



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
证券研究报告

2011 年 1 月 17 日

房地产

研究部

白宏炜*

分析师, SAC 执业证书编号

S0080200010016

baihw@cicc.com.cn

对“沪土地出让期满无偿收回”的评论

行业近况:

今日新浪网等媒体报道了上海近期多幅地块《国有建设用地使用权出让申请须知》中“出让人收回并补偿相应残余价值”或“出让人无偿收回”等内容,引发业内多方讨论以及投资者关注。

评论:

该条款表面上并非违规,可追溯至 1990 年颁布的《城镇国有土地使用权出让和转让条例》: 由于我国城镇土地所有权归国家,条例规定受让方仅在一定时限内拥有土地使用权和合法收益权(居住用地 70 年、商业用地 40 年、其他 50 年)。自条例颁布算起,最早一批土地将于 2030 年出让期满。对此条例规定:“土地使用权期满,土地使用权及其地上建筑物、其他附着物所有权由国家无偿取得”、“土地使用权期满,土地使用者可以申请续期。需要续期的,应当依照本条例的规定重新签订合同,支付土地使用权出让金”。因此,关于“无偿取得”、“重新支付出让金”等规定早已有之。

但该条款省去了可续期的申请权,若全国推广,对市场的影响将是颠覆性的: 可收回是名义上的,可续期是预期中的,所以如果没有续期的期权,土地租用期满被收回,则房产也将随之变为有“时限”的纯消费品,而非随着土地增值而增值的资本品,房价超出成本的大部分的土地溢价就不存在了,而房屋会随着折旧使用价值将不断下降。因此倘若该规定全国推广,将带来整个房地产市场的价值重估,必将带动房价/地价大跌。

该条款推广的可能性很小: 我们认为这只是一个极为特殊的个案,等到土地使用权到期之时予以执行的可能性很小。原因在于:第一,倘若执行,地价大跌,地方政府损失巨大,土地出让金的大幅缩水将严重拖累地方财政和城市经济。第二,倘若执行,房产变为纯消费品,伴随其折旧,房产税税基也将缩水,进一步拖累地方税收。

不用等到 2030 年,物业税就可提前解决土地到期问题: “十一五”规划中要求“稳步推进物业税”,事实上当时就已经关注到了上述问题。所谓物业税,与房产税的本质区别,就在于税基中是否包含土地。而目前的政策趋势是,通过首先落实房产税逐步向物业税过渡,未来再将城镇土地使用税甚至土地出让金等合并,统一征收物业税。众所周知,物业税属财产税,针对土地征收财产税是对土地资本品属性以及土地受让方权力的基本肯定,政府只需通过设定合理的税率以及税基评估标准,即可达到规范土地市场的目的。

总结来说,该条款具有特殊性,不排除短期调控市场目的: 我们认为这个消息对地产板块是负面影响。不排除上海有借此措施抑制地价和房价的目的,特别是降低旧城改造的成本,但我们认为这项规定与物业税发展趋势不符,土地被“无偿收回”的可能性非常小,房地产市场因此而重新估值的风险很低。

估值与建议:

伴随着通胀预期的升温 and 近期地产价格和成交量的回暖,市场加剧了对加息及进一步调控政策加码的担心,如 2010 年一样媒体打压报道倾向性又有抬头趋势,这些对投资地产股带来压力,我们认为在通胀不失控的情况下,随着通胀的回落和供给的增加,房价有望出现平稳或调整的态势,地产股将迎来较好的投资机会,目前估值已经反映了较悲观房价调整预期,地产股的调整是很好的买入机会,建议投资者逢低吸纳,耐心持有,近期市场仍存在不确定性,建议投资重点放在负债率较低,销售较好的公司,主要是中西部和高周转的龙头地产公司。如 A 股万科/金地; H 股龙湖/雅居乐。

* 报告贡献人: 张宇 (zhangyu3@cicc.com.cn)

图表 1: 可比公司估值

公司名称	代码	当前评级	当前股价 (元)	目标价 (元)	上涨 空间	总市值 (十亿元)	每股收益 (Rmb)				CAGR	P/E(x)			P/B (x)			每股NAV (元)				溢/折价	资产负债率 (%)	总储备 (百万平米)
			2011-1-14			2011-1-14	09A	10E	11E	09-11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	10E	11E	10E	11E		09A		
A股																								
侧重开发:																								
万科 A	000002	推荐	9.1	n.a.	n.a.	99.0	0.48	0.65	0.79	27%	18.7	13.8	11.5	2.7	2.3	1.9	10.5	11.5	-14%	-21%	67%		57.6	
金地集团	600383	推荐	7.3	n.a.	n.a.	32.8	0.40	0.50	0.60	23%	18.5	14.6	12.2	2.2	1.9	1.7	7.7	8.3	-4%	-11%	70%		15.9	
招商地产	000024	推荐	17.6	n.a.	n.a.	28.7	0.96	1.17	1.34	18%	18.4	15.0	13.2	1.9	1.6	1.5	25.3	26.2	-31%	-33%	62%		10.4	
金融街	000402	推荐	7.1	n.a.	n.a.	21.4	0.45	0.52	0.61	16%	15.7	13.7	11.7	1.4	1.3	1.1	12.4	13.4	-43%	-47%	62%		9.3	
首开股份	600376	推荐	18.5	n.a.	n.a.	21.3	0.81	1.11	1.28	26%	22.8	16.6	14.5	2.2	2.0	1.7	23.1	24.0	-20%	-23%	71%		9.4	
滨江集团	002244	推荐	12.8	n.a.	n.a.	17.3	0.48	0.73	1.02	46%	26.8	17.5	12.5	4.1	3.3	2.6	14.0	15.0	-9%	-15%	78%		3.7	
保利地产	600048	推荐	14.9	n.a.	n.a.	68.1	0.77	1.02	1.26	28%	19.4	14.6	11.8	2.7	2.3	1.9	17.7	18.0	-16%	-17%	70%		44.0	
冠城大通	600067	审慎推荐	9.7	n.a.	n.a.	7.1	0.39	0.91	1.19	76%	25.2	10.7	8.2	3.5	2.6	1.9	14.8	15.4	-34%	-37%	81%		2.2	
华发股份	600325	审慎推荐	11.1	n.a.	n.a.	9.1	0.83	0.95	1.02	11%	13.3	11.7	10.9	1.8	1.6	1.4	18.7	20.0	-41%	-45%	68%		7.1	
北京城建	600266	审慎推荐	13.0	n.a.	n.a.	11.6	0.96	1.12	1.00	2%	13.6	11.6	13.0	2.4	1.9	1.6	18.8	19.8	-31%	-34%	67%		3.8	
荣盛发展	002146	审慎推荐	14.3	n.a.	n.a.	20.5	0.43	0.65	0.87	43%	33.6	22.1	16.5	5.3	4.2	3.5	7.3	9.3	95%	53%	72%		15.7	
栖霞建设	600533	审慎推荐	5.2	n.a.	n.a.	5.4	0.21	0.32	0.39	36%	24.4	16.1	13.2	2.0	1.8	1.6	6.2	6.7	-16%	-23%	65%		2.4	
广宇集团	002133	审慎推荐	6.5	n.a.	n.a.	3.2	0.33	0.39	0.60	34%	19.5	16.8	10.8	1.8	1.7	1.4	8.4	9.3	-23%	-30%	73%		1.5	
中华企业	600675	中性	7.2	n.a.	n.a.	10.2	0.45	0.38	0.45	-1%	16.0	18.9	16.2	2.8	2.2	2.0	9.5	10.4	-24%	-31%	70%		2.3	
阳光股份	000608	中性	7.5	n.a.	n.a.	5.7	0.36	0.71	0.66	37%	21.2	10.6	11.3	3.7	2.7	2.3	9.5	10.5	-20%	-28%	70%		2.4	
亿城股份	000616	中性	5.4	n.a.	n.a.	5.4	0.42	0.46	0.51	9%	12.7	11.7	10.7	1.9	1.6	1.4	5.1	5.7	6%	-5%	61%		2.2	
大龙地产	600159	中性	5.3	n.a.	n.a.	4.4	0.41	0.20	0.30	-14%	12.8	26.7	17.2	2.8	2.5	2.2	5.2	5.4	0%	-3%	48%		1.4	
平均值										25%	19.6	15.4	12.7	2.6	2.2	1.9			-13%	-21%	68%			
中间值										26%	18.7	14.6	12.2	2.4	2.0	1.7			-20%	-23%	70%			
开发和持有:																								
浦东金桥	600639	推荐	9.2	n.a.	n.a.	6.9	0.43	0.47	0.53	11%	21.7	19.8	17.5	2.3	2.1	1.9	13.5	15.0	-31%	-38%	50%		1.7	
陆家嘴	600663	中性	17.0	n.a.	n.a.	28.5	0.61	0.67	0.71	8%	28.0	25.5	24.1	3.3	3.0	2.6	18.7	19.4	-9%	-12%	42%		3.6	
中国国贸	600007	中性	9.9	n.a.	n.a.	9.9	0.29	0.17	0.37	14%	34.3	59.1	26.3	2.3	2.2	2.0	11.5	12.2	-14%	-19%	51%		0.5	
平均值										11%	28.0	34.8	22.6	2.6	2.4	2.2			-18%	-23%	48%			
中间值										11%	28.0	25.5	24.1	2.3	2.2	2.0			-14%	-19%	50%			
B股																								
			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)								(HK\$)	(HK\$)						
万科B	200002	推荐	10.1	14.0	39%	115.2	0.55	0.76	0.96	32%	18.4	13.3	10.5	2.6	2.2	1.7	12.3	14.0	-18%	-28%	67%		57.6	
招商局B	200024	推荐	15.2	22.4	47%	33.4	1.09	1.36	1.63	22%	14.0	11.2	9.3	1.4	1.2	1.0	29.5	32.0	-48%	-52%	62%		10.4	
金桥B	900911	推荐	6.7	12.8	91%	8.0	0.48	0.54	0.64	15%	13.8	12.4	10.4	1.5	1.3	1.1	15.7	18.3	-57%	-63%	50%		1.7	
陆家B	900932	推荐	12.3	19.0	54%	33.1	0.69	0.78	0.86	12%	17.9	15.9	14.3	2.1	1.8	1.6	21.7	23.7	-43%	-48%	42%		3.6	
平均值										20%	16.0	13.2	11.1	1.9	1.6	1.4			-42%	-48%	55%			
中间值										19%	15.9	12.8	10.5	1.8	1.6	1.3			-46%	-50%	56%			
H股																								
			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)								(HK\$)	(HK\$)						
中国海外	688	推荐	15.2	18.6	22%	124.5	0.79	1.01	1.19	23%	19.2	15.1	12.8	3.0	2.5	2.2	17.0	18.5	-11%	-18%	63%		33.9	
华润置地	1109	推荐	14.7	18.6	27%	79.1	0.50	0.73	0.93	37%	29.5	20.1	15.7	2.0	1.7	1.5	18.4	20.7	-20%	-29%	60%		24.0	
首创置业	2868	推荐	2.8	4.1	45%	5.7	0.30	0.42	0.60	41%	9.2	6.7	4.6	1.1	1.0	0.8	6.0	6.2	-53%	-55%	70%		9.3	
雅居乐	3383	推荐	12.8	13.7	7%	44.5	0.61	0.93	1.12	36%	21.0	13.7	11.4	2.8	2.2	1.9	18.5	20.0	-31%	-36%	66%		32.1	
龙湖地产	960	推荐	12.9	13.6	6%	66.4	0.33	0.53	0.75	50%	38.5	24.5	17.2	4.8	4.0	3.1	10.6	11.8	22%	9%	69%		25.5	
宝龙地产	1238	推荐	2.6	3.1	19%	10.5	0.34	0.30	0.36	3%	7.6	8.7	7.2	1.1	0.9	0.7	3.8	4.7	-32%	-45%	43%		7.0	
远洋地产	3377	推荐	5.2	5.6	8%	29.5	0.21	0.36	0.47	49%	24.7	14.4	11.1	1.1	1.0	0.9	8.8	9.0	-41%	-42%	62%		15.2	
绿城中国	3900	审慎推荐	9.8	11.1	14%	16.0	0.55	0.74	1.24	51%	17.9	13.1	7.8	1.5	1.3	1.1	19.8	20.5	-51%	-52%	84%		31.6	
深控股	604	审慎推荐	2.8	3.4	21%	9.9	0.22	0.25	0.26	9%	12.6	11.2	10.7	0.8	0.8	0.7	5.8	6.2	-52%	-55%	57%		22.5	
恒盛地产	845	审慎推荐	2.9	3.8	33%	22.4	0.21	0.27	0.36	30%	13.7	10.8	8.1	1.7	1.5	1.2	5.0	5.9	-43%	-51%	55%		16.3	
碧桂园	2007	审慎推荐	3.0	3.7	22%	50.8	0.14	0.19	0.24	29%	21.5	15.9	12.9	2.1	1.9	1.7	4.2	4.6	-28%	-34%	66%		40.1	
方兴地产	817	中性	2.4	2.8	20%	21.8	0.11	0.14	0.11	-1%	20.8	16.9	21.3	1.3	1.2	1.2	3.6	3.7	-34%	-36%	55%		2.5	
SOHO中国	410	中性	6.4	6.6	4%	33.1	0.37	0.67	0.56	24%	17.4	9.6	11.4	1.7	1.4	1.2	6.9	7.4	-8%	-13%	54%		1.9	
富力地产	2777	中性	12.2	12.3	0%	39.4	0.79	1.09	1.25	26%	15.6	11.2	9.8	2.1	1.7	1.4	17.5	18.9	-30%	-35%	74%		32.4	
世茂地产	813	中性	13.2	13.7	4%	46.9	0.77	0.95	1.09	19%	17.1	13.9	12.1	1.8	1.6	1.4	19.4	21.1	-32%	-37%	62%		36.3	
瑞安地产	272	中性	4.0	4.7	16%	21.0	0.50	0.27	0.29	-24%	8.1	14.8	14.1	0.8	0.8	0.7	7.7	8.5	-47%	-52%	47%		14.4	
平均值										25%	18.4	13.8	11.8	1.9	1.6	1.4			-31%	-36%	62%			
中间值										28%	17.6	13.8	11.4	1.7	1.5	1.2			-32%	-37%	62%			

资料来源: 彭博, 中金公司研究部

附录

《中华人民共和国城镇国有土地使用权出让和转让暂行条例》

中华人民共和国国务院令 第 055 号

第一章 总 则

第一条 为了改革城镇国有土地使用制度，合理开发、利用、经营土地，加强土地管理，促进城市建设和经济发展，制定本条例。

第二条 国家按照所有权与使用权分离的原则，实行城镇国有土地使用权出让、转让制度，但地下资源、埋藏物和市政公用设施除外。前款所称城镇国有土地是指市、县城、建制镇、工矿区范围内属于全民所有的土地(以下简称土地)。

第三条 中华人民共和国境内外的公司、企业、其他组织和个人，除法律另有规定者外，均可依照本条例的规定取得土地使用权，进行土地开发、利用、经营。

第四条 依照本条例的规定取得土地使用权的土地使用者，其使用权在使用年限内可以转让、出租、抵押或者用于其他经济活动，合法权益受国家法律保护。

第五条 土地使用者开发、利用、经营土地的活动，应当遵守国家法律、法规的规定，并不得损害社会公共利益。

第六条 县级以上人民政府土地管理部门依法对土地使用权的出让、转让、出租、抵押、终止进行监督检查。

第七条 土地使用权出让、转让、出租、抵押、终止及有关的地上建筑物、其他附着物的登记，由政府土地管理部门、房产管理部门依照法律和国务院的有关规定办理。

登记文件可以公开查阅

第二章 土地使用权出让

第八条 土地使用权出让是指国家以土地所有者的身份将土地使用权在一定年限内让与土地使用者，并由土地使用者向国家支付土地使用权出让金的行为。

土地使用权出让应当签订出让合同。

第九条 土地使用权的出让，由市、县人民政府负责，有计划、有步骤地进行。

第十条 土地使用权出让的地块、用途、年限和其他条件，由市、县人民政府土地管理部门会同城市规划和建设管理部门、房产管理部门共同拟定方案，按照国务院规定的批准权限批准后，由土地管理部门实施。

第十一条 土地使用权出让合同应当按照平等、自愿、有偿的原则，由市、县人民政府土地管理部门(以下简称出让方)与土地使用者签订。

第十二条 土地使用权出让最高年限按下列用途确定：

- (一)居住用地七十年；
- (二)工业用地五十年；
- (三)教育、科技、文化、卫生、体育用地五十年；
- (四)商业、旅游、娱乐用地四十年；
- (五)综合或者其他用地五十年。

第十三条 土地使用权出让可以采取下列方式：

- (一)协议；
- (二)招标；
- (三)拍卖。
- (四)依照前款规定方式出让土地使用权的具体程序和步骤，由盛自治区、直辖市人民政府规定。

第十四条 土地使用者应当在签订土地使用权出让合同后六十日内，支付全部土地使用权出让金。逾期未全部支付的，出让方有权解除合同，并可请求违约赔偿。

第十五条 出让方应当按照合同规定，提供出让的土地使用权。未按合同规定提供土地使用权的，土地使用者有权解除合同，并可请求违约赔偿。

第十六条 土地使用者在支付全部土地使用权出让金后，应当依照规定办理登记，领取土地使用证，取得土地使用权。

第十七条 土地使用者应当按照土地使用权出让合同的规定和城市规划的要求，开发、利用、经营土地。

未按合同规定的期限和条件开发、利用土地的，市、县人民政府土地管理部门应当予以纠正，并根据情节可以给予警告、罚款直至无偿收回土地使用权的处罚。

第十八条 土地使用者需要改变土地使用权出让合同规定的土地用途的，应当征得出让方同意并经土地管理部门和城市规划部门批准，依照本章的有关规定重新签订土地使用权出让合同，调整土地使用权出让金，并办理登记。

第三章 土地使用权转让

第十九条 土地使用权转让是指土地使用者将土地使用权再转让的行为，包括出售、交换和赠与。未按土地使用权出让合同规定的期限和条件投资开发、利用土地的，土地使用权不得转让。

第二十条 土地使用权转让应当签订转让合同。

第二十一条 土地使用权转让时，土地使用权出让合同和登记文件中所载明的权利、义务随之转移。

第二十二条 土地使用者通过转让方式取得的土地使用权，其使用年限为土地使用权出让合同规定的使用年限减去原土地使用者已使用年限后的剩余年限。

第二十三条 土地使用权转让时，其地上建筑物、其他附着物所有权随之转让。

第二十四条 地上建筑物、其他附着物的所有人或者共有人，享有该建筑物、附着物使用范围内的土地使用权。土地使用者转让地上建筑物、其他附着物所有权时，其使用范围内的土地使用权随之转让，但地上建筑物、其他附着物作为动产转让的除外。

第二十五条 土地使用权和地上建筑物、其他附着物所有权转让，应当按照规定办理过户登记。土地使用权和地上建筑物、其他附着物所有权分割转让的，应当经市、县人民政府土地管理部门和房产管理部门批准，并依照规定办理过户登记。

第二十六条 土地使用权转让价格明显低于市场价格的，市、县人民政府有优先购买权。土地使用权转让的市场价格不合理上涨时，市、县人民政府可以采取必要的措施。

第二十七条 土地使用权转让后，需要改变土地使用权出让合同规定的土地用途的，依照本条例第十八条的规定办理。

第四章 土地使用权出租

第二十八条 土地使用权出租是指土地使用者作为出租人将土地使用权随同地上建筑物、其他附着物租赁给承租人使用，由承租人向出租人支付租金的行为。未按土地使用权出让合同规定的期限和条件投资开发、利用土地的，土地使用权不得出租。

第二十九条 土地使用权出租，出租人与承租人应当签订租赁合同。租赁合同不得违背国家法律、法规和土地使用权出让合同的规定。

第三十条 土地使用权出租后，出租人必须继续履行土地使用权的出让合同。

第三十一条 土地使用权和地上建筑物、其他附着物出租，出租人应当依照规定办理登记。

第五章 土地使用权抵押

第三十二条 土地使用权可以抵押。

第三十三条 土地使用权抵押时，其地上建筑物、其他附着物随之抵押。地上建筑物、其他附着物抵押时，其使用范围内的土地使用权随之抵押。

第三十四条 土地使用权抵押，抵押人与抵押权人应当签订抵押合同。抵押合同不得违背国家法律、法规和土地使用权出让合同的规定。

第三十五条 土地使用权和地上建筑物、其他附着物抵押，应当按照规定办理抵押登记。

第三十六条 抵押人到期未能履行债务或者在抵押合同期间宣告解散、破产的，抵押权人有权依照国家法律、法规和抵押合同的规定处分抵押财产。因处分抵押财产而取得土地使用权和地上建筑物、其他附着物所有权的，应当依照规定办理过户登记。

第三十七条 处分抵押财产所得，抵押权人有权优先受偿权。

第三十八条 抵押权因债务清偿或者其他原因而消灭的，应当依照规定办理注销抵押登记。

第六章 土地使用权终止

第三十九条 土地使用权因土地使用权出让合同规定的使用年限届满、提前收回及土地灭失等原因而终止。

第四十条 土地使用权期满，土地使用权及其地上建筑物、其他附着物所有权由国家无偿取得。土地使用者应当交还土地使用证，并依照规定办理注销登记。

第四十一条 土地使用权期满，土地使用者可以申请续期。需要续期的，应当依照本条例第二章的规定重新签订合同，支付土地使用权出让金，并办理登记。

第四十二条 国家对土地使用者依法取得的土地使用权不提前收回。在特殊情况下，根据社会公共利益的需要，国家依照法律程序提前收回，并根据土地使用者已使用的年限和开发、利用土地的实际状况给予相应的补偿。

第七章 划拨土地使用权

第四十三条 划拨土地使用权是指土地使用者通过各种方式依法无偿取得的土地使用权。前款土地使用者应当依照《中华人民共和国城镇土地使用税暂行条例》的规定缴纳土地使用税。

第四十四条 划拨土地使用权，除本条例第四十五条规定的情况外，不得转让、出租、抵押。

第四十五条 符合下列条件的，经市、县人民政府土地管理部门和房产管理部门批准，其划拨土地使用权和地上建筑物、其他附着物所有权可以转让、出租、抵押：

（一）土地使用者为公司、企业、其他经济组织和个人；

（二）领有国有土地使用证；

（三）具有地上建筑物、其他附着物合法的产权证明；

（四）依照本条例第二章的规定签订土地使用权出让合同，向当地市、县人民政府补交土地使用权出让金或者以转让、出租、抵押所获效益抵交土地使用权出让金。

转让、出租、抵押前款划拨土地使用权的，分别依照本条例第三章、第四章和第五章的规定办理。

第四十六条 对未经批准擅自转让、出租、抵押划拨土地使用权的单位和个人，市、县人民政府土地管理部门应当没收其非法收入，并根据情节处以罚款。

第四十七条 无偿取得划拨土地使用权的土地使用者，因迁移、解散、撤销、破产或者其他原因而停止使用土地的，市、县人民政府应当无偿收回其划拨土地使用权，并可依照本条例的规定予以出让。

对划拨土地使用权，市、县人民政府根据城市建设发展需要和城市规划的要求，可以无偿收回，并可依照本条例的规定予以出让。

无偿收回划拨土地使用权时，对其地上建筑物、其他附着物，市、县人民政府应当根据实际情况给予适当补偿。

第八章 附 则

第四十九条 土地使用者应当依照国家税收法规的规定纳税。

第五十条 依照本条例收取的土地使用权出让金列入财政预算，作为专项基金管理，主要用于城市建设和土地开发。具体使用管理办法，由财政部另行制定。

第五十一条 各盛自治区、直辖市人民政府应当根据本条例的规定和当地的实际情况选择部分条件比较成熟的城镇先行试点。

第五十二条 外商投资从事开发经营成片土地的，其土地使用权的管理依照国务院的有关规定执行。

第五十三条 本条例由国家土地管理局负责解释；实施办法由盛自治区、直辖市人民政府制定。

第五十四条 本条例自发布之日起施行。

一九九〇年五月十九日

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED