



中信证券
CITIC SECURITIES

中国REITs市场洞察系列报告

基础设施REITs和产业研究

中信证券研究部

陈聪 张全国 梁程加 李金哲 扈世民 李想

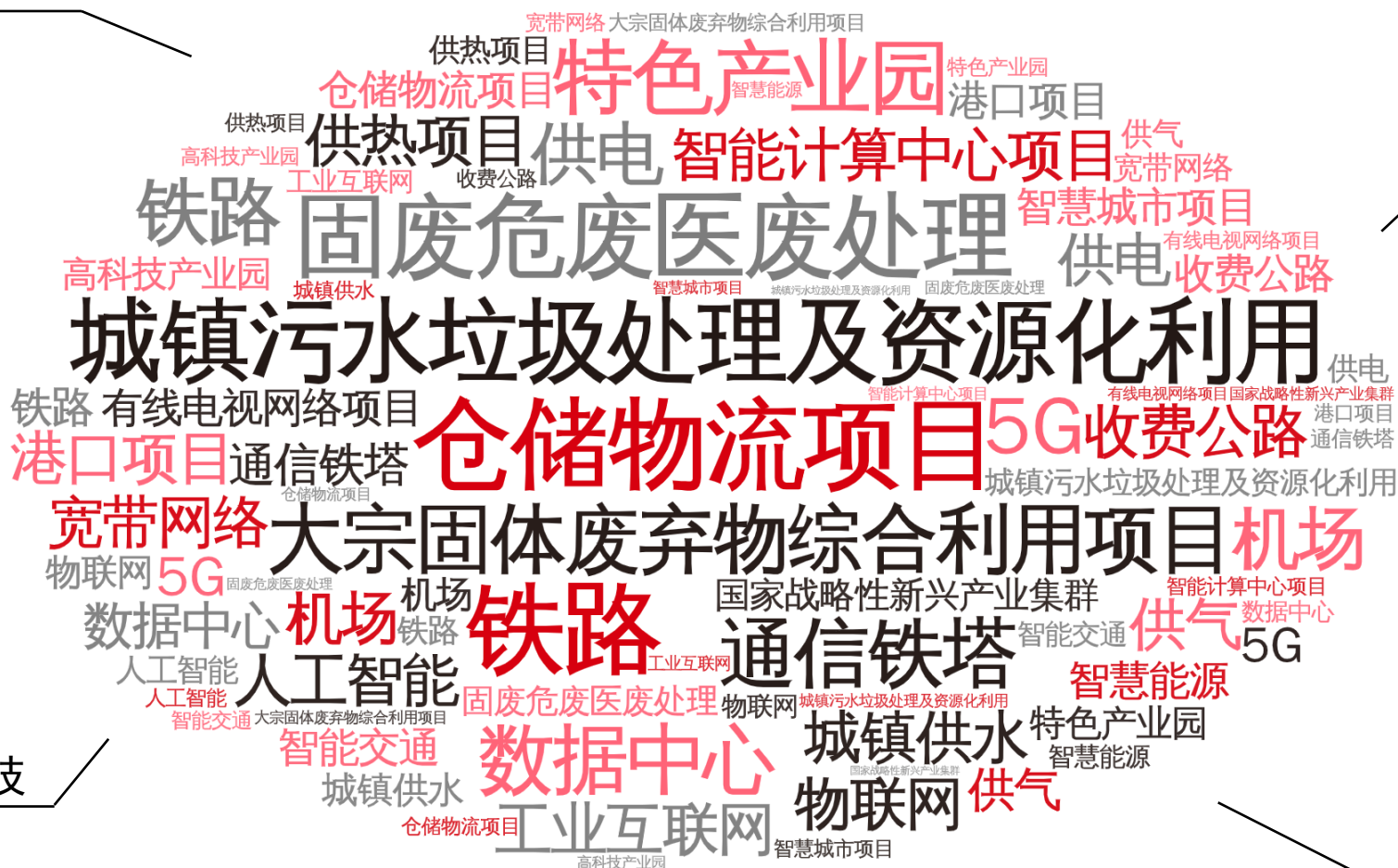
2021年5月9日

产业研究助力掘金REITs市场

交运

通讯科技

公用环保



• 大类资产配置



明明
首席FICC分析师



余经纬
首席大类资产配置
分析师

• 标准产业研究

基地产业



陈聪
首席基地产业分析师

• 地产



张全国
房地产行业联席首席
分析师

• 交运



扈世民
首席交运分析师

• 公用环保



李想
首席公用环保
分析师

科技产业



许英博
首席科技产业分析师

• 通讯



梁程加
首席通信分析师



黄亚元
通信分析师

• 前瞻



陈俊云
前瞻研究分析师



大类资产：REITs与大类资产配置

产业园区：盘活园区资产，推动经营提效

铁路资产：化解融资困局，激活资产潜力

固废利用：REITs提供新助力，固废金山正待深挖

污水处理：盘活存量前景可期，助力污水面源治理时代

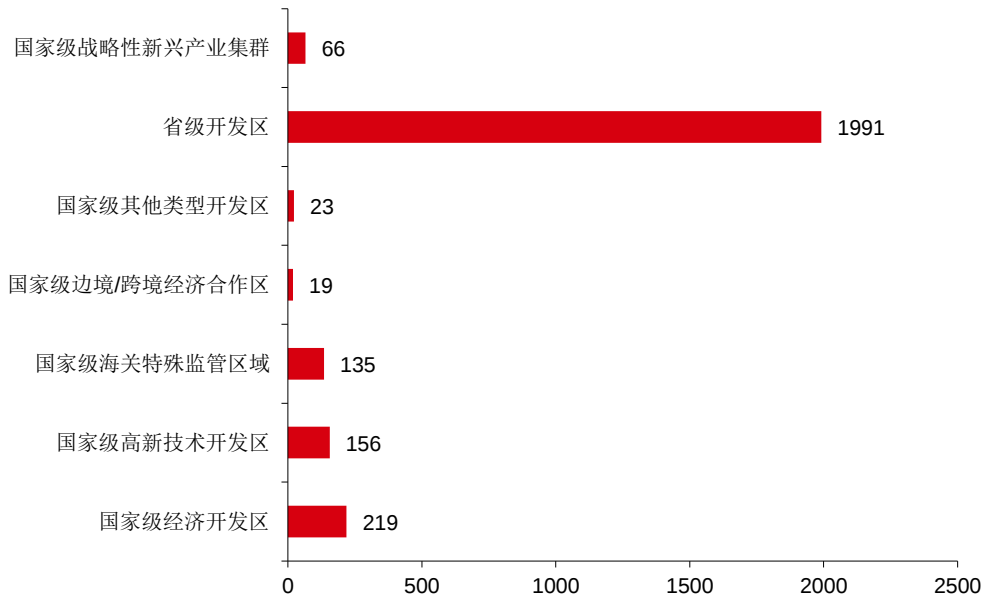
数据中心：数据中心REITs化的展望

物流仓储：基金化模式成熟，资产天然稀缺

产业园区：盘活园区资产，推动经营提效

- 1979年蛇口工业区建立，拉开了我国产业园区的建设。
- 目前，我国产业园区发展具有政策支持、设施完善、服务到位、产业聚集等多个特点。
- 但同时也面临着一些现实局限，例如效率低下、发展缓慢、扩张受限、产业落后、投融困难等

可入池的开发区和产业 clusters 数量



资料来源：《中国开发区审核公告目录（2018年版）》，国家发改委，中信证券研究部

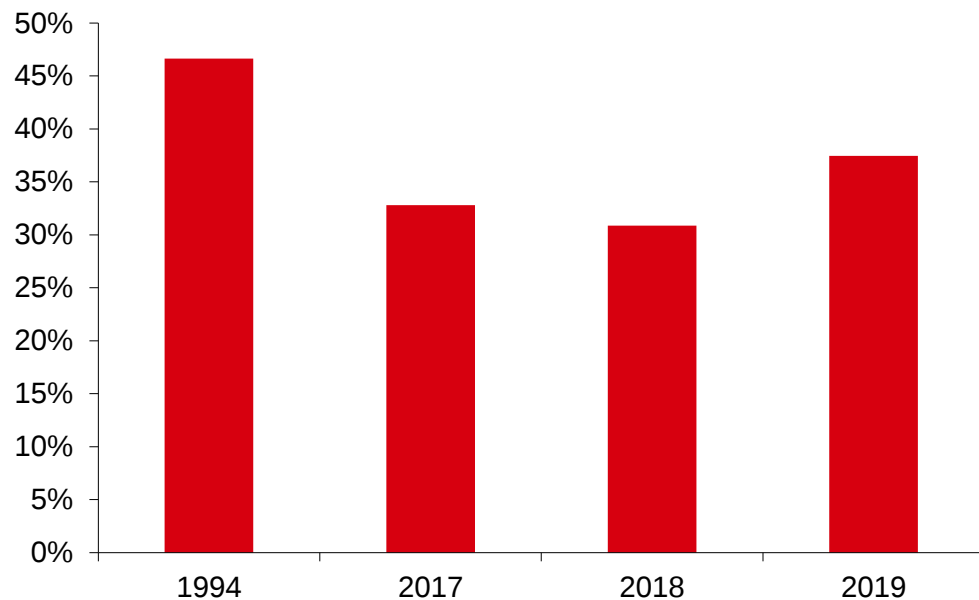
我国产业园区发展阶段

时间	发展阶段	发展特点
1979-1991	改革初立	促进体制改革、发展开放型经济、行政特征明显
1991-2003	快速发展	推进改革开放、促进城市化进程、促进产业聚集
2003-2016	整顿调整	产业园区数量过多，效率低下，06年发布了《中国开发区审核公告目录》（简称《目录》）
2016-至今	创新升级	适应新的经济发展阶段，18年新版《目录》发布，政策向战略新兴等产业倾斜

资料来源：国家发改委，中信证券研究部

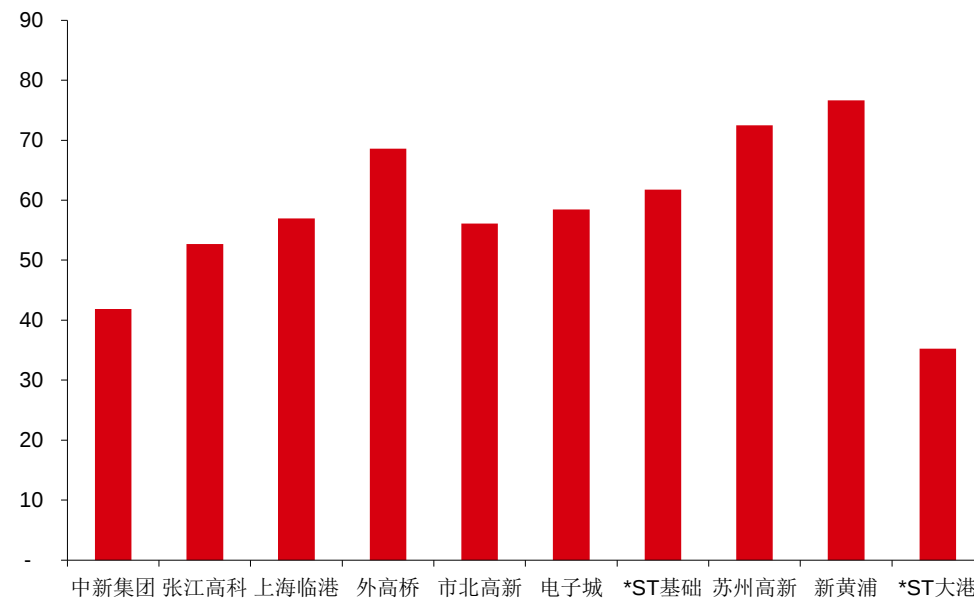
- 产业园区作为我国基础设施的重要组成部分，不仅从经营角度，从市场角度看也具有有一些亟需解决的矛盾，而REITs的试点可以较好的解决其中的一些问题。
 - 解决看好资产价值和企业分红不足的矛盾
 - 解决对管理层和投资者适当杠杆率的分歧

上海临港历史上四次分红的股息支付率



资料来源：Wind，中信证券研究部

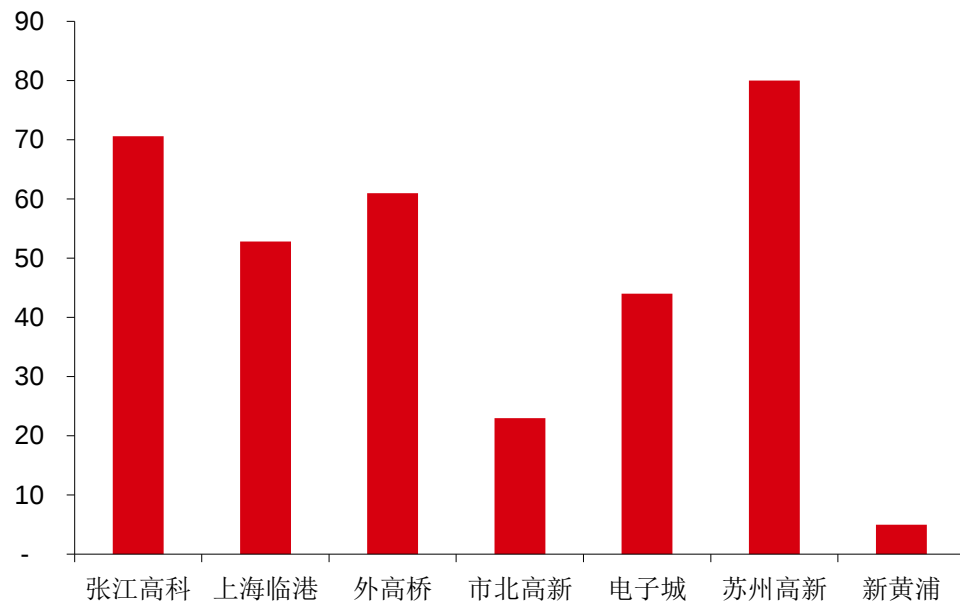
部分园区类上市企业资产负债率



资料来源：Wind，中信证券研究部，截至3Q20

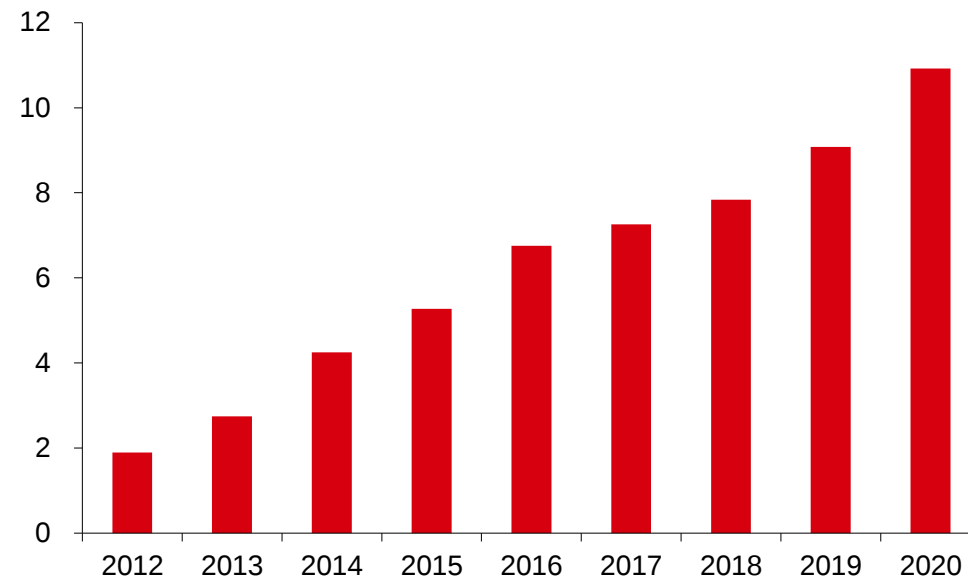
- 产业园区作为我国基础设施的重要组成部分，不仅从经营角度，从市场角度看也具有一些亟需解决的矛盾，而REITs的试点可以较好的解决其中的一些问题。
 - 解决债券回报固定和资产稳健增值之间的矛盾，也同时解决杠杆率问题
 - 解决不动产（基础设施）购置资金门槛问题

园区类上市公司的存量债券余额（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

城投债的存量余额（万亿元）



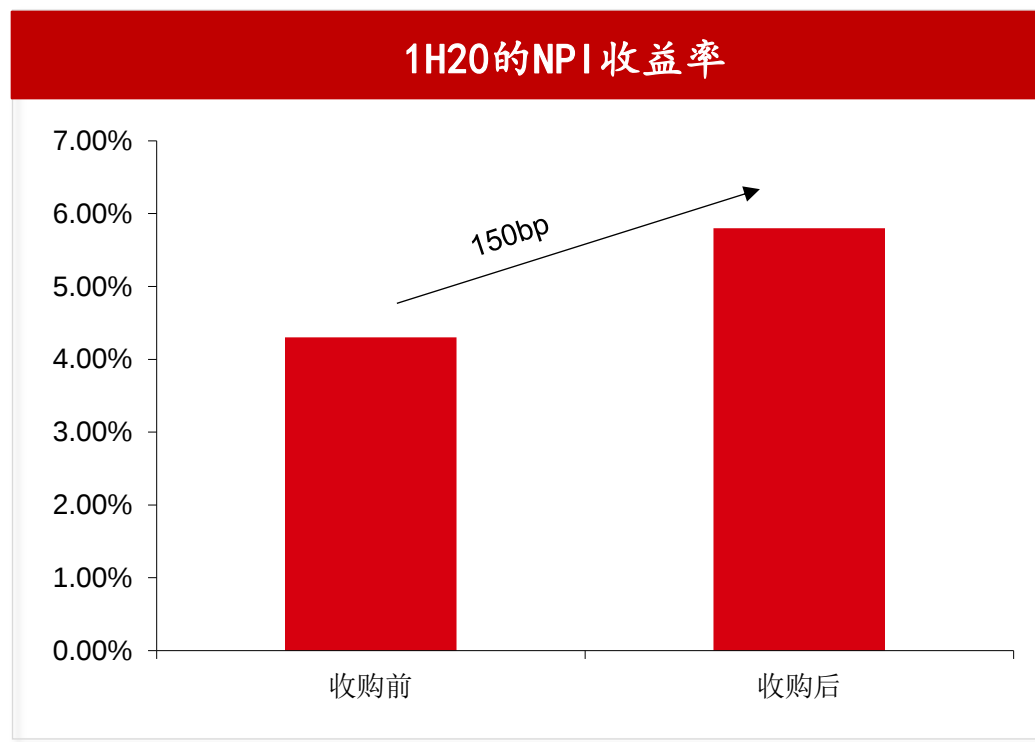
资料来源：Wind，中信证券研究部

- 对于亚洲地区，特别是新加坡和印度，产业园区都有较好的可比对象，存在政府主导开发，或是有政策支持产业园区，也不乏一些资产入池为REITs上市。

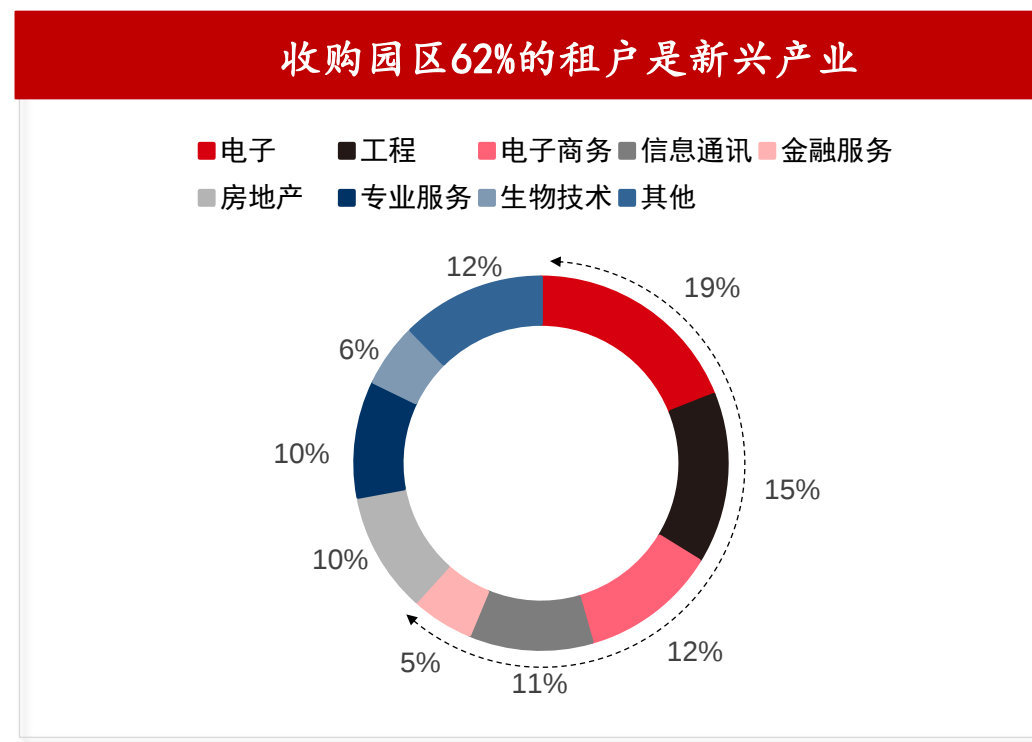
新加坡市场含有园区类资产的REITs

名称	代码	市值(百万新加坡元)	资产负债率 (%)	PB	股息率 (%)
ASCENDAS INDIA TRUST	CY6U	1727	30	1.4	5.9
CAPITALAND CHINA TRUST	AU8U	2046	31.8	0.9	4.7
MAPLETREE COMMERCIAL TRUST	N2IU	6765	34	1.2	4.1
SOILBUILD BUSINESS SPACE REIT	SV3U	676	38.9	1	7.4
AIMS APAC REIT	O5RU	912	34.1	0.9	6.2
ASCENDAS REIT	A17U	12215	32.8	1.3	5.0
ESR-REIT	J91U	1378	41.6	1	7.3
MAPLETREE INDUSTRIAL TRUST	ME8U	6254	37.3	1.6	4.5
SABANA SHARIAH COMP IND REIT	M1GU	395	33.5	0.7	7.4

- CapitaLand China Trust (CLCT) 是新加坡最大的专注于中国的REITs，2020年其收购了5个位于中国的园区资产。
- 从结果看，优质园区资产的表现要优于零售类资产，本次收购后，CLCT的NPI收益率有明显提升，由原来的4.3%提升至5.8%，提升150 bp（此前只有零售类资产）



资料来源：CLCT公告，中信证券研究部，年化数据

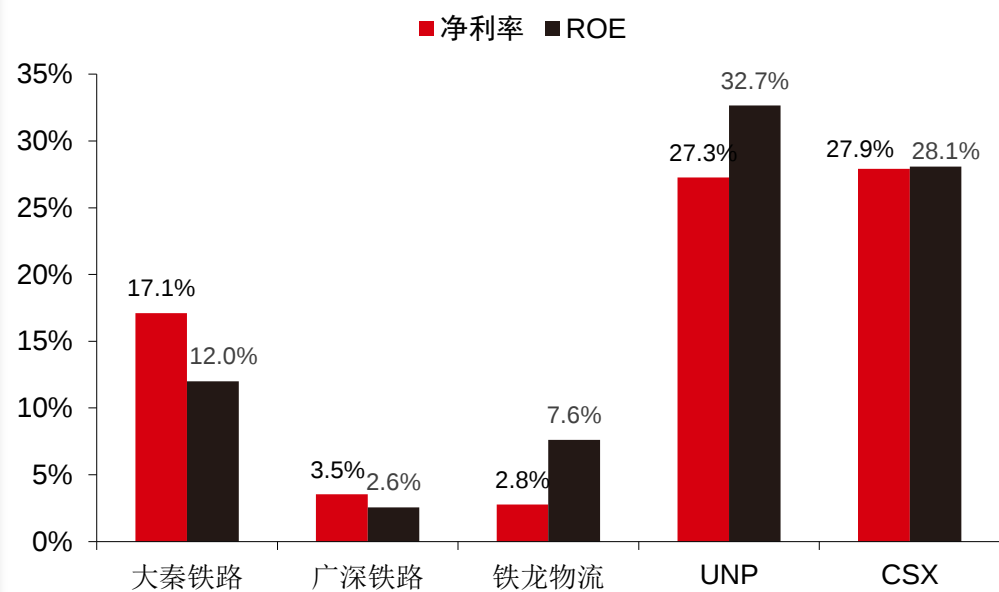


资料来源：CLCT公告，中信证券研究部

铁路资产：化解融资困局，激活资产潜力

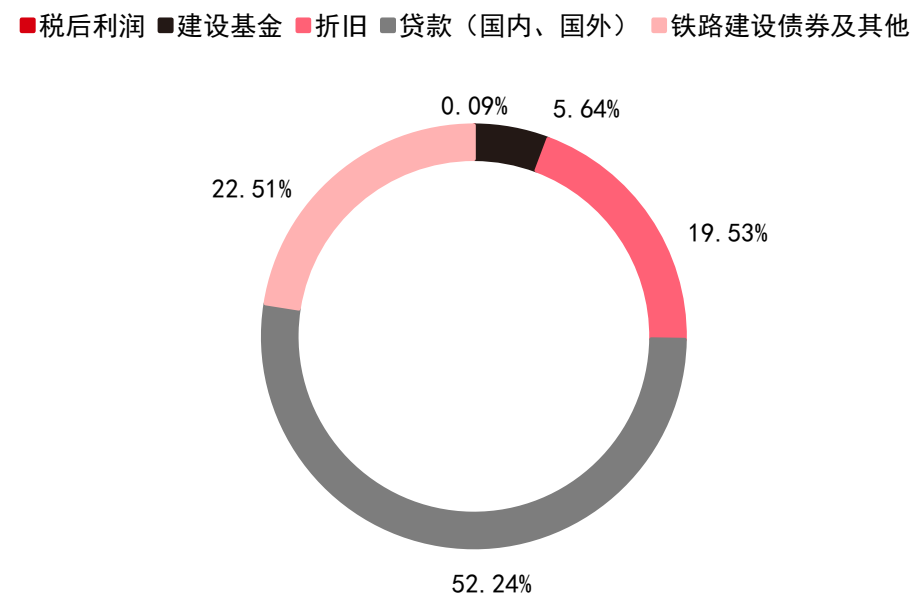
- 公益性定位叠加行业管制，主业盈利能力偏弱，2019年净利率近0.22%。
 - 相对于美国、日本同期铁路运输行业平均净利率12%、7%，我国铁路盈利能力存在较大提升空间。
- 银行贷款为主的融资模式或难为继。
 - 以国铁集团为例，近5年来，国、内外银行贷款在国铁集团资金来源占比均为50%以上，还本付息压力较大、铁路固定资产投资高企导致资金缺口大，现有的铁路建设投融资模式或难以为继。

三家铁路上市平台ROE低于美国铁路龙头



资料来源：wind，中信证券研究部 注：剔除疫情影响，采用2019年数据

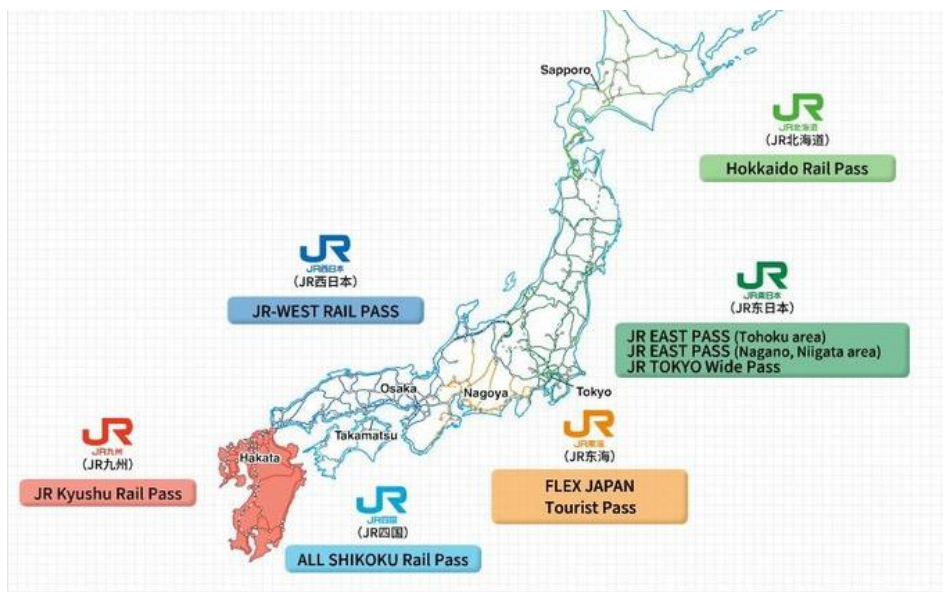
银行贷款占国铁集团资金来源52.2%



资料来源：wind，中信证券研究部 注：剔除疫情影响，采用2019年数据

- 我国铁路系统资产证券化率低，对比海外优质路产存较大提升空间，REITs有望加速资产证券化进程
 - 截至2020Q3末我国铁路资产证券化率约5.4%，相比于美国、日本83%和60%的资产证券化率水平、仍相去甚远。
- 除IPO上市外，REITs落地后或能够通过提供新途径、进一步加速铁路系统的资产证券化进程。

客运网运一体，本州、九州4家JR完成上市



资料来源：Japan Railway官网，中信证券研究部

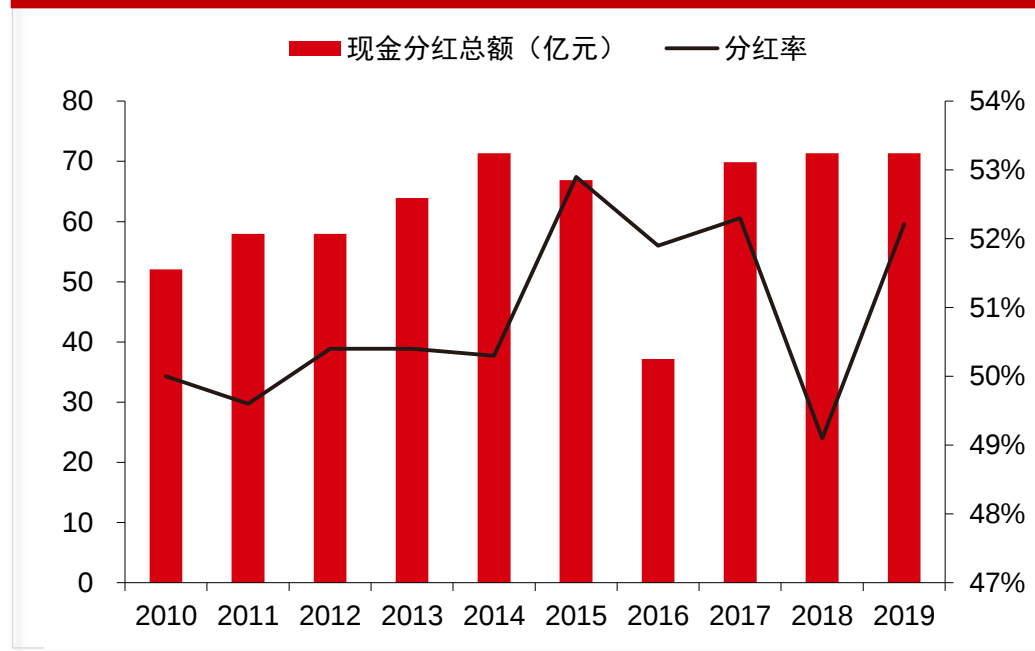
美国7家I级铁路货运公司

公司名称	经营区域	2020年经营里程 (公里)	2020年营业收入 (亿美元)
伯灵顿北方圣太菲	美国西部和加拿大2个省	52304	208.7
联合太平洋	美国西部	52003	195.3
CSX	东部、格伦比亚特区	31382	105.8
诺福克南方	东部、格伦比亚特区、 安大略湖	31060	97.9
加拿大国家铁路	中部、北部	31382	110.6
加拿大太平洋铁路	中部、北部	20921	60.4
堪萨斯南方铁路	南部	11426	26.3

资料来源：各公司年报，中信证券研究部

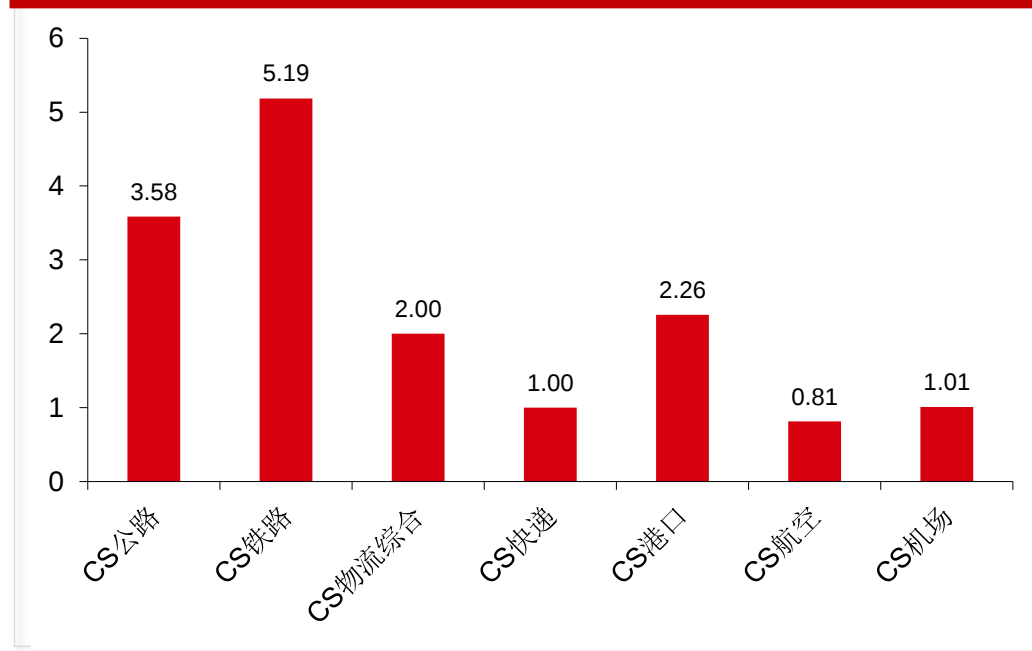
- 铁路在我国运输业格局中占据举足轻重的地位，是经济发展的大动脉，承担43%的旅客周转量和21%的货物周转量。
- 铁路资产能够较好的契合REITs定位，有能力为投资者提供稳定回报，同时倒逼铁路运输企业提升管理效率 and 市场化程度。

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

2019年铁路板块股息率居交通运输各子板块之首

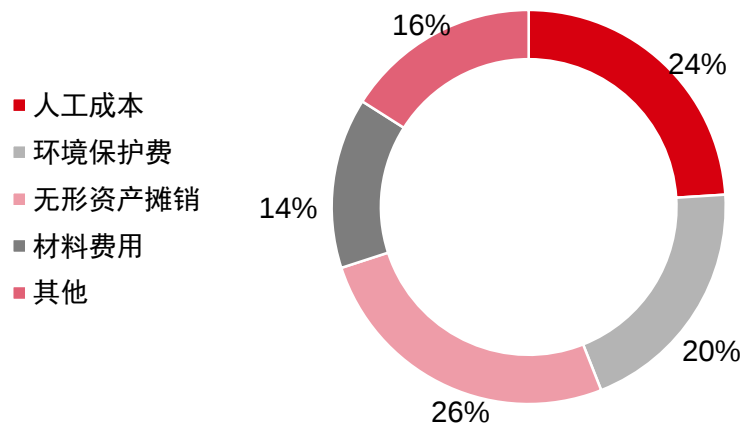


资料来源: Wind, 中信证券研究部, 单位: %

固废利用：REITs提供新助力，固废金山正待深挖

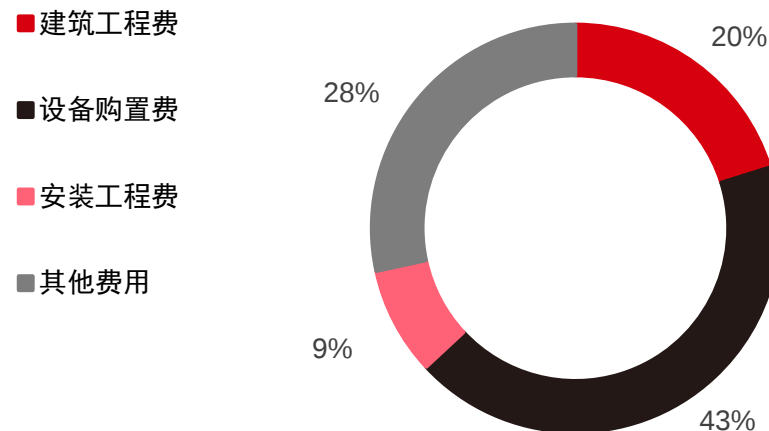
- 在项目运营后，从收入构成及成本分析看，垃圾焚烧发电具有收入高度稳定、盈利可预测性强等特点。
 - 典型垃圾焚烧发电项目的运营成本主要由人工、环保成本、折旧摊销和材料费用等四部分构成。

绿色动力2020年焚烧发电生产成本构成



资料来源：绿色动力公司公告，中信证券研究部

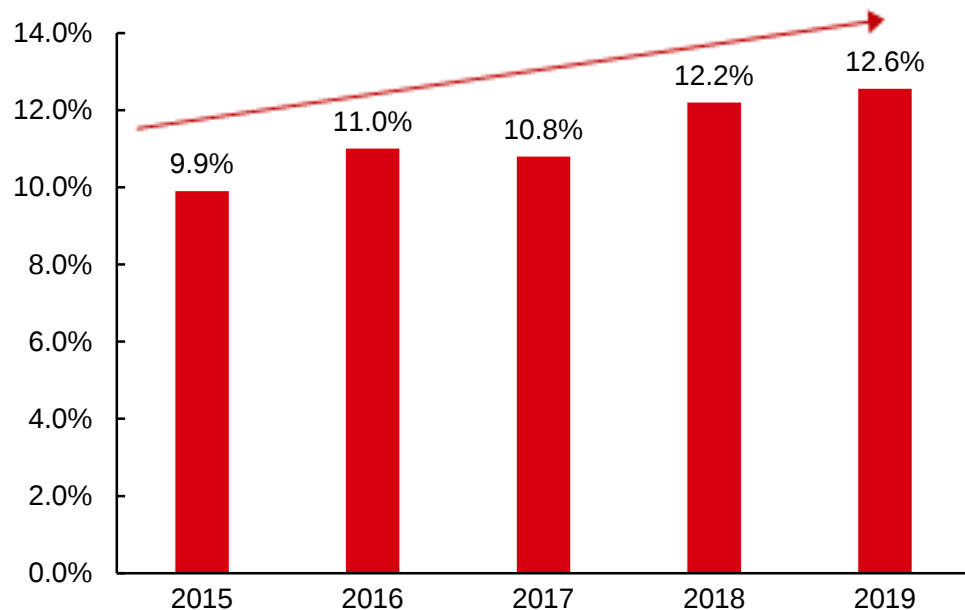
典型垃圾发电项目建造成本构成



资料来源：中信证券研究部

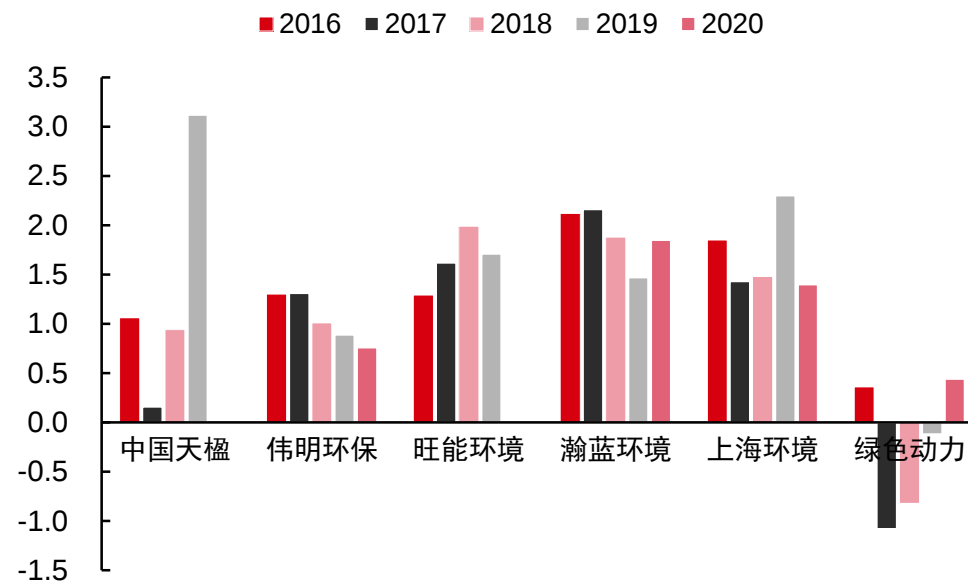
- 垃圾发电行业ROE近年来呈现稳步上升趋势，未来仍有较大提升空间。
 - 垃圾发电行业ROE已从2015年的9.9%扩至2019年的12.6%。
- 垃圾焚烧发电收费机制成熟，回报稳定，企业经营活动现金流通常较好。

2015~2019年垃圾发电行业ROE变动趋势（%）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注释：行业ROE取瀚蓝环境、上海环境、绿色动力、中国天楹、伟明环保、旺能环境等6家A股重点垃圾焚烧发电公司计算得出。

16-20年垃圾焚烧发电公司经营活动产生的现金流量净额/净利润



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

- 垃圾焚烧发电行业属于重资产行业，依赖外部融资。
 - 国内垃圾焚烧发电多采用BOT运营模式，期初投资规模较大，例如一座处理规模1,000吨/日的垃圾焚烧处理厂总投资约6亿元，在产能利用率80%情况下，年运营收入占总投资的比重约12.4%

垃圾焚烧发电厂基本假设		
	单位	标准
产能规模	吨/日	1,000
总投资	亿元	6.0
产能利用率	%	80%
实际垃圾处理量	万吨	28.8
垃圾处理费	元/吨	70
吨垃圾发电量	千瓦时	350
自用电率	%	15%
垃圾发电标杆电价	元/千瓦时	0.65
当地燃煤上网电价	元/千瓦时	0.37
垃圾处理费收入	百万元	20.2
电费收入	百万元	54.3
年运营收入	百万元	74.4
年运营收入占总投资比重	%	12.4%

- REITs协助企业聚焦运营能力提升，提升项目产能利用率，控制成本提升盈利能力。
- 加速高参数锅炉在行业内的运用，从而提升发电效率。
 - 相较于中参数，高参数垃圾焚烧电厂的设备投资、维修成本均有所增加，但同时发电收入也相应增加。

中、高参数焚烧项目发电量及收入比较

		高参数	中参数	高参数	中参数
垃圾处理量	吨/日	1,000	1,000	1,500	1,500
垃圾热值	千焦/千克	6,900	6,900	6,900	6,900
焚烧炉/余热锅炉热效率	%	82%	82%	82%	82%
过热蒸汽焓值	千焦/千克	3,296.55	3,213.76	3,296.33	3,213.76
锅炉给水焓值	千焦/千克	551.63	549.58	551.63	549.58
每千克过热蒸汽吸热量	千焦	2,752.21	2,670.12	2,752.21	2,670.12
额定蒸发量	吨/小时	85.64	88.28	128.46	132.41
汽轮机汽耗	千克/千瓦时	4.355	4.767	4.355	4.767
处理吨垃圾耗电量	千瓦时/吨	70	70	70	70
吨入炉垃圾上网电量	千瓦时/吨	401.97	374.43	401.97	374.43
年运行时长	小时	8000	8000	8000	8000
年上网电量	万千瓦时	13,399	12,481	20,098	18,722
年发电收入	万元	6,891.29	6,547.04	10,336.94	9,820.56
年增加收入	万元	344.25	0	516.37	0

资料来源：《垃圾焚烧发电项目余热锅炉中参数和高参数的对比分析》（张晓斌，戴小东，熊君霞，吴海凤，丛海亮）、中信证券研究部

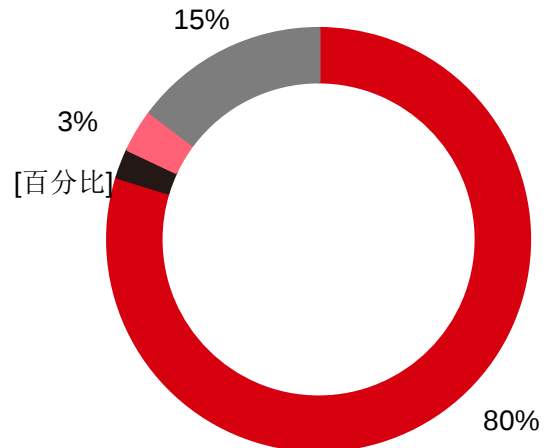
污水处理：盘活存量前景可期，助力污水面源治理时代

污水处理：盈利高度可预见且ROE稳定，适合充当底层资产

- 污水处理费通常为企业核心收入及利润来源。
- 污水处理费收入具有稳定强、可持续性突出且毛利率较高等特征。

重庆水务2020年营业收入构成（%）

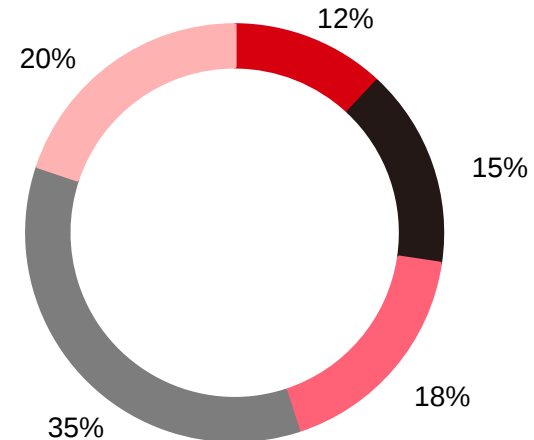
■ 投资运营业务 ■ 工程承包业务 ■ 污泥处理 ■ 其他业务



资料来源：重庆水务公告，中信证券研究部

重庆水务2020年污水处理成本构成（%）

■ 电耗 ■ 药剂 ■ 人工 ■ 折旧摊销 ■ 其他

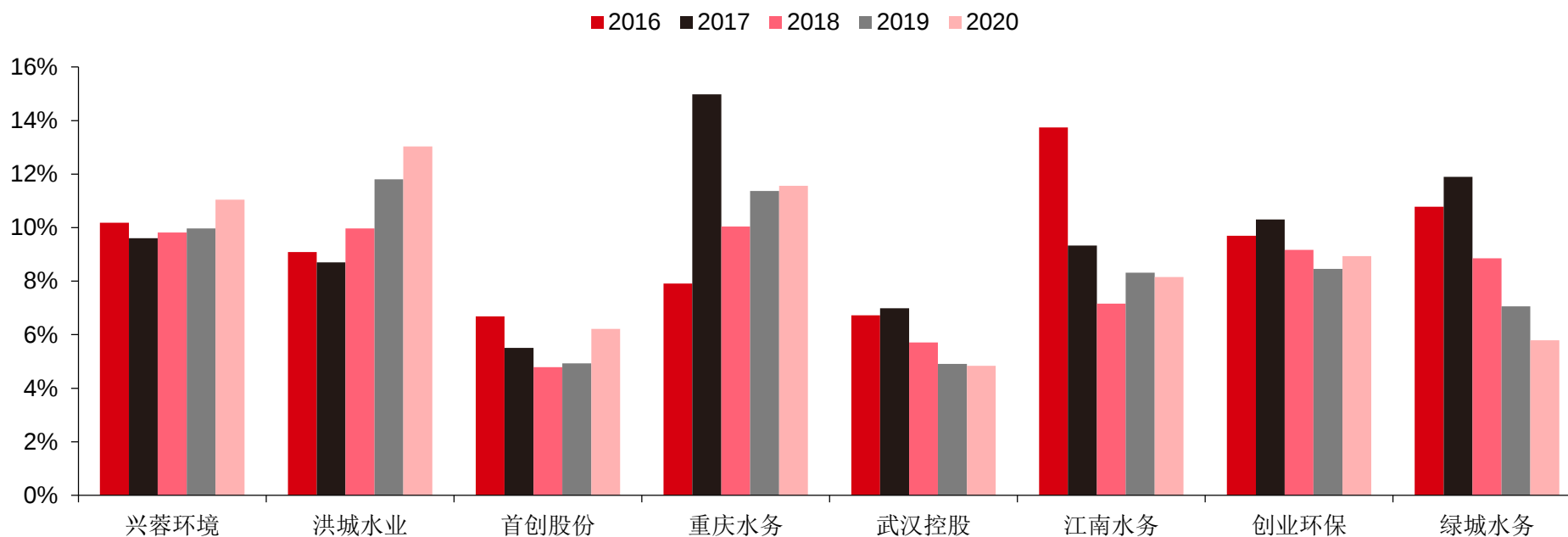


资料来源：重庆水务公告，中信证券研究部

污水处理：盈利高度可预见且ROE稳定，适合充当底层资产

- 收入及成本均高度稳定使得污水处理企业的盈利能力可预见性极强，虽然公司之间因为所处区域、业务构成等因素有所差异，但水务公司自身ROE的历史波动性较小。

代表性水务公司ROE水平 (%)



- 智慧水务在污水处理中的应用效果体现在从根本上解决水务行业运营管理上的难题，为企业提供厂站的智能化远程集中监管平台、便捷化的运行调度和工艺运行指导以及精准化辅助企业经营决策。

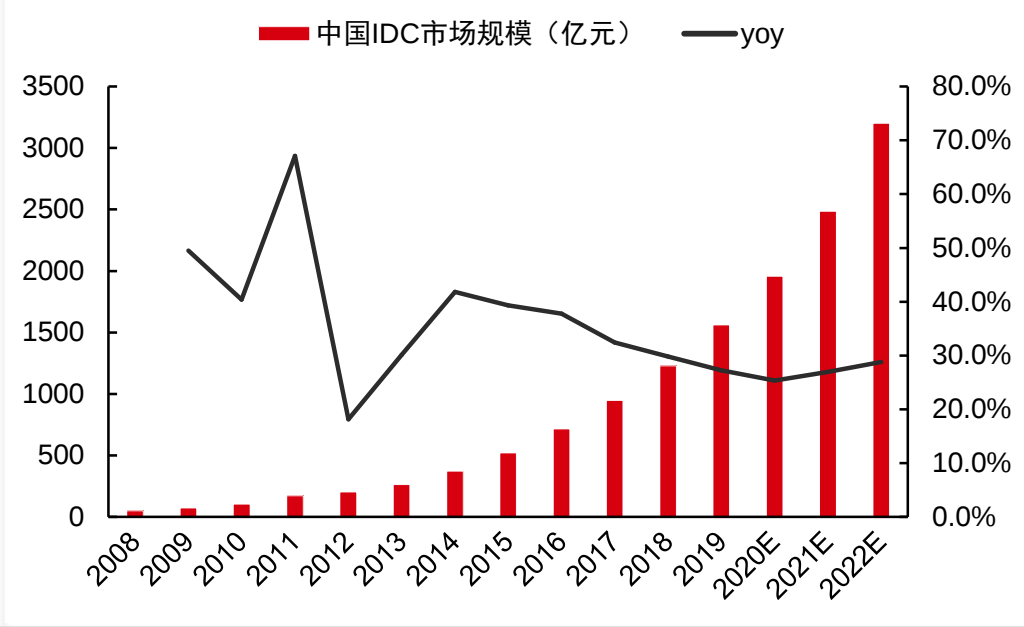


资料来源：华为智慧水务行业白皮书，中信证券研究部

数据中心：数据中心REITs化的展望

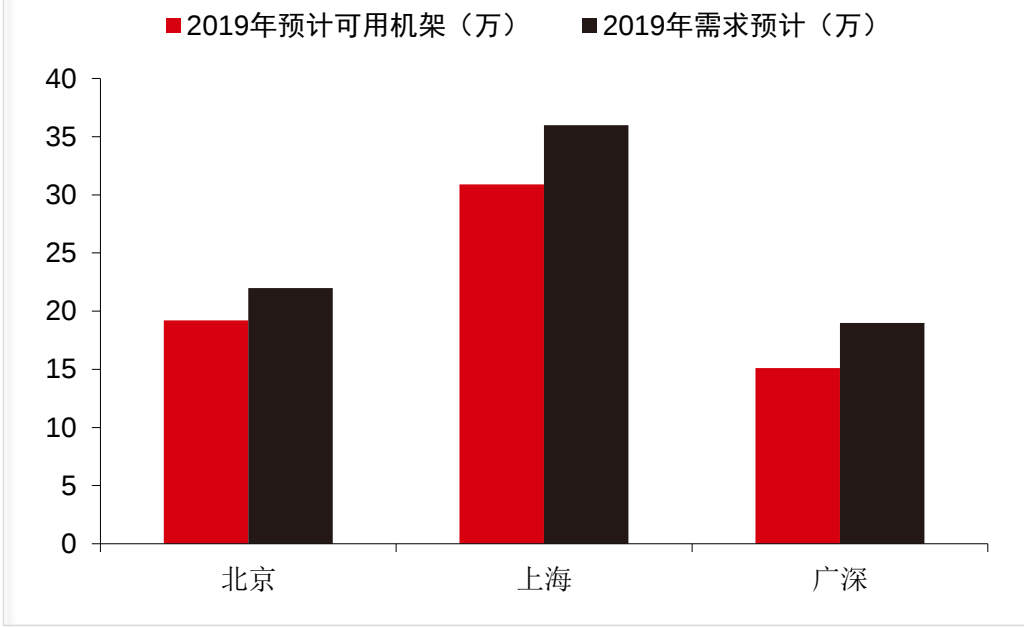
- 从需求角度来看，数据量增长是数据中心发展的底层逻辑。
- 从供给角度来看，龙头企业拥有优秀的区位优势/客户资源/服务质量/资源获取能力，有望推出优质资源组合，率先享受REITs政策利好。

中国IDC市场规模及增速



资料来源：IDC圈（含预测），中信证券研究部

一线城市数据中心供需缺口

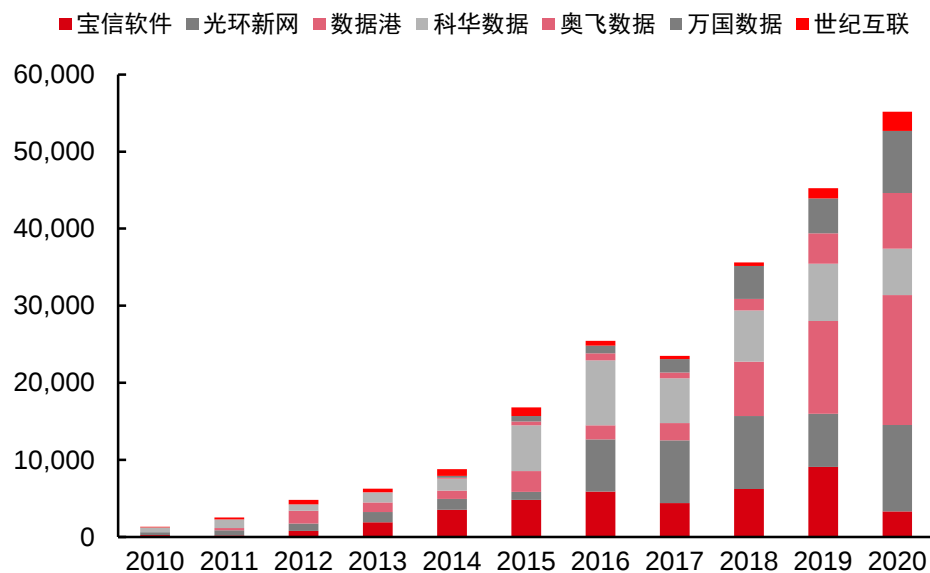


资料来源：工信部《全国数据中心应用发展指引（2018）》（含预测），中信证券研究部

■ REITs有助于IDC低成本融资，支持IDC公司扩张。

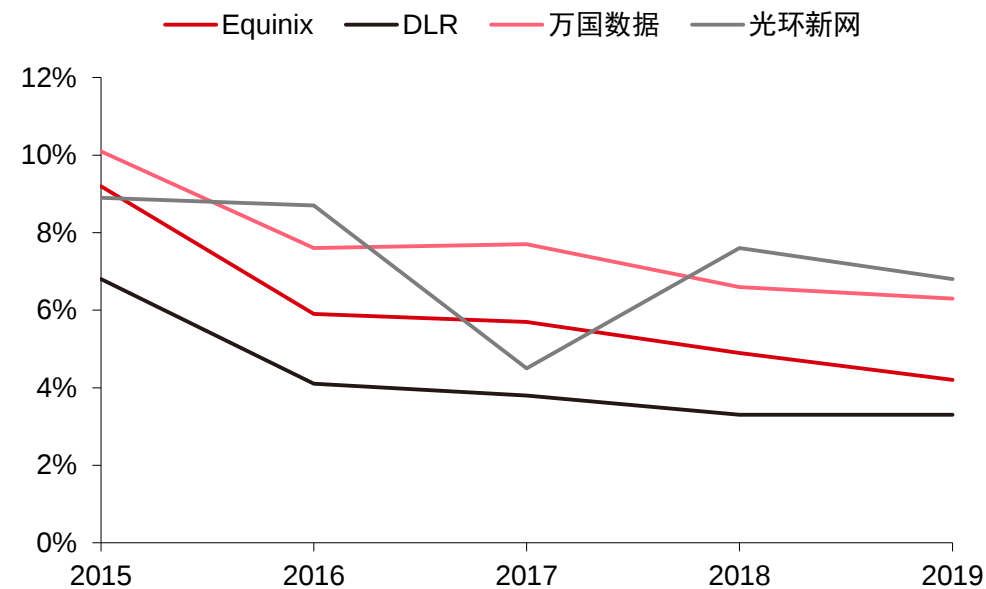
➤ 目前海外公司平均债务融资成本，相比国内公司有明显优势，期待REITs落地降低IDC融资成本。

国内主要第三方IDC公司资本开支（百万元）



资料来源：wind，中信证券研究部

平均债务融资成本对比

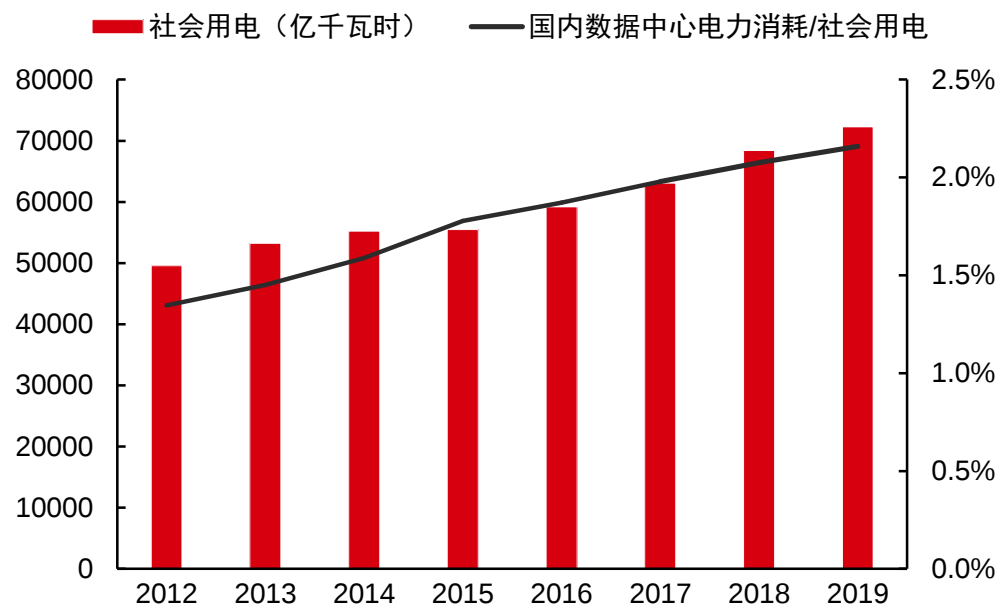


资料来源：各公司公告，wind，中信证券研究部

■ REITs有利于专业化分工提升行业服务水平。

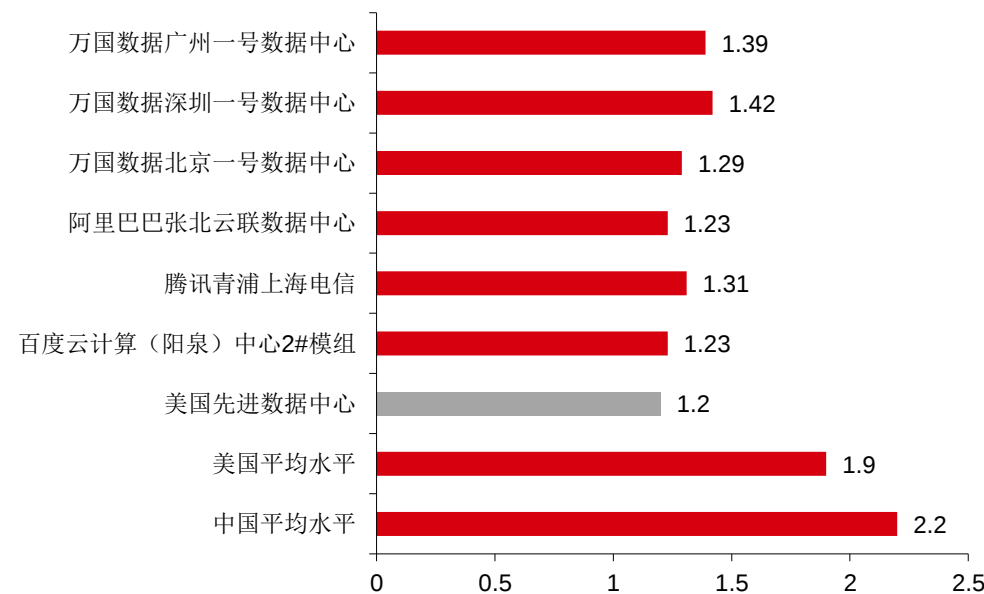
- 部分落后产能现金流尚不稳定，所以REITs政策对于先进成熟IDC项目的筛选未来有望加速数据中心行业整合，剔除落后产能，从而提高整个行业的服务水平。

2019年中国IDC耗电量占全社会耗电量比例提升至2.2%



资料来源：ICT Research，中信证券研究部

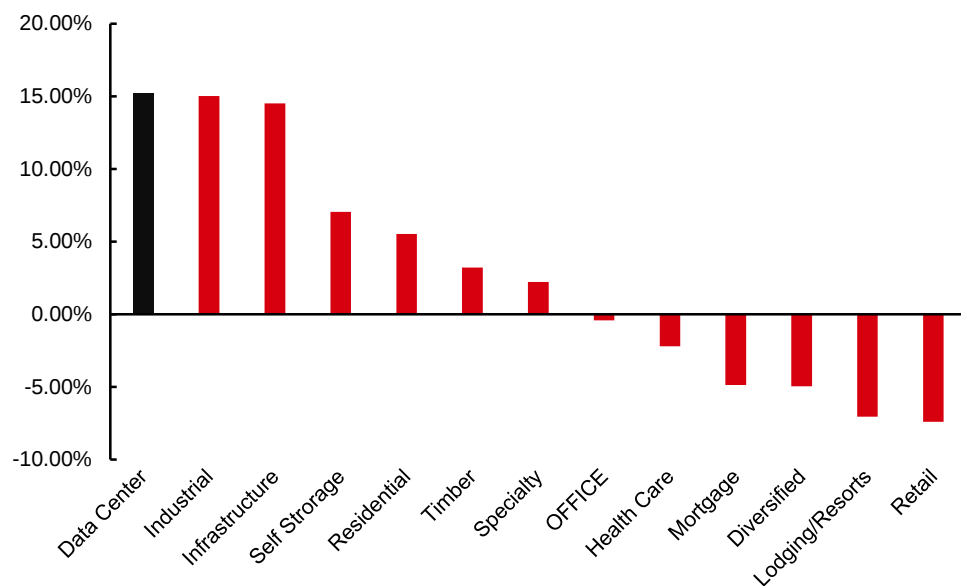
我国IDC能源利用率水平



资料来源：《国家绿色数据中心试点工作方案》，ODCC，中信证券研究部

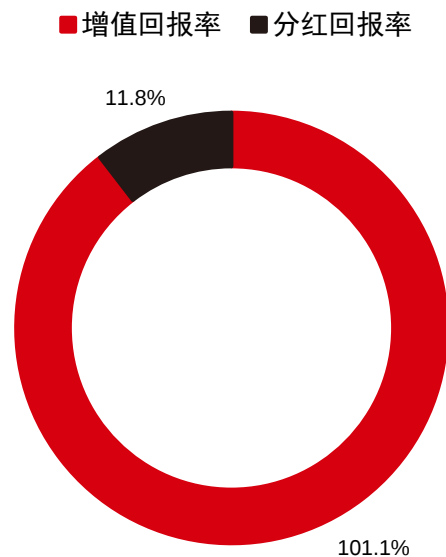
- 从美国来看，数据中心REITs投资回报具有显著优势。
 - 2015-2020年，数据中心平均回报率为15.2%，显著高于平均值2.75%，其投资回报率显著高于其余类型REITs资产。
- 近年来海外数据中心的投资收益主要来源于资产增值。

2015-2020年各类型REITs每年平均投资回报率



资料来源：Nareits，中信证券研究部

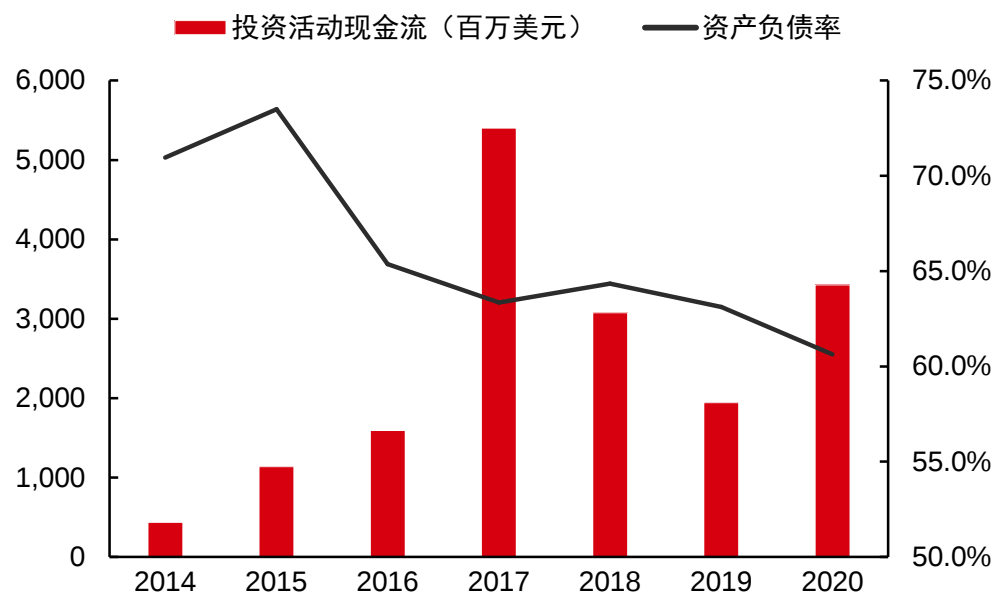
2015-2019年美国数据中心REITs指数累计收益率构成



资料来源：Nareit，彭博，中信证券研究部

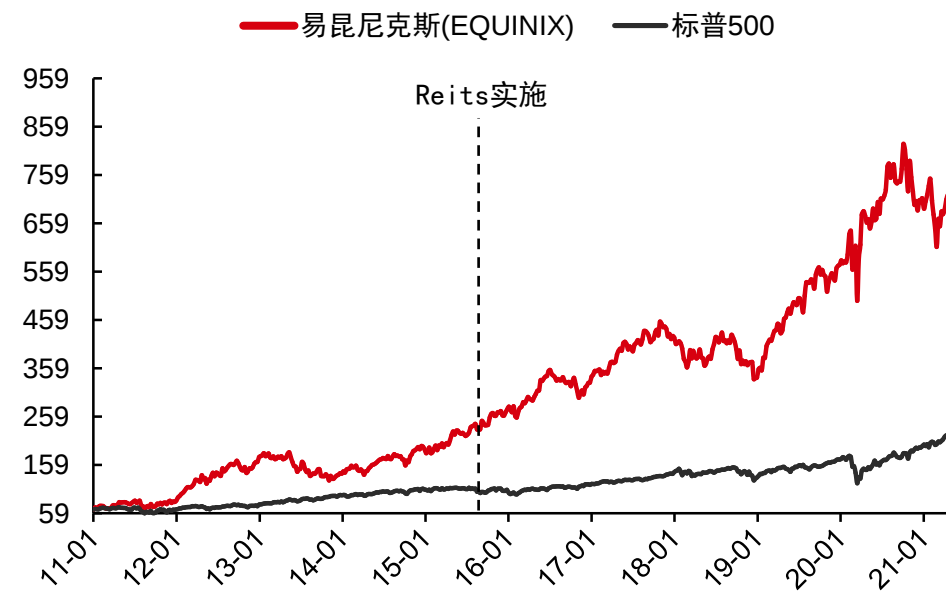
- 2012年Equinix宣布进军REITs，此后公司发展速度明显加速。因为无论是对外收购还是自建均对现金流有着较大的依赖，而REITs就成为了Equinix最为稳定的资金来源。
- 向REITs模式的成功转型显著提高了Equinix营收/利润/现金流的改善，从而大幅提振了其市场表现。

Equinix实施REITs后大规模投资而资产负债率却显著下降



资料来源：Nareit，彭博，中信证券研究部

Equinix股价表现

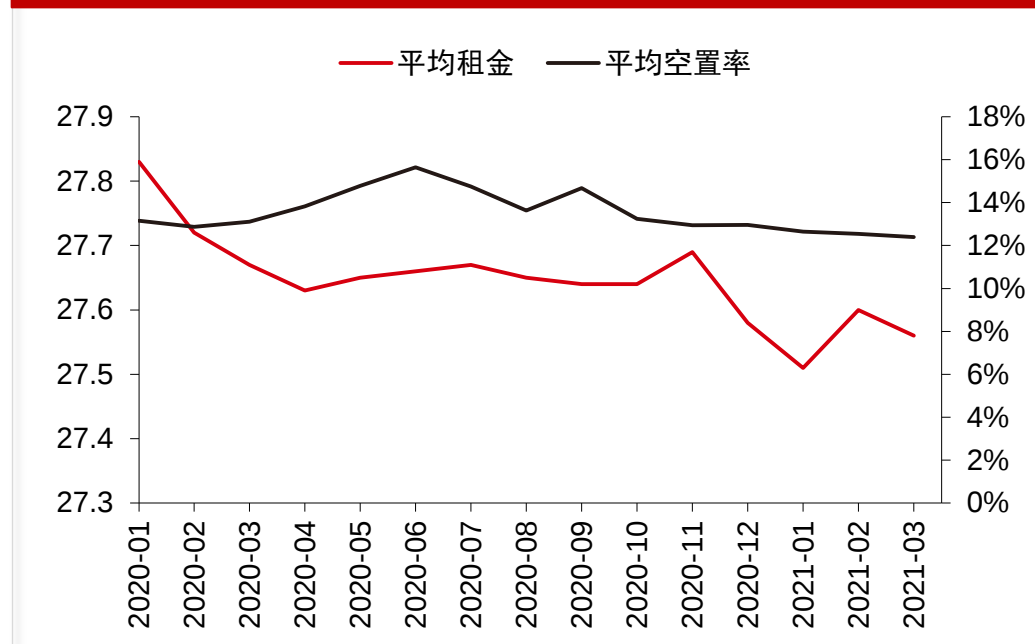


资料来源：彭博，中信证券研究部

物流仓储：基金化模式成熟，资产天然稀缺

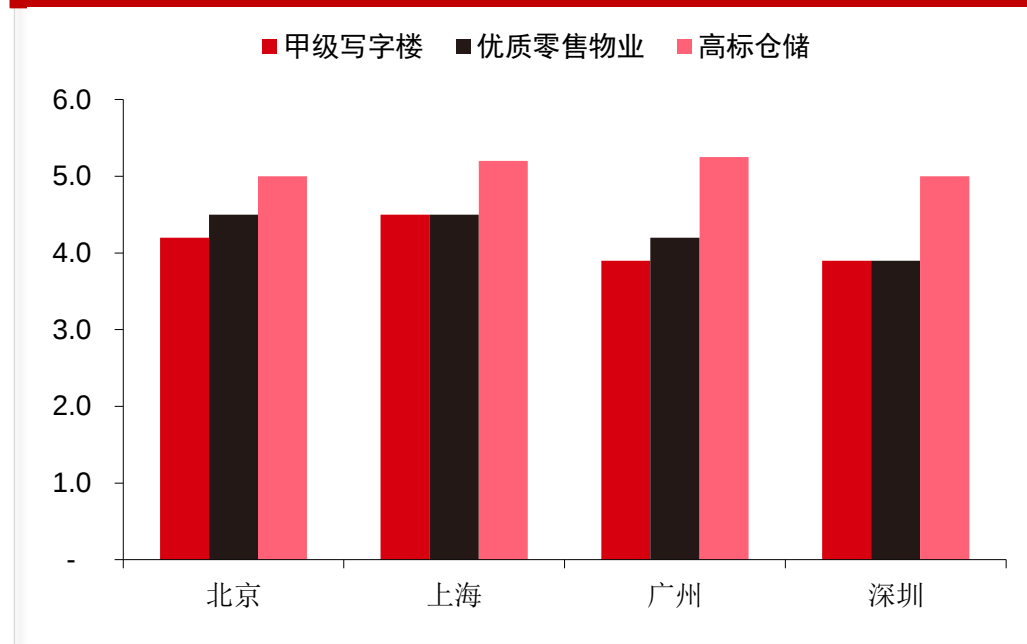
- 现代物流仓储具有诸多优点，其往往处于现代物流的干线运输核心节点，出租率高，稳定性亦强。
- 国内供需存在结构性矛盾，现代物流仓储属于天然的稀缺资产，其租金回报亦优于写字楼和零售物业。

2020年主要物流节点城市平均租金与平均空置率



资料来源：中国仓储业协会，中信证券研究部（单位：元/月·平方米，%）

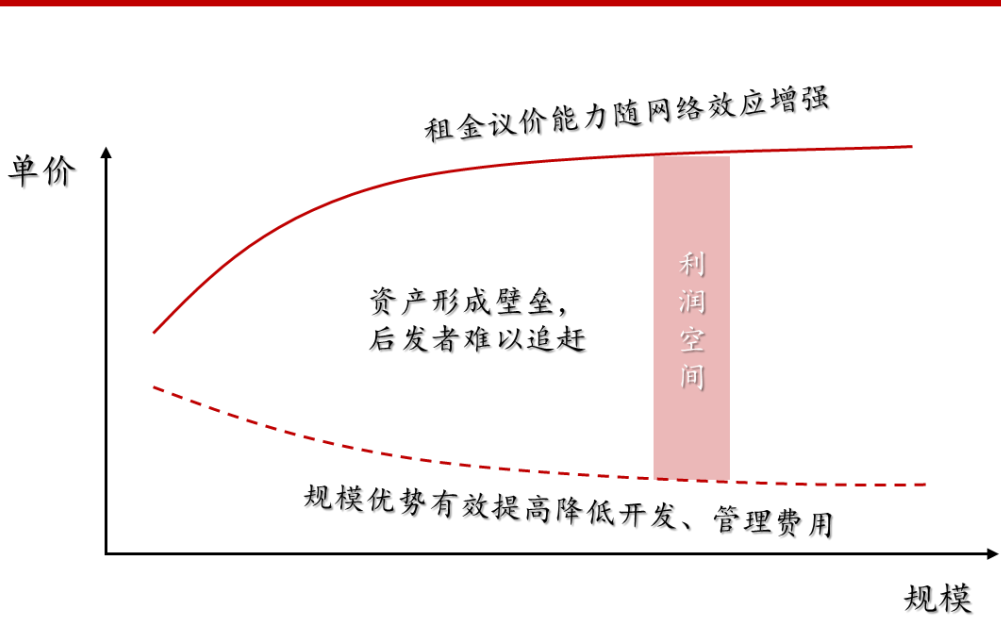
重点监测城市主要资产类别的租金回报率



资料来源：CBRE，中信证券研究部，注：2020年4季度

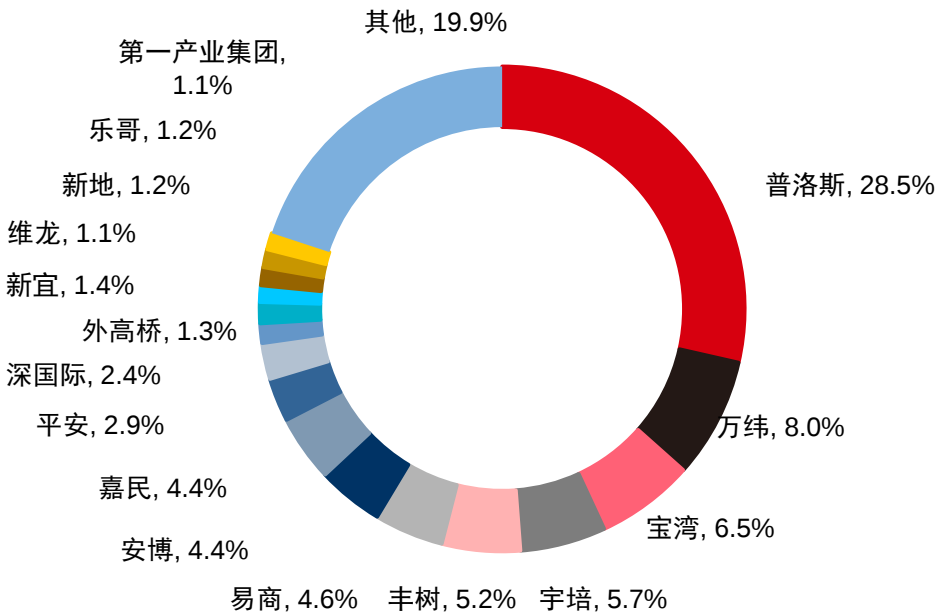
- 物流仓储是一个强者恒强的行业，现在已经入局且形成了一定规模的公司具有规模上的先发优势。
- 目前我国物流仓储行业玩家众多，以普洛斯为首的大型企业已经建立起全国规模化的网络布局。

物流仓储行业的经营特性



资料来源：中信证券研究部绘制

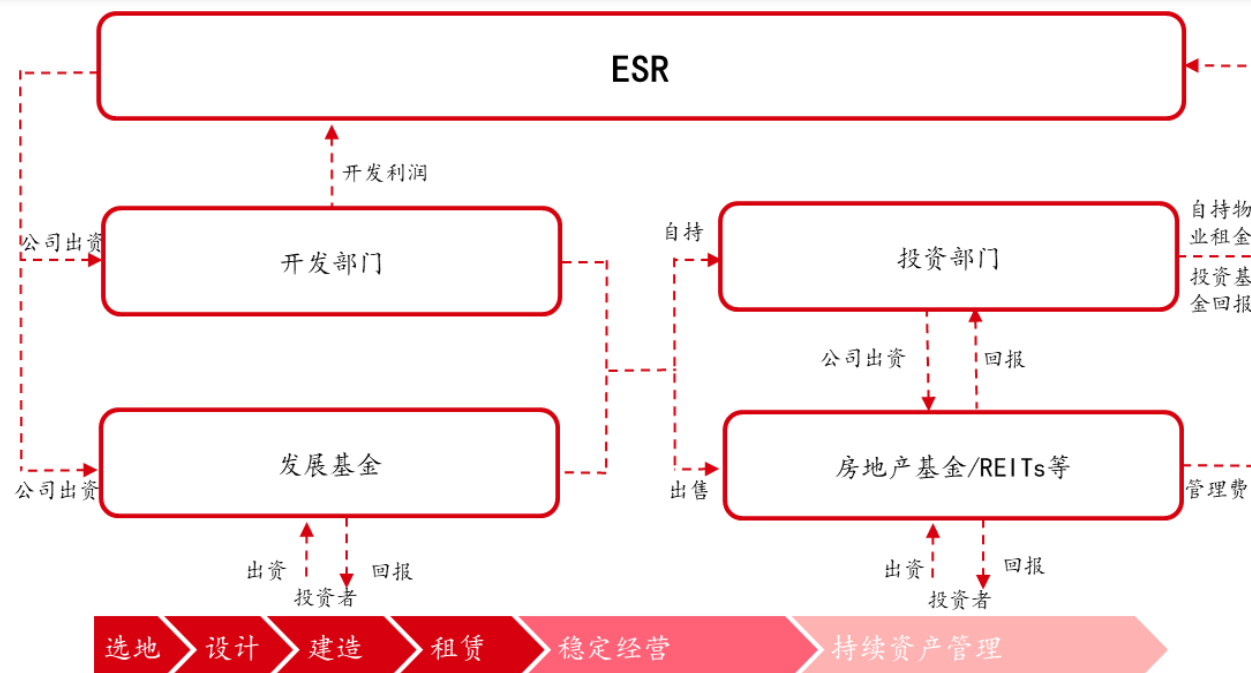
2020年国内第三方物流仓储行业企业市场份额情况（高标仓库）



资料来源：戴德梁行，中信证券研究部

- 现代物流仓储的经营模式在2003年由Prologis引入中国，截止目前行业已经发展出较为完整的基金化运作模式，金融化程度极高。
- 现代物流仓储开发商往往采用“投资-开发-管理”的运营模式。

ESR资本循环示意图



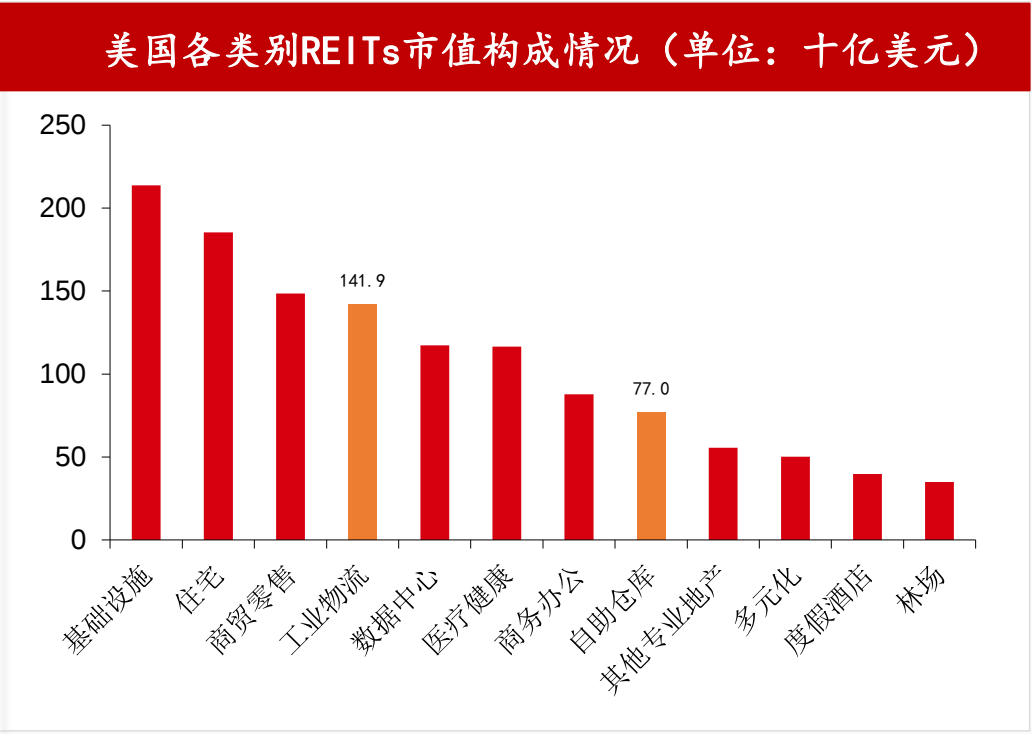
- 专业的机构投资者对于物流仓储领域亦是长期投入、高度关注。



资料来源：普洛斯中国公司公告，中信证券研究部

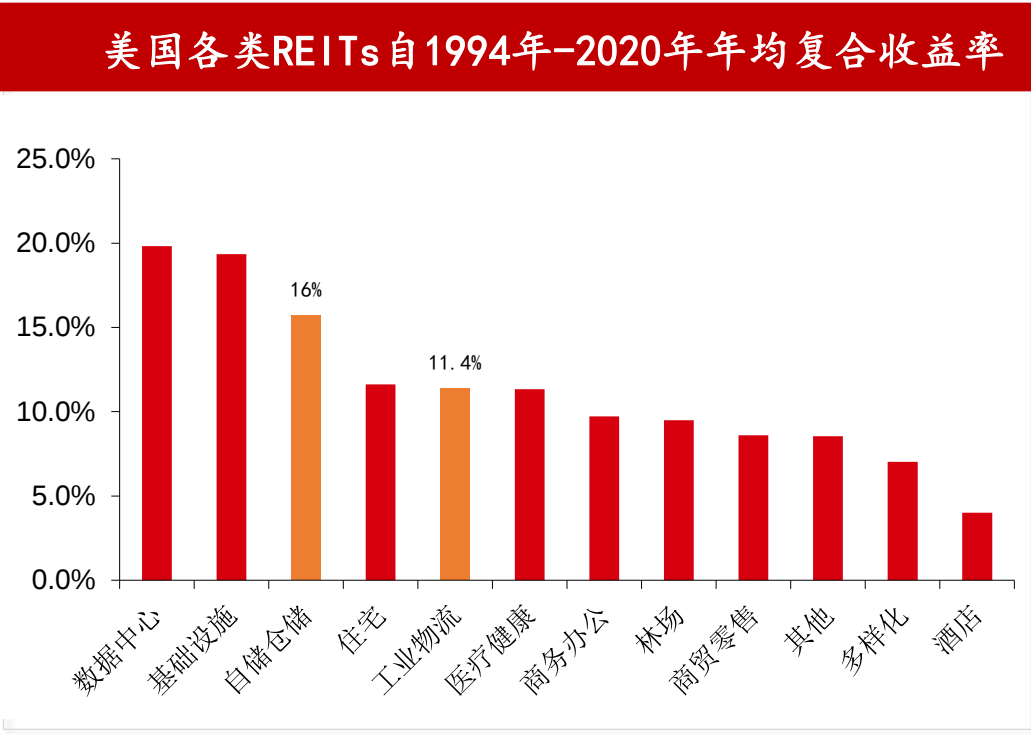
- 物流仓储（工业物流）REITs是美国REITs市场的重要组成部分。其市值排名第四位，仅次于基础设施、住宅和商贸零售，占美国REITs市场市值的11%，总规模超过1400亿美元。
- 根据Nareit统计，1994到2020年工业物流REITs年均复合收益率11.4%，高于商务办公和零售类物业。

美国各类别REITs市值构成情况（单位：十亿美元）



资料来源：NAREIT（美国REIT协会），中信证券研究部 注：其他专业地产主要包含户外广告、博彩、农田、私人监狱、剧院、档案馆等业态，截至2021年3月31日

美国各类REITs自1994年-2020年年均复合收益率



资料来源：NAREIT（美国REIT协会），中信证券研究部 注：林场、基础设施、数据中心收益率起始日分别为2011、2012、2015年



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

扈世民（首席交运分析师）
执业证书编号：S1010519040004

李金哲（地产分析师）
执业证书编号：S1010520090001

梁程加（首席通讯分析师）
执业证书编号：S1010520020001

李想（首席公用环保分析师）
执业证书编号：S1010515080002

联系人：李宗儒

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

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：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2021版权所有。保留一切权利。