



宏观主题研究：城中村改造对经济的影响有多大？

核心观点：根据中央和地方政府的近期表态，此轮城中村改造或超过此前的市场预期。我们估算此轮改造年均投资会在 0.6 万亿-1.7 万亿元，相当于 2022 年房地产投资的 4.5%-12.8%。虽然改造将对房地产投资有明显的促进作用，对促消费也有益，但是对房产销售的帮助或较有限。

- **城中村改造或为今后几年固定资产投资领域重点工作。**继今年四月和七月的政治局会议以及 7 月 21 日国常会提及推进城中村改造后，21 个超大特大城市中已有 10 城就城中村改造制定 2023 年或 2023-2025 年详细目标和计划。从各城市的动向来看，此轮城中村改造无论从横跨时长还是规模都可以超过 7 月国常会召开后的市场预期。
- **此轮城中村改造如何操作？**根据国常会通稿，我们判断：1) 改造或不会像棚改一样制定具体的全国性目标；2) 资金来源更加多元化，民间投资尤其是国有房企和商业银行或参与其中；3) 货币化安置比例或将明显低于之前的棚改；4) 相比之前散点式的城中村改造，此轮改造地方政府将扮演更为关键的指导作用，规划上也更有全局性。具体执行上可参考 2021 年 8 月发布的《防止大拆大建问题的通知》，但我们预计某些红线有放松的可能。
- **我们认为改造将显著促进房地产投资，但对房产销售的帮助作用相对较小。**我们预计将有 1367 万人受益于此次的城中村改造，改造面积或超过 10 亿平方米。根据我们对拆除重建以及改造费用的假设，此轮改造建设或耗资高达 4.7 万亿-8.5 万亿元，或需耗时 5-8 年完成。假设 5 年完成，每年的建设成本在 0.9 万亿-1.7 万亿元（相当于 2022 年房地产投资的 7.1%-12.8%，下同）。如果时间跨度拉长至 8 年，则每年可拉动 0.6 万亿-1.1 万亿相关投资（4.5%-8%）。不论在何种假设下，在房地产行业从低迷中恢复的过程中，城中村改造对房地产投资的促进作用是显著的。房产销售上，假设拆除面积中 50% 通过房票和货币化安置（1 亿-2 亿平方米），即便 5 年完成，每年的货币化安置面积也仅相当于 2022 年房地产销售面积的 1.5%-3%。改造预计对消费有正面的溢出效应，不过仍需警惕其对政府尤其是地方政府可能造成的债务压力。
- **风险提示：**城中村改造细节出台后规模不及预期、政策推进较为缓慢。

金晓雯, PhD, CFA

宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2023 年 9 月 13 日



扫码关注浦银国际研究

目录

宏观主题研究：城中村改造对经济的影响有多大？	3
城中村改造或为今后几年固定资产投资领域重点工作.....	3
此轮城中村改造如何操作？	6
城中村改造背后的经济意义.....	9

图表目录

图表 1：21 城人口和房地产相关数据一览	4
图表 2：10 个城市已制定 2023 年或 2023-2025 年详细目标和计划.....	5
图表 3：国常会对城中村改造的方向指引	6
图表 4：城中村改造的硬性约束	7
图表 5：2015 年棚改推动货币化安置后，货币化安置比例明显上升	7
图表 6：城中村与棚户区改造的区别	8
图表 7：抵押补充贷款（PSL）为棚改前期主要资金来源	8
图表 8：后期（2018 年起）资金来源新添棚改专项债.....	8
图表 9：城中村改造涉及人口和建设面积估算	9
图表 10：城中村改造所需建设资金的估算	10
图表 11：商品房销售在连续 13 个月同比负增长之后，于 2015 年 3 月转正	11
图表 12：棚改帮助拉高了 2015 年起的房价	11
图表 13：搬迁或对住房相关零售有促进作用	12
图表 14：政府官方债务率经过三年疫情已显著提高.....	12
图表 15：近期相关报告列表	12

宏观主题研究：城中村改造对经济的影响有多大？

城中村改造或为今后几年固定资产投资领域重点工作

城中村改造在政府近期屡次提及之后成为市场热点话题。继4月政治局会议首次提出要“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和急用公共基础设施建设”后，7月21日国常会宣布通过了《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。而后7月政治局会议的态度将“积极稳步推进”升级成了“积极推动”。

据我们统计，21个超大特大城市中已有10城就城中村改造制定2023年或2023-2025年详细目标和计划，其他城市预计亦会跟进。根据第七次全国人口普查数据，符合超大特大城市标准的一共有21个城市，包括7个超大城市和14个特大城市。21城占到全国人口21%，39%的房地产投资，23%的房产销售（图表1）。

其中进度最快力度最强的应该是广州市，广州市早在一月就明确今年改造目标。全面推动127个项目，完成2000亿元城市更新固定资产投资的目标亦是公布目标的城市里体量最大的（图表2）。同作为一线城市的上海可能出于高成本的考虑动作较慢，今年仅计划启动10个项目。深圳则提出要在2023年推进4.9万套（间）城中村规模化品质化改造提升项目。更多的城市制定的计划把时间跨度放在三年，例如深圳、厦门和上海。从各城市的动向来看，此轮城中村改造无论从横跨时长还是规模都可以超过7月国常会召开后的市场预期。

图表 1： 21 城人口和房地产相关数据一览

城市	人口数 (万)	常住人口数 (万)	房地产投资完成额 (亿)	投资占全国比例 (%)	商品房销售面积 (万平)	销售占全国比例 (%)
7 个超大城市 (常住人口>1000 万)						
上海	2487	1987	4980	3.7	1853	1.4
北京	2189	1775	4178	3.1	1040	0.8
深圳	1749	1744	3413	2.6	694	0.5
重庆	3205	1634	3468	2.6	4439	3.3
广州	1868	1488	3432	2.6	1736	1.0
成都	2094	1334	2845	2.0	2773	2.0
天津	1387	1093	2128	1.6	974	0.7
14 个特大城市 (常住人口: 500 万-1000 万)						
武汉	1245	995	2777	2.0	2759	1.5
东莞	1047	956	896	0.7	500	0.4
西安	1218	928	2624	1.9	1667	1.2
杭州	1194	874	3889	2.9	1394	1.0
佛山	950	854	1957	1.5	1963	1.1
南京	931	791	2759	2.1	942	0.7
沈阳	907	707	940	0.7	1093	0.6
青岛	1007	601	1789	1.3	1564	1.2
济南	920	588	1831	1.4	1242	0.9
长沙	1005	555	2425	1.8	1699	1.3
哈尔滨	1001	550	585	0.5	609	0.3
郑州	1260	534	3089	2.1	2249	1.7
昆明	846	534	1840	1.5	1916	1.1
大连	745	521	689	0.6	434	0.3
合计	29255	21043	52533	39.2	33541	22.9

注：人口数据来自第七次全国人口普查，房地产相关数据大部分是 2022 年度数据。但因为数据缺乏，大连、哈尔滨、昆明的房地产投资为 2018 年数据，武汉、成都、西安为 2020 年数据，郑州为 2021 年数据；昆明的商品房销售面积为 2019 年数据，佛山、广州、武汉、哈尔滨和沈阳的是 2021 年数据。

资料来源：第七次全国人口普查，CEIC，Wind，浦银国际估算

图表 2：10 个城市已制定 2023 年或 2023-2025 年详细目标和计划

日期	城市	城中村改造计划
1 月 28 日	广州	推进中心城区城中村改造，坚持“拆、治、兴”并举，2023 年推进 127 个城中村改造项目，力争完成 2000 亿元城市更新固定资产投资目标 。
2 月 7 日	昆明	2023 年拟启动 44 个城中村改造
3 月 2 日	深圳	计划于 2023-2025 年将 167 个城中村（约 2000 万平）改造。2023 年计划推进 4.9 万套（间）城中村规模化品质化改造提升项目。
3 月 4 日	青岛	2023 年计划推进城中村改造项目 85 个， 计划完成投资 175 亿元 。其中，新启动项目 19 个，计划年度完成投资 31 亿元，惠及居民 1.46 万户；续建项目 66 个，计划年度完成投资 144 亿元。
5 月 17 日	厦门	发布厦门市城中村治理三年行动方案（2023-2025），利用三年时间实现 108 个行政村治理全覆盖。
5 月 20 日	郑州	在 2023 年中国城市更新论坛上透露今年郑州计划入库 60 个城市更新项目，新开工 20 个， 年度力争完成 1000 亿元投资额 。
5 月 26 日	杭州	2023 年，组建全面推进城市更新行动领导小组，出台指导性文件和行动方案，编制城市更新专项规划，制定城市更新技术标准，基本形成具有杭州特色的城市更新工作体系。试点先行，有序推进，打造一批可复制、可推广的城市更新试点项目，积极争创国家级更新试点城市和省级更新试点城区、片区、项目。到 2025 年，形成一系列城市更新成果与实施模式，健全城市更新工作机制、支持政策、技术方法和管理制度。城市生态宜居水平显著提升、基础设施体系更加完善、安全韧性能力稳步增强、智慧城市特征日益明显、城市人文魅力不断彰显，形成一批标志性城市更新示范项目。
6 月	武汉	2023 年武汉市坚持“留改拆建控”并举的原则，武汉市按照重点更新单元整体更新一批、重点项目区域成片改造一批、其他更新项目加快实施一批的原则，全面推进 41 处基础设施落后、城市治理重点部位的征收腾退和城中村改造，全年完成城市更新 1421.02 万平方米。
6 月 27 日	东莞	主城区的南城、东城、万江、莞城是这轮城中村改造的重点区域，其中 12 条城中村作为首批试点改造项目要率先动起来。另外，其他 28 个镇也要各自确定 2 条城中村同步铺开。
7 月 11 日	上海	已批准改造项目共 62 个，计划在 2023-2025 年启动 30 个项目，10 个在 2023 年。计划在 2032 年底全面完成改造 700 个城中村改造项目，涉及 11 万户。

资料来源：政府部门网站，浦银国际

此轮城中村改造如何操作？

国常会对城中村改造提供方向指引。虽然《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》全文还未发布，但是新闻稿中的表述还是暗示了几大要点（图表 3）：

- 1) “稳中求进”、“成熟一个推进一个”意味着政府或不会像棚户区改造（简称棚改）一样制定具体的全国性目标，而是将目标制定工作留给 21 城政府。
- 2) “要坚持城市人民政府主体负责，科学编制改造规划计划”意味着相比之前散点式、或政府主导，或开发商、或村主导的城中村改造模式，此轮改造地方政府将扮演更为关键的指导作用，规划上也更有全局性。
- 3) “多渠道筹措改造资金”、“鼓励和支持民间资本参与”意味着在出资上，城中村改造或与棚改有着明显区别，房地产企业，尤其是国有房企，或积极参与其中。但考虑到目前正处房地产行业下行周期中，房企经营压力较大，改造或仍需较多政府资金支持，例如政策性银行的抵押补充贷款、央行再贷款或新创货币工具以及地方上的城中村改造专项债均是备选工具。
- 4) “把城中村改造与保障性住房建设结合好”暗示货币化安置比例或较低。

图表 3：国常会对城中村改造的方向指引

序号	具体指引
1	在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措
2	要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，成熟一个推进一个。
3	要坚持城市人民政府主体负责，加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。
4	要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续经营。

资料来源：政府部门网站，浦银国际

具体执行上，我们认为可参照 2021 年 8 月住建部发布的《[关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知](#)》（简称通知），不过预计或有略微放松。通知要求：1) 严格控制大规模拆除——原则上城市更新单元或项目内拆除建筑面积不应大于现状总建筑面积的 20%。2) 严格控制大规模增建——原则上城市更新单元或项目内拆建比不应大于 2。3) 严格控制大规模搬迁——城市更新单元或项目居民就地、就近安置率不宜低于 50%。4) 确保住房租赁市场供需平稳。城市住房租金年度涨幅不超过 5%。此外，通知还呼吁坚持“应留尽留”和“量力而行，稳妥推进”。

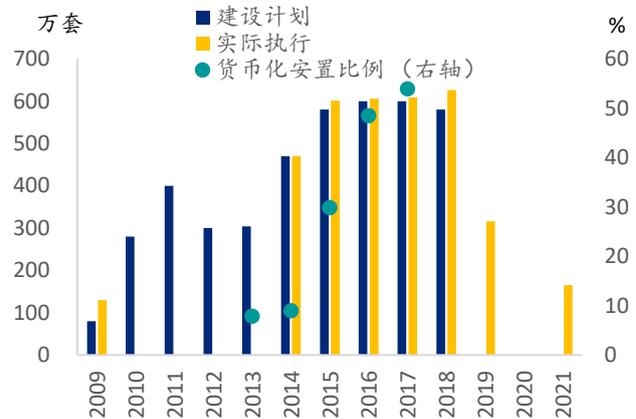
我们将按照该四条红线计算一个版本的经济影响，但认为这些红线随着更广泛铺开的改造或有放松的空间：例如拆除重建比例可能会被放宽至40%；考虑到参与市场主体的经济利益，拆建比可能被扩大至3(图表4)。

图表 4：城中村改造的硬性约束

	2021年8月规定	预测放宽
拆除重建比例	=<20%	=<40%
拆建比	=<2	=<3
就近就地安置率	=>50%	
城市住房租金	=<5%	

资料来源：住建部，浦银国际估计

图表 5：2015 年棚改推动货币化安置后，货币化安置比例明显上升



资料来源：Wind，浦银国际

此外，城中村改造并不等于第二轮棚改。我们在下文罗列了两者在五个方面的区别(图表6)：

- 参与对象：**此次改造对象仅为超大特大城市，主要集中在一二线城市，而两轮三年棚改为全国性计划，且更聚焦在三四线城市。
- 土地性质：**城中村大多属于农村集体用地，赔偿上还涉及宅基地的补偿问题，而棚改大多为城市国有用地。
- 改造和安置方式：**城中村追求“留改拆”并举，而且补偿方式也更多元化，包括房票安置、房屋产权安置和货币化安置。然而棚改则以拆除重建为主，且有较高的货币化安置比例。
- 资金来源：**棚改资金大多来自国家财政、专项债和抵押补充贷款，而城中村改造要求多渠道筹措改造资金、鼓励和支持民间资本参与。我们预计房地产企业，尤其是国有房企以及商业银行，REITs 也会参与到城中村改造中来。西安于今年3月设立了100亿城市更新基金，其他城市也有望跟进。
- 货币化安置比例：**政府2015年开始推进棚改货币化安置，并建议货币化安置比例不宜低于50%。住建部最后一次公布的货币化安置数据为2017年的53.9%(图表5)。此轮城中村改造提及货币化安置的情况还较少。鉴于国常会提出的“把城中村改造与保障性住房建设结合好”以及《防止大拆大建》通知中不低于50%的就地、就近安置比例，我们估计此次货币化安置的比例或低于20%。

图表 6: 城中村与棚户区改造的区别

	城中村改造	棚改
对象	超大特大城市（包括 4 个一线城市和 17 个二线城市）	全国性（三四线城市占比高）
主体	政府+市场	政府
土地性质	农村集体用地为主	国有土地为主
改造模式	拆除新建、整治提升、拆整结合三模式	拆除重建
资金来源	要求多渠道筹措改造资金、鼓励和支持民间资本参与，如房企和商业银行	大多来自专项债和抵押补充贷款
补偿方式	房票安置、房屋产权安置、货币化安置（比例或较低）	货币化安置比例较高
操作进度	要求成熟一个推进一个，实施一项做成一项	每年设立全国和地方目标，快速推进

资料来源：政府部门网站，浦银国际

图表 7: 抵押补充贷款（PSL）为棚改前期主要资金来源



资料来源：Wind，浦银国际

图表 8: 后期（2018 年起）资金来源新添棚改专项债



资料来源：Wind，浦银国际

城中村改造背后的经济意义

我们预计 1367 万人可受益于此次的城中村改造,改造面积或超过 10 亿平方米。不少研究均使用第七次全国人口普查(简称七普)的人口数据和自建房比例来估算受益人群,我们亦以此为出发点。然而对于多少自建房会被纳入城中村建设市场上争论不一:有全部纳入的,也有仅纳入 10%-25%的。我们注意到上海的整体改造目标是到 2032 年为止全面改造 700 个城中村改造项目,涉及 11 万户。而七普中上海自建房户总共为 14.11 万户,也就是说,在上海大约 78%的自建房户会成为本轮城中村改造的受惠方。我们用上海的这一比例来推算全国自建房中符合城中村定义的比例。我们使用七普的城市常住人口数据,乘以自建房比例(用各省的自建房比例代替),乘以 78%来估算受益人群。城中村业主的居住面积一般大于城市平均值。假设城中村业主的人均住房面积是该城市平均的 2 倍,我们得出 21 城或将有 10.1 亿平方米城中村加入改造行列(图表 9)。

图表 9: 城中村改造涉及人口和建设面积估算

城市	a.常住人口数(万)	b.人均住房面积(平米)	c.各省市自建房户数占比(%)	d.自建房人口(万)	e.城中村人口(万= $d * 78%$ (城中村占自建房比))	f)城中村建设面积(万平方米= $b * e * 2$ (假设人均居住面积为城市平均的两倍))
上海	1987	37.5	2.0	40	31	2321
北京	1775	33.4	2.7	48	37	2496
深圳	1744	21.5	11.1	194	151	6490
重庆	1634	40.3	4.0	65	51	4108
广州	1488	34.3	11.1	165	129	8834
成都	1334	34.7	5.9	79	61	4259
天津	1093	35.8	2.3	25	20	1401
武汉	995	36.0	13.9	138	108	7764
东莞	956	58.4	11.1	106	83	9670
西安	928	34.9	9.0	84	65	4545
杭州	874	40.7	13.8	121	94	7655
佛山	854	38.8	11.1	95	74	5740
南京	791	40.7	11.2	89	69	5623
沈阳	707	33.9	4.1	29	23	1532
青岛	601	34.0	13.7	82	64	4365
济南	588	39.4	13.7	81	63	4949
长沙	555	41.7	18.0	100	78	6496
哈尔滨	550	36.8	2.1	12	9	663
郑州	534	31.0	17.6	94	73	4542
昆明	534	47.4	16.2	87	67	6397
大连	521	30.7	4.1	21	17	1022
合计	21043			1753	1367	100876

资料来源: 第七次全国人口普查,各地住建部,浦银国际估算

从时间跨度来看，我们预计需要5-8年时间来大致完成改造任务。不少城市以三年为建设目标（图表2），但我们对3年时间是否能完全所有改造任务表示怀疑。以棚改为例，政府在推出2015-2018年三年棚改攻坚战，完成超过1800万套棚户区改造任务之后，又推出了2018-2020年完成1500万套的延伸目标（图表5）。而后棚改规模虽然有所缩减，但2021-2022年间棚改仍在继续。基于城中村改造的复杂性（尤其是在农村集体土地的补偿上），我们认为此次城中村改造要大致完成需要5-8年时间。个别城市可能需要更长时间，比如上海的目标是10年内完成700个城中村的改造。

此次城中村改造建设或耗资高达4.7万亿-8.5万亿元。我们按照图表4中拆建比和拆除重建比例的两种假设（一种按照2021年8月文件的硬约束，另一种按照我们估计的可能放松约束情况），以及图表10中估计的拆除重建以及改造费用，计算得出建设成本在两种假设条件下分别为4.7万亿和8.5万亿元¹。如果加上配套基础建设的建造，投资成本可能更高。假设5年完成，每年的建设成本（对投资的拉动）在0.9万亿-1.7万亿元（相当于2022年房地产投资的7.1-12.8%，下同）。如果时间跨度拉长至8年，则每年可拉动0.6万亿-1.1万亿元相关投资（4.5%-8%）。不论在何种假设下，在房地产行业从低迷中恢复的过程中，改造对房地产投资的促进作用是显著的。

图表 10：城中村改造所需建设资金的估算

	场景 1: 按照 2021 年规定, 拆建比 2, 拆除重建比例 20%	场景 2: 将拆建比放宽到 3, 拆除重建比例到 40%
1. 涉及面积 (亿平米)		
a. 拆除面积	2.02	4.04
b. 改造面积	8.07	6.05
c. 重建面积	4.04	12.11
d. 合计	14.13	22.20
2. 假设成本 (元/平米)		
a. 拆除单价		1500
b. 改造单价		3000
c. 建安单价		5000
3. 涉及金额 (万亿元)		
a. 拆除费用=1a*2a	0.3	0.6
b. 改造费用=1b*2b	2.4	1.8
c. 重建费用=3c*3c	2.0	6.1
d. 合计	4.7	8.5
4. 假设 5-8 年完成, 每年建设成本 (万亿元)		
5 年=3d/5	0.9	1.7
8 年=3d/8	0.6	1.1

资料来源：浦银国际估算

¹ 我们的计算并没有考虑宅基地的补偿成本，这部分或较难估算，也不会影响建设投资的计算。同样的，我们也没有考虑货币化安置问题，因为即使进行货币化安置，重建后的房屋依然会有类似价值，可假设为等价交换。

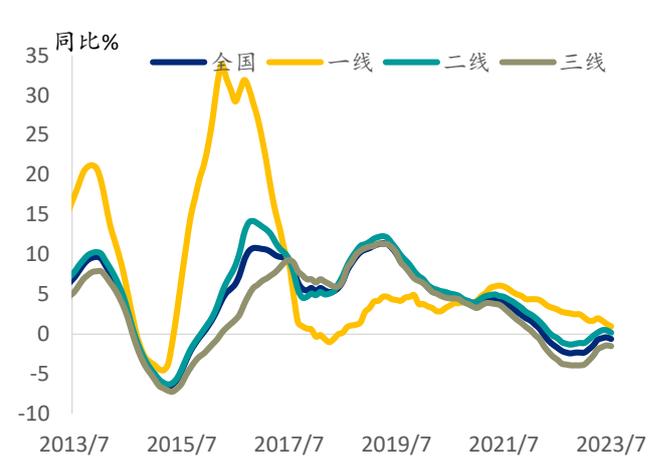
虽然积极推动城中村改造或有助于缓解房地产投资增速的下滑，但是我们并不认为该政策会和棚改攻坚计划一样显著提高房产销售。棚改，尤其在推动货币化安置后对 2015 年起去房地产库存起到了关键作用，房价也在 2015 年中开始恢复（图表 11、图表 12）。而此轮城中村改造恐难达到如此效果。虽然 10.1 亿平方米的建设面积是一个不小的数据，但是或仅有房票和货币化安置的部分会影响房产销售。我们估计在 2 亿-4 亿平方米拆除面积中，有 50% 通过房票和货币化来安置，即 1 亿-2 亿平方米。若通过 5 年来实现，每年的安置面积为 0.2 亿-0.4 亿平方米（相当于 2022 年房地产销售面积的 1.5%-3%，下同）。若通过 8 年来实现，每年的安置面积为 0.1 亿-0.3 亿平方米（0.9%-1.9%）。

图表 11：商品房销售在连续 13 个月同比负增长之后，于 2015 年 3 月转正

图表 12：棚改帮助拉高了 2015 年起的房价



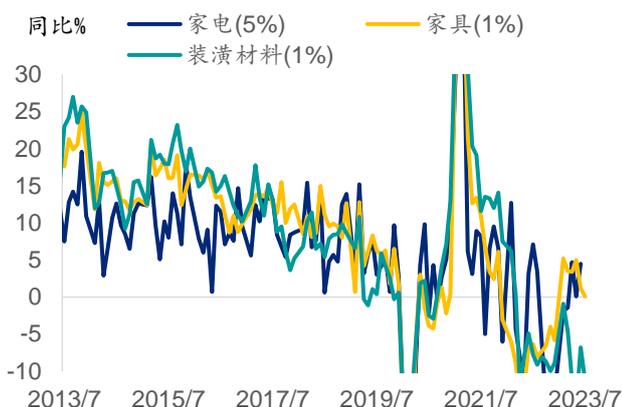
资料来源：Wind，浦银国际



资料来源：Wind，浦银国际

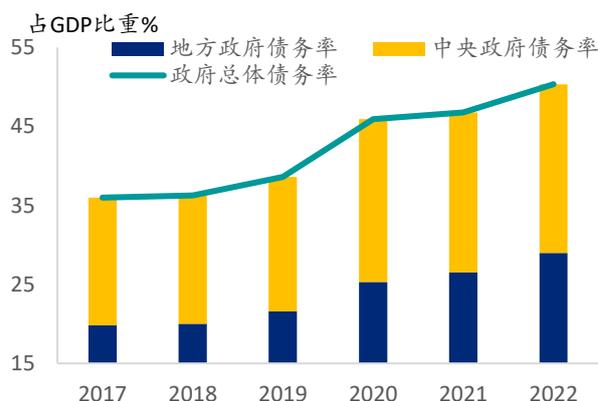
城中村改造或对消费有正面的溢出效应。首先，虽然新一轮房价暴涨可能性非常低，但是改造或对周边区域房价有正面溢出效应，影响相关居民的消费能力。其次，城中村改造还涉及宅基地补偿问题。虽然这部分费用较难测算，但是对城中村居民的消费能力将起到相当的提振作用。城中村以及周边居民消费能力的改善有助于支撑社会零售。最后，搬迁或增加对住房类零售的需求，比如家电、家具和装潢材料（图表 13）。

图表 13: 搬迁或对住房相关零售有促进作用



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 14: 政府官方债务率经过三年疫情已显著提高



资料来源: Wind, 浦银国际

即便城中村改造对民生、投资和消费均有正面影响,我们认为还需警惕其对政府尤其是地方政府债务可能造成的压力。对于改造的资金来源,目前政府仅提供大致指引,更多细节可能要等待《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》的全文发布或预计在今年下半年召开的三中全会(通常会定调五年改革重点)里的相关表述。虽然政府希望更多民间资本参与,但是出于工期长度和盈利性考虑,愿意加入进来的可能更多的是国有资本。此外,如若一味追求开工速度、放松监管,可能会有公共私营合作制(PPP)同款名股实债问题出现,加重政府尤其是地方政府本就已经不轻的债务负担(图表 14)。

图表 15: 近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2023年9月1日	月度宏观洞察: 中国期待政策继续发力, 美国加息周期未完待续
2023年9月1日	央行三箭齐发稳地产, 影响几何?
2023年8月9日	7月通胀数据点评: 细节好于整体读数, 政策仍需继续发力
2023年8月2日	央行工作会议解读: 下半年货币政策怎么走?
2023年7月31日	月度宏观洞察: 政治局会议后看下半年经济形势, 美国向软着陆继续迈进
2023年7月25日	7月政治局会议解读: 将防范化解风险放在更重要位置
2023年7月20日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023年7月19日	促家居消费政策细节发布, 扩大内需仍需更多政策支持
2023年7月11日	中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号?
2023年7月7日	汇率因素推动外汇储备上升, 人民币中期或升值
2023年6月28日	月度宏观洞察: 中国静待政策支持, 美国警惕信贷紧缩
2023年6月5日	2023年中期宏观经济展望: 美国渐入衰退, 中国复苏再起

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com
852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

