

# 2022年下半年宏观和基建展望

---

孙明新

中信证券研究部 首席基础材料和工程服务分析师

2022年8月18日

# CONTENTS

## 目录

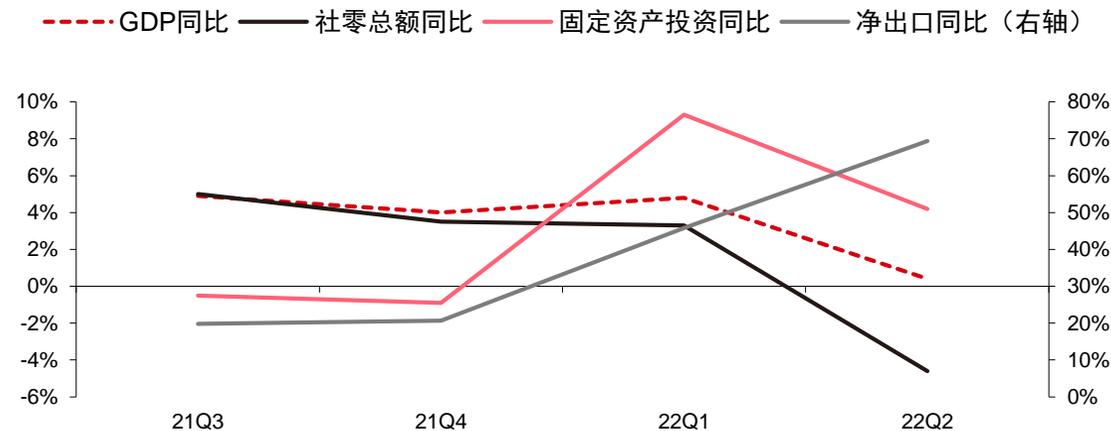
---

1. 上半年宏观经济整体表现
2. 上半年基建整体情况
3. 下半年基建和宏观情况展望

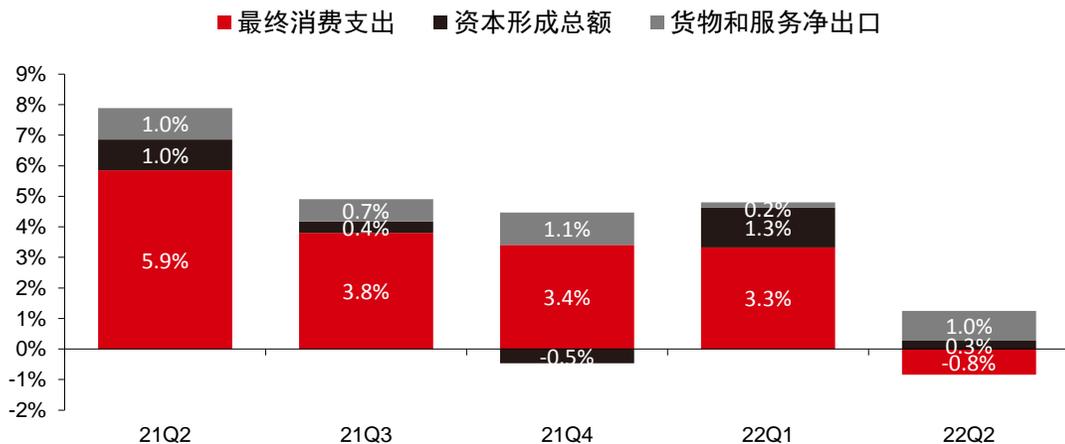
# 1.1 上半年GDP增速偏弱

- **投资和净出口拉动GDP增长：**上半年，固定资产投资增速、净出口增速均高于GDP增速，而社零总额增速低于GDP增速。尤其是2022Q2，疫情导致社零总额同比下滑，但投资和净出口拉动GDP仍增长0.4%。
- **基建和制造业拉动投资增长：**基建投资增速、制造业固定资产投资增速均高于固定资产总投资增速，弥补了房地产投资下滑的拖累。

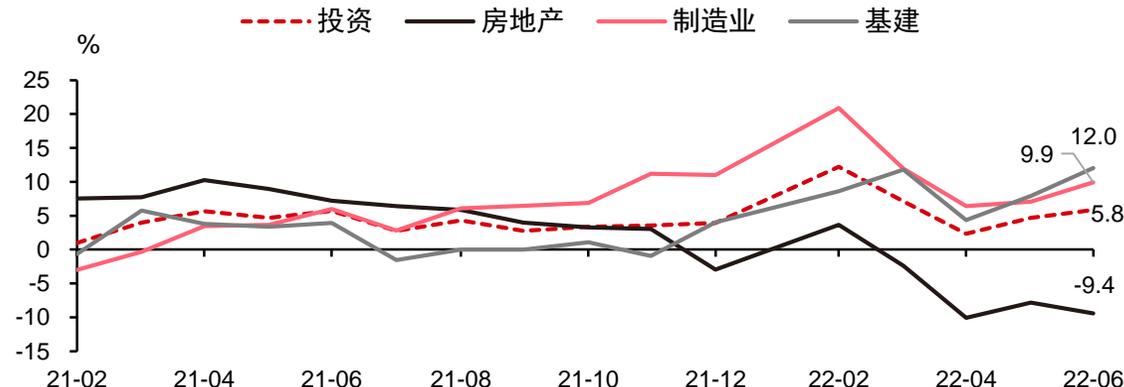
### 投资和净出口拉动GDP增长



### 对GDP当季同比的拉动

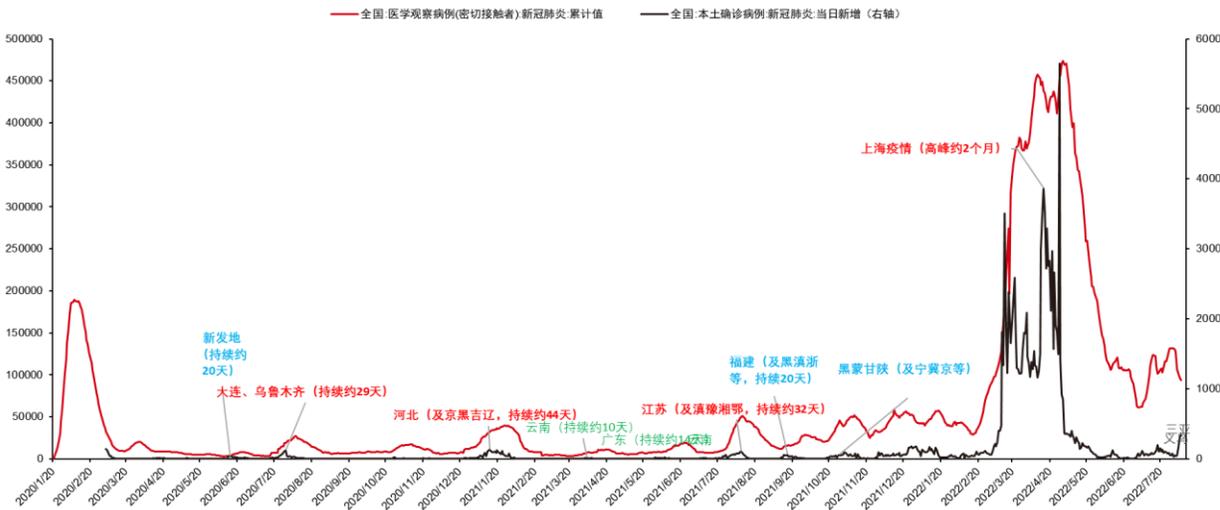


### 基建和制造业拉动投资增长

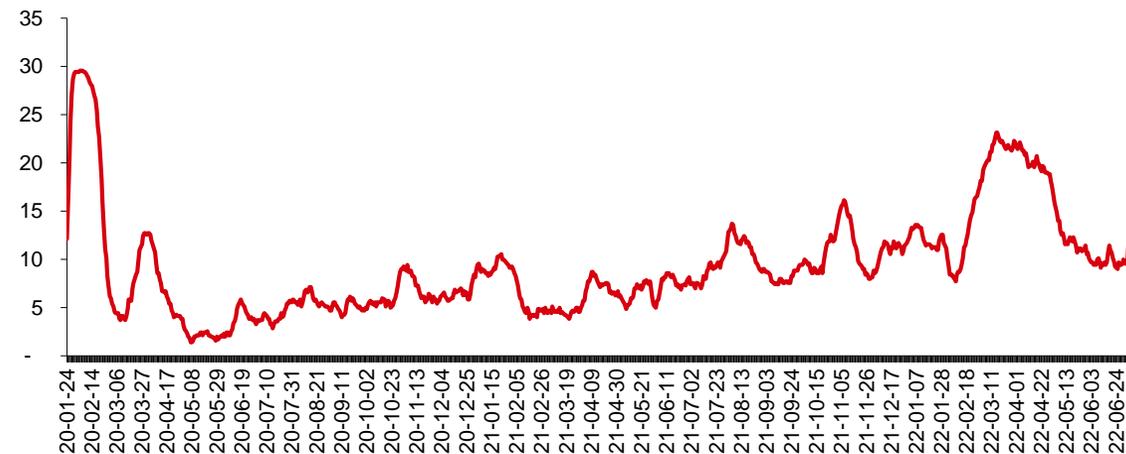


# 1.2 Q2散发疫情影响明显，尤其阻碍跨区物流

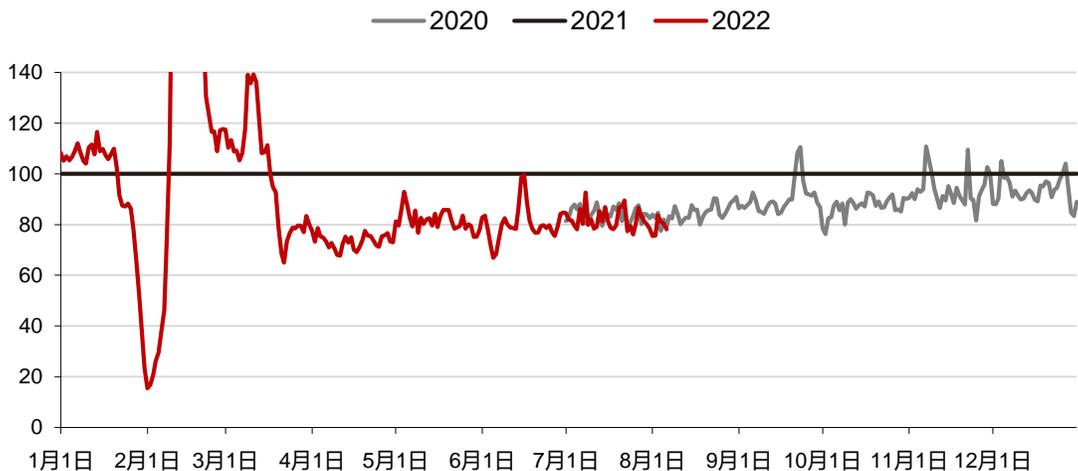
### 疫情密接和本土新增情况



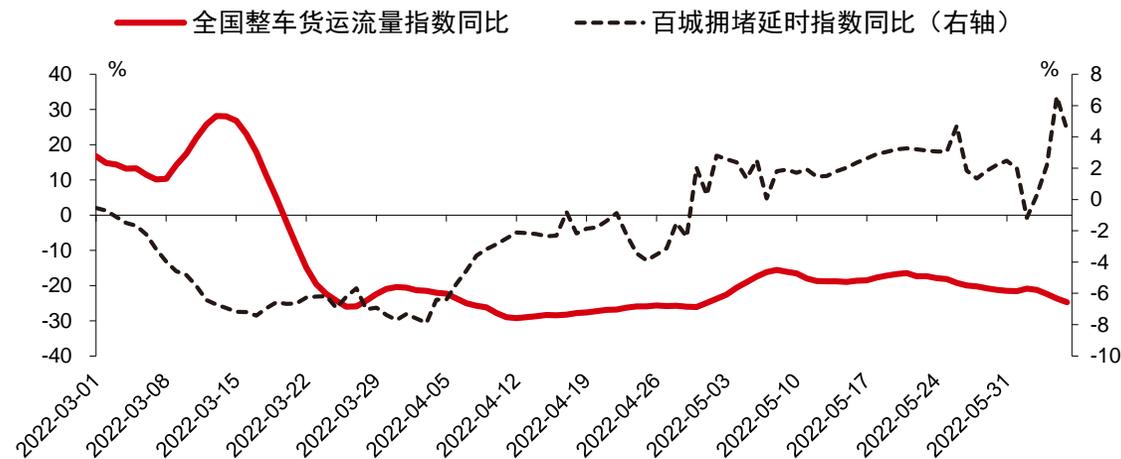
### 有新增确诊的省份个数 (MA7)：3月末高峰期涉疫省份数超过20个



### G7整车货运流量指数：全国（2021年=100）：8月仍同比低20%



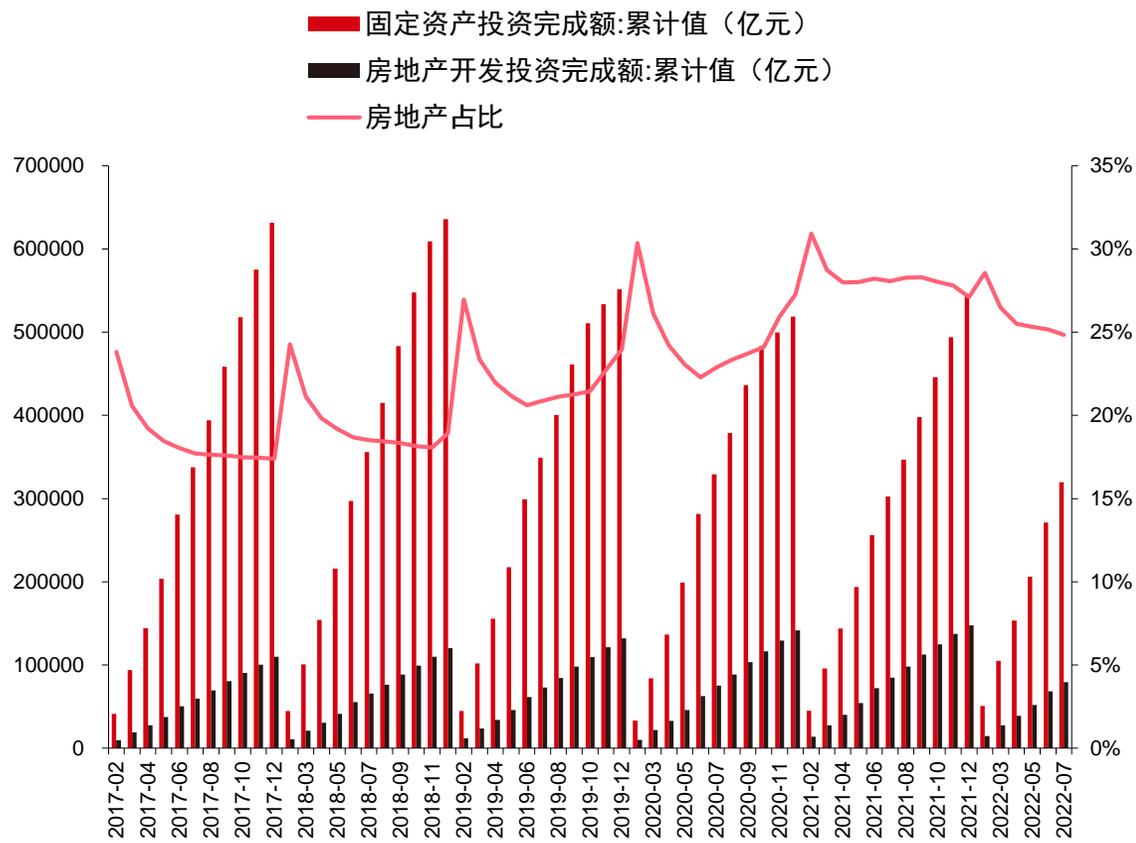
### 百城拥堵指数恢复快于整车货运流量指数，表明疫情后市内人员流动的恢复快于跨区物流



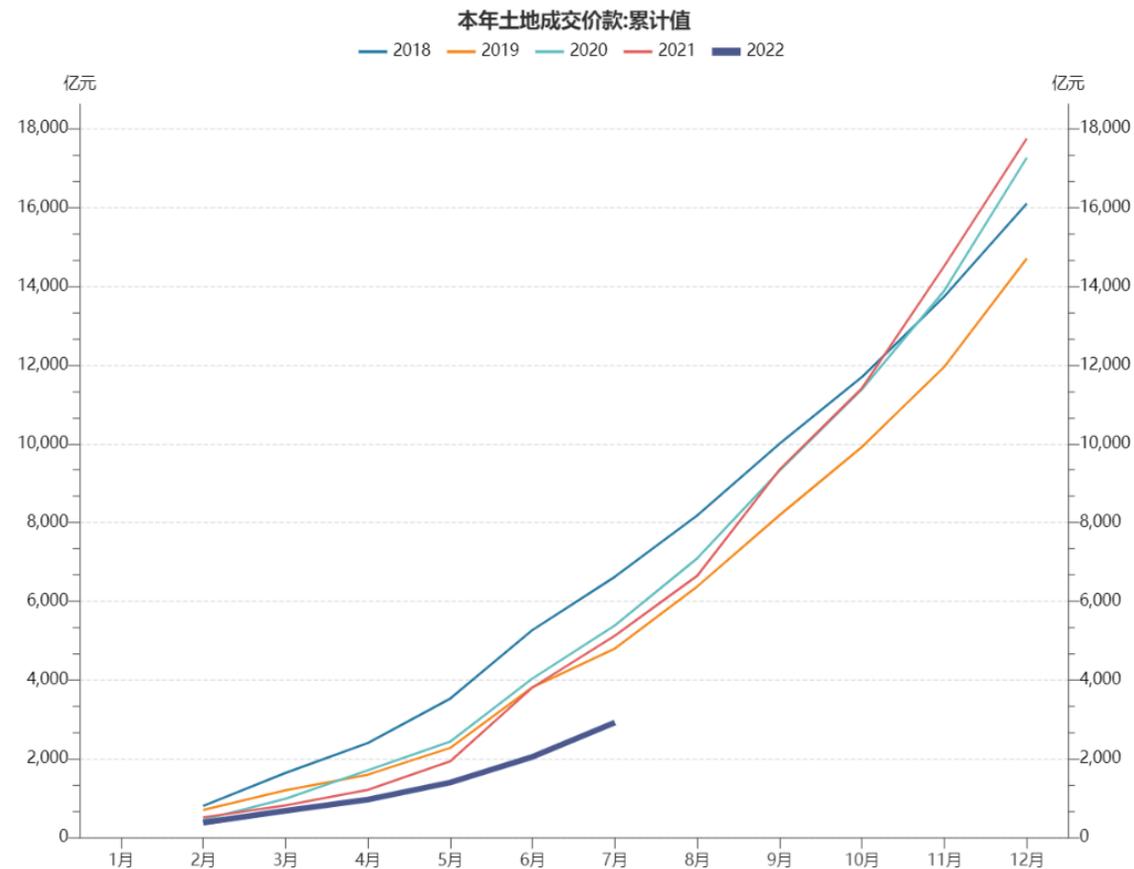
资料来源：Wind, G7 (左下图), 中信证券研究部

## 1.2 地产数据带来拖累

### 地产投资在固定资产投资中占比较高



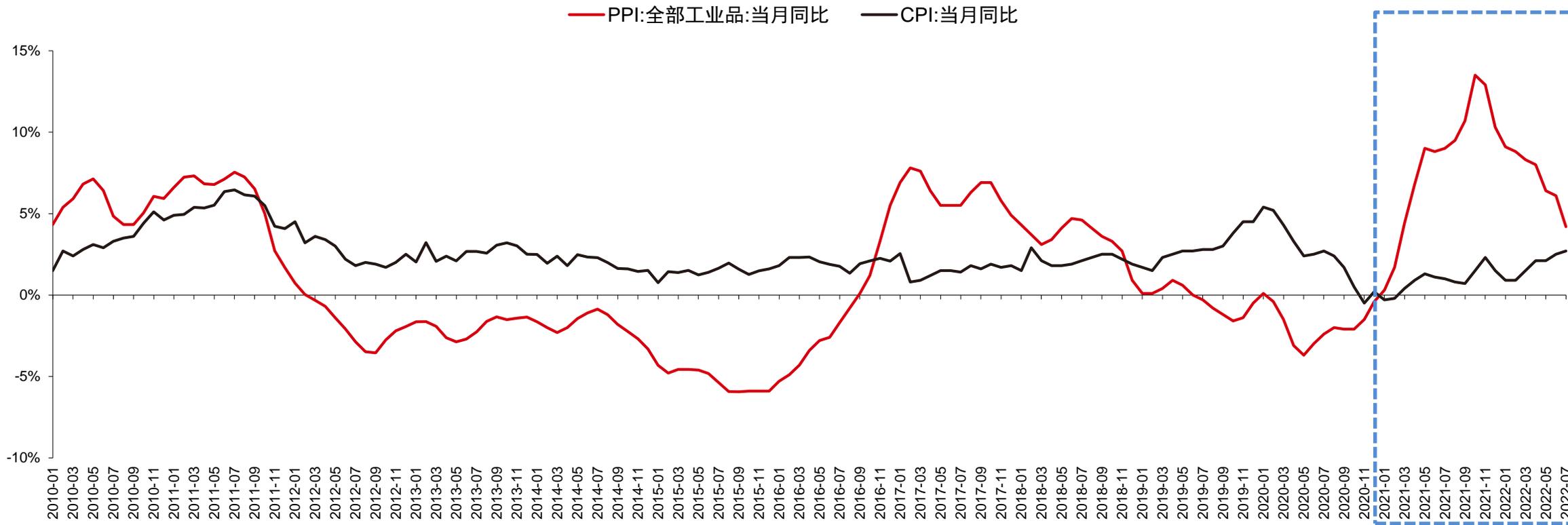
### 拿地情况偏弱, 影响后续开工销售



# 1.3 PPI-CPI剪刀差，上游受益，中下游两头压力

- **PPI-CPI剪刀差**：2021年以来，PPI同比增速攀升高位，大宗商品价格上涨明显，直至今年5月起才加速回落，而CPI同比压力不是很大，一定程度受到疲软需求的抑制。
- 对于部分中下游行业，意味着原材料成本端压力增大，同时疲软需求下难以向下游顺价。

PPI-CPI剪刀差



# CONTENTS

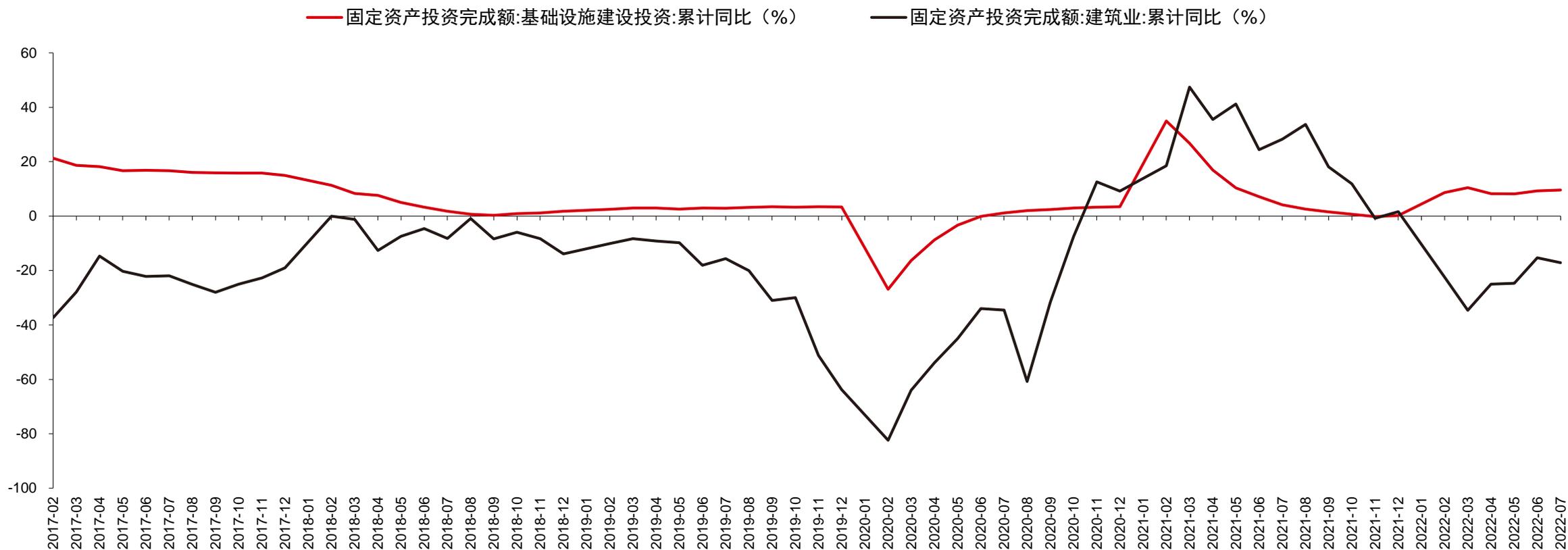
## 目录

---

1. 上半年宏观经济整体表现
2. 上半年基建整体情况
3. 下半年基建和宏观情况展望

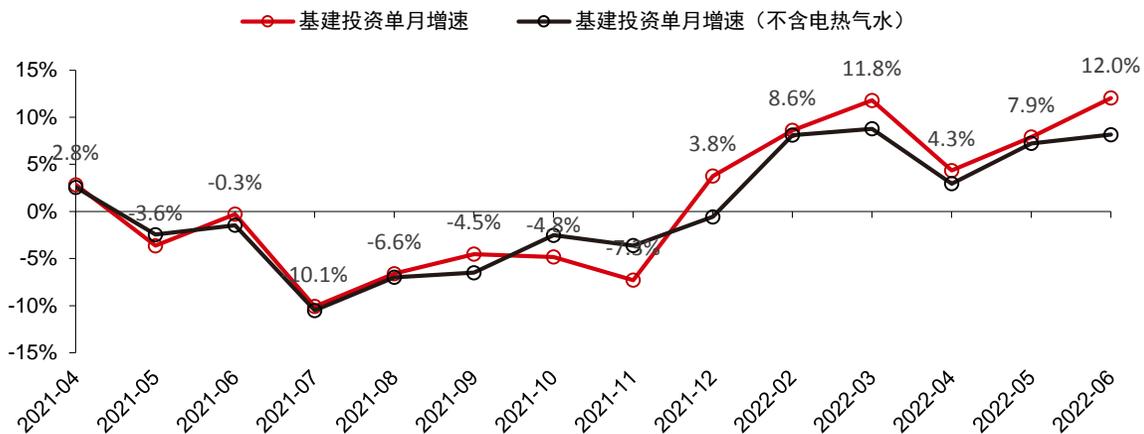
## 2.1 总量端：基建投资较往年提升，但未有很高弹性

### 2017年以来基建和建筑业投资增速明显下降

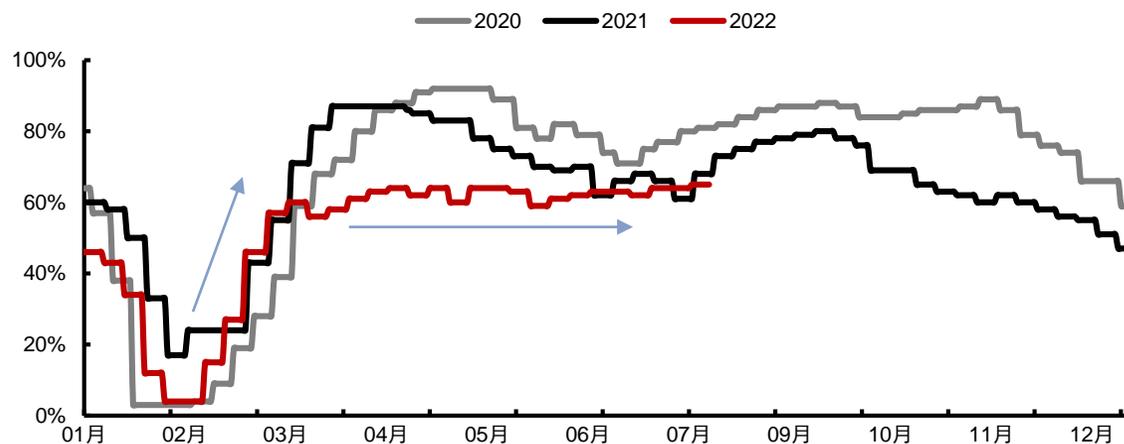


# 2.1 总量端：基建投资较往年提升，但未有很高弹性

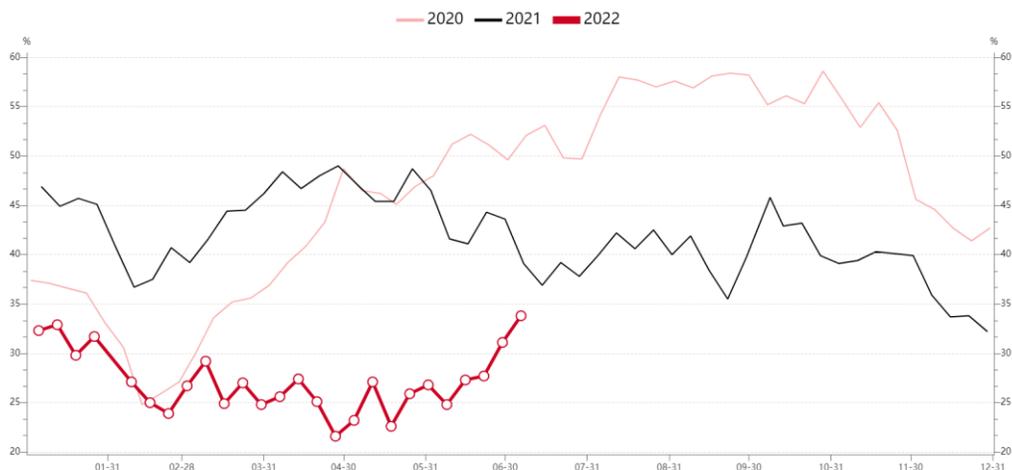
基建投资除了4月均有较高增速，1-6月累计增速为9.3%



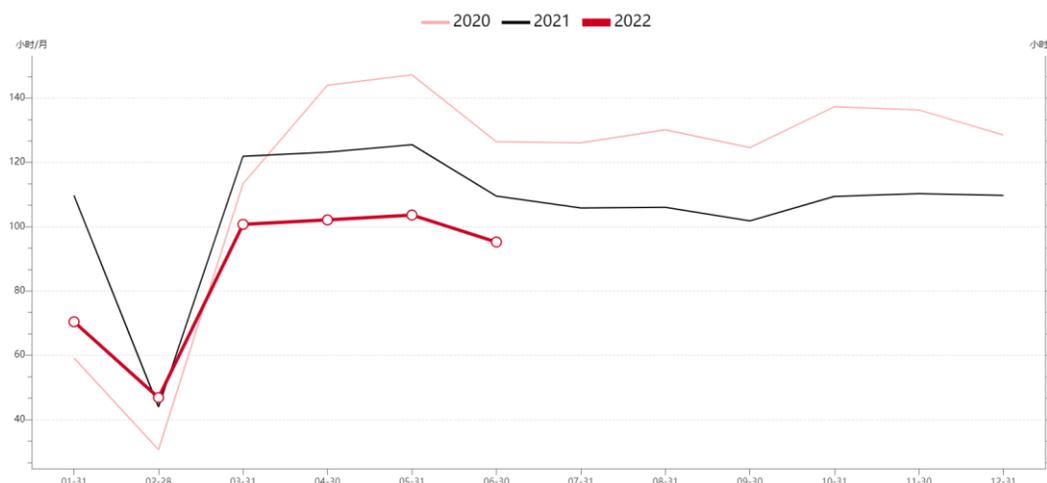
水泥出货率：3-6月同比低10-30pcts



沥青装置开工率：表明6月以前道路建设需求较弱



挖掘机开工小时数：3-6月同比低10%-20%

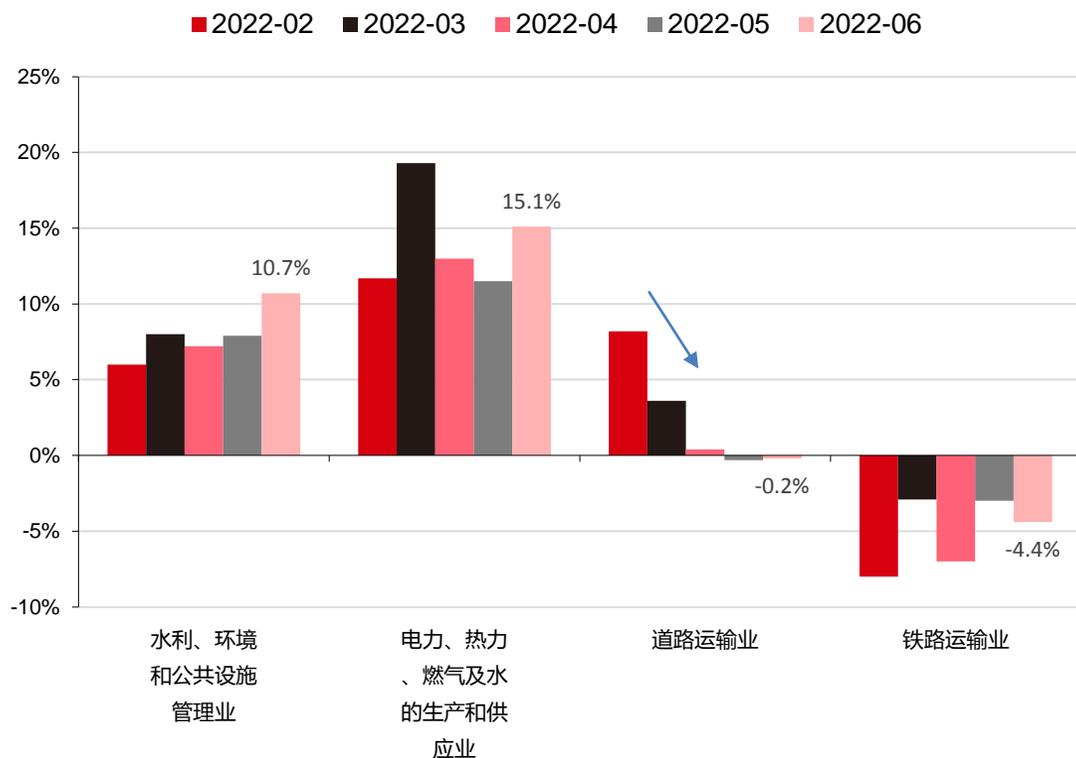


资料来源：Wind，数字水泥网（右上图），中信证券研究部

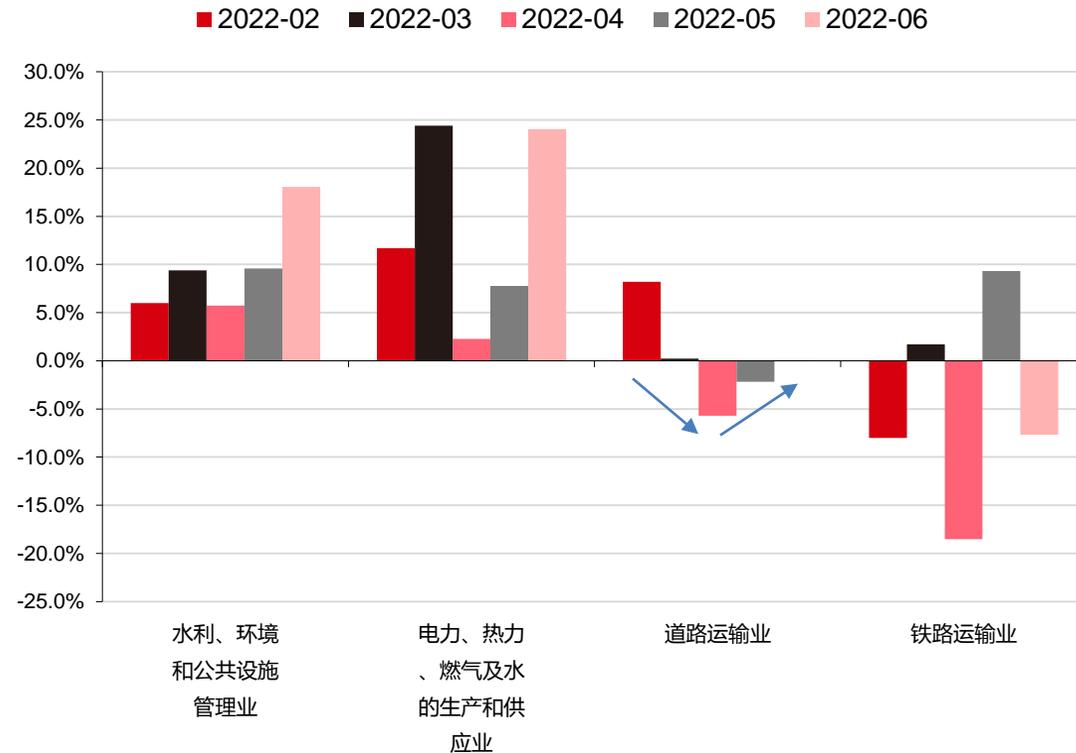
## 2.2 结构端：能源、水利基建增速好于交通

- **上半年分领域基建情况：**上半年基建投资增速达到9.3%，其中电热燃水生产和供应业投资增速达到15.1%，水利、环境和公共设施管理业投资增速达到10.7%，交通运输投资表现相对落后，道路、铁路投资分别为-0.2%、-4.4%。
- **分月度看道路投资：**道路、铁路投资偏弱，道路投资1-2月同比增长8.2%，3月同比增速降为0.2%，4-5月均为负增长，6月重回正增长0.1%，运行趋势与建筑建材中观数据反映情况较一致。

### 分领域固投累计同比



### 分领域固投当月同比

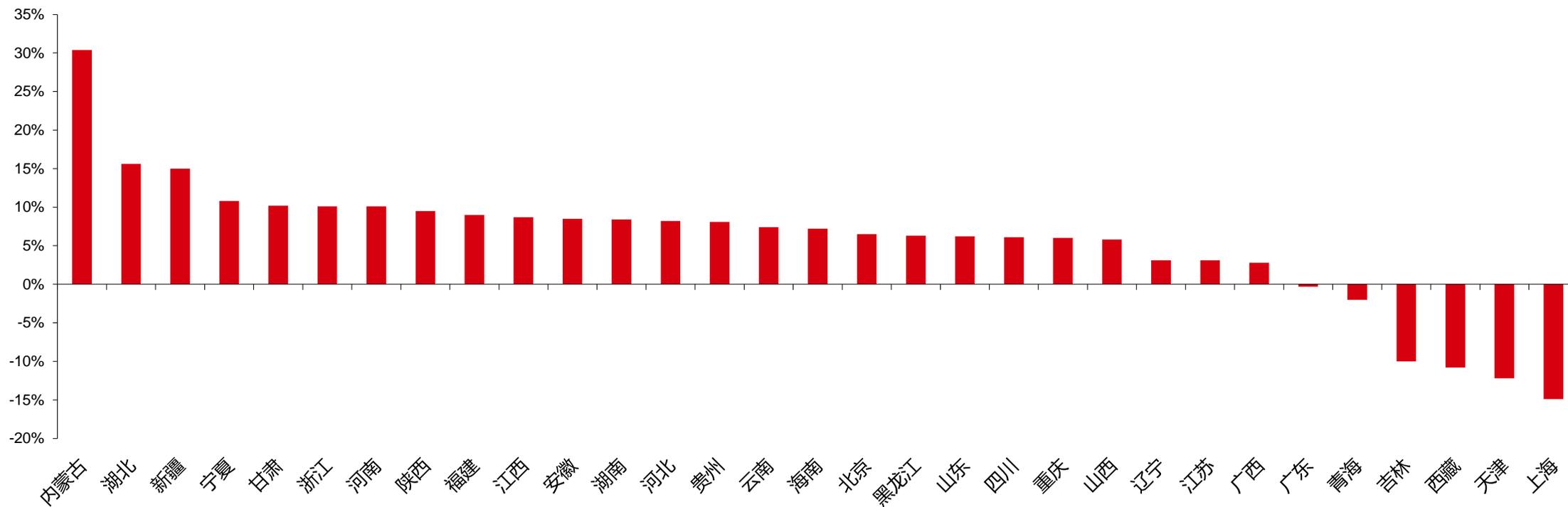


## 2.2 结构端：区域增速差异较大

### ■ 上半年分区域基建情况。

#### 分区域固投累计同比

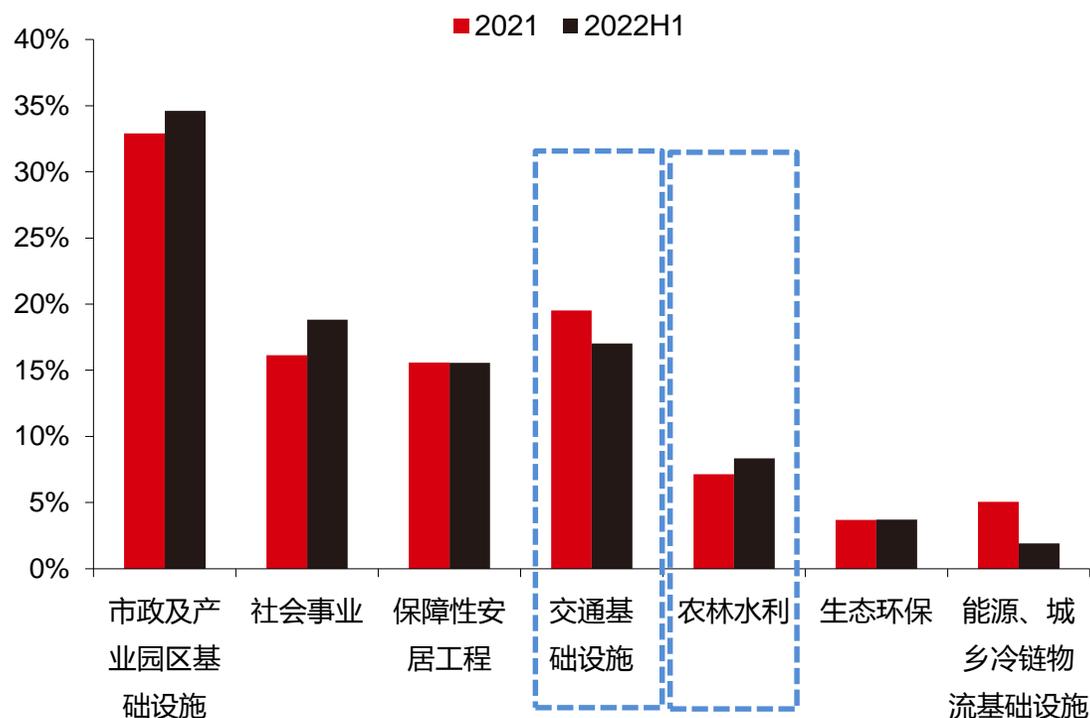
固定资产投资完成额:累计同比（1-7月）



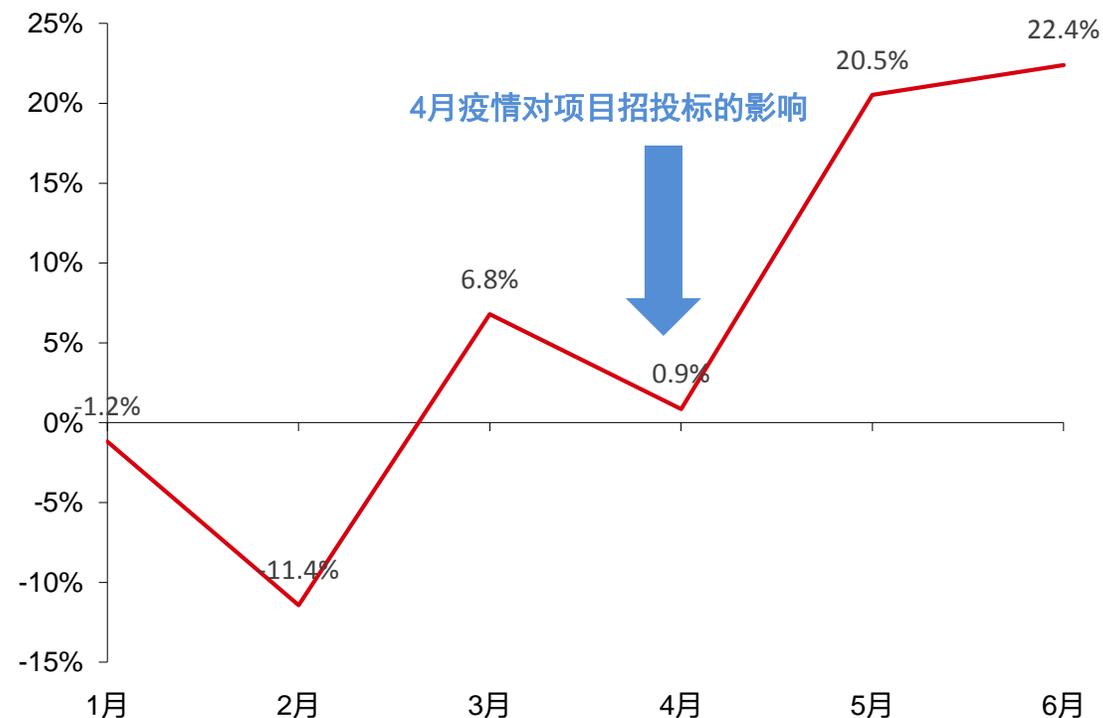
## 2.3 为何上半年建设类基建投资偏弱？疫情、资金、技术

- **建设类基建在施工旺季受到疫情影响：**第一，3-6月为建筑类基建施工旺季，但3-5月局部疫情（对施工、人流物流的影响）和6月汛期提前和极端多雨天气使得今年施工旺季基本错过，随后7-8月进入高温多雨施工淡季，施工的恢复弹性也会受限。第二，疫情对项目招投标也会有影响，如全国建筑施工企业中标项目数量4月同比明显降速，导致年初规划的项目可能延迟到下半年才能落地。第三，疫情对地方政府工作重心或也有牵扯，政府集中精力做防疫工作，建设工作相应受阻。
- **专项债对交通基建倾斜稍有不足：**2022H1专项债投向交通基建的占比为17.0%，低于2021年的19.5%，而2022H1投向农林水利的占比为8.3%，高于2021年的7.1%。

专项债投向各领域占比



全国建筑施工企业中标项目数量当月同比增速

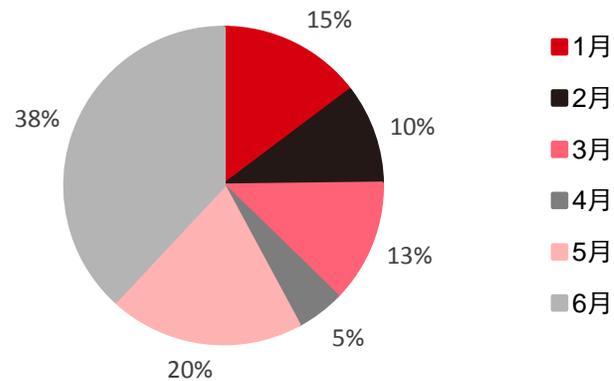


## 2.3 为何上半年建设类基建投资偏弱？疫情、资金、技术

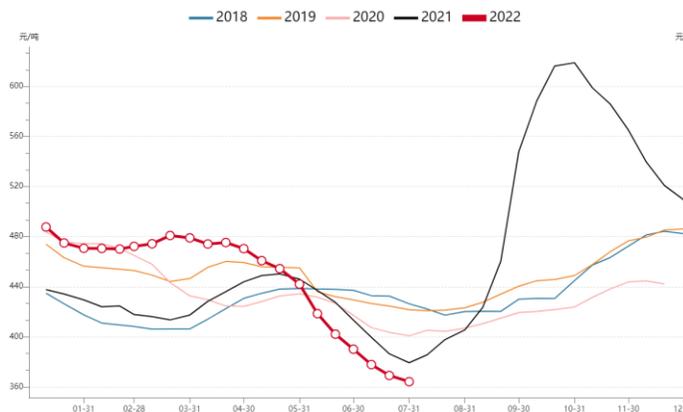
### ■ 部分项目存在资金不足问题

- 专项债发行节奏偏后，导致部分资金未支付使用，从而影响拉动基建作用的发挥：据21世纪经济报道，某省截至6月末专项债实际支出进度仅42%。我们认为部分源于1) 今年58%的新增专项债在5-6月集中发行，该部分专项债资金更多是下半年支付使用；2) 专项债主要作为工程进度款支持项目落地，专款专用，支付使用节奏与工程进度相关，当局部疫情导致项目的招投标、开工、施工延后时，专项债就难以拨付使用，造成支付使用率还不高，对基建投资的支持效果也不足。
- 项目资本金不足：土地出让收入减少、减税降费、防疫支出增大等因素导致地方财政压力增大，个别政府主导投资项目的资本金支付可能存在缺口，这对存量项目续建影响较小，但对新项目开工影响较大。
- 建材价格上涨导致项目资金不足：去年下半年以来建材价格上涨，导致部分项目实际支出超出预算。

2022年各月发行专项债占比：5-6月占58%



建材价格上涨：水泥



建材价格上涨：沥青



## 2.3 为何上半年建设类基建投资偏弱？疫情、资金、技术

- 部分项目由于技术性问题，立项至开工的周期较长
  - **土地审批程序较多：**项目开工前论证程序多（包括可行性论证，以及环保、用地、规划、招标、开工等手续论证），过程较为复杂，比如路桥类项目需处理耕地红线、林业红线等问题，从有项目规划至项目招投标或需花费半年时间，导致年初规划的项目落地时点偏晚。
  - **部分专项债项目申报仓促，准备不成熟，不具备开工条件：**根据江西省财政厅债务管理处课题组邓忠《地方政府专项债券资金使用与管理分析及政策建议》，个别项目为了获得债券资金支持，过分强调容缺审批，加之项目申报时限过于仓促，使部分不急需建设或者不具备开工条件的项目仓促入库，由此出现债券发行后因项目无法按期开工建设导致支出进度缓慢。部分项目由于规划设计过程的随意性、项目建设缺乏科学论证、对环境保护和耕地红线等政策考量不足，导致延期或无法开工建设，专项债资金出现“趴账”闲置，需要对专项债项目进行调整。
  - 据21世纪经济报道，南方某省份债务办人士表示，在实际工作中发现，债券发行后不能开工建设的项目，大部分是因为用地无法落实，小部分是因为前期工作论证不深（如调整设计方案），还有极小一部分是环评等其他原因。

# CONTENTS

## 目录

---

1. 上半年宏观经济整体表现
2. 上半年基建整体情况
3. 下半年基建和宏观情况展望

## 3.1 项目储备充足

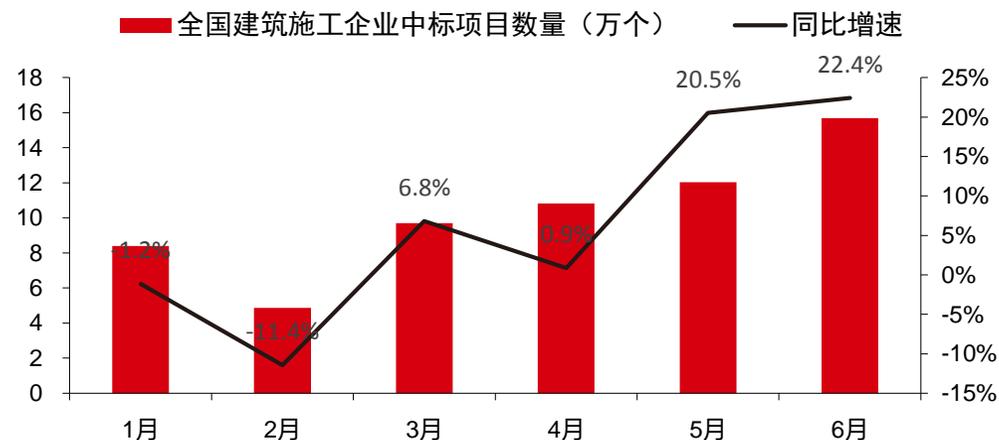
### ■ 从媒体报道看，部分地区项目储备充足

- 根据浙江省财政厅《用足用好专项债券 积极扩大有效投资》、浙江省人民政府官网，截至2022年3月末，浙江省已储备4300余个债券项目，资金需求超过1万亿元，其中，总投资在10亿元以上的项目超过800个。这一资金需求远超今年浙江专项债额度（2325亿元）。
- 据21世纪经济报道，南方某省发改委人士表示：“国家下达的专项债券资金远满足不了需求。比如，我省2021年国家发展改革委审核通过的政府专项债券准备项目约1800个、债券资金需求约6500亿元，而国家下达我区政府专项债券额度不到800亿元。很多符合条件的项目不能获得专项债券支持，部分项目不能足额获得专项债券支持。”

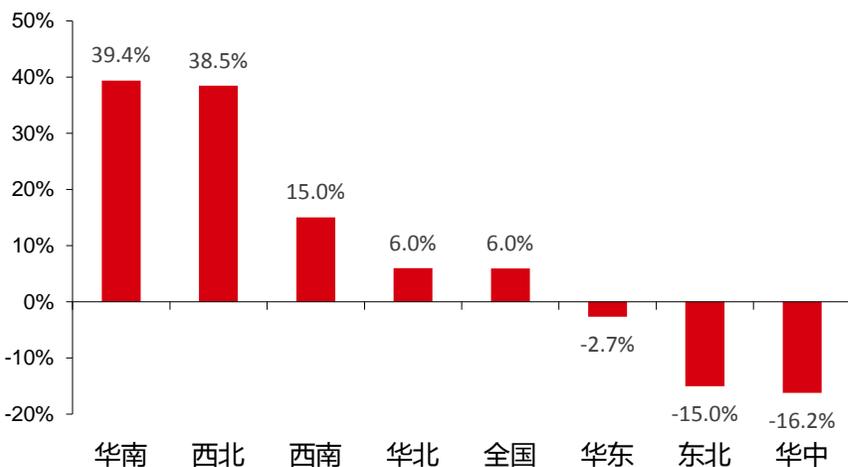
## 3.1 项目储备充足

- 从建筑施工企业中标项目数量看：1-6月全国建筑施工企业中标项目数量同比增长8.7%，其中5-6月同比高增20.5%、22.4%，较4月亦增长11.3%、45.1%，疫后项目陆续释放。
- 分地区看，华南、西北、西南1-5月建筑施工企业中标项目数量同比增速高达39.4%、38.5%、15.0%，而华东、东北、华中负增长，存在疫情扰动。

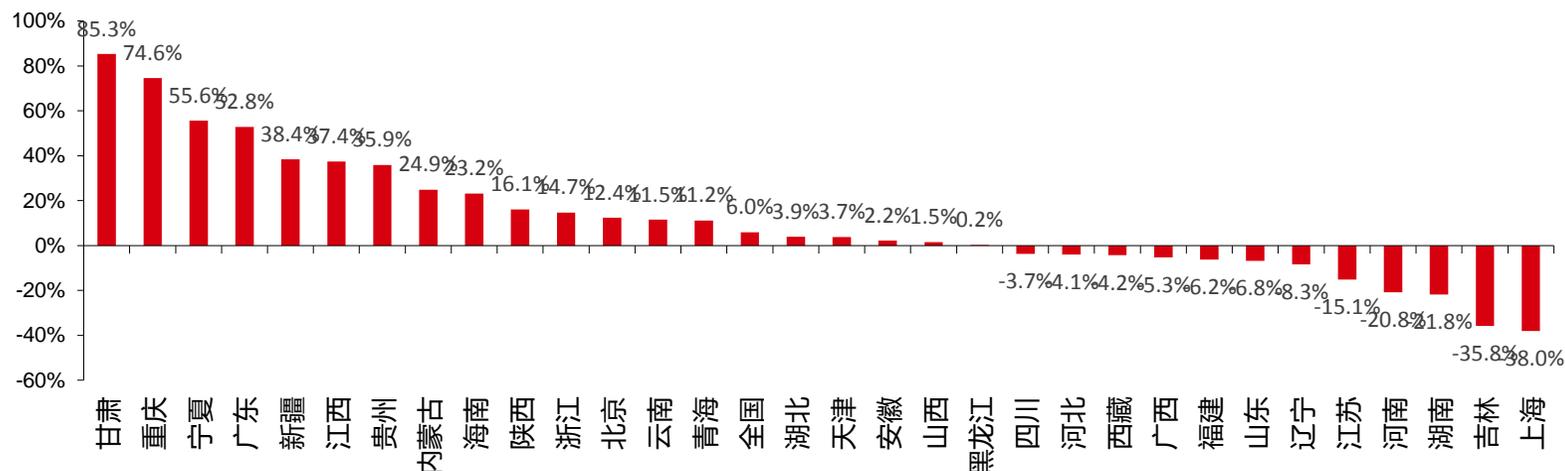
全国建筑施工企业中标项目数量：1-6月累计同比8.7%



分地区-建筑施工企业中标项目数量同比增速（1-5月）



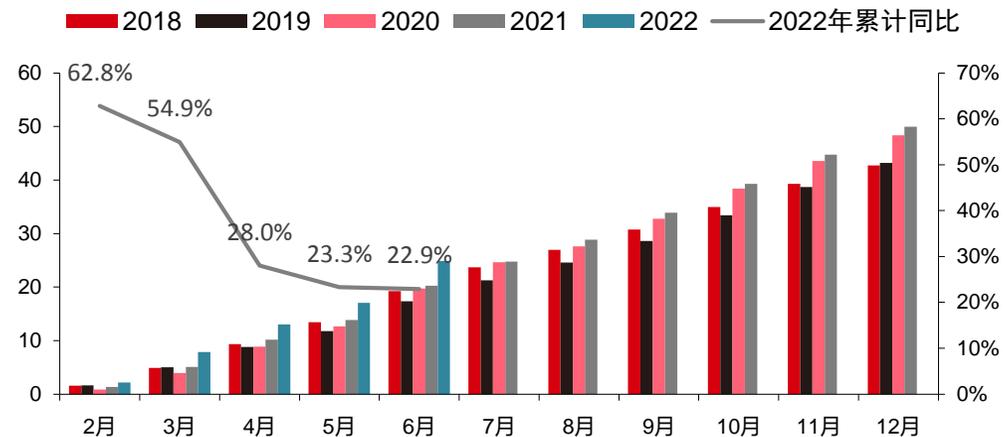
分省份-建筑施工企业中标数量同比增速（1-5月）



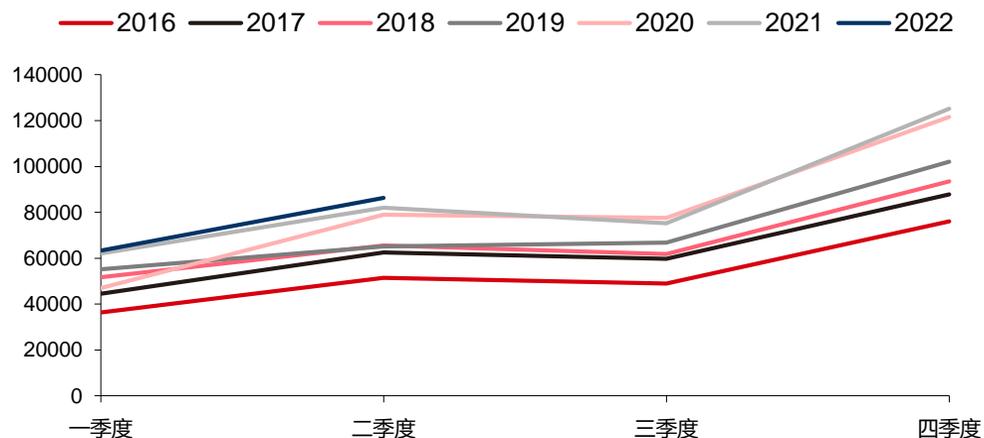
## 3.1 项目储备充足

- **1-6月全国固投新开工项目总投资额高增：**固定资产投资新开工项目计划总投资达到25万亿元，同比增长22.9%。
- **建筑企业在手订单充足：**1) **建筑企业订单同比增长：**2022H1、2022Q2，建筑业企业新签合同额分别同比增长3.4%、5.2%。2022H1，中国建筑（基建业务）、中国交建、中国中铁、中国铁建新签合同额分别同比增长31.3%、17.0%、17.2%、26.2%。2) **八大建筑央企在手订单充足：**八大央企合计订单保障倍数自2012年的1.4左右逐步提升至2021年的2左右，在手订单充足。

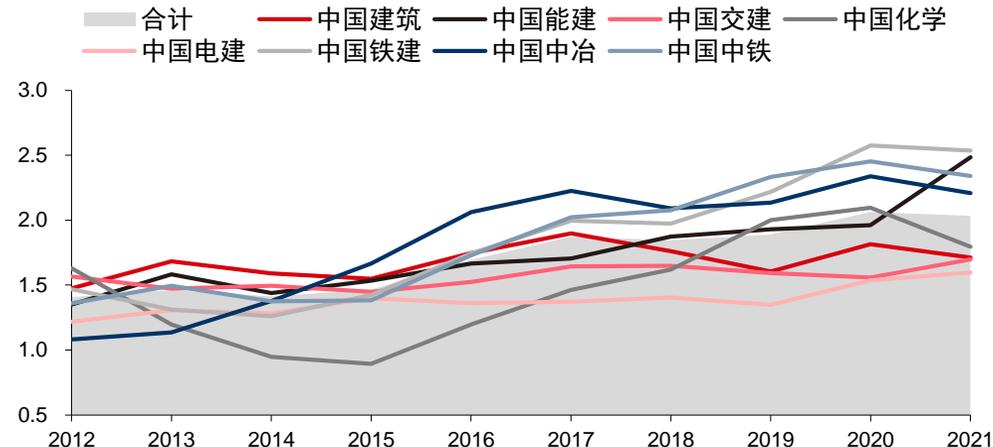
固定资产投资本年新开工项目计划总投资额:累计值 (万亿元)



建筑业单季度新签合同额 (亿元)



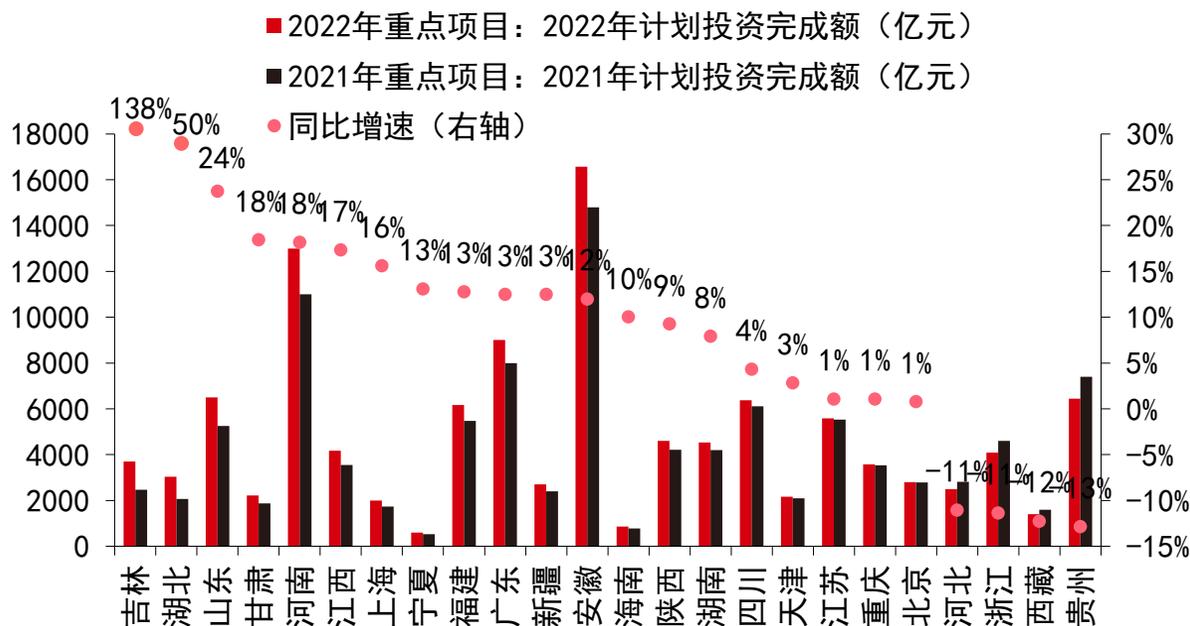
八大建筑央企订单保障倍数



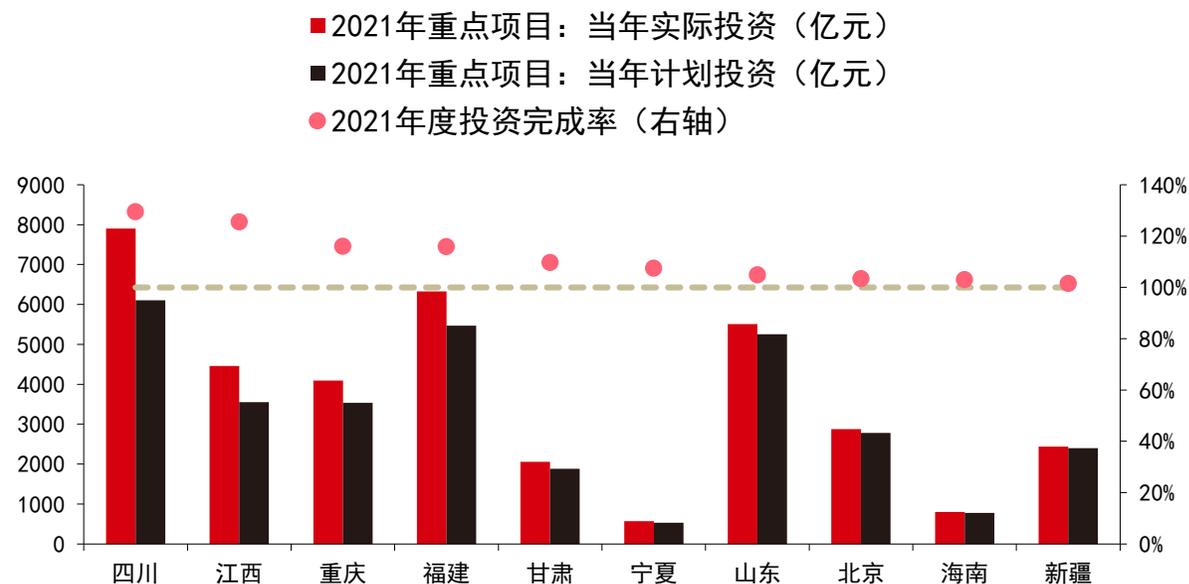
## 3.1 项目储备充足

- **地方重点项目储备丰富：**从历史上政策推进节奏来看，五年规划的第一年聚焦自上而下、由总体全面到细致具体的各部门规划，第二年开始进入集中开工建设时期。因此今年各个省份的项目储备都较为丰富，基建增长有空间。据我们统计，至4月上旬，共有26个省市披露2022年重大项目建设计划。其中，共有31467个重大项目，共涉及11.7万亿元左右年度投资规模，可比口径较2021年提高将近8%，显示项目储备丰富。
- **重点项目投资计划过往完成率高：**我们梳理了10个省级行政区发布的2021年重点项目实际投资完成额，与计划投资完成额相比，计划完成率在102%-129%，均超额完成。若局部疫情逐步缓和，带给储备项目更好的落地条件，预计今年的投资计划也有望较好实现。

26省市2022年重大项目建设计划可比口径较2021年提高将近8%



2021年10个省级行政区的重点项目年度投资计划完成率在102%-129%



资料来源：各省级行政区发改委，中信证券研究部

注：左图所统计为各级行政区发改委所公布的省重点建设项目年度计划投资完成额。由于各地披露口径差异，甘肃、上海、天津、江苏、重庆所统计为省列重大项目年度计划投资完成额，吉林所统计为2021和2022年春季开工重点项目年度投资完成额，江西所统计为2022年第一批重点项目计划投资完成额

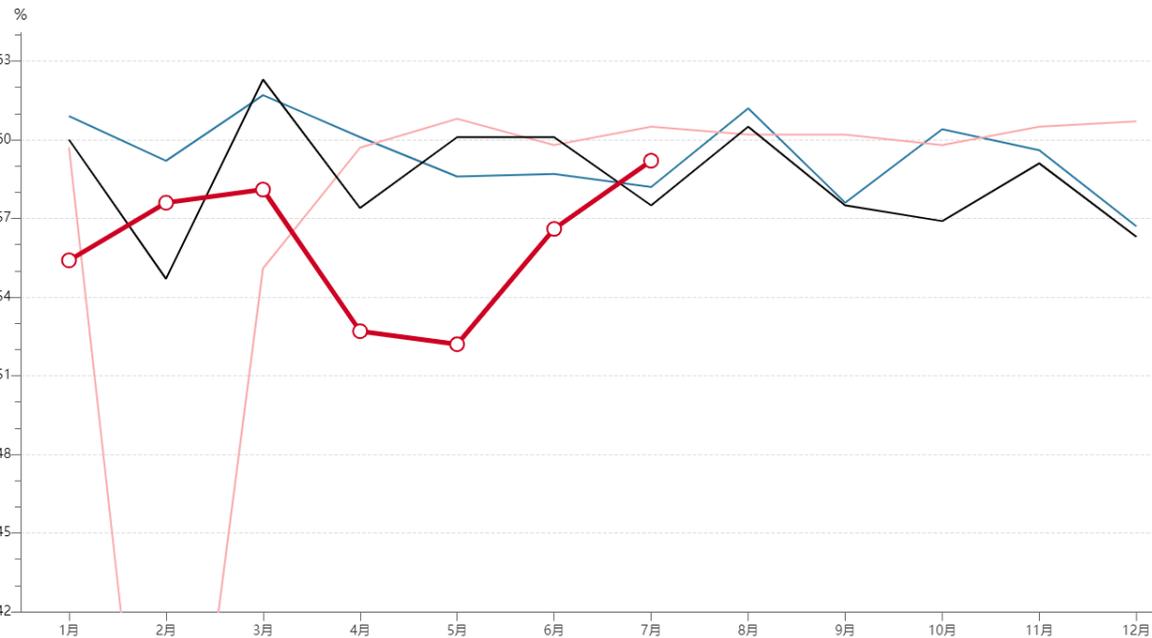
右图所统计为各级行政区发改委所公布的省重点建设项目年度计划和实际投资完成额，其中甘肃、重庆所统计为省列重大项目计划和实际投资完成额。

## 3.2 三季度起需加快赶工

- **专项债资金预计加快支付使用，政府需督促相关项目加速落地：**由于近60%的新增专项债在5-6月才发行及前期疫情施工进度影响，据21世纪经济报道，某省截至6月末专项债实际支出进度仅42%。国务院要求专项债资金8月底前基本完成使用，待支付使用的专项债资金仍较多，考虑到专项债主要通过作为工程进度款支持项目落地，其支付使用节奏与工程进度相关，预计政府一方面将督促进度不佳项目在Q3赶工，另一方面将优化专项债拨付流程，促使专项债资金尽快到项目形成实质支持。
- **建筑业PMI反映景气度具备韧性，或部分源自赶工：**7月建筑业商务活动指数、新订单指数均较6月提升，反映复苏势头变得更加显著，而宏观面上制造业和非制造业PMI 7月较6月均有所回落。
- **9月起赶工条件更好：**随着国家防疫经验增加，7-8月高温多雨影响减弱，施工旺季到来，需求复苏预计有更明显体现。

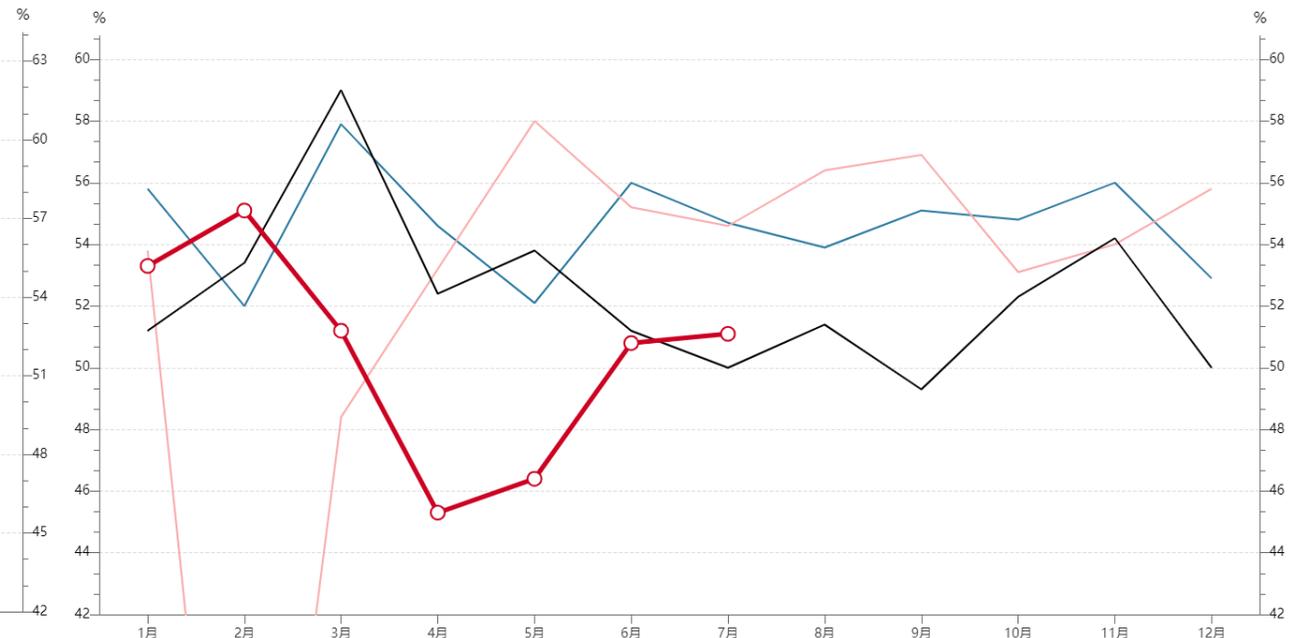
### 建筑业商务活动指数

— 2019 — 2020 — 2021 — 2022



### 建筑业新订单指数

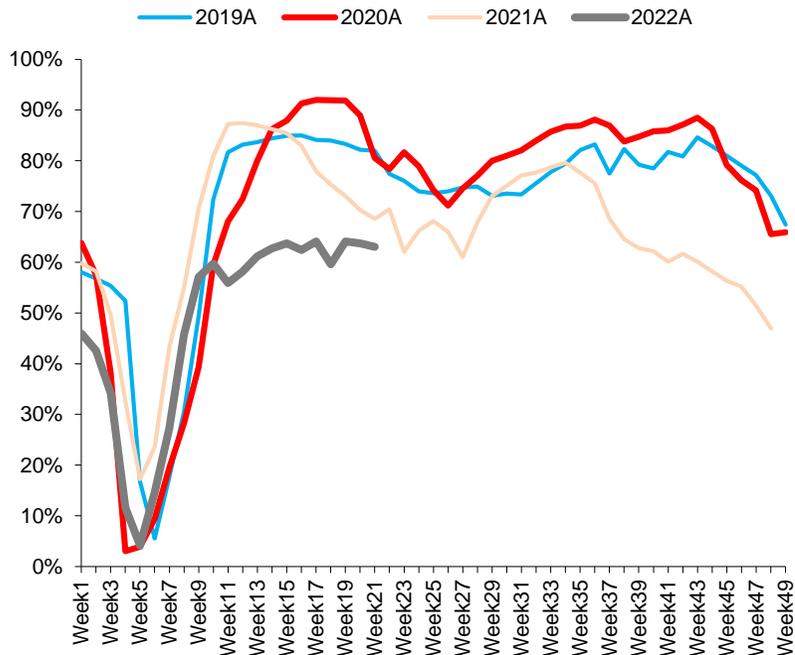
— 2019 — 2020 — 2021 — 2022



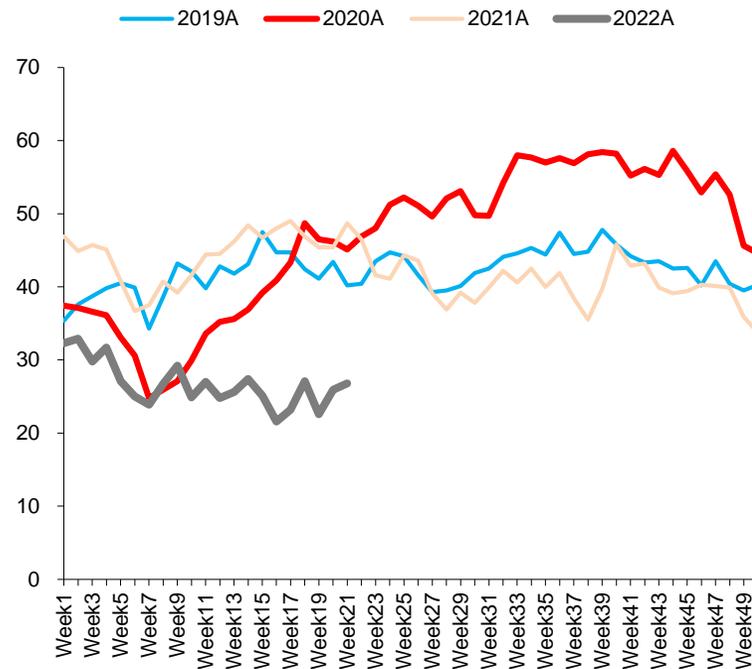
## 3.2 三季度起预计将加快赶工：回顾2020，需求一季度承压、二季度回补

- 从微观高频数据来看，2020年2月下旬至3月份，水泥、石油、钢铁等企业的开工率只恢复至往年同期的70%左右，直到4月中旬才恢复到往年同期水平。
- 由于施工类的需求不会消失，疫情之后需求恢复对一季度的缺口实现了较好的回补，水泥企业4~5月份的出货率及开工率均高出往年同期水平10%左右，再往后到三季度，需求节奏基本恢复到正常水平。

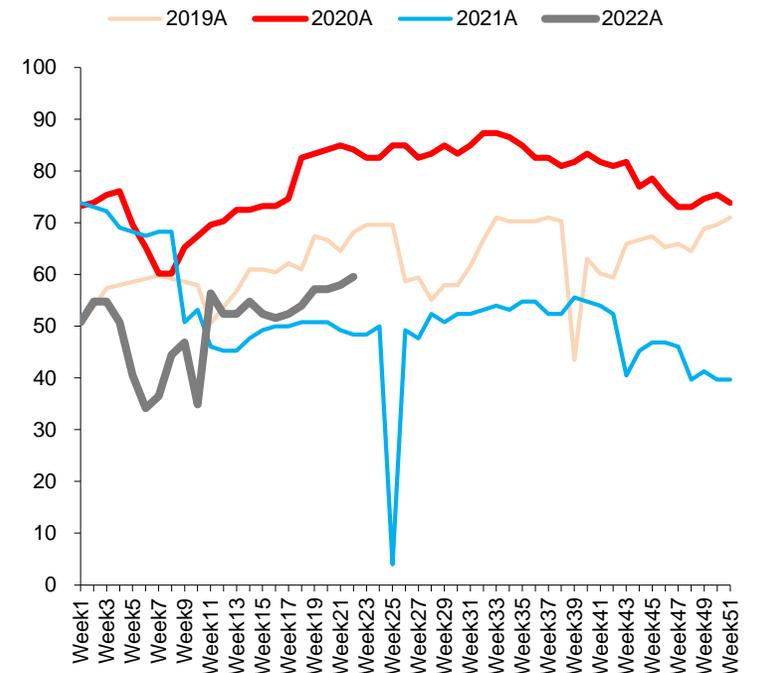
### 2019~2022年水泥出货率情况



### 2019~2022年石油沥青装置开工率情况



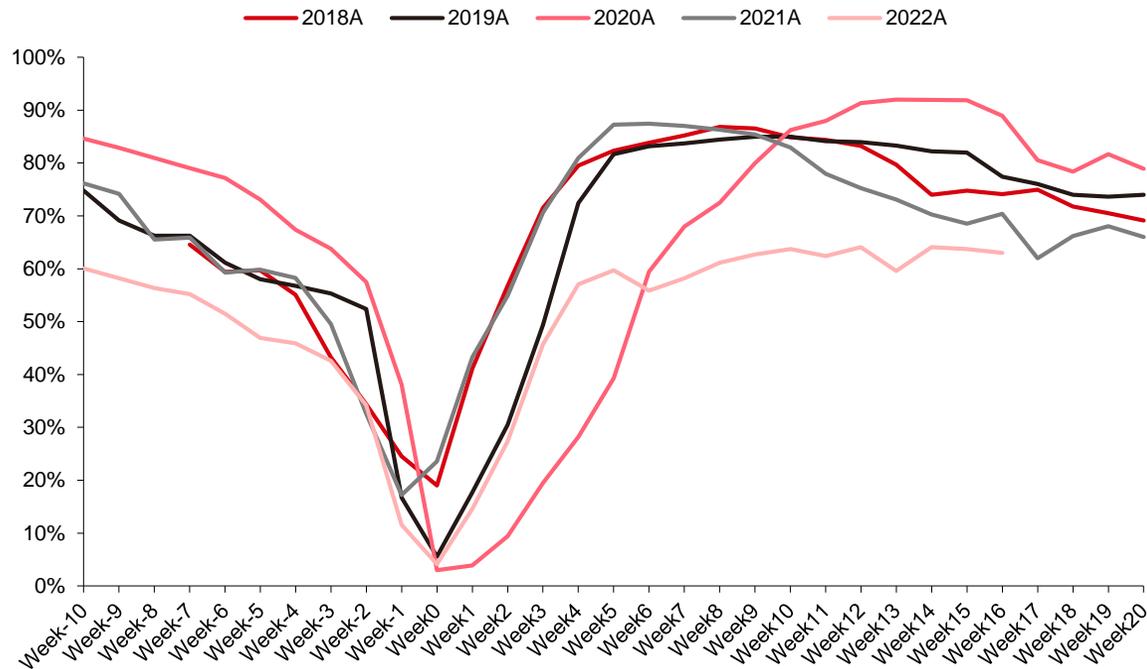
### 2019~2022年高炉开工率情况



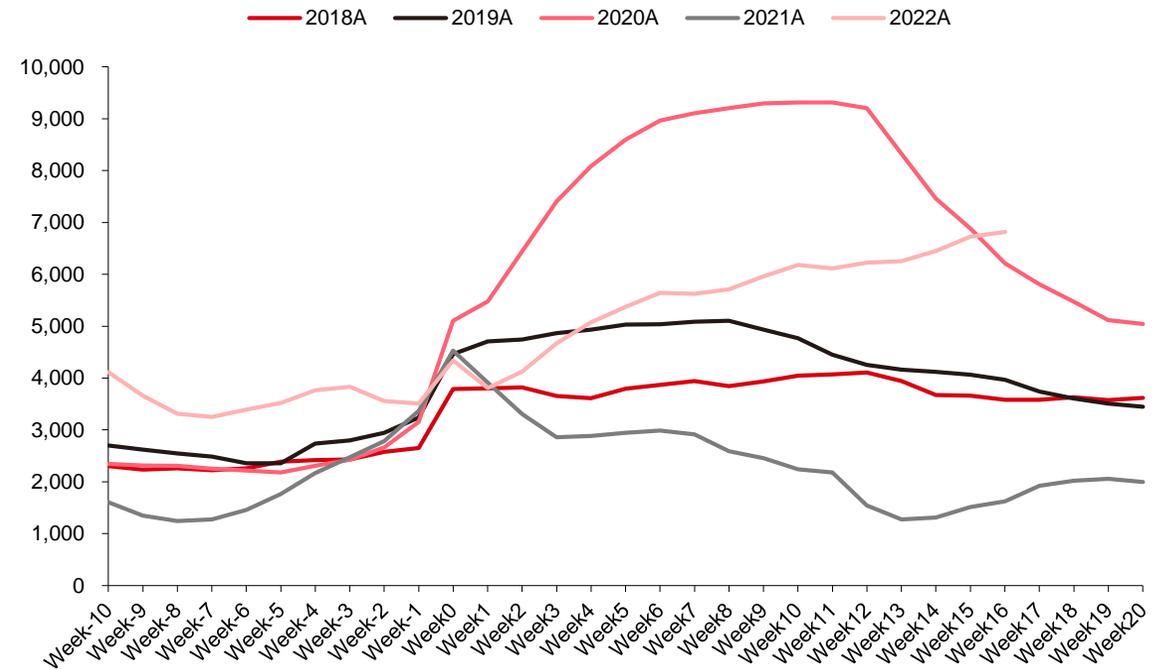
## 3.2 三季度起预计将加快赶工：回顾2020，需求一季度承压、二季度回补

- 从春节前后的表现来看，按春节前后走势（设置大年三十为Week0），可以看到受疫情影响，2020年春节后水泥出货率斜率恢复明显慢于往年同期，直到春节后的第10周左右才恢复。疫情影响趋弱后，水泥出货率高于往年同期水平。
- 同样，对于玻璃库存，由于疫情导致需求下滑明显，但玻璃产线停窑成本较高，一般不停产，可以看到2020年春节后玻璃库存快速上升，直到第10周后随着需求恢复到一定水平，库存才开始下降。

### 历年来春节前后水泥出货率情况



### 历年来春节前后玻璃库存情况



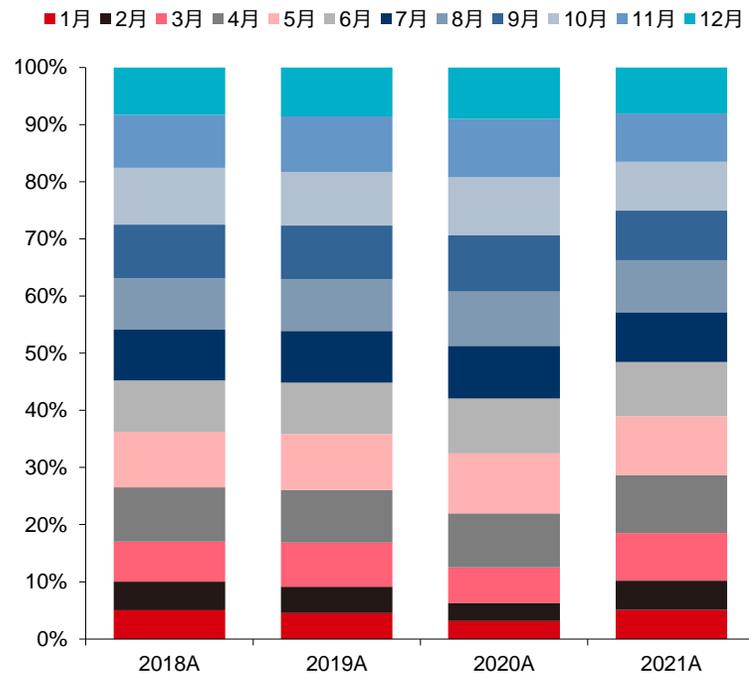
## 3.2 三季度起预计将加快赶工：回顾2020，需求一季度承压、二季度回补

- 从全年维度看，由于一季度是传统的施工淡季，GDP、水泥产量及玻璃销量占比均在20%左右，疫情虽然会对单季度需求造成较大的负面弹性，但是全年看影响有限。
- 2020年年初，疫情造成的需求下滑在后面三个季度得到较好弥补，其中Q2水泥及玻璃的产销量占全年比例达到30%，往年平均占比只有26%~28%左右，显示疫情结束后需求释放的小高潮。水泥及玻璃2020年销量增速分别为1.60%/0.24%，显示疫情对全年需求影响有限。

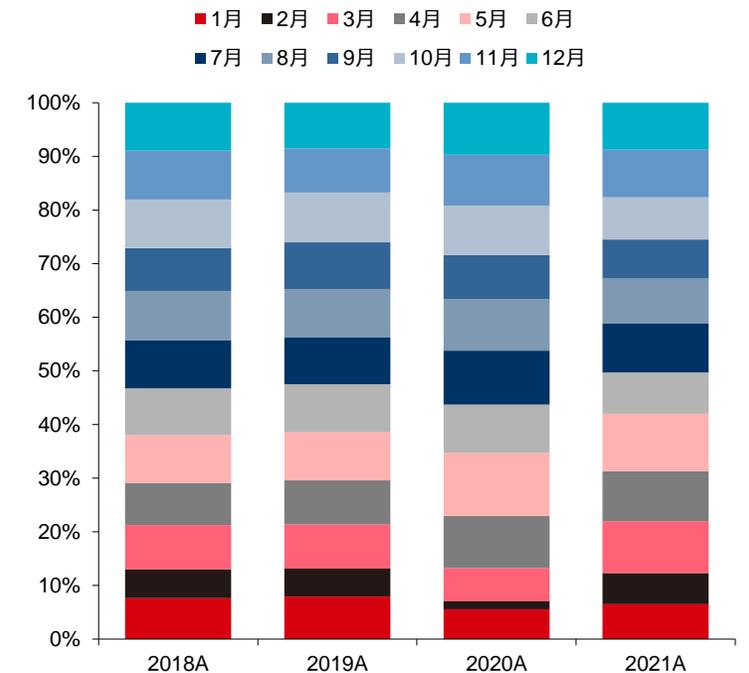
近几年GDP分季度占比



分月度水泥产量占比



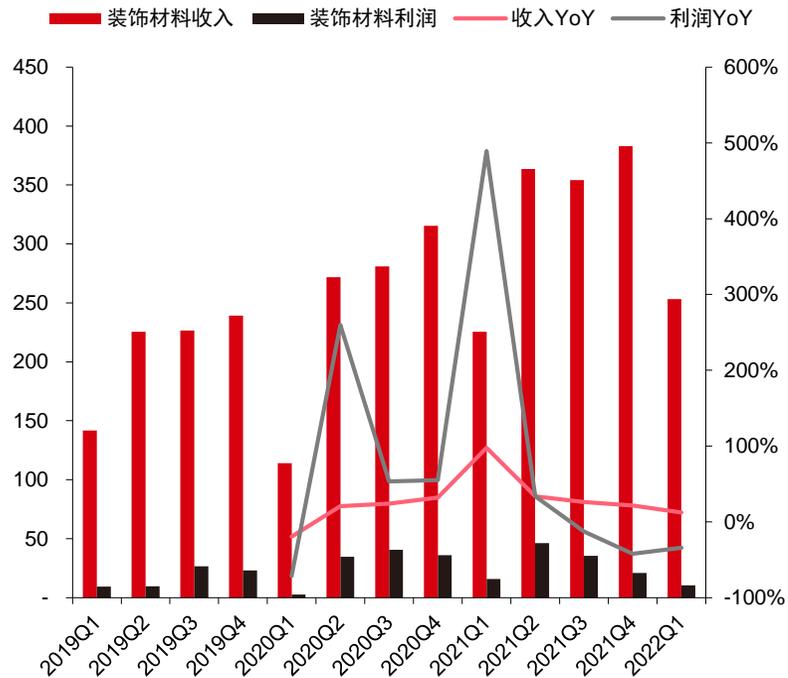
分月度玻璃销量占比



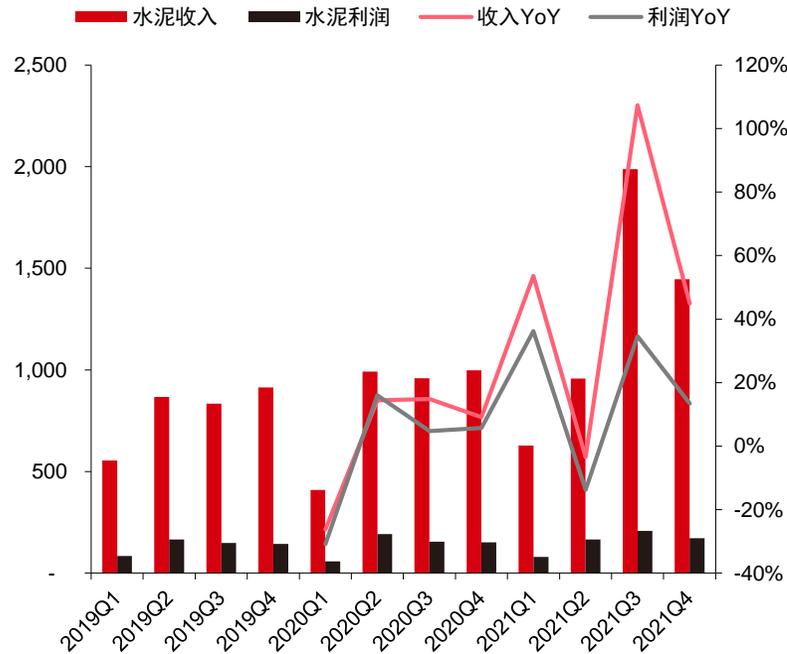
## 3.2 三季度起预计将加快赶工：回顾2020，建材上市公司Q2业绩表现良好 中信证券 CITIC SECURITIES

- 相比于2020Q1消费建材收入20%左右的下滑，2020Q2该板块收入增速快速反弹至20%，拉动2020H1收入同比增长5%左右；收入的高速增长带来成本费用的摊薄，叠加疫情导致全球大宗原材料价格处于历史低位，2020Q2消费建材公司利润率快速上升，整体净利润同比增速达到260%。
- 水泥方面，2020Q2收入增速反弹至14.44%，Q3稳定在14.87%；利润率Q2有所恢复，利润增速达到16.07%，略快于收入增速，但Q3由于原材料压力，利润增速有所下滑。玻璃方面，随着2020Q2需求持续恢复，玻璃价格拐点向上，企业的收入及利润同比增速持续大幅增长。

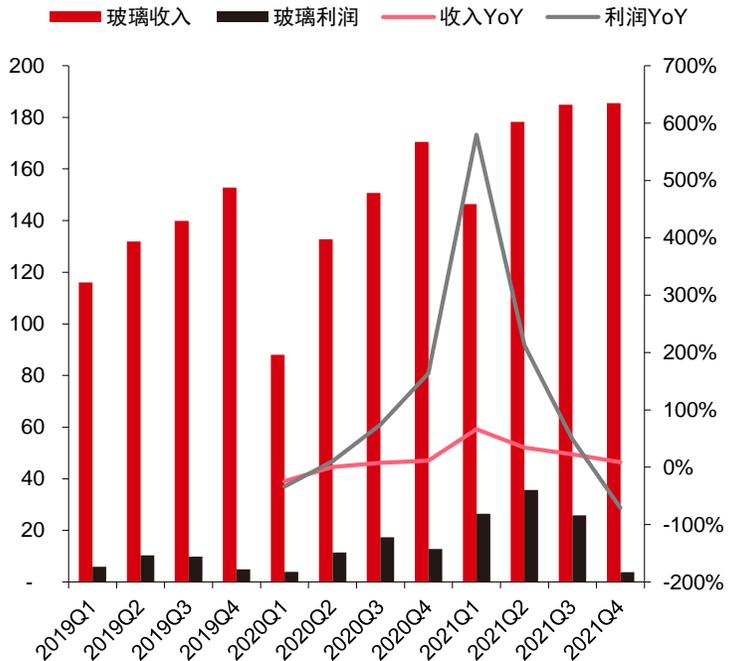
### 装饰材料企业收入利润与及其增速（亿元）



### 水泥企业收入利润与及其增速（亿元）



### 玻璃企业收入利润及其增速（亿元）

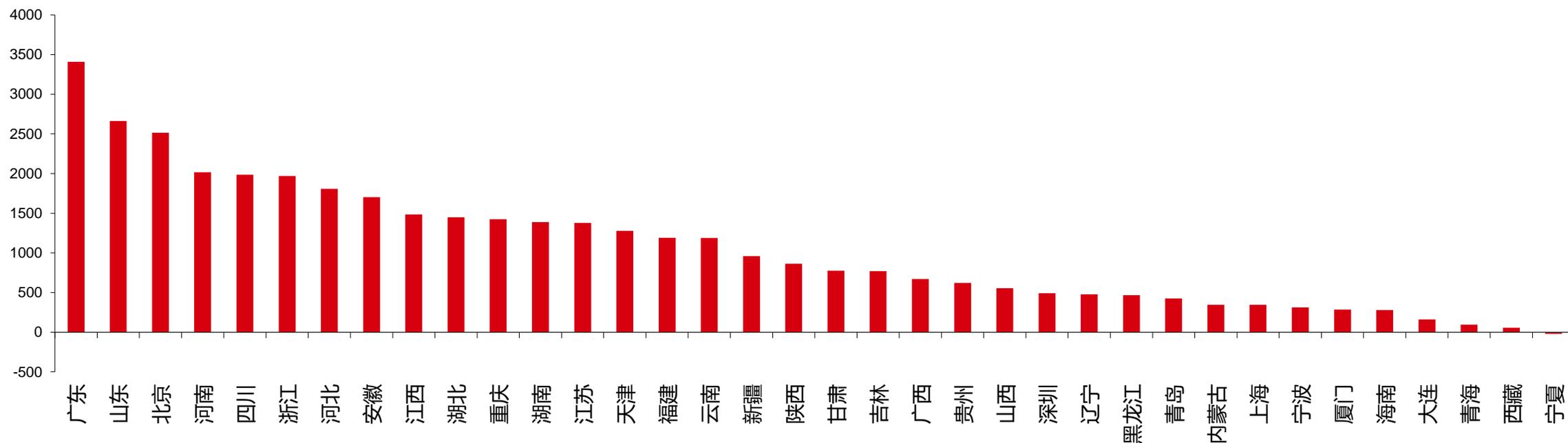




### 3.4 分区域看，东部专项债支持力度较大，基建需求或较好

- 从专项债发行情况看：广东、山东、河南、四川、浙江、河北、安徽2022年专项债余额增量居前，总体上，东部地区受专项债支持的力度较大。

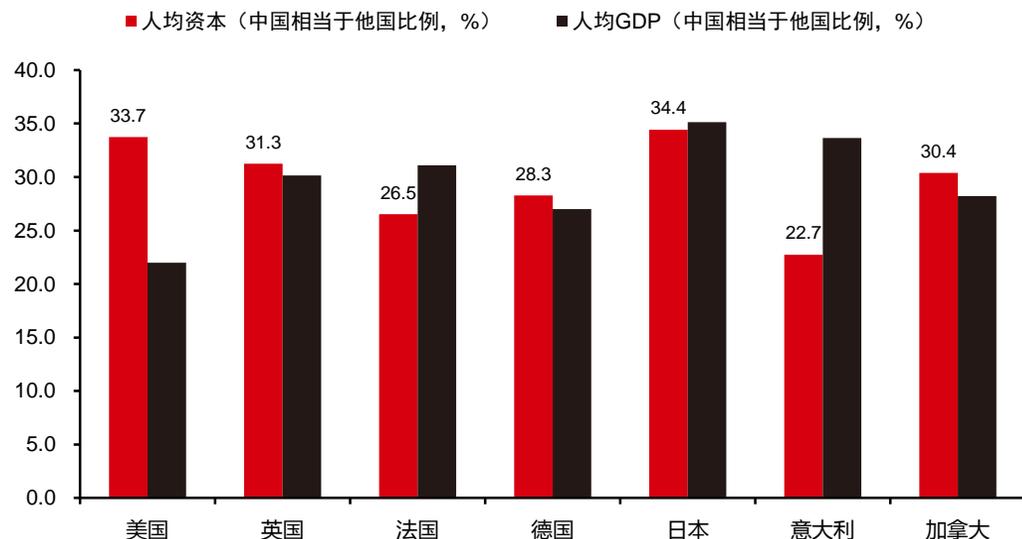
各省市2022年专项债余额增量（亿元，截至7月底）



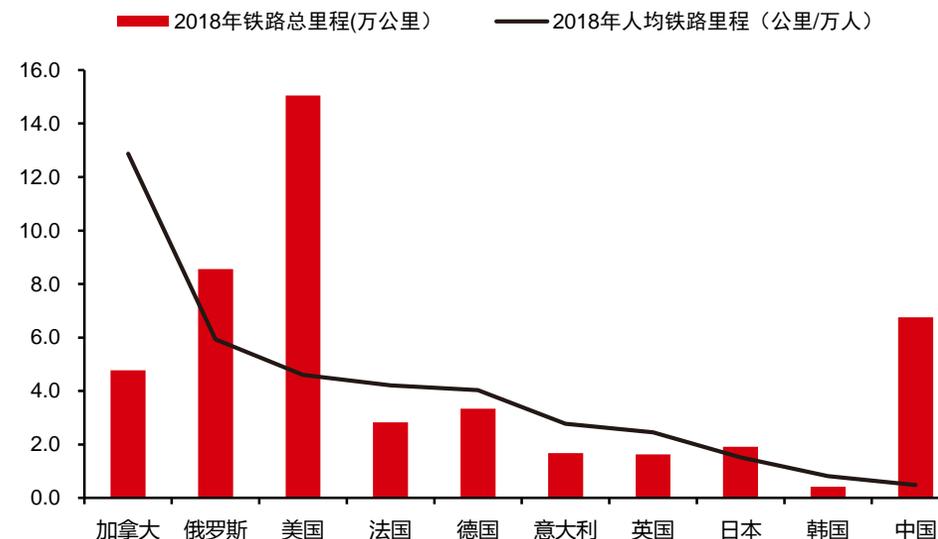
### 3.5 中长期看基建空间：中国人均资本存量较发达国家还有较大差距

- 从横向的国际比较来看，我国人均资本存量较发达国家还有较大差距，在电力、铁路、高速公路、公共服务等方面短板较多，处在资本深化、加速追赶发达国的窗口期，需持续扩大有效投资。2019年，我国人均资本在183个样本国中排序第95位，相当于全球平均水平的66%，相对于G7国家的比例在22%-35%区间。按世界银行口径，我国人均铁路营业里程仅为0.5公里（2018年），在G7国家中排名末位，加拿大、俄罗斯、美国人均里程分别为12.9、5.9、4.6公里，人均高速公路里程也仅有美国的1/3左右，在通用机场建设方面差距更大。能源方面，2021年我国居民人均用电量约830千瓦时，仅为美国人均用电量的约1/6、日本的1/3。从总量上来说中国和发达国家仍然存在一定差距，因此有发展空间。

#### 我国人均资本相对G7国家比例在22%-35%区间（2019年）



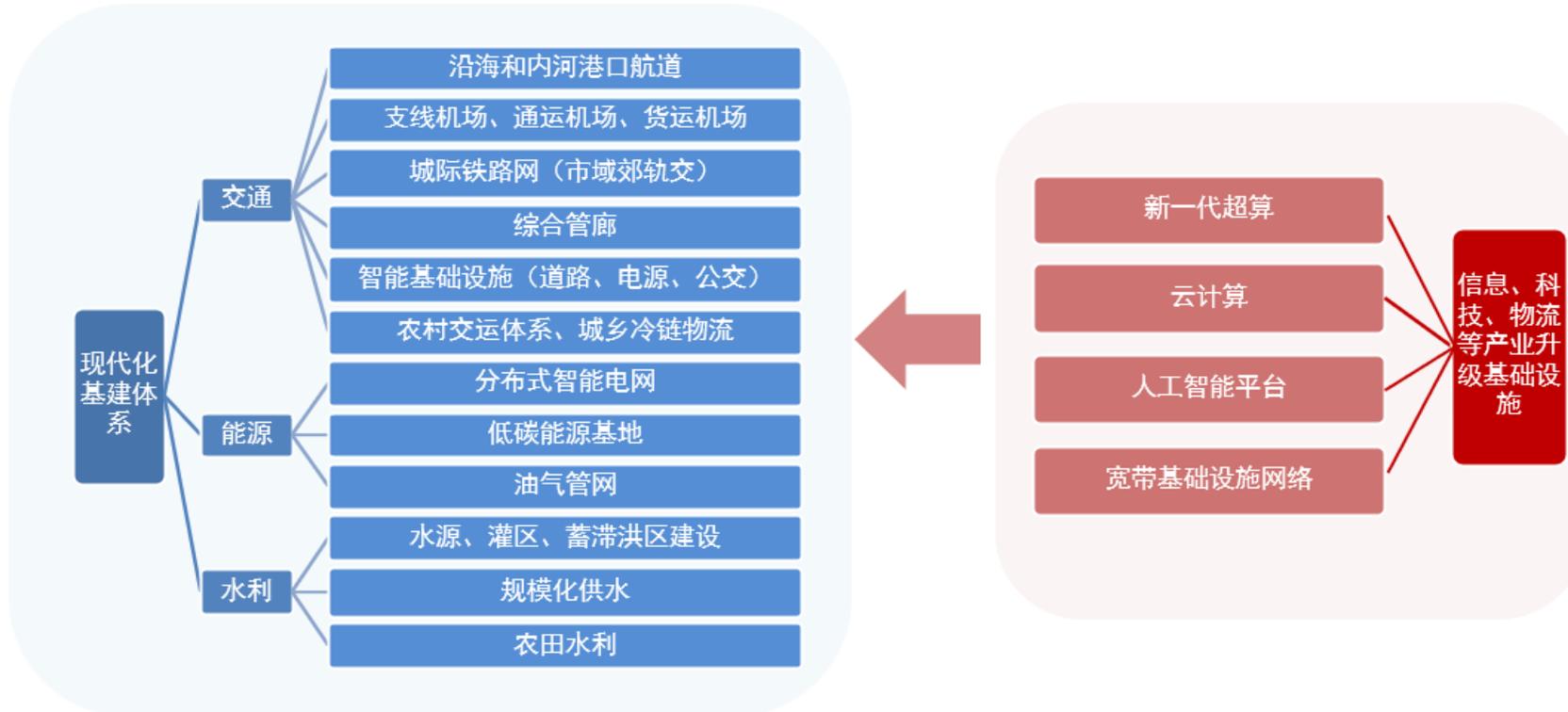
#### 我国人均铁路里程在主要发达国家中排名靠后



### 3.5 中长期看基建空间：交通、能源、水利为重点方向，县城需补短板

- 交通、能源、水利等网络型基础设施建设是基建重点方向。4月26日，习近平总书记主持召开中央财经委员会第十一次会议强调，“全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础……要加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设”。
- 《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》：因地制宜补齐县城短板弱项，促进县城产业配套基础设施等。我国城镇化率自2000年的36.22%提升至2021年的64.72%，但考虑到美澳日韩2020年城镇化率分别为83%、86%、92%、81%，我国城镇化率较主流发达经济体仍存在20pcts左右的差距，需通过县城城镇化、县城基建的提质和增量来弥补。

中央财经委第十一次会议规划现代化基础设施体系，将新旧基建融合形成新框架



## 3.6 房地产：中央密集部署稳地产政策，支持各地因城施策

### ■ 中央层面支持新市民、县城，推动首贷利率下行：

- 3月银保监会、央行《关于加强新市民金融服务工作的通知》提出，支持3亿新市民合理购房需求，强调优化商品房预售资金监管，围绕“县城区域”加大住房消费支持。
- 5月15日首套房贷利率下限调整为LPR减20个基点。假设首套房贷利率按4.25%安排，较政策实施前平均首贷利率5.16%水平而言，以100万元房贷、30年等额本息还款为例，总利息由97万降至77万元，节省20万元。

3月初，银保监会、央行联合发布《关于加强新市民金融服务工作的通知》，支持3亿新市民合理购房需求

4月29日，政治局会议，支持各地从当地实际出发出台政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管

5月6日，两办发布《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，围绕“县城区域”加大住房消费支持力度。

### ■ 各地创新探索政策，充分显现出地方能动性

- 年初以来，超150城探索因城施策放松楼市管控，放松管控区域从三线城市逐步扩围至准一线城市。创新措施包括结合多孩、养老、租房、人才资质等情况合理放松管控。
- 预期一线城市不会明显放松管控，这也有利于二三线城市房地产企稳。

5月15日，央行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》

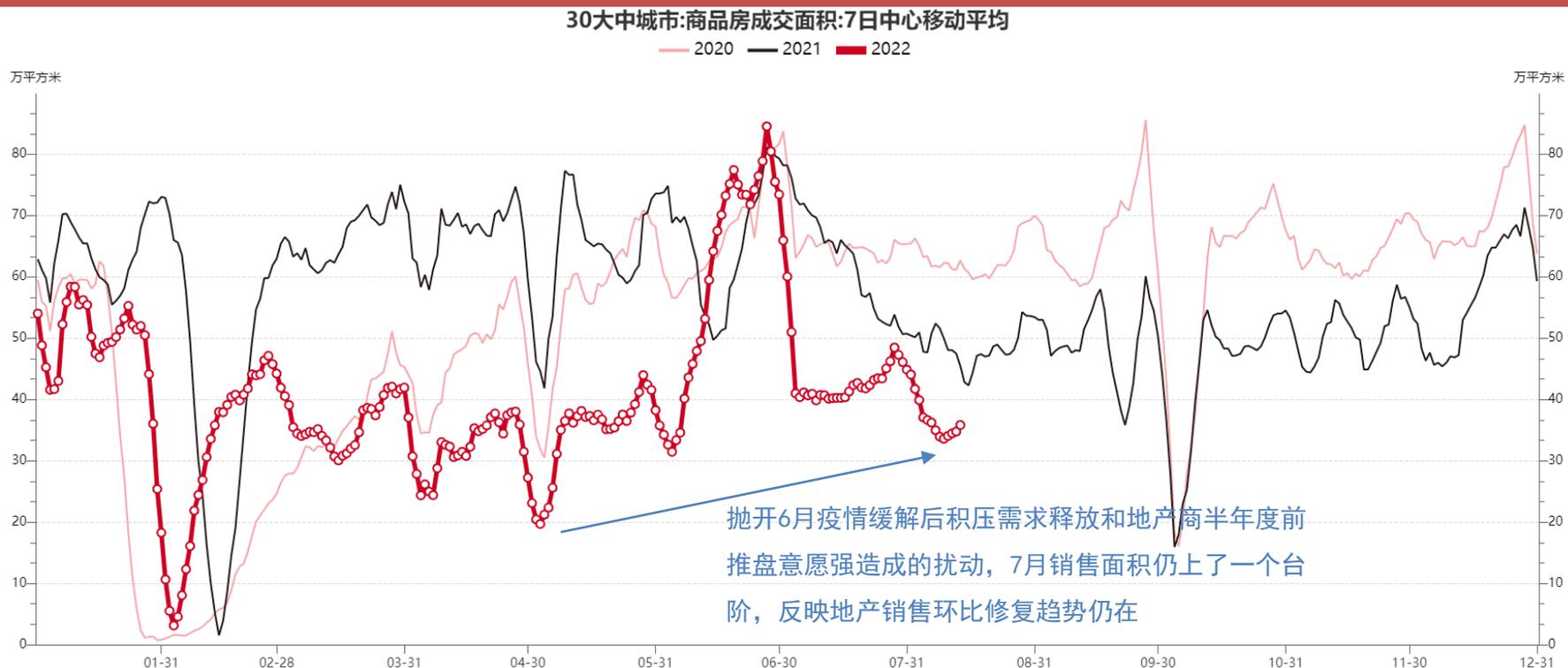
5月20日，住建部等发布《关于实施住房公积金阶段性支持政策的通知》

增量的支持措施	一线			二线																		三线	
	上海	广州	郑州	青岛	南京	天津	苏州	杭州	长沙	成都	武汉	厦门	沈阳	石家庄	哈尔滨	兰州	合肥	长春	东莞	佛山	珠海	徐州	秦皇岛
放松限贷			√											√	√	√		√			√	√	
放松限购			√	√	√		√	√	√	√	√	√	√		√	√	√		√	√	√		√
放松限售				√	√		√	√		√					√	√							
公积金支持					√	√	√			√			√		√	√	√	√		√	√	√	√
多孩家庭支持					√		√	√		√	√	√	√			√			√				
父母投靠支持			√					√			√					√							
租出房屋不占指标									√	√													
支持人才落户	√			√								√											
最低4.25%首贷利率		√	√	√	√	√	√						√	√	√					√	√	√	√

## 3.6 房地产：销售环比修复趋势仍在

- 政治局会议新增提出“要稳定房地产市场”，因城施策下，7月地产销售面积从底部上台阶，反映环比修复趋势仍在。
- 8月初，郑州设立首个房地产纾困基金，旨在解决保交楼问题，从而推动居民购房信心修复。据中国房地产报郑州微信公众号援引大河报报道，郑州市人民政府办公厅印发《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》，根据方案，郑州市房地产纾困基金规模暂定100亿元。从基金用途来看，危困房企收到盘活资金后，应将资金全部用于其前期投资的若干已停工停按揭月供楼盘，尽快实现复工复产。若100亿元母基金实现撬动更多社会资本，成为保交楼成功案例，有望推动地产销售信心好转，逐步化解房企信用风险。

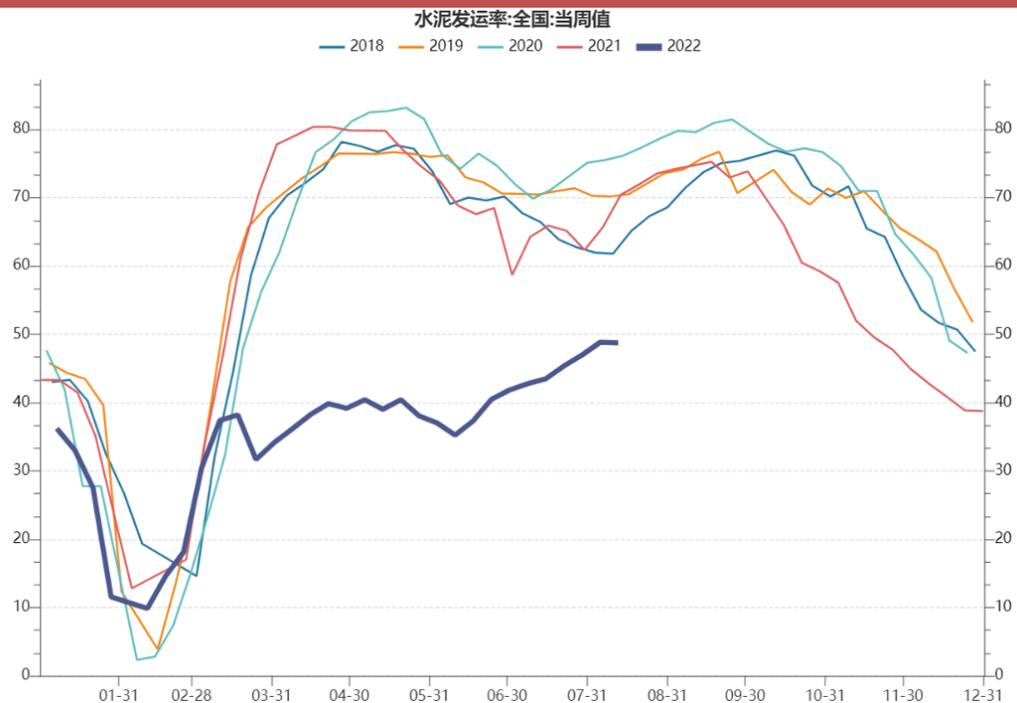
### 地产销售环比修复趋势仍在：30大中城市商品房成交面积（MA7）



## 3.7 2022年下半年宏观经济预测

- 2022年7月份，水泥发货数据已经出现了边际向好。
- 2021年下半年基建投资基数较低。

### 2022年7月水泥发货同比降幅缩窄



### 2022年7月基建维持高增



## 3.7 2022年下半年宏观经济预测

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3E	22Q4E	2020	2021	2022E
GDP同比 (%)	18.3	7.9	4.9	4.0	4.8	0.4	6.0	6.5	2.2	8.1	4.6
规上工业增加值同比 (%)	24.5	8.9	4.9	3.9	6.6	0.7	7.0	6.5	2.8	9.6	6.0
社零总额同比 (%)	33.9	13.9	5.0	3.5	3.3	-4.6	5.0	5.7	-3.9	12.5	4.6
固定资产投资同比 (%)	25.6	7.2	-0.5	-0.9	9.3	4.2	8.4	8.2	2.9	4.9	7.5
制造业 (%)	29.8	15.0	8.9	10.7	15.6	8.1	9.6	8.5	-2.2	13.5	9.4
基建 (全口径) (%)	26.8	-0.5	-6.9	-2.9	10.5	8.6	12.2	9.7	3.4	0.2	10.1
房地产开发投资 (%)	25.6	9.3	-0.8	-7.7	0.7	-9.1	-6.8	-3.0	7.0	4.4	1.5
进口同比 (%)	29.4	44.1	25.9	23.7	9.8	1.7	5.0	3.0	-0.7	30.1	4.3
出口同比 (%)	48.8	30.7	24.3	23.0	15.8	12.9	6.0	5.0	3.6	29.9	8.3
CPI同比 (%)	0.0	1.1	0.8	1.8	1.1	2.2	3.6	3.6	2.5	0.9	2.6
PPI同比 (%)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.7	6.8	3.2	0.8	-1.8	8.1	5.0
新增社融规模 (万亿)	10.3	7.5	7.0	6.6	12.1	8.6	8.2	6.6	34.9	31.4	34.5
社融存量同比 (%)	12.3	11.0	10.0	10.3	10.6	10.8	10.7	10.4	13.3	10.3	10.4
新增人民币贷款规模 (万亿)	7.7	5.1	4.0	3.2	8.3	5.2	4.8	3.7	19.6	19.9	21.0
M2同比 (%)	9.6	8.6	8.3	9.0	9.7	11.4	10.6	10.5	10.1	9.0	10.5



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

孙明新（首席基础材料和工程服务分析师）

执业证书编号：S1010519090001

## 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

## 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。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持任何观点的背书。

**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。

**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@cls.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2022版权所有。保留一切权利。