

# 2022年下半年A股市场分析

---

裘翔

中信证券研究部 联席首席策略师

2022年8月24日

# CONTENTS

## 目录

---

1. 国内的经济环境、治理变化以及改革方向
2. 发展模式转变带来的资本市场影响
3. 下半年的资本市场流动性和投资者行为分析
4. 下半年的市场风格特征
5. 下半年的行业配置选择

## 财政体制的变迁

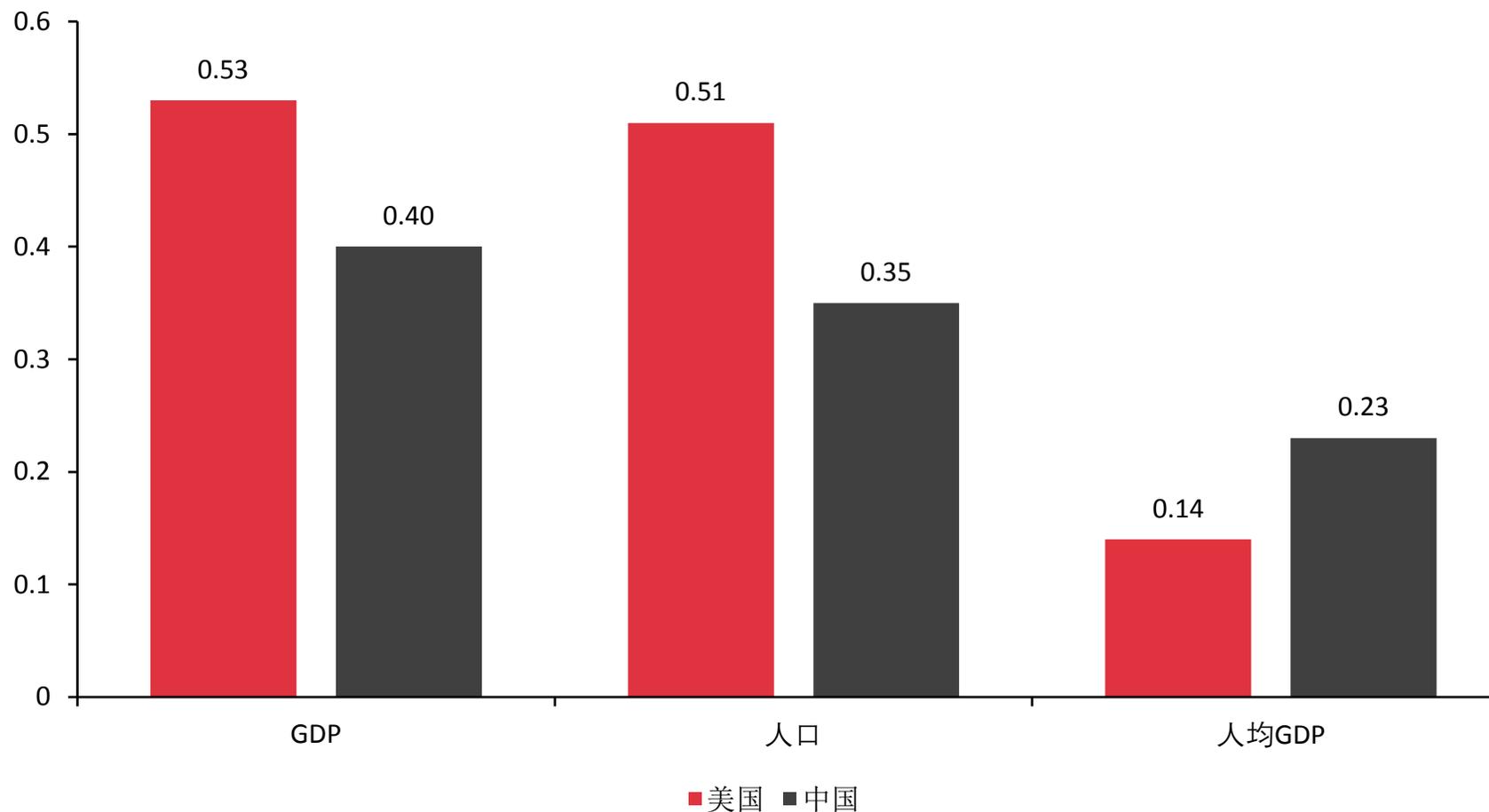
年份	财政体制	对地方收入的激励	收放权
1949~1952	统收统支	无	收
1953~1958	分类分成	中	放
1959~1970	总额分成	弱	收
1971~1973	收支包干	强	放
1974~1975	固定分成	中	收
1976~1979	总额分成	弱	收->放
1980~1984	划分收支、分级包干	中	放
1985~1987	划分税种，核定收支，分级包干	中	放
1988~1993	分灶吃饭	强	放
1994~2002	分税制初期	弱	收
2002~2021	土地财政	中	放 ( 02~12 ) -> 收 ( 12~21 )
2022~?	统一大市场、畅通国内大循环、基层财税改革	弱?	收



2015年2月：国务院印发 **《关于改革和完善中央对地方转移支付制度的意见》**，针对中央和地方转移支付制度存在的问题和不足，提出了改革和完善转移支付制度的指导思想、基本原则和主要措施。

2022年6月：国务院办公厅印发 **《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》**，部署进一步推进省以下财政体制改革的举措。

2015年中国各省和美国各州GDP、人口和人均GDP基尼系数



资料来源：《发展与平衡的新时代——新中国70年的空间政治经济学》（陆铭，李鹏飞，钟辉勇），《建设全国统一大市场的体制和观念障碍》（陆铭），长江产业经济研究院，中信证券研究部

# 打破依赖土地的传统城镇化模式

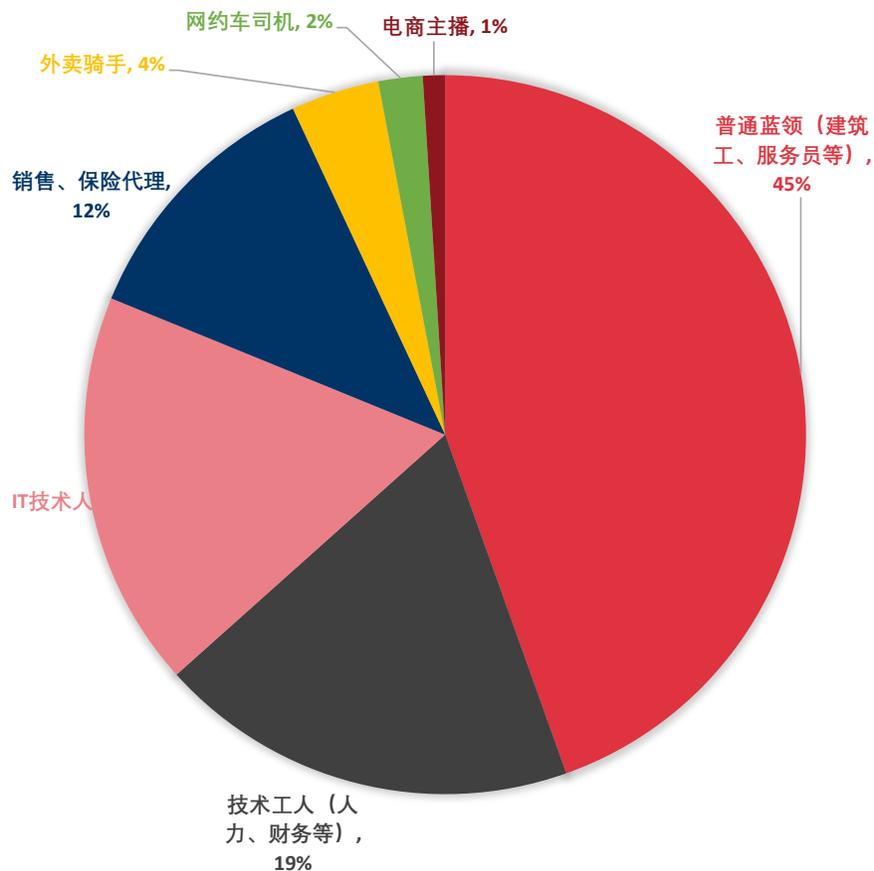
## 各省市公共预算收入、转移支付以及政府性基金收入

省市	2021转移支付/亿元	2021一般公共预算收入/亿元	1Q22一般公共预算收入/亿元	1Q22一般公共预算收入同比增速/%	2021政府性基金收入/亿元	1Q22政府性基金收入/亿元	1Q22政府性基金收入同比增速/%	依存度(转移支付)	依存度(政府性基金)	人口/万	人均(转移支付)	人均(财政收入)	人均(财政收入+转移支付)	人均(全部收入)
河南	4,381	4,347	1,225	9	3,375	370	-35	36%	28%	9640	0.45	0.45	0.91	1.26
广西	3,038	1,800	498	-2	1,729	206	-44	46%	26%	4960	0.61	0.36	0.98	1.32
湖南	3,582	3,251	900	4	3,806			34%	36%	6918	0.52	0.47	0.99	1.54
山东	2,664	7,284	2,140	7	11,860			12%	54%	10070	0.26	0.72	0.99	2.17
河北	3,481	4,168	1,356	9	2,807	383	-27	33%	27%	7592	0.46	0.55	1.01	1.38
安徽	3,142	3,498	1,109	17	3,516			31%	35%	6366	0.49	0.55	1.04	1.60
湖北	3,364	3,283	1,130	8	3,926	564	-34	32%	37%	5927	0.57	0.55	1.12	1.78
黑龙江	3,013	1,301	362	11	370	34	-52	64%	8%	3751	0.80	0.35	1.15	1.25
江西	2,585	2,812	955	14	2,972	335	-44	31%	36%	4666	0.55	0.60	1.16	1.79
四川	4,933	4,773	1,377	11	4,951			34%	34%	8375	0.59	0.57	1.16	1.75
云南	3,373	2,278	568	4	1,087	96	-75	50%	16%	4858	0.69	0.47	1.16	1.39
福建	1,343	3,383	1,192	17	3,343	474	-26	17%	41%	3973	0.34	0.85	1.19	2.03
吉林	2,145	1,144	263	-23	938	55	63	51%	22%	2691	0.80	0.43	1.22	1.57
辽宁	2,596	2,765	770	5	1,185	131	-50	40%	18%	4351	0.60	0.64	1.23	1.50
山西	1,962	2,835	1,020	51	980			34%	17%	3729	0.53	0.76	1.29	1.55
重庆	1,815	2,285	572	1	2,358	271	-43	28%	37%	3124	0.58	0.73	1.31	2.07
广东	1,264	14,103	3,463	1	8,491			5%	36%	11521	0.11	1.22	1.33	2.07
甘肃	2,533	1,002	249	13	589	349	184	61%	14%	2647	0.96	0.38	1.34	1.56
陕西	2,544	2,775	966	34	2,385			33%	31%	3876	0.66	0.72	1.37	1.99
江苏	1,573	10,015	2,888	4	13,633			6%	54%	8070	0.19	1.24	1.44	3.13
浙江	823	8,263	2,924	6	11,647	2,001	-16	4%	56%	5850	0.14	1.41	1.55	3.54
天津	452	2,141	520	-19	1,127	158	-28	12%	30%	1562	0.29	1.37	1.66	2.38
贵州	2,825	3,417	992	13	2,381	238	-34	33%	28%	3623	0.78	0.94	1.72	2.38
新疆	3,089	1,619	459	46	606			58%	11%	2523	1.22	0.64	1.87	2.11
内蒙古	2,466	2,350	916	64	505	62	-37	46%	9%	2540	0.97	0.93	1.90	2.09
宁夏	888	460	133	19	146			59%	10%	694	1.28	0.66	1.94	2.15
海南	1,085	921	275	19	394	138	59	45%	16%	945	1.15	0.97	2.12	2.54
青海	1,349	329	97	20	383			65%	19%	608	2.22	0.54	2.76	3.39
北京	1,016	5,932	1,690	7	2,706			11%	28%	2513	0.40	2.36	2.77	3.84
上海	709	7,772	2,518	11	3,769			6%	31%	2428	0.29	3.20	3.49	5.05
西藏	1,725	216	57	5.40	123			84%	6%	351	4.91	0.61	5.53	5.88

资料来源：财政部，中信证券研究部

# 新的就业结构下，稳市场主体、稳就业和稳增长的压力更大程度落在地方层面，同时又要求更高的灵活性

## 灵活就业人口分布



## 平台型经济带来的灵活就业人数

职业	灵活就业人数
IT技术人员 (如互联网服务外包等)	约4000万
外卖骑手	700万
平台网约车司机	400万
平台主播/网红	200万

## ■ 财税体制改革

- 思路：财权上收，事权再分配，打破地方锦标赛机制，全国统一大市场
- 加快户籍制度放开（发改委《“十四五”新型城镇化实施方案》）以及全国范围内农业用地和工业用地流转

## ■ 生产端供给侧改革

- 传统行业控制落后及高污染产能，反垄断和防范资本无序扩张
- 政府引导权益和产业投资，吸引社会资本参与，加快制造业高端化
- 消费品供给侧改革（《数字化助力消费品工业“三品”行动方案（2022-2025年）》）

## ■ 需求端释放潜力

- 人口生育支持政策
- 持续改革压降住房、教育、医疗成本

# CONTENTS

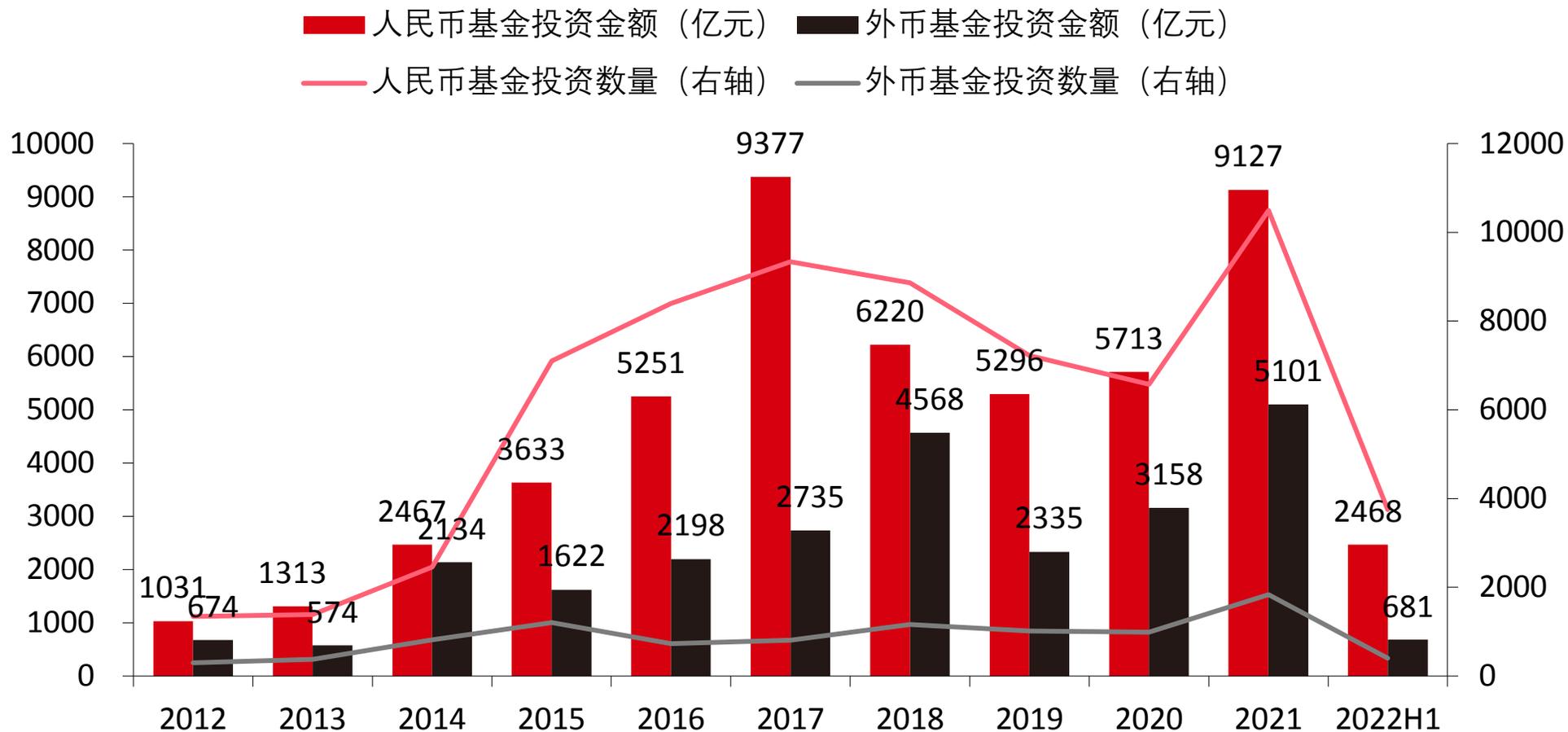
## 目录

---

1. 国内的经济环境、治理变化以及改革方向
2. 发展模式转变带来的资本市场影响
3. 下半年的资本市场流动性和投资者行为分析
4. 下半年的市场风格特征
5. 下半年的行业配置选择

# 上半年人民币基金及美元基金都出现了不同程度的募资放缓

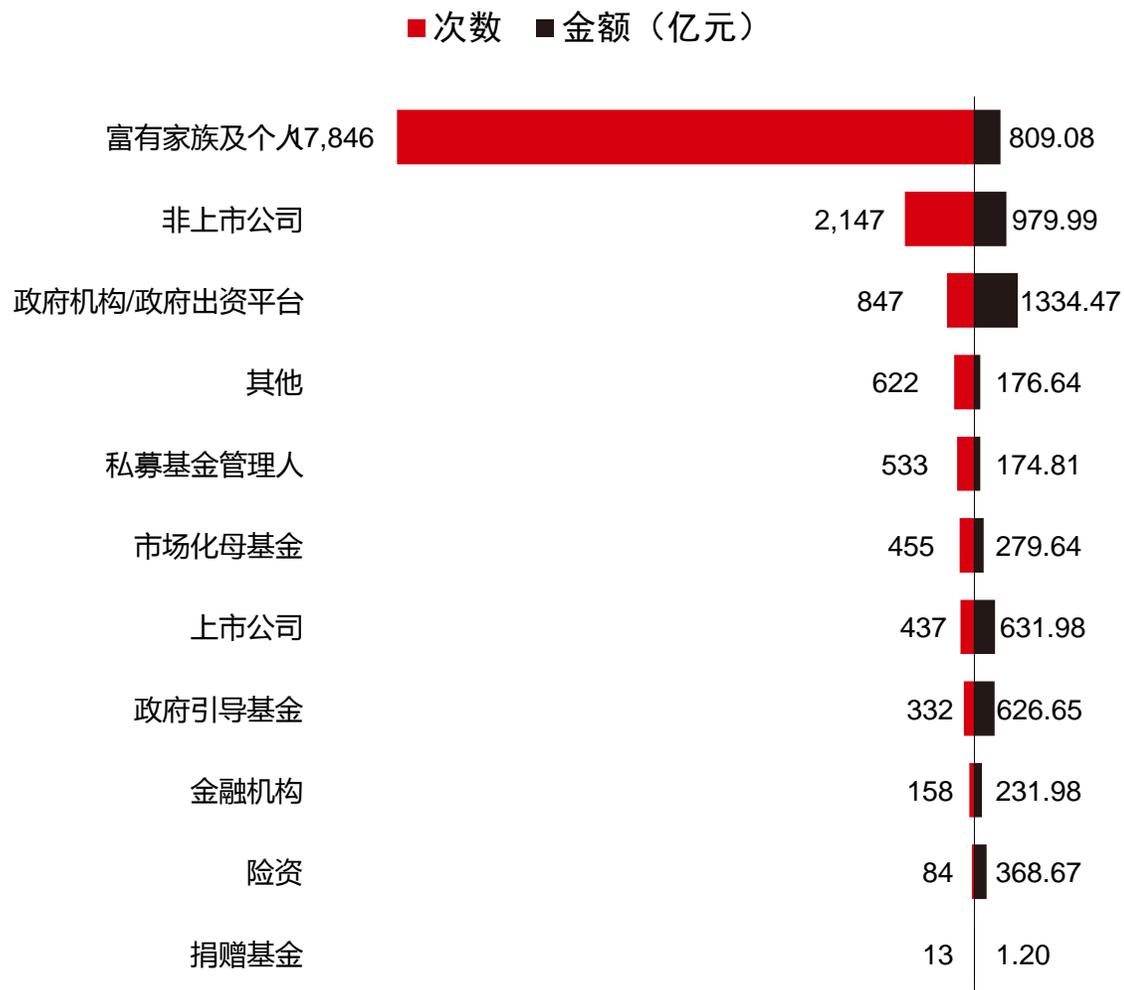
2022年上半年一级市场人民币和外币基金募资情况



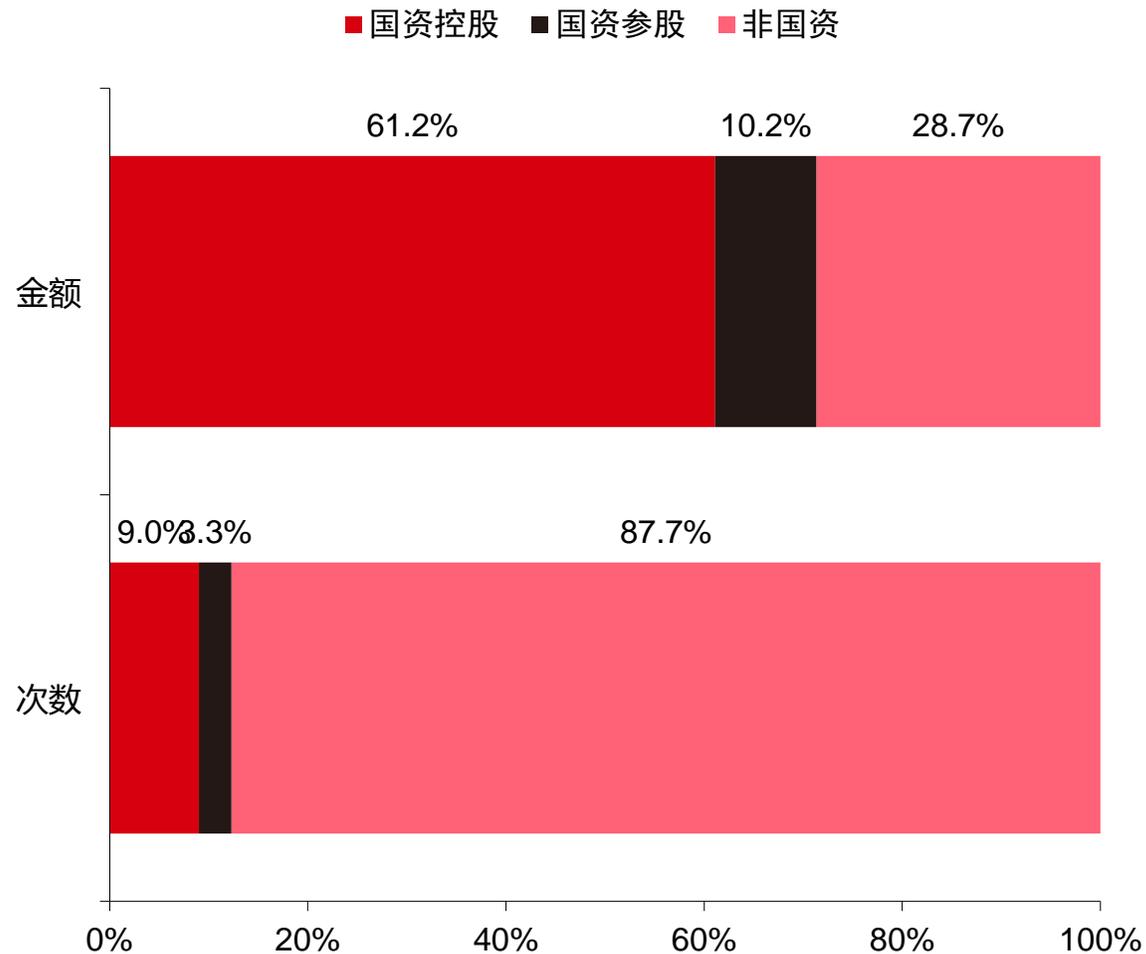
资料来源：清科研究中心；中信证券研究部

# 去年以来一级市场国资LP出资活跃

## 2022H1中国股权投资市场新募人民币基金LP出资分布



## 2022H1新募人民币基金LP国资属性分布

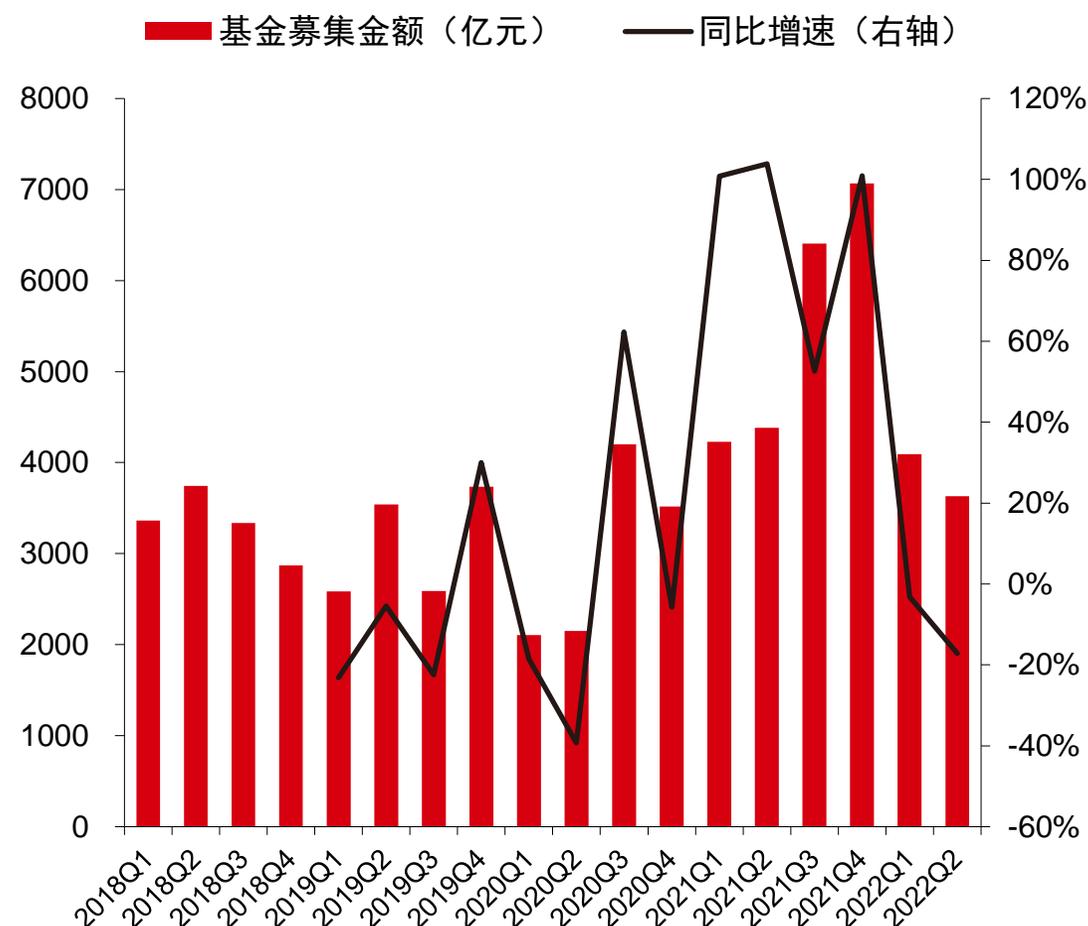


# 这是一轮政府所引导的权益投资浪潮

## 2022Q1部分大额人民币基金展示

基金名称	基金管理人	募集完成时间	基金类型	募集金额（亿元）
国寿铁工基金	国寿投资	2022年1月	基础设施投资基金	300.10
广州城投城市更新股权投资基金	广州城投佳册产投	2022年5月	基础设施投资基金	200.00
无锡国寿成达股权投资基金	国寿股权	2022年2月	成长基金	100.00
北京百路投资基金	中交基金	2022年2月	基础设施投资基金	90.51
上海高林昱泰健康股权投资基金	高瓴资本	2022年4月	并购基金	80.11
台州市椒江国信兴台股权投资基金	国信融基投资	2022年6月	成长基金	80.00
北京京国管股权投资基金	北京国有资本	2022年4月	成长基金	70.01
国投（广东）科技成果转化创业投资基金	国投创业	2022年2月	创业投资基金	68.50
晟元(珠海)产业投资基金	智路资本	2022年3月	成长基金	60.51
云南省重点产业投资基金	云南产投股权投资	2022年4月	成长基金	60.01

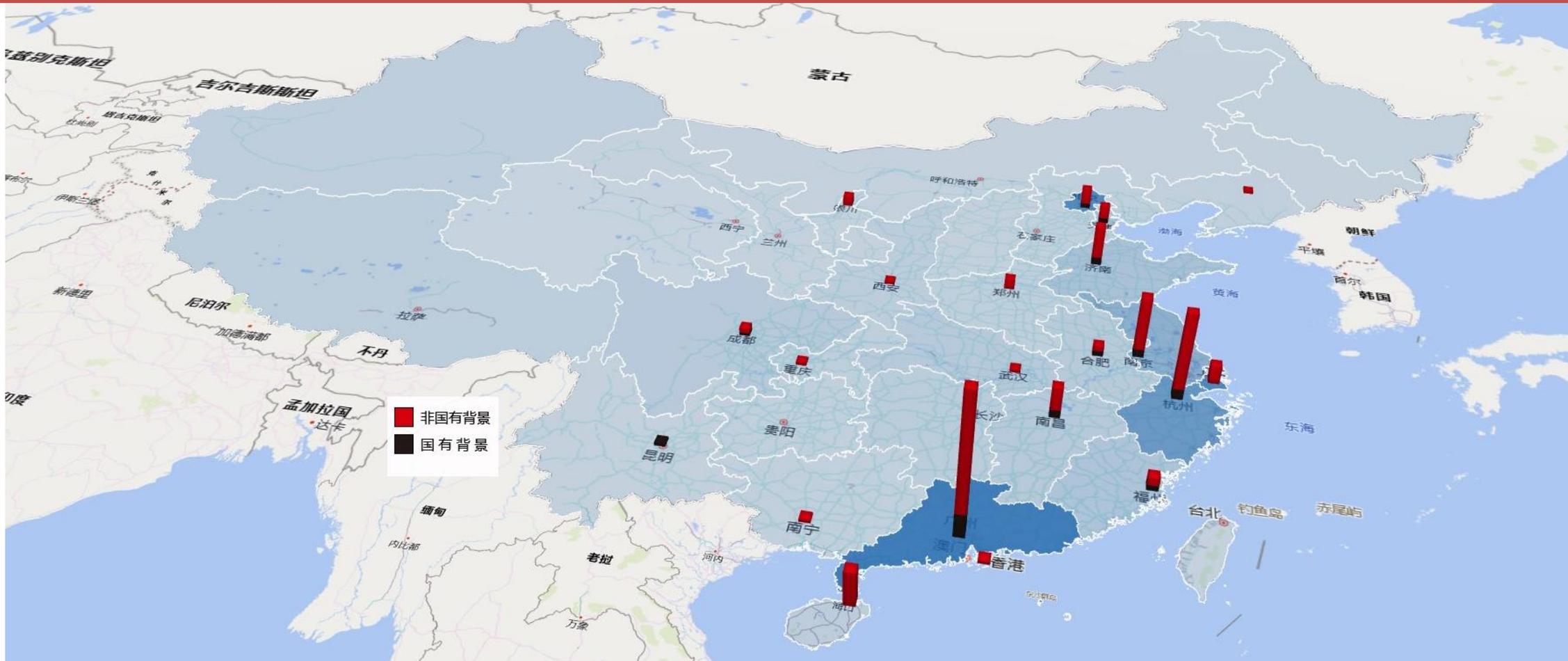
## 2019Q1~2022Q2中国股权投资基金各季度募集



资料来源：清科研究中心，Wind，中信证券研究部

# 产融结合也是新型城镇化的主要驱动形式

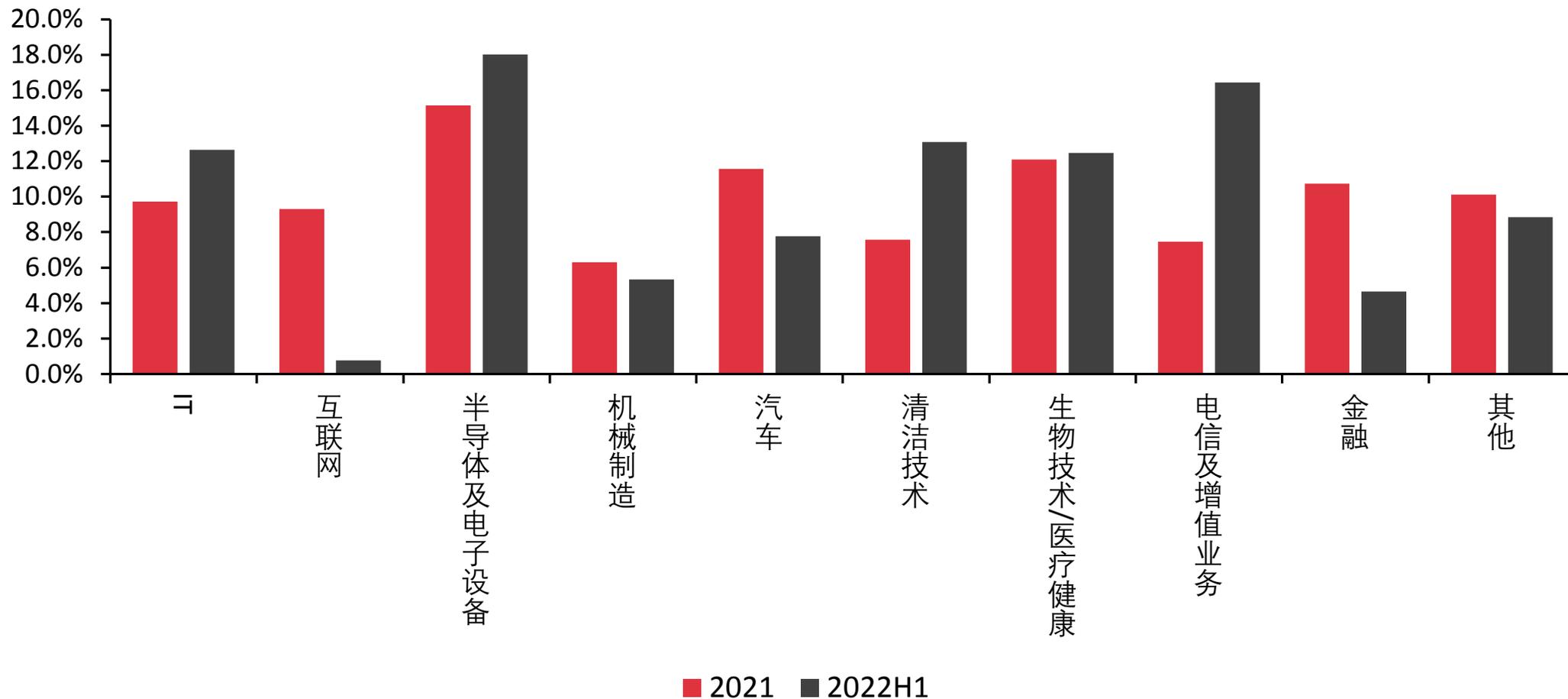
## 2022上半年新成立创投基金省域分布



资料来源：清科研究中心，Wind，中信证券研究部

注：中信证券研究部策略组制图

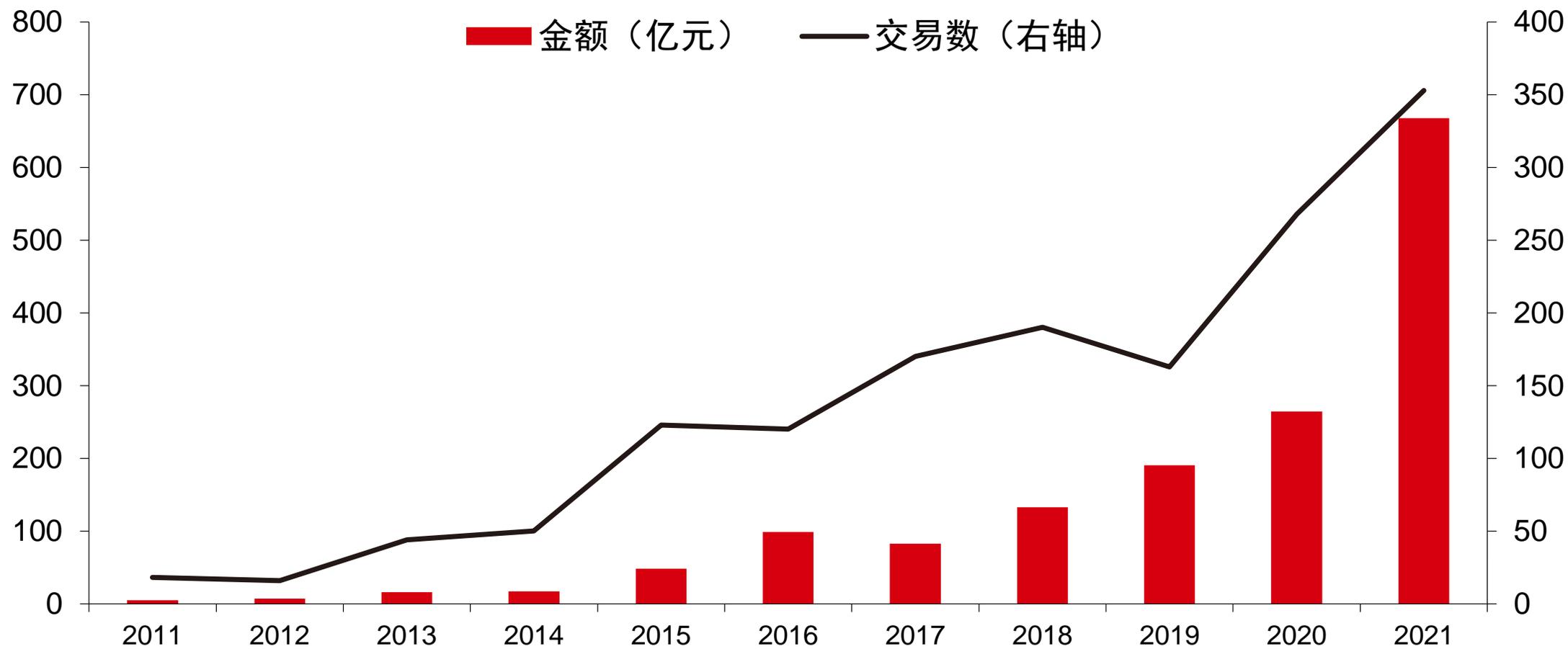
## 2021年及2022上半年国有背景股权投资基金行业投向结构



资料来源：清科研究中心；中信证券研究部

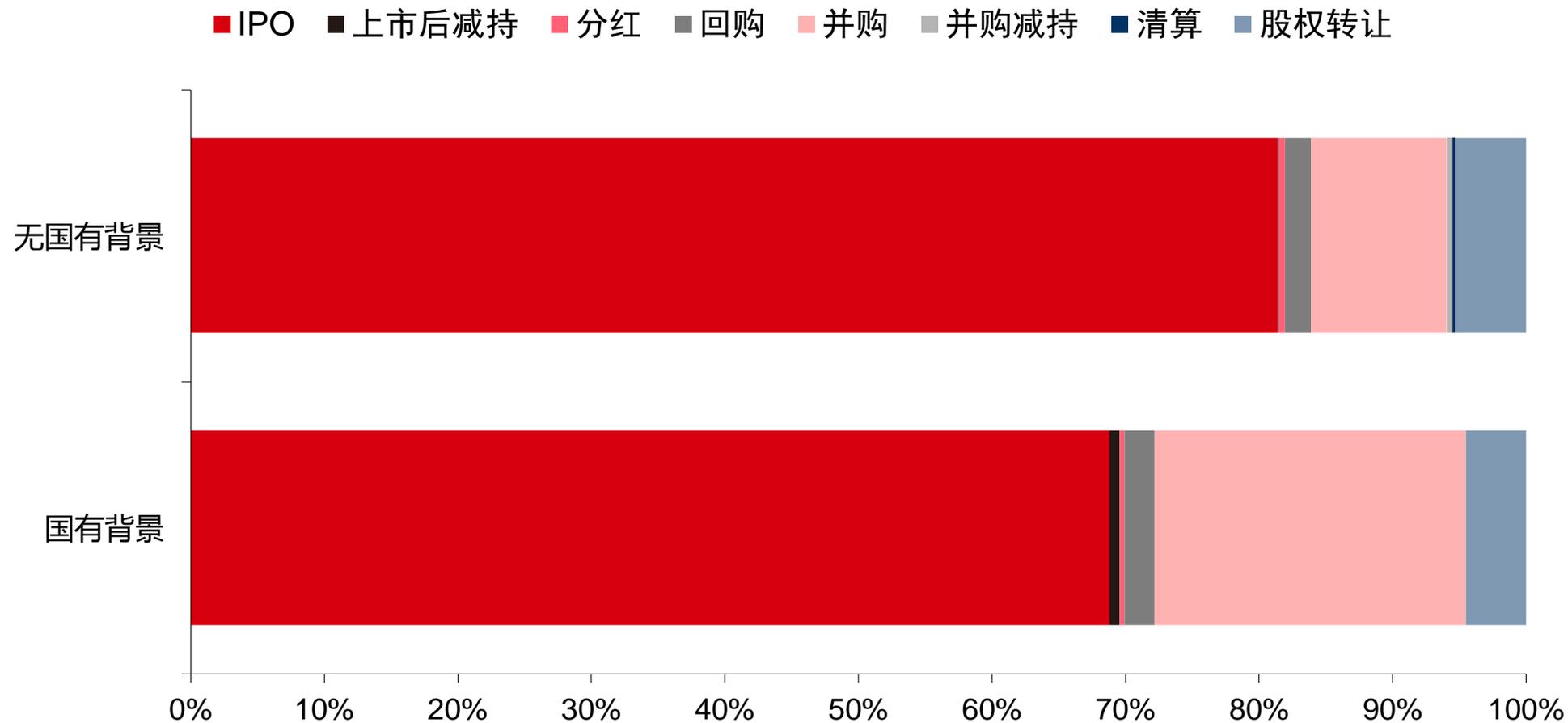
# 私募股权市场的份额交易从去年以来也明显更加活跃

## 中国私募股权二级市场交易统计



资料来源：执中ZERONE，中信证券研究部

2022上半年私募股权基金退出方式数量占比 (%)



资料来源：清科研究中心；中信证券研究部

# CONTENTS

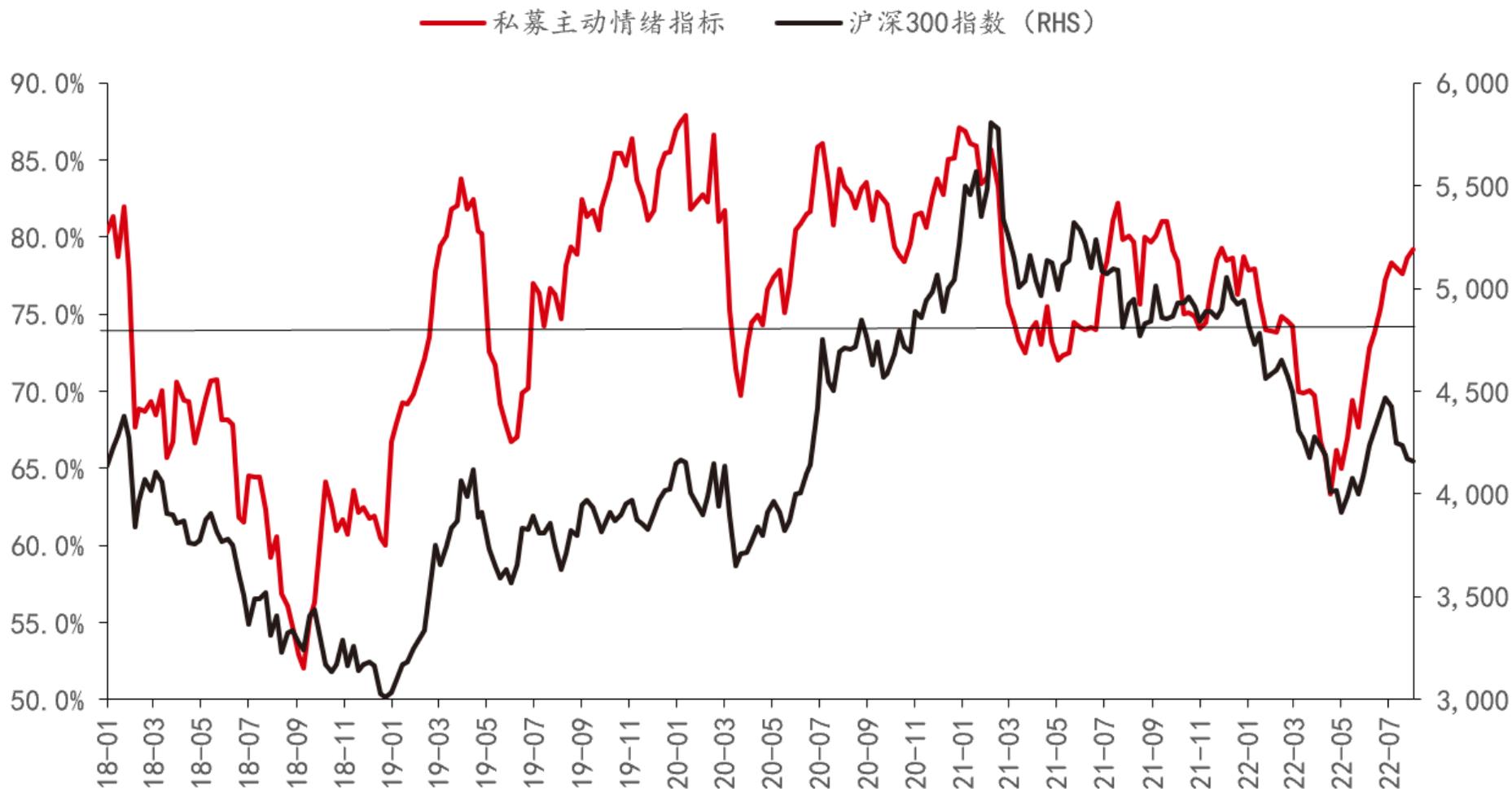
## 目录

---

1. 国内的经济环境、治理变化以及改革方向
2. 发展模式转变带来的资本市场影响
3. 下半年的资本市场流动性和投资者行为分析
4. 下半年的市场风格特征
5. 下半年的行业配置选择

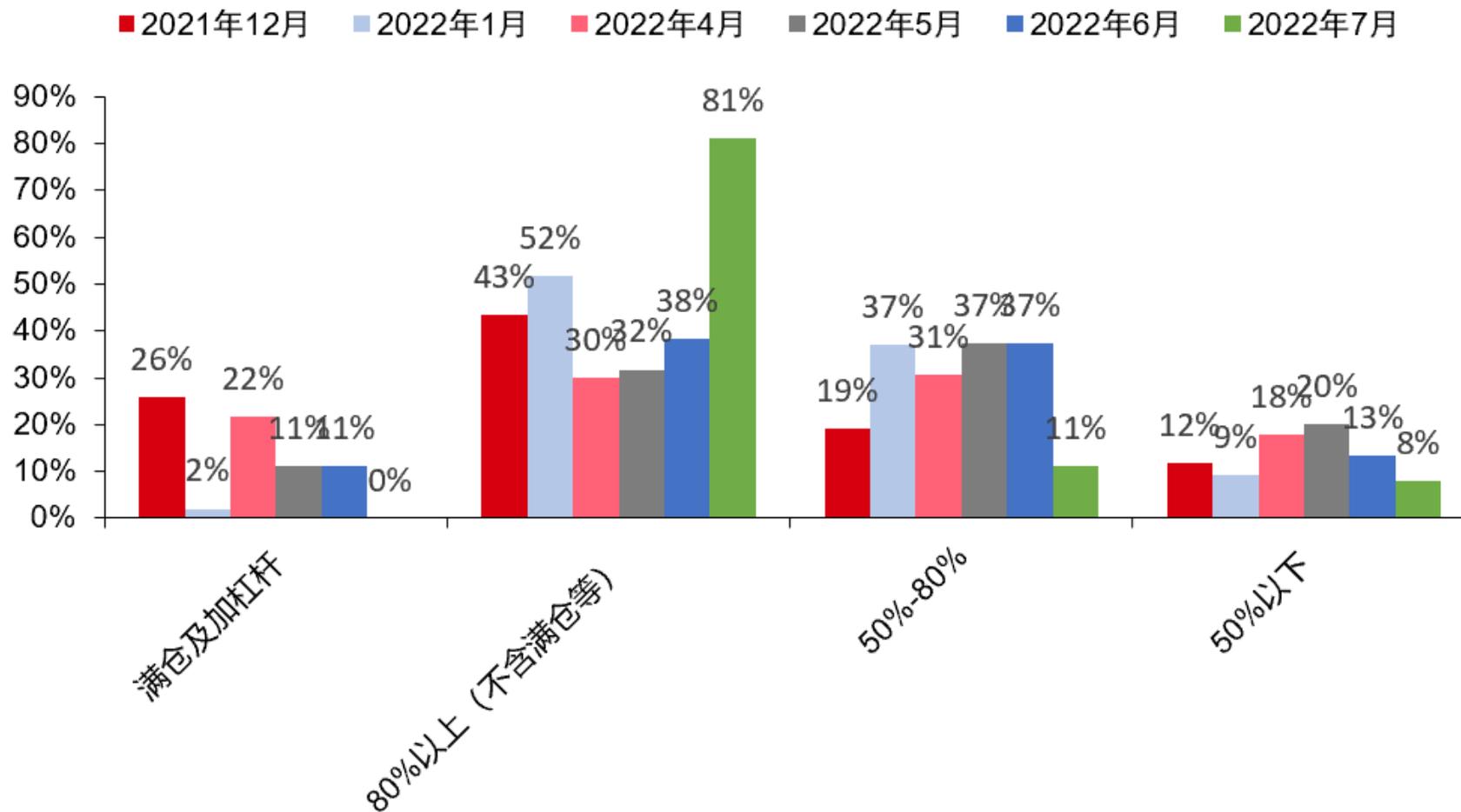
# 活跃私募情绪指标已经步入高位

## 活跃私募的情绪变动情况



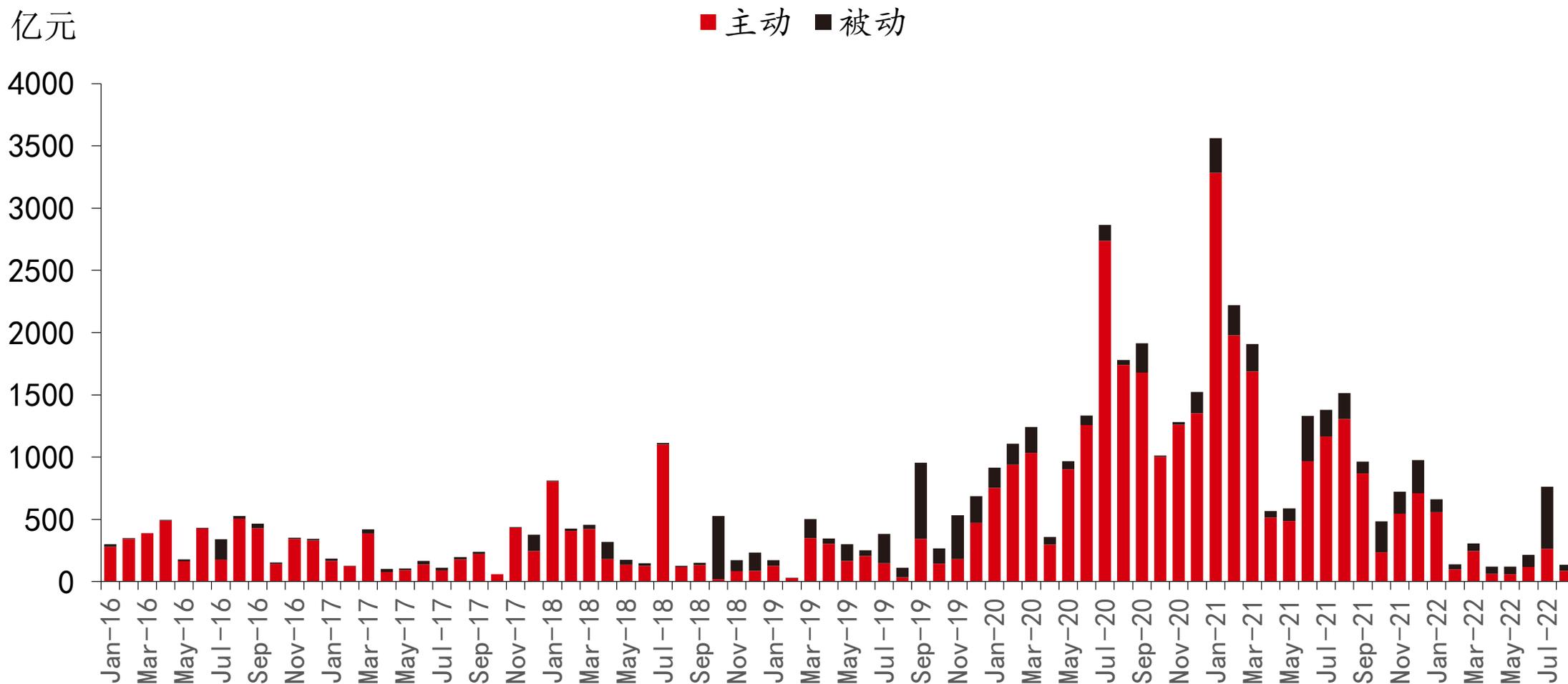
资料来源：中信证券渠道调研

去年12月以来私募仓位数量分布变化 (%)



# 新发基金依旧维持相对低迷

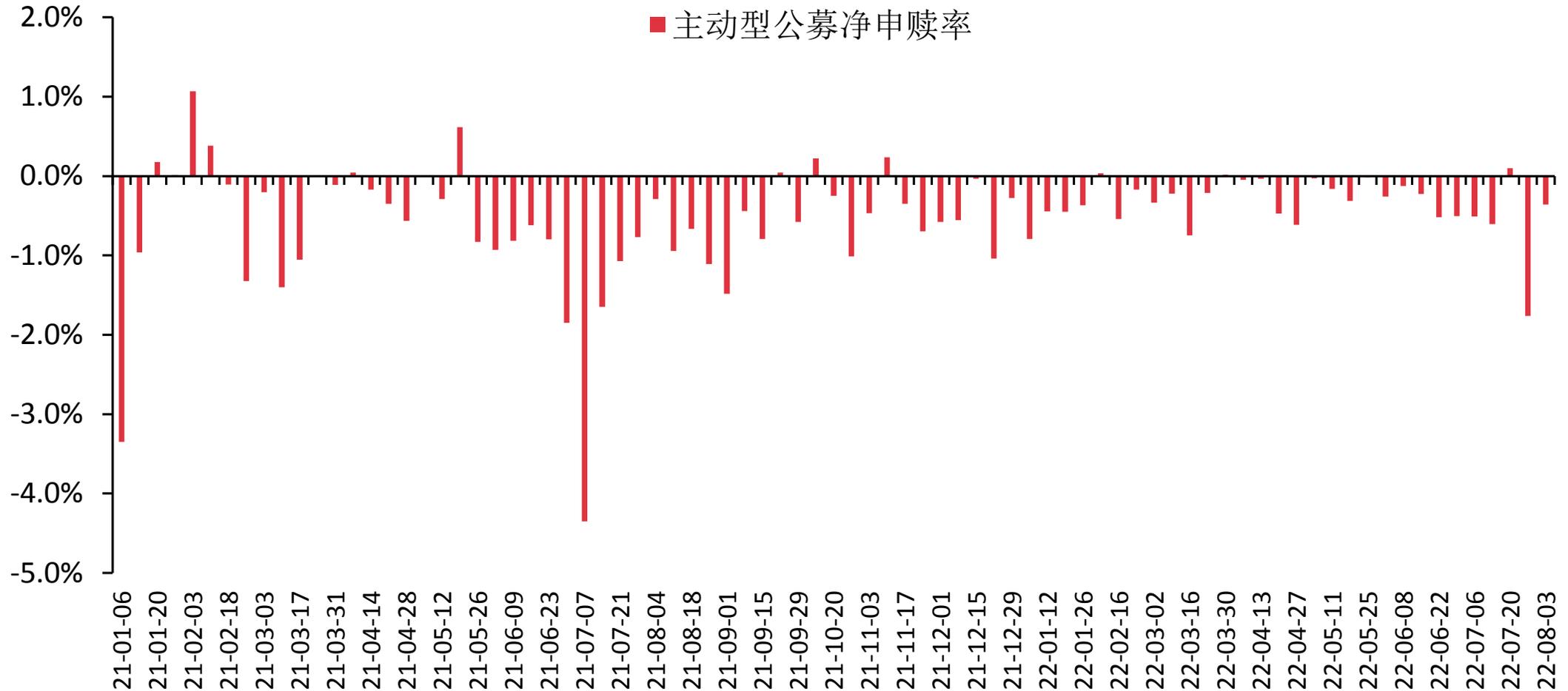
三季度主动型公募基金产品新发规模依然保持在较低水平（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

# 存量产品也以小幅净赎回为主

存续公募基金产品的净申赎率略有提升但整体仍稳定在较低水平（%）

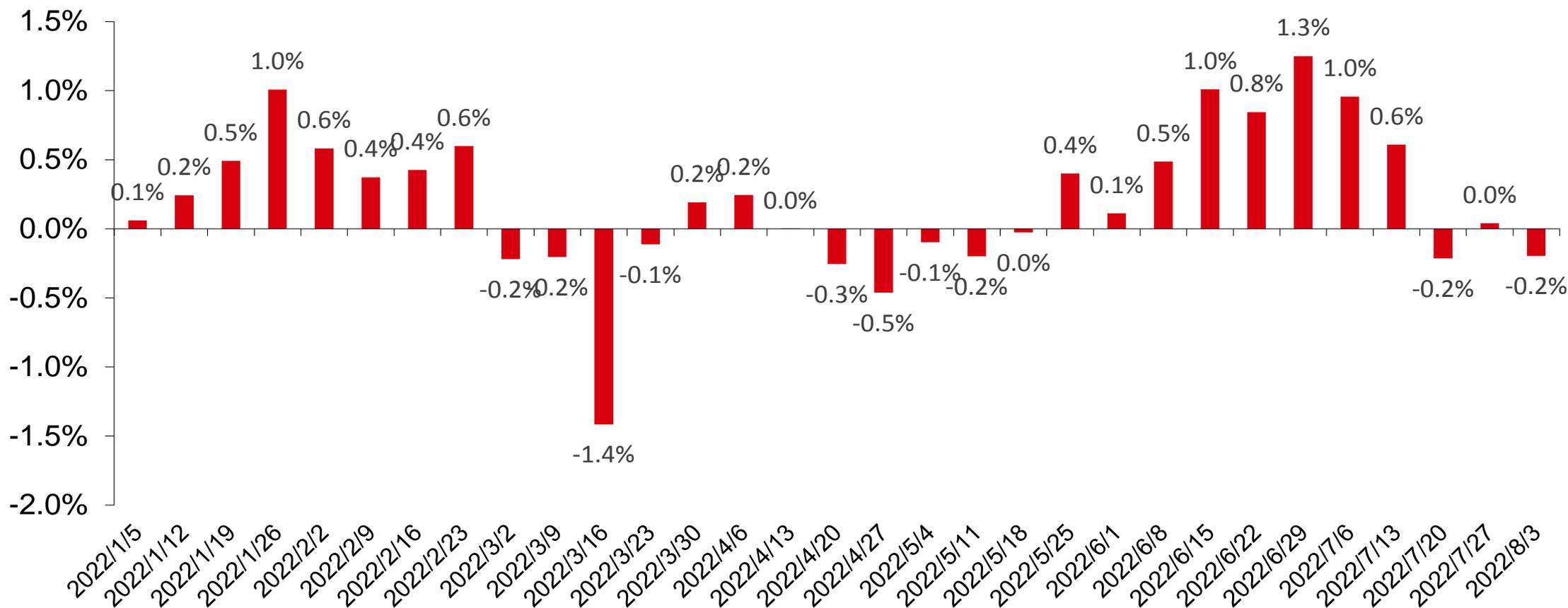


资料来源：中信证券渠道调研

# 外资的净流入进入7月再一次有所放缓

境外资金明显回流速度有所放缓 (%)

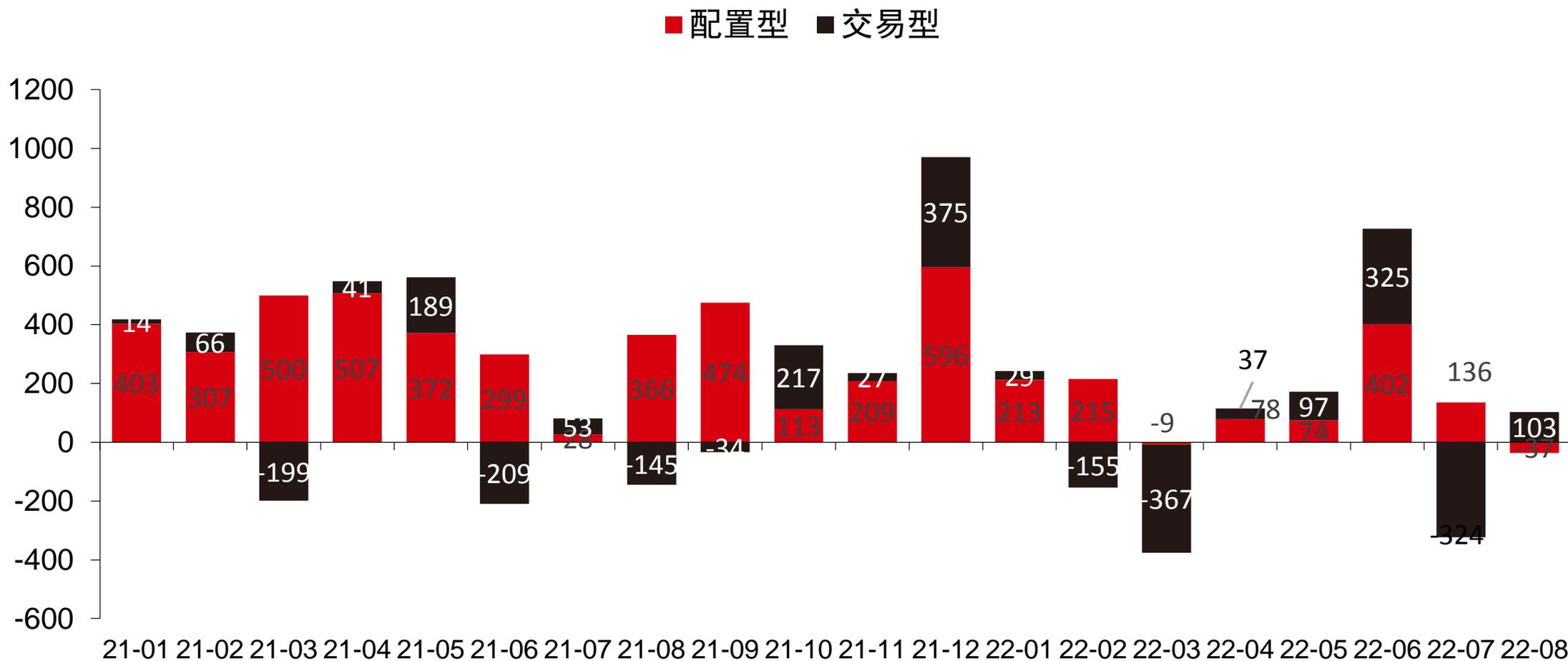
海外中国China Fund周度净申赎率



资料来源: Eikon, 中信证券研究部

# 7月开始配置型外资流入速度再次放缓

进入8月，配置型外资出现小幅流出（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至2022年8月12日

# CONTENTS

## 目录

---

1. 国内的经济环境、治理变化以及改革方向
2. 发展模式转变带来的资本市场影响
3. 下半年的资本市场流动性和投资者行为分析
4. 下半年的市场风格特征
5. 下半年的行业配置选择

# 用定义经济环境的方式来判断可能的风格：四分法

## 成长和价值风格轮动的四分法

经济环境特征	新的产业趋势形成，信用周期上行，宏观景气上行	新旧动能转换初期，政策收紧增速放缓	新旧动能转换中期，经济增速下行压力大	新旧动能转换后期，政策创新找到新的经济托底工具
主要前提条件	明确的产业驱动力拉动大量就业，带来中日的经济驱动力减弱，新的产业趋势冒头，低收入人群平均工资水平的普遍快速上升	收入增速惯性下消费升级加速	旧的经济驱动力衰退，新的产业趋势形成但尚不能拉动大量就业，收入增长惯性减弱	旧的经济驱动力消失，但政府找到驱动信用扩张的工具，新的产业趋势形成趋势并开始出现零散的新兴业态
符合特征的历史阶段	2005~2007; 2009; 2017~2019	2010~2011上半年; 2020~2021上半年	2011下半年~2012; 2021下半年至今	2013~2016; 2022下半年/2023~
	2005~2007: 城镇化、外贸（传统制造业就业）	2010~2011上半年: 智能手机渗透率快速提升、消费电子生产东移	2011下半年~2012: 智能手机渗透率接近70%提升速度放缓	2013~2016: 移动互联应用开始大面积零散出现，新的业态开始出现，数字化开始加速
对应的产业驱动力	2009: 基建、地产（建筑、餐饮等服务业就业）	2020~2021上半年: 电动车、新能源、电子产业继续东移	2021下半年至今: 移动互联流量红利见顶，服务业线上化和数字化基本完成	<b>预计2022下半年/2023~: 电车、新能源、电子产业东移持续带来大量CAPEX增长，设备和材料型企业快速成长；地理区域间产业差异化互补和协同开始起步</b>
	2017~2019: 移动互联和数字化（2亿灵活就业，平台型经济直接拉动5000W）			
对应的市场风格	白马蓝筹	白马成长	低估值	小盘成长
策略思路	进攻	进攻	防御	进攻
时间长度	3~4年	1~1.5年	1~1.5年	3~4年

资料来源：中信证券研究部（含预测）

# 新旧动能转换过程中，经济增速下行压力加大，经济企稳后成长股相对占优

## 2009年以来成长风格和价值风格因子累计涨幅趋同



# CONTENTS

## 目录

---

1. 国内的经济环境、治理变化以及改革方向
2. 发展模式转变带来的资本市场影响
3. 下半年的资本市场流动性和投资者行为分析
4. 下半年的市场风格特征
5. 下半年的行业配置选择

- **成长制造：创新驱动**
  - 标签属性较弱、估值性价比仍较高的**化工新材料**
  - 国产化率不断提升的**半导体（车规半导体、材料）**
  - 业绩持续兑现的**军工（军工电子、材料）**
  - 智能驾驶相关的**零部件、汽车电子**仍然有潜力，欧洲能源危机和中国十四五装机目标驱动**电光伏、风电**产业链上的设备和材料企业
- **医药：随着政策影响缓和，或迎来阶段性估值修复行情**
  - **创新药、医疗器械和医疗服务**
- **消费：**
  - 景气度不错或有拐点的品种：**白酒、小家电、两轮车、化妆品、人力资源服务**
  - 关注疫情受损板块（**航空、酒店**）
- **周期：**
  - 大宗易涨难跌环境没变化
  - 对冲赛道股回落的防御性选择
  - 下游需求恶化到极致，估值处于历史低位的**基础化工**
- **专精特新：**
  - **化工新材料+机械（FA自动化、铸件等）**
- **其他主题性机会：**
  - **军工、国企改革、合成生物、数字人民币**

- 国内外疫情反复；
- 中美科技贸易和金融领域摩擦加剧；
- 国内政策及经济复苏进度不及预期；
- 海内外宏观流动性超预期收紧；
- 俄乌冲突进一步升级。



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

裘翔（联席首席策略师）

执业证书编号：S1010518080002

## 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述任何观点的背书。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。

**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。