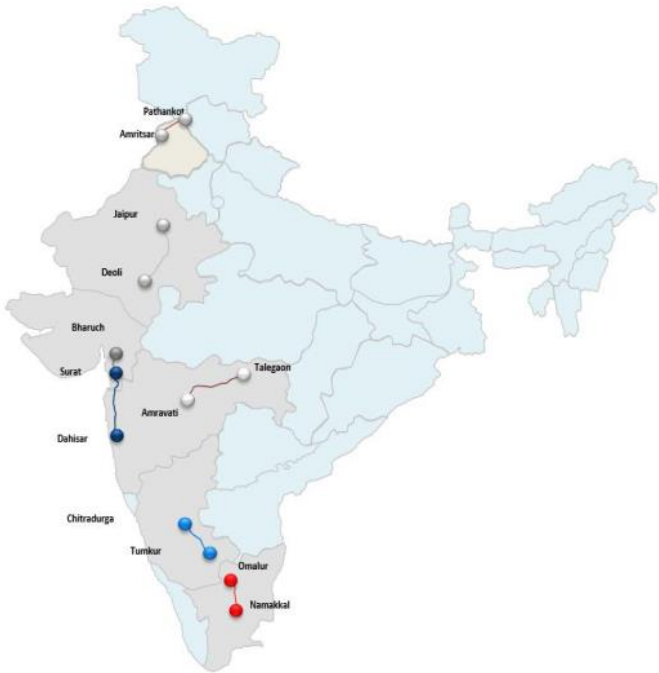
资料来源：Wind，中信证券研究部

- 2021年4月21日基础设施公募REITs迎来首批申报项目，例如浙商汇金沪杭甬基础设施证券投资基金等，中国公路公募REITs呼之欲出。

IRBIF基础设施公募基金管理架构



IRBIF主要路产包括7条印度境内的收费公路



资料来源：公司官网，中信证券研究部

对比海外，IRBIF上市3年股息率10.4%~12.0%，颇具吸引力

- **IRBIF基础设施公募基金底层资产为7条印度境内的收费公路。**印度将基础设施REITs单设为独立品类（InvITs），IRBIF路产包括7条印度境内收费公路，合计里程4055公里，13座收费站分布6个邦，其中4条公路是黄金四边形高速公路组成部分，1条是东西走廊组成部分。2020年IRBIF实现收入32.3亿卢比，对应净利润5.8亿卢比，稳定现金流成为高分红的基础。

IRBIF基础设施公募基金底层资产为7条印度境内的收费公路

序号	公路名称及编号	SPV名称	所在邦	收费站数	长度 (公里)	特许期（年）	特许期起始日	剩余特许期*
1	巴鲁奇-苏拉特 MH-8	IDAA基础设施私人有限公司 (IDAAIPL)	古吉拉特邦	1	390	15	2007年1月2日	1年2个月
2	苏拉特-达希沙 MH-8	IRB苏拉特-达希沙收费公路有限公司 (ISDTPL)	古吉拉特邦	4	1,434	12	2009年2月20日	近3个月
3	德莱冈-阿姆拉瓦提 MH-6	IRB德莱冈-阿姆拉瓦提收费公路有限公司 (ITATPL)	马哈拉施特拉邦	1	267	22	2010年9月3日	12年9个月
4	斋浦尔-代奥利 MH-12	IRB斋浦尔-代奥利收费公路有限公司 (IJDTPL)	拉贾斯坦邦	2	595	25	2010年6月14日	15年6个月
5	杜姆古尔-吉德勒杜尔加 MH-4	IRB杜姆古尔-吉德勒杜尔加收费公路有限公司 (ITCTPL)	卡纳塔克邦	2	684	26	2011年6月4日	17年11个月
6	奥马尔 - 塞勒姆 - 纳马卡尔 MH-7	M.V.R.基础设施和收费公路有限公司 (MITPL)	泰米尔纳德邦	1	275	20	2006年8月14日	6年8个月
7	坦科-阿姆利则 MH-15	IRB坦科-阿姆利则收费公路有限公司 (IPATRPL)	旁遮普邦	2	410	20	2010年12月30日	7年

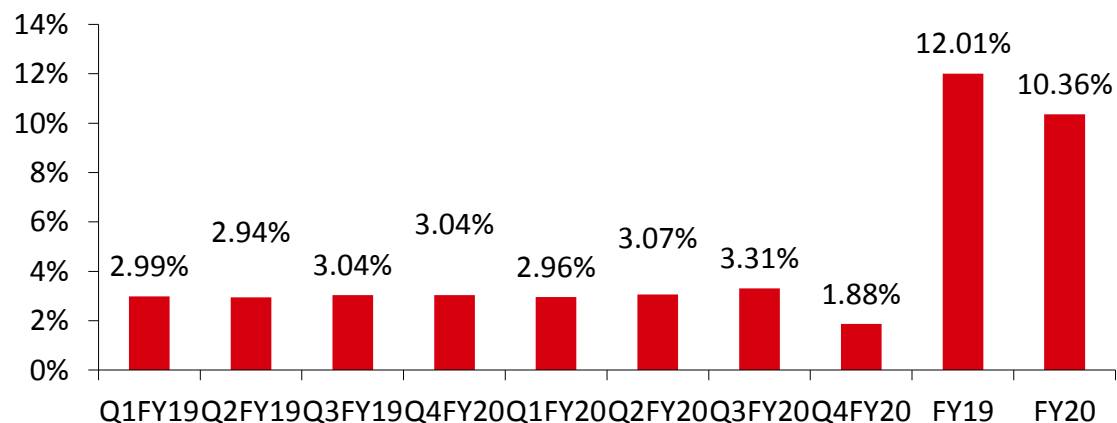
对比海外，IRBIF上市3年股息率10.4%~12.0%，颇具吸引力

- IRBIF上市3年股息率10.4~12.0%，颇具吸引力，期待我国第一单铁路、公路公募REITs横空出世。

IRBIF前10大股东持股比例

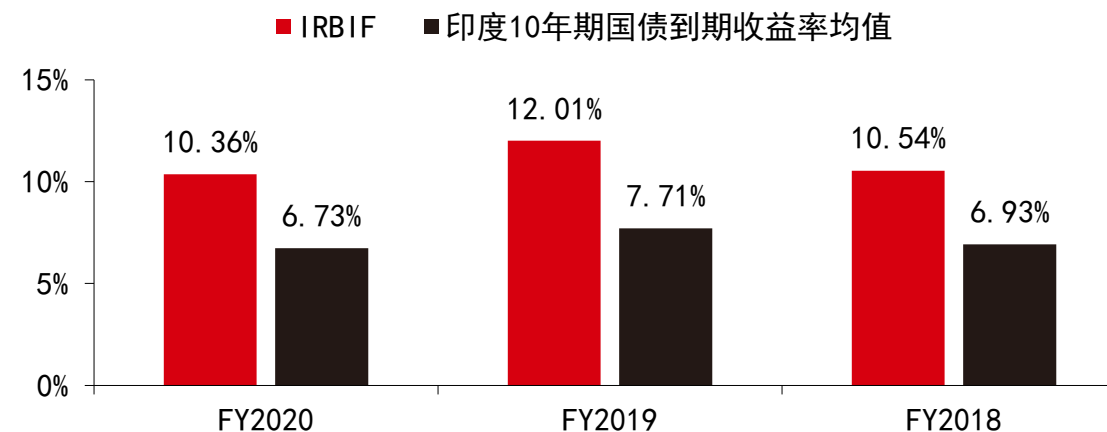
名称	持股占比
IRB基础设施开发有限公司	15.97%
新加坡政府	8.26%
Aditya Birla Sun Life Trustee Private Limited A/C Aditya Birla Sun Life Equity Hybrid '95 Fund	6.39%
Bny Mellon Investment Funds Newton Asian Income Fund	6.07%
Prusik Umbrella UCITS Fund PIC/Prusik Asian Equity Income Fund	4.48%
CIM Investment Find ICAV	4.22%
新加坡金融管理局	2.80%
PFIL证券有限公司	2.36%
施罗德亚洲资产收益基金	2.17%
Virendra D Mhaikar	2.11%

IRBIF在2019年3月、2020年3月分红对应高股息率12.0%、10.4%



资料来源：IRBIF公告，中信证券研究部

IRBIF上市3年股息率超印度10年期国债到期收益率均值3.6~4.3pcts



资料来源：IRBIF公告，Wind，中信证券研究部

- 资产整合进度不及预期
- 资产盈利能力不及预期
- 公募REITs落地不及预期

CONTENTS

目录

1. 既有融资方式亟待改变，REITs落地提供新机遇
2. 铁路、公路或成为公募REITs重要的底层资产
3. 对比海外股息率10%~12%，期待第一单REITs横空出世
4. 投资策略

- **铁路：**高铁未来有望持续通过IPO或公募REITs提升证券化率。截至2020Q3我国铁路资产证券化约5.4%，远低于美日水平，REITs有望进一步加速铁路资产证券化进程。铁路有望成为公募REITs的重要底层资产，IRBIF上市3年股息率10.4%~12.0%，颇具吸引力，期待我国第一单铁路公募REITs横空出世。
- **高速公路：**30年快速发展推动我国高速公路运营里程全球第一，同时，收费公路收支缺口自2013年661亿元扩大至2019年4850亿元，REITs为公路建设和发展提供新的融资途径。对比海外，IRBIF上市3年股息率10.4%~12.0%，颇具吸引力。可持续盈利、稳定现金流和专业的运营团队，中国公路公募REITs呼之欲出。

板块重点跟踪公司盈利预测

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		20A	21E	22E	20A	21E	22E	
京沪高铁	5.64	0.07	0.17	0.26	89.4	33.7	22.7	买入
宁沪高速	10.4	0.49	0.88	0.94	19	12	11	
深高速	9.93	0.94	1.10	1.22	9.4	9.1	8.2	
招商公路	8.08	0.36	0.79	0.87	19.2	10.2	9.3	

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2021年5月7日收盘价，公路标的采用wind一致预期



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

扈世民（交运首席分析师）

汤学章（交运分析师）

执业证书编号：S1010519040004

执业证书编号：S1010520090006

免责声明



证券研究报告 2021年5月9日

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

		评级	说明
投资建议的评级标准	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.。如对本报告有任何疑问，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。

欧盟与美国：本研究报告在欧盟与美国归属于营销文件，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美国由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。

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。