

房地产行业周报第 199 期



为赋新辞强说愁，不如再上层楼

中信证券研究部

2015 年 9 月 28 日

陈聪

电话: 010-60838249

邮件: chencong@citics.com

执业证书编号: S1010510120047

付瑜

电话: 010-60836707

邮件: yufu@citics.com

执业证书编号: S1010512080008

联系人: 左腾飞

电话: 021-20262127

邮件: zuotengfei@citics.com

本周重要指标监测

一、新房签约					
	10 大城市	30 大城市	一线城市	二线城市	三线城市
日均销售面积（万平米）	34.79	71.67	15.23	40.40	16.04
同比增速(%)	41.21	21.94	33.06	28.67	0.67
环比增速(%)	11.94	0.96	13.51	-1.48	-3.17
中信证券销售指数（期末比期初）	209.0，本周相比上周上升 16.5 点				
二、核心销售预测指标					
	上海	北京	深圳	广州	天津
中原二手住宅价格指数	50.58	45.48	43.10	40.31	36.24
最新最低优惠利率（按融 360）	82 折	82 折	82 折	82 折	82 折
三、房价					
百城房价月环比变动（最新）	0.95				
一二线龙头公司销售均价	12968.24				
一二线龙头公司销售均价月环比（%）	0.05				
三四线龙头公司销售均价	6998.66				
三四线龙头公司销售均价月环比（%）	-5.96				
四、供给变动					
	10 大城市	一线城市	非一线城市		
商品房可销售面积（万平米）	9902.95	3640.04	6262.91		
商品房可销售面积周环比（%）	2.06	1.67	2.29		
商品房可销售面积周同比（%）	1.87	-0.61	3.38		
商品房可销售套数	813793	279268	534525		
商品房可销售套数周环比（%）	2.65	2.08	2.96		
商品房可销售套数周同比（%）	4.14	-1.26	7.20		
中信证券供给指数（期末比期初）	1.309，本周相比上周上升 0.019				
五、土地市场					
	40 个大中城市	一线城市	二线城市	三线城市	
上周土地成交总价（亿元）	420.32	132.44	205.94	81.93	
上周土地成交总价周环比（%）	-13.41	19.80	-26.04	-15.04	
上周住宅类用地楼面地价	3875	7927	3633	2148	
上周住宅类用地楼面地价周环比（%）	-12.59	-53.80	-48.56	60.18	
备注：此处一、二、三线城市以 Wind40 个大中城市为准					
备注：此处的龙头公司，一二线指中国海外发展/万科/保利，三四线指恒大和碧桂园					

资料来源: Wind, 中信证券研究部

本周聚焦

不知从何时起，全市场都在谈论房地产行业“大周期”即将（或者已经）见顶。需求端，存量住房保有量、住房自有率、人均住房面积等指标，切实说明中国房屋的年需求很难再上升。供给端，空前充裕的房屋年新开工规模，也清楚说明地产开发行业难有长期增长空间。市场的看法是正确的，房地产开发行业的大周期已经（或即将）见顶。对开发企业的长期估值来说，“已经”和“即将”的区别并不大。

于是，企业开始探索新的方向，市场开始给予探索新方向的企业更高的估值水平。我们罗列了一些 2013 年下半年到 2014 年上半年。至少在一年多的时间内，能够在新业务领域取得实质性进展的企业确实不多。房地产开发业务，是一种以资源思维为导向，管理偏于粗放，执行偏于松散的业务。房地产开发企业转型新的领域，往往是资产收购容易，运营管理困难，取得足够的用户和盈利更困难。

名称	公告日	当时公告内容	2015 年半年报提法
亚太实业	2014-4-8	收购兰州伟慈制药有限责任公司 100% 股权、对兰州伟慈制药有限责任公司投资建设凝血酶及中成药项目。	公司计划向医药行业转型，并通过定增方式拟向大股东兰州亚太工贸集团有限公司非公开发行 1.5 亿股，募集资金 67,500 万元，用于收购伟慈制药 100% 股权，同时在兰州新区投资建设凝血酶及中成药项目并补充公司流动资金。但由于目前定增尚未完成，公司的战略转型也尚未成功。子公司兰州伟慈制药有限公司由于 GMP 认证停产持续亏损。
苏宁环球	2014-7-1	收购大股东旗下苏宁文化产业有限公司。	接下来仍将致力于产业链布局的完善，在多渠道 IP 获取、游戏及衍生品开发等其他产业链环节持续发力，并将进一步加快进度；迅速切入动漫产业，完成传媒产业布局，初步构建完善自身文化产业体系。
中天城投	2013-12-3	拟投资入股贵州银行股份有限公司，占其增资扩股后总股数 719,902.90 万股的 0.986%（最终以贵州银行募集到位后的总股数计算为准）。	大金融战略有序推进，大金融生态圈架构明晰。确立以贵阳金融控股有限公司为传统金融领域产业主体，以并购重组为主要手段，获取银行、保险、证券、期货、信托等金融机构经营资质和牌照的发展路径，并将力争年内取得以上资质的更大突破。
莱茵体育	2013-12-31	于收购浙江洛克能源有限公司 51% 股权，夯实了具有广阔前景的天然气业务，进一步提升了上市公司的持续经营能力	为集中优势资源发展一体两翼战略所提出的体育产业、清洁能源产业，尤其是大力发展公司体育事业，公司将剥离非经营性地产，目前正在积极推进中。
宜华健康	2014-7-4	7.2 亿元购入广东众安康后勤集团股份有限公司全部股权，进入医疗服务产业。	公司制定了医疗健康产业为公司未来主要发展方向的战略目标，并紧紧围绕战略目标进行全面布局，加快推进公司顺利转型。
金科股份	2014-10-13	拟以自有资金出资注册成立全资子公司金科新能源有限公司（暂定名），重点投资光伏、风能及页岩气等能源产业。	新能源战略稳步推进。以风力发电和光伏发电为主，采用并购和自主开发双重投资模式，本报告期新增 20 万千瓦风电项目获得核准及 2 万千瓦光伏项目准予登记备案。
中茵股份	2013-12-31	公司全资子公司苏州中茵掌易宝网络科技有限公司与联通支付有限公司签定了战略合作协议，合作业务包括近场支付服务、远程支付服务等。	致力于编制符合中国国情的高品质养生休闲养老服务标准，打造中茵特色的迁徙式休闲健康养老产业，并谋求在合适时机将养老服务延伸至居家社区养老及医疗康复养老等养老全产业链中去，大健康产业将成为公司未来发展的主要方向。
冠城大通	2014-2-11	与上海交通大学医学院苏州九龙医院签订战略合作协议意向协议。	面对漆包线市场的严峻形势，公司通过加大细分市场的开发力度，积极开发新能源市场，在产销略有减少的情况仍实现漆包线净利润小幅上涨。
	2014-3-10	与中国排名前三名综合性民营医院苏州九龙医院强势合作进军中国高端养老业，成立了苏州中茵九龙养老产业管理有限公司。	
	2014-5-28	与江西国科军工集团有限公司签订战略合作协议。拟与江西国科军工强强联合，就机电产品及特种漆包线的研发、生产、供应及其他军工产品配套合作等领域开展全面合作。	
中南建设	2014-7-8	与福建创鑫科技开发有限公司签订投资意向协议书。创鑫科技目前主要从事锂离子电池电解液添加剂的研发、生产和销售。	公司逐步布局向锂电池新能源领域的转型，有序推进转型战略的实施。公司与福建省投资开发集团有限责任公司下属子公司福建省福投新能源投资有限公司共同投资设立福建冠城瑞闽新能源科技有限公司，进行动力电池、电池组及充电技术等研发、生产、销售运营管理。截止报告期末，该项目公司已经成立，在技术、人才引进及厂房选址建设等方面进展顺利。
	2014-5-8	签订产学研合作协议。与苏州大学机电工程学院、苏州大学机器人与微系统中心签订的协议为框架性协议，仅对双方就“建筑机器人及智能装备”的研究、开发达成共识。	公司业务转型方面初见成效，机器人产业有序推进，与四川宝玛科技公司展开合作洽谈，目前尽职调查工作已基本结束。
	2014-3-14	拟与福建星网锐捷通讯股份有限公司在设立合资企业、研究开发智能社区、智能家居、云呼叫中心及服务、智能社区的优势产品等方面建立战略合作关系，实现优势互补，共同应对行业的升级。	公司已与星网锐捷签订相关协议，预计本年度与其签署总额 1200 万元关于智能社区相关产品的合同。截至报告期末，智能社区相关产品已在公司项目展开运用。
阳光城	2014-7-9	为了进一步实施拓展医疗健康产业业务，拟出资 2000 万元在上海设立上海威至博医疗投资管理有限公司。	

名称	公告日	当时公告内容	2015 年半年报提法
上实发展	2014-1-24	全资子公司上海上实城市投资发展有限公司与上海实业东滩投资开发(集团)有限公司共同出资成立上实养老产业平台公司。	在新产业方面,公司将探索新机制、借助新技术、依托新资源、搭建新平台,围绕健康养老、文化传媒、节能环保、智慧城市等房地产产业链纵深积极布局、持续推进,实现与现有主业形成协同效应。

资料来源:公司公告, 中信证券研究部整理

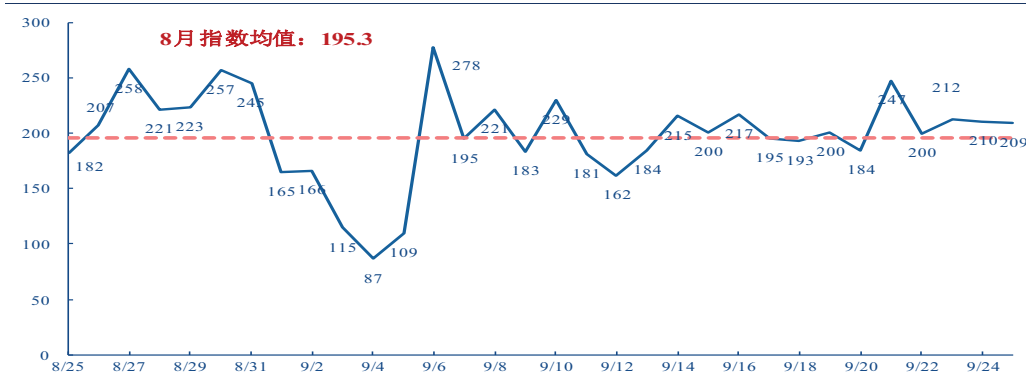
和地产开发业务相关的领域,例如存量房的增值服务、物业管理、房地产金融、装修、产业地产、商办地产租赁、酒店管理等,确实还有成长的空间。从宏观上我们的确可以说,成熟市场中,存量房相关市场有广阔发展空间。可是全世界最大的房地产服务类企业市值规模也远小于 A 股龙头地产开发企业,当我们去计算微观细分市场的可能空间时,我们很难相信地产相关业务板块可以成为大中型地产企业未来的归宿。事实上,装修、物业等相关业务领域,原本就是黄金年代地产开发企业看不上的“鸡肋业务”。开发业务的前景变坏,无法必然意味着这些业务的前景变好。我们认为,很多地产企业的转型是“为赋新词强说愁”。对不少开发类企业来说,未来就是**专注无奈,转型无路**。

当然,眼下的市场还是相当不错,企业仍然可以在开发业务领域“更上层楼”。2015 年初至今,30 个大中城市销售面积同比增长了 27.3%。9 月的前三周,同一口径销售面积也同比增长了 27.3%,市场在不断降息和需求刺激政策作用下尚未显露疲态。土地市场也终于又恢复的迹象,9 月前 3 周 100 个城市的住宅类土地出让总价和面积都有显著的同比正增长,而前 8 月,100 个城市住宅类土地出让总价和建面则分别同比下降了 26.4%和 26.9%。尽管长期增长空间缺失,尽管当前的热销是政策不断放松推动的,且房价上涨动力不足,但企业完全有可能同时提升销售金额和毛利率。

中期而言,国庆节后第二周起,市场的同比基准会明显提升。如果没有新的政策措施,我们认为在大量的推货下销售速度再次面临不确定性。企业资金成本明显下降,销售回款继续累积,确实也拿了一些土地,但新增一二线城市土地储备盈利能力堪忧,三四线城市土地储备的去化确定性也不足。理论上说,我们相信企业存在两种前景,其一是逐渐提高分红水平,降低存货水平,降低杠杆率。但我们认为中国房地产企业管理层普遍追求更大的资产管理规模,这一情景很难发生。第二种可能的前景,则是积极去化存货,适度补充土地储备,以少量资金投入探索转型,并积极参与非地产领域的财务投资。我们认为,这是地产开发企业最有可能的前景。长期来看,房地产开发企业的前景很可能是多元化的财务投资平台。国庆节前,受益于市场销售良好,我们不排除板块有短期反弹可能。但中长期而言,板块缺乏行业性催化剂(即便有刺激需求的政策,例如居民加杠杆这一招,也可能是透支了长期需求);基本面也很难继续超越乐观预期,却存在变差的可能性;我们认为板块估值难有明显的提升空间。

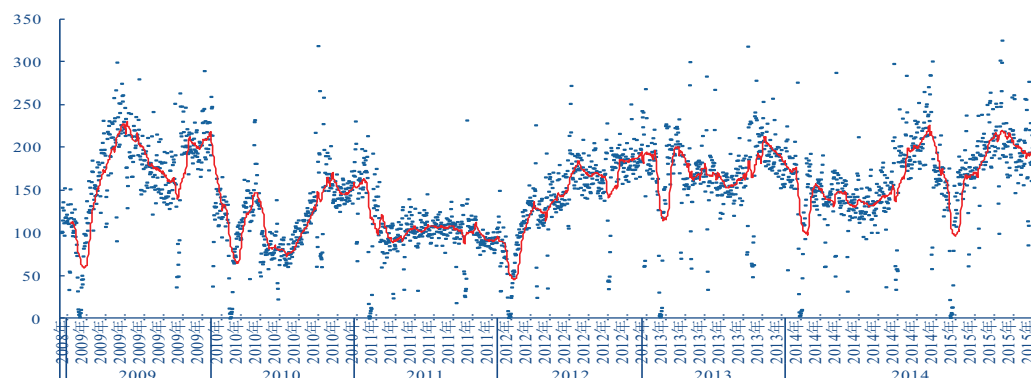
市场运行监测

图 1: 近一个月中信证券地产销量指数变化曲线



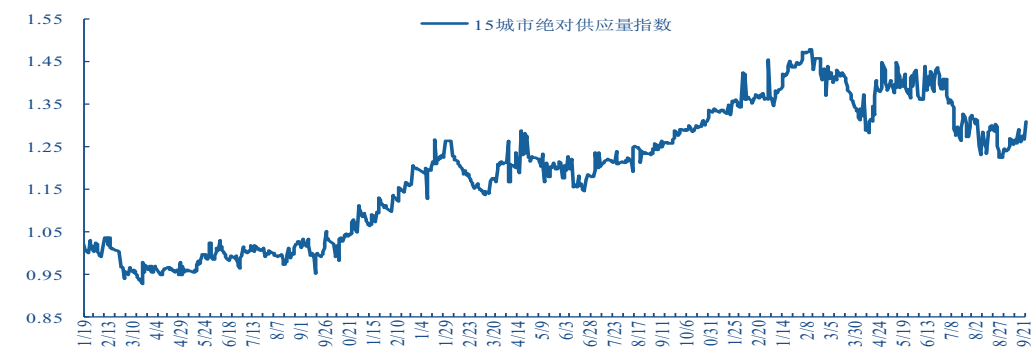
资料来源: Wind, 中信证券研究部测算

图 2：中信证券地产销量指数



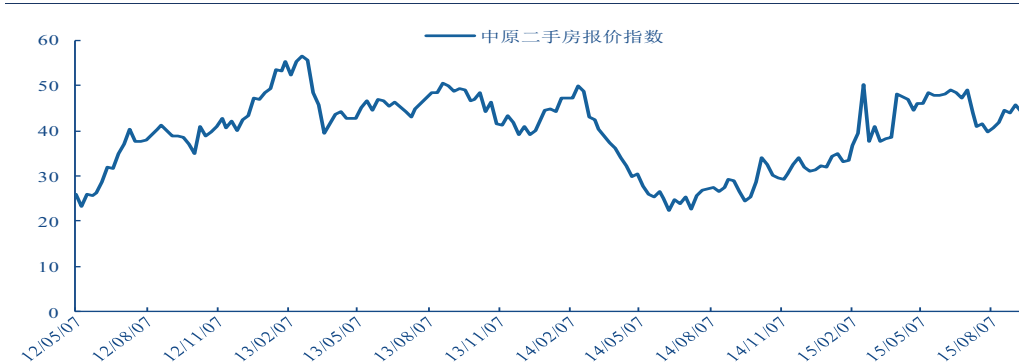
注：我们以 2011 年 11 月-12 月平均的一周作为基准日，将我们所能取得的城市交易量比照基准日，并最终选取 49 个城市相对销量指数的中位数，作为当天的中信证券地产销量指数。图中散点表示每天销量指数的数值，红线表示 30 天移动平均值变化
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 3：15 城市绝对供应量指数（2011 年 12 月 31 日=1）



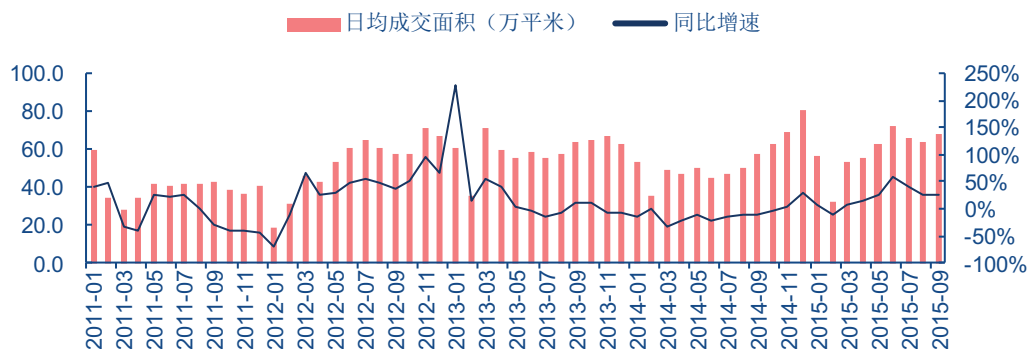
注：15 个城市包括：北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、无锡、宁波、东莞、哈尔滨、南昌、惠州和济宁。将此 15 个城市每日供应量除以基准日，得到的指数再取中值得到该指数
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 4：中原二手房报价指数



注：中原报价指数高于 50% 时，说明报价上调房源占比高于报价下跌房源的占比，房价上升的可能性较大；低于 50% 时，说明报价下跌房源的占比高于报价上调房源占比，房价很可能会下跌；50% 则表示报价上调房源占比与报价下跌房源占比基本相同
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

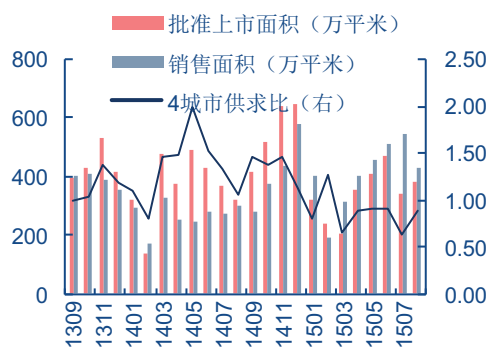
图 5：一手房日均成交月度变化



注：若当月未完结，则数据为截至目前的最新数据

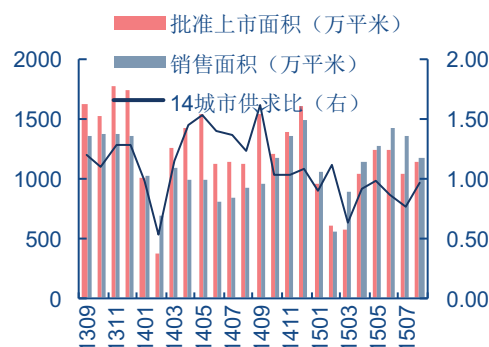
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 6：4 个主要城市一年以来供求变化



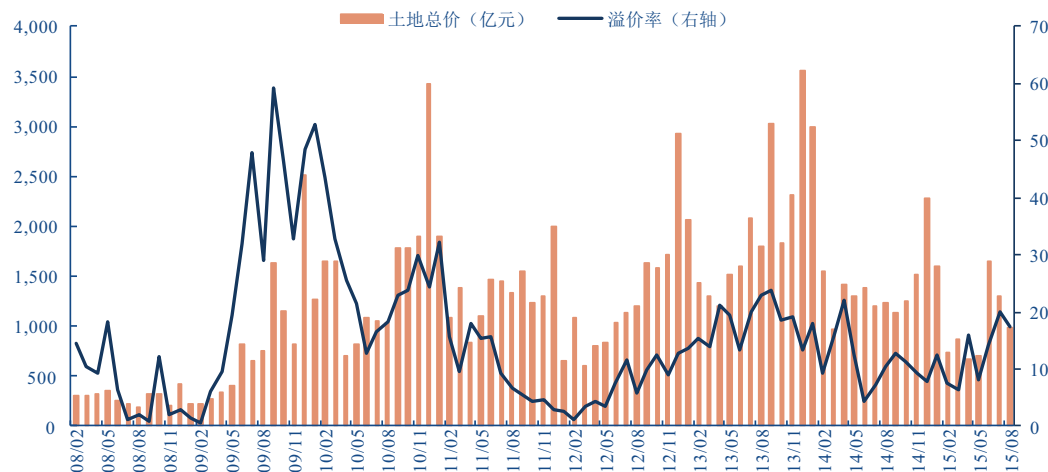
资料来源：中国指数研究院注：4 个主要城市指：北京、上海、广州、深圳。

图 7：14 个代表城市一年以来供求变化



资料来源：中国指数研究院，14 个代表城市包括北京、上海、广州、深圳、天津、沈阳、大连、苏州、青岛、南通、合肥、武汉、长沙、成都。

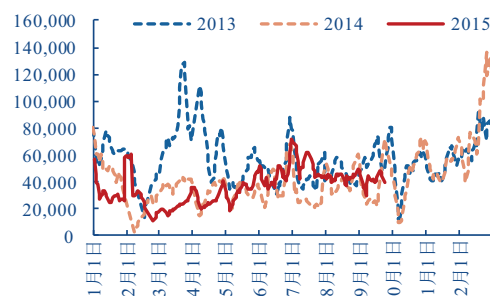
图 8：40 个城市土地成交总价及溢价率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

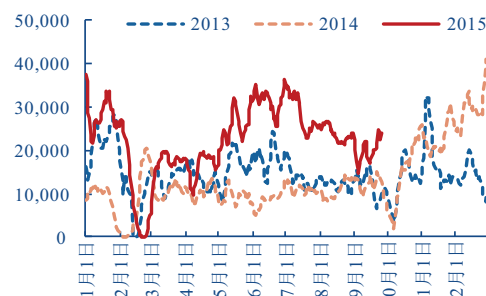
详细资料

图 9: 北京一手房成交面积同比 单位: 平米



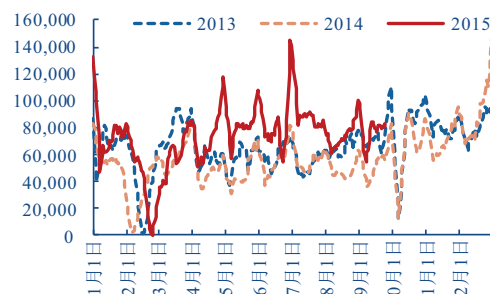
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 10: 深圳一手房成交面积同比 单位: 平米



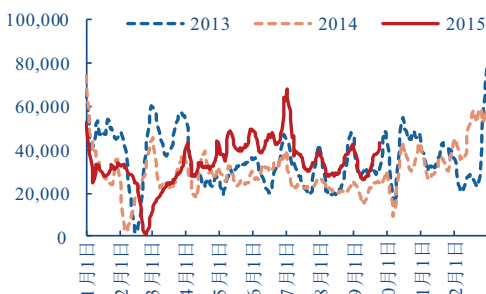
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 11: 上海一手房成交面积同比 单位: 平米



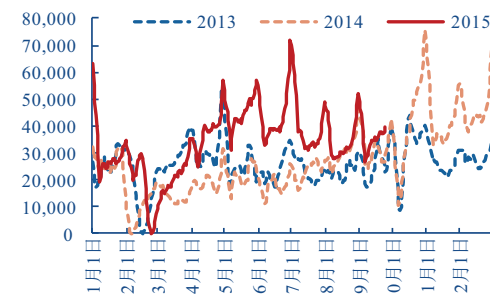
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 12: 广州一手房成交面积同比 单位: 平米



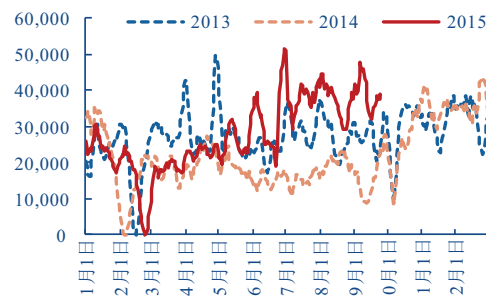
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 13: 杭州一手房成交面积同比 单位: 平米



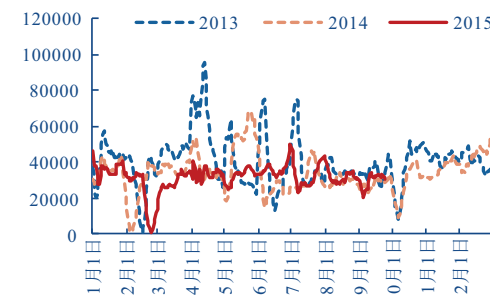
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 14: 南京一手房成交面积同比 单位: 平米



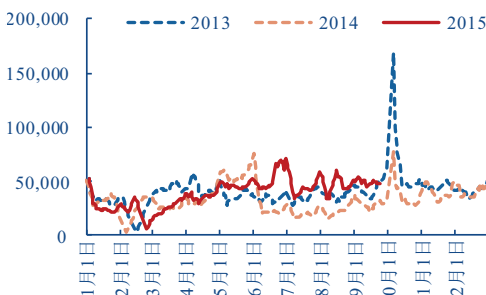
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 15: 成都一手房成交面积同比 单位: 平米



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 16: 天津一手房成交面积同比 单位: 平米



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

房地产行业周报第 199 期

表 4：9 月 14 日-9 月 20 日商品房热销情况（标粗为 A 股上市公司项目）

排名	项目名称	成交面积 (m²)	成交均价 (元/m²)	成交金额 (万元)	排名	项目名称	成交面积 (m²)	成交均价 (元/m²)	成交金额 (万元)
西安					青岛				
1	数字生活	33976	6199	21062.17	1	长平祥和园	16711	6020	10059.95
2	东方星苑	15704	3100	4868.2	2	山海苑	13275	9500	12611.62
3	西宝花园	13592	4200	5708.73	3	万达海上华府	8104	6207	5029.7
4	福宝园	17953	3380	6067.98	4	联谊景尚名都	5735	5725	3283.56
5	蔚蓝花城	15868	3100	4919.01	5	白沙湾	4894	5076	2484.47
重庆					上海				
1	北大资源博雅	9104	6230	5671.55	1	经纬城市绿洲	24492	25900	63435.55
2	融汇半岛	9955	5782	5755.81	2	大宁金茂府	10631	76255	81064.5
3	两江春城	8168	7734	6317.8	3	正荣璟园	9823	11083	10886.07
4	约克郡	11563	8395	9707.34	4	中铁逸都	7440	19644	14615.94
5	财信沙滨城市	7320	6641	4860.99	5	阳光美林	4972	15414	7663.48
福州					广州				
1	马尾正荣财富中心	12641	12293	15539.62	1	逸彩新世界	12384	23736	29394.07
2	融侨悦城	2324	18838	4378.62	2	珠江国际城	9360	7347	6876.09
3	华润橡树湾	2613	14395	3761.68	3	南沙金湾	5558	10243	5693.32
4	闽江世纪城	2740	14892	4080.54	4	敏捷·绿湖首府	7210	6568	4735.82
5	中发印象外滩	2299	17080	3925.92	5	新塘广场	3625	6496	2354.59
苏州					深圳				
1	龙湖时代天街	32075	19300	61905.94	1	华盛·观荟	12856	24125	31015.47
2	保利观湖国际	13090	12851	16820.88	2	金众云山栖	7462	15355	11458.1
3	弘阳上湖	10510	10333	10859.89	3	正兆·景嘉园	5055	18966	9587.32
4	山湖湾	5922	8979	5317.65	4	鸿荣源·尚峰	4695	31861	14959.47
5	新城都未来	4589	9092	4171.91	5	京基·御景印象	4075	18309	7460.63
厦门					杭州				
1	保利叁仟栋	4004	18000	7207.13	1	滨江东方海岸	8824	12764	11263
2	凤凰花城	3449	13000	4483.45	2	滨江钱塘印象	12299	42366	52107.25
3	泰禾厦门院子	3537	18463	6531.2	3	绿地旭辉城	3289	24676	8116.1
4	水晶湖郡	3355	22246	7463.24	4	越秀星汇尚城	3623	13136	4759.41
5	国贸金沙湾	2798	14000	3916.77	5	宋都晨光国际	5018	10080	5057.91

资料来源：中国指数研究院，中信证券研究部整理

表 5：重点公司估值表

	股价 (元)	NAV (元)	EPS (元)			PE			评级
			14A	15E	16E	14A	15E	16E	
华发股份	11.77	21.52	0.79	0.84	0.93	14.9	14.0	12.7	买入
滨江集团	6.77	7.21	0.31	0.37	0.43	22.2	18.3	15.7	买入
万科 A	12.90	11.80	1.43	1.66	1.87	9.0	7.8	6.9	买入
保利地产	8.02	15.36	1.14	1.40	1.69	7.0	5.7	4.7	买入
招商地产	28.95	27.39	1.66	2.12	2.44	17.4	13.7	11.9	买入
首开股份	9.20	11.96	0.73	1.00	1.20	12.5	9.2	7.7	买入
金融街	8.32	14.41	0.97	1.12	1.30	8.6	7.4	6.4	买入
香江控股	5.91	10.88	0.33	0.44	0.47	17.7	13.4	12.6	买入
冠城大通	7.20	6.80	0.63	0.87	0.98	11.43	8.28	7.35	买入
中南建设	10.12	15.62	0.82	0.90	0.96	12.3	11.2	10.5	持有
荣盛发展	7.69	6.89	0.85	0.91	0.98	9.0	8.5	7.8	持有
世茂股份	9.82	14.52	1.08	1.15	1.27	9.1	8.5	7.7	买入

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 9 月 25 日收盘价

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。

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；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。	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

其他声明

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”。

法律主体声明

中国：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。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“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载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 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分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK)发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且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的内容。

一般性声明

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该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。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的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

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所包含的材料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均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。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。

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 2015 版权所有。保留一切权利。