

## 强于大市

## 2023 年政府工作报告点评

未提及“房住不炒”，预期住房需求将重点来自于核心城市

### 相关研究报告

《房地产行业 2023 年 1 月月报：新房平淡二手略好，房企销售表现分化加剧》(2023/2/12)

《房地产 2022 年 12 月统计局数据点评：全年销售投资降幅创历史新低，预期 2023 年呈现“前低后高”走势》(2023/1/18)

《Q4 居民购房意愿再度走弱，房价看涨预期处于历史最低点；房企贷款需求略有改善——央行 2022 年四季度问卷调查点评》(2022/12/28)

《房地产行业 2023 年度策略——弩箭已离弦，能否冰解的破？》(2022/12/18)

《银保监会允许保函置换预售资金规定的点评：允许保函置换预售监管资金，优质房企流动性压力或将进一步缓解》(2022/11/15)

《房地产行业 2022 年三季报综述：行业业绩、利润率、现金流持续承压；房企分化加剧，头部与区域深耕型房企优势显著》(2022/11/4)

《中国真实住房需求还有多少？(2022 版)》(2022/8/3)

《凡益之道，与时偕行——关于短期博弈与长期格局的思考》(2022/6/15)

《2022 年，五问房地产行业》(2021/12/6)

《从历史复盘探讨本轮地产调控放松的最佳路径与当前房企的生存法则》(2022/3/31)

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

■ 5% 的经济增长目标设定基本符合预期，当前就业压力仍然较大。1) 经济增长预期方面，2022 年在疫情冲击、贸易摩擦、地缘政治冲突等多因素影响下，经济面临下行压力，全年国内生产总值增长 3%，过去五年年均增长 5.2%。2023 年的发展目标为：国内生产总值增长 5% 左右。从增速目标设定来看，较 2022 年政府工作报告中 5.5% 的目标有所下降；但是较 2022 年实际完成的 3% 的低基数上实现增速回升。整体来看，2023 年 5% 的 GDP 目标设定基本符合预期。2) 就业方面，2022 年城镇新增就业 1206 万人，年末城镇调查失业率从 2022 年 4 月 6.1% 的峰值降到 5.5%。2023 年发展目标为：城镇新增就业 1200 万人左右（较 2022 年的目标增加了 100 万人），城镇调查失业率 5.5% 左右（2022 年的目标为 5.5% 以内）。我们认为，当前就业形势仍面临一定压力。

■ 本次政府工作报告未提及“房住不炒”，未来预期政策仍将继续从行业供需两端发力。从 2020 年至 2022 年，“房住不炒”已连续三年被写入政府工作报告，2023 年未被提及。但我们认为，自 2016 年中央政治局会议首次提出以来，这一主基调已经持续执行 6 年，在行业内也已达成共识，预期未来将在这一基调下，有更大范围的政策纠偏。2022 年 12 月、2023 年 1 月，刘鹤副总理连续两次提及“房地产业仍是国民经济支柱性行业”，这也是对房地产业对国民经济中的地位肯定。

■ 防范化解头部优质房企风险是 2023 年房地产工作重点。2023 年政府工作报告谈及“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展”。我们认为，1) 重点关注改善优质头部房企的受困情况，包括改善房企的资产负债表、畅通其融资渠道等方式，以带动整体行业向平稳健康的方向发展。2) 仍要满足房企的合理融资需求，继续推进各类金融支持政策的落地。近期，我们也看到了房企融资环境得到一定程度改善，2 月行业国内外债券、信托、ABS 发行规模 448 亿元，同比下降 0.44%，降幅较上月收窄了 33 个百分点。3) 行业格局将得到重塑。行业和房企将从原有的高周转、高杠杆模式向稳健经营、可持续发展的模式转变。

■ 加强住房保障体系建设被列为政府工作报告的八大工作重点之一，合理的住房需求仍将继续得到支持。房地产方面的工作要点方面还重申“保障基本民生和发展社会事业。加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题”。我们认为，这一方面体现了政府构建多层次住房体系的决心；另一方面，合理的住房需求仍将得到持续的支持，尤其是新市民、青年人的住房需求，这或将利好一二线等核心人口净流入城市的住房新增量。

### 投资建议

■ 2022 年末至今，监管部门密集发声，释放积极信号，主要涉及四大金融支持政策方向：需求端信贷支持、保交楼、改善优质房企资产负债表、住房租赁金融支持。近期我们也看到了政策逐步起效以及基本面出现了复苏的迹象。2 月百强房企单月销售额同比增速时隔 19 个月首次回正（12.5%）；第 9 周（2.25-3.3）43 城新房成交面积同比增长 2.6%，增速较上周提升了 14.6 个百分点；15 城二手房成交面积同比增速保持 95% 的高位。我们预计全国需求端最早或在 3-4 月出现明显修复的可能。我们建议重点关注基本面恢复更快、受融资政策边际利好更多、投资强度高、布局区域优的房企。具体标的，我们建议关注三条主线：1) 主流的央国企和区域深耕型房企，稳健经营的同时仍能保持一定拿地强度，行业见底复苏后带来  $\beta$  行情：保利发展、招商蛇口、建发国际集团、越秀地产、华发股份、滨江集团；2) 边际受益于政策利好的优质民企、及混合所有制房企：美的置业、金地集团、万科 A、绿地控股、龙湖集团、新城控股。3) 主题性投资机会，包括 REITs 相关、房地产渠道相关的标的，尤其是当前租赁住房政策利好下，存量资产成熟稳定、长期布局长租房、发行主体优质的房企：光大嘉宝、华润置地、万科 A、龙湖集团、保利发展。

### 风险提示：

■ 房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

图表 1. 各年度政府工作报告措辞对比

	GDP	M2和社融规模余额	货币政策	流动性	进城落户人口	就业	房地产业发展重点
2023年措辞	国内生产总值增长 <b>5%</b> 左右。	保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，支持实体经济发展。	<b>坚持实施稳健</b> 的货币政策	保持流动性 <b>合理充裕</b> ，用好降准、再贷款等政策工具，加大对实体经济的有效支持，缓解中小微企业融资难融资贵等问题。	-	<b>城镇新增就业1200万人左右，城镇调查失业率5.5%左右</b>	<b>有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。</b> 加强住房保障体系建设， <b>支持刚性和改善性住房需求</b> ，解决好新市民、青年人等住房问题。
2022年措辞	国内生产总值增长5.5%左右	保持货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配	<b>加大稳健</b> 的货币政策实施力度 <b>稳健</b> 的货币政策要 <b>灵活适度</b>	保持流动性 <b>合理充裕</b> ，保持宏观杠杆率基本稳定	-	城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率全年控制在5.5%以内	继续保障好群众住房需求。 <b>坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。</b> 加快发展保障性租赁住房。 加大社区养老、托幼等配套设施建设力度，在规划、用地、用房等方面给予更多支持。
2021年措辞	国内生产总值增长6%以上	货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配	<b>稳健</b> 的货币政策要 <b>灵活精准、合理适度</b>	保持流动性 <b>合理充裕</b> ，保持宏观杠杆率基本稳定	推动放开在就业地参加社会保险的户籍限制	城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率5.5%左右	加大城镇老旧小区改造力度， <b>因城施策促进房地产市场平稳健康发展</b> 。保障好群众住房需求。 <b>坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。</b> 解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。
2020年措辞	无，稳住经济基本盘	引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年	<b>稳健</b> 的货币政策要更加 <b>灵活适度</b>	综合运用降准降息、再贷款等手段。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。	-	城镇新增就业900万人以上，城镇调查失业率6%左右，城镇登记失业率5.5%左右	深入推进新型城镇化。发挥中心城市和城市群综合带动作用，培育产业、增加就业。 <b>坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。</b> 完善便民设施，让城市更宜业宜居。 加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。新开工改造城镇老旧小区3.9万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多种社区服务。
2019年措辞	国内生产总值增长6%-6.5%	M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配	<b>稳健</b> 的货币政策要 <b>松紧适度</b>	保持流动性 <b>合理充裕</b>	抓好农业转移人口落户	城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率5.5%左右，城镇登记失业率4.5%以内	<b>改革完善房地产市场调控机制。</b> 更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。健全地方税体系， <b>稳步推进房地产税立法。</b>
2018年措辞	国内生产总值增长6.5%左右	保持广义货币M2、信贷和社会融资规模合理增长	<b>稳健</b> 的货币政策保持 <b>中性</b> ，要 <b>松紧适度</b>	维护流动性 <b>合理稳定</b>	再进城落户1300万人，加快农业转移人口市民化	城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率5.5%以内，城镇登记失业率4.5%以内	<b>稳妥推进房地产税立法。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。</b> 支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2017年措辞	国内生产总值增长6.5%左右	预期增长12%左右	货币政策要保持 <b>稳健中性</b>	维护流动性 <b>基本稳定</b>	深化户籍制度改革，今年实现进城落户1300万人以上	城镇新增就业1100万人以上，城镇登记失业率4.5%以内	<b>因城施策去库存。</b> 目前三四线城市房地产库存仍然较多，要支持居民自住和进城人员购房需求。坚持住房的居住属性。
2016年措辞	国内生产总值增长6.5%-7%	预期增长13%左右	<b>稳健</b> 的货币政策要 <b>灵活适度</b>	保持流动性 <b>合理充裕</b>	深化户籍制度改革，放宽城镇落户条件	城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内	推进城镇保障性安居工程建设，提高棚改货币化安置比例， <b>因城施策化解房地产库存，建立租购并举的住房制度。</b>
2015年措辞	国内生产总值增长7%左右	预期增长12%左右，保持货币信贷和社会融资规模平稳增长	<b>稳健</b> 的货币政策要 <b>松紧适度</b>	-	抓紧实施户籍制度改革，落实放宽户口迁移政策	城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内	加大城镇棚户区和城乡危房改造力度。住房保障逐步实行实物保障与货币补贴并举，坚持分类指导，因地施策。
2014年措辞	国内生产总值增长7.5%左右	预期增长13%左右，引导货币信贷和社会融资规模适度增长	货币政策要保持 <b>松紧适度</b>	<b>加强金融监管和流动性管理</b>	促进约1亿农业转移人口落户城镇	城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率控制在4.6%以内	完善住房保障机制。针对不同城市情况分类调控，增加中小套型商品房和共有产权住房供应，抑制投机投资性需求。
2013年措辞	国内生产总值增长7.5%左右	预期增长目标拟定为13%左右，适当扩大社会融资规模	继续实施 <b>稳健</b> 的货币政策	综合运用多种货币政策工具， <b>调节</b> 市场流动性	加快推进户籍制度、社会管理体制和相关制度改革	城镇新增就业900万人以上，城镇登记失业率低于4.6%	<b>加强房地产市场调控和保障性安居工程建设。</b> 坚决抑制投机、投资性需求。
2012年措辞	国内生产总值增长7.5%	广义货币预期增长14%，保持社会融资规模合理增长	继续实施 <b>稳健</b> 的货币政策	-	更加注重把在城镇稳定就业和居住的农民工有序转变为城镇居民；放宽中小城市落户条件	城镇新增就业900万人以上，城镇登记失业率控制在4.6%以内	严格执行并逐步完善抑制投机、投资性需求的政策措施，进一步巩固调控成果，促进房价合理回归采取有效措施，增加普通商品住房供给，加快建设城镇住房信息系统，改革房地产税收制度。
2011年措辞	国内生产总值增长8%左右	广义货币增长目标为16%，保持合理的社会融资规模	实施 <b>稳健</b> 的货币政策	<b>有效管理</b> 市场流动性，控制物价过快上涨的货币条件	因地制宜，分步推进，把有稳定劳动关系并在城镇居住一定年限的农民工，逐步转为城镇居民	城镇新增就业900万人以上，城镇登记失业率控制在4.6%以内	重点发展公共租赁住房， <b>坚决遏制部分城市房价过快上涨势头</b> ，重点增加中小套型普通商品住房建设，重点增加中小套型普通商品住房建设，规范发展住房租赁市场，建立健全考核问责机制。
2010年措辞	国内生产总值增长8%左右	M2增长目标为17%左右	仍然是 <b>适度宽松</b> 的政策目标	-	推进户籍制度改革，放宽中小城市和小城镇落户条件	城镇新增就业900万人以上，城镇登记失业率控制在4.6%以内	要 <b>坚决遏制部分城市房价过快上涨势头</b> ，增加中低价位、中小套型普通商品房用地供应，加快普通商品房项目审批和建设进度。 <b>规范发展二手房市场，倡导住房租赁消费。</b> 抑制投机性购房，加大差别化信贷、税收政策执行力度。加大对囤地不建、捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的查处力度。
2009年措辞	国内生产总值增长8%左右	M2增长17%左右	实施 <b>适度宽松</b> 的货币政策	-	-	城镇新增就业900万人以上，城镇登记失业率控制在4.6%以内	<b>稳定房地产投资</b> ，加快落实和完善促进保障性住房建设的政策措施。积极发展公共租赁住房，落实好支持居民购买自住性和改善性住房的信贷、税收和其他政策。对符合条件的第二套普通自住房购房者，比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策。对住房转让环节营业税，按不同年限实行有区别的税收减免政策。促进普通商品住房消费和供给，加大对中小套型、中低价位普通商品房建设的信贷支持。 <b>加快发展二手房市场和住房租赁市场。</b>
2008年措辞	国内生产总值增长8%左右	-	实行 <b>从紧</b> 的货币政策	综合运用公开市场操作、存款准备金率等方式， <b>加大对冲流动性</b> 力度	-	城镇新增就业1000万人，城镇登记失业率控制在4.5%左右	增加中小套型住房供给。健全廉租住房制度。增加中低价位、中小套型普通商品住房供应。运用税收、信贷、土地等手段，完善住房公积金制度。严格房地产企业市场准入和退出条件。
2007年措辞	国内生产总值增长8%左右	-	继续实行 <b>稳健</b> 的财政政策	有效 <b>缓解银行资金流动性过剩</b> 问题	-	城镇新增就业人数不低于900万人，城镇登记失业率控制在4.6%以内	建立健全廉租房制度。改进和规范经济适用房制度。保持房地产投资合理规模，优化商品房供应结构，抑制房地产价格过快上涨。
2006年措辞	国内生产总值增长8%左右	-	<b>稳健</b> 的货币政策	要保持 <b>货币信贷适度增长</b>	-	城镇新增就业900万人，城镇登记失业率控制在4.6%	<b>继续解决部分城市房地产投资规模过大和房价上涨过快的</b> 问题。要着力调整住房供应结构，严格控制高档房地产开发，重点发展普通商品房和经济适用房。建立健全廉租房制度和住房租赁制度。
2005年措辞	国内生产总值增长8%左右	-	继续实行 <b>稳健</b> 的货币政策	<b>合理调控</b> 货币信贷总量	稳步推进城镇化建设	城镇新增就业900万人，城镇登记失业率控制在4.6%	提高房地产等行业建设项目资本金比例。 <b>重点抑制房地产价格过快上涨，继续整顿和规范房地产市场。</b>
2004年措辞	经济增长预期目标为7%左右	-	<b>稳健</b> 的货币政策	<b>适当控制</b> 货币信贷规模	稳步推进城镇化	新增城镇就业900万人，下岗失业人员再就业500万人	在城镇房屋拆迁中，要严格执行城市总体规划和近期建设规划，合理确定拆迁规模，规范审批程序，完善补偿安置政策，强化监督检查。
2003年措辞	经济增长预期目标为7%左右	-	<b>稳健</b> 的货币政策	-	加快城镇化进程。发展小城镇要科学规划，合理布局	国有企业改革要坚持减员增效与促进再就业相结合。积极发展劳动密集型产业，鼓励自谋职业和自主创业	对一些地方房地产投资增长过快、高档房地产开发过多的现象，应引起高度警惕，避免盲目开发带来的风险和损失。
2002年措辞	保持国民经济较快增长	-	<b>稳健</b> 的货币政策	-	积极稳妥地推进城镇化	大力发展就业容量大的劳动密集型产业、服务业、中小企业。扩大社区服务业就业门路	<b>鼓励居民扩大住房消费，发展个人住房信贷业务，继续整顿和规范房地产市场。</b>

资料来源：政府工作报告，中银证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371