

我国房屋预售制度的回顾及猜想

中国商品房预售制度发展回顾

商品房预售制度也称“期房买卖制度”，起源于上个世纪 50 年代的香港，我国在房地产市场早期的建设过程中主要借鉴了香港市场的发展经验，伴随着房地产市场化的进程，我国预售制度的建立和发展主要经历了如下三个阶段：1、房荒下的住房预订购时代（1978-1993）；2、房改后正式登台（1994-2000）；3、细则不断完善，成为商品房市场的核心管理制度（2001-至今）。预售制度的优点主要体现在几个方面：1、对于房企而言，加快周转和提升杠杆；2、对于需求而言，期房往往具备更加优惠的价格；但不得不承认，预售制度也引发了一系列问题。

如果推进现房销售会带来哪些影响？

若推行现售制，对房企的不利影响在于：1、零成本的预收款消失，若维持原先杠杆水平，则需用有息负债代替，杠杆成本上升，经营风险亦相应上升；2、若推行现售制，资金回笼周期则会延长至较建设周期更长的时段，资金周转风险也相应增大。与此同时，房企受制于杠杆和周转速度的下降，商品房供应也将减缓，主要表现为原先通过快速回笼预售资金、提高无息杠杆从而在同等时间条件下增加项目获取数量的可能性趋于消失，房企将在更长的资金回笼周期（大于建设周期）内供应较之前更少的住房项目，最终导致住房供应速度较之前减缓。如果调整，预售条件更宽松的地区受影响更大，更高杠杆的房企所受影响更大。

国际预售证制度的比较

我国现行的预售制度和国外其他区域相比主要在以下两个方面存在差异：1、预售条件：许多国外其他区域预售条件较为宽松，欧美大多数国家和区域都不存在预售许可的管理，新建的住宅无论是否开工均可预售，而买卖双方主要在合同法的范围内，通过律师自有协商交易结构和交易内容。2、预售款的监管和使用：一般欧美国家的预售款会由指定的律师进行监管，而首付的比例和付款的方式结构则由买卖双方自由协商，在项目完工后方可拨给开发商，开发商对于预售款的获取受到严格的限制。

我国预售制度的未来变革猜想

中国商品房预售制度诞生于一个特殊的时点，其在过去解决我国房地产市场供需结构中的重要作用不可磨灭，但是随着我国商品房供给逐步跟上，未来逐步改变预售制度这样的杠杆政策是可以理解的。但是我们认为在短期内取消预售制度的可能性或者说基础并不具备。如果预售环节取消，意味着融资渠道原本就不多的中小型房企将面临更高的门槛，而拥有更为坚实金融机构背书、更为多元资源渠道、具备更强开发品质的优质房企反而拥有了更为宽松的发展环境，2016 年以来房地产行业的集中度提升，也将去杠杆节奏中持续加速。

房地产

首次评级

买入

陈慎

chenshen@csc.com.cn

021-68821630

执业证书编号：S1440514080003

江宇辉

jiangyuhui@csc.com.cn

18621759430

执业证书编号：S1440517120002

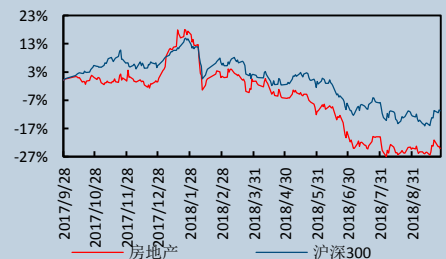
研究助理：尹欢科

yinhuanke@csc.com.cn

18616396058

发布日期：2018 年 09 月 28 日

市场表现



相关研究报告

目录

中国商品房预售制度发展回顾.....	1
预售制度的优缺点辨析	2
全国现售制度试行案例	3
如果推进现房销售会带来哪些影响?	5
杠杆和周转将受到压制	5
投资意愿和财政压力也会受到影响	5
如果调整, 哪些房企影响更大?	7
国际预售证制度的比较	7
美国预售证制度	7
香港预售证制度	7
中外预售证制度对比	8
我国预售制度的未来变革猜想	8
短期内取消预售制度的条件不具备	8
即使未来实施, 也是行业整合的大好机遇.....	9

中国商品房预售制度发展回顾

商品房预售制度也称“期房买卖制度”，起源于上个世纪 50 年代的香港，彼时的香港在二战之后面对大量的人口流入叠加经济的快速发展对商业楼宇和住宅的需求急剧增长，在这样的背景下，霍英东成立的立信置业有限公司一改当时的现楼销售政策，提出“预售楼花”并倡导分期付款。随后香港政府于 1956 年出台了《预售楼花同意书》，正式在法律层面确立和规范了楼花预售制度。

而我国在房地产市场早期的建设过程中主要借鉴了香港市场的发展经验，伴随着房地产市场化的进程，我国预售制度的建立和发展主要经历了如下三个阶段：

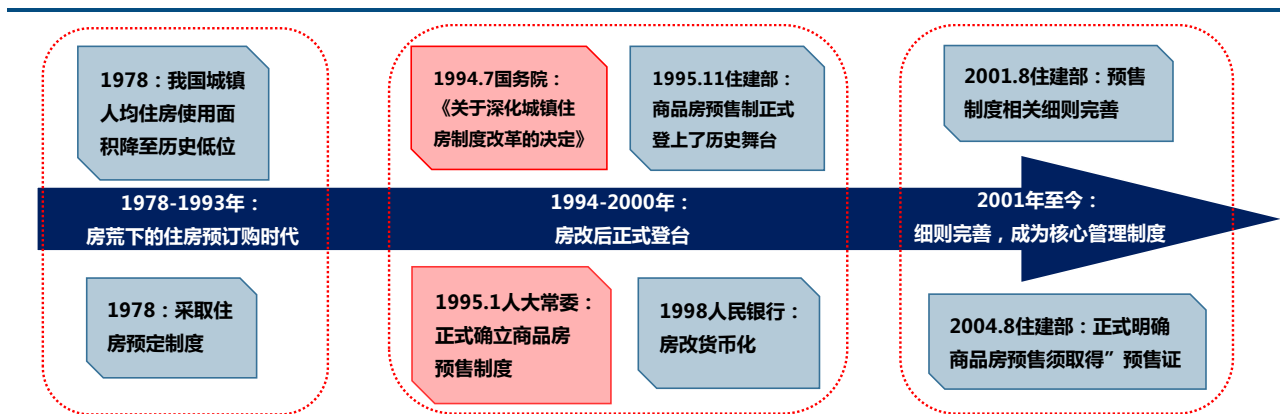
1、房荒下的住房预订购时代（1978-1993）

改革开放初期，国内住宅供应面临着短缺严重的困境，城镇人均住房建筑面积不到 7 平米，全国性的房荒催生了对于加速城镇住房建设的强烈需求，当时主要采取的是住房预订购制度，即首先由地方政府建委组织，采取代建制的方式，各购房单位根据批准的建设计划和资金到城市统建办预订购住宅，之后统建办再用预售的定购资金和银行贷款开展土地开发及住宅建设。虽然这一制度具有较为浓厚的计划经济的时代特色，但也在一定程度上呈现出了预售制度的雏形。

2、房改后正式登台（1994-2000）

1994 年 7 月颁布的《城市房地产管理法》，在总结各地经验的基础上，正式确立了商品房预售制度，并对预售条件、监管作出了原则性规定，为商品房市场的健康发展提供了法律准绳。同年 11 月，住建部颁布了《城市商品房预售管理办法》，具体内容涉及房屋预售行为的定义、预售所需的各类证件和准许条件、开发企业需办理预售登记并取得“预售许可证”等几个方面。自此，商品房预售制度正式登上中国商品房市场的历史舞台。

图：中国商品房预售制度的发展历程



资料来源：中信建投证券研究发展部

3、细则不断完善，成为商品房市场的核心管理制度（2001-至今）

2001 年 8 月，住建部对《城市商品房预售管理办法》的相关细则进行修订和完善，主要涉及完备开发企业申办“预售证”的材料、地方监管部门应出台相关制度、明确办理权属登记手续的期限、规范化未能办理预售登记的行政处罚措施等内容。2004 年 7 月，建设部明确强调了商品房预售必须取得“预售证”，并对开发企业申请

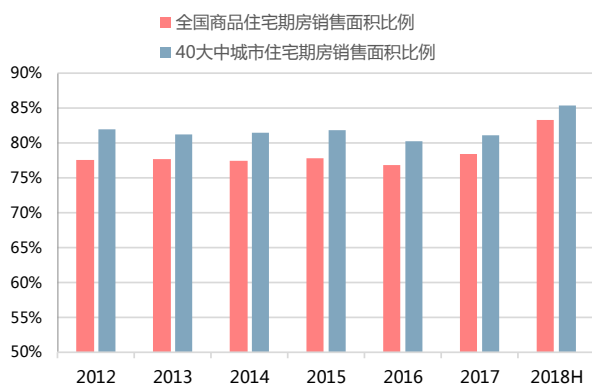
预售许可需提交的证件及资料、程序办理进行了更为严格的规定。随着预售管理办法的不断完善，预售制度逐渐成为中国商品房市场经营的核心管理制度之一。

预售制度的优缺点辨析

当前预售制度已成为国内商品房销售的最主要方式，根据各地方房管局上报国家统计局的数据显示：全国商品住宅期房销售面积占总销售面积的比重由 2005 年的 63% 提升至 84%，其中 40 大中城市期房销售面积占比始终维持在 80% 以上。其优点主要体现在几个方面：

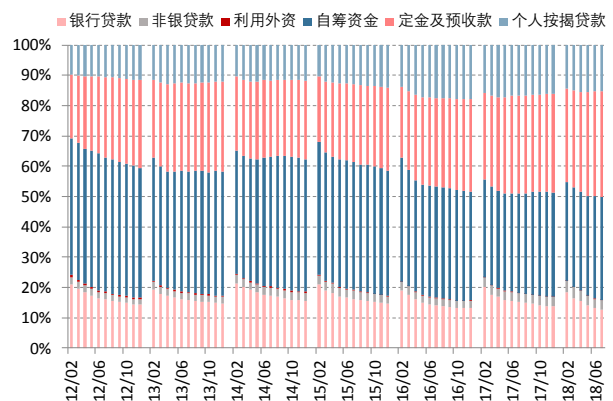
1、对于房企而言，加快周转和提升杠杆。预售制度极大缩短了房企现金流回笼的周期，降低了房企资金断裂的风险的同时，有效地满足了房企规模庞大的融资需求。根据统计局公布的房地产开发资金来源显示，“定金和预收款”一项始终占据了重要份额，维持在 20-30% 的比重，占比超过“银行贷款”项目的 2 倍，是房企开发资金的最主要渠道来源之一。

图：商品住宅期房销售面积比例



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

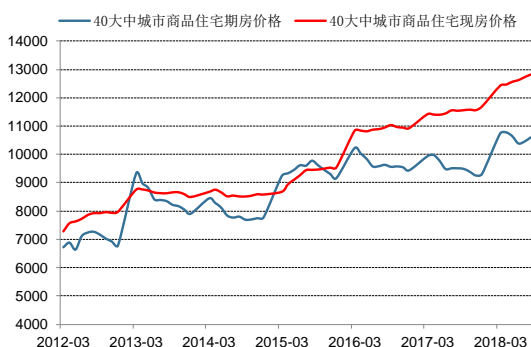
图：房地产开发资金来源累计占比



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

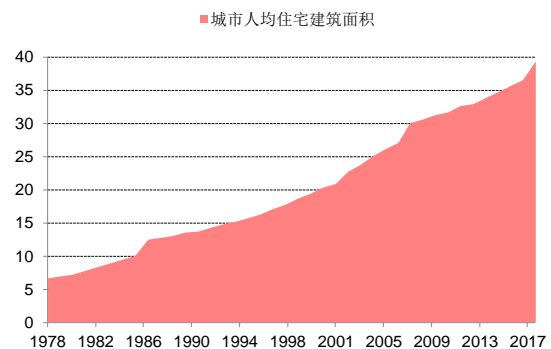
2、对于需求而言，期房往往具备更加优惠的价格。我们对比了 40 大中城市的期房均价和现房均价，可以观察到自 12 年以来的绝大多数月份当中，期房售价要低于现房售价约 10-20 个百分点，并且价差在近年来有扩大的趋势。可见预售和分期付款的方式有效降低了消费者的购房门槛，刺激了市场的潜在需求。

图：40 大中城市商品住宅期房和现房售价对比



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图：城市人均住宅建面（单位：平米）



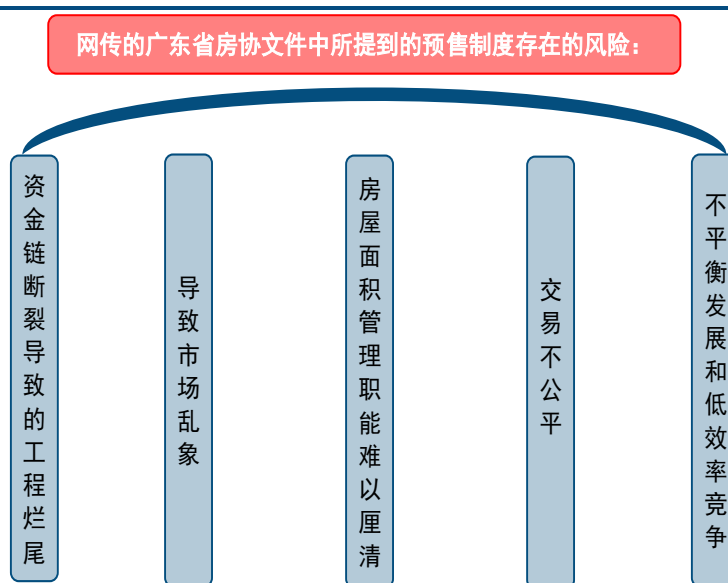
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

在过去 20 余年的发展过程中，中国预售制度的发展快速推进了中国房地产市场的发展，使得我国原先供不应求的状态得到了改善。但不得不承认，预售制度也引发了一系列问题：

1、需求方面，开发房企在住房建设环节就收取了房款，实质上是将潜在的融资压力和建设风险提前转嫁给了购房者。在收房前，购房者面临着开发商“一房二卖”、“延期交房”等风险，而收房后，也可能遭遇房屋质量问题、开发商推卸责任、延期办理房产证等实际问题。**2、金融方面**，作为按揭贷款的发放方，房地产开发的大部分资金风险最终转移给了银行。一旦房企因为市场波动或经营不善，出现资金链断裂等问题，银行将面临较大坏账压力。**3、监管方面**，国内房企在收取预售款后就成为其名下的自有资金，许多地方在相当长一段时间内缺乏专门的资金机构对预售资金的使用渠道进行有效监管，仅广州、济南等少数几个城市较早设置了专用资金账户，规定预售所得款项必须用于有关工程的建设，其他众多城市相关的管理细则或推行较晚或仍然缺位待补。

网上流传的广东省房协文件中就提到，预售制度存在的风险包括：1、资金链断裂导致的工程烂尾；2、导致市场乱象；3、交易不公平；4、房屋面积管理职能难以厘清；5、不平衡发展和低效率竞争。2017 年，广东全省资金链断裂类矛盾总数 61 宗，其中 2016 年转存数 28 宗，2017 年新增数 33 宗，已化解 44 宗，结余 17 宗，矛盾化解率 72.1%。总而言之，管理风险、消费风险、社会风险、金融风险等，是预售制高杠杆效应所付出的成本。

图：网传的广东省房协文件中所提到的预售制度存在的风险



资料来源：中信建投证券研究发展部

全国现售制度试行案例

对于预售制度的反思不是新闻，早在 2005 年 8 月央行就曾在《2004 年中国房地产金融报告》中建议：“可以考虑取消一定的现行的预售制度，对于房地产行业的销售制度进行相应的修改，而现售制度还是比较合理的。”这一建议也引发了之后一系列关于预售制度存废的讨论，但其后随着住建部官方表态不会取消预售制度，讨论逐渐销匿。

2010 年 4 月，住建部下发了《关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知》，首次明确提出推行商品住房现售试点，鼓励各地结合当地实际，制定商品住房现售管理办法，引导房企现售商

品住房。

2017年5月26日，广东省人民政府发布《实施珠三角规划纲要2017年重点工作任务》的通知，对防范金融和房地产风险做出了明确指示，强调因城施策，密切监控房地产市场动态，严禁各类加杠杆金融产品用于购房首付款，同时提出鼓励推行现房销售制度。

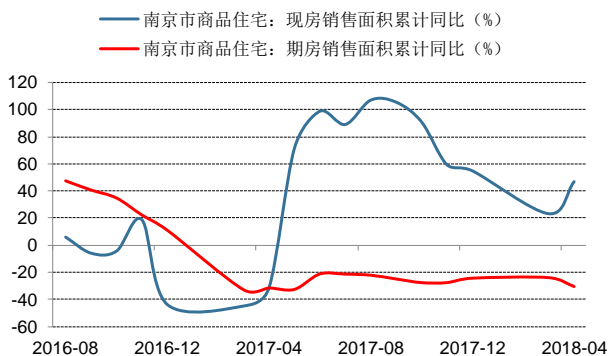
有关于调整预售政策的尝试主要集中在地方，而且现房销售的政策主要集中在降低土拍市场热度，而非对预售制度框架的调整。

1、南京：达到最高限价的90%的地块需采取现房销售

南京现房销售政策始于2016年8月，为了抑制当时快速上涨的房价和过热的土地市场，南京市房产局等部门出台了《关于调整南京市土地公开出让竞价方式、商品房贷款首付比例的意见的通知》的政策。其中首次将土拍价格与现房预售的条件相挂钩，规定当该地块网上竞价达到最高限价80%时，低层建筑申领预售许可需达到建筑主体封顶。当网上竞价达到最高限价的90%时，该地块所建商品住房必须现房销售。

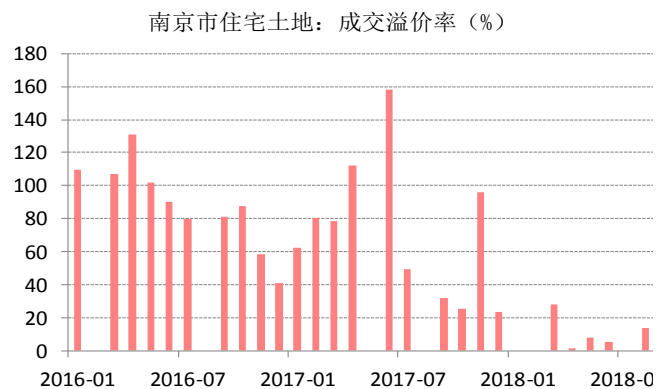
从2016年8月至2018年7月，南京先后拍出67块现房销售地块，从2018年7月开始，南京市的土拍政策出现转向，新挂出的地块已不再有“土地竞价达到最高限价的90%时，该地块所建商品住房必须现房销售”的要求，同时将原本的“竞建保障房面积”也调整为“竞建自持商品住房面积”，以促进租赁住房的供应。

图：南京市商品住宅现房和期房销售面积累计同比



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图：南京市住宅土地成交溢价率



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

2、苏州：成交价超指导价10%的地块需采取现房销售

2016年8月11日，苏州政府印发《关于进一步加强苏州市区房地产市场管理的实施意见》的通知，要求提高项目预售条件：当土地出让成交价超过市场指导价时，工程结构封顶后方可申请预售许可；当土地出让成交价超过市场指导价10%时，工程竣工验收后方可申请预售许可。从2016年9月拍出首宗需要现房销售的宅地至今，苏州市累计出让了超过130宗住宅用地，其中有约70宗需现房销售，占比超过50%。

3、深圳：出让首个试点商品房现售地块

2016年6月，深圳首个商品房现售试点项目地块正式出让。该地块位于深圳龙华新区，建筑面积达到14.6万方，最终以近83亿元的价格成交，楼面地价高达56780元/平。虽然当前深圳仍在按照商品房预售制度的相

关规定开展预售审批，但深圳市规土委已声称已对这一现售试点项目开展了数据采集、市场影响监测等后续跟进工作。

如果推进现房销售会带来哪些影响？

杠杆和周转将受到压制

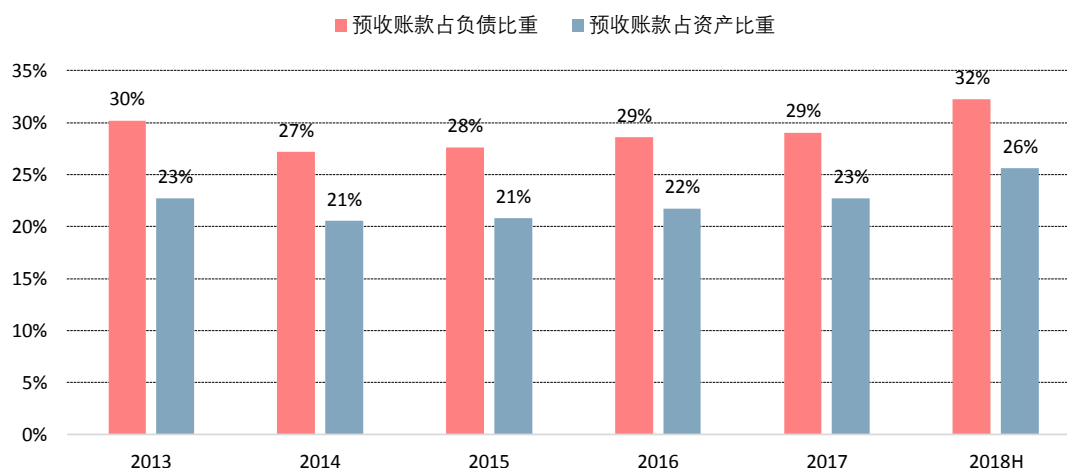
预售制设计的思路是通过帮助房企降低杠杆成本，加速其资金回笼用于项目的再投资，从而达到加速住房供应的目的。若推行现售制，对房企的不利影响在于：

1、零成本的预收款消失，若维持原先杠杆水平，则需用有息负债代替，杠杆成本上升，经营风险亦相应上升；若降低杠杆水平，则规模增速受到制约，无法享受上行周期因加杠杆带来的好处；

2、相较于 2 年左右的建设周期，预售制下资金回笼周期可以压缩至 1 年甚至更短，极大地加快了房企的资金周转，若推行现售制，资金回笼周期则会延长至较建设周期更长的时段，资金周转风险也相应增大。

根据 A 股 96 家上市房企披露的数据，预收账款（包括新会计准则下的合同负债科目）占总负债比重近五年来稳定在 27%-30% 之间，占总资产比重在 20%-25% 之间，若这部分完全由有息负债代替，则房企的杠杆成本势必明显提升。

图：房企预收账款（包括合同负债）占负债、资产比重



资料来源：Wind，中信建投研究发展部

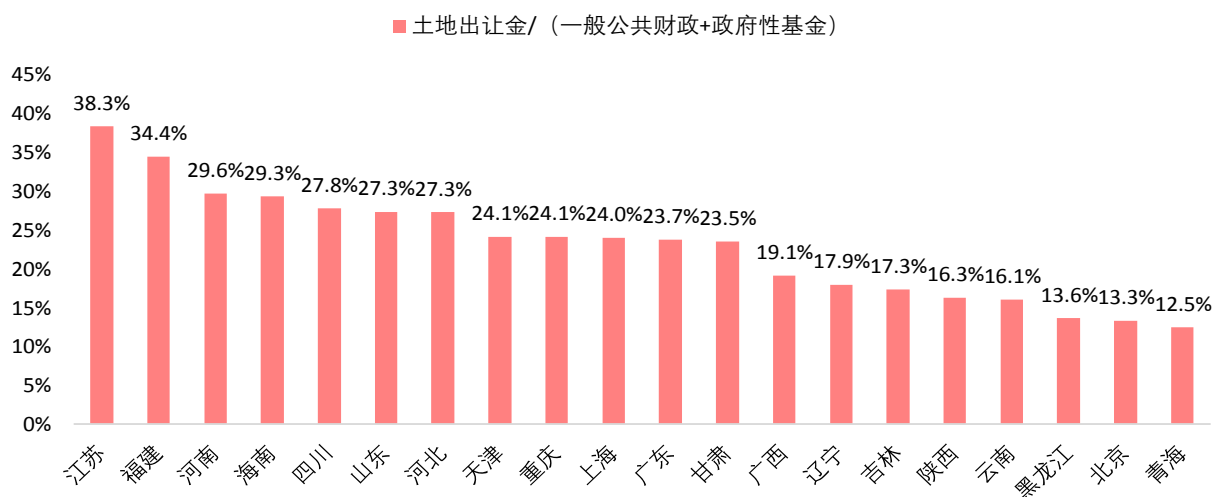
投资意愿和财政压力也会受到影响

杠杆成本的提升叠加资金回笼变慢，将会严重影响房企投资意愿，一方面房企对资产端的收益和安全要求仍会提升，另一方面现金流回笼期将跨越建设期和销售期，未来政策、市场的不确定性均加大，房企拿地会出于更加理性考虑，最终还是会导致土地市场明显降温，对于土地财政需求较高的地方政府而言，也将面临更大的挑战。

与此同时，房企受制于杠杆和周转速度的下降，商品房供应也将减缓，主要表现为原先通过快速回笼预售

资金、提高无息杠杆从而在同等时间条件下增加项目获取数量的可能性趋于消失，房企将在更长的资金回笼周期（大于建设周期）内供应较之前更少的住房项目，最终导致住房供应速度较之前减缓。

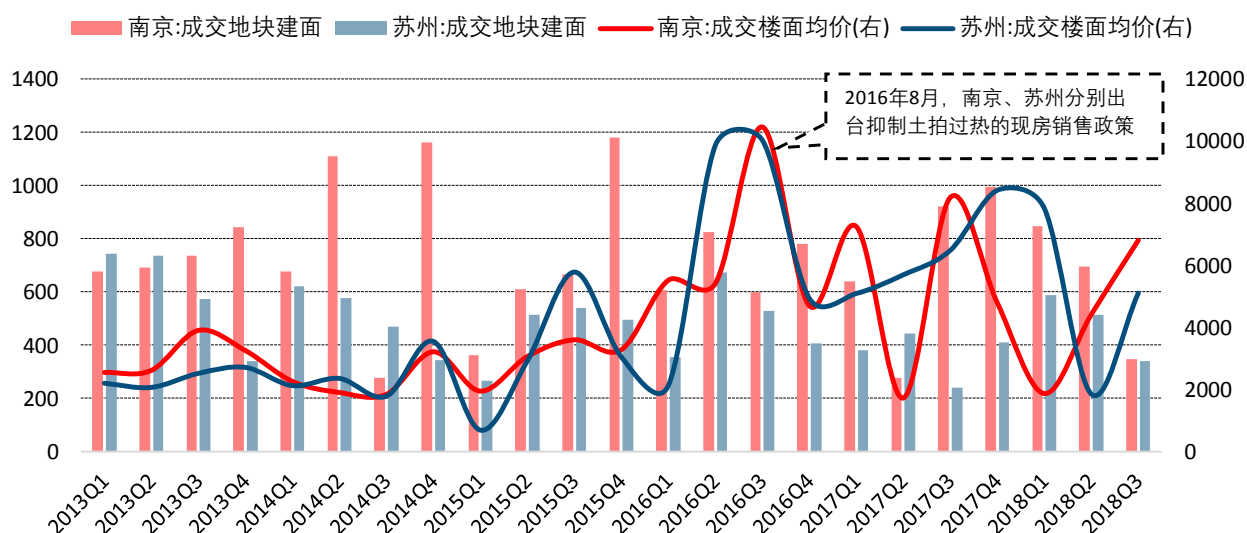
图：2016年部分省、直辖市土地出让收入占财政收入比重



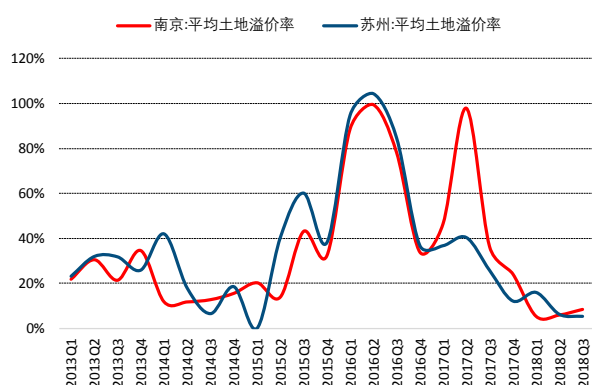
资料来源：各政府网站，中信建投研究发展部

南京、苏州的现房销售政策是针对土拍市场过热而出台的，作为一种调控手段而非意味着违背加速供应的初衷。可以看到自2016年8月南京、苏州的政策出台后，两个城市的成交建面虽未出现明显回落，土地流拍除了南京在2017Q1出现流拍峰值外，流拍数量也并未明显增多，但成交楼面均价和平均土地溢价率均从高位有所回落。

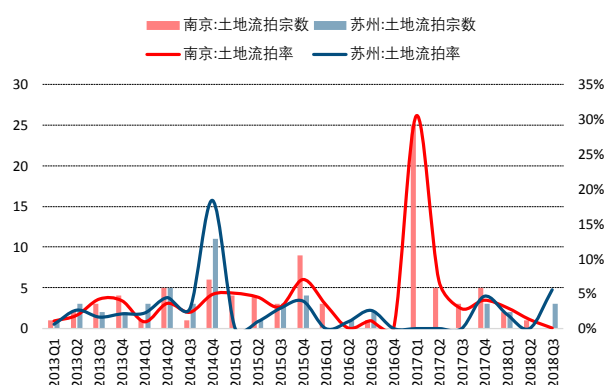
图：南京、苏州成交建面（万平）和成交楼面均价（元/平）



资料来源：中指，中信建投研究发展部

图：南京、苏州平均土地溢价率


资料来源：中指，中信建投研究发展部

图：南京、苏州土地流拍情况


资料来源：中指，中信建投研究发展部

如果调整，哪些房企影响更大？

预售条件更宽松的地区受影响更大。 预售条件的宽松程度直接影响房企资金周转能力，因此如果预售制度调整，那预售条件越宽松的地区尤其如三四线城市将受到更大的影响，房企需要付出调整经营策略和适应市场的成本更大，尤其是那些地区业务集中度较高、分散程度低的房企更甚。

更高杠杆的房企受影响更大。 如前文所述，预收款其实是预售制下为房企提供的便利，实施现售后，这部分便利将消失，更高杠杆的房企资金周转将受到更大不利影响，经营调整成本增加，规模增速也会更明显放缓。此外，有息负债可能取代一部分预收款，资金成本也会相应上升，更高杠杆的房企面临的经营风险也更大，尤其在近两年去杠杆环境下，中小型、高杠杆的民企我们认为受到波及会更大。

国际预售证制度的比较

美国预售证制度

房屋预售是美国近年来比较普遍的住宅销售和交易的方式，在预售方面美国没有专门的规章和条例来进行监管，而是买卖双方自由签订购房合同，并通过律师自行协商合同内容，但所有的开发商都会被要求在住宅销售之前向有关部门和购房者提供企划书，在企划书中开发商需要详细披露购房者可能面临的风险，如开发商资金不足、建设工期拖延、房屋可能存在问题等，买卖双方要求在信息充分披露的前提下严格按照合同进行交易。在预付款方面定金和首付比例也均由开发商和购房者自由协商，但购房者的定金或者购房款会被要求存放在律师的托管账户上，直到正式交房，购房者验收无误后，开发商才能够拿到这笔购房款。

香港预售证制度

香港预售则同国内一样存在严格的监管，新出让的土地只有满足了地政总署《同意方案》的规定，才能预售房屋。开发商可以通过律师向地政总署申请房屋预售，律师则需要提供开发商在资金和技术上有能力完成房屋建造的证明。同样，在香港预售制度下，购房者的预付的定金或购房款会存入贷款银行和开发商的共管账户，由指定律师行托管、建筑师监督，而在得到核准建筑师许可后，才能拨款给开发商，保证项目的专款专用。

中外预售证制度对比

我国现行的预售制度和国外其他区域相比主要在以下两个方面存在差异：

1、预售条件：许多国外其他区域预售条件较为宽松，欧美大多数国家和区域都不存在预售许可的管理，新建的住宅无论是否开工均可预售，而买卖双方主要在合同法的范围内，通过律师自有协商交易结构和交易内容。除香港以外的国企和地区预售均无需申请预售许可，仅以开发许可为预售条件。而我国预售证管理制度下，开发项目预售条件、预售标准甚至预售价格都需要经过政府的严格批准方可进行预售。

2、预售款的监管和使用：一般欧美国家的预售款会由指定的律师进行监管，而首付的比例和付款的方式结构则由买卖双方自由协商，在项目完工后方可拨给开发商，开发商对于预售款的获取受到严格的限制。此外包括香港在内的部分东南亚区域虽然购房款是直接向开发商支付，但依然受到严格的监管，且预售款的用途仅限于项目工程建设，以保障项目的顺利完工。

我国预售制度的未来变革猜想

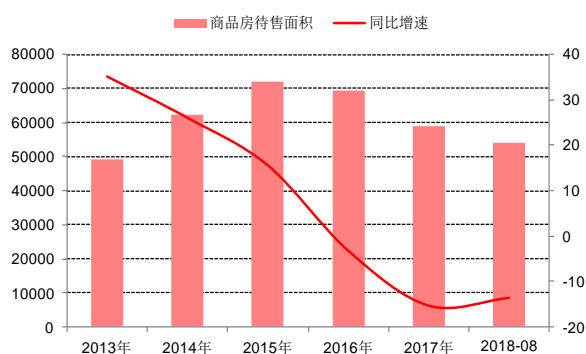
中国商品房预售制度诞生于一个特殊的时点，是我国商品房市场化改革的重要设计之一，不可磨灭其在过去解决我国房地产市场供需结构中的重要作用，但是随着我国商品房供给逐步跟上，未来逐步改变预售制度这样的杠杆政策是可以理解的。但是我们认为在短期内取消预售制度的可能性或者说基础并不具备。

短期内取消预售制度的条件不具备

首先是金融端，如同我们从年初以来一直强调，房企融资渠道已经从 2016 年以来持续收紧，房企到位资金的增速在今年出现 3 年来第一次负增长，如果一刀切取消预售，意味着房企 20-30% 左右的资金来源将出现空白，资金链断裂以及由此带来的系统性风险不可轻视。

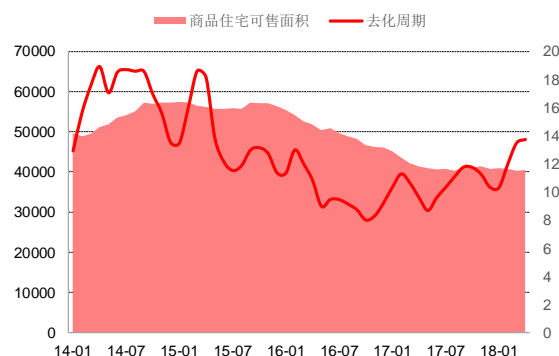
其次是供给端，近两年以来，全国城市尤其三四线城市在去库存思路下效果明显，截至到 2018 年 8 月，全国商品房待售面积同比下降 14%，相比于 2016 年初的高点已下降 25%，以 80 个大中城市可售库存口径，商品住宅可售面积较 2015 年初的最高点下降 30%。在这种环境下，预售制的突然取消意味着原本今年入市的房屋将推后 1-2 年以上，供给“休克”的风险将使得当前原本就脆弱的供需结构变得恶化，也和“遏制房价上涨”思路不符。

图：商品房待售面积



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图：80大中城市库存及去化周期



资料来源：CRIC，中信建投证券研究发展部

即使未来实施，也是行业整合的大好机遇

设想未来，预售制逐步取消后，我们也不用过于担忧行业的模式变革，事实上在“房住不炒”预期下，我们在过去两年已经在适应“限购、限贷、限售、限价”以及一系列针对需求端的政策升级，同时预售制度虽然没有变化，但是预售条件在 2016 年底以来也一直在升级，而这也并没有阻挡优质企业的稳步成长，我们应该看到优质企业在应对市场变化中的韧性。

行业去杠杆思路从 2016 年以来一直持续，如果预售环节取消，意味着融资渠道原本就不多的中小型房企将面临更高的门槛，而拥有更为坚实金融机构背书、更为多元资源渠道、具备更强开发品质的优质房企反而拥有了更为宽松的发展环境，2016 年以来房地产行业的集中度提升，也将在去杠杆节奏中持续加速。

分析师介绍

陈慎：上海财经大学经济学学士，英国纽卡斯尔大学金融学硕士，6 年房地产研究经验，2013 年加入中信建投房地产研究团队，所在团队获 2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名，2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

江宇辉：中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，2015 年加入中信建投房地产研究团队，曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

研究助理 尹欢科：浙江大学经济学学士，复旦大学金融学硕士，2018 年加入中信建投房地产研究团队。

黄啸天 13262559719 huangxiaotian@csc.com.cn

报告贡献人

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859