



房地产行业周报第 201 期



针对未来楼市核心问题的最新看法

中信证券研究部

2015 年 10 月 19 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 (万平方米)	39.00	83.51	16.59	49.17	17.75
同比增速 (%)	30.41	14.18	9.78	25.37	-5.63
环比增速 (%)	103.14	92.37	147.23	80.68	87.08
中信证券销售指数 (期末比期初)	231.2, 本周相比上周上升 10.5 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	50.06	43.75	39.68	41.71	34.64
最新最低优惠利率 (按融 360)	82 折	82 折	82 折	82 折	85 折
三、房价					
百城房价月环比变动 (最新)	0.28				
一二线龙头公司销售均价	13243.35				
一二线龙头公司销售均价月环比 (%)	2.12				
三四线龙头公司销售均价	7021.28				
三四线龙头公司销售均价月环比 (%)	0.32				
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 (万平方米)	9953.54	3664.20	6289.34		
商品房可销售面积周环比 (%)	1.09	1.47	0.88		
商品房可销售面积周同比 (%)	1.04	-3.50	3.88		
商品房可销售套数	818943	280757	538186		
商品房可销售套数周环比 (%)	1.01	1.21	0.91		
商品房可销售套数周同比 (%)	2.84	-4.52	7.15		
中信证券供给指数 (期末比期初)	1.296, 本周相比上周上升 0.027				
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)	161.45	71.43	66.04	23.98	
上周土地成交总价周环比 (%)	-38.79	242.59	-65.82	-51.77	
上周住宅类用地楼面地价	5228	7630	9074	1513	
上周住宅类用地楼面地价周环比 (%)	50.23	-60.62	150.87	-33.02	
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



本周聚焦

楼市来到一个重要的，承前启后的关口。在这个关口，有一些重要的问题，我们在这里给出我们明确的看法。

第一、假设春节前政策平稳，未来企业的定价策略和市场销售表现

市场的表现取决于需求和供给演变的情势。需求的演变取决于房价变动的预期和居民杠杆的成本，有效供给的变化则取决于过去几年累积的可开发项目规模、企业的定价策略以及推盘积极性。

房价变动既是市场变化的原因，又是销售变动的结果。至少到 2015 年 9 月，数据显示百城房价指数环比涨幅没有扩大，全国范围内不存在房价大幅上涨的预期。与此同时，居民购房的资金成本缓慢下降。因此我们认为，在没有新的政策外力的情况下，需求会稳定释放。

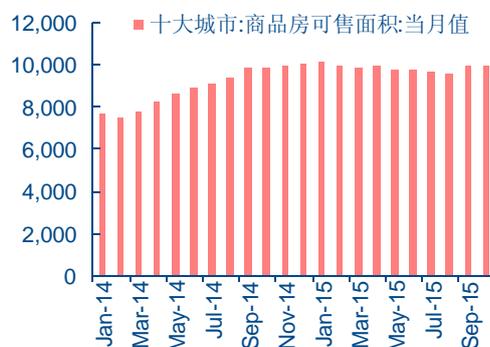
当前的市场，绝不至于缺乏客观的可开发面积。我们测算，中国房地产市场存货规模约 132.8 亿平米，包括 70.9 亿平米已拿地，未开工项目资源；55.3 亿平米已开工，未竣工项目资源和 6.6 亿平米已竣工，未销售项目资源。（详见专题报告《行业库存问题探讨》）。同时需要指出的是，很多地产市场研究所谓的“存货去化周期”概念有误，可销售资源和销售面积的比例并不等于存货去化周期。所以，在绝大多数城市，只有企业是否愿意推盘的问题，市场的供给是充足的。

表 1：拿地和开工面积差值测算

	土地面积	容积率估计	建筑面积估算	当期新开工	差值
2003	11.7	1.20	14.1	5.4	8.7
2004	10.4	1.20	12.4	6.0	6.4
2005	8.5	1.30	11.0	6.8	4.2
2006	9.7	1.30	12.6	7.9	4.7
2007	13.8	1.30	17.9	9.5	8.4
2008	8.9	1.40	12.4	10.3	2.1
2009	10.9	1.40	15.3	11.6	3.6
2010	15.3	1.40	21.4	16.4	5.1
2011	16.7	1.50	25.1	19.1	6.0
2012	16.0	1.50	24.0	17.7	6.3
2013	20.0	1.50	30.0	20.1	9.9
2014	15.1	1.60	24.2	18.0	6.2
2015 年上半年	4.7	1.60	7.5	8.2	-0.7
总计					70.9

资料来源：wind

图 1：可销售面积始终在高位



资料来源：wind

图 2：持续热销——月销售面积变化



资料来源：wind

2015 年 1 月到现在，虽然热销持续，但十大城市的可销售资源始终位于历史高点附近（有数据以来最高点 2015 年 1 月，到上周末只比最高点下降了 1.8%）。这也从侧面说明了，只要企业愿意推货，无论何种程度的热销，都不会像以前一样造成市场销售资源阶段性不足。

企业是不是愿意推货呢？其实应该这样问：企业到底是会适当提升价格（哪怕牺牲销售速度），还是更加追求销售速度（哪怕适当牺牲毛利）呢？现在看来，不同的企业答案未必相同。

万科、保利等销售完成情况不错，前三个季度销售面积同比上升 20% 以上。而且，这些公司资金成本不断下降，存货囤积带来的资金压力日渐下降。另外，这些企业在过去几年销售存在毛利率收紧的压力，当前拿地的价格比两年前也有上升。我们认为，至少在 2015 年，这些企业会偏向于稳固毛利，甚至会因此略微牺牲一些销售速度。

还有一些公司销售完成状况不佳，前三季度销售额增速也有限，尽管毛利率存在一定的压力，但仍然会积极推货。更有一些公司尽管资金成本也在下降，销售增速不慢，但正处于销售规模质变的关键节点。目前房地产企业拿地，融资都存在着规模门槛，金融机构、地方政府都更青睐大企业（但却不是越大越好，而是进入前列即可）。为了成为大企业，我们相信这些公司宁可继续牺牲毛利，也不会放慢销售速度。

所以我认为，市场拥有充足的可销售资源，只不过销售结构可能会出现一定程度的变化。在可销售资源比较充足的情况下，房价是不太会出现恶性大幅上涨的。但由于政策累积作用，销售去化上佳，房价下跌的可能性更低。**我们判断，2015 年四季度销售面积同比增速比前三季度略有下降，但销售仍将实现同比增长；百城房价可能继续环比上涨，但房价上涨幅度并不会明显扩大。**

第二、还会有什么政策？什么时候可能是政策密集期？

判断影响房地产行业的政策，既要从房地产行业之外出发，又要从房地产行业运行自身出发。

经济运行的态势决定了影响地产行业政策出台的可能性和必要性。例如，如果存在较大的人民币贬值风险，降息可能就比较谨慎。目前来看，人民币汇率稳定，出台一些宽松政策的可能性是存在的。那么，有没有必要继续出台政策刺激房屋销售呢？经济增速存在放缓的风险，但经济结构转型又是必然选择。刺激仍有可能，但刺激的目标也不是重演 2009 年。

我们还能期待什么样的政策？传统来看，刺激性政策主要可以分为：长期的制度变革，解除行政管制，降低交易成本，降低购房人资金成本和增加杠杆利用，控制土地供给和调整规划形态。

长期的制度变革，短期内可以期待的是人口政策的调整。近期，统计局在全国百分之一人口抽样调查启动仪式上，要求摸清人口变化，完善人口政策。不过，人口政策的变化并不会改变成年人口占比下降的趋势，也不会大幅改变低生育率状况。解除行政管制空间并不大，目前仍在限购的城市寥寥无几，且这些城市市场并无问题。新房交易的其他行政管制并不多。交易成本存在下调空间，但目前财政收入增长本身存在压力，指望继续大幅下调地产交易负担并不现实。控制土地供给（或者通过改变容积率、土地用途方式调整供给结构）远水难救近渴，很多城市已经出让尚未销售的土地规模庞大，且地方政府也缺乏动力。**我们认为，未来政策将集中在降低购房人资金成本，给居民部门加杠杆的层面。**



表 2: 差别化住房信贷政策调整一览表

年份/时点	首付变化			利率浮动		
	首套	二套	三套及以上	首套	二套	三套及以上
1995.08-1997.04	≥30%	≥30%	≥30%	减档执行	减档执行	减档执行
1997.04-1999.07	≥30%	≥30%	≥30%	减档执行再下浮 10%	减档执行再下浮 10%	减档执行再下浮 10%
1999.07-2003.06	≥30%	≥30%	≥30%	减档执行再下浮 10%	减档执行再下浮 10%	减档执行再下浮 10%
2003.06-2005.03	≥20%	>20%	>20%	9 折	基准	基准
2005.03-2006.05	≥20%	>20%	>20%	9 折	大于等于 9 折	大于等于 9 折
2006.05-2006.08	20%-30%	≥30%	≥30%	9 折	大于等于 9 折	大于等于 9 折
2006.08-2007.09	20%-30%	≥30%	≥30%	85 折	大于等于 85 折	大于等于 85 折
2007.09-2008.10	20%-30%	≥40%	≥40%	7 折	1.1 倍及以上	1.1 倍及以上
2008.10-2010.01	≥20%	≥20%	≥20%	7 折	大于等于 7 折	大于等于 7 折
2010.01-2010.04	≥20%	≥40%	≥40%	7 折	大于等于 7 折	大于等于 7 折
2010.04-2010.09	20%-30%	≥50%	≥50%	7 折	1.1 倍及以上	1.1 倍及以上
2010.09-2011.01	≥30%	≥50%	不适用	7 折以上	1.1 倍及以上	停贷
2011.01-2012.04	≥30%	≥60%	不适用	7 折以上	1.1 倍及以上	停贷
2012.04-2013.04	≥30% (部分公积金 20%)	≥60%	不适用	7 折以上	1.1 倍及以上	停贷
2013.04-2014.10	≥30% (部分公积金 20%)	≥60%, (部分 70%)	不适用	7 折以上	1.1 倍及以上	停贷
2014.10-2015.03	≥30% (部分公积金 20%), 扩大了首套房定义 (还清房贷)	未提及, 承前应为 ≥60%, (部分 70%)	在非限购城市, 已经还清贷款 “审慎把握, 合理确定”, 应为类似二套	7 折以上	未提及, 应仍为 1.1 倍以上	对已经还清贷款的, “审慎把握, 合理确定”
2015.03-2015.09	≥30%, 公积金 20%, 鼓励组合贷款	≥40%, 公积金为 30%	未提及	7 折以上	未提及, 应仍为 1.1 倍以上	未提及
2015.09 以后	非限购城市 ≥25%, 限购城市 ≥30% 公积金 20%.	≥40%, 公积金为 30%	未提及	7 折以上	未提及, 应仍为 1.1 倍以上	未提及

资料来源: 中国人民银行、住建部、银监会等相关政府网站, 中信证券研究部整理

居民加杠杆, 不只是降息或者是降低首付比例管制一种形式。发展按揭贷款的资产证券化, 继续用活公积金贷款, 考虑按揭贷款利息的税前扣除, 调整商业银行按揭贷款的风险权重等, 都是未来可能的政策。

2014 年至今, 政策的前瞻和对冲操作思路非常明显。所谓前瞻, 就是政策不会等到销售速度真的快速下行后再出台, 因为要拯救一个房价预期下跌的市场, 需要重拳出击, 代价很大。所谓对冲, 就是政策还是会在看到销售有下行风险的时候出手。330 和 930 之前, 销售速度是强弩之末, 企业推货高潮却即将到来, 于是有了政策。展望未来, 我们认为 2016 年春节前后可能是下一个重要的政策窗口。

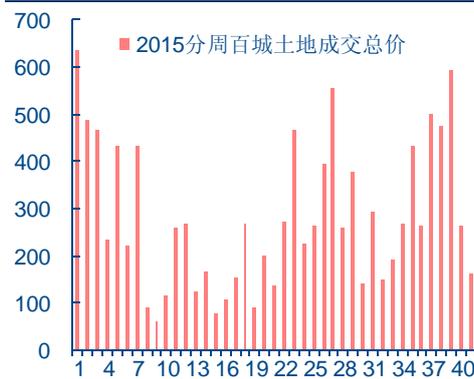
第三、土地市场会如何演变? 开发投资增速会如何演变?

最近几个月, 土地市场开始明显转暖。2015 年前 7 月, 100 个城市土地出让总价同比下降了 28.1%, 但 2015 年 8 月至今, 100 个城市土地出让总价同比上涨了 26.7%。所以, 2015 年年初至今, 百城土地出让总价同比只下降了 17.1%。不只如此, 百城土地市场的成交溢价率也在一路攀升。

土地市场回暖的原因是多样化的。企业销售回款转好, 资金成本下降, 补充库存的动力确实大幅提升。当然, 不少企业在不少城市也面临销售断档压力, 拿地势在必行。

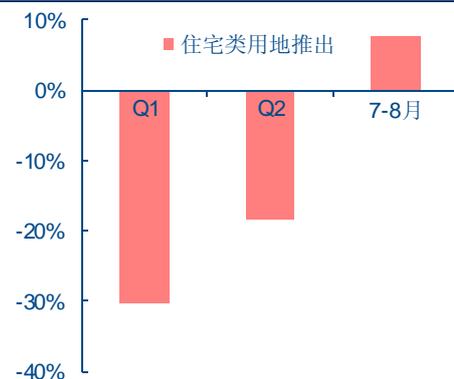


图 3: 2015 年以来百城土地成交 (按周)



资料来源: wind

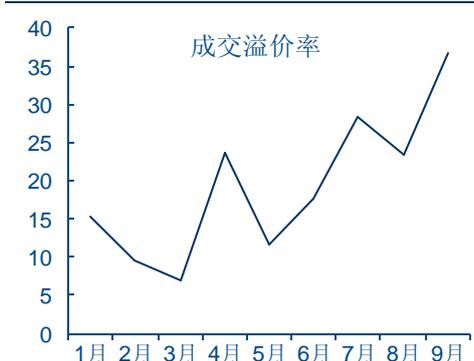
图 4: 住宅类用地推出季度同比



资料来源: wind

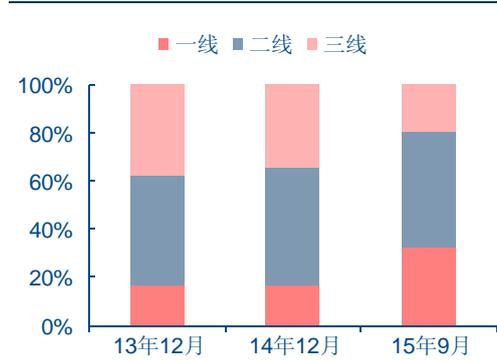
不过,值得注意的是,土地市场的回暖在结构上比房屋销售市场更为不均衡。百城土地成交总价中,2013 年 12 月时,一线城市土地成交总价尚只占 17%,到 2015 年 9 月,这就达到了 32%。相应的,三线城市占比从 38%下降到了 19%。同期,一线城市尽管房价表现明显强于二三线,可新房销售面积结构性提升远没有这么明显。一线城市的企业愿意继续深耕一线,而三四线经营的企业也都愿意新进入一线。相比北京的土地价格,北京的房价可谓“特别理性”。企业都注意到了一线市场的“成长性”,但土地市场给予成长性的溢价实在是高得惊人。

图 5: 2015 年成交溢价率的变动单位: %



资料来源: wind

图 6: 土地成交的结构占比



资料来源: wind

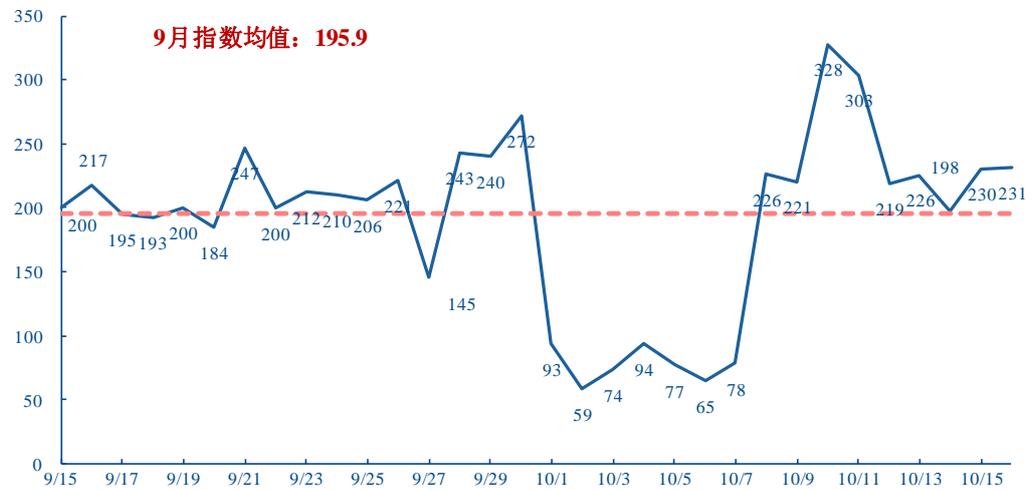
展望未来,充裕的流动性,企业补充库存的需要,极低的公司融资成本仍然是推动土地市场繁荣的因素。可是,结构的畸形决定了这样的繁荣很难持久。除非房价暴涨,否则企业在一线缺乏新增土地盈利空间,在三线又缺乏新拿地去化的可能。

我们预计,未来几个月土地市场仍然表现较好,但 2016 年这种良好的表现缺乏持续性。开发投资方面,低廉的资金成本和较好的销售回款表现,确实可能推动四季度开发投资增速略有反弹。但 2016 年资金成本继续下降空间有限,存货规模过于庞大,建安原材料价格也难见大幅提价的可能性。所以,我们预计未来 3 个月,土地市场可能继续繁荣,尽管这种繁荣是个别一二线城市主导的繁荣,开发投资增速可能也会略有提升。但是,2016 年开发投资增速或将进一步下降,土地市场也很难维持出让总价继续同比上升。



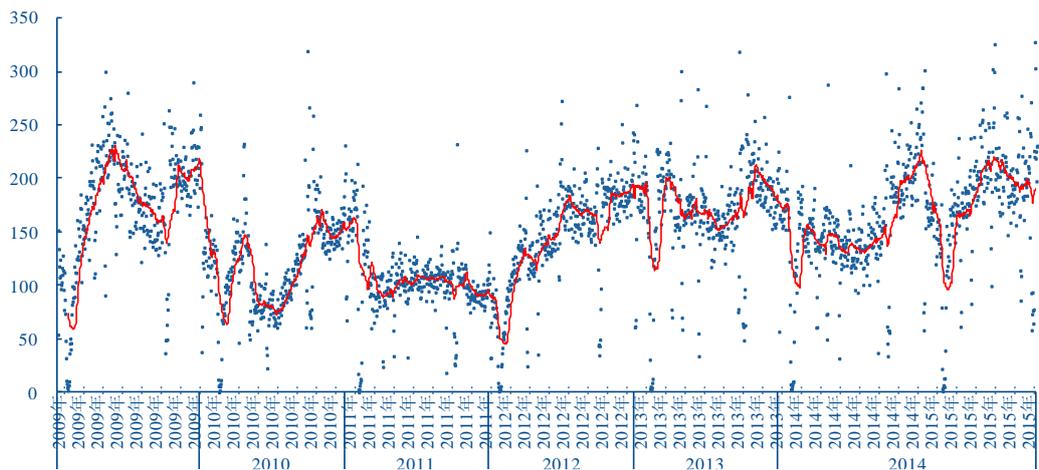
市场运行监测

图 7：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

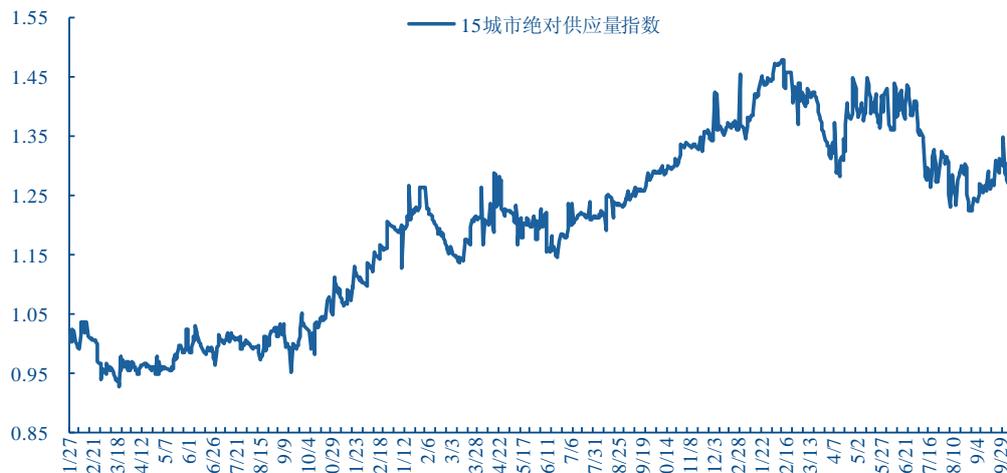
图 8：中信证券地产销量指数



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 9：15 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 10：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

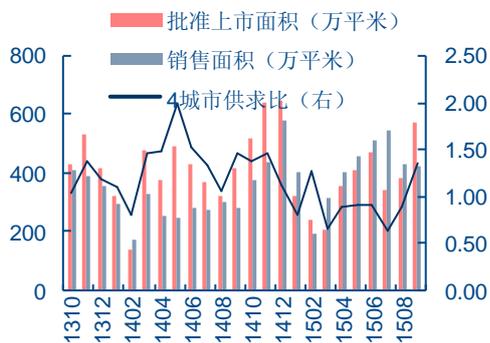
图 11：一手房日均成交月度变化



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

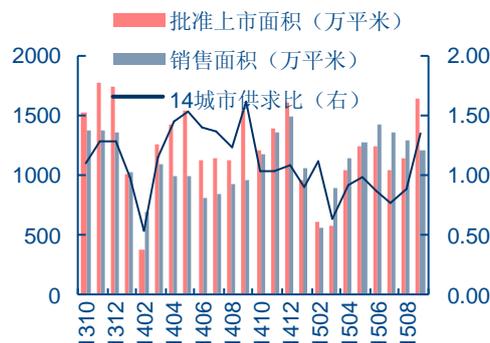


图 12：4 个主要城市一年以来供求变化



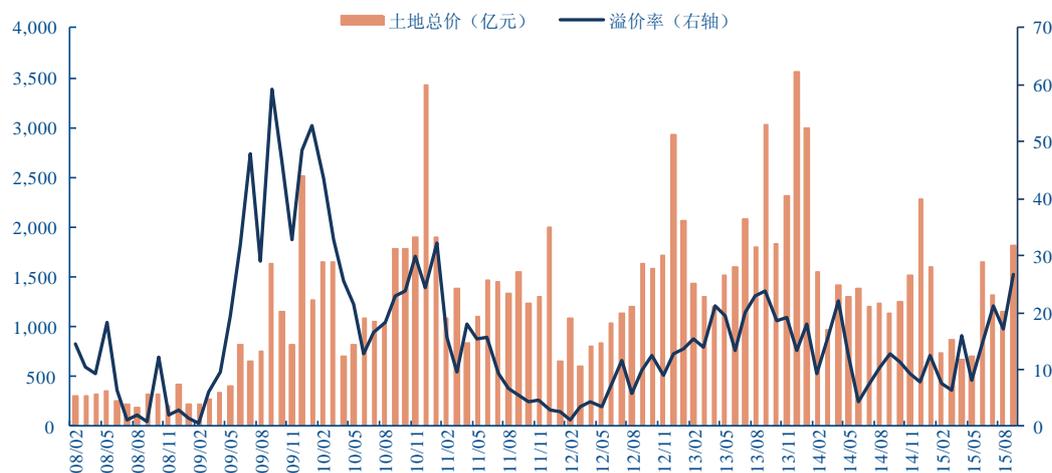
资料来源：中国指数研究院注：4 个主要城市指：北京、上海、广州、深圳。

图 13：14 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。

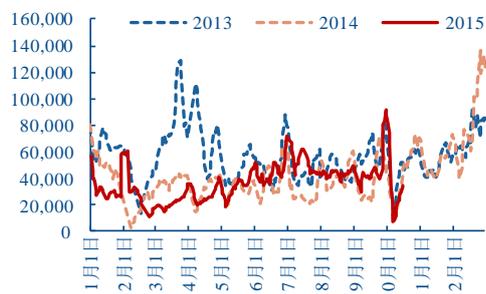
图 14：40 个城市土地成交总价及溢价率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

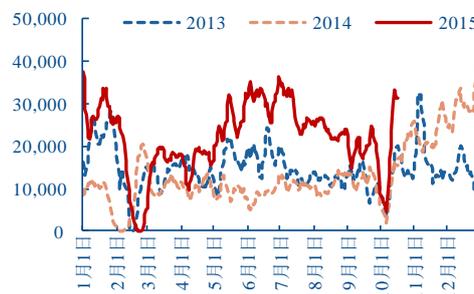
详细资料

图 15：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

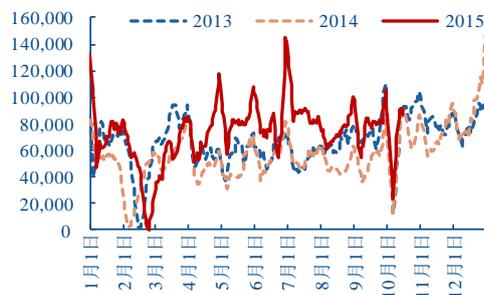
图 16：深圳一手房成交面积同比单位：平米



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

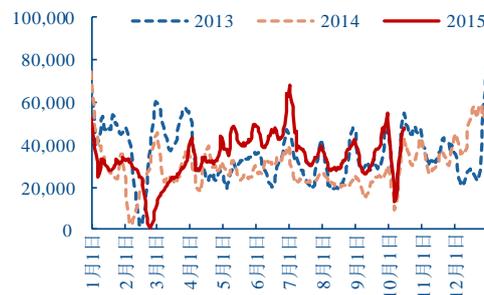


图 17: 上海一手房成交面积同比单位: 平米



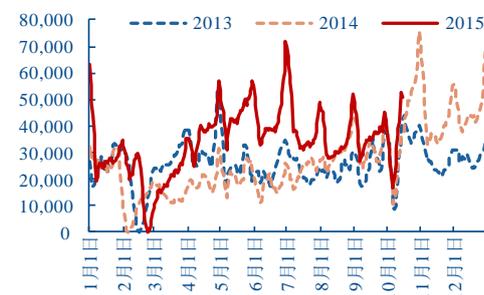
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 18: 广州一手房成交面积同比单位: 平米



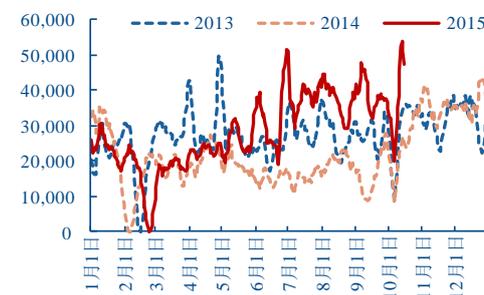
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 19: 杭州一手房成交面积同比单位: 平米



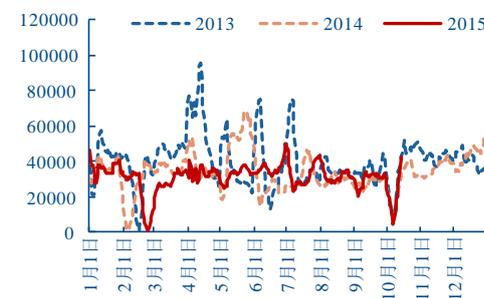
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 20: 南京一手房成交面积同比单位: 平米



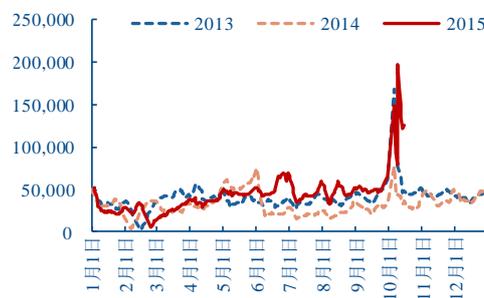
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 21: 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 22: 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

表 3: 10 月 05 日-10 月 11 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	中渝·国际城	3306	4537	1499.91	1	万达海上华府	4976	9198	4576.72
2	万象春天	2363	6616	1563.33	2	银盛泰·星河城	3493	6469	2259.69
3	华洲城	2576	6257	1611.72	3	中南世纪城	3517	7615	2678.37
4	恒大江湾	3691	6979	2575.84	4	白沙湾	3544	5096	1806.06
5	山水岭秀	3520	4345	1529.61	5	银盛泰浪琴海	3363	7732	2600.11
重庆					上海				
1	金科廊桥水乡	11505	4229	4865.09	1	恒盛豪庭	9782	31954	31256.95
2	绿地海外滩	7781	7026	5466.74	2	经纬城市绿洲	6613	26726	17673.98
3	龙湖 u 城	6315	4603	2906.29	3	莱英郡(莱茵小镇)	7535	15267	11504.53
4	中昂锦绣	6038	4753	2869.89	4	徐汇公园道壹号	7797	60371	47070.37
5	紫御江山	7875	8207	6462.9	5	亚通水岸景苑	6918	16810	11629.72
福州					广州				



房地产行业周报第 201 期

排名	项目名称	成交面积 (m ²)	成交均价 (元/m ²)	成交金额 (万元)	排名	项目名称	成交面积 (m ²)	成交均价 (元/m ²)	成交金额 (万元)
1	华润橡树湾	5953	13368	7958.22	1	广州时代云图	2908	10199	2965.64
2	东方名城	3122	13447	4198.34	2	亚运城	3633	11777	4279.02
3	海峡传媒港	3179	8000	2543.46	3	深业·江悦湾	1932	17623	3404.82
4	中联东郡	2348	13483	3165.33	4	锦绣御景国际	2495	11986	2991.13
5	金辉淮安半岛	2754	14239	3921.29	5	碧桂园·城市花园	2058	10605	2182.49
苏州					深圳				
1	东渡湖韵青城	16582	6189	10262.27	1	联投东方	13847	26220	36308.42
2	华丽家族 太上湖	7849	6268	4920.17	2	力高·君御国际	9273	21614	20042.42
3	中南锦苑	8552	16497	14107.31	3	和公馆	6438	41875	26960.74
4	新城郡未来	7771	9453	7345.81	4	银信中心	6046	30890	18675.49
5	九龙仓碧堤半岛光辉岁月	7661	13987	10715.1	5	万科广场·V寓	3718	33003	12269.46
厦门					杭州				
1	海投青春海岸	9239	17000	15705.72	1	顺发美哉美城	23614	18076	42685.36
2	首开领翔上郡	8570	15355	13158.79	2	融科东南海	22407	8258	18502.73
3	天湖城天源	4711	19768	9311.85	3	天阳风起	6178	30450	18811.1
4	黎安小镇	2768	15500	4290.82	4	滨江万家名城	4990	13683	6827.29
5	华润置地橡树湾	2147	18500	3972.21	5	通和波士顿公寓	3936	5977	2352.71

资料来源：中国指数研究院，中信证券研究部整理

表 4：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	15.02	21.52	0.79	0.84	0.93	19.0	17.9	16.2	买入
滨江集团	7.90	7.21	0.31	0.37	0.43	25.9	21.4	18.4	买入
万科 A	13.65	11.80	1.43	1.66	1.87	9.5	8.2	7.3	买入
保利地产	8.63	15.36	1.14	1.40	1.69	7.6	6.2	5.1	买入
招商地产	30.16	27.39	1.66	2.12	2.44	18.2	14.2	12.4	买入
首开股份	11.42	11.96	0.73	1.00	1.20	15.5	11.4	9.5	买入
金融街	9.06	14.41	0.97	1.12	1.30	9.3	8.1	7.0	买入
香江控股	6.95	10.88	0.33	0.44	0.47	20.8	15.8	14.8	买入
冠城大通	8.42	6.80	0.63	0.87	0.98	13.37	9.68	8.59	买入
中南建设	12.62	15.62	0.82	0.90	0.96	15.4	14.0	13.1	持有
荣盛发展	8.53	6.89	0.85	0.91	0.98	10.0	9.4	8.7	持有
世茂股份	11.42	14.52	1.08	1.15	1.27	10.6	9.9	9.0	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 10 月 16 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：(i) 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。(ii) 本期报告涉及股票万科 A（000002）、冠城大通（600067），中信证券股份有限公司持股数量占上市公司总股本的比例超过 1%。

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。