



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 10 月 10 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

中金公司存量商品住房价格/租金指数月报 2011 年 9 月 (第 21 期)

数据点评:

指数整体走势: 以 2007 年 1 月为基期 (100 点), 中金住房价格/租金指数所覆盖的九个城市 (北京、天津、上海、杭州、深圳、武汉、合肥、成都、西安) 住房价格和租金变化趋势如下:

2011 年 9 月平均价格指数 196.84, 相比上月和上年同期分别下降 1.32 和上涨 8.24; 折合环比下降 0.67%, 同比上涨 4.37%。价格指数连续第四个月环比下跌, 较 5 月份的高点已累计下跌 3.5%, 该情形与 2008 年三四季度时非常相似。同比涨幅仍延续下降趋势, 4.37% 的同比涨幅较上月下降了 1.95 个百分点, 再创两年来的新低 (图表 1)。

2011 年 9 月平均租金指数 133.46, 相比上月上涨 1.52, 较上年同期上涨 12.55; 折合环比上涨 1.15%, 同比上涨 10.38%。租赁市场旺季的到来使得租金环比连续第五个月上涨; 同比涨幅较上月略有扩大, 且明显高于价格同期涨幅, 以往价格增速明显快于租金、房价租金严重背离的趋势持续好转 (图表 1)。

各城市指数变化简析:

价格指数方面, 2011 年 9 月, 我们监测的 9 个城市中有 4 个环比下跌, 5 个上涨。4 个下跌的城市中, 除上海环比跌幅较小 (0.9%) 以外, 北京、杭州、成都环比跌幅均超过 3%。5 个上涨的城市中, 天津、杭州、武汉、合肥在经历此前连续 2-3 月下跌之后, 上月出现了 1%-2% 的环比反弹, 而深圳经历 8 月份 -7.3% 的环比大跌后上月也出现了 2.4% 的环比反弹。同比方面, 各城市房价同比涨幅基本都呈现出逐步放缓的态势, 其中, 天津、上海房价同比负增长, 分别为 -2.3% 和 -3.0%; 北京、杭州、合肥同比涨幅在 5% 以内; 武汉同比涨幅在 10% 以内; 深圳、西安、成都涨幅超过 10%, 其中深圳最高, 为 12.2%。

租金指数方面, 2011 年 9 月, 我们监测的 9 个城市中有 5 个环比上涨, 4 个下跌。其中, 北京、武汉、成都涨幅较大, 均接近或超过 4%, 特别的, 北京租金已连续 5 个月稳步上涨, 体现出很强的住房需求。上海、深圳近期表现出租金上涨乏力的趋势, 本月略有回调。同比方面, 上海租金同比已出现负增长, 为 -1.7%; 北京、天津涨幅在 10% 以内; 其他城市均超过 10%, 其中涨幅最高的是西安, 为 16.7%。

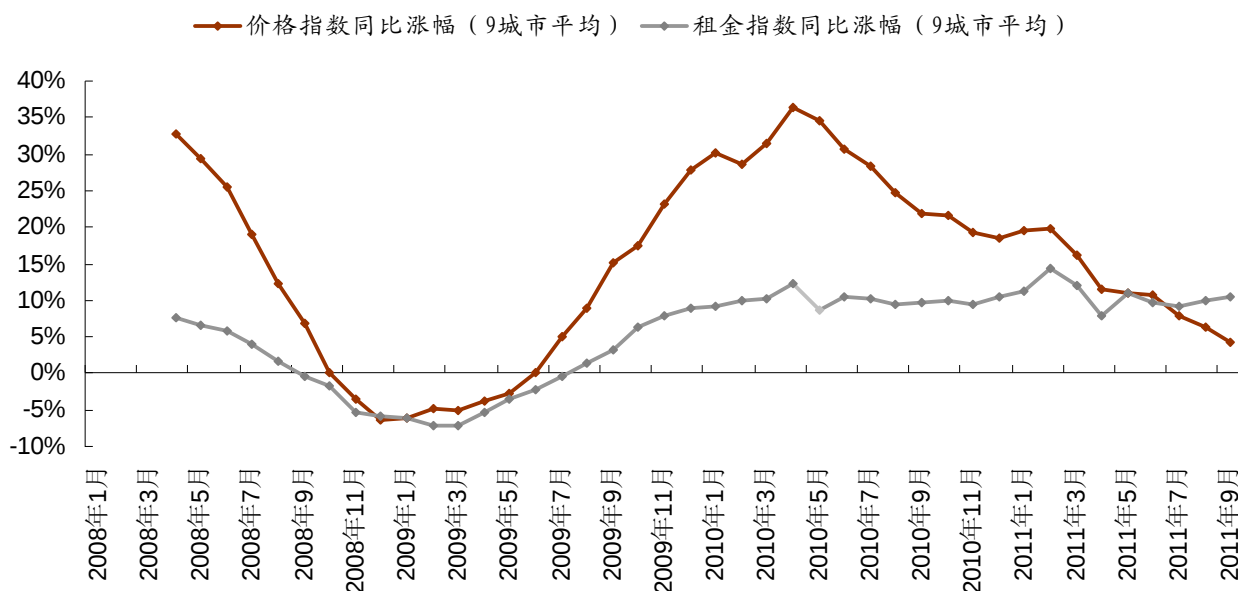
趋势分析:

本月房价环比降幅 0.7%, 同比涨幅亦下探至 4.4%, 调整势头持续, 房价正在朝着实质性调整 (即同比负增长) 的方向稳步迈进。我们维持“市场调整期将持续, 价格小幅振荡向下”的判断。今年 9、10 月份新房销售不好, 导致开发商不得不延迟推盘, 伴随后期供给进一步增加, 我们判断房价在今年末或明年初将出现实质性调整, 但整个调整期是一个幅度有限但时间较长的过程。目前地产股票前期跌幅已过度反应了房价调整, 未来将随着成交量的回升而出现估值修复, 股价将震荡上行。

* 报告贡献人: 张宇 (zhangyu3@cicc.com.cn)

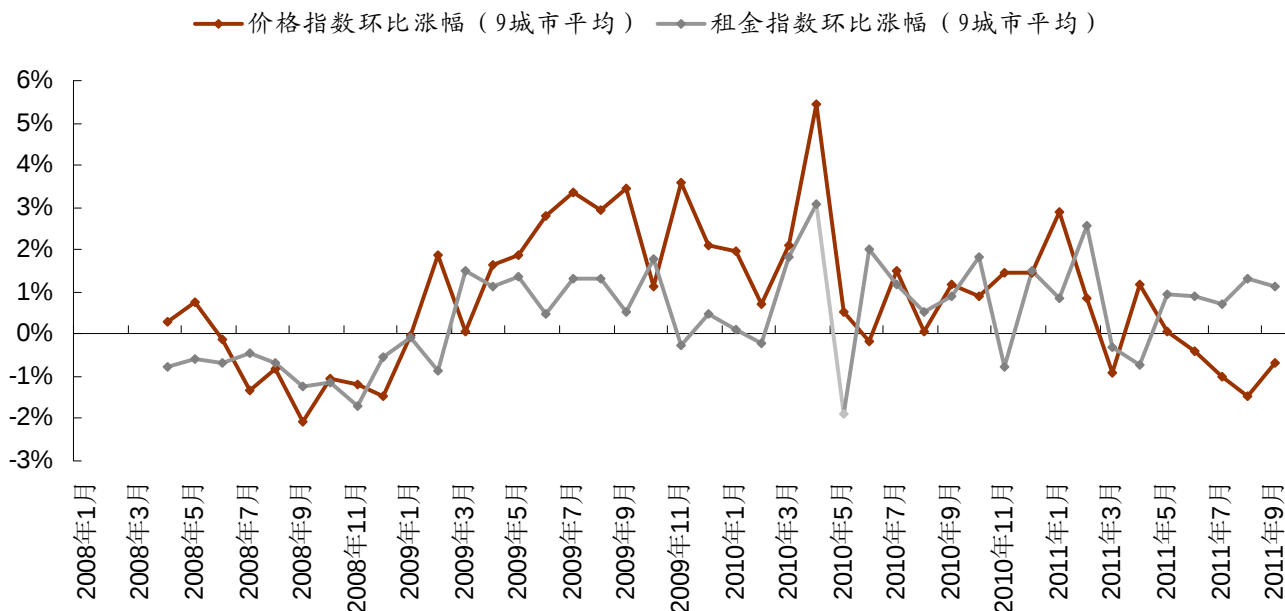
重点城市存量商品住房价格/租金指数

图表 1：重点城市平均价格/租金指数同比变化



资料来源：中金公司研究部

图表 2：重点城市平均价格/租金指数环比变化



资料来源：中金公司研究部

图表 3：重点城市存量商品住房售价指数汇总

区域	环渤海		长三角		珠三角	华中地区		西部地区	
城市	北京市	天津市	上海市	杭州市	深圳市	武汉市	合肥市	成都市	西安市
2011 年 9 月	223.15	193.56	204.83	218.72	218.32	185.33	164.28	174.49	188.86
2011 年 8 月	232.41	191.47	206.61	226.05	213.16	184.41	162.50	181.42	185.40
2011 年 7 月	234.87	201.64	199.93	227.10	229.81	188.18	163.01	174.99	190.12
2011 年 6 月	233.79	209.67	210.97	227.26	222.75	195.53	172.44	169.87	185.55
2011 年 5 月	232.41	210.07	218.90	226.20	215.34	196.96	173.94	174.13	186.99
2011 年 4 月	234.19	206.70	213.86	226.87	222.89	192.22	168.05	177.70	191.06
2011 年 3 月	235.65	205.86	206.23	224.73	219.16	194.40	163.94	175.37	186.53
2011 年 2 月	230.79	203.12	215.06	227.44	225.31	201.29	165.41	171.56	188.90
2011 年 1 月	231.41	203.63	214.62	223.17	220.57	195.38	164.34	168.24	192.33
2010 年 12 月	223.13	198.11	217.15	220.85	210.13	191.24	162.68	158.09	181.15
2010 年 11 月	222.90	197.52	213.01	217.87	200.08	185.91	158.97	164.25	176.95
2010 年 10 月	220.39	194.80	210.76	219.50	197.06	179.35	161.50	159.19	170.29
2010 年 9 月	217.24	198.18	211.14	215.79	194.65	176.28	157.25	155.82	171.02
2010 年 8 月	213.68	194.98	206.68	222.24	190.32	173.02	156.33	155.91	164.21
2010 年 7 月	214.94	190.24	209.39	227.76	194.68	168.27	154.30	154.49	162.02
2010 年 6 月	212.83	189.64	204.19	223.07	187.17	171.96	149.37	154.35	158.87
2010 年 5 月	215.22	188.60	204.60	228.06	187.63	172.23	148.53	152.67	156.95
2010 年 4 月	214.39	182.79	204.90	229.23	192.87	168.73	148.52	148.61	155.45
2010 年 3 月	206.48	168.18	193.03	216.38	183.52	160.17	142.41	143.55	146.66
2010 年 2 月	191.89	164.71	188.28	213.93	177.01	165.74	136.75	142.96	146.74
2010 年 1 月	185.43	161.60	188.11	219.93	173.90	169.27	138.14	138.19	142.71
2009 年 12 月	193.38	154.02	182.81	210.41	179.39	166.16	131.85	133.08	137.29
2009 年 11 月	188.70	151.17	176.82	200.19	177.65	161.34	133.24	134.61	133.98
2009 年 10 月	183.74	146.56	167.99	193.24	173.42	153.42	130.08	129.01	129.87
2009 年 9 月	175.30	143.36	163.89	187.00	172.35	163.05	128.04	126.25	132.21
2009 年 8 月	167.69	141.13	155.97	176.07	169.58	154.24	125.66	126.18	128.42
2009 年 7 月	164.90	138.29	150.49	168.02	165.65	146.50	121.99	124.67	125.85
2009 年 6 月	154.69	135.07	146.64	154.49	160.00	144.96	119.83	122.73	125.29
2009 年 5 月	152.75	130.50	141.34	144.71	151.68	141.61	118.36	124.02	124.55
2009 年 4 月	147.95	127.01	136.71	143.65	149.61	140.09	118.52	121.17	122.15
2009 年 3 月	141.60	128.79	131.46	138.31	147.92	140.67	118.63	118.62	121.65
2009 年 2 月	139.92	125.91	133.87	139.62	147.17	143.71	116.20	119.59	121.00
2009 年 1 月	138.85	123.71	130.47	136.05	133.73	144.17	120.26	115.91	122.06
2008 年 12 月	137.03	122.35	130.07	138.27	132.07	143.91	119.94	118.54	123.27
2008 年 11 月	142.24	126.52	131.62	142.08	135.87	139.73	119.78	123.18	121.61
2008 年 10 月	142.16	133.33	132.13	142.90	134.95	142.25	123.28	124.13	121.77
2008 年 9 月	144.11	134.79	137.21	146.78	135.40	136.59	124.20	128.03	122.47
2008 年 8 月	147.55	135.05	141.53	145.80	142.01	146.70	120.13	131.23	124.96
2008 年 7 月	148.11	135.64	136.80	147.80	138.75	156.61	117.89	135.60	127.85
2008 年 6 月	149.19	135.77	139.41	150.07	143.93	163.48	118.02	137.11	124.87
2008 年 5 月	148.13	142.67	138.32	148.91	143.44	158.40	118.22	138.65	126.44
2008 年 4 月	147.19	144.32	137.85	148.57	148.85	152.08	116.01	136.13	122.92
2008 年 3 月	148.89	140.82	136.70	148.55	153.39	146.15	111.28	139.28	125.16
2008 年 2 月	149.99	141.06	137.58	147.52	146.81	151.69	108.83	138.74	124.64
2008 年 1 月	147.71	143.57	135.14	146.33	150.00	148.77	110.07	139.42	120.29
2007 年 12 月	150.34	138.00	133.74	144.92	155.94	149.37	110.91	141.31	119.51
2007 年 11 月	146.19	140.20	134.81	142.53	150.97	146.29	108.94	138.48	116.63
2007 年 10 月	143.36	131.48	129.81	136.00	153.29	143.26	106.72	133.80	117.99
2007 年 9 月	135.53	118.19	124.45	126.81	154.42	133.77	103.19	127.64	109.22
2007 年 8 月	127.81	115.48	120.55	118.18	159.34	126.49	102.03	118.89	110.84
2007 年 7 月	120.00	113.09	113.59	110.31	151.25	116.47	97.85	114.62	109.75
2007 年 6 月	114.35	108.62	105.44	106.00	138.50	113.99	100.54	110.20	107.89
2007 年 5 月	114.40	104.31	103.07	103.20	134.64	109.37	99.67	103.26	103.46
2007 年 4 月	108.08	103.56	100.45	101.82	118.43	107.78	99.55	104.35	100.35
2007 年 3 月	105.28	104.32	101.38	100.78	115.42	105.31	99.62	100.07	99.27
2007 年 2 月	101.62	101.87	100.17	99.48	104.19	99.17	97.11	101.39	99.39
2007 年 1 月	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：中金公司研究部

图表 4：重点城市存量商品住房租金指数汇总

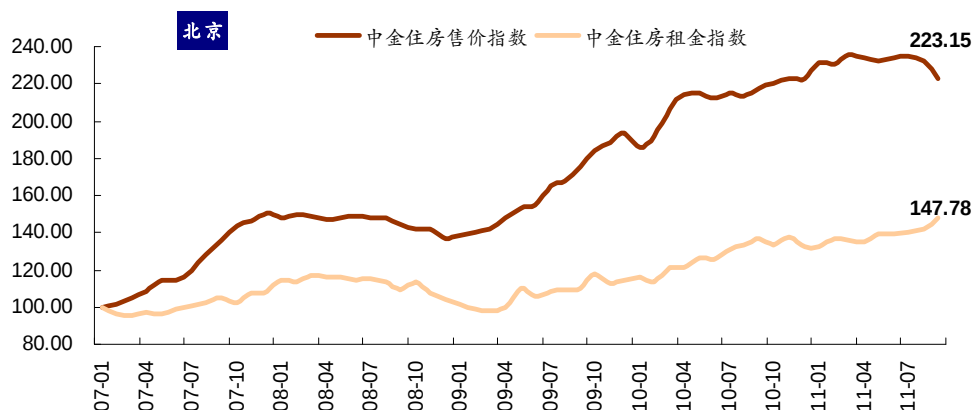
区域	环渤海		长三角		珠三角	华中地区		西部地区	
城市	北京市	天津市	上海市	杭州市	深圳市	武汉市	合肥市	成都市	西安市
2011 年 9 月	147.78	113.21	138.43	148.52	128.68	130.08	129.11	141.29	124.07
2011 年 8 月	142.12	114.03	142.08	146.30	130.85	125.25	127.72	133.64	125.52
2011 年 7 月	140.13	111.59	137.77	142.65	128.59	126.15	123.56	135.76	125.73
2011 年 6 月	139.54	106.08	144.99	138.11	128.76	123.14	130.10	132.78	120.17
2011 年 5 月	139.10	106.68	144.22	132.86	127.19	120.11	134.07	128.46	120.67
2011 年 4 月	134.64	107.16	143.07	136.85	125.04	122.60	131.43	125.15	116.58
2011 年 3 月	135.60	108.69	145.03	136.00	125.01	122.85	133.19	130.28	114.38
2011 年 2 月	137.06	110.50	144.42	131.14	124.27	124.60	130.09	135.86	116.49
2011 年 1 月	132.70	107.31	136.36	137.20	122.96	121.66	124.43	128.09	115.03
2010 年 12 月	132.75	105.72	142.29	134.95	121.09	120.96	125.88	122.50	110.00
2010 年 11 月	137.53	103.27	134.91	135.82	115.71	120.49	121.29	122.15	108.48
2010 年 10 月	133.00	104.16	135.34	133.45	118.98	122.52	119.59	126.89	114.14
2010 年 9 月	136.38	106.24	140.78	130.30	114.39	115.92	116.16	121.78	106.29
2010 年 8 月	132.96	109.04	136.40	130.95	111.34	112.60	116.19	121.13	108.19
2010 年 7 月	130.34	103.75	136.75	136.57	113.91	111.12	116.36	118.10	106.07
2010 年 6 月	125.73	108.38	132.24	132.61	111.14	111.69	116.15	120.15	102.59
2010 年 5 月	126.62	104.81	127.22	120.92	110.93	112.70	116.24	117.55	102.86
2010 年 4 月	121.69	102.95	129.86	133.69	110.92	111.59	119.88	120.56	108.90
2010 年 3 月	121.23	97.92	129.40	121.34	112.26	111.56	114.98	119.36	100.14
2010 年 2 月	113.45	97.14	124.59	124.28	109.75	107.86	115.33	115.07	102.32
2010 年 1 月	115.75	98.46	125.82	125.60	104.69	106.29	114.12	117.04	104.34
2009 年 12 月	114.14	98.48	128.19	125.09	107.50	105.21	112.27	113.59	106.34
2009 年 11 月	112.89	96.83	127.02	126.86	107.23	104.63	109.82	110.25	110.38
2009 年 10 月	118.00	96.87	121.84	127.21	109.38	103.61	108.06	116.56	107.08
2009 年 9 月	110.01	95.27	119.01	123.56	110.96	103.15	106.57	114.62	108.02
2009 年 8 月	109.01	96.27	122.12	121.18	108.82	103.93	107.86	113.03	103.86
2009 年 7 月	108.02	93.77	122.16	117.18	107.54	102.75	109.54	108.61	103.87
2009 年 6 月	105.51	95.96	118.20	113.93	104.46	101.98	110.71	107.39	102.84
2009 年 5 月	109.92	95.04	116.34	112.34	103.08	101.55	110.24	105.95	101.89
2009 年 4 月	100.04	92.78	117.05	110.03	103.37	102.70	105.03	109.42	103.07
2009 年 3 月	97.98	93.29	114.75	111.32	103.96	101.92	106.98	101.97	100.91
2009 年 2 月	98.80	92.83	106.89	110.64	100.42	97.73	104.49	106.56	101.05
2009 年 1 月	101.32	93.49	110.54	112.15	101.28	96.24	102.43	108.09	101.87
2008 年 12 月	104.35	93.14	112.17	108.92	100.63	98.77	99.36	113.22	97.75
2008 年 11 月	107.69	90.88	115.23	111.12	101.37	97.45	98.23	117.23	94.03
2008 年 10 月	113.19	91.52	114.44	114.61	102.01	99.56	100.12	116.39	97.44
2008 年 9 月	109.48	98.16	117.30	117.29	102.89	98.92	101.72	119.99	94.61
2008 年 8 月	113.58	101.56	117.24	118.57	103.94	100.69	101.89	118.65	96.17
2008 年 7 月	115.06	102.81	120.20	117.49	103.13	100.95	103.83	119.13	96.14
2008 年 6 月	114.64	103.75	119.69	116.30	102.98	100.47	104.78	126.18	94.57
2008 年 5 月	116.08	112.42	119.50	112.95	102.53	100.23	104.23	127.06	95.08
2008 年 4 月	116.02	111.12	120.21	115.78	103.81	99.96	106.73	125.76	96.55
2008 年 3 月	116.90	115.27	121.24	113.44	105.19	100.90	107.85	124.38	98.54
2008 年 2 月	113.55	112.13	117.73	113.66	104.69	101.89	106.59	127.17	94.11
2008 年 1 月	114.21	114.29	118.00	113.45	103.82	102.20	105.74	122.20	93.82
2007 年 12 月	108.34	110.50	119.56	114.83	103.64	101.80	108.96	122.25	96.37
2007 年 11 月	107.21	107.49	120.82	115.16	104.86	102.13	110.65	120.61	95.72
2007 年 10 月	102.72	104.47	113.58	113.65	103.38	104.00	109.88	117.32	95.85
2007 年 9 月	104.81	105.36	115.94	111.08	104.73	103.77	108.76	113.81	96.49
2007 年 8 月	102.10	104.30	112.02	109.15	107.36	102.43	107.15	114.90	96.61
2007 年 7 月	100.51	105.88	108.39	105.36	105.78	100.23	107.81	110.27	96.10
2007 年 6 月	98.72	105.07	106.13	102.51	104.30	98.76	104.05	111.54	98.36
2007 年 5 月	96.46	104.63	107.12	102.05	103.93	101.40	104.61	108.03	99.89
2007 年 4 月	97.21	103.23	106.24	97.92	103.22	103.20	101.88	108.12	103.67
2007 年 3 月	95.26	102.08	105.10	96.71	101.79	101.65	101.51	107.71	102.24
2007 年 2 月	96.39	101.41	100.52	97.86	101.06	101.15	100.75	103.84	101.87
2007 年 1 月	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：中金公司研究部

图表 5：重点城市住房价格/租金指数月度跟踪——北京、天津、上海

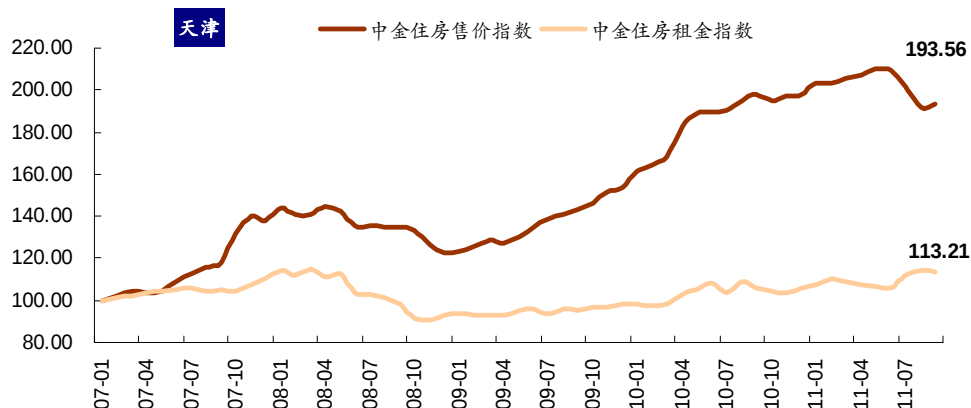
北京：9 月价格指数 223.15，相比 8 月下降 9.26，比上年同期上涨 5.91；折合环比下降 3.98%，同比上涨 2.72%。

9 月租金指数 147.78，比 8 月上涨 5.66，较上年同期上涨 11.40；折合环比上涨 3.98%，同比上涨 8.36%。



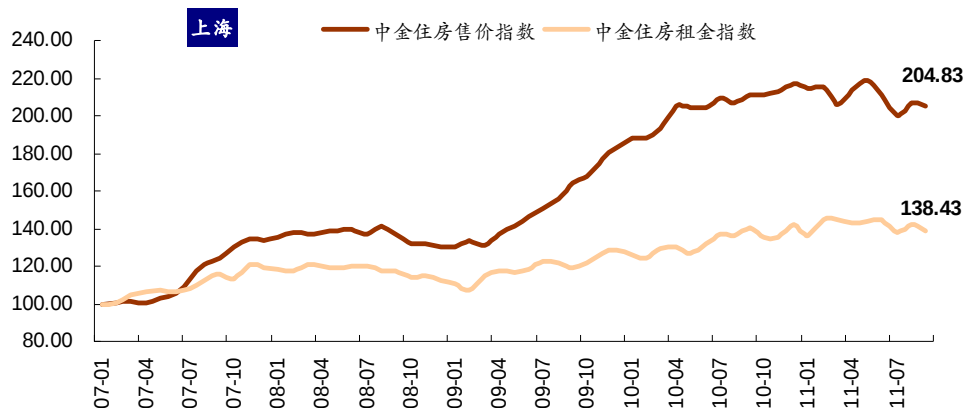
天津：9 月价格指数 193.56，相比 8 月上涨 2.09，比上年同期下降 4.62；折合环比上涨 1.09%，同比下降 2.33%。

9 月租金指数 113.21，比 8 月下降 0.82，较上年同期上涨 6.97；折合环比下降 0.72%，同比上涨 6.56%。



上海：9 月价格指数 204.83，相比 8 月下降 1.78，比上年同期下降 6.31；折合环比下降 0.86%，同比下降 2.99%。

9 月租金指数 138.43，比 8 月下降 3.65，较上年同期下降 2.35；折合环比下降 2.57%，同比下降 1.67%。

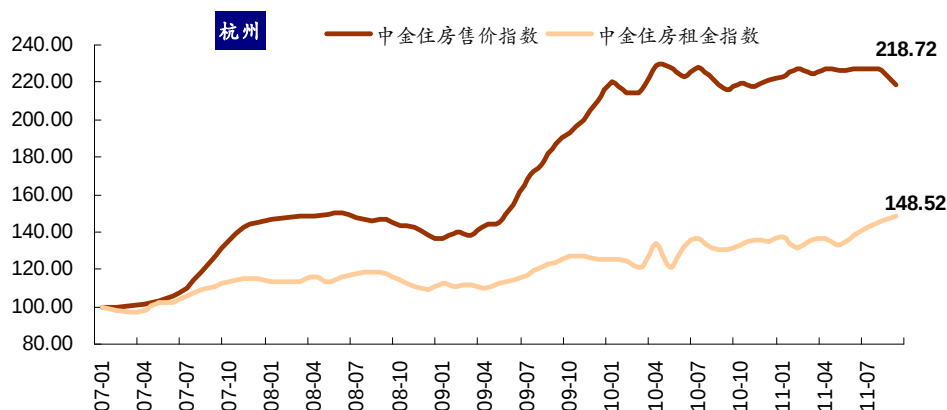


资料来源：中金公司研究部

图表 6：重点城市住房价格/租金指数月度跟踪—杭州、深圳、武汉

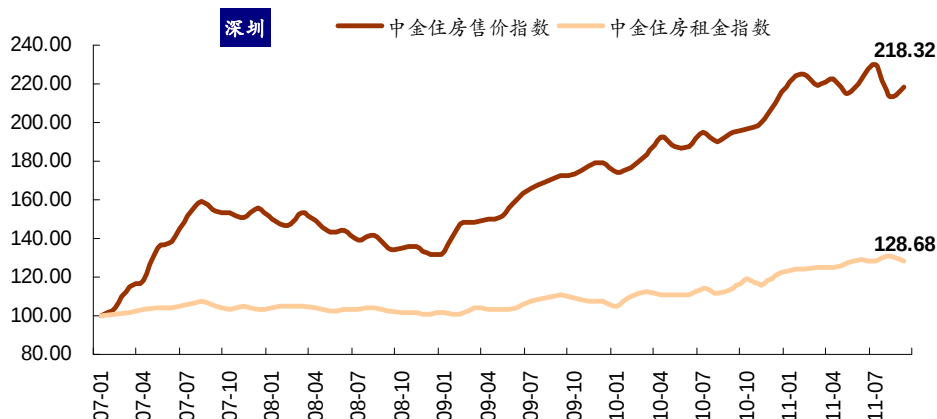
杭州: 9月价格指数 218.72，相比8月下降 7.33，比上年同期上涨 2.93；折合环比下降 3.24%，同比上涨 1.36%。

9月租金指数 148.52，比8月上涨 2.22，较上年同期上涨 18.22；折合环比上涨 1.52%，同比上涨 13.98%。



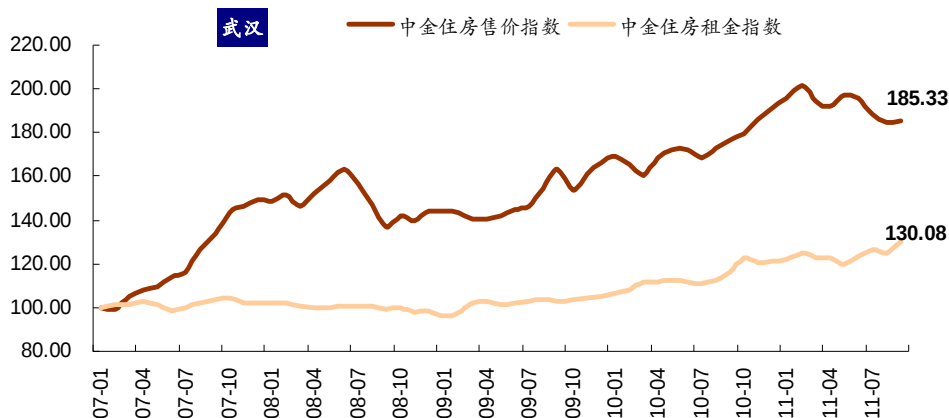
深圳: 9月价格指数 218.32，相比8月上涨 5.16，比上年同期上涨 23.67；折合环比上涨 2.42%，同比上涨 12.16%。

9月租金指数 128.68，与8月下降 2.17，较上年同期上涨 14.29，折合同比上涨 12.49%。



武汉: 9月价格指数 185.33，相比8月上涨 0.92，比上年同期上涨 9.05；折合环比上涨 0.50%，同比上涨 5.13%。

9月租金指数 130.08，比8月上涨 4.83，较上年同期上涨 14.16；折合环比上涨 3.86%，同比上涨 12.22%。

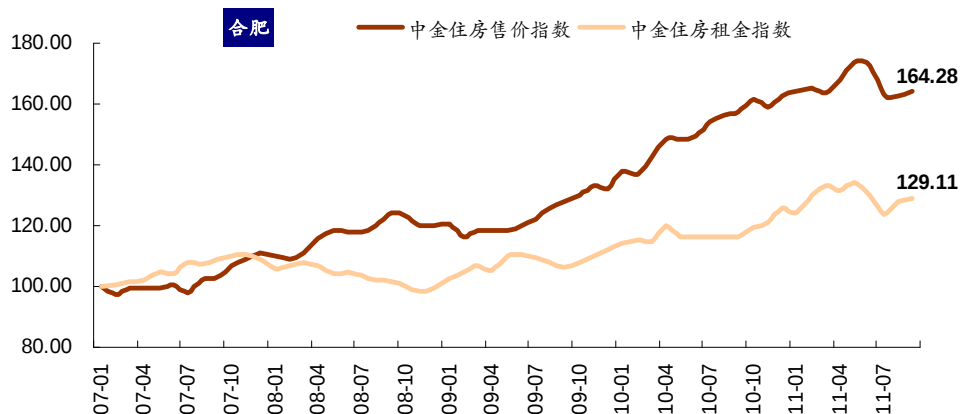


资料来源：中金公司研究部

图表 7：重点城市住房价格/租金指数月度跟踪—合肥、成都、西安

合肥: 9 月价格指数 164.28，与 8 月上涨 1.78，比上年同期上涨 7.03；折合同比上涨 4.47%。

9 月租金指数 129.11，比 8 月上涨 1.39，较上年同期上涨 12.95；折合环比上涨 1.09%，同比上涨 11.15%。



附录：中金公司存量商品住房价格/租金指数介绍

中金住房价格/租金指数的含义

中金公司存量商品住房价格/租金指数（简称“中金住房价格/租金指数”），是反映一定时期内存量住房（即“二手房”）价格/租金变动趋势和程度的相对数（以 2007 年 1 月住房价格/租金为 100），包括两个子指数：（1）中金住房价格指数，反映存量住房销售价格变动；和（2）中金住房租金指数，反映存量住房租金变动。中金住房价格/租金指数按月发布，每月月初公布上月指数。

中金住房价格/租金指数的编制方法

价格指数的本质是比较同种商品不同时期的价格，例如消费者价格指数所定义的一篮子商品在不同时期是固定不变的，换言之，保持目标商品不同时期的同质性是编制价格指数的前提。然而，住房商品存在显著的异质性，“没有两套完全相同的住房”，因此，不同时期销售/租赁的住房在区位、邻里环境、房屋建筑特征等方面存在明显差异，我们把这种差异称为“结构性差异”，由此带来的价格变化称为“结构性价格变化”。因此，住房价格指数编制过程中，最关键的要求在于保证住房样本的同质性，使指数只反映由于供求变化等市场因素影响的所谓“纯价格变化（Pure Change）”。要实现这一目的，就要求在编制过程中剔除不同住房样本之间的结构性变化，使之满足同质可比的要求，即所谓“质量调整（Quality Adjustment）”或“质量控制（Quality Control）”。由此得到的住房价格指数称为“同质性住房价格指数（Quality Controlled Housing Price Index）”。中金住房价格/租金指数即基于上述编制思路，利用 Hedonic 模型计算生成。

中金住房价格/租金指数数据来源和覆盖范围

中金住房价格/租金指数样本房源来自于国内房地产中介公司所代理的住房单元。其中价格信息为出售或出租者的报价价格，同时还包括住房单元的区位属性、邻里环境以及房屋建筑属性，如房龄、朝向、建筑面积、层数、卧室数量、卫生间数量、装修水平等。

由于同质住房价格指数编制方法倚赖大量的住房样本数据，限于数据量，目前中金住房价格/租金指数覆盖北京、天津、上海、杭州、深圳、武汉、合肥、成都、西安共九个城市。中金公司在每个城市中选择交易活跃的 20-40 个大型楼盘（交易量越大的城市样本楼盘越多）作为“典型项目”，每个楼盘每月抽取 30 个以上“住房样本”（总计每个城市每月 1000-1500 条数据）。计算期内，某些已入选“典型项目”的楼盘可能逐渐失去市场关注，交易量萎缩，同时新的楼盘可能成为市场关注的焦点。针对这种情况，中金公司在指数编制时充分考虑了项目的更新和退出问题，使项目变更前后的价格可比，也增加了指数的准确性和连续性。未来随着数据可得性的提高，将逐步扩大中金住房价格/租金指数的覆盖范围。

中金住房价格/租金指数与目前国内价格指数的区别

目前我国公开市场上最主要的全国性房地产价格指数有国家统计局发布的“全国 70 个大中城市房地产价格指数”（也称“70 指数”）以及中国房地产指数研究院编制的“中国房地产指数”（简称“中房指数”）。

“70 指数”包括土地出让价格指数、房屋销售价格指数和房屋租赁价格指数三类，该指数依附于统计部门现有的统计体系，数据来源于房地产开发企业的报表资料以及地方城调队的调研数据，以简单加权平均法为基础计算得到指数结果。“中房指数”包括城市综合指数及分物业指数、二手房指数、普通住宅租赁指数，所使用的数据主要来源于中国指数研究院各地相关业务机构进行的市场调查，核心编制方法为简单加权平均法。值得说明的是，“中房指数”于 2005 年推出了“Hedonic 指数”，该指数虽然借鉴了前述住房质量调整思路，但所使用的是简化了的 Hedonic 模型，并不能有效地剔除住房异质性因素。

因此，目前国内主要的两类住房价格指数均未消除市场结构性变化导致的住房价格变化，这是区别于中金住房价格/租金指数的核心所在。

其次，中金住房价格/租金指数是从房地产中介公司获取的存量房市场上的一手数据，这有别于“70 指数”所使用的开发商填报数据，也有别于“中房指数”各地分支业务机构的填报数据，中金指数基础数据的可靠性更高。

中金住房价格/租金指数的优势

中金住房价格/租金指数的优势体现在准确性、及时性和领先性三个方面：

第一，中金住房价格/租金指数基于大量、真实的市场数据，应用 Hedonic 模型最大程度地剔除住房异质性，所生成的指数反映了由于供求变化等市场因素影响的“住房纯价格变化”，因此指数结果更为准确；

第二，中金住房价格/租金指数紧跟市场变化，每月月初即发布上月指数，比目前国内其他主要房地产价格指数至少提前 15 天以上，因此能及时反映市场动向；

第三，中金住房价格/租金指数采用报价价格作为数据基础，虽然报价价格相比签约备案价格在准确性上稍逊，但对市场运行信息的反馈是最为领先的。换言之，以报价价格计算得到的价格指数能够提前发出市场信号，英国、香港等地都有类似的发现。

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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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