

房地产行业专题研究

房地产业重定义

中信证券研究部

陈聪、张全国、李金哲、联系人：李宗儒

2021年5月24日



空间的开发——营建销售



空间的运营——资产管理

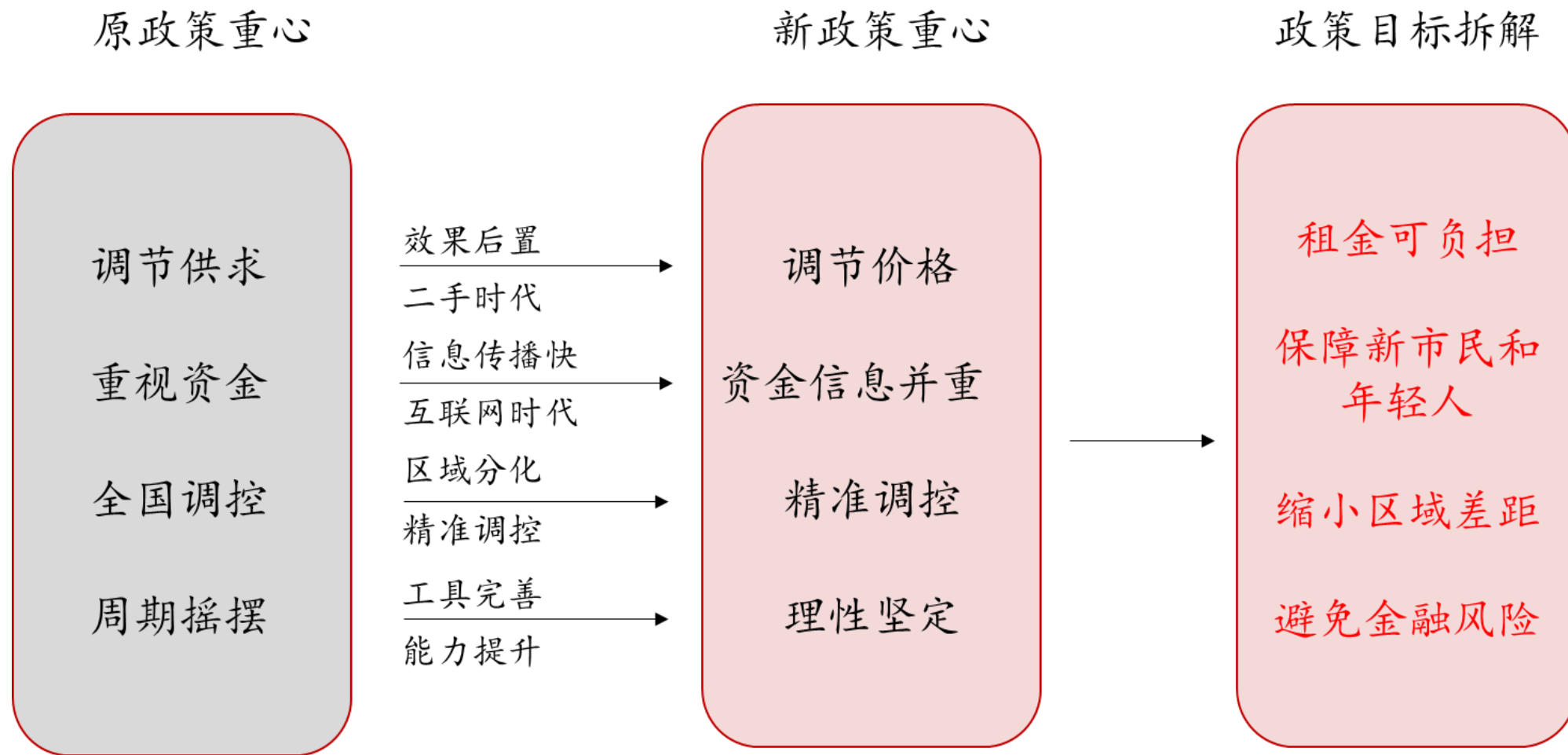


空间的服务——智慧物管



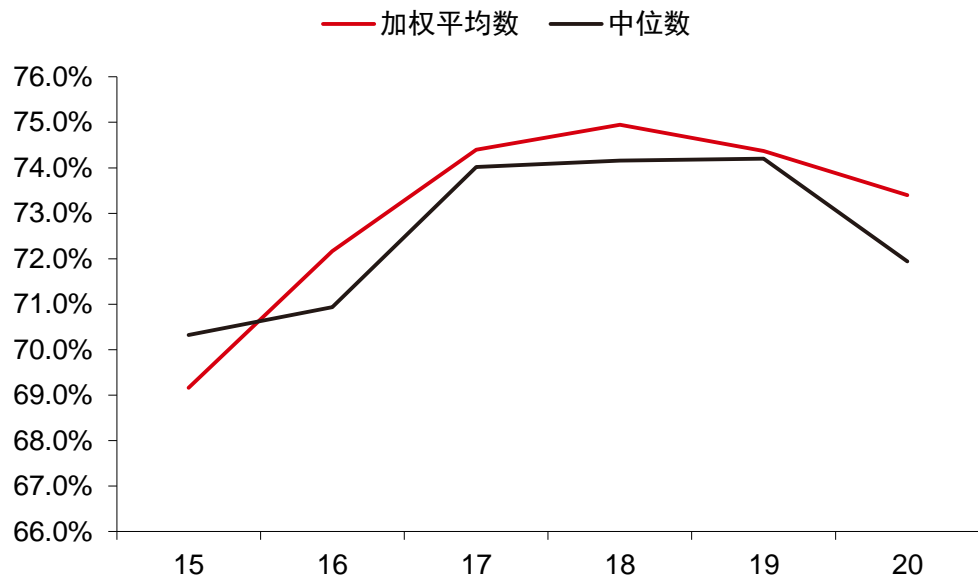
空间的交易——租售服务

空间的开发——常态调控之下的理性回归长路



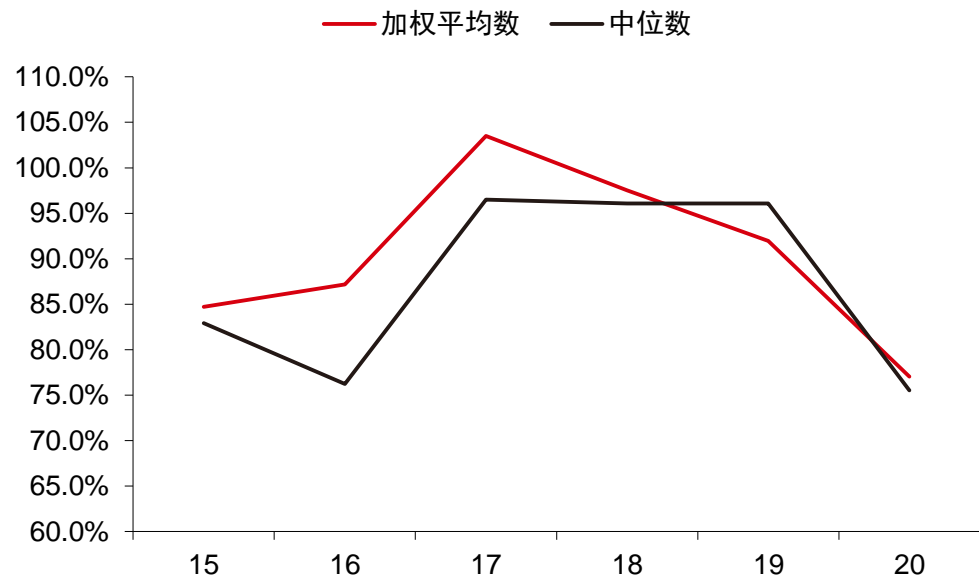
- 客观上，三道红线和房贷集中度管理正在要求房地产企业控制杠杆，减少拿地规模。
- 主观上，由于项目预期盈利能力下降，信用利差走阔，大多数房地产企业也没有大规模举债的诉求
- 2020年底，57家样本公司剔除预收款的资产负债率73.4%，净负债率77.0%，货币资金对短期有息负债的覆盖率为129.2%，分别较之2019年同期下降1.0，14.9和上升19.0个百分点。

样本企业剔除预收账款的资产负债率 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

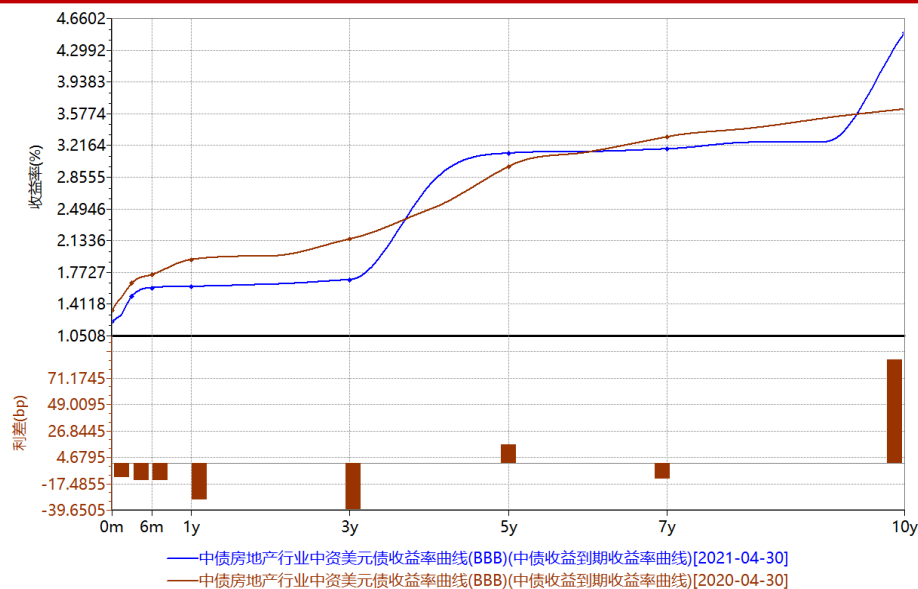
样本企业净负债率 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

- 去杠杆未必带来企业资金成本的下行，但继续加杠杆大概率导致企业资金成本上行。房地产公司的融资成本开始出现深度分化。
- 境外高息美元债的估值收益率，也是部分企业信用情况的一扇窗。

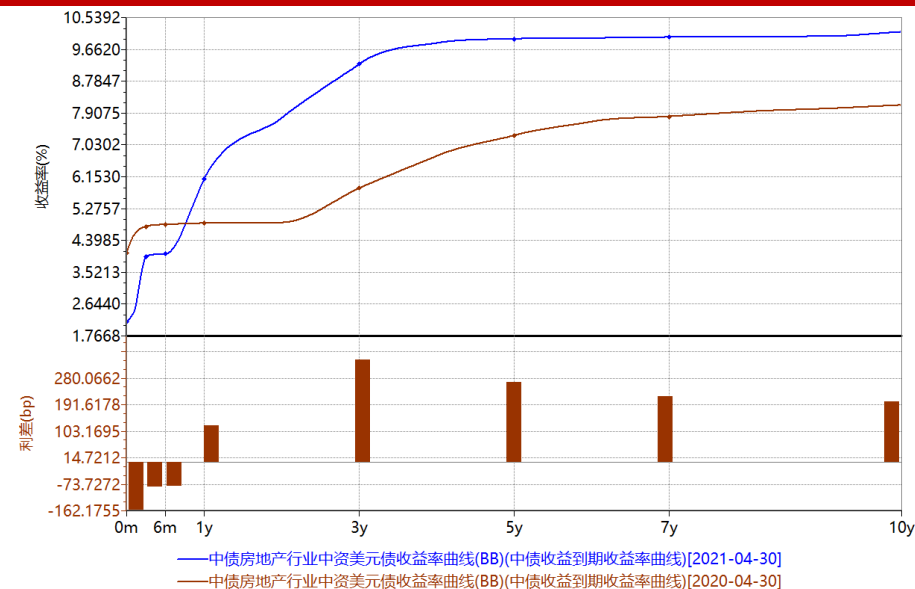
中债房地产行业外资美元债收益率曲线(BBB)



数据来源:Wind

资料来源: Wind

中债房地产行业外资美元债收益率曲线(BB)

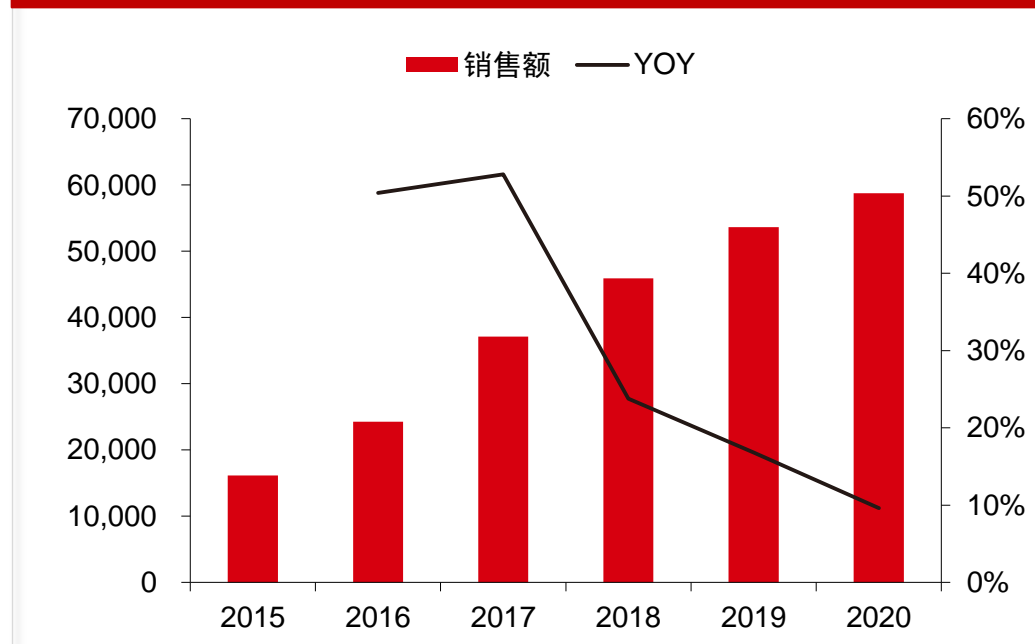


数据来源:Wind

资料来源: Wind

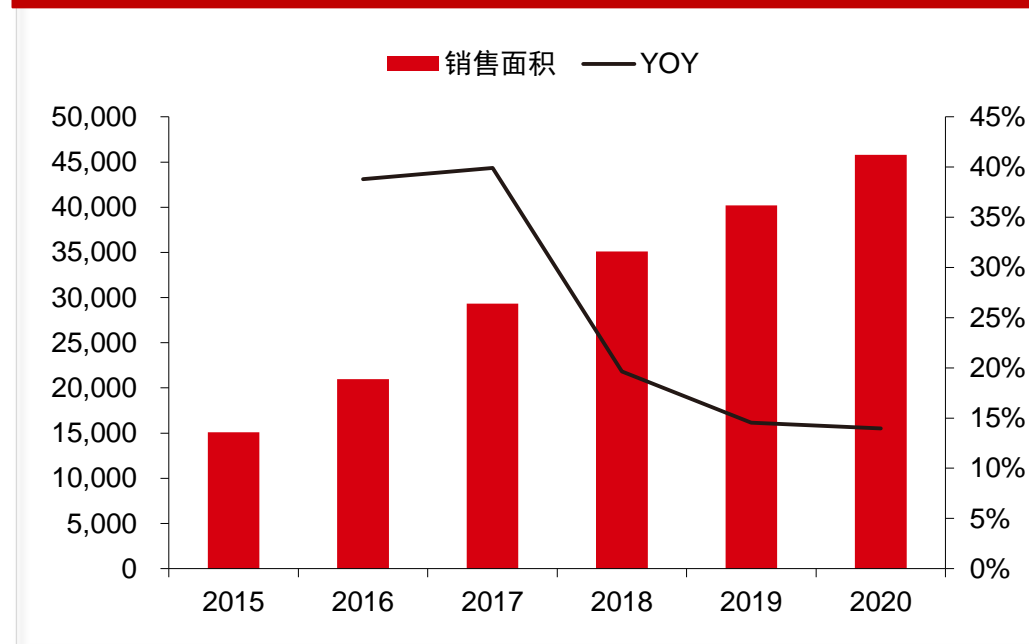
- 2020年，样本企业的销售面积和销售额分别增长14.0%及9.6%。
- 2021年，公布销售目标的企业，其平均销售计划增速为10.1%。

样本企业销售额及增速（亿元）



资料来源：各企业公告，CREIS，中信证券研究部

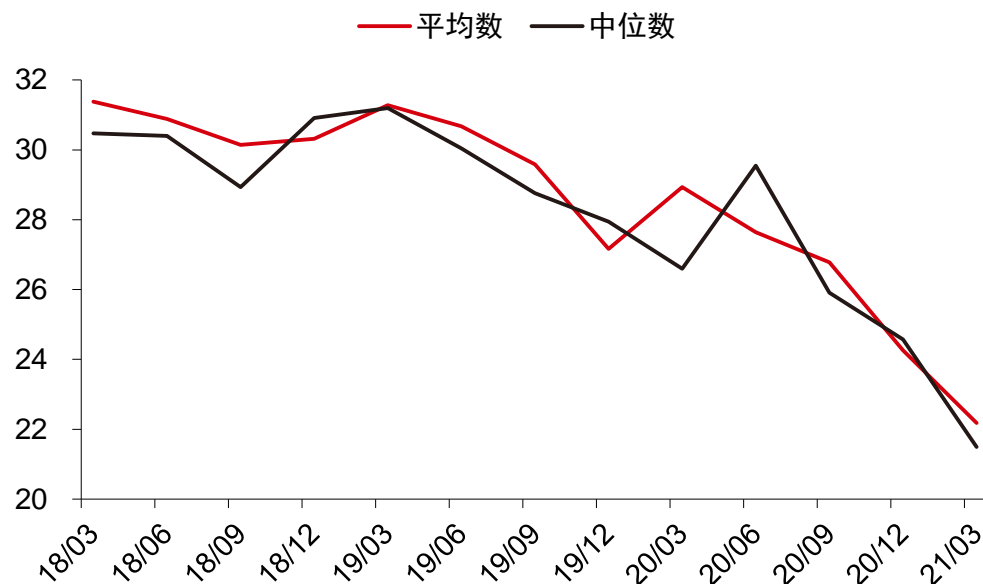
样本企业销售面积及增速（万平方米）



资料来源：各企业公告，CREIS，中信证券研究部

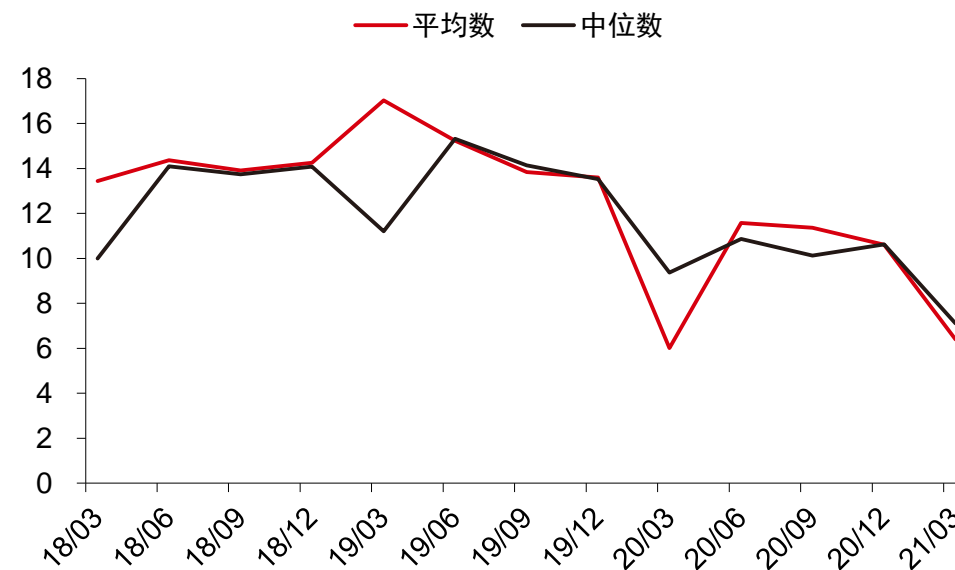
- 盈利能力的下降并非现在出现，限价和土地成本上升是盈利能力受到挤压的关键原因。
- 结合绝大多数A股和内房企业指引，我们判断2021年是企业报表盈利能力继续下降的一年，而2022年之后则可能出现分化，个别企业可能凭借低资金成本和高开发能力稳住利润率，另一些企业可能会面临项目层面亏损的压力。

披露季报的样本企业毛利率数据 (%)



资料来源：Wind，各公司公告，中信证券研究部

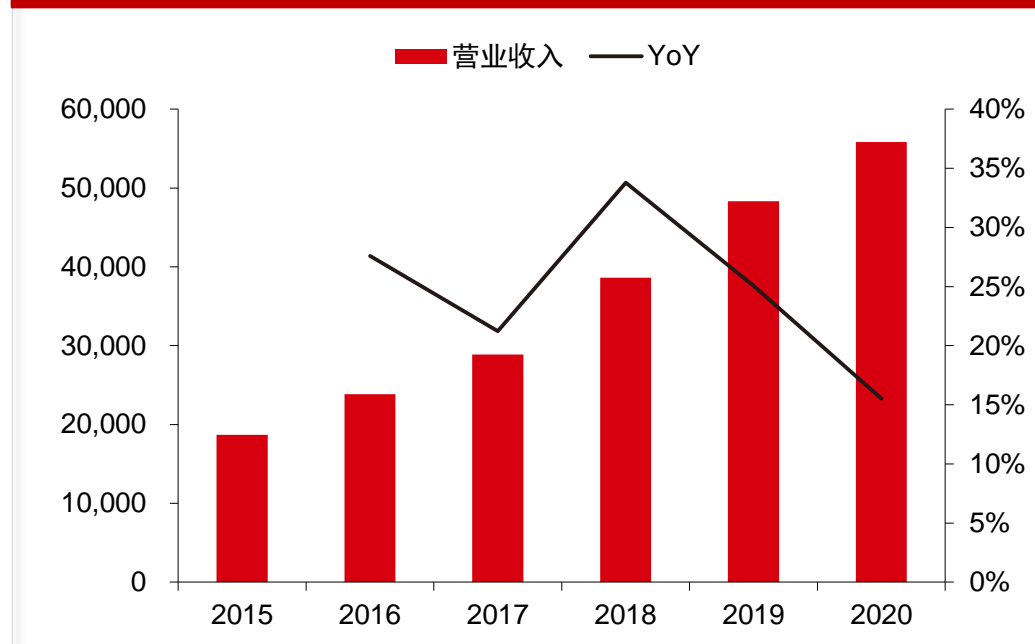
披露季报的样本企业净利率数据 (%)



资料来源：Wind，各公司公告，中信证券研究部

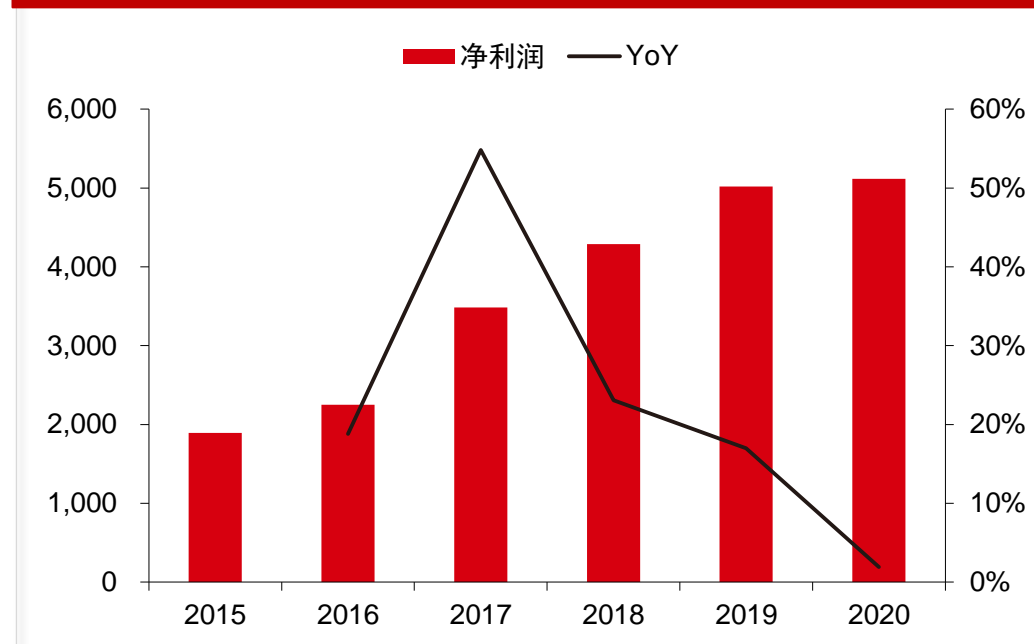
- 2020年，样本企业实现营业收入5.6万亿元，同比增长15.5%，实现业绩5,116亿元，同比增长1.9%。绝大多数企业采取以高结转对冲盈利能力下降的办法，维持了业绩增速。
- 整体而言，我们认为开发行业的整体盈利已经基本见顶，未来即使有增长，也不会十分明显。当然，随着管理能力的提升，新激励手段的出现，特别是信用利差走阔，我们相信部分企业市占率有上升空间。

样本企业收入及增长（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

样本企业净利润及增长（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

- 我们统计，重点公司现金分派比率下降到2020年的28.6%。
 - 三道红线的要求，使得企业越发在乎账面货币资金的规模。
 - 由于地产公司市值确实不高，即便现金分红比率下降，股息率却仍然维持高位。

部分企业现金分红比例及股息率

公司	2015	2016	2017	2018	2019	2020	股息率
万科A	43.9%	41.5%	35.4%	35.0%	30.4%	35.0%	4.6%
保利地产	30.1%	30.1%	30.4%	31.5%	35.0%	30.2%	5.2%
新城控股	10.0%	24.7%	30.3%	32.1%	30.3%	30.4%	4.6%
华侨城A	12.4%	11.9%	28.5%	23.2%	19.9%	25.3%	4.2%
金地集团	59.1%	50.1%	35.0%	33.4%	30.0%	30.4%	6.0%
绿地控股	35.3%	42.2%	33.7%	32.1%	33.0%	20.3%	4.4%
金科股份	17.1%	76.6%	66.6%	49.5%	42.3%	34.1%	6.8%
中南建设	16.9%	16.4%	12.3%	20.3%	25.4%	30.1%	7.9%
阳光城	15.1%	16.5%	9.8%	7.5%	20.2%	30.0%	6.6%
荣盛发展	44.8%	41.9%	31.7%	25.9%	22.9%	20.3%	5.7%
平均	28.5%	35.2%	31.4%	29.1%	28.9%	28.6%	5.6%

销售前高后低，房价平稳，区域冷热不均

- 宏观层面：一季度，房地产行业指标表现优异
 - 一季度，房地产大部分指标呈现两位数增长。与2019年同期相比，销售面积、销售金额、房地产投资等指标增长也较为明显。
- 高频层面：随着基数增加，及房地产政策对预期的影响，基本面走势预计将会前高后低。

房地产行业2021Q1核心指标及其与2020/2019Q1的变化（单位：亿元，万平方米）

时间	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2021Q1/2020Q1	2021Q1/2019Q1
房地产开发投资	23,803	21,963	27,576	25.6%	15.9%
房屋施工面积	699,444	717,886	798,394	11.2%	14.1%
房屋新开工面积	38,728	28,203	36,163	28.2%	-6.6%
房屋竣工面积	18,474	15,557	19,122	22.9%	3.5%
商品房销售面积	29,829	21,978	36,007	63.8%	20.7%
商品房销售额	27,039	20,365	38,378	88.5%	41.9%

- 结构性过热伴随因城施策，全年预计房价平稳，但区域分化趋势仍将延续
 - 虽然年初个别城市房价上涨较快，但调控十分及时。我们预计全年房价会维持基本稳定。

上海市《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》概要

夫妻离异3年内拥有住房套数按离异前家庭总套数计算
严格执行差别化住房信贷政策，实施房地产贷款集中度管理，加强个人住房贷款审慎管理
调整增值税征免年限（2年—>5年）
严格执行商品住房销售“一价清”“实名制”等各项管理制度
建商品住房公证摇号优先满足“无房家庭”自住购房需求

资料来源：上海市政府网站，中信证券研究部

深圳市二手住房成交参考价格机制的主要内容

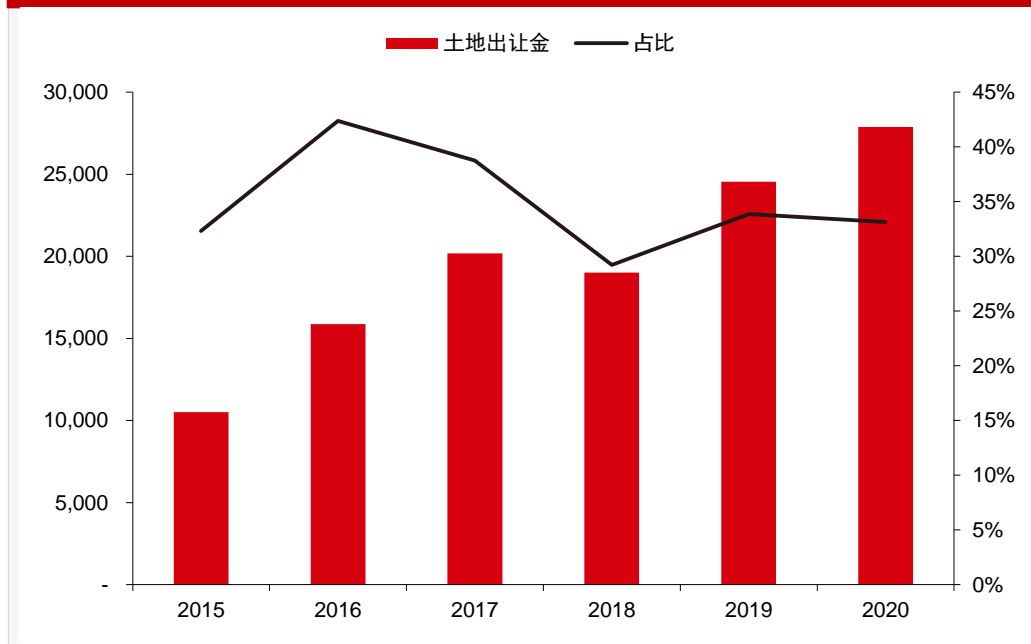
项目	内容
发布机构	深圳市房地产和城市建设发展研究中心
价格来源	在调查分析基础上，以二手住房网签价格为基础，参考周边一手住房价格，综合形成住宅小区二手住房成交参考价格
覆盖范围	市域全覆盖、区域网格化原则，以住宅小区为区域网格单元，覆盖全市3595个住宅小区
发布目的	加大二手住房交易信息公开力度，引导市场理性交易
执行手段	引导房地产经纪机构合理发布挂牌价格，引导商业银行合理发放二手住房贷款

资料来源：深圳市住房和建设局，中信证券研究部

■ 土地市场的决定因素并非企业资金，而是土地出让方意愿

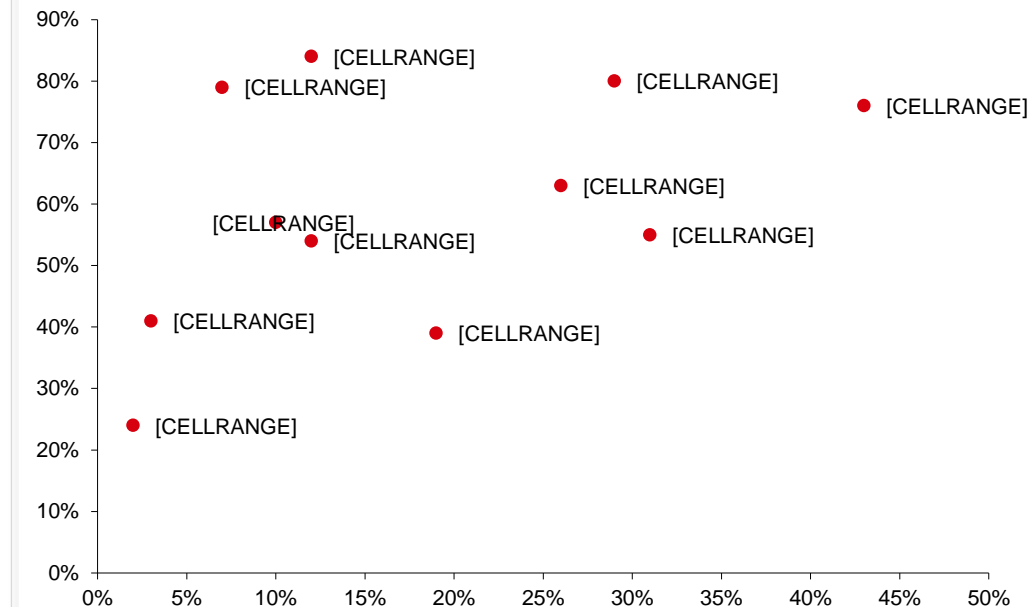
- 由于抗疫和社会发展需要，我们认为地方政府性基金收入（主体是土地出让金）需求旺盛
- 虽然集中供地初期热点地块仍然火热，但整体成交溢价率并未上行。

22个热点城市住宅土地出让金及占比（亿元）



资料来源：CREIS，中信证券研究部

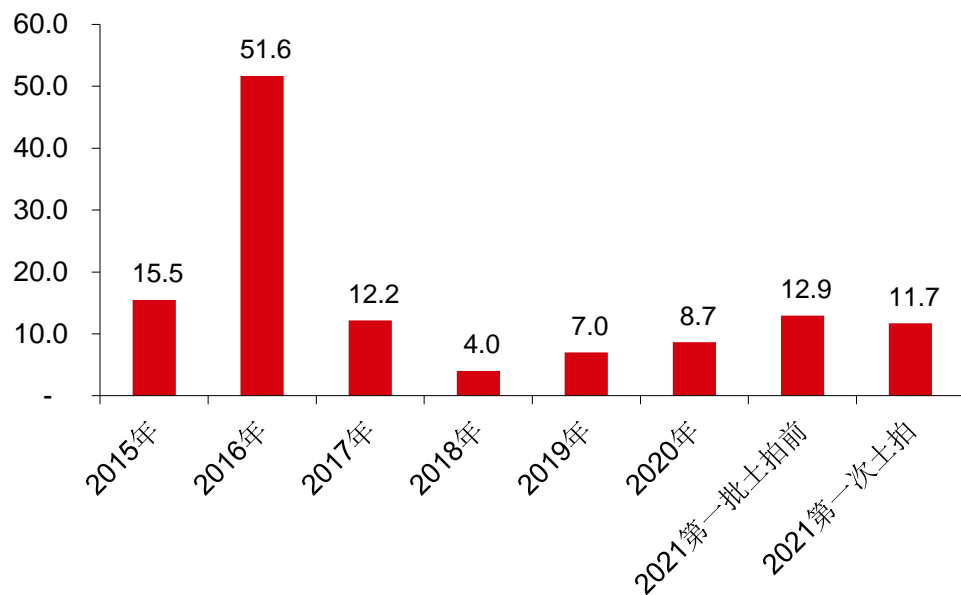
2021首次集中土拍城市溢价率及地货比



资料来源：CRIC，中信证券研究部（横轴：溢价率，纵轴：地货比）

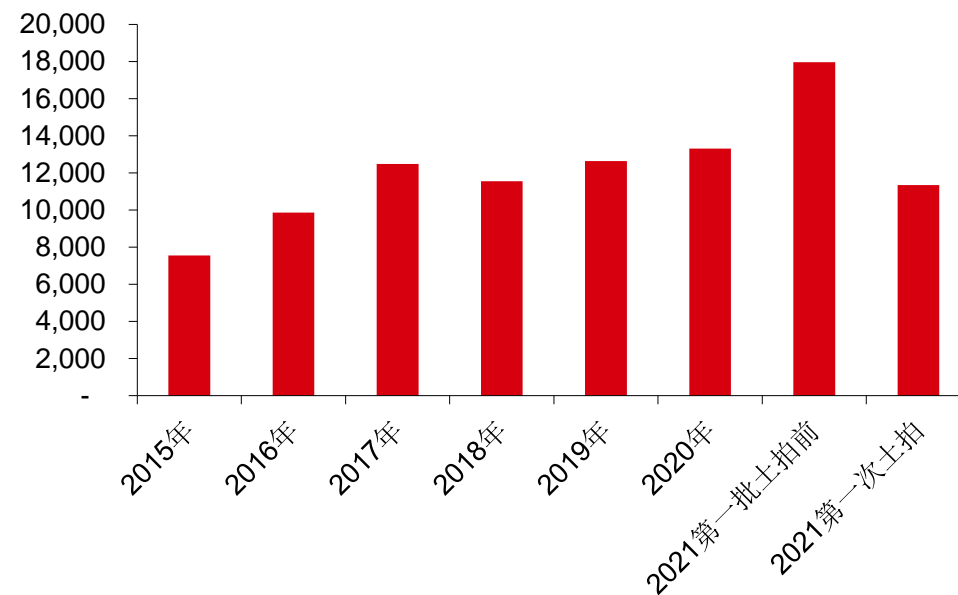
- 一些热点城市热点地块并不会因为双集中而明显降温，但行业供给侧改革的大幕算是拉开。
 - 以广州为例，2021年首次集中供应的结果显示，溢价率略有下降，成交均价也有所下降，但是高溢价地块占比提升。

广州住宅用地土拍溢价率情况 (%)



资料来源：CREIS，中信证券研究部

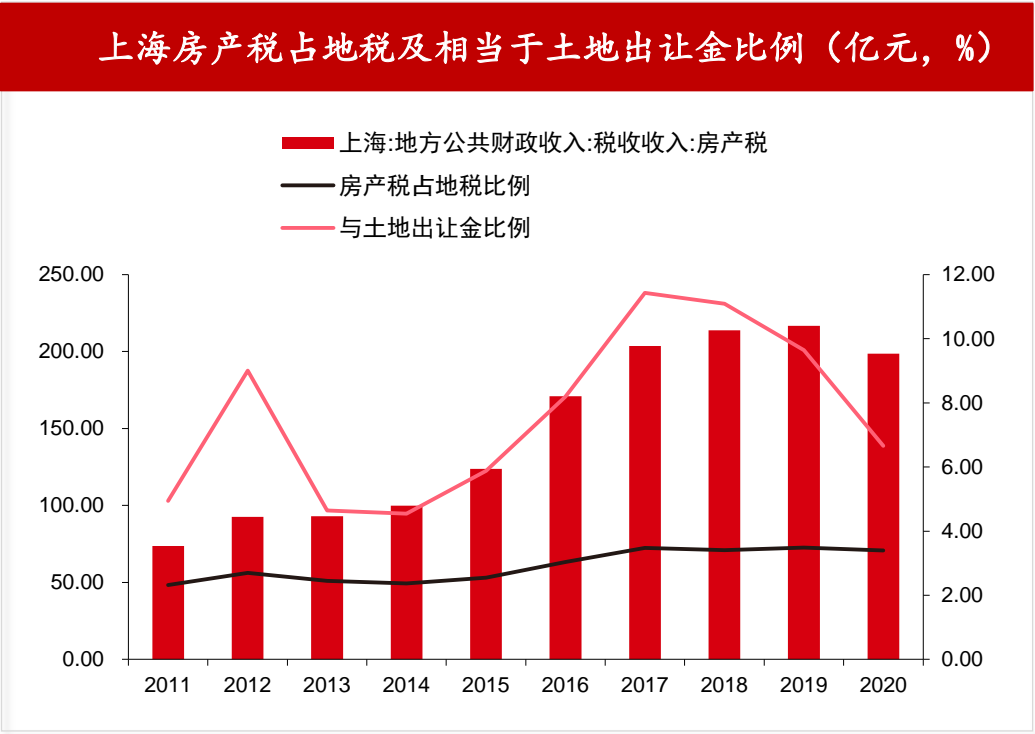
广州住宅土拍楼面均价 (元/平方米)



资料来源：CREIS，中信证券研究部

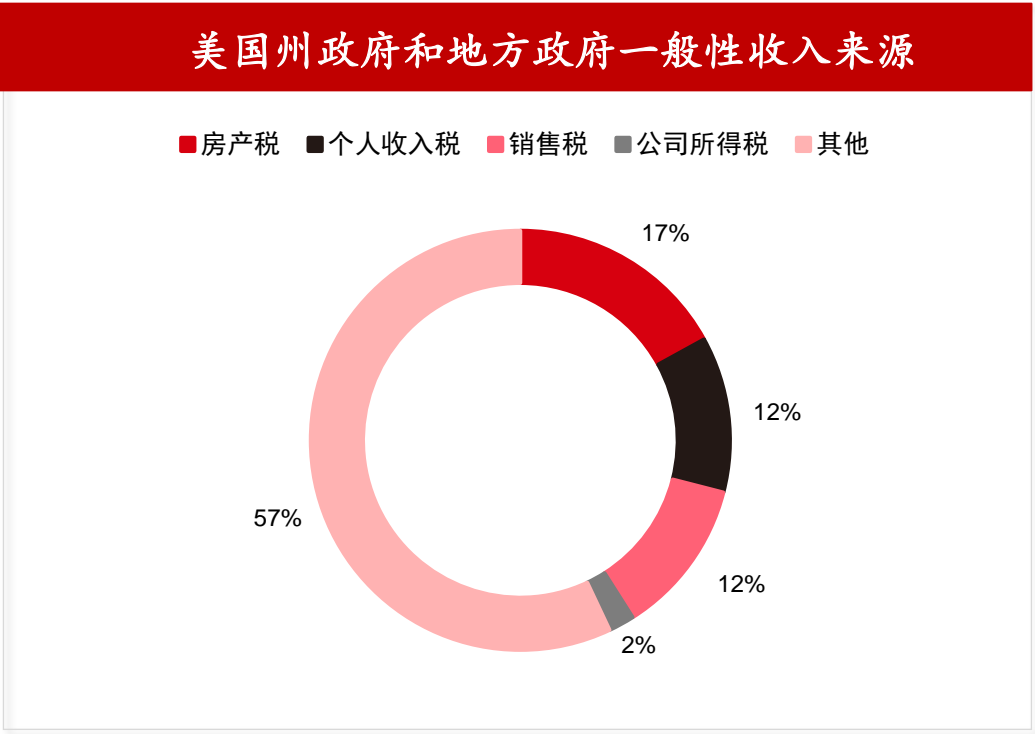
- 我们认为出台房地产税是大势所趋，当前客观环境的确日渐成熟。
- 房地产税改革的核心应是避免房价上涨过快，维护市场平稳，房地产税和整个调控体系是兼容的。

上海房产税占地税及相当于土地出让金比例（亿元，%）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

美国州政府和地方政府一般性收入来源



资料来源: Urban Institute, 中信证券研究部, 注: 2017年

空间的运营——提高空间运营效率的新起点

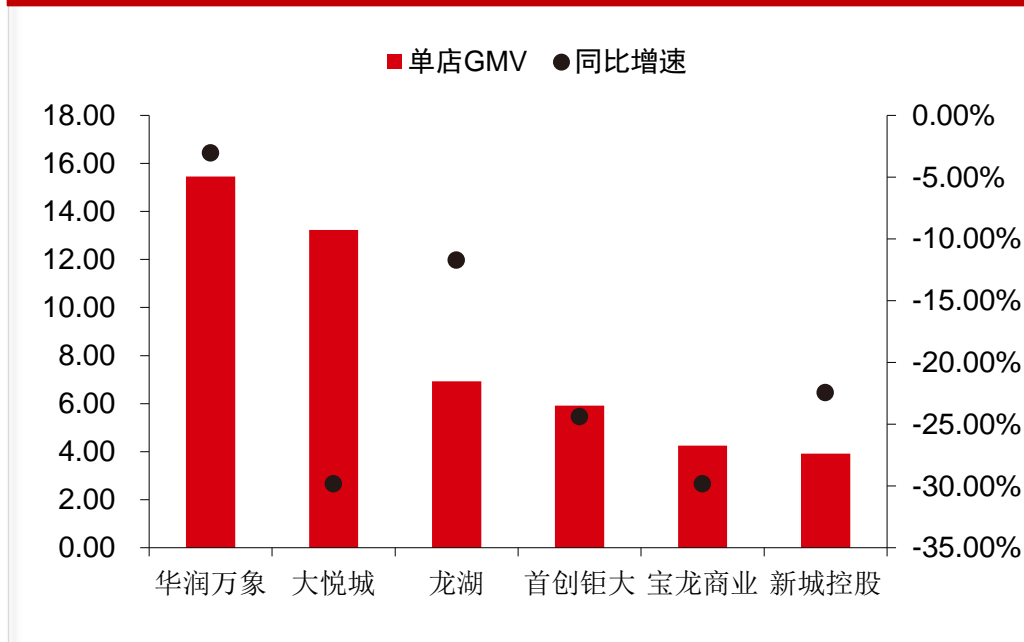
- 部商管公司在挑战中继续前进，2020年克服疫情挑战，经营成果靓丽。
 - 主流公司到2020年底开业商场数量总计达到302个，同比增长超过32%。根据粗略统计（由于口径问题），20年GMV达到1999亿元，同比增长约10%，客流达到28亿人次，同比增加约7%。

部分商管公司和商业地产公司在近两年运营规模和效率的情况								
公司	2019				2020			
	客流总量 (亿人)	销售总额 (亿元)	期末商场数 (个)	会员数 (万人)	客流总量 (亿人)	销售总额 (亿元)	期末商场数 (个)	会员数 (万人)
新城控股	5.8	265	63	568	6.6	319	100	983
宝龙商业	7.2	250	51	-	8.1	289	68	-
大悦城	2.2	236	13	673	1.6	185	15	862
龙湖集团	5.6	267	39	-	5.5	305	49	-
华润万象	-	725	50	1155	5.5	827	57	1340
首创钜大	0.4	78	12		0.4	74	13	

资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：宝龙商业的客流总量和销售总额，来自于每个月披露的单个商场数字乘以年末商场总数，故而可能存在小幅高估。每个企业的披露口径可能略有不同，本表并非完全可比。本表含各家公司轻资产外拓管理部分。万科披露印力2020年底有62个项目，会员数在870万，不过这并不包含万科自有项目，数据不全未列示入表。

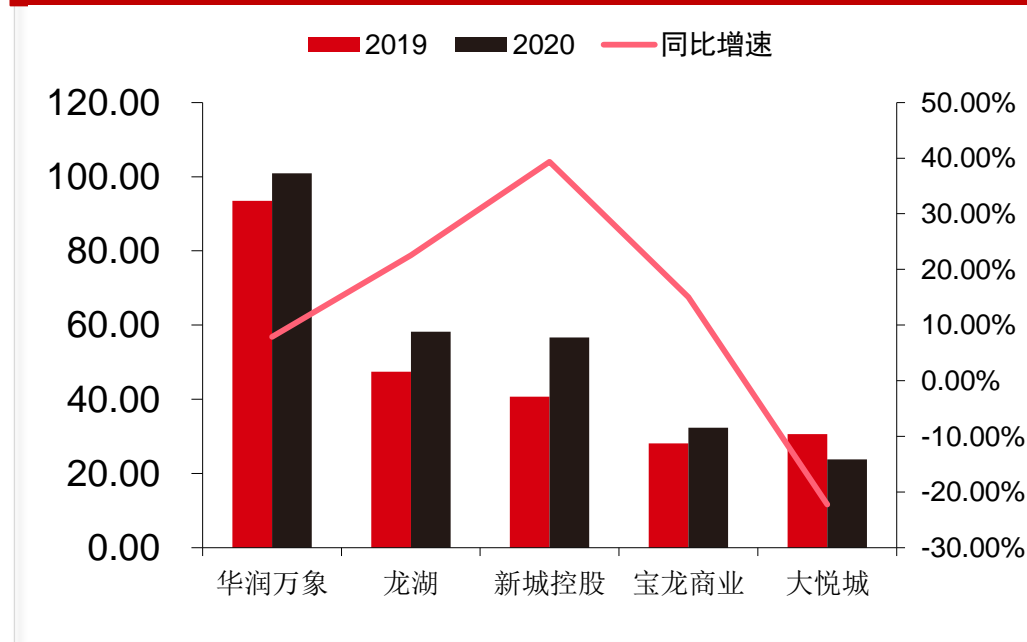
- 品牌分化加大，规模和定位逐渐成为护城河
 - 城市和产品的分化客观存在。
 - 商业运营和管理行业已经形成头部化竞争的局面。

部分公司单店GMV及同比增速（亿元/年/商场）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：除宝龙直接加总外，单店数字来自分子全年销售额和人流，分母为年初和年底项目个数的平均数

部分公司租金收入及同比增速（亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：为保证数据可比，华润万象及宝龙商业为母公司租金收入口径

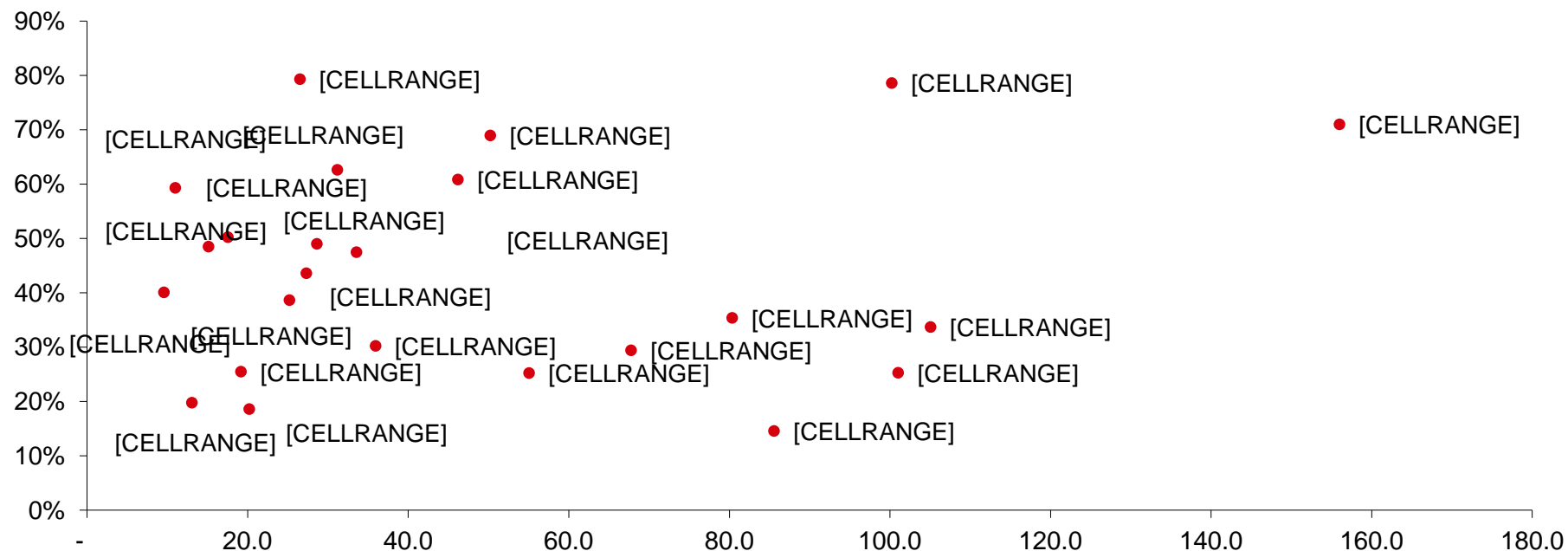
- REITs降低不动产投资门槛，也进一步催生专业的运营机构产生
 - 专业化的不动产基金管理机构，和具备经验的特殊业态孵化（改造、培育）公司不断成长，对一些企业来说的低效资产，对另一些企业可能就不是
 - C-REITs虽然不涉及商业地产，但仍成为不少运营性不动产的盘活通路

部分地产类公募REITs							
基础设施类型	基金名称	项目估值 (亿元)	原始权益人	2021年预计 净现金流分派率	期限 (年)	资产 所在区域	交易所
产业园区	华安张江光大园REITs	14.70	上海光全投资中心（有限合伙）、 光控安石（北京）投资管理有限公司	4.74%	20	上海市	上交所
产业园区	东吴-苏州工业园区产业园REITs	33.50	苏州工业园区科技发展有限公司、 苏州工业园区建屋产业园开发有限公司	4.50%	40	江苏省	上交所
仓储物流	红土创新盐田港仓储物流REITs	17.05	深圳市盐田港集团有限公司	4.47%	36	广东省	深交所
仓储物流	中金普洛斯仓储物流REITs	53.46	普洛斯中国控股有限公司	4.45%	50	北京市、广东省、 江苏省	上交所

空间的服务——政策支持供需相长、提效提效拓展跃进

- 由于整个行业空间极为广阔，整个行业的增速和公司当前的规模相关性不高，存在一些大公司实现较快增长。
- 截止2020年12月31日，重点公司在管面积已达37.25亿平方米，同比+36.02%，增速较2018、2019年的32.95%、31.75%进一步提高。

重点公司2020年营业收入（横轴）及三年复合增长率（纵轴） 单位：亿元



- 由于市场大，头部市占率低，企业可能发展很快，也确实提出很高的增长目标。
- 提出“A年B倍”增长目标的公司，在2020年年报季屡见不鲜。我们相信，这些目标的达成虽然是颇具难度的，但也是完全可能的。

重点公司的业绩增长目标

公司名称	目标
碧桂园服务	2025年实现千亿营收
恒大物业	平均每月拓展面积不低于3000万m²，2021年合约面积不低于8亿m²，在管面积突破6亿m²
世茂服务	未来三年营收增长5倍
新城悦服务	2023年归母净利要达到2020年的三倍
绿城服务	计划5年营收增长5倍
华润万象生活	物管2025年在管面积4亿，其中非置地占50%；商管购物中心在营150个，5年外拓50个项目
新大正	2025年营业收入较2020年上涨360%，净利润上涨280%
中海物业	面积、收入、利润等主要指标5年内CAGR不低于30%
金科服务	营业收入5年增长10倍

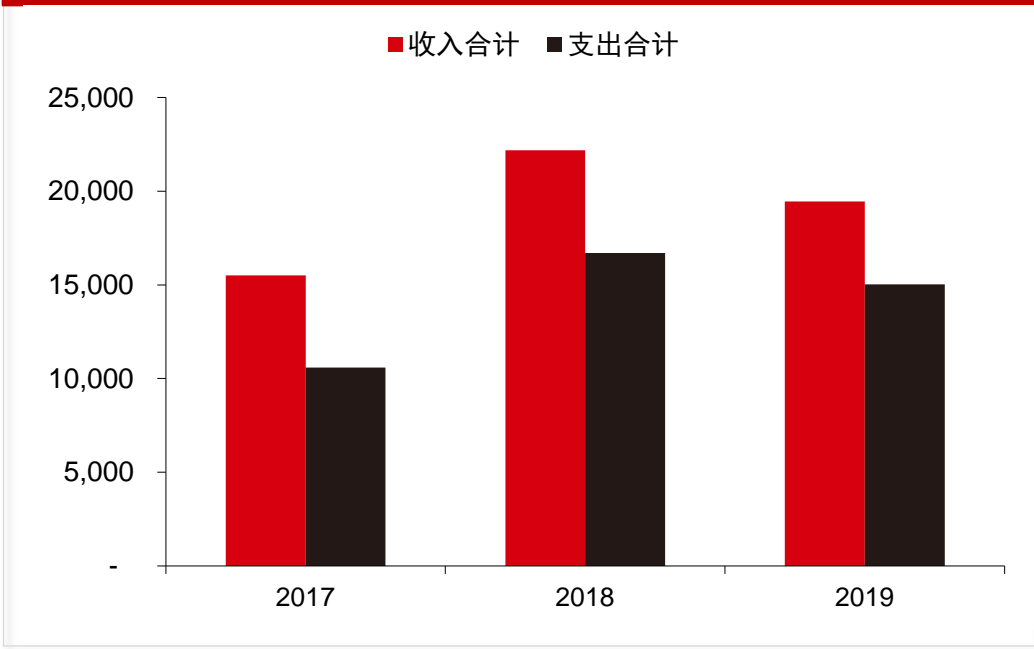
- 目前，我国城市物业管理服务的覆盖率约为62%，近几年将有迅猛的提升空间。
- 规模化也意味着基层治理风险的下降，社会更加稳定和谐。由此出发，鼓励成立业主委员会，便利成立物业管理委员会，便利提取业主维修资金，都成为题中之意。

不同物管企业在重点城市的市场占有率（按小区）										
公司	上海	成都	北京	天津	郑州	武汉	重庆	广州	杭州	西安
万科物业	1.0%	0.8%	1.4%	1.2%	1.1%	1.7%	1.1%	1.1%	2.3%	0.9%
碧桂园服务	0.9%	0.6%	0.8%	0.9%	1.2%	1.4%	0.6%	2.6%	0.3%	0.3%
绿城服务	0.4%	0.0%	0.4%	0.2%	0.6%	0.3%	0.3%	0.1%	6.9%	0.2%
保利物业	0.5%	0.6%	0.6%	0.4%	0.2%	1.2%	1.2%	1.8%	0.3%	0.3%
恒大物业	0.1%	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	1.1%	0.4%	0.1%	0.6%
金地物业	0.5%	0.1%	0.6%	0.3%	0.2%	0.7%	0.1%	0.2%	0.5%	0.6%
龙湖智慧服务	0.2%	0.5%	0.3%	0.1%	0.5%	0.0%	2.4%	0.1%	0.9%	0.6%
雅生活服务	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	1.2%	0.1%	0.1%
融创服务	0.1%	0.2%	0.2%	0.7%	0.2%	0.3%	1.6%	0.1%	0.2%	0.5%
华润万象生活	0.1%	0.4%	0.8%	0.1%	0.1%	0.4%	0.3%	0.0%	0.1%	0.3%
世贸服务	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	1.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%
招商积余	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	0.0%
金科服务	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	2.3%	0.0%	0.1%	0.1%
永升生活服务	0.3%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.4%	0.2%	0.3%	0.0%

资料来源：贝壳网，中信证券研究部 注：数据来自我们此前的报告《数据仓库系列—中国物业管理行业定价洞察》（2020/02/10）

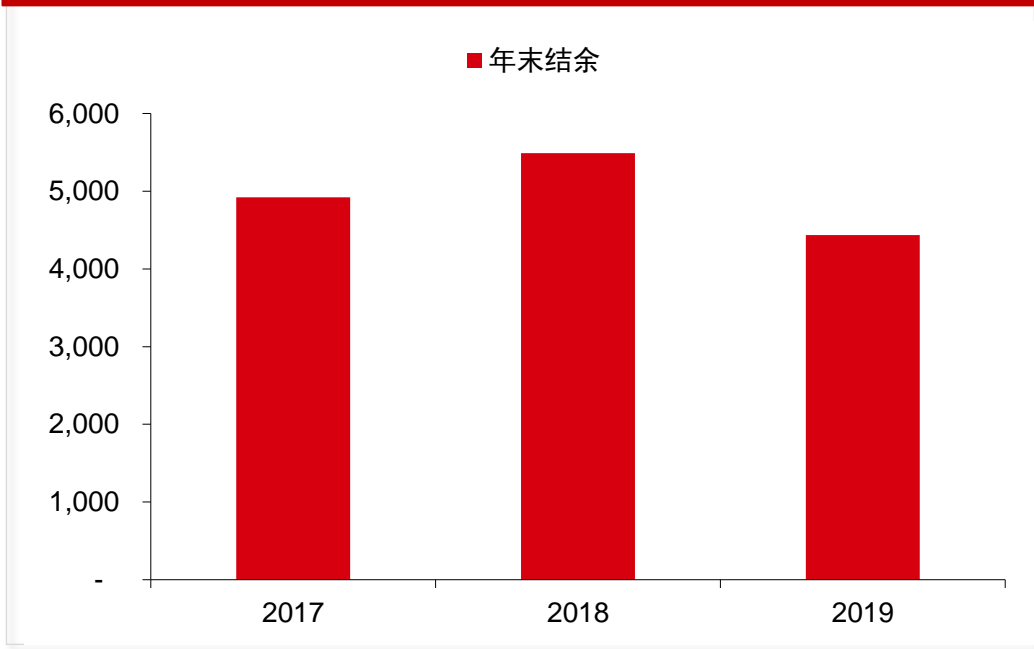
- 基层治理全域化的要求，一方面助力住宅物业的升维发展，即住宅物业的单盘盈利模型更容易取得平衡（在政策助力之下），存量拓展更容易实现；另一方面也推动城市服务这个几千亿规模的市场产生。

北京朝阳区麦子店街道收入和支出情况（万元）



资料来源：朝阳区政府，中信证券研究部

北京朝阳区麦子店街道每年的决算结余（万元）



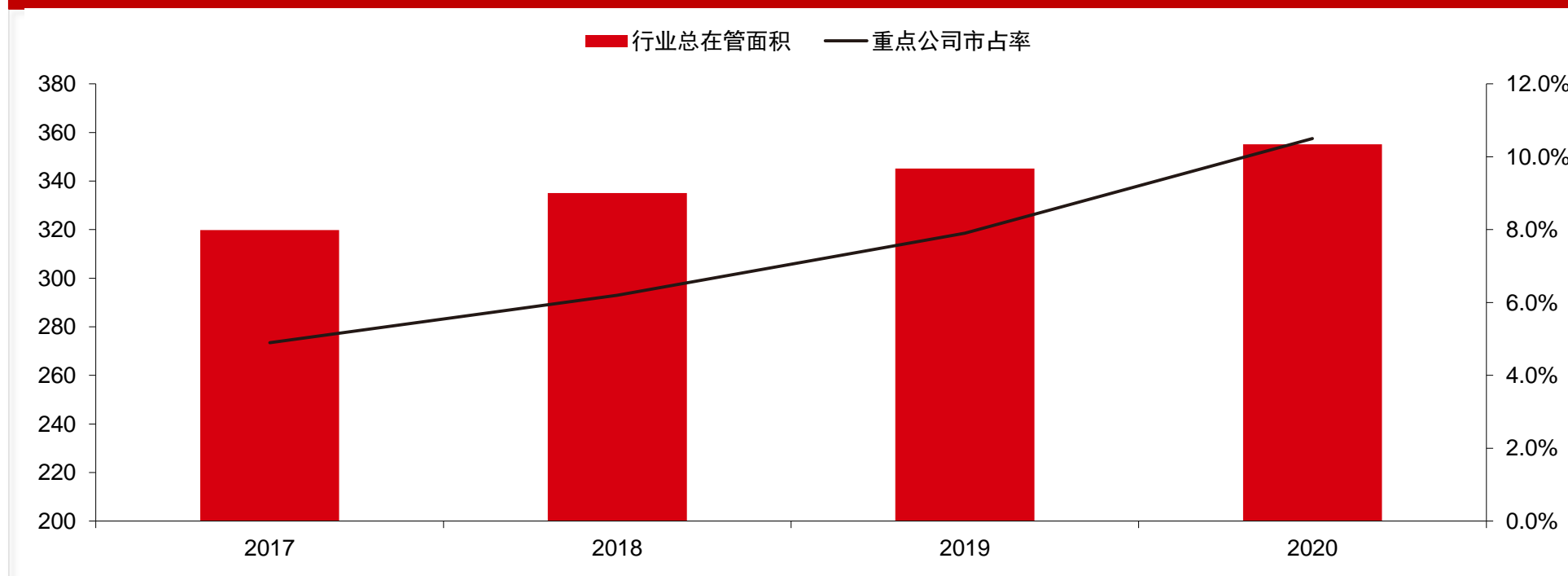
资料来源：朝阳区政府，中信证券研究部

- 后勤保障社会化和专业化持续推进。
- 这一方面意味着商写物业管理的服务更趋综合化，另一方面则意味着公建（学校、医院、机场、会展等）大量增量的空间服务需求。

部分物业管理细分领域的市场现状			
细分领域	市场规模估计	社会化率	备注
写字楼	1000亿	接近100%	TOP500企业写字楼管理面积达10.98亿平方米，总物业费收入497.19亿元。保守预计TOP500的市场占有达到70%，则综合市场规模约有700亿元。国内与国外同行服务内容相差较远，国外同行在写字楼的服务包含了团餐、员工关怀等其他后勤部门承担作用，实际潜在市场规模预计超过1000亿。
产业园区	1000亿	10%以下	TOP500企业产业园区管理面积达7.39亿平方米，总物业费收入120.83亿元。而2008年-2018年全国工业用地出让即达到115.6亿平方米，行业在管面积相对较小，多数由企业自行管理。预计实际规模亦超过1000亿。
高校	2000亿	18%-28%	2000亿是2021年预估数据，还有约36%-49%的高校实现后勤部分社会化。个性化服务和管家服务覆盖率还很低，扩容和做深空间都不小。
医院	1000亿	一二线接近100%，三四线接近60%	服务还主要是保洁保安前台等，医疗机构配餐，基本医疗设备维护等社会化程度还很低，做深空间很大

- 物业管理行业不仅有需求侧的快速成长，还有供给侧产能的持续升级和扩大。这种急速前进，当然不只是公司在管和合约面积的扩大，更是公司不断提升效率，打通单盘盈利模型，增加优质产能的高质量发展。
- 行业整体蛋糕还在迅速扩大，产业市占率极低，供给侧优秀公司规模经济初现成效，各大公司潜在发展空间极大，预计未来3-5年仍将延续很快的收入和利润增速。

重点公司的在管面积市场占有率及行业在管总面积 单位：亿平方米



资料来源：弗若斯特沙利文（转引自卓越商企服务招股说明书），中信证券研究部测算。注：这里的分母并未使用全覆盖的社会房屋总数，而是第三方关于物业管理现状在管面积的数字，且未包含不能以面积衡量的城市服务等业务，故而此处的大公司市占率应该是高估的。

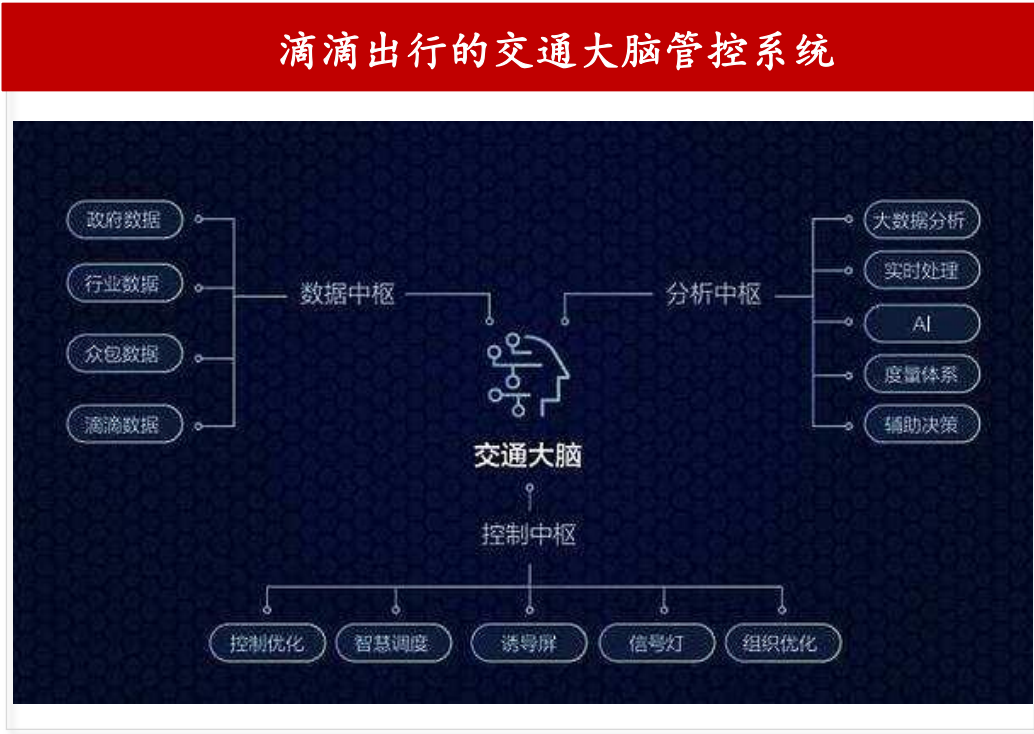
各重点公司新增面积及变化来源 单位：百万平米

合约面积口径	关联方交付	收并购	外拓面积	退盘
绿城服务	13.91		82.59	(7.30)
碧桂园服务	47.98	15.67	72.65	
世茂服务	6.50	71.00	23.50	
融创服务	44.88	50.35	11.62	
保利物业	30.35	1.50	37.23	
金科服务	18.72	未公告重大并购	27.54	(17.65)
在管面积口径	关联方交付	收并购	外拓面积	退盘
绿城服务	4.33	-	41.07	(7.30)
保利物业	23.59	1.50	68.09	
雅生活服务	11.40	158.90	28.00	
永升生活服务	4.04	2.42	36.83	(6.90)
华润万象生活（非商管）	6.51	未公告重大并购	7.97	
金科服务	17.96	未公告重大并购	27.71	(10.00)
招商积余	10.60	未公告重大并购	27.64	
新城悦服务	17.58	16.00	10.73	(3.04)
正荣服务	8.48	-	10.14	(0.28)
时代邻里	3.96	21.88	6.82	(2.27)
佳兆业美好	4.04	4.02	4.50	(1.27)

- 科技赋予的管理能效提升，使得服务和管理标准化，跳脱出传统的增长曲线。科技主力的服务体系，降低了对个体主观能动性的依赖，服务的快速复制和标准化复制成为可能。
- 新硬件的应用，也使得行业从劳动密集型转向劳动专业性，进一步提高了服务的标准化。



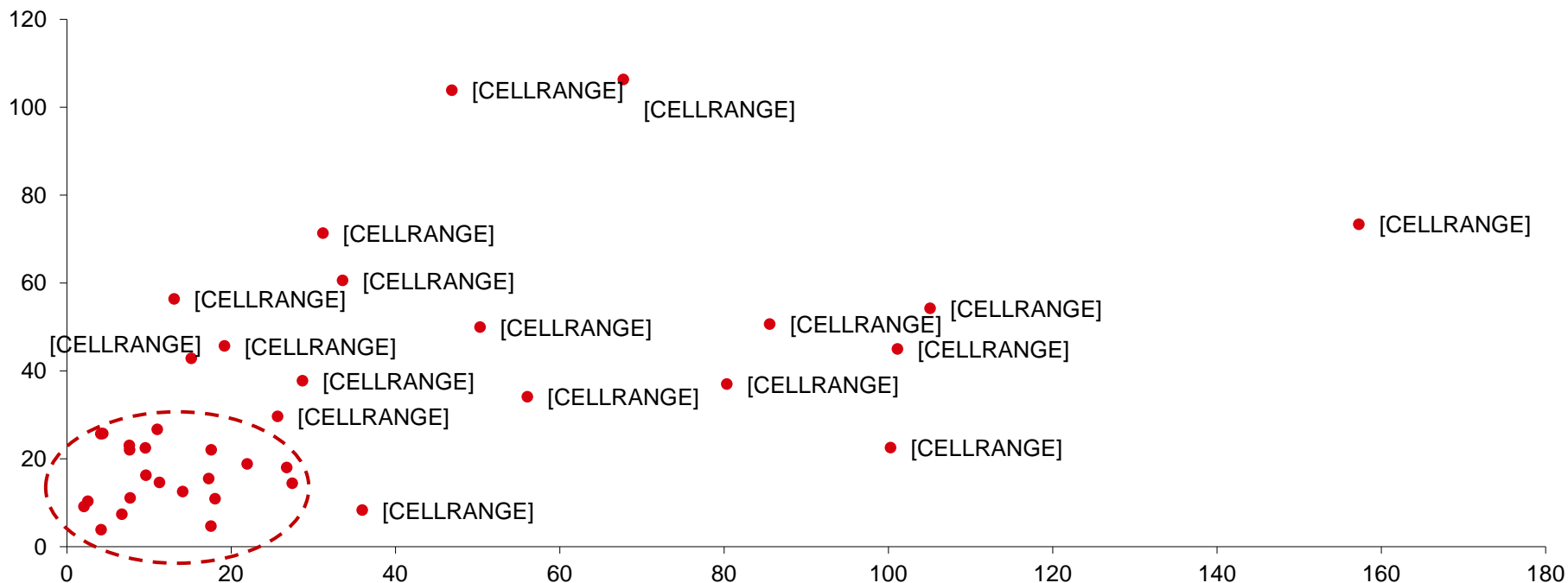
资料来源：金科服务公司调研，中信证券研究部摄



资料来源：滴滴出行公司公告

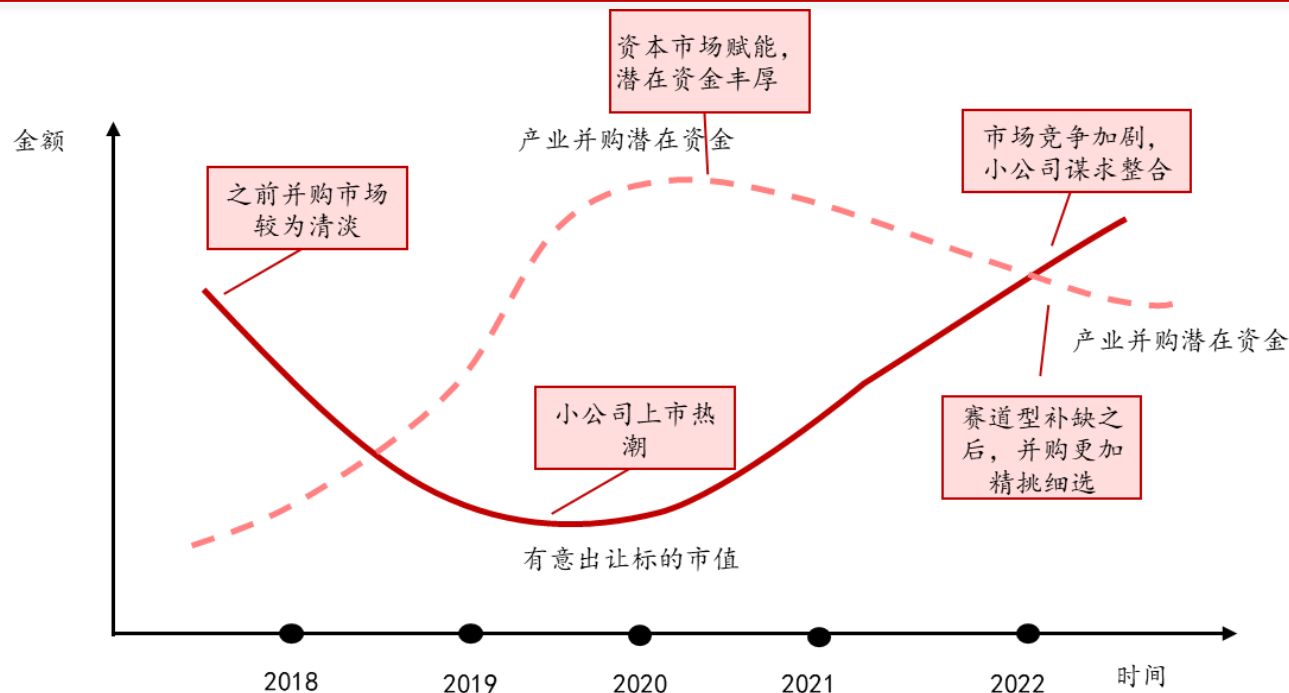
- 产业层面看，规模不是万能的，但没有规模是万万不能的。
- 从估值层面看，资本市场对于并购的看法不友好，但对小规模公司看法更加不友好。

小物业管理公司往往掉入二级市场低流动性、低估值的陷阱



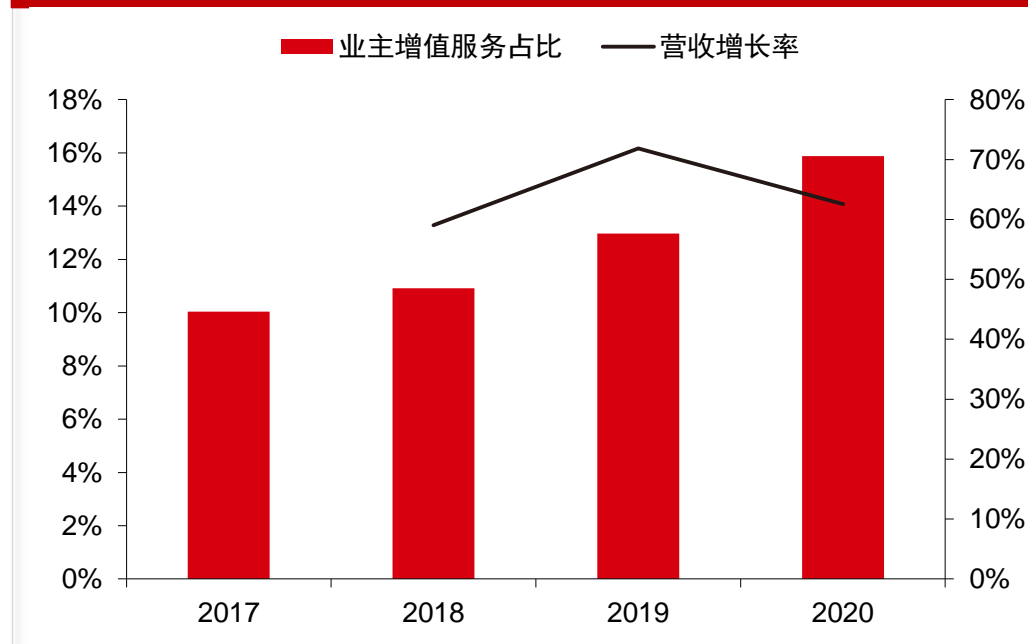
- 短期上市公司货币资金充裕，而中型公司期望独立上市，并购激烈度可能进一步提升。
- 而中长期，由于中小公司的估值分化，IPO所带来的资金可能用尽，一部分物业管理公司没有整合能力，并购可能被证伪，融资——并购的循环可能会被打破。
- 我们预计2021年逐季度市场上可并购的标的会越来越多，质量也会日渐提升，到2021年三季度末并购的买方可能逐渐占据有利位置。

并购市场的资金供给与标的供给走势



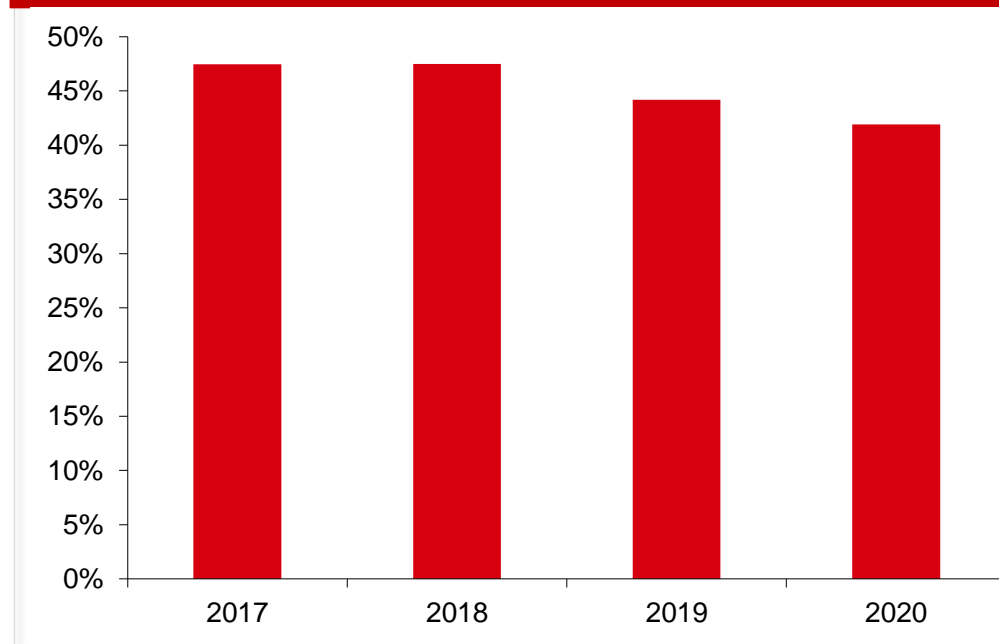
- 2020年，业主增值服务实现了远超总营收的增长速度，达到62.54%。
- 业主增值服务在样本公司营收中所占比例亦由2017年的10.04%，上升到2020年的15.87%。随着业务的逐渐丰富，加权平均毛利率下降到41.91%。
- 增值服务无法做大的核心障碍是规模不够，不是投入不够。仅就增值服务去解决增值服务问题毫无出路。

业主增值服务占营业收入比例及其营收增长率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：样本为18家重点公司（剔除未明确分类业主增值服务的公司）

业主增值服务毛利率走势



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：样本为18家重点公司（剔除未明确分类业主增值服务的公司）

- 在社区智能化层面，物业管理公司是科技公司最好的合作伙伴，是整个智慧社区生态的积极参与者。技术的成熟天然带来巨大的需求。
- 科技服务将会成为一个全新的，高增长的物业管理公司收入来源。

物业管理公司在科技应用体系中的产业地位

算法层



可开源可外购

硬件层



外购为主，硬件集成

数据层



数据自有，长期积累

应用层



与一线服务协同，反向赋能

空间的租售——贝壳只有一个

行业格局

管控经验



技术能力

二手经纪壁垒：管理难度大，强管控是目前唯一有效的方式

二手经纪行业的管理痛点和行业逻辑

多家委托

多层架构

薪酬提成

轻资产

低频大额

无序竞争
零和博弈

管理损耗

员工忠诚
超级销售

流量依赖

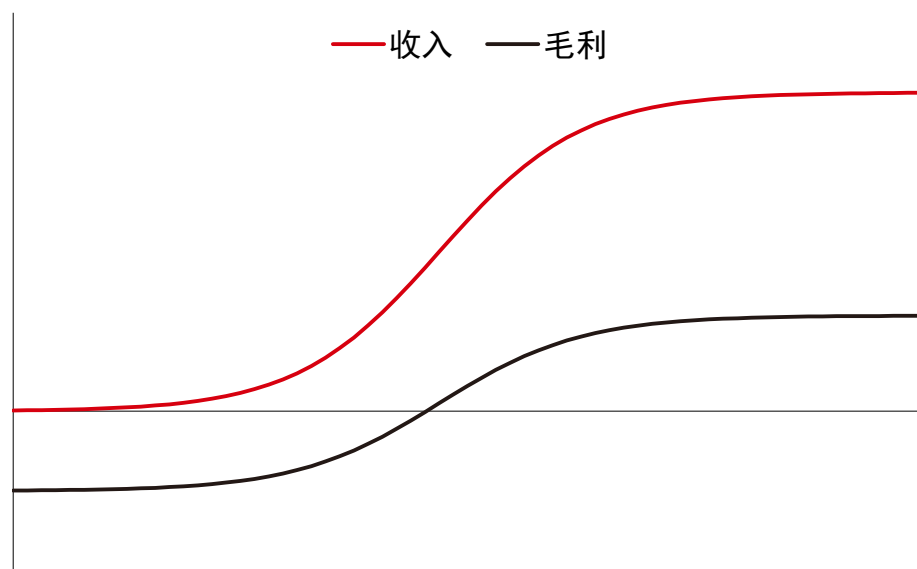
服务质量

强管控管理经验+长时间技术积累
基础设施建设/业务角色规则/业绩分配规则/自建流量平台/评分机制/作业范围规则/处罚制度

二手经纪壁垒：线下管理经验积累需要较长时间

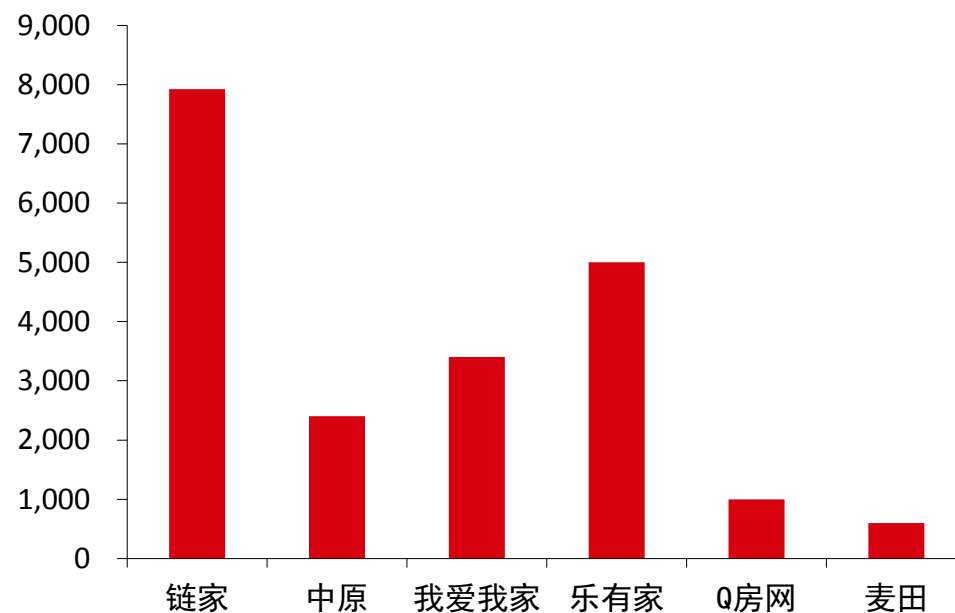
- 从0到1很容易，从1-1000很难。
- 做时间的朋友。

单个中介门店需要较长培育期



资料来源：中信证券研究部绘制

直营门店数量



资料来源：各企业官网，中信证券研究部 注：部分企业门店数量包含加盟店

二手经纪行业的管理痛点和行业逻辑

网站/APP/小程序/M

房源

客源

经纪人

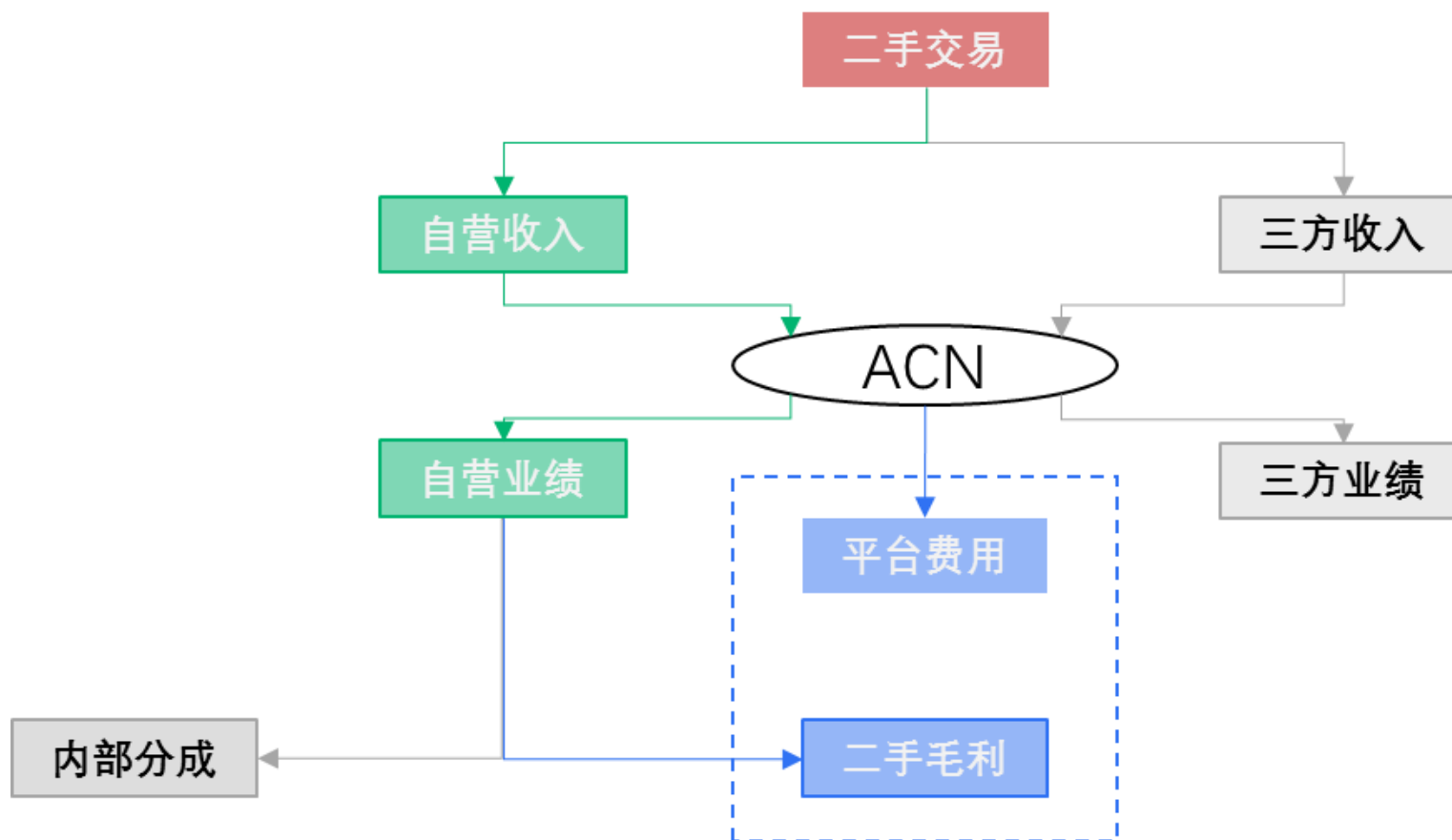
门店

交易

签约

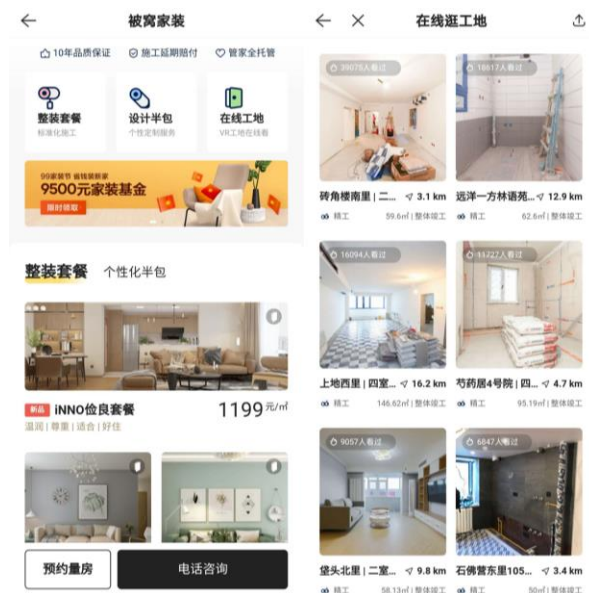
基础设施/后台系统

贝壳核心分成体系



- 贝壳的新赛道：
 - 交易、装修、家居、社区服务等

贝壳装修品牌被窝家装



资料来源：贝壳APP

北京链家试点的社区生活服务项目



资料来源：链家小程序

新房地产业——企业升维，服务美好生活

万科的事业单元 (BU)

vanke

物流BU



印力BU



长租公寓BU



酒店与度假BU



梅沙教育BU



海外BU



食品BU

龙湖的六大主航道

LONGFOR⁷ 龙湖

C1

地产开发

C2

商业运营

C3

长租公寓

C4

智慧服务

C5

房屋租售

C6

房屋装修

碧桂园的生态圈



酒店



智慧餐饮



智慧建造



工程总承包



农业&新零售





空间的开发——营建销售



空间的运营——资产管理



空间的服务——智慧物管



空间的交易——租售服务



感谢您的信任与支持！

THANKYOU

陈聪（首席基地产业分析师）
执业证书编号：S1010510120047

张全国（房地产行业联席首席分析师）
执业证书编号：S1010517050001

李金哲（地产分析师）
执业证书编号：S1010520090001

李宗儒（联系人）

免责声明



证券研究报告 2021年5月24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

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；韩国市场以科斯塔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。

欧盟与美国：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：本研究报告在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）仅向《公司法（2001）》第761G条定义下的批发客户分发，并非意图分发给任何零售客户。

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。