

地产行业观点交流

后三道红线时代的平台化房企

陈聪

中信证券研究部 基地产业首席分析师

2020年11月6日

-
- I. 房地产金融审慎监管终结内卷化时代
 - II. 2021年：平稳新常态的开始
 - III. 精细化开发+平台化运营的时代
 - IV. 风险提示

1.1 什么是三道红线？

■ 8月20日住建部和中国人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会：

会议要求实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则

■ 我们认为，审慎融资是行业发展内生需要

- 第一、资本市场（权益市场和固定收益市场）投资者普遍认可稳定可预期的杠杆水平
- 第二、过高的杠杆不符合任何人的利益，过去历史阶段形成的高杠杆，已经到了需要消化的阶段
- 第三、融资监管政策的松和紧固然重要，稳定与否也对房地产企业的正常经营至关重要

“市场化、规则化、透明化的融资规则，有利于房地产企业形成稳定的金融政策预期，合理安排经营活动和融资行为，增强自身抗风险能力，也有利于推动房地产行业长期稳健运行，防范化解房地产金融风险，促进房地产市场持续平稳健康发展。”

1.1 什么是三道红线？

样本公司杠杆率（截至2020年6月末）

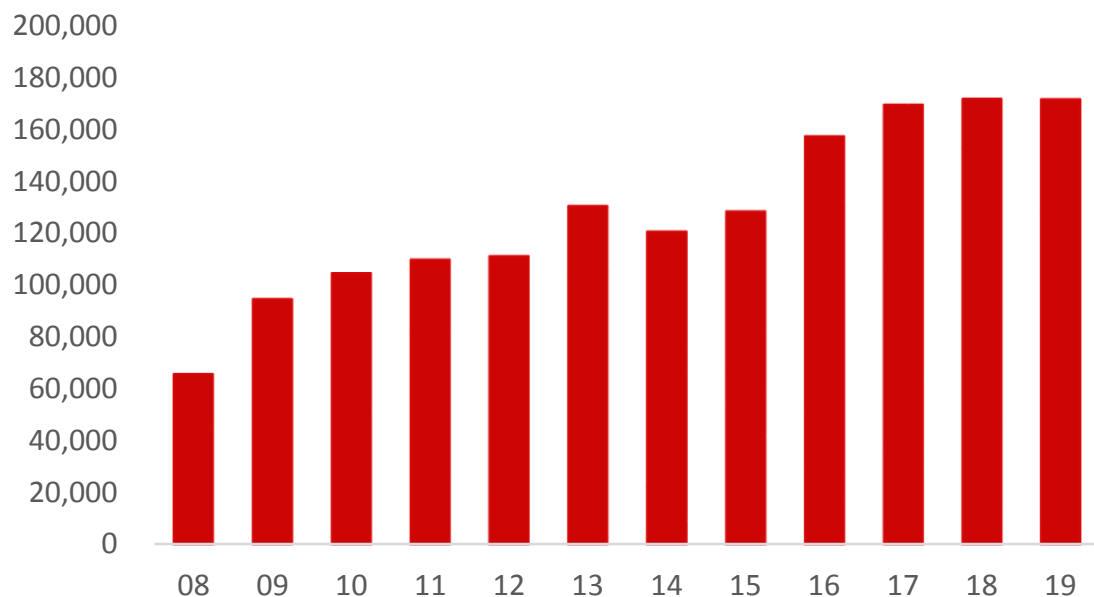
证券简称	剔除预收账款的资产负债率	净负债率	现金短债比
万科A	75.5%	27.9%	195.5%
华润置地	59.7%	45.9%	147.2%
龙湖集团	67.1%	51.5%	454.6%
中国海外发展	53.8%	31.6%	333.1%
中国恒大	85.3%	199.3%	51.7%
碧桂园	81.6%	58.1%	194.2%
保利地产	67.4%	72.1%	195.7%
融创中国	82.2%	149.0%	85.9%
招商蛇口	58.6%	37.0%	97.5%
世茂集团	70.8%	54.1%	176.7%
绿地控股	82.7%	180.3%	71.8%
新城控股	77.5%	21.9%	221.6%
龙光地产	75.0%	48.9%	208.6%
华夏幸福	77.5%	191.9%	47.2%
金地集团	69.9%	66.6%	118.5%
中国金茂	69.4%	76.6%	83.3%
旭辉控股集团	74.2%	63.2%	235.1%
金科股份	74.1%	124.6%	101.2%
中南建设	82.9%	147.2%	118.8%
阳光城	78.2%	109.7%	139.3%

资料来源：Wind 注：剔除预收账款的资产负债率为（总负债-预收账款）/（总资产-预收账款，由于企业报表科目不同，预收账款同时考虑选择合同负债、预收款项、销售按金等科目；净负债率为（有息负债-现金）/净资产，未考虑永续权益工具等；现金短债比为现金/一年内到期有息负债

1.2 三道红线之前的内卷化竞争

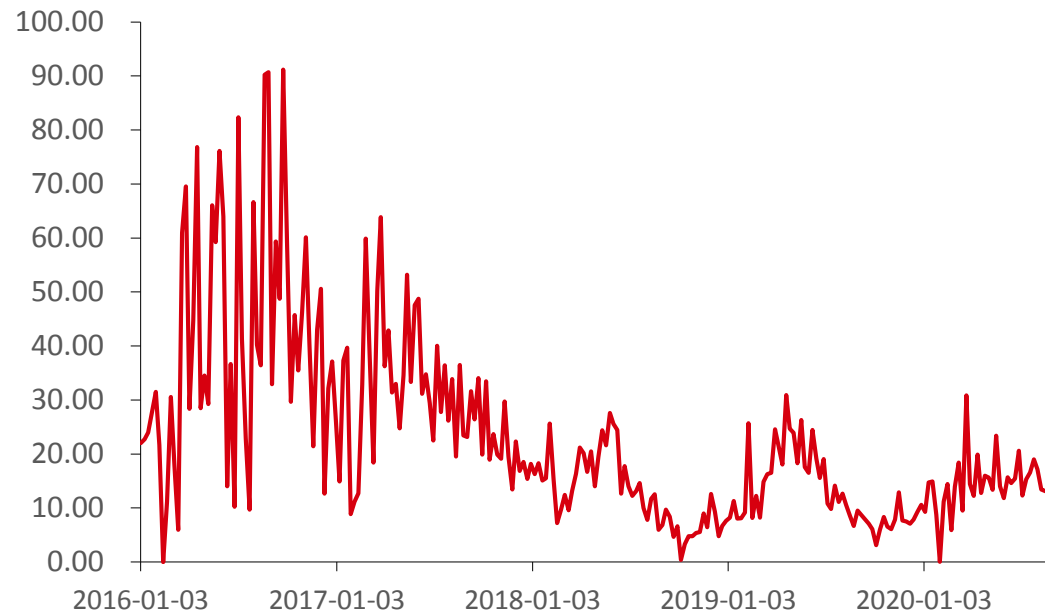
- 开发行业在量上很难再有进步，各地人均住房面积已不低，全国存量住房规模估计超过350亿平米
- 内卷化竞争？
 - 希望看到房价上涨；考虑到融资政策多变
 - 手中有粮，心中不慌的心态——抢钱，抢地

商品房销售面积 单位：万平米



资料来源：Wind，国家统计局，中信证券研究部

100大中城市成交土地溢价率 单位：%

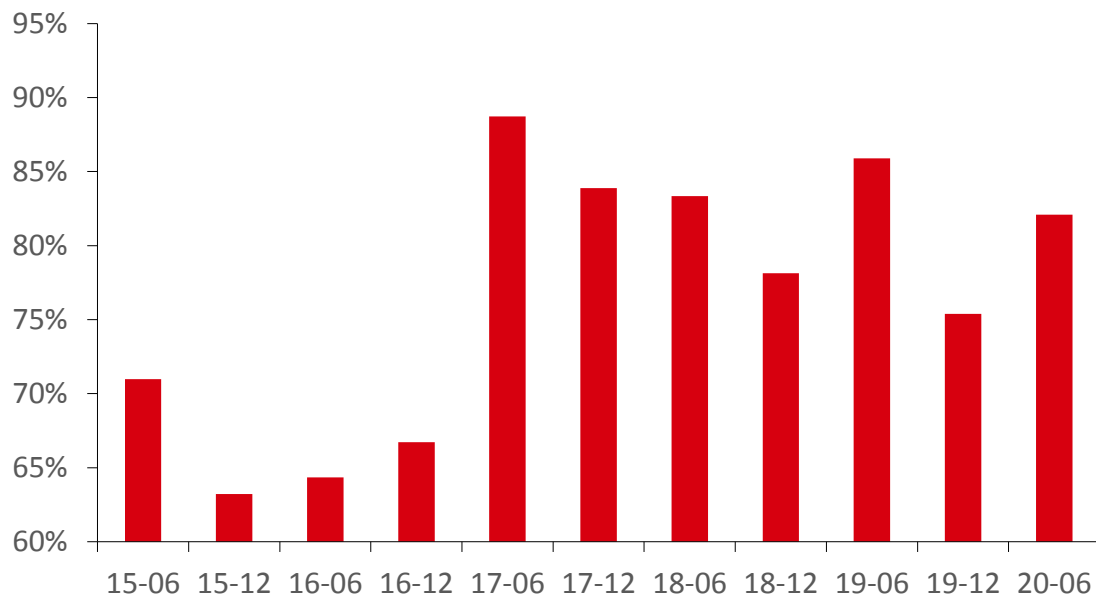


资料来源：wind，中信证券研究部

1.3 三道红线终结内卷化竞争

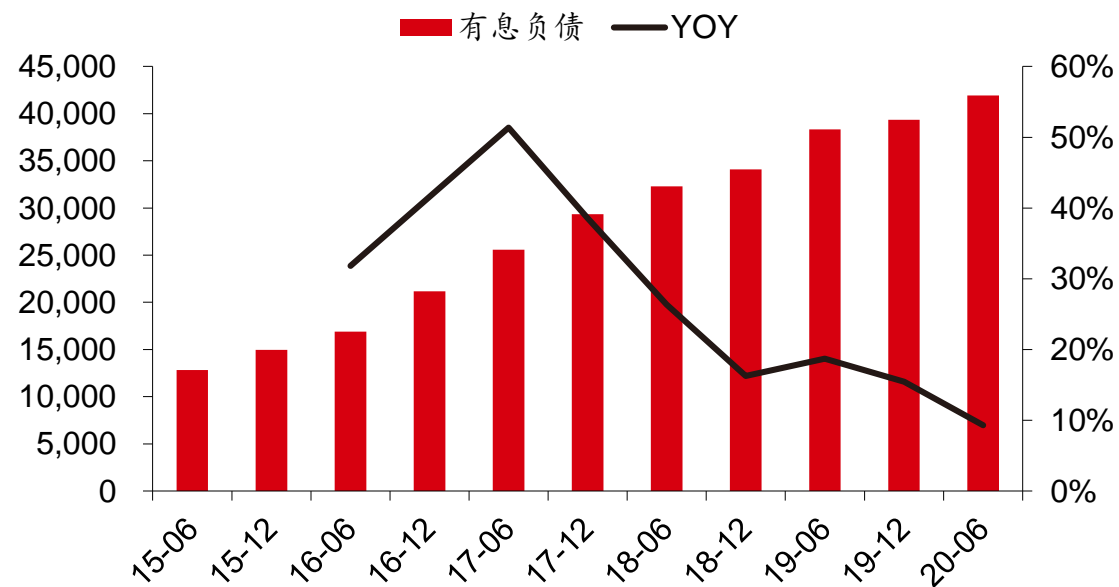
- 行业杠杆率处于关键路口，三道红线成为行业结束内卷化竞争的催化剂
- 2020年上半年末：样本企业剔除预收账款的资产负债率为75.0%，同比略有下降；净负债率为82.1%，同比有所下降；现金对短期有息负债的覆盖比例为117.7%，为2015年来新低，但现金仍然多过短债。
- 整体来看，行业杠杆率处于高位，但增速已经明显放缓，未来有去杠杆的可能

样本企业净负债率



资料来源：Wind，中信证券研究部

样本企业有息负债规模及同比 单位：亿元



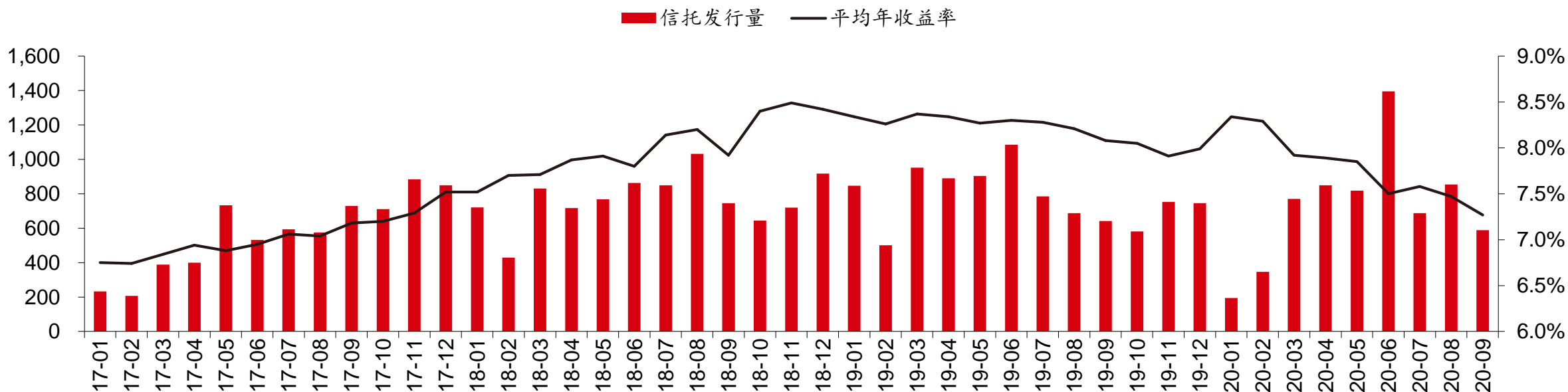
资料来源：wind，中信证券研究部

1.3 三道红线终结内卷化竞争

■ 内卷化竞争结束的信号之一：融资成本下行

- 随着三条红线融资框架建立，诸多企业加杠杆空间已不复存在，开发企业融资需求不断下降
- 尤其是房地产企业高成本的表外融资，在2020年下半年以来出现了资金成本显著下降的局面

房地产信托发行规模及平均收益率（亿元人民币，%）



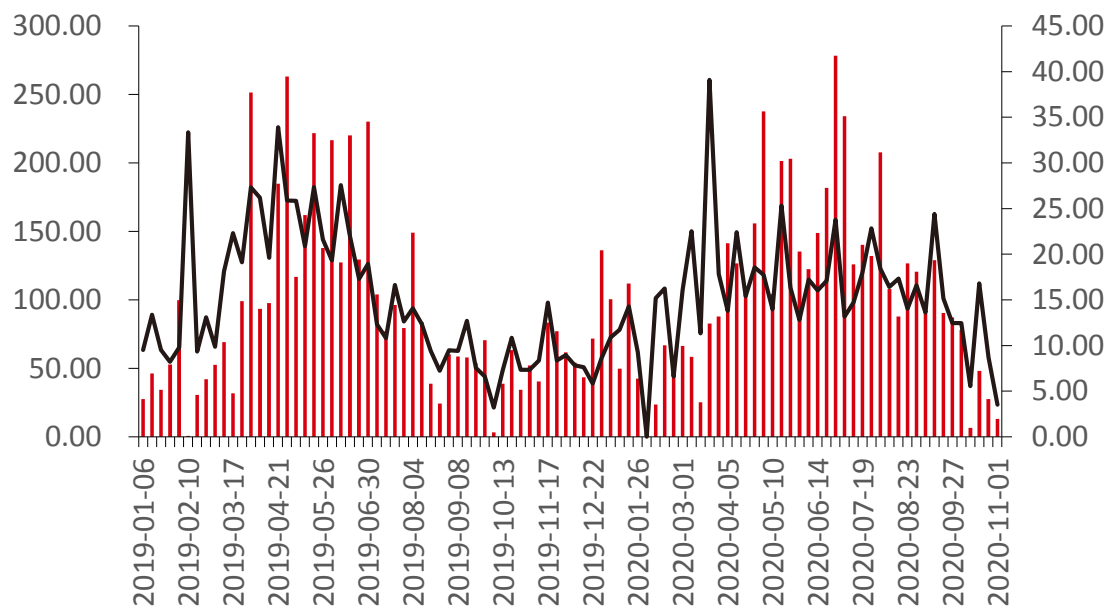
资料来源：Wind，中信证券研究部

1.3 三道红线终结内卷化竞争

■ 内卷化竞争结束的信号之二：土地溢价额下降

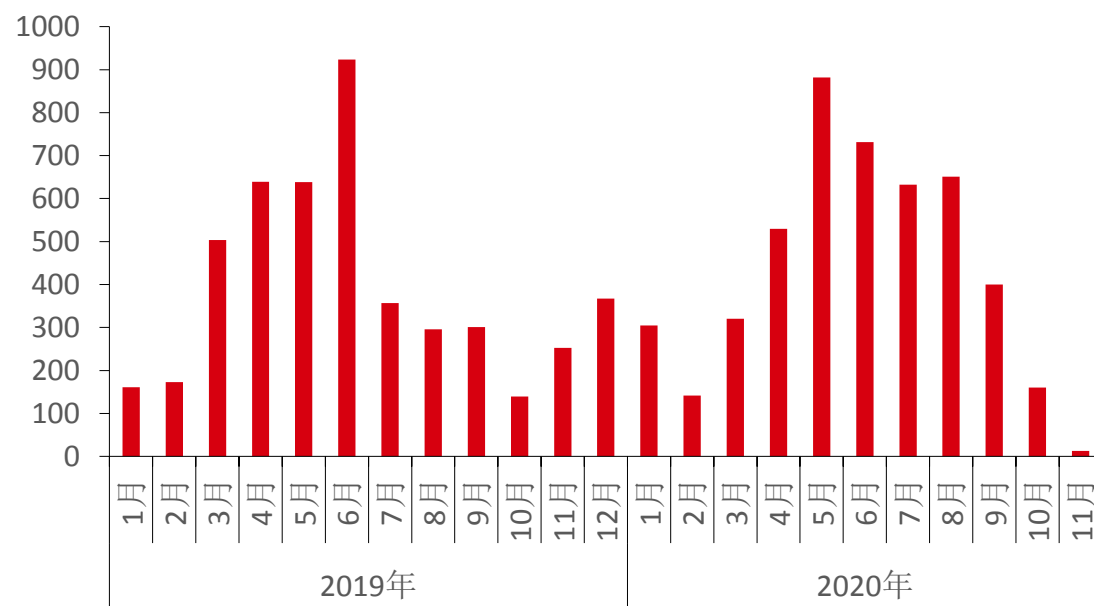
- 2020年7、8月份同比增速为+44%及+58%；9、10月，百城住宅类土地成交金额同比增长-28%及-20%
- 百城住宅类土地成交溢价额，自2020年8月开始，这一指标持续向下，显示企业的拿地更为谨慎

百城住宅类土地成交金额及同比 单位：亿元，%



资料来源：Wind，中信证券研究部

百城住宅类土地成交溢价额 单位：亿元



资料来源：wind，中信证券研究部

-
- I. 房地产金融审慎监管终结内卷化时代
 - II. 2021年：平稳新常态的开始**
 - III. 精细化开发+平台化运营的时代
 - IV. 风险提示

2.1 预计2021年土地出让金同比增速达5.7%

■ 2020年土地出让金预测和实际情况

- 2020年3月3日，我们根据疫情之后政府开支可能增加的事实，基于样本城市2019年政府性基金实际收入和2020年计划追踪，给予土地出让金为主体的地方政府性基金收入全年同比增长**15%**的预测
- **实际情况：**在2020年前三季度，国有土地使用权出让收入49360亿元，同比增长达到10.3%

土地出让金、地方政府性基金和土地相关开发投资变动 单位：亿元

描述	房地产开发投资完成额 :其他费用:累计值:年度	同比增速	地方本级政府性基金收入: 累计值:年度	同比增速	地方本级政府性基金收入:国有土 地使用权出让收入:累计值:年度	同比增速
2013	20,844.10	11.2%	48,007.00	40.4%	41,250.00	44.7%
2014	23,167.59	11.1%	49,996.00	4.1%	42,606.00	3.3%
2015	23,571.75	1.7%	38,218.00	-23.6%	32,547.00	-23.6%
2016	24,816.87	5.3%	42,441.00	11.0%	37,457.00	15.1%
2017	29,670.13	19.6%	57,637.00	35.8%	52,059.00	39.0%
2018	42,746.94	44.1%	71,372.00	23.8%	65,096.00	25.0%
2019	48,518.27	13.5%	80,476.00	12.8%	72,516.94	11.4%
2020年前三季	39,880.42	8.5%	52,574.00	5.0%	49,360.00	10.3%

资料来源：Wind，中信证券研究部

2.1 预计2021年土地出让金同比增速达5.7%

- “外生性”预测原则：不是开发企业决定土地市场，是地方政府收支计划决定土地市场
 - 预计2021年土地出让金的同比增速为2014年以来平均增速的一半，达到5.7%
 - 全年土地出让金达到85505亿元。土地相关的房地产开发投资达到56612亿元，同比增长7.0%
- 整体而言，土地市场顺应了开发行业缓慢去杠杆的大势，但又支持了防疫的财政开源需要

样本城市历年政府性基金收入计划和实际表现情况 单位：亿元

时间	状态	重庆	沈阳	上海	北京	天津	哈尔滨
2014	计划	1550	519	1782	1630	875	174
	实际	1841	437	2533	3123	1051	205
2015	计划	1600	486	1943	1855	943	190
	实际	1664	154	2312	2028	730	124
2016	计划	1450	373	2129	1233	653	133
	实际	1497	197	2295	1317	919	158
2017	计划	1300	378	2247	1376	761	140
	实际	2251	212	1961	3133	1230	207
2018	计划	1750	261	1870	1924	1170	174
	实际	2316	409	2095	2009	1160	201
2019	计划	1550	305	1962	2085	1458	186
	实际	2248	497	2418	2216	1431	233
2020	计划	2115	332	2165	2121	1817	233

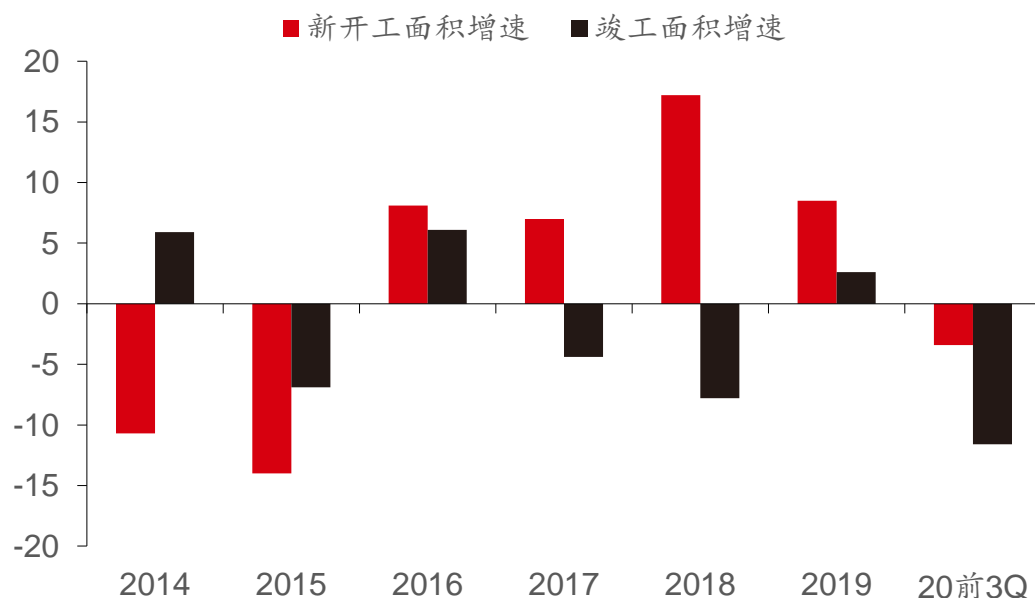
资料来源：各地财政局网站，中信证券研究部

2.2 预计2021年房地产开发投资同比增长6.1%

■ 2020年房地产开发投资的预测和实际情况

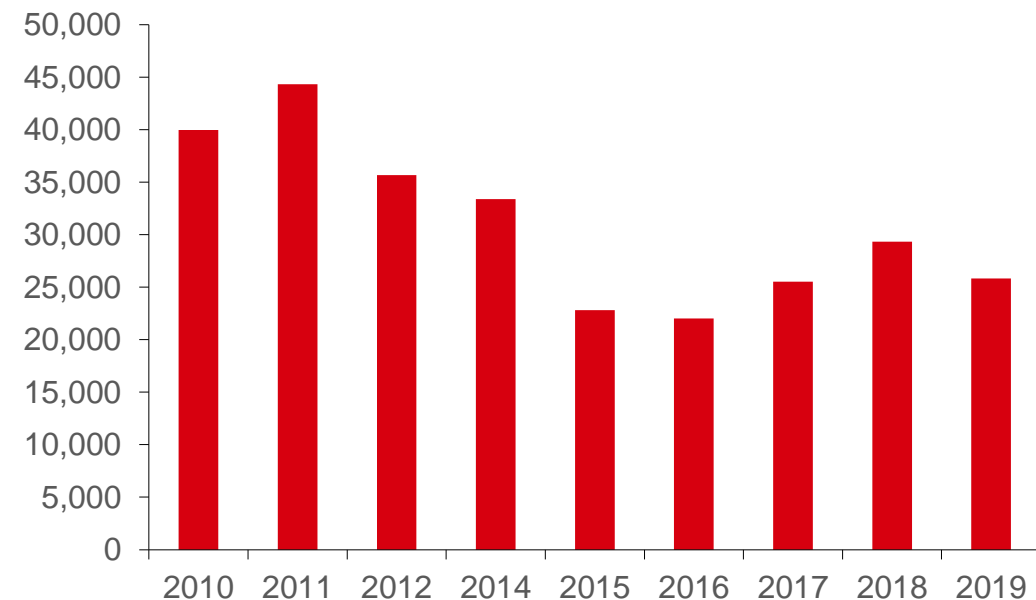
- 2019年11月，我们预测2020年房地产开发投资会增长5.8%，预测新开工会同比增长3.5%，预测竣工面积会同比增长7.0%
- 实际上，2020年前三季度，房地产开发投资同比增长5.6%，且增速呈现提升；新开工同比下降3.4%，且降幅正在收窄；竣工面积同比下降11.6%，竣工降速变化趋势不明

竣工面积增速长期落后于新开工增速 单位：%



资料来源：Wind，中信证券研究部

本年度购置土地面积 单位：万平米



资料来源：wind，中信证券研究部

2.2 预计2021年房地产开发投资同比增长6.1%

- **竣工**：庞大的在建终究会进入竣工交付环节，预计2020/2021年竣工面积增速分别为**-5.0%**和**6.0%**
- **新开工**：近年土地出让金增长 + 存量土地规模较大，预计2020/2021年新开工增速分别为**-2%**和**2%**
- **开发投资**：施工面积 + 投资强度，预计2020/2021年房地产开发投资分别同比增长**6.5%**和**6.1%**

房屋新开工、竣工和房地产开发投资的变动和预测

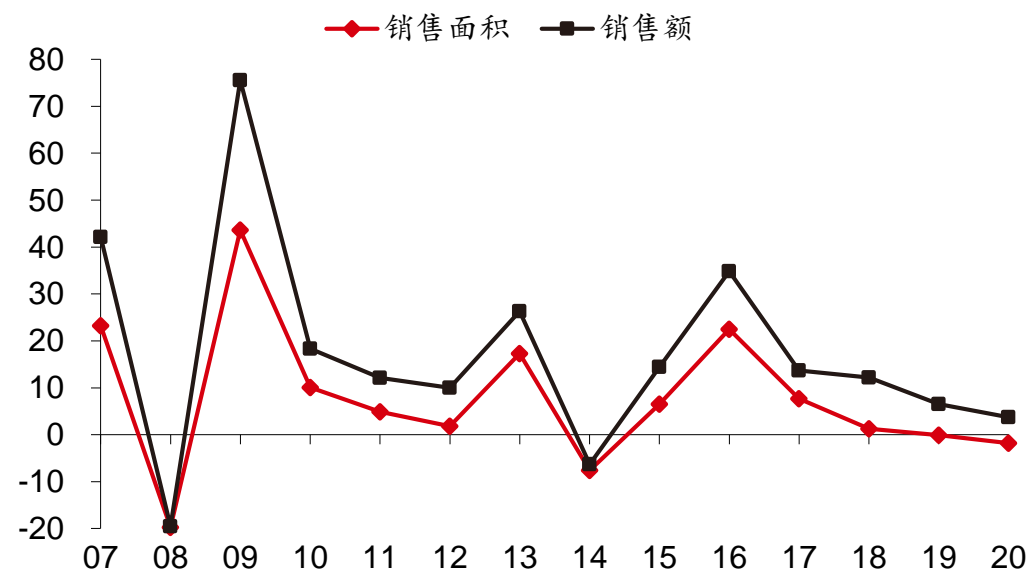
年份	房地产投资	新开工面积	施工面积	竣工面积
2014	10.5%	-10.7%	9.2%	5.9%
2015	1.0%	-14.0%	1.3%	-6.9%
2016	6.9%	8.1%	3.2%	6.1%
2017	7.0%	7.0%	3.0%	-4.4%
2018	9.5%	17.2%	5.2%	-7.8%
2019	9.9%	8.5%	8.7%	2.6%
2020E	6.5%	-2.0%	7.1%	-5.0%
2021E	6.1%	2.0%	6.1%	6.0%

2.3 预计2021年商品房销售额同比增长0.2%

■ 2020年商品房销售额的预测和实际情况

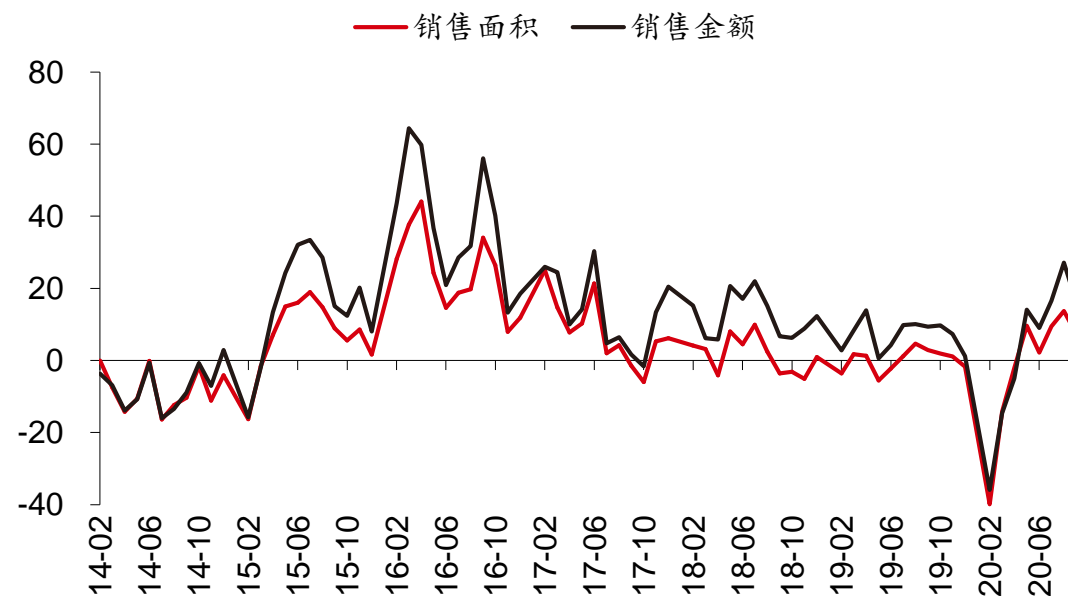
- 2019年11月，我们预测2020年商品住宅的销售额将同比增长3.1%，远远高于当时市场一致预期
- **实际情况：**2020年前三季度，我国商品房销售额115647亿元，同比增长3.7%，商品住宅销售额则同比增长6.2%

商品房销售额及销售面积同比：按年 单位：%



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：20为2020年1-9月数据

商品房销售额及销售面积同比：按月 单位：%



资料来源：wind，中信证券研究部

2.3 预计2021年商品房销售额同比增长0.2%

- “货币化”预测原则：利用货币投放来推算销售额，主要假设：
 - 1) 个人住房贷款余额较2019年16.7%及2020年上半年的15.7%的基础上继续回落
 - 2) 公积金贷款发放额增量在2020/2021年与2019年保持同等水准；
 - 3) 受限贷政策进一步收紧及高线城市交易量可比提升的潜力，交易杠杆率较2019下行

2021年商品住房销售额预计上涨1.9% 单位：亿元

年	个人住房贷款余额	同比	商贷：发放额	公积金：发放额	信贷支持估计	销售额：商品房	二手占一手比例	销售额：二手住房	销售额：合计	杠杆率	销售额：商品房YOY
2009	47,600										
2010	62,000		20,350	3,000	23,350	44,121	22.5%	12,795	56,916	41.0%	
2011	71,400		17,150	4,060	21,210	48,619	20.3%	12,398	61,017	34.8%	10.2%
2012	75,000		12,525	5,350	17,875	53,467	21.5%	14,644	68,111	26.2%	10.0%
2013	90,000	20.0%	23,333	7,590	30,924	67,695	30.1%	29,150	96,845	31.9%	26.6%
2014	106,000	17.8%	26,000	6,593	32,593	62,411	23.5%	19,172	81,583	40.0%	-7.8%
2015	131,000	23.6%	36,778	11,083	47,860	72,753	35.2%	39,520	112,273	42.6%	16.6%
2016	180,000	37.4%	63,556	12,702	76,257	99,064	40.2%	66,500	165,564	46.1%	36.2%
2017	219,000	21.7%	59,000	9,535	68,535	110,240	34.7%	58,600	168,840	40.6%	11.3%
2018	258,000	17.8%	63,333	10,219	73,552	126,393	34.1%	65,300	191,693	38.4%	14.7%
2019	302,000	17.1%	72,667	12,139	84,806	139,440	32.7%	67,600	207,040	41.0%	10.3%
2020E	340,052	12.6%	71,608	14,060	85,667	148,141	31.8%	68,952	217,093	39.5%	6.2%
2021E	374,057	10.0%	68,010	15,980	83,991	150,923	31.8%	70,331	221,255	38.0%	1.9%

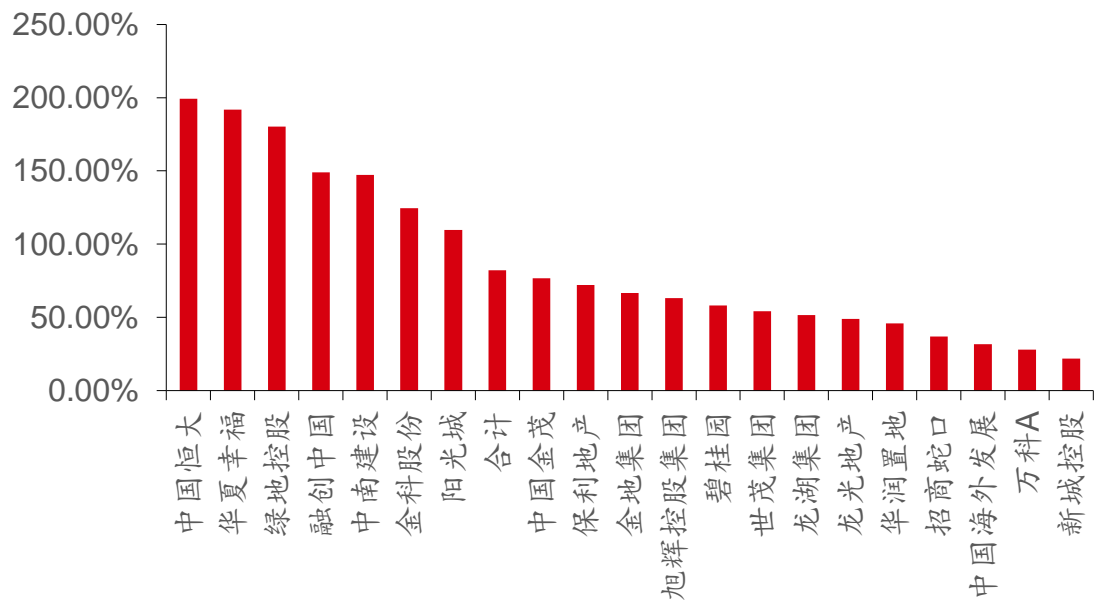
资料来源：WIND，住建部网站，贝壳研究院，中国人民银行，中信证券研究部预测

-
- I. 房地产金融审慎监管终结内卷化时代
 - II. 2021年：平稳新常态的开始
 - III. 精细化开发+平台化运营的时代
 - IV. 风险提示

3.1 杠杆红利的消失，杠杆趋同和融资成本差异缩小

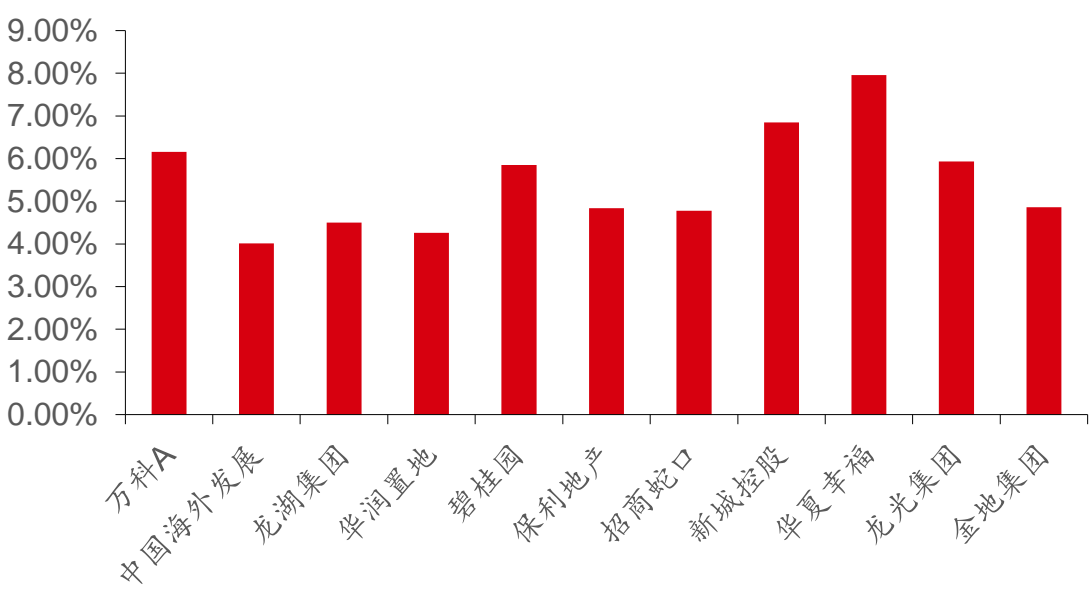
- **融资成本：**样本公司资金成本涨跌互现，但整体而言较之去年年底下降12BP。在整体流动性环境适度宽裕，龙头公司积极去杠杆的情况下，债权人对地产龙头信心有所增强
- **杠杆率：**行业杠杆率处于高位，但增速已经明显放缓。个体间仍存在较大差异
- **长期而言这种杠杆率及融资成本间差异将缩小**

净负债率差异



资料来源：Wind 注：数据来源为各公司2020年中报

融资成本差异



资料来源：Wind 注：数据来源为各公司2020年中报

杠杆红利结束和产品红利开始

3.2 复杂的开发流程和运营开发产品的出现

■ 产品和运营门槛案例之一——万科的商业综合体项目

- 2020年中期，公司（含印力集团）累计开业的商业项目面积 836 万平方米，商业业务营业收入 30.5 亿元；整体出租率 90.6%，其中开业 3年以上的商业项目出租率 91.8%
- 上海南翔印象城MEGA，定位为“一日微度假胜地”，是上海单体量最大的纯商业购物中心，其上海首店及品牌全新概念店占比超过40%，打造了诸多富有新意的消费场景及活动

印象系列品牌



区域型购物中心



片区型购物中心



社区商业



超大型商业中心/
目的地商业

印象城中的觅境·森林-生态植物园



3.2 复杂的开发流程和运营开发产品的出现

■ 产品和运营门槛案例之二——华润深圳大冲村旧改项目

- **项目信息：**位于南山科技园东区，占地面积达68.5万平方米，总建筑面积近230万平方米，是迄今为止广东省内最大的城中村整体改造项目
- **地块功能：**划分为复合商业区、还迁出租区及住宅区，其中住宅区包括还迁自住区与商品房区
- **改造目标：**包括138万平米住宅物业、43万平米写字楼空间、46万平米商业及5万平米酒店

大冲村旧貌



资料来源：新华网，华润官网

改造后的商业面貌



资料来源：新华网，华润官网

3.2 复杂的开发流程和运营开发产品的出现

■ 产品和运营门槛案例之三——金地集团的产业园

- 早年间，政府偏好于美观大气的商业购物中心、新潮洋气的游乐场、宏大雄伟的体育中心等。如今，各地方更偏好于科创产业园区的建设，偏好引导人流、物流、信息流、资金流导入
- 截至2020年6月底，金地集团自主开发及轻资产运营的纯产业类项目共27个，包含国内项目23个、海外项目4个；其中在运营项目16个（含海外3个），面积超300万平方米

金地威新产业园区的能力培育



资料来源：金地集团官网

金地威新长三角地区产城项目(部分)



资料来源：辽宁日报，中信证券研究部

3.3 分拆时代加速到来

■ 三道红线进一步加速了行业分拆，推动子平台上市的趋势

- 降低开发企业的杠杆率：轻资产运营平台的老股转让可能使开发企业获得现金；如果募集新股，也意味着企业净资产的增厚，均可降低开发企业的杠杆率
- 分拆是优化业务水平、强化激励的好方案
- 平台化激发运营活力：市场“千金买骨”，物业管理，商业运营估值较高

部分企业轻资产子公司分拆上市、融资情况

企业	轻资产子公司	资本运作情况
华润置地	华润万象生活	2020年8月，公司建议将华润万象生活分拆且在联交所主板独立上市。
保利地产	保利物业	2019年12月在联交所上市，募集资金52.7亿港元。
融创中国	融创服务	2020年8月，公司建议将融创服务分拆且在联交所主板独立上市。
世茂集团	世茂服务	2020年4月，公司考虑可能分拆物业管理服务及相关增值服务业务于联交所主板独立上市。2020年5月，世茂服务进行Pre-IPO融资，融资规模为2.44亿美元。
旭辉控股集团	永升生活服务	2020年5月，公司收购永升生活服务部分股权，并受委托部分投票权，公司将对永升生活服务实现并表。2020年6月，永升生活服务通过配售母子15.8亿港元。

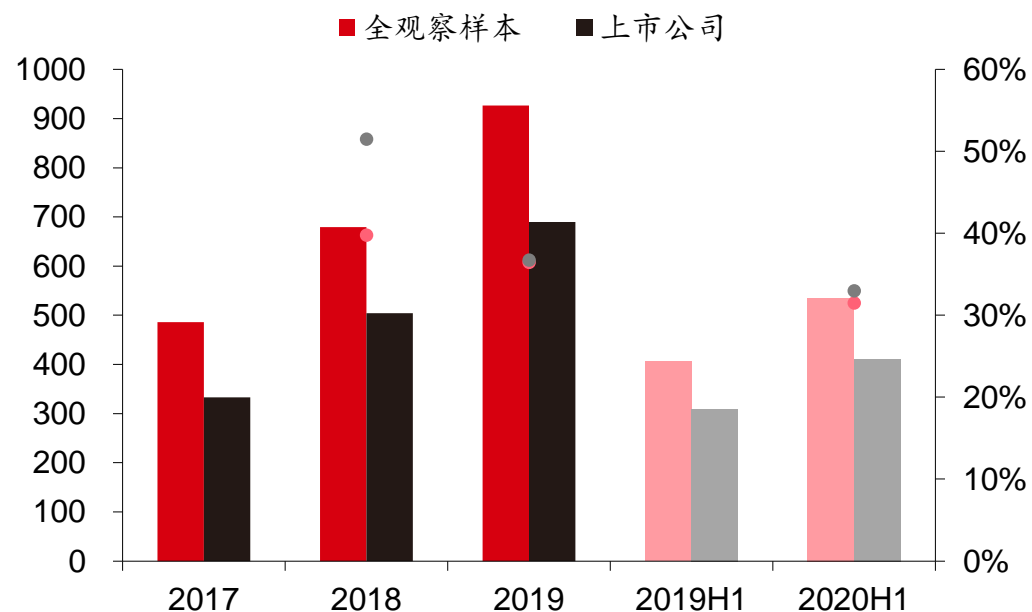
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

3.3 分拆时代——物管行业运行情况

■ 收入增长一定程度受到疫情影响

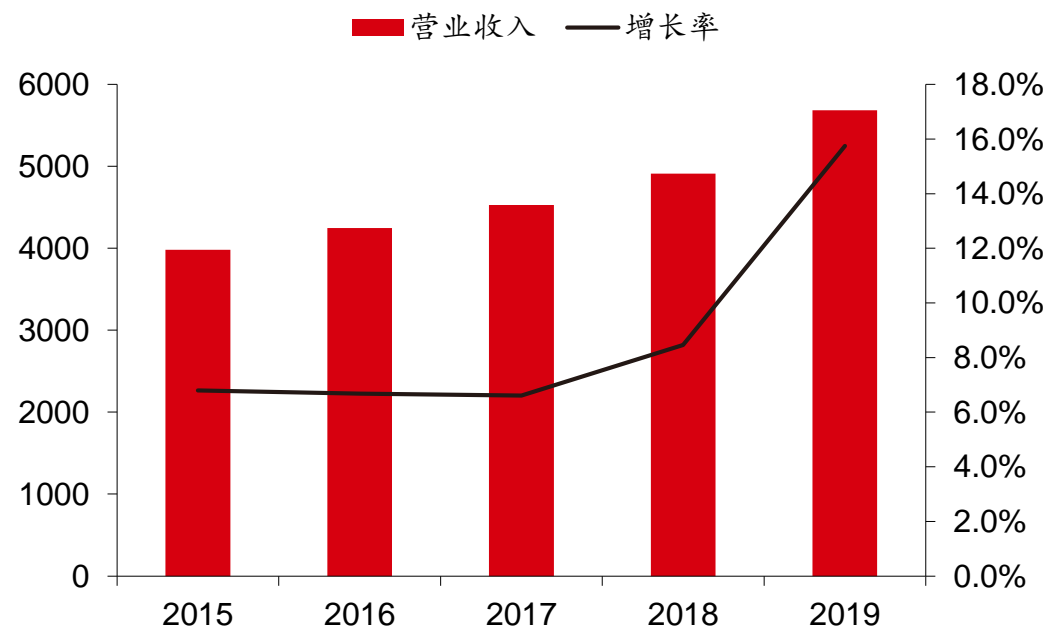
- 2020年上半年，全样本公司营收达到534.9亿元，同比增长31.5%；上市公司基础观察样本营收达到411.3亿元，增速达到33.0%，低于2019年全年的36.7%
- 疫情对项目交付存在影响。社保减免和补贴等利润增项，不能构成收入增项。当然，上市公司的平均增速远高于行业总营业收入增速，行业向龙头集中趋势明显

样本公司历年营业收入总和及增速单位：亿元



资料来源：Wind，中信证券研究部

中国物业管理行业总营业收入及增速单位：亿元



资料来源：Wind，中信证券研究部

3.3 分拆时代——物管行业运行情况

■ 大规模IPO发行导致板块估值受到冲击：板块最新总市值约4000亿，10月交易换手率为7.79%

物业管理板块公司构成和基本估值情况（按总市值排序）单位：亿元

证券代码	证券简称	总市值 亿元↓	市盈率PE(TTM)	区间成交额 亿元	上市日期
6098.HK	碧桂园服务	1,117.9845	54.4526	55.5590	2018-06-19
3319.HK	雅生活服务	377.0530	27.5155	33.1728	2018-02-09
0873.HK	世茂服务	335.7460	68.0581	23.0246	2020-10-30
001914.SZ	招商积余	269.5400	56.7208	38.9239	1994-09-28
6049.HK	保利物业	263.1875	48.2191	19.3039	2019-12-19
2869.HK	绿城服务	238.7529	40.8961	11.9158	2016-07-12
1995.HK	永升生活服务	197.0382	68.3440	19.9487	2018-12-17
2669.HK	中海物业	156.0520	31.7758	9.4967	2015-10-23
1755.HK	新城悦服务	129.6078	38.7047	4.6859	2018-11-06
6989.HK	卓越商企服务	111.6630	64.7936	28.3828	2020-10-19
9909.HK	宝龙商业	109.3758	48.8716	7.8259	2019-12-30
3913.HK	合景悠活	104.1766	58.3646	18.9764	2020-10-30
9983.HK	建业新生活	74.7213	25.4716	5.0097	2020-05-15
9928.HK	时代邻里	65.9765	50.3984	6.9545	2019-12-19
002968.SZ	新大正	58.0950	49.7608	4.3292	2019-12-03
2606.HK	蓝光嘉宝服务	54.9091	11.9690	3.5663	2019-10-18
1778.HK	彩生活	47.9362	9.7534	0.3618	2014-06-30
6958.HK	正荣服务	41.9904	32.5795	1.4697	2020-07-10
3316.HK	滨江服务	32.8915	20.6002	0.9110	2019-03-15
3662.HK	奥园健康	32.0311	18.4262	2.5161	2019-03-18
603506.SH	南都物业	30.0176	22.6738	4.0669	2018-02-01
2168.HK	佳兆业美好	28.4338	15.6155	2.1084	2018-12-06
1502.HK	金融街物业	23.7730	21.3298	0.8931	2020-07-06

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：篇幅原因，仅列示部分上市物业管理企业，股价为2020年11月2日收盘价

3.3 分拆时代——物管行业运行情况

- 板块高估值具备其合理性：大赛道叠加高成长
- ①万亿级的整体市场空间：测算行业当前的整体营收空间为8421亿元，中期（即3-5年时间）的规模展望为17252亿元。住宅物业管理仍然是体量最大的市场，城市服务则可能增长较快

物业管理板块公司构成和基本估值情况（按总市值排序）单位：亿元

指标	数据	单位	指标涵义和依据
全国住宅存量	373	亿平方米	用一二线城市房屋数量规模推测全国城镇房屋数量，参见报告《中国房屋存量可能存在明显低估》
中高端社区占比	25	%	有价格弹性，有中高端增值服务推广潜力的项目，预期物业管理费在2元以上。用部分样本的结构分布数据推算全国中高端品质的房屋占比，参见报告《7100万套住房物业费的秘密》
普通社区占比	50	%	缺乏价格弹性，但已选聘或将会选聘物业管理公司，有普通增值服务推广潜力，且可能有政府以社区商业等形式补贴的项目。
中高端社区物业定价当前估计	2.7	元/月/平方米	严格来说，中高端物业未必仅以物业费划分，但此处为了简化，仅以物业费说明。2019年初时，19%的项目物业费定价达到2元以上，且新交付房屋的定价远超2元/月/平方米。
普通社区物业定价当前估计	1.2	元/月/平方米	剔除25%的社区无物业管理服务，其他中档社区的物业管理费是不高的。
当前住宅物业管理市场规模估计	6099	亿元	分类别加总，计算当前住宅物业管理市场规模
远期住宅存量	400	亿平米	交付的自然增长
中高端社区远期占比	25	%	中高端社区的占比几乎不变
普通社区远期占比	65	%	部分没有物业管理费的小区由于基层治理水平提高而开始聘请物业管理公司
中高端社区物业定价远期展望	4	元/月/平方米	新房交付自然导致物业管理费平均水平提高，但存量时代到来更推动此一情况出现
普通社区物业定价远期展望	1.5	元/月/平方米	远期来看，普通住宅物业管理费的来源，除了业主之外，可能还有政府的补贴。
远期住宅物业管理市场展望	10512	亿元	住宅物业市场将逐渐成长为万亿市场
城市服务市场远期估计	3300	亿元	随着物业管理公司专业化程度提升，城市服务模式的推广，市场可能迅速扩大
商写市场远期展望	1440	亿元	
公建物业管理市场远期规模	2000	亿元	相比商写而言，后勤保障社会化的进展更快
当前物业管理市场总规模估计	8421	亿元	
远期物业管理市场规模展望	17252	亿元	

3.3 分拆时代——物管行业运行情况

■ ②高成长：行业集中度将多维度大幅提升

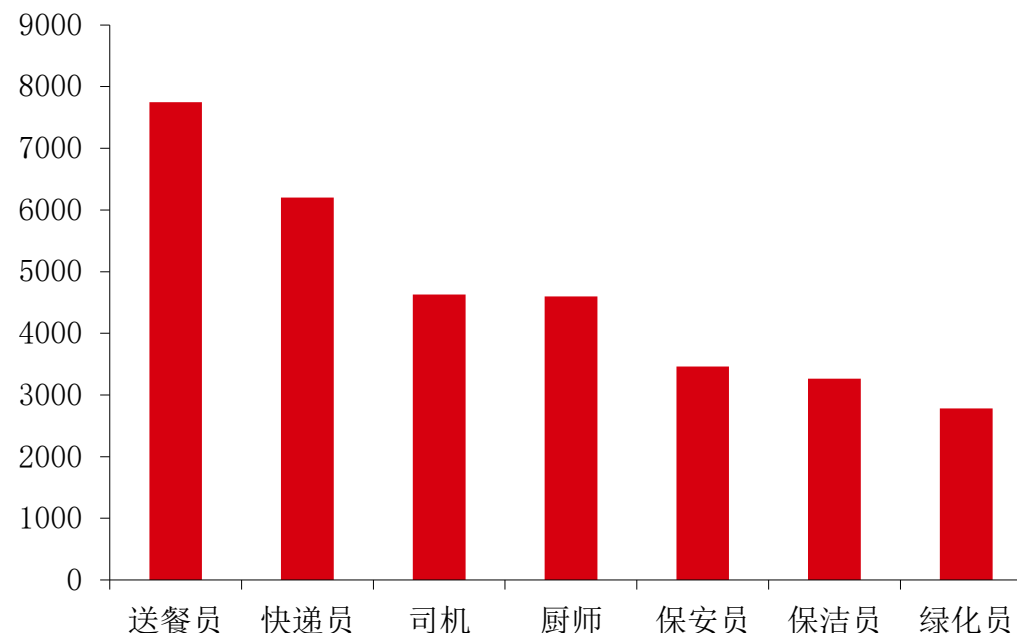
- No.1 科技系统对物业管理效率提升影响巨大，而重复开发是社会资源的严重浪费
- No.2 大而全的增值服务业务模型不可能成功
- No.3 高度复杂的非标工作，最终的解决办法是品牌认同

千丁互联的生态构成



资料来源：千丁互联官网

劳动密集型产业岗位平均月薪比较 单位：元/月



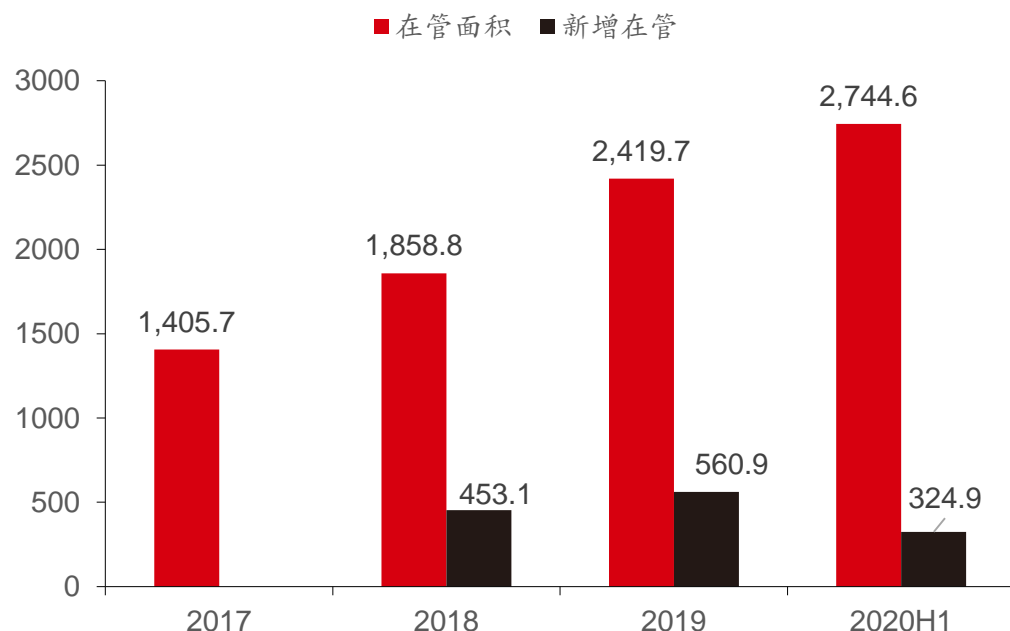
资料来源：五八同城，物业观察微信公众号，中信证券研究部注：保安、保洁、绿化员为2019年数据，其余为2018年数据

3.3 分拆时代——物管行业运行情况

■ 突破规模瓶颈机遇已经来临，IPO和再融资为上市物业企业提供了充裕的资金

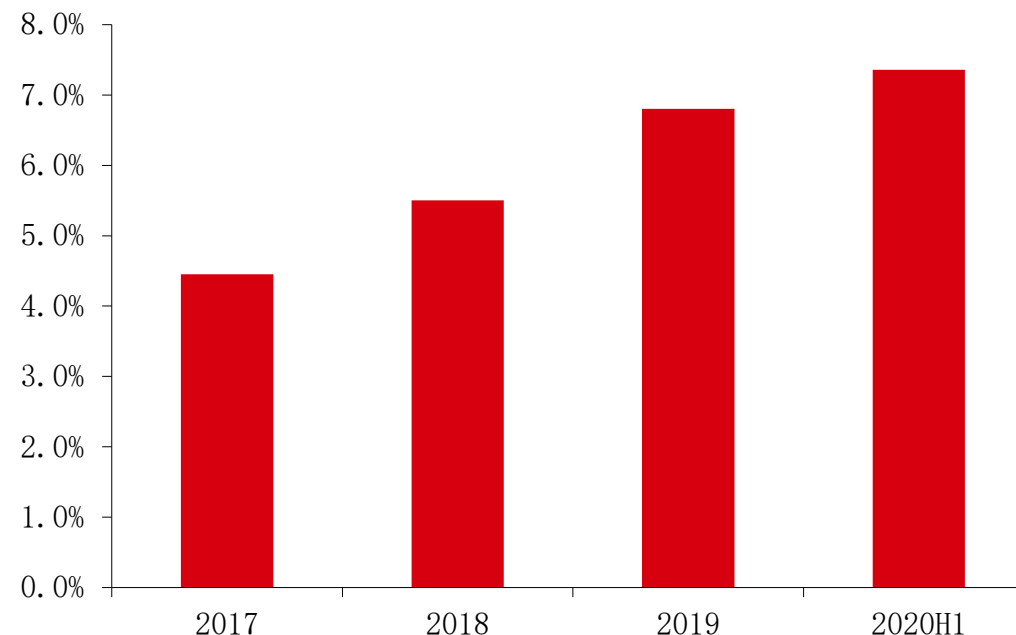
- 2020年6月底，24家上市公司在管面积达到27.45亿平米。按照我们对社会存量面积的估算，不计商写和城市服务的市场容量，总市占率7.4%；按照物业管理协会统计，市占率接近12%
- 从在管面积来看，大企业的市占率从2017年以来的确呈不断上升的趋势

24家上市公司样本在管面积及新增在管单位：亿平米



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

24家上市公司样本市场占有率（重估存量房后）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

- 部分企业资产有瑕疵，无意愿去杠杆，产品和运营能力不足，无法适应后内卷化时代的风险



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

陈聪（中信证券研究部 基地产业首席分析师）

执业证书编号：S1010510120047

免责声明



证券研究报告 2020年11月6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Dalmal 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) 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 Ordinanes 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。