

## 房地产行业新发展模式研究

---

# 迎接另一个晨曦

中信证券研究部 房地产和物业服务组

陈聪 张全国 刘河维

2023年5月

## 新变化还是新趋势？

---

- I. 房地产市场正在迎接种种全新的变化
- II. 这些变化是未来的长期趋势？还是应对政策的一时之举？

- 房地产企业，正在从只聚焦住宅，转为聚焦多业态开发和运营
- 房地产企业，正在从只聚焦拿地、融资和销售，到开始聚焦精益化开发和资产运营、管理和服务。
- 房地产企业，正在从普遍顾虑资金沉淀太多，到开始重视持有一些核心资产。
- 这是趋势性变化，还是周期性变化？

# 企业不断提升经营性业务战略定位

## ■ 行业头部企业，在战略上更加重视经营性业务

### 代表性房企2017与2022年年报中对经营性业务的战略定位描述差异

公司	2017年年报	2022年年报
华润置地	本集团将进一步提升投资物业的开发及运营效率，以确保租金收入持续稳定增长，持续提升盈利能力。 不断推动康养地产、长租公寓、文化教育等创新业务的发展。	公司始终保持战略前瞻性，秉承长期主义，稳健经营的发展理念，坚持“城市投资开发运营商”的战略定位，构建了“3+1”一体化发展的业务模式。开发销售型业务、经营性不动产业务、轻资产管理业务三大主营业务相互促进，合理发展。
中国海外发展	本集团向来重视商业地产的发展，并坚持增加商业物业比重的战略不变。 展望未来，根据本集团“十三五”战略发展，商业地产将会是本集团核心业务。要加大商业地产投资力度，拓展新的商业业态，全面提升商业运营能力。	本集团秉持长期主义，持续深耕城市综合运营生态，建立了多元化的优质资产、知名品牌和运营平台组合，从写字楼、购物中心、长租公寓到酒店、产业园区、康养等，提供良好收入增长前景。 展望未来，本集团将持续支持商业物业的可持续发展，通过积极资产管理不断形成更加具备发展韧性的投资组合，为本集团带来长期稳定收益，同时助力平衡风险及投资，巩固本集团全链条竞争力。
万科	以客户为中心，坚持为普通人盖好房子，大力发展租赁住房业务，加快培育业务增长新动能，满足居民美好生活需求。	坚定实施不动产开发、经营、服务并重，与城市同步发展、与客户同步发展，以“长期最大化市场价值”为目标。 打造更多优良资产。从经营视角完善建管标准，提高商业、办公、公寓、物流仓储等项目的经营回报，形成更多具备交易条件的优良资产，探索REITs等创新型工具。
招商蛇口	公司深耕园区开发与运营，聚焦空间规划、产业聚集、生态圈服务，为产业创新赋能。从主题园区到特色产业带，再到生态型片区，招商蛇口赋予产业繁盛生长的能量，为城市经济多元化发展带来源源不断的活力。	公司明确了“四个聚焦、三个转变、两个降低、一个提升”的战略转型要求，核心是在稳定开发业务基本盘的前提下，提升资产运营和城市服务等非开发业务在收入利润中的占比，形成稳健均衡的业务结构。
保利发展	两翼业务发展提速。 在做好基础物业服务同时，公司围绕社区庞大的客户资源，不断丰富社区消费服务内涵，在社区养老、和乐教育、二手经纪、社区商超等方面均实现了“由零到一”的突破。 商业经营方面，公司旗下商业管理公司累计管理商业面积160万平方米，实现经营收入及管理费收入超10亿元。	促协同强运营，全面提升资产经营能力。 保利物业积极推进“大物业”战略布局，大力深耕非居业态。 保利商旅整合购物中心、品牌酒店、旅游景区等业务板块，持续加强专业化能力建设，发挥资源共享优势，提升资产经营质量。同时公司积极以资产证券化助推公司加快提升资产经营能力。
碧桂园	针对中国城镇化的不同阶段制定相应的投资组合，捕捉各类市场需求，如将深化发展长租业务等。	未明确提及。

资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：样本企业为2023年前4月中指数据统计全国销售全口径金额排名前6位的企业。

# 企业的经营性收入占比在提升

- 2023年1-4月销售金额TOP6房地产开发企业，2022年经营性业务收入占比较2017年合计提升0.9个百分点至2.8%；2022年底经营性资产占比较2017年底提升2.1个百分点至9.9%。

代表性房企的经营性业务占比

公司	经营性业务收入占比		经营性资产占比		最新市值（亿元）
	2017	2022	2017	2022	
华润置地	7.4%	8.4%	22.4%	23.5%	2,578
中国海外发展	1.5%	2.9%	15.7%	21.6%	2,238
万科	1.1%	3.1%	3.1%	6.5%	1,751
保利发展	0.7%	0.9%	0.6%	2.8%	1,739
招商蛇口	3.0%	2.3%	9.1%	14.7%	1,097
碧桂园	0.8%	1.3%	2.9%	2.3%	567
合计	1.9%	2.8%	7.8%	9.9%	9,969

资料来源：各公司公告，Wind，中信证券研究部 注：样本企业为2023年前4月中指数据统计全国销售全口径金额排名前6位的企业；经营性业务收入指公司不动产经营类业务收入，不同企业在不同时期内涵略有不同；经营性资产指合并报表固定资产和投资性房地产，中国海外发展、华润置地、碧桂园投资性房地产会计准则为公允价值计价，其他公司投资性房地产会计准则为成本法计价；最新市值截至2023年5月8日。

## 杜邦分析法，描绘旧模式的黄昏

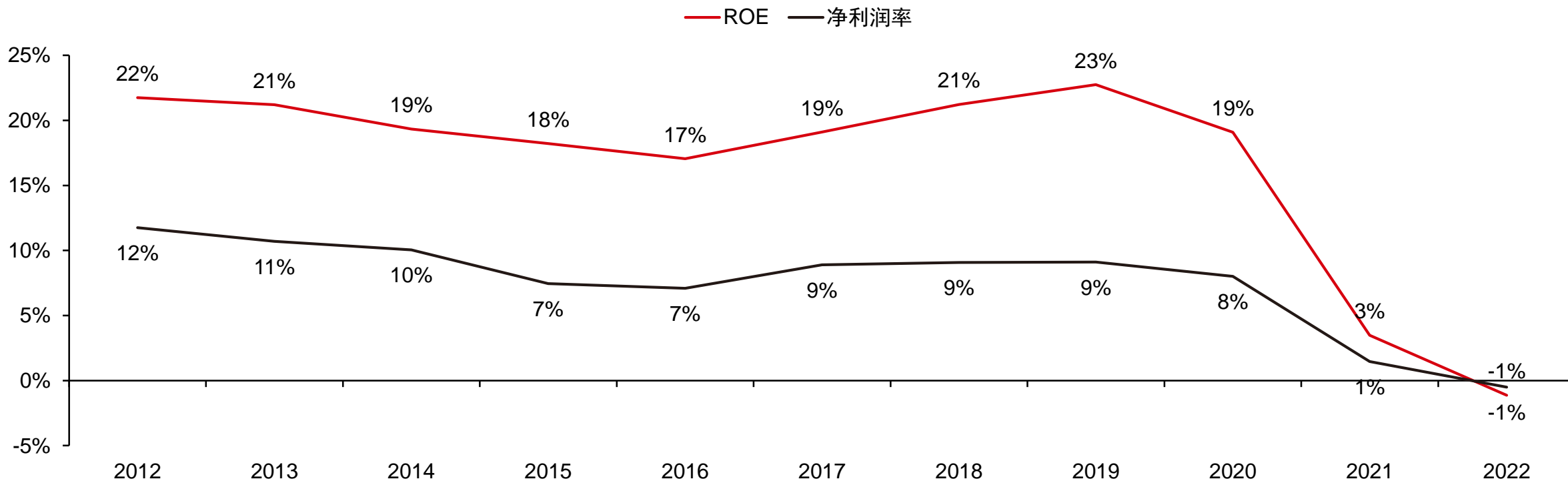
---

- I. 销售净利润率整体下降，波动加剧，是住宅开发ROE无法规模化持续的核心原因
- II. 资产周转率很可能和销售净利润率负相关，所以提升周转不是解决项目盈利能力下降的办法
- III. 权益乘数很可能和销售净利润率负相关，所以提升权益乘数不是解决项目盈利能力下降的办法
- IV. 走出围城，运营资产

# 杜邦分析法——旧发展模式之下房企如何提升ROE

- 房企曾经持续维持高ROE，但ROE在2021年之后突然大幅下降，部分公司出现亏损。
- 由于房地产业绩表现的滞后性，问题在2019年之后已经形成，不过在2021年之后开始表现。

大房地产公司的ROE和净利润率历史变化图



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部 注：样本企业为截至2020年末，中信行业分类中市值排名前十的房企。

## 房企提升ROE的途径



净资产收益率

=



净利润率

×



资产周转率

×



权益乘数

- 持续维持高位

- 销售净利润率长期处于高位，且相对稳定
- 各项目净利润率有差异，但亏损项目少
- 土增税和政策调控存在，捂盘等待房价上涨无利可图

- 开发流程标准化
- 拿地布局全国化
- 企业资产规模不断增加
- 资产周转率不断提升，并成为提升ROE的关键

- 在周转率到极限的情况下，提升权益乘数也能提升ROE
- 企业致力于扩大杠杆利用，包括有息负债和无息负债（供应商占款等）



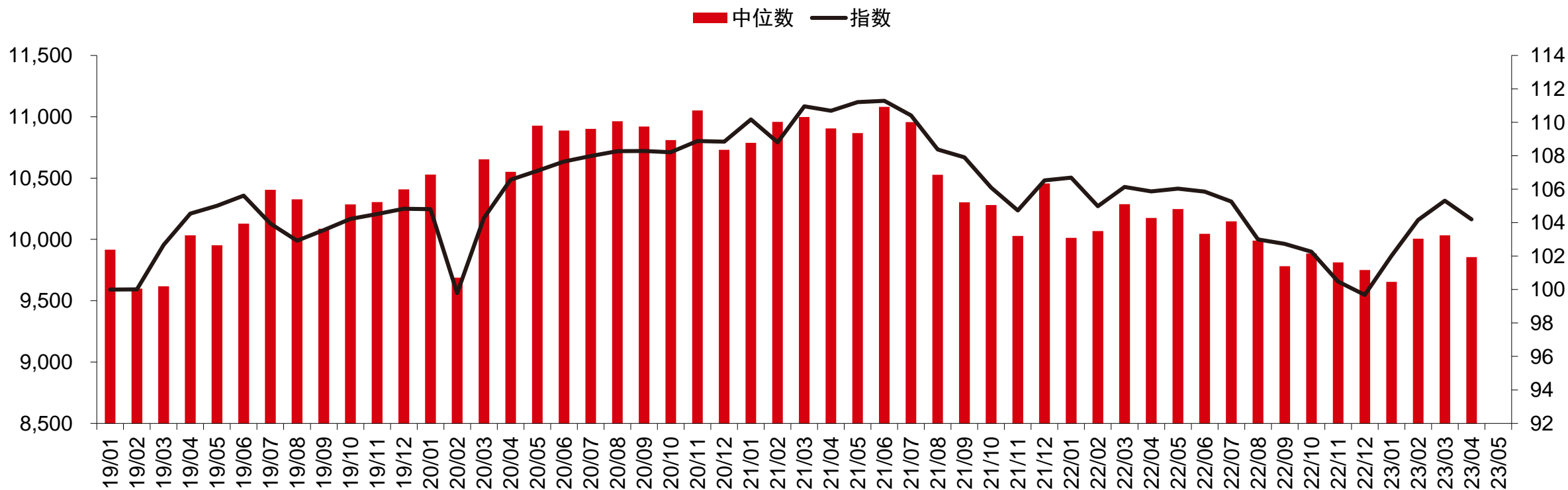
# 规模化高位稳定项目销售净利润率不可持续

- 在房住不炒的基调下，政策持续限制房价上涨，在一个完整的周期内，大多数城市的房价很难趋势性上涨。

$$\text{净资产收益率} = \text{净利润率} \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数}$$



76个城市活跃二手房成交均价的中位数及指数：元/平方米

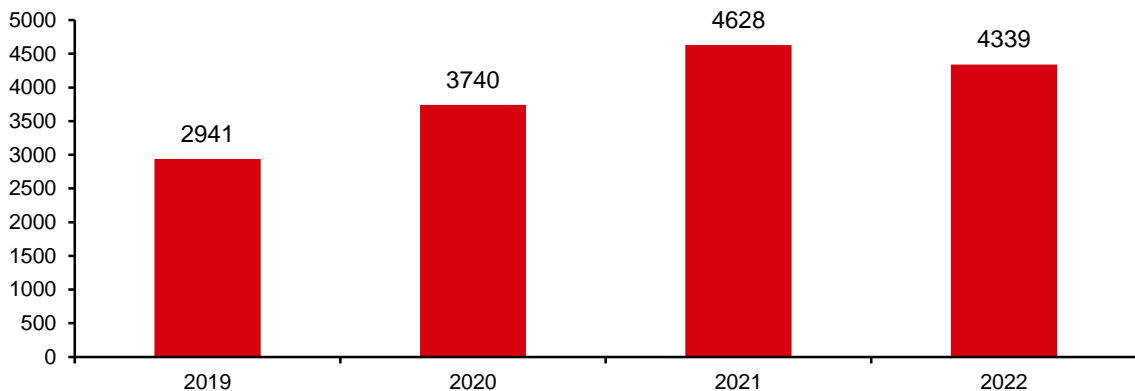


资料来源：贝壳APP，中信证券研究部

# 规模化高位稳定项目销售净利润率不可持续

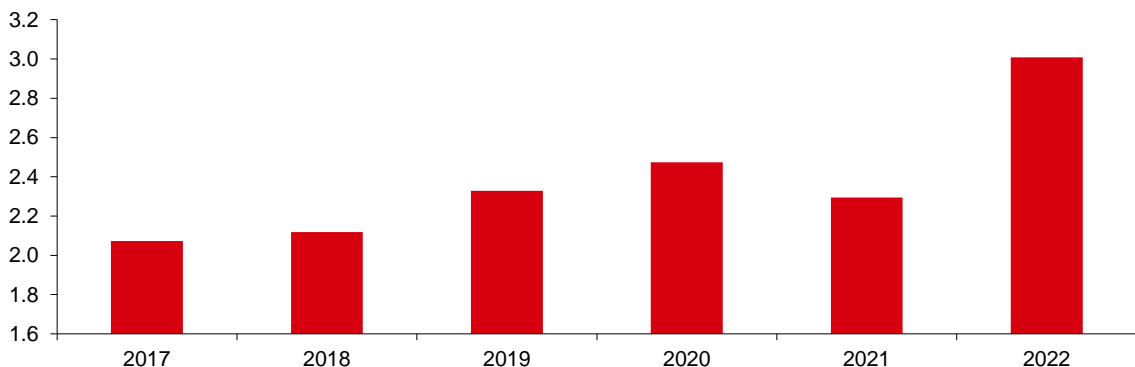
- 庞大，难言见底的库存。2022年供地不足仅仅是结构性的，且无法逆转供给充裕的现实。除了新房之外，还有存量房的潜在供给也十分庞大。

北京、上海和深圳土地出让金总计（亿元）



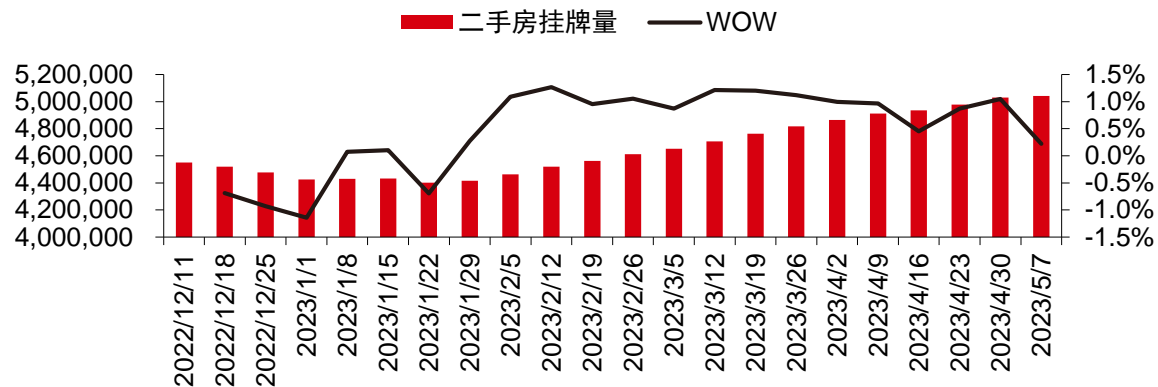
资料来源：Wind，中信证券研究部

样本企业2017-2022年年末未售资源/全年销售回款



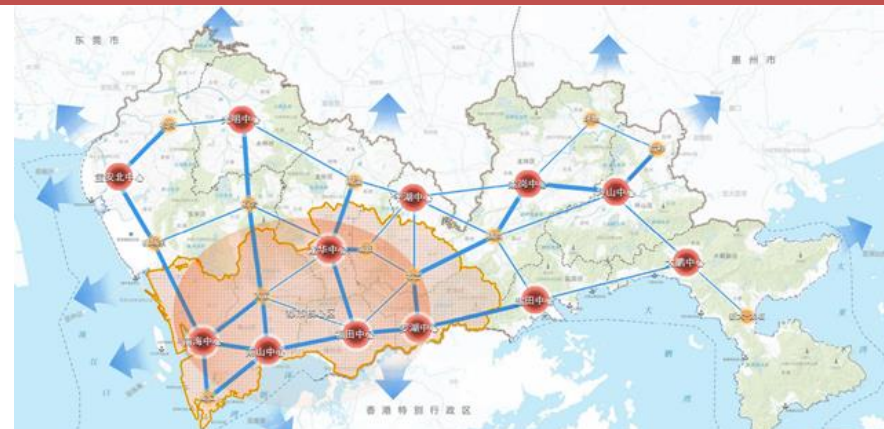
资料来源：公司公告，中信证券研究部测算 注：房企未售资源为企业存货剔除已经销售部分再还原货值，全年销售回款指公司销售商品、提供劳务收到的现金；样本企业为A股上市市值前10的房地产企业（已剔除主业非房地产的公司）。

存量房挂牌量（套）



资料来源：贝壳APP，中信证券研究部

城市中心的迁移已经比较少见——新的规划思路

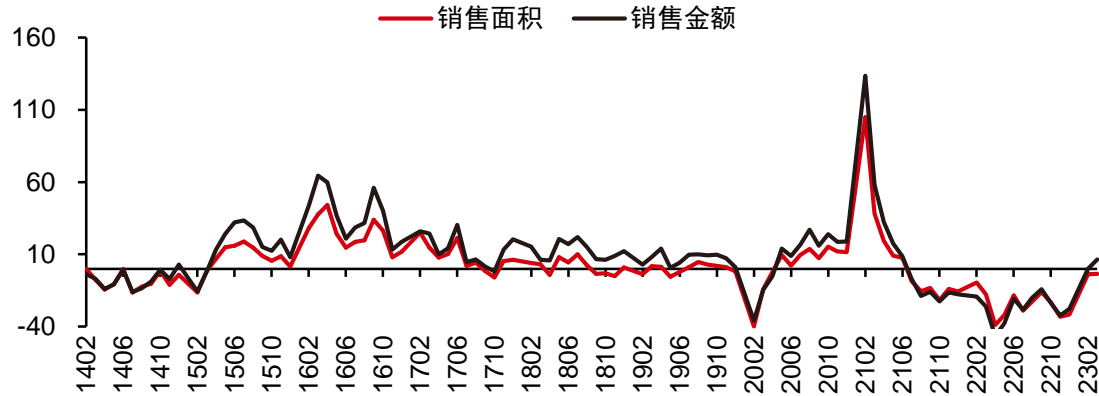


资料来源：《深圳市国土空间总体规划（2020-2035年）》（草案）

# 规模化高位稳定的项目销售净利润率不可持续

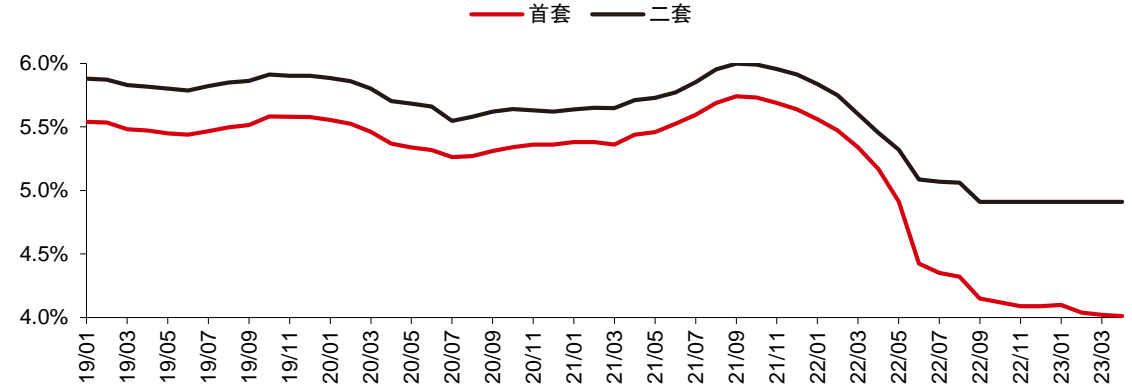
- 客观存在，理性释放的需求。自住的刚需和改善需求的确客观存在，也会随着利率的下降稳步释放。但复苏很难带来房价的上涨，尤其难带来三四线城市房价的上涨。

### 单月销售面积和销售金额同比



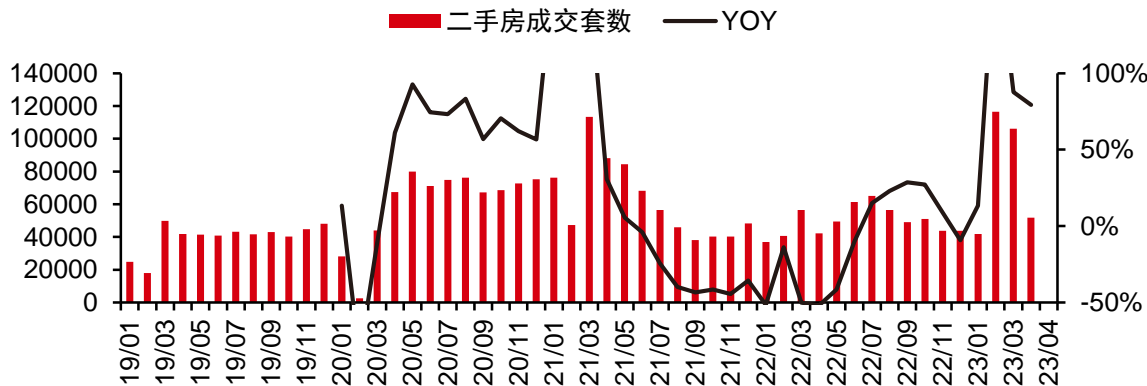
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

### 贝壳研究院首套和二套房贷利率



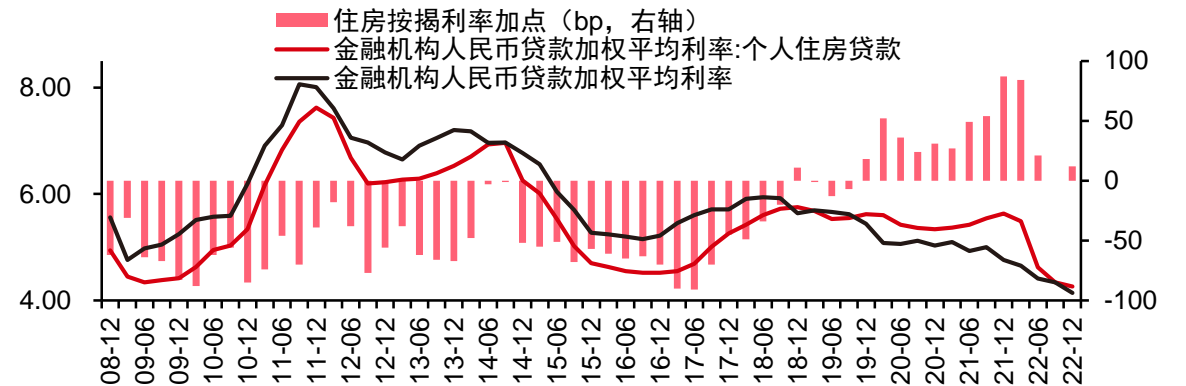
资料来源：贝壳研究院，中信证券研究部

### 样本城市二手房成交套数及同比



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

### 金融机构个人住房贷款平均利率及加点情况

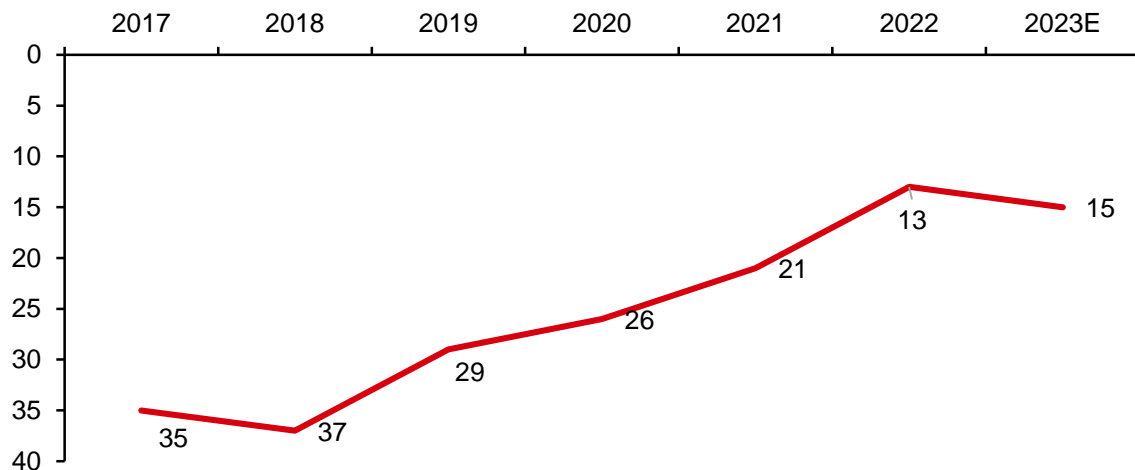


资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

# 追求周转率经常和追求净利润率负相关

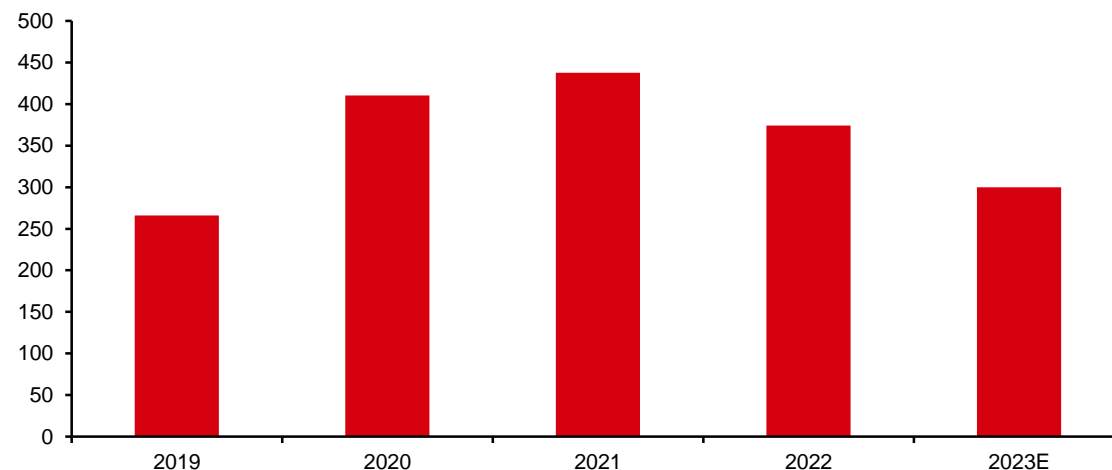
- 如果周转率和净利润率本身无关，则只要净利润率本身仍然为正，企业就应该不断提升周转率，扩大规模，维持高ROE水平。
- 但是，在房地产行业，提高周转率很可能带来净利润率下降。提高周转率，扩大规模不再是可行的方向。
  - 提高周转率意味着不断捕捉新的拿地机会。但一段时间内扩大拿地数量，往往意味着降低拿地标准、经营区域下沉和净利润率的下降。中国住宅开发市场提供了平稳经营的机会，核心城市的土地出让确实有利可图，且风险可控，但其出让规模有限，难以满足企业提高周转率、扩大资产规模、同时维持盈利能力的需求。
  - 滨江集团的例子，在2022年大举拿地的情况下，公司仍计划2023年销售排名略有下行。

滨江集团历年销售金额排名



资料来源：中指数据，公司公告，中信证券研究部预测

滨江集团历年权益拿地金额（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

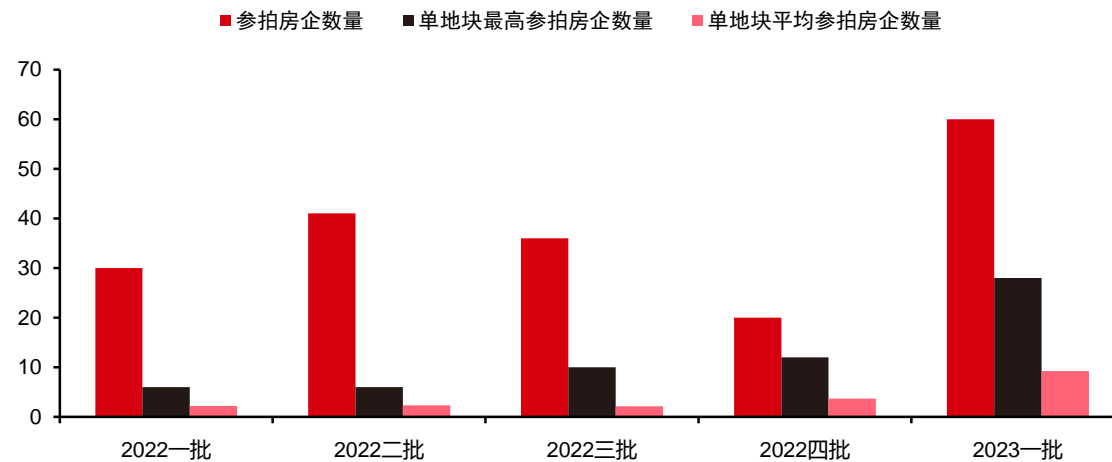
- 2022年，核心城市的土地市场仍然维持一定的竞争。到2023年，核心城市土地市场的竞争则更加激烈，越来越多的土地在出让阶段触达地价上限，需要通过摇号确定竞得者。企业难以在核心城市足量拿地。

## 2022年至今，北京、上海、深圳、杭州土地出让触达地价上限情况



资料来源：中指数据库，中信证券研究部 注：外圈为2023年，内圈为2022年

## 上海各批次土地出让参与房企数量

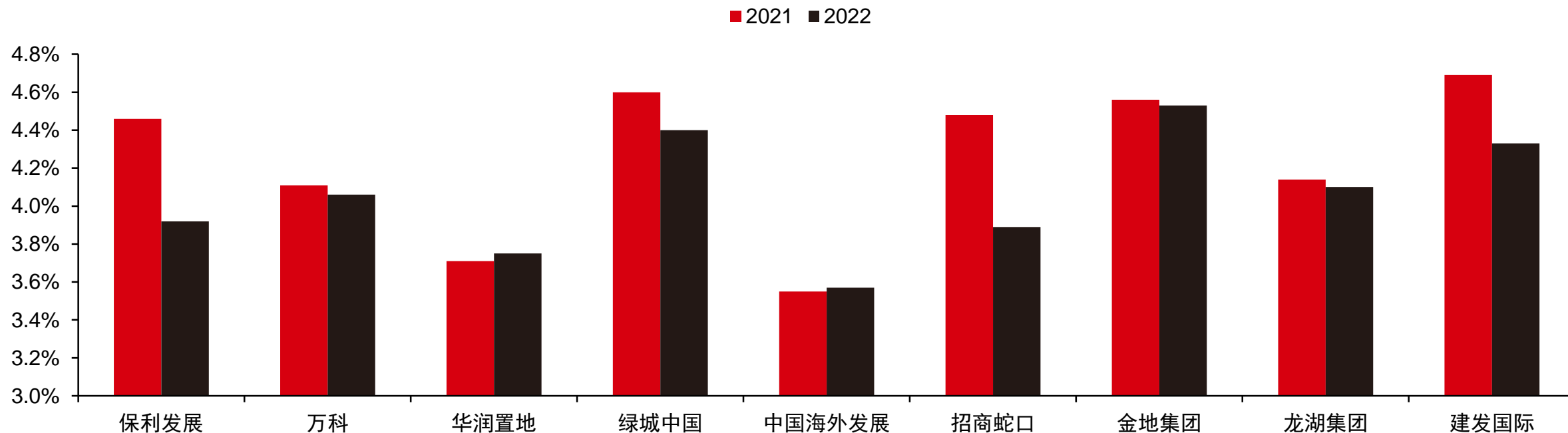


资料来源：好地网，中信证券研究部

# 追求权益乘数提升经常影响项目净利润率

- 在社会流动性较为宽裕，但行业还在信用收缩的大背景之下，合理权益乘数可能意味着企业融资成本降低。但增加权益乘数可能意味着损害债权人信心，提高资金成本，从而导致经营净利润率下降。
- 企业很难在维持资金成本不变的情况下系统性大幅提高权益乘数来推动ROE提高

样本房企历年平均融资成本



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

## 旧模式下房企提升ROE的困境



净资产收益率

=



净利润率

×



资产周转率

×



权益乘数

- 很难稳定维持公司ROE水平，旧模式可以存在，但没有未来。

- 波动增大，整体趋势可能下行

- 快速回笼资金并大量再投资可能进一步降低销售净利润率

- 很难在控制资金成本的情况下提升权益乘数

## 迎接另一个晨曦

---

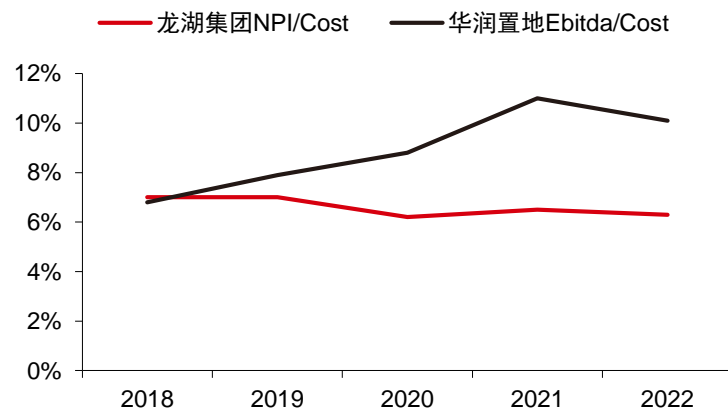
- I. 企业如果只是简单放慢开发节奏，则只是牺牲规模来保证项目盈利。真正需要解决的问题是再投资问题。
- II. 解决再投资问题的最可行办法是寻求积累经营性不动产
- III. 经营性不动产区域和运营差异大，业态多，是运营性业务发展的重要前提。经营性不动产也具备很高的门槛。
- IV. REITs市场的诞生，是企业迎接精益化资产运营的最大制度保障。



# 积累投资性房地产，是解决企业再投资问题的仅有出路

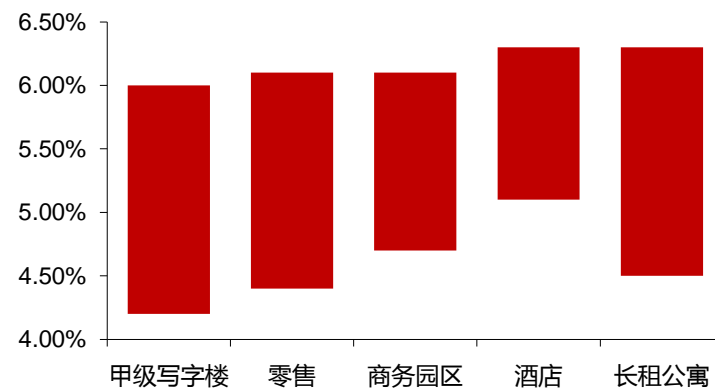
- 如果企业选择放慢开发节奏，控制再投资风险，则是牺牲了规模，保证了项目的盈利。但如果企业这么选择，可能面临开发业务越做越小的局面。因为核心城市核心区域的新增土地供给有限，而开发无高门槛。
- 经营性不动产是重要出路。经营性不动产并不是总量供求更合理，而是区域和运营差异极大，个体特征更明显。
  - 市场上确实不乏回报率极低的投资性房地产，但大宗交易市场也确实存在大量cap rate高于5%的交易案例，上市公司存在大量NPI/cost高于5%的投资性房地产组合。

### 华润置地和龙湖集团的购物中心回报



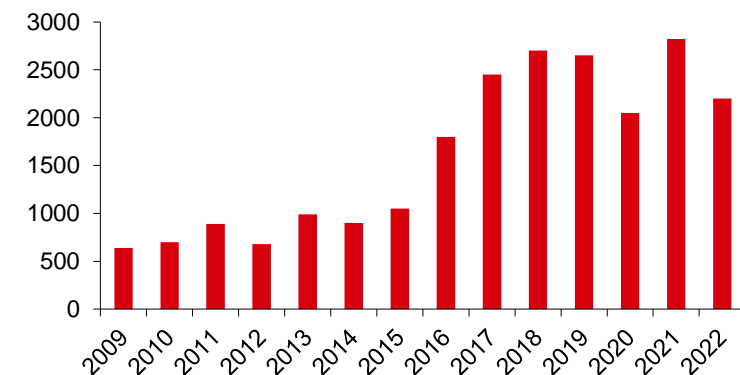
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

### 一线及核心二线城市Cap Rate



资料来源：戴德梁行，中信证券研究部

### 全国大宗物业投资交易额（亿元）



资料来源：CBRE，中信证券研究部

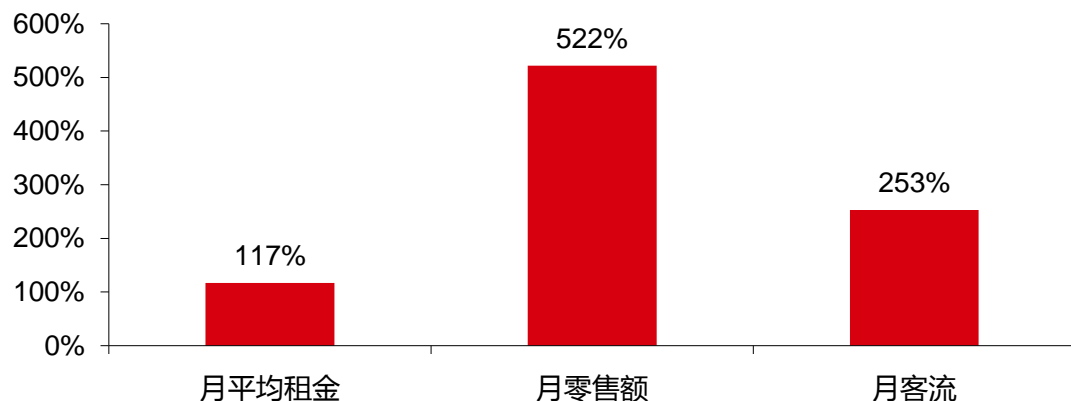
## 不同管理人的投资性房地产运营效率差异确实存在。

### 京东仓储REITs和同区域市场化项目比较

项目	租约期内 资金增长率	租金单价 (元/平方米/月)	市场年度租金增长率	区域内市场化租金水平 (元/平方米/月)
重庆项目	3%	22.53	2023年-2025年:2% 2026年-2031年:3%	19.8-24.5
武汉项目	3%	32.40	2023年-2031年:3%	25.0-35.0
廊坊项目	3%	36.05	2023年-2031年:3%	33.0-42.0

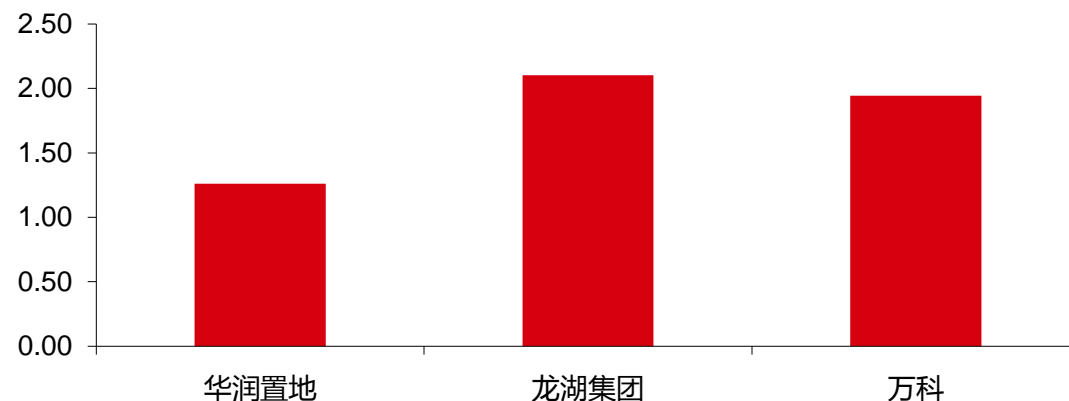
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

### 华润万象生活中山石岐存量项目改造后运营效率提升



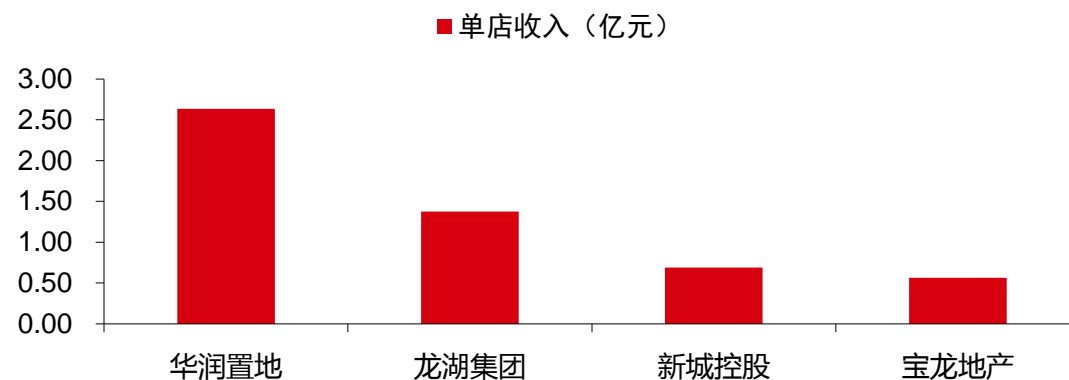
资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 2022年各公司长租公寓单间营业额



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

### 2022年各商管企业购物中心单店租金收入



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

# 投资性房地产组合的先发门槛

- 经营性不动产区域不同，在房地产市场的黄金期，企业积累的存量不动产资产组合带来了不低的门槛。
- 核心区域和经营管理质素较高的不动产组合，既是企业提升不动产资产管理能力的物质基础，也是企业扩大不动产资产组合的潜在资金来源。
- 投资性房地产组合的先发门槛，是区位的门槛，是规模的门槛，也是运营能力的门槛。

华润万象城



北京CBD

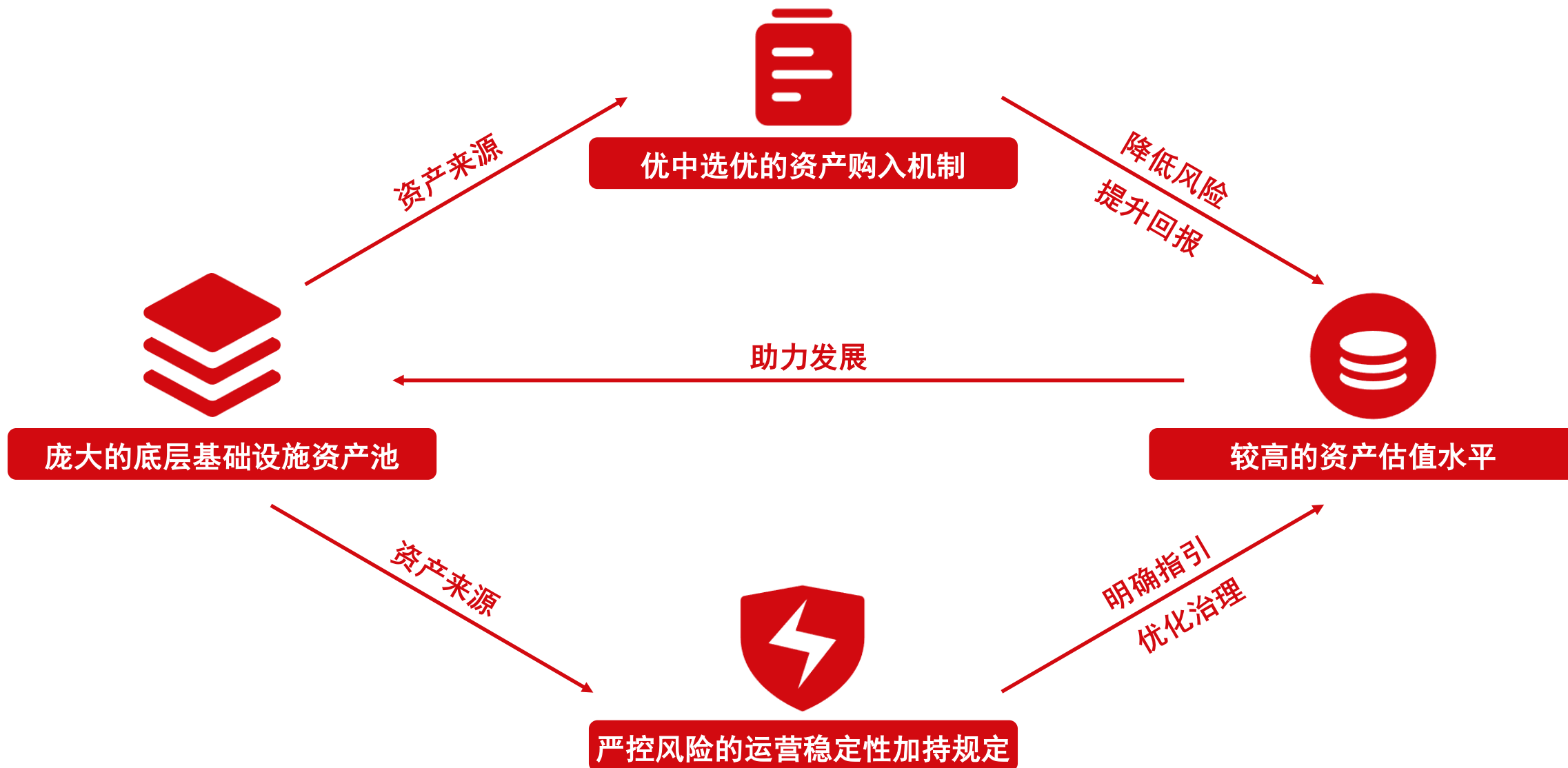


上海临港片区



前海妈湾规划





- REITs盘活了企业运营成熟的不动产，最大限度发挥了企业的运营管理能力，便利了优秀企业扩大资产组合。
- REITs也是企业重要的估值参考。
- 越来越丰富的REITs底层资产，日渐成熟的资产准入机制，形成专业的REITs投资人群体，反过来再推动市场流动性进一步提升。

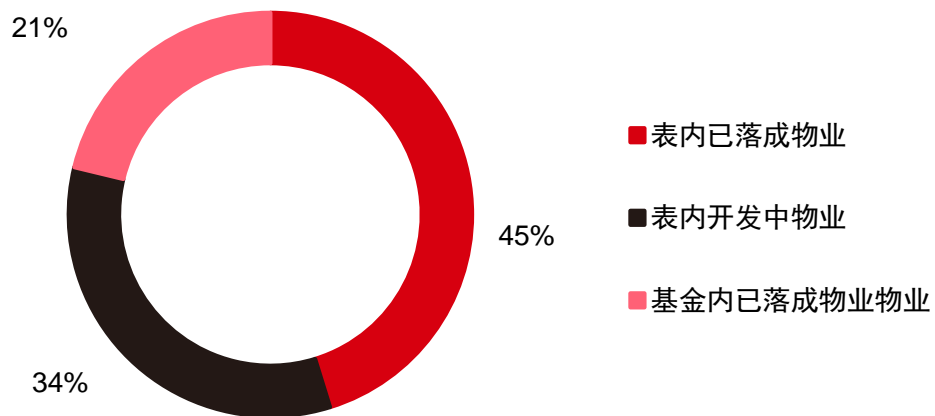
当前产权类REITs的估值水平及盈利预测完成度

业态	简称	P/经调整NAV	2023E完成率		
			营业收入	EBITDA	可供分配金额
保障性租赁住房	华润有巢	1.15	27%	28%	33%
园区基础设施	合肥产业园	1.35	25%	27%	30%
仓储物流	盐田港REIT	1.31	26.1%	27.1%	28.3%
仓储物流	京东仓储	1.24	24%	42%	28%
保障性租赁住房	北京保障房	1.34	26%	26%	28%
保障性租赁住房	厦门安居	1.15	26%	28%	27%
园区基础设施	东久产业园	1.57	27%	28%	27%
仓储物流	普洛斯REIT	1.60	24.4%	24.2%	25.9%
保障性租赁住房	深圳安居	1.17	26%	26%	26%
园区基础设施	和达高科	1.03	27%	24%	25%
园区基础设施	张江光大	1.38	22.4%	28.3%	24.6%
园区基础设施	临港产业园	1.57	26%	27%	22%
园区基础设施	蛇口产业园	1.10	22.1%	44.3%	17.0%
园区基础设施	中关村REIT	1.25	/	/	/
园区基础设施	苏园产业	1.14	/	/	/

资料来源：各基金公告，中信证券研究部注：部分基金上市较早未公告2023年预测数据

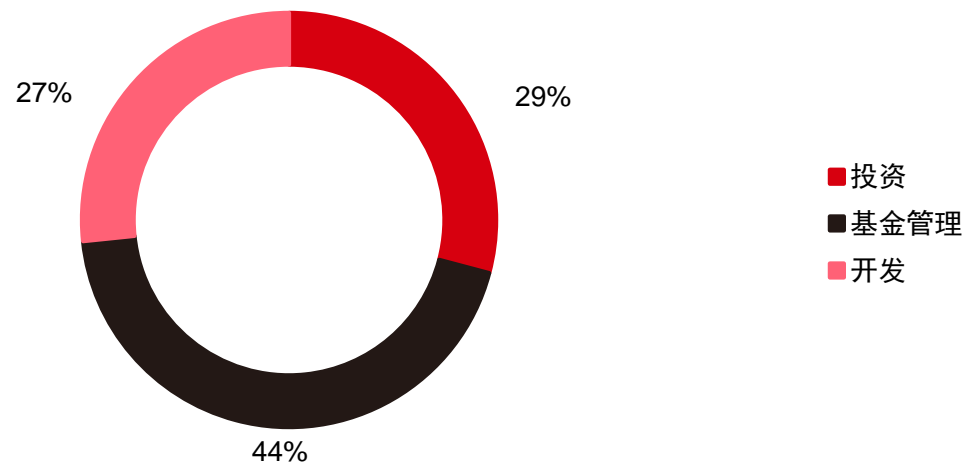
- 开发、基金化持有、管理运营业务的组合，是依托REITs通道打通投融资管退闭环之后的成熟不动产资产管理运营平台模式。不动产资产管理平台，存在能力门槛、资源门槛，并以此出发，构建募资门槛。不动产资产管理平台是轻重结合的，不刻意谋求轻，但较之传统开发模式降低了风险。
- 部分境外上市不动产资产管理运营平台市值的大幅调整，核心原因是，原因是美元加息的大背景。中国不具备人民币加息的背景。

### 京东产发资源储备情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

### ESR的EBITDA结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 支流，歧路和特例

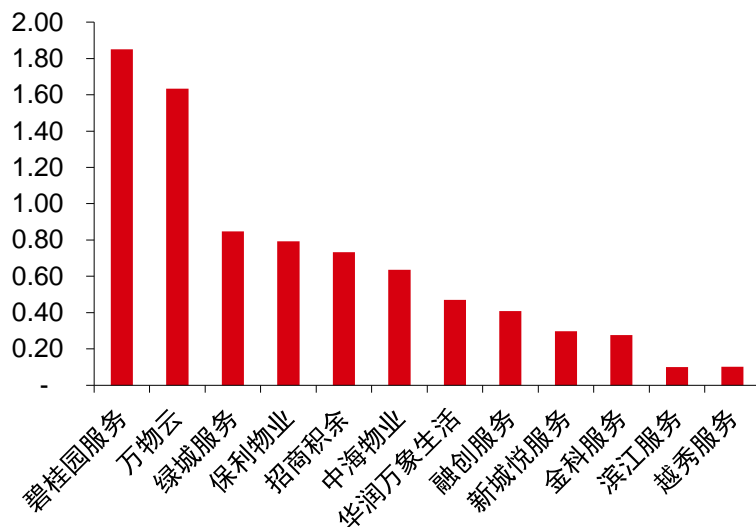
---

- I. 支流，轻重分离的物业管理公司：前景广阔，挑战不少
- II. 歧路，代建：难以壮大的阶段性路径
- III. 特例：独特的轻资产重奢商管运营管理平台

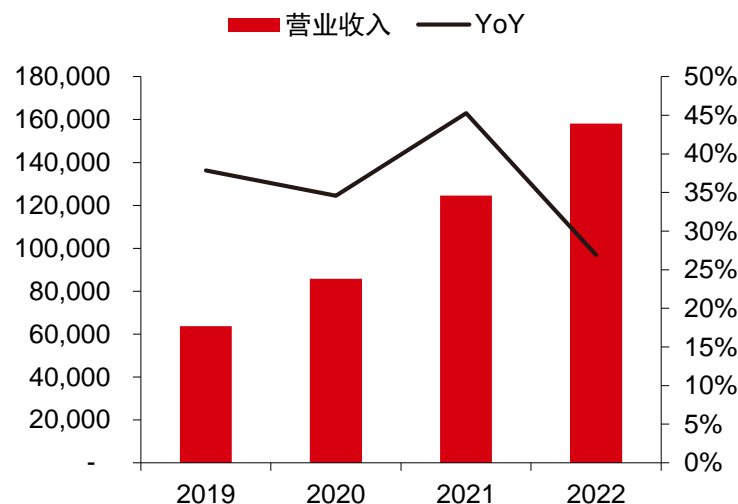
# 支流：轻重分离，物管先行

- 物业管理行业需求广阔，头部公司市占率低，科技赋能空间大。
- 轻重分离的物业管理公司具备了品牌力，外拓力，也积累了科技和增值服务能力。

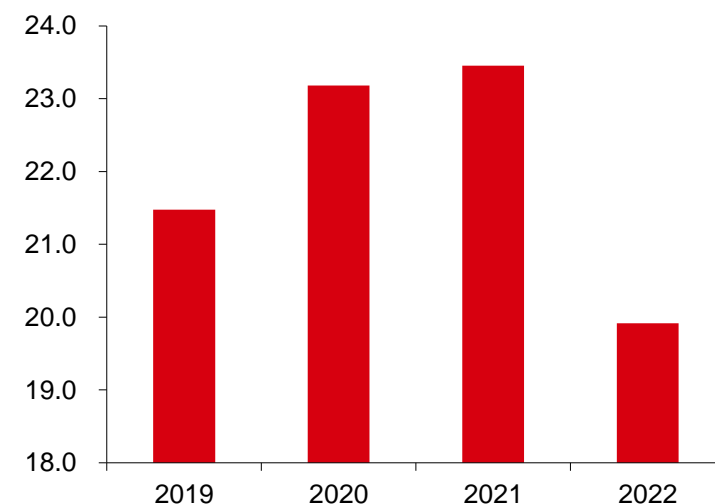
### 头部企业2023年市占率



### 头部物管企业营业收入及增速（百万元）



### 头部物管企业毛利率变化 (%)



资料来源：各公司公告，中信证券研究部，注：统一以基础物业服务  
和社区增值服务收入（而非全公司收入）为基础测算，由于企业酬金  
制比例各不相同，我们无法准确测算每家企业的真实市占情况

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

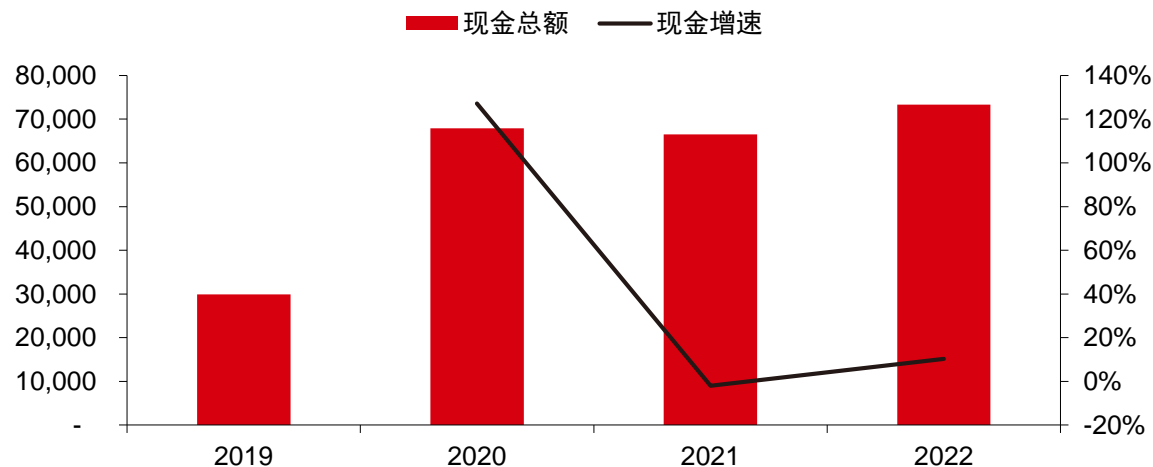
资料来源：各公司公告，中信证券研究部



# 支流：轻重分离，物管先行

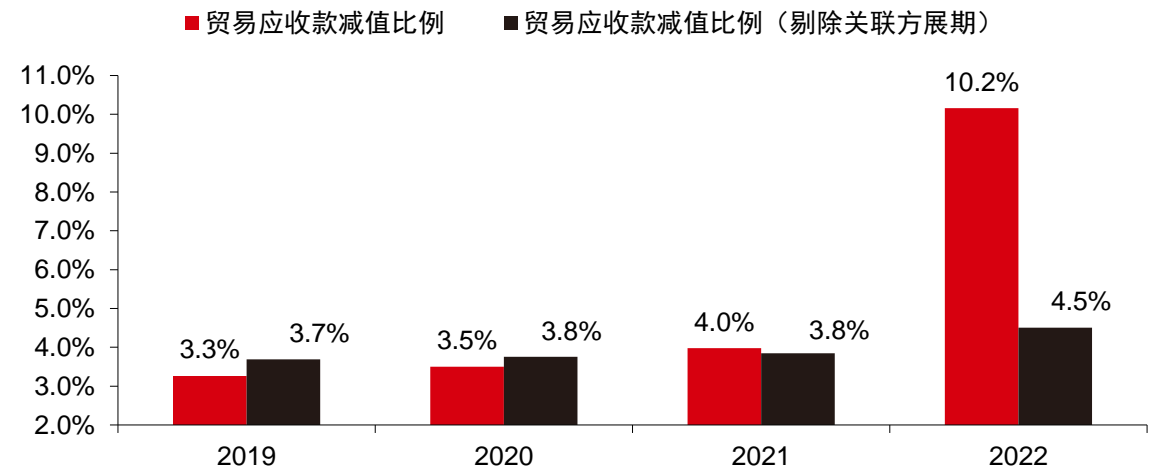
- 物业管理是和不动产空间相关的服务业，但纯轻的物管公司并非传统开发企业的最终出路。长期来看，物业管理公司的收入也只是整个不动产相关产业收入的一小部分。
- 难题之一：物管公司的资金投向难题。整合并购只有成功的孤例，没有标准的模版。于是，一边是投资建设不动产资金有缺口，一边则是物业管理公司资金有冗余。两者之间资金频繁互通，则威胁公司治理。
- 难题之二：物业管理公司无法单独解决存量房品质服务的问题。存量房的很多需求和重资产投入有关，轻资产服务更适合解决新楼龄项目的复苏需求。
- 难题之三：物业管理公司住宅项目外拓难度不断增加，增值服务生态体系建设尚需时日。

### 物业管理公司的账面货币资金历史变化



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

### 物业管理公司的坏账减值问题

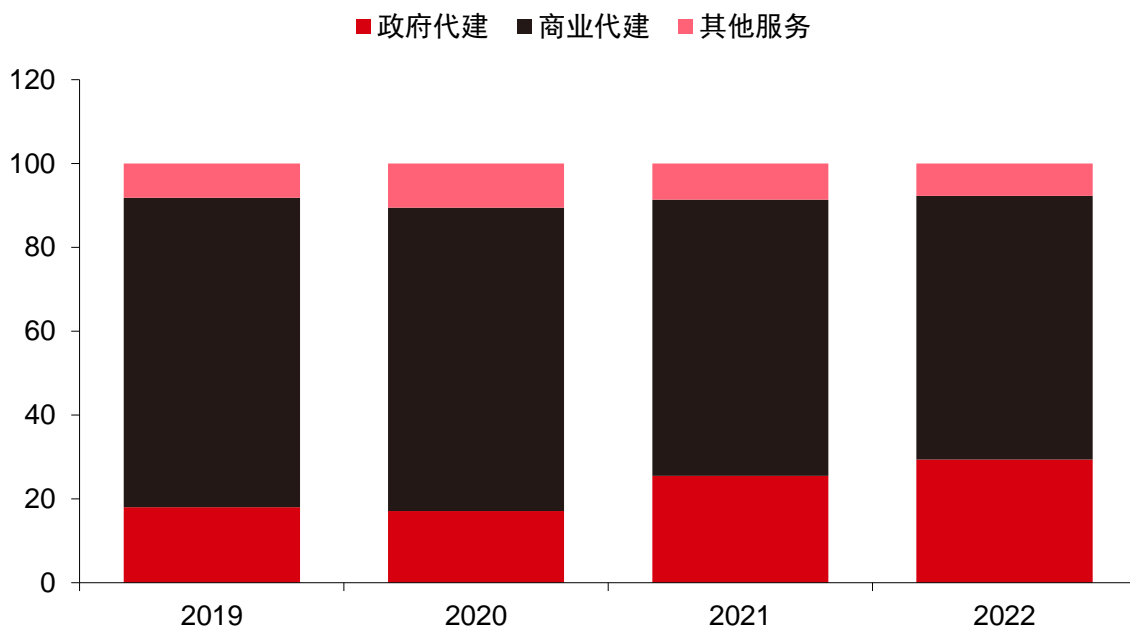


资料来源：各公司公告，中信证券研究部

# 歧路：尚未成熟即遇到挑战的代建行业

- 商业代建的空间可能下降，代建类上市公司商业代建的项目占比可能下降。
- 参与代建的大公司越来越多，代建费率可能面临下降的压力。
- 权责不明细，代建品牌和公司开发品牌是什么关系？代建方应该向消费者承担何种责任？有没有责任？这些问题尚未完全厘清，但参与的企业已经越来越多。

### 绿城管理商业代建项目占比下降



资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 各大企业代建业务发展规划

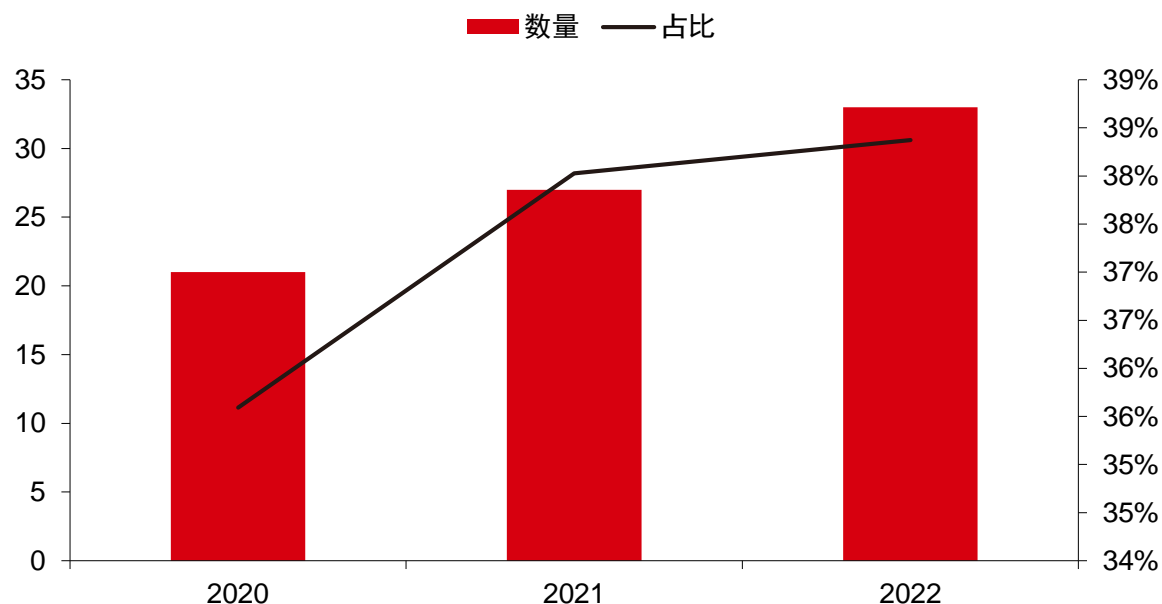
公司	表述
碧桂园	布局代管代建业务7年，多元化探索“轻重并举”
华润置地	代建代运营业务打造“代建代运营+片区统筹+智慧城市运营”的独特生意模式，产业地产提速发展
龙湖集团	高品质、数字科技、全业态运营。建管、设计、千丁、精工、熟客、研策六大业务。
新城控股	提升轻资产投资拓展能力，探索轻资产代建模式，提高社区商业解决方案的能力。
金地集团	截至2022年末，金地集团代建业务已布局全国超40座城市，管理服务项目超115个，累计签约管理面积超1,832万平方米，其中住宅签约面积1,196万平方米，商办签约面积195万平方米，政府代建面积439万平方米，住宅项目累计可售货值超1,280亿元。

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

# 特例：轻资产重奢商管运营管理平台

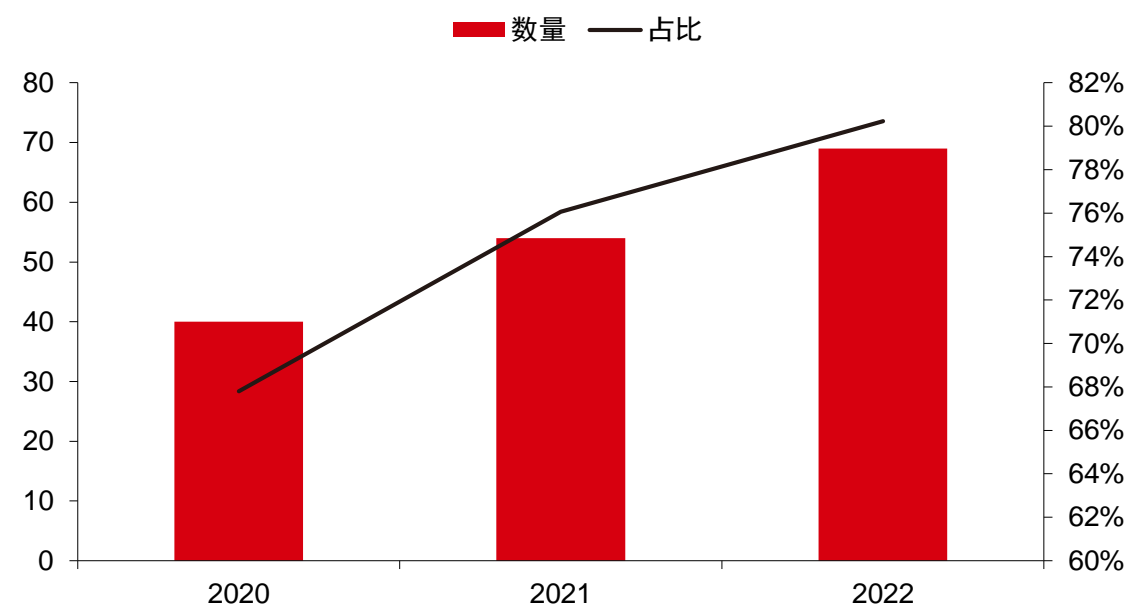
- 我们认为，华润万象生活不代表一种经营模式，更不代表未来不动产资产运营管理轻重分离的方向，而是在重奢商管领域的成功特例。华润万象生活的经验，在商管以外的不动产资产经营管理不可复制，在商管也无法全面复制。
- 首先，只有商场，甚至只有核心城市中高端的商场，经营管理团队才不必“带资进场”，运营服务才能提供极大的差异化价值。写字楼，酒店，物流，工业园都没有这个特点。

### 华润万象零售额排名当地市场第一项目数量



资料来源：公司公告，中信证券研究部

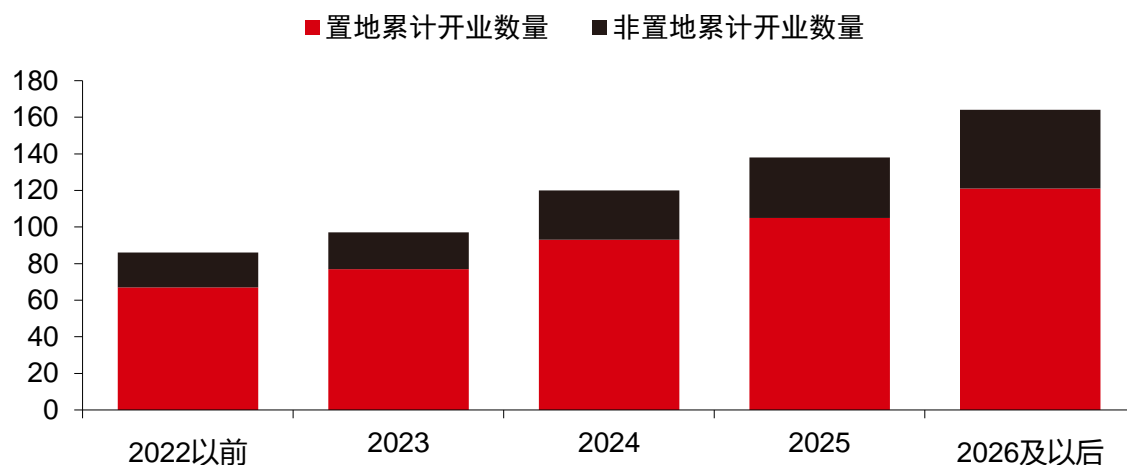
### 华润万象零售额排名当地市场前三项目数量



资料来源：公司公告，中信证券研究部

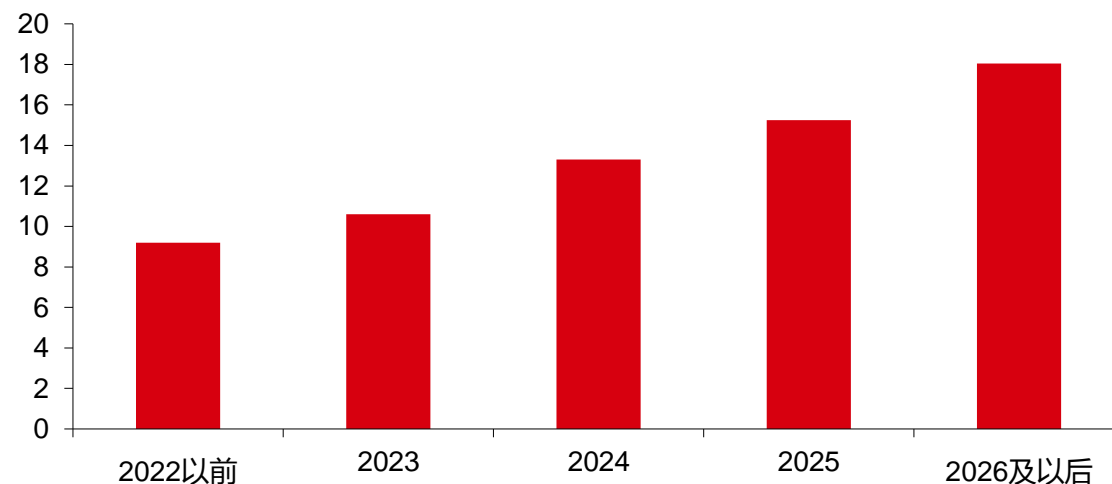
- 其次，即便在购物中心领域，轻垫资或者包租也是合理的业务模型，纯轻的业务模型基于来自华润置地，历史积淀的深厚能力。
- 这种能力来自于极强的运营差异度，独特的非标物理空间品牌打造，先重资产积累能力后轻重分离的特殊历史发展路径——这些“历史的巧合”都极难复制。

### 华润万象生活购物中心种子项目及开业计划



资料来源：华润万象生活公告（含计划），中信证券研究部

### 华润万象生活购物中心种子项目及开业GFA（百万平米）



资料来源：华润万象生活公告（含计划），中信证券研究部

## 风险提示

---

- I. 部分房地产开发企业面临可售货值不足，经营利润率显著下降的风险；
- II. 经营性业务门槛高，部分企业资源质量不佳，转型较为困难的风险。



# 感谢您的信任与支持！

## THANK YOU

陈聪（基础设施和现代服务产业首席分析师）

执业证书编号：S1010510120047

张全国（房地产和物业服务行业联席首席分析师）

执业证书编号：S1010517050001

刘河维（房地产和物业服务分析师）

执业证书编号：S1010523030004

## 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。

## 一般性声明

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”。

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并自行承担投资风险。

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或其所包含的内容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、价值及收益可跌可升。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。

## 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

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 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（于中国香港注册成立的有限公司）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.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；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

**中国大陆：**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。

**中国香港：**本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC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持任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA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, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd.豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

**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。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，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。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且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。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。对于英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。

**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。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系Compliance-India@clsa.com。

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2023版权所有，保留一切权利。