



# 看中分红潜力而不是股息率 是告别曲而不是冲锋号

中信证券研究部

2015 年 12 月 21 日

陈聪

联系人：左腾飞

电话：010-60838249

电话：021-20262127

邮件：chencong@citics.com

邮件：zuotengfei@citics.com

执业证书编号：S1010510120047

## 本周聚焦

2015 年 12 月起，一些地产公司遭遇举牌。这篇报告想来探讨举牌策略背后的产业背景，和对地产股未来趋势的展望。

### 资产配置荒，社会资金进入股市新渠道

社会面临低风险资产配置荒。最近公募基金发行，保本基金占很大比例，也说明居民虽愿意进入股市，风险偏好却不高。保险公司如能探索出一条投资权益资产，获得稳定收益的道路，就很可能吸引社会资金。

在过去两年多的时间里，安邦为代表的保险公司，探索出一条极具特色的投资路径。一旦保险公司持某一家企业的股权达到 20%，或保险公司取得了被投资标的董事会席位，则保险公司在账面可以改用权益法计这笔股权投资，可以按照比例享受被投资上市公司净利润。这就可能使这家保险公司的资产收益率高于一般的固定收益产品，收益的稳定程度，却又高于一般的权益类组合。保险公司资产端的优化，就可能带来负债端竞争力的增强，这就可能推动这些保险公司规模增速更高。

### 为什么是个别地产公司？业绩前景稳定，估值较低，分红潜力大

地产板块并不是全市场估值最低的板块，但个别龙头地产企业估值却一直不高。而且这些公司股票成交活跃，这给了保险公司较好的布局机会。

保险公司追求权益法计价，上市公司的账面盈利必须较为平稳（否则在业绩下降较多时，收益稳定性会出大问题）。地产尽管是周期性行业，但地产公司结算却可以跨年度调节，地产企业业绩大幅下降十分罕见。有一些行业的估值也具备吸引力，但业绩稳定性却不够（比如券商）。相比之下，地产行业就好很多。

这也就意味着，举牌带来的龙头地产公司上涨行情，难以扩散为全行业的整体性行情。万科从底部 60% 以上的股价涨幅，其估值也不过在 2015 年 15 倍左右。但地产板块绝大多数公司的估值，现在就已经超过了 2015 年 12 倍。如果配置成本过高，权益法计价就不能为保险公司带来有吸引力的资产配置。

地产企业的股息率其实并不高。但我们认为，个别地产公司分红潜力却很大。所谓分红潜力，就是在极端情况下，企业超大比例分红的的能力。例如，金融街这样的公司，虽然一直以来股息率并不高，但如果想要变现其在北京等地所有的持有物业，则完全有可能在某一年度进行较为慷慨的现金分红。保险公司采取权益法计价股权投资，尽管其账面收益有保障，却牺牲了资产的流动性。毕竟，保险资金举牌后有 6 个月时间不能反向卖出股票，即便到了可以反向卖出股票的窗口，“举牌”会导致出售股权需要按照规定进行披露。如果投资标的本身具备极强分红潜力，则如果保险公司有迫切的补充流动性要求，则可以向上市公司提出超大比例分红的诉求。至于这种股东诉求能否得到上市公司回应，则需要看保险公司是否能在股东大会上占据话语权。如果期望在股东大会上占据话语权，那么最好就是选择投资于大股东持股比例不高的企业。我们认为举牌的保险资金并无动力推动上市公司提高日常股息率，因为股息率并不影响上市公司账面业绩。家电企业的股息率虽然比地产企业高，但家电企业的分红潜力却不如地产企业（因为家电企业的生产线想要随时变现并不容易）。这也是为什么举牌策略之下，地产行业可能优于家电行业的原因。

实际上，我们认为分散的股权结构，只是为这种举牌式投资加多一层“分红潜力”的流动性安全垫。但分散的股权结构并非举牌策略所必须，如果有一家公司估值极具吸引力，且管理层和业绩历史表现倍受信任，则“举牌策略”本身也是成立的。

### 举牌对传统地产行业的意义——是告别曲，不是冲锋号

举牌是起到价值发现的作用，促成了相关个股的大幅上涨。那么，从中长期来说，保险公司举牌是否就意味着地产企业迎来重要的买入冲锋号呢？

我们必须回答这个问题：究竟是为什么，在保险公司举牌之前，龙头地产公司的估值如此之低。为什么全市场都看不到龙头地产公司的价值？

图 1：金地集团的权益地价开支和销售回款比较

单位：亿元



资料来源：Wind

正如我们所说的，保险公司看重的，并不是地产企业长期的发展空间，而是地产企业的业绩稳定性、分红潜力和低估值。地产企业的业绩稳定性来自于现有土地储备，盲目扩大资本开支反而破坏业绩稳定性。遏制资本开支，本身和绝大多数公司管理层意愿相违背，也可能意味着降低公司长期发展潜力。地产企业的分红潜力，本身建立在公司清算价值基础上。如果不能对公司产生强有力的掌控力，则这种清算价值安全垫，股东是无法享受的（虽然这种能力可能从不需要施展，因为保险公司可能一直没有遇到流动性问题）。**市场只有重视存量资产业绩贡献和清算价值的资金，才会最后发现龙头地产公司的价值，其他资金无法对地产龙头估值进行纠正，这实际上说明了地产开发公司发展所处的阶段。**全市场可能都不相信传统的开发模式还有继续扩大再生产的机会，再优秀的管理层可能也无法在房地产市场找到基业长青的办法。与此同时，全市场可能也不相信销售规模如此庞大的龙头地产企业，还能找到市场空前广阔的转型方向。

于是，市场的其他投资者用脚投票，终于等来了重视地产企业清算价值和存量资产安全边际的投资者。事实上，举牌又或者不举牌，我们相信传统的地产开发模式可持续性都面临极大的挑战。如果被举牌之后，上市公司开始走上了存量资产价值缓慢释放之路，那么企业就丧失了成长性。更多的上市公司不会被保险资金所影响，会继续考虑扩大资本性开支，继续股权融资，但却发现找不到合适的投资方向，最终也可能迎来业绩的下降拐点。这是中国经济转型升级，在传统的房地产开发领域的表现。

我们认为，奉行举牌策略的保险资金，并没有意愿去更迭被举牌对象的管理层。这是因为举牌本身，就是基于对上市公司经营管理的信任，又何必去更迭管理层？但奉行举牌策略的保险资金，却有可能遏制上市公司管理层的投资意愿，将上市公司的投资控制在更低的限度。例如，金地集团在 2007 到 2013 年，公司权益地价占公司销售回款的 45.2%，但 2014 年之后保险资金进入公司董事会，这个比例下降到了 32.4%。同时，我们认为保险公司不会支持其举牌的地产企业开展资金投入较大的转型探索，这是因为任何较大的资本性开支都可能破坏上市公司业绩的稳定性，也一般无助于提升上市公司的清算价值。我们也相信，奉行举牌策略的保险公司如果能对该上市公司融资战略取得重大影响，则该公司也很少会考虑开展股权融资。这是因为股权融资无助于增强公司业绩稳定性，却有可能威胁保险资金对企业的影响力，从而破坏了保险资金发起超大比例分红的的能力，降低该笔投资的流动性安全垫。

综合来看，我们并不认为举牌能带来地产板块行业性的投资机会，但我们建议投资者重视低估值，存量资产中一二线城市占比较高，历史业绩表现比较稳定的少数个股可能的投资机会。

## 本周主要数据一览

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）	40.66	81.36	19.08	44.01	18.27
同比增速(%)	-14.64	-21.22	-25.12	-12.73	-33.22
环比增速(%)	10.67	6.65	29.98	0.26	3.15
中信证券销售指数（期末比期初）	266.4，本周相比上周上升 46.4 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	57.59	52.60	48.52	38.57	51.47
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）	0.46				
一二线龙头公司销售均价	13520.78				
一二线龙头公司销售均价月环比（%）	7.84				
三四线龙头公司销售均价	7158.97				
三四线龙头公司销售均价月环比（%）	-1.81				
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）	9737.84	3533.01	6204.83		
商品房可销售面积周环比（%）	-0.09	-0.05	-0.12		
商品房可销售面积周同比（%）	-3.93	-10.76	0.45		
商品房可销售套数	807186	273087	534099		
商品房可销售套数周环比（%）	0.00	0.13	-0.07		
商品房可销售套数周同比（%）	-2.33	-11.57	3.18		
中信证券供给指数（期末比期初）	1.151，本周相比上周下降 0.011				
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）	402.30	125.02	211.89	65.39	
上周土地成交总价周环比（%）	-28.58	-55.69	25.23	-41.57	
上周住宅类用地楼面地价	4868	17102	4695	1686	
上周住宅类用地楼面地价周环比（%）	41.64	85.45	33.80	2.18	

一、新房签约

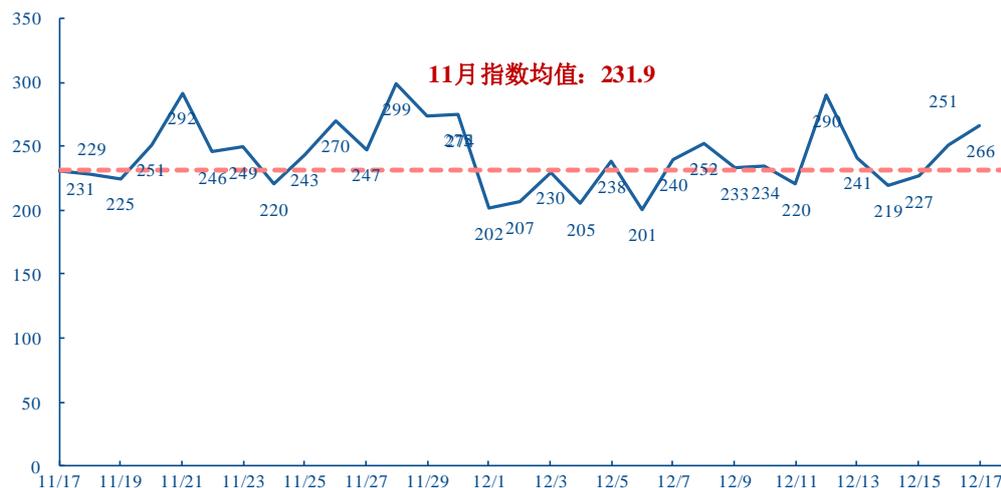
备注：此处一、二、三线城市以 Wind40 个大中城市为准

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

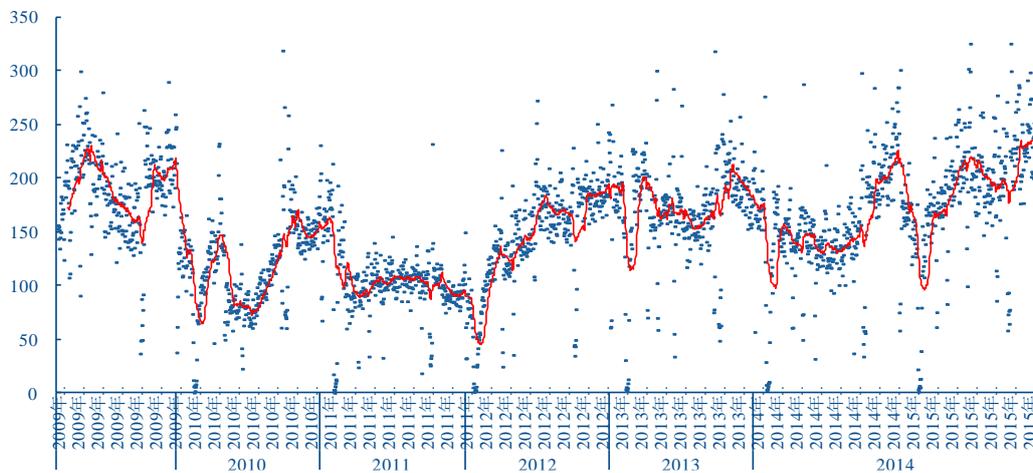
市场运行监测

图 2：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

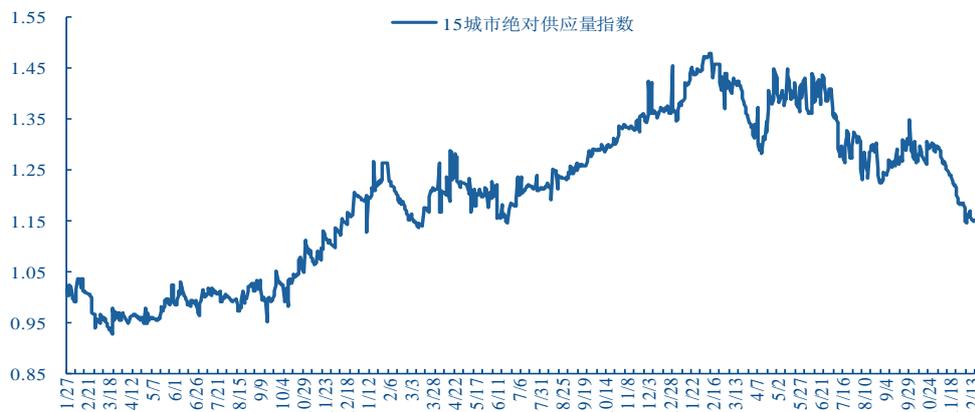
图 3：中信证券地产销量指数



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 4：15 城市绝对供应量指数（2011 年 12 月 31 日=1）



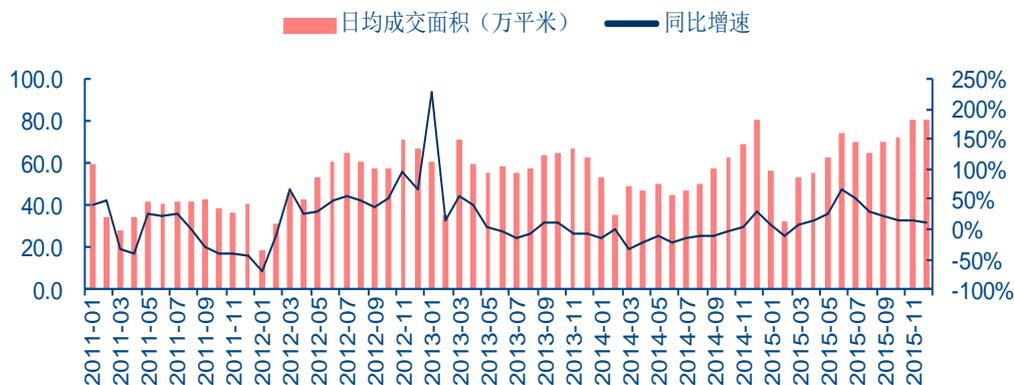
注：15 个城市包括：北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、无锡、宁波、东莞、哈尔滨、南昌、惠州和济宁。将此 15 个城市每日供应量除以基准日，得到的指数再取中值得到该指数  
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 5：中原二手房报价指数



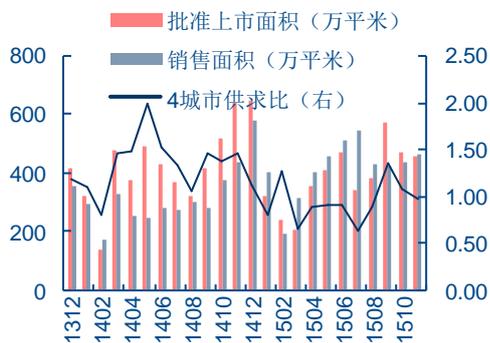
注：中原报价指数高于 50% 时，说明报价上调房源占比高于报价下跌房源的占比，房价上升的可能性较大；低于 50% 时，说明报价下跌房源的占比高于报价上调房源占比，房价很可能会下跌；50% 则表示报价上调房源占比与报价下跌房源占比基本相同  
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 6：一手房日均成交月度变化



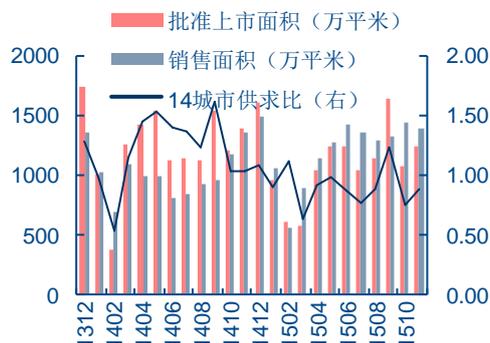
注：若当月未完结，则数据为截至目前的最新数据  
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 7：4 个主要城市一年以来供求变化



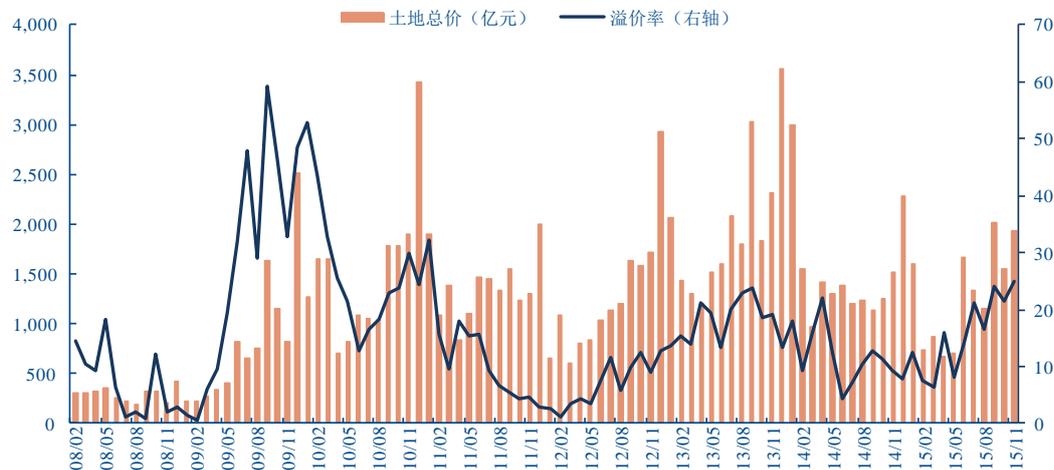
资料来源：中国指数研究院注：4 个主要城市指：北京、上海、广州、深圳。

图 8：14 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。

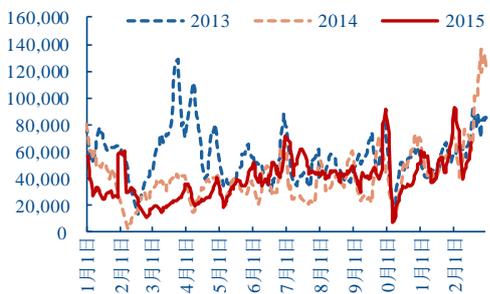
图 9：40 个城市土地成交总价及溢价率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

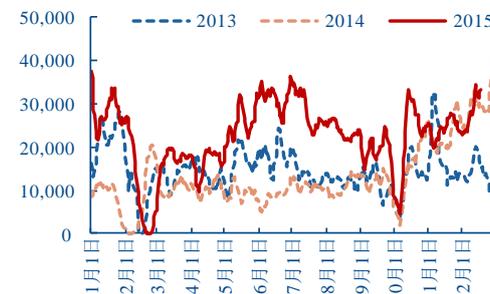
## 详细资料

图 10：北京一手房成交面积同比 单位：平米



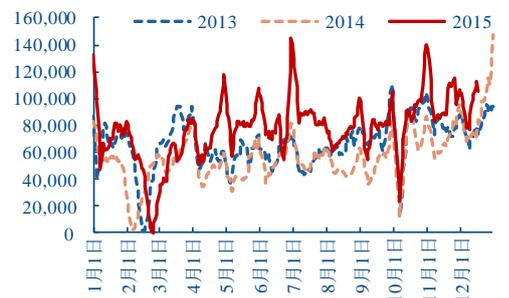
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 11：深圳一手房成交面积同比 单位：平米



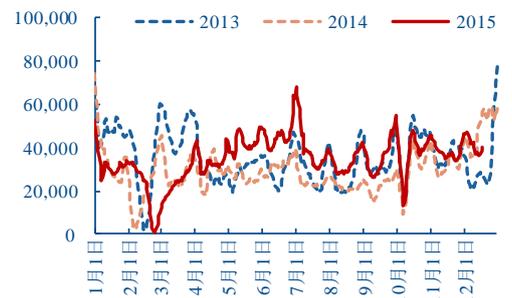
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 12: 上海一手房成交面积同比 单位: 平米



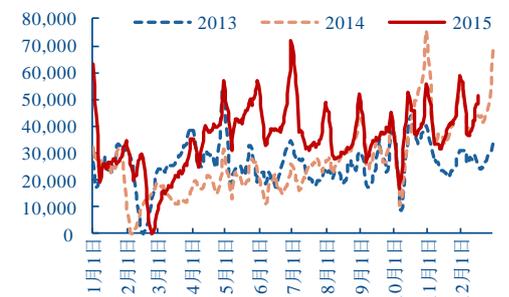
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 13: 广州一手房成交面积同比 单位: 平米



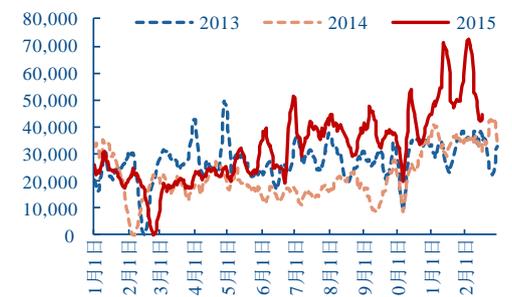
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 14: 杭州一手房成交面积同比 单位: 平米



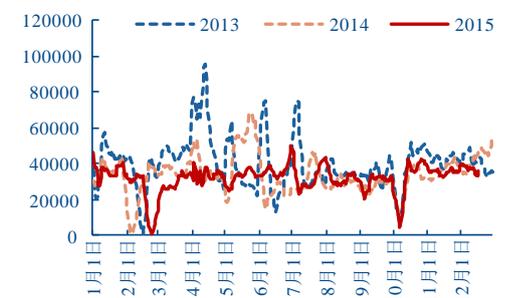
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 15: 南京一手房成交面积同比 单位: 平米



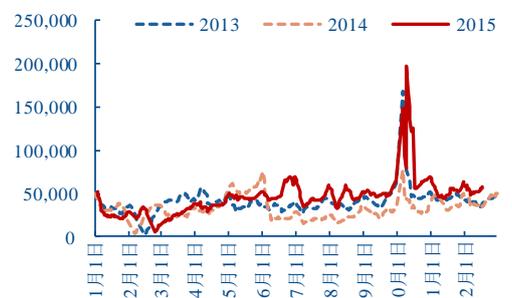
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 16: 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 17: 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 1: 12 月 07 日-12 月 13 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	远景城	10369	5002	5185.92	1	中欧国际城	14884	6778	10087.94
2	瀚业·大境	7869	5398	4247.4	2	中海蓝庭	15143	11804	17873.79
3	<b>金地西洋公元</b>	<b>6517</b>	<b>7812</b>	<b>5091.49</b>	3	康大风和丽景	14518	8390	12181.32
4	中海城	6229	7494	4668.11	4	中城嘉汇	8662	24219	20979.32
5	盛龙广场	4262	6384	2720.88	5	惠水和苑	5133	6788	3484.37
重庆					上海				
1	典雅幸福花园	9285	5515	5120.31	1	<b>阳光城丽景湾 PLUS</b>	<b>22629</b>	<b>32748</b>	<b>74107.68</b>
2	融汇半岛	7247	5734	4155.62	2	<b>万科金域华府</b>	<b>12051</b>	<b>18373</b>	<b>22141.07</b>
3	龙湖两江新宸	4591	6848	3143.8	3	浦发罗兰翡丽	10161	43475	44172.9
4	<b>信达滨江蓝庭</b>	<b>3101</b>	<b>6453</b>	<b>2001.27</b>	4	<b>嘉宝梦之缘景庭</b>	<b>10664</b>	<b>23310</b>	<b>24858.66</b>
5	<b>保利爱尚里</b>	<b>3306</b>	<b>7131</b>	<b>2357.27</b>	5	东亚威尼斯公馆	9048	16540	14965.24
福州					广州				

排名	项目名称	成交面积 (m <sup>2</sup> )	成交均价 (元/m <sup>2</sup> )	成交金额 (万元)	排名	项目名称	成交面积 (m <sup>2</sup> )	成交均价 (元/m <sup>2</sup> )	成交金额 (万元)
1	城开中庚香海世界	40972	7937	32521.55	1	碧桂园凤凰城	36006	12474	44913.74
2	闽江世纪城	20075	15415	30945.95	2	敏捷·绿湖首府	5796	7086	4106.72
3	阳光城大都会	14035	14147	19855.7	3	保利越秀岭南林语	4718	13200	6227.93
4	融信白宫	13907	16492	22935.58	4	珊瑚天峰	5880	16723	9833.25
5	保利西江林语	10674	15716	16775.31	5	狮岭奕翠园	3364	8357	2811.42
苏州					深圳				
1	中海双湾锦园	12522	14271	17869.87	1	鸿荣源·壹城中心	11939	43315	51714.6
2	中航樾公馆	13182	12933	17048.46	2	宏发世纪城	10667	32687	34866.49
3	旭辉铂悦府	17750	31260	55485.93	3	珑门	4972	25371	12613.48
4	中海山湖一号	11109	13436	14925.96	4	华润银湖蓝山	7294	60796	44341.22
5	东渡湖韵青城	7634	6195	4728.89	5	宝能城	4558	64275	29296.98
厦门					杭州				
1	水晶湖郡	14061	23145	32544.03	1	宋都香悦郡	10972	13504	14816.65
2	华尔顿 1275	10021	41398	41485.72	2	顺发美哉美城	6197	18508	11469.34
3	泰禾厦门院子	6052	22996	13917.35	3	西溪蓝海城	5408	11187	6049.74
4	夏商新纪元	4008	16808	6736.48	4	万科大家世纪之光	4706	18243	8584.12
5	西雅图	5289	22700	12006.48	5	朗诗花漫里	3948	9701	3829.92

资料来源：中国指数研究院，中信证券研究部整理

表 2：重点公司估值表

	股价 (元)	NAV (元)	EPS (元)				PE				评级
			14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E	
金融街	12.39	14.41	0.97	0.99	1.11	1.22	12.8	12.5	11.2	10.2	增持
万科 A	24.43	11.80	1.43	1.64	1.83	1.99	17.1	14.9	13.3	12.3	增持
世茂股份	12.72	14.52	1.08	1.15	1.27	1.41	11.8	11.1	10.0	9.0	增持
金地集团	13.55	9.65	0.89	0.94	1.01	1.10	15.2	14.4	13.4	12.3	增持
世联行	17.15	不适用	0.27	0.33	0.39	0.47	63.5	52.0	44.0	36.5	增持
滨江集团	8.42	7.21	0.31	0.37	0.43	0.45	27.2	22.8	19.6	18.7	-
保利地产	11.35	15.36	1.14	1.40	1.69	1.72	10.0	8.1	6.7	6.6	-
招商地产	40.50	27.39	1.66	2.12	2.44	2.56	24.4	19.1	16.6	15.8	-
中南建设	15.96	15.62	0.82	0.90	0.96	1.03	19.5	17.7	16.6	15.5	持有
荣盛发展	10.59	6.89	0.85	0.73	0.89	1.00	12.5	14.5	11.9	10.6	持有
绿地控股	17.96	14.72	0.46	0.57	0.66	0.90	39.0	31.5	27.2	20.0	持有

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 12 月 18 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，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。	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）本期报告涉及股票金地集团（600383），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](mailto: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。