

强于大市

地产天天见（第 34 期）

我国房产税预计规模有多少？一线城市压力会有多大？

【每日一问】

房产税收入短期难以替代土地出让收入。我们根据全国城镇常住人口、人均住宅面积、商品住宅均价等得出 2021 年全国城镇住宅总价值约为 369 万亿元。假设未来中国推出的房产税税率为 0.8%，则测算得出全国房产税收入约为 2.95 万亿元。但考虑到免征比例，在中性假设（50%）下，测算得到全国房产税收入约为 1.48 亿元。同时我们也做了敏感性分析，我们预计整体全国房产税的规模在 0.44 万亿元~2.95 万亿元的区间。

当前地方政府对土地出让金依赖程度较高，房产税需要弥补的土地出让收入缺口较大。根据统计局、财政部公布的数据，近三年全国土地出让金占地方财政收入的比例均超过 70%，按照近三年全国土地出让金收入平均值 8.1 万亿元，我们测算得出的房产税预计仅占土地出让收入的 5.45%~36.33%，难以完全取代土地出让收入。

由于房价水平的差异，预计一线城市平均房产税收入最高。我们预计，一、二线城市平均单个城市房产税收入分别为 1223、232 亿元。4 个一线城市：预估房产税总计 4891 亿元，占预估全国房产税总收入的 33%；10 个二线城市代表：总计 2324 亿元，占全国 16%。

房产税对全国居民支出整体影响不大。我们根据人均住宅建筑面积、商品住宅均价测算得出 2021 年全国城镇人均住房价值为 40.35 万元，考虑到征税面积及综合税率的调整因素，按中性假设来看，假设未来中国推出的房产税税率为 0.8%，免征比例为 50%，可得全国城镇人均房产税支出约为 1614 元，根据 2021 年全国城镇居民人均可支配收入 47412 元来计算，全国城镇人均房产税支出占人均可支配收入的 3.40%，从全国整体来看，人均房产税支出占人均可支配收入比重较低。若选取 30%~80% 的免征比例调整区间，以及 0.4%~1% 的综合税率调整区间，我们得出全国城镇人均房产税支出范围约为 484~3228 元，对应的占可支配收入比例范围约 1.02%~6.81%，因此，从个人收入角度而言，征收房产税的影响相对有限。

但一线城市人均房产税税负相对较大。重点城市城镇人均房产税支出占人均可支配收入的比例中，一线城市该比例均值 9.4%，深圳高达 13.7%；二线城市 3%~8%；三四线城市大多在 5% 以内。

房产税出台可能会引起市场短期的波动，但长期影响较小。1) 短期：我们认为房产税的征收可能会对市场成交带来一定压力。首先，房产税可能影响正常购房者和投资者心理预期，增加的税收带来支出的增加和投资回报率的降低，短期可能引发部分购房者的卖房行为，叠加成交量的下行，价格可能会略出现一些向下的波动。此外，保有环节房地产税开征在供应端对住宅产品的结构或有所影响。若按照面积征收，购房者为减少持有成本，对低总价或中小户型住宅产品的偏好增加，推动房企提高该类住宅的开发与供应比例；2) 中期：房产税征收后，地方财政收入不再单纯依赖卖地，高地价的问题可能有所缓解，从而影响商品房价格，如果房价下跌，基于“评估值”的房产税会随之减少，从而使得持房成本降低，意味着更多人可能不会再抛售房产以降低税收支出了，因此我们对于中期量价走势预判是价跌量稳。3) 长期：供需均进入下行通道，房价随经济水平变动。在中短期的波动过后，由于供给和需求长期来看都会有明显下降，市场可能会达到一个相对平衡状态，长期房价走势可能是平稳略有上涨。

【今日收评】

从大盘表现来看，今日（9 月 5 日）申万房地产板块上涨 1.70%，相对沪深 300 收益率为 1.90%；恒生地产板块上涨 0.23%，相对恒生指数收益率为 1.40%。申万房地产板块中，央企、地方国企与民企涨跌幅均值分别为 1.91%、1.98%、1.86%。当前，房地产行业政策持续放松，销售已经筑底，回暖预期初显，从高频数据来看，上周新房成交面积同比降幅进一步收窄，板块估值有望进一步修复。

从个股表现来看，主流 A 股房企今日涨跌幅均值为 1.15%，排名前三是招商蛇口、万科 A、滨江集团，涨跌幅分别为 2.34%、2.20%、1.72%，均为稳健龙头和优质民企，9 月 2 日，深交所披露，招商蛇口 100 亿元小公募债提交注册，募集资金拟用于偿还公司有息债务、项目建设及补充流动资金等。今日滨江集团发布公告，对外披露信息称，今年公司计划权益拿地金额占现金回款金额比例不超过 0.6，截止上半年末，土地储备中杭州占 62%，浙江省内非杭州区域占比 22%。主流内房股今日涨跌幅均值为 1.49%，排名前三是中国金茂、中国海外发展、建发国际集团，涨跌幅分别为 6.55%、1.91%、1.90%，均为央国企。其中中国金茂半年报显示其拥有良好的低成本融资渠道，虽然上半年大多数房企的境内外融资渠道受阻，公司上半年仍实现了 3.76% 的历史较低融资成本。

相关研究报告

《地产天天见（第 33 期）：我国房地产税的由来？沪渝试点效果如何？》

《地产天天见（第 32 期）：由人口迁移带来的新增住房需求有多少？》

《地产天天见（第 31 期）：由家庭人数的增加带来的新增住房需求有多少？》

《地产天天见（第 30 期）：我国由结婚带来的新增住房需求有多少？》

《地产天天见（第 29 期）：房企高周转是否走到了尽头？》

《地产天天见（第 28 期）：房地产投资下滑对 GDP 的影响有多少？》

《地产天天见（第 27 期）：房企中报业绩集体下滑或亏损的原因何在？》

《地产天天见（第 26 期）：我国人均住房面积还有多少提升空间？还能带来多少增量住房需求？》

《地产天天见（第 25 期）：当前高企的失业率将会如何影响房地产市场？》

《地产天天见（第 24 期）：中债信用增进对民营房企利好几何？》

《中国的真实住房需求还有多少？（2022 版）》20220803

《凡益之道，与时偕行——关于短期博弈与长期格局的思考》20220615

《AMC 参与房企化债的范围和力度有望加大，提供房企纾困新路径》20220523

《激进扩张和过度融资埋下隐患，政策收紧市场遇冷成为危机爆发的导火索——暴雷房企区域性研究系列之闽系篇》20220519

《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》20220325

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

我国房产税的规模预计有多少？征收房产税影响几何？

1 房产税短期难以代替土地出让收入，预计一线城市税收贡献较大

1.1 全国：预测整体房产税收入在 0.44~2.95 万亿元，短期难以替代土地出让收入

在中性假设下，我们测算得到一年全年房产税的收入可以达到 1.48 万亿元。我们根据全国城镇常住人口、人均住宅面积（沿用 2019 年数据）、商品住宅均价等得出 2021 年全国城镇住宅总价值约为 369 万亿元。假设未来中国推出的房产税税率为 0.8%，则测算得出全国房产税收入约为 2.95 万亿元。但考虑到免征比例（见备注），在中性假设（50%）下，测算得到全国房产税收入约为 1.48 亿元。同时我们也做了敏感性分析，我们预计整体全国房产税的规模在 0.44 万亿元~2.95 万亿元的区间。

备注：整体免征包括商品房的免征以及全国大量存在的难以统计和确权的各类非大产权房。

图表 1. 全国房产税一年可征税额测算

项目	数据
全国城镇常住人口（亿人）	9.1
全国城镇人均住宅建筑面积（平/人）	39.8
全国城镇住宅建筑面积总和（亿平）	364
全国商品住宅平均价格（元/平）	10139
全国城镇住宅总价值（万亿元）	369
假设房地产税率（%）	0.8
不考虑免征比例，预计全国房产税收入（万亿元）	2.95
考虑整体免征比例（中性假设）	50%
预计全国房产税收入（万亿元）	1.48

资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 2. 全国一年房产税收入敏感性分析

		征税面积调整系数					
		30%	40%	50%	60%	70%	80%
综合税率	0.4%	0.44	0.59	0.74	0.89	1.03	1.18
	0.5%	0.55	0.74	0.92	1.11	1.29	1.48
	0.6%	0.66	0.89	1.11	1.33	1.55	1.77
	0.7%	0.77	1.03	1.29	1.55	1.81	2.07
	0.8%	0.89	1.18	1.48	1.77	2.07	2.36
	0.9%	1.00	1.33	1.66	1.99	2.32	2.66
	1.0%	1.11	1.48	1.84	2.21	2.58	2.95

资料来源：国家统计局，万得，中银证券

当前地方政府对土地出让金依赖程度较高，房产税需要弥补的土地出让收入缺口较大。根据国家统计局、财政部公布的数据，2019-2021 年全国土地出让金收入分别为 7.3/8.4/8.7 万亿元，地方财政收入分别为 10.1/10.0/11.1 万亿元，近三年全国土地出让金占地方财政收入的比例均超过 70%，按照近三年全国土地出让金收入平均值 8.1 万亿元，我们测算得出的房产税预计仅占土地出让收入的 5.45%~36.33%，难以达到完全取代土地出让收入的目的。

图表 3. 近三年全国土地出让金占地方财政收入比例

	2019 年	2020 年	2021 年	三年平均
全国土地出让金收入（万亿元）	7.3	8.4	8.7	8.1
地方财政收入（万亿元）	10.1	10.0	11.1	10.4
全国土地出让金占比地方财政收入	71.74%	84.04%	78.42%	78.06%

资料来源：国家统计局，财政部，中银证券

图表 4. 预计全国房产税收入/近三年土地出让金均值

近三年土地出让金收入均值: 8.1 万亿元		征税面积调整系数					
		30%	40%	50%	60%	70%	80%
综合税率	0.4%	5.45%	7.27%	9.08%	10.90%	12.72%	14.53%
	0.5%	6.81%	9.08%	11.35%	13.62%	15.90%	18.17%
	0.6%	8.17%	10.90%	13.62%	16.35%	19.07%	21.80%
	0.7%	9.54%	12.72%	15.90%	19.07%	22.25%	25.43%
	0.8%	10.90%	14.53%	18.17%	21.80%	25.43%	29.07%
	0.9%	12.26%	16.35%	20.44%	24.52%	28.61%	32.70%
	1.0%	13.62%	18.17%	22.71%	27.25%	31.79%	36.33%

资料来源：国家统计局，万得，中银证券

1.2 各城市：由于房价水平的差异，一线城市平均房产税收入贡献最多

采用上述全国房产税收入测算的方法，我们选取 4 个一线城市、10 个二线城市、12 个三四线城市进行房产税收入的计算，假设税率为 0.8%，免征面积估计为 50%。根据我们的测算结果：1) 4 个一线城市：2021 年征收的房产税税额总计 4890.8 亿元，占此前预估全国房产税总收入 14757 亿元的 33%；2) 10 个二线城市代表：2021 年征收的房产税税额总计 2324.4 亿元，占此前预估全国房产税总收入的 16%；3) 12 个三四线城市代表：2021 年征收的房产税税额总计 1283.0 亿元，占此前预估全国房产税总收入的 8.7%。

由于一线、二线和三四线城市间房价的巨大差异，各地平均征收的房产税收入也相差甚远。1) 从我们选取的重点城市平均房产收入贡献来看，一线/二线/三四线城市平均房产税收入分别为 1223 / 232 / 107 亿元，具体来说，一线城市中，上/北/深的收入贡献最大，占比分别 35%/23%/31%，二线城市中，杭州/南京/苏州/宁波占比最大，分别达到 19%/14%/15%/11%，三四线城市中，东莞/温州/佛山/无锡占比最大，分别达到 24%/19%/18%/13%。2) 房价方面，以各能级城市中贡献最大的样本城市为例，2021 年上/北/深商品住宅均价为 49994 元/平方米，杭州/南京/苏州/宁波商品住宅均价为 22771 元/平方米，东莞/温州/佛山/无锡商品住宅均价为 16816 元/平方米。

图表 5. 全国各城市 2021 年房产税收入测算

城市分类	城市	城镇常住人口 (万人)	城镇人均住宅建筑面积 (㎡/人)	征税面积 (万㎡)	商品住宅均价 (元/㎡)	房产税收入 (亿元)
一线城市 (4 城)	北京	1916	33	31711	44302	1123.9
	上海	2221	37	41087	51510	1693.1
	广州	1626	34	27811	24328	541.3
	深圳	1768	40	35363	54171	1532.5
一线城市房产税收入合计: 4890.8 亿元						
二线城市 (10 城)	杭州	1020	37	19028	29081	442.7
	南京	819	40	16419	24539	322.3
	武汉	1154	36	20775	13276	220.6
	青岛	792	33	13020	13726	143.0
	苏州	1020	46	23352	18229	340.5
	南昌	506	38	9694	12743	98.8
	福州	615	42	13000	17188	178.8
	厦门	476	32	7612	29177	177.7
	宁波	748	46	17359	19236	267.1
	昆明	674	44	14694	11301	132.8
二线城市 10 城房产税收入合计: 2324.4 亿元						
三四线城市 (12 城)	无锡	618	46	14329	14151	162.2
	惠州	442	38	8490	11275	76.6
	扬州	325	46	7474	13451	80.4
	三亚	77	43	1653	24585	32.5
	温州	702	44	15412	19803	244.2
	佛山	915	45	20638	13985	230.9
	金华	484	28	6706	12665	67.9
	九江	244	41	5036	6738	27.1
	东莞	972	42	20167	19326	311.8
	泉州	144	41	2933	8855	20.8
	日照	181	29	2640	10972	23.2
	北海	63	26	835	7982	5.3
三四线城市 12 城房产税收入合计: 1283.0 亿元						

资料来源: 各城市统计局, 中银证券

注: 深圳、福州、惠州、三亚、佛山、金华、九江、东莞、泉州、日照、北海城镇人均住宅建筑面积为 2016 年数据, 其余城市城镇人均住宅建筑面积为 2018 年数据。

2 房产税对居民支出整体影响不大, 一线城市居民房产税负相对较重

房产税的征收对居民收支影响并不大。我们根据人均住宅建筑面积、商品住宅均价测算得出 2021 年全国城镇人均住房价值为 40.35 万元, 考虑到征税面积及综合税率的调整因素, 按中性假设来看, 假设未来中国推出的房产税税率为 0.8%, 免征比例为 50%, 可得**全国城镇人均房产税支出约为 1614 元, 根据 2021 年全国城镇居民人均可支配收入 47412 元来计算, 全国城镇人均房产税支出占人均可支配收入的 3.40%, 从全国整体来看, 人均房产税支出占人均可支配收入比重较低。**

图表 6. 房产税对居民收支影响测算 (2021 年)

项目	数据
全国城镇人均住宅建筑面积 (平/人)	39.8
全国商品住宅平均价格 (元/平)	10139
全国城镇人均住宅价值 (万元/人)	40.35
假设房地产税率 (%)	0.8
不考虑免征比例, 预计全国城镇人均房产税支出 (元)	3228
考虑免征比例 (中性假设)	50%
预计全国城镇人均房产税支出 (元)	1614
全国城镇人均可支配收入 (元)	47412
全国城镇人均房产税支出占可支配收入 (%)	3.40%

资料来源: 国家统计局, 万得, 中银证券

根据我们的测算, 通过选取 30%~80% 的免征比例调整区间, 以及 0.4%~1% 的综合税率调整区间, 我们得出全国城镇人均房产税支出范围约为 484~3228 元, 对应的占可支配收入比例范围约 1.02%~6.81%, 因此, 从个人收入角度而言, 征收房产税的影响相对有限。

图表 7. 2021 年全国城镇人均房产税支出敏感性分析

		征税面积调整系数					
		30%	40%	50%	60%	70%	80%
综合税率	0.4%	484	646	807	968	1130	1291
	0.5%	605	807	1009	1211	1412	1614
	0.6%	726	968	1211	1453	1695	1937
	0.7%	847	1130	1412	1695	1977	2260
	0.8%	968	1291	1614	1937	2260	2583
	0.9%	1090	1453	1816	2179	2542	2905
	1.0%	1211	1614	2018	2421	2825	3228

资料来源：国家统计局，万得，中银证券

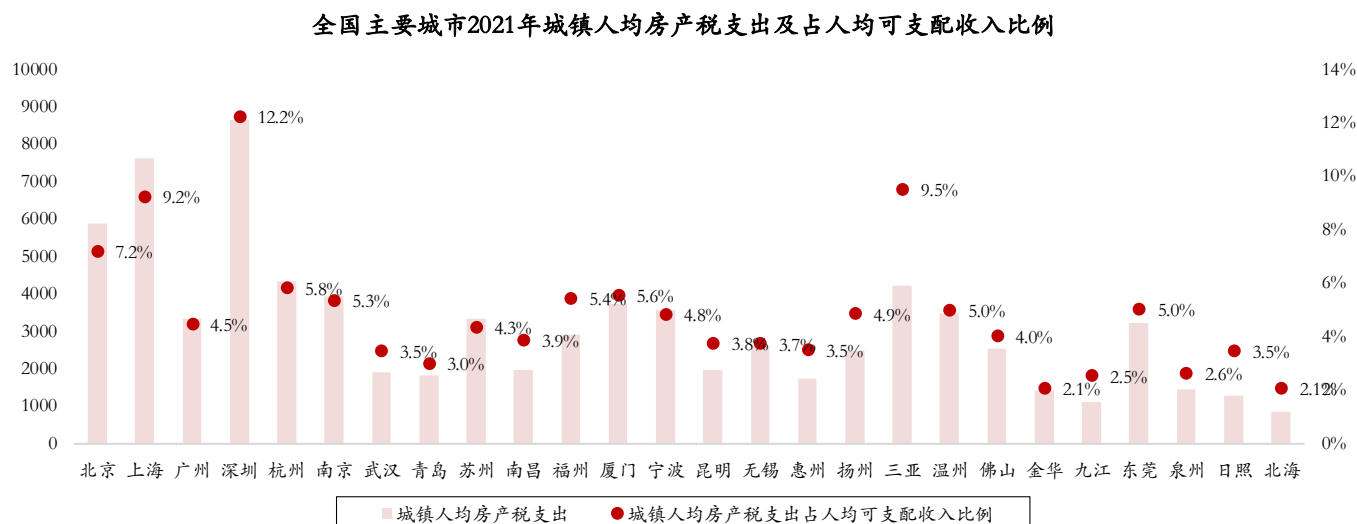
图表 8. 2021 年全国城镇人均房产税支出占可支配收入比例

2020 年全国城镇人均可支配收入：43834 元		征税面积比例系数					
		30%	40%	50%	60%	70%	80%
综合税率	0.4%	1.02%	1.36%	1.70%	2.04%	2.38%	2.72%
	0.5%	1.28%	1.70%	2.13%	2.55%	2.98%	3.40%
	0.6%	1.53%	2.04%	2.55%	3.06%	3.57%	4.09%
	0.7%	1.79%	2.38%	2.98%	3.57%	4.17%	4.77%
	0.8%	2.04%	2.72%	3.40%	4.09%	4.77%	5.45%
	0.9%	2.30%	3.06%	3.83%	4.60%	5.36%	6.13%
	1.0%	2.55%	3.40%	4.26%	5.11%	5.96%	6.81%

资料来源：国家统计局，万得，中银证券

一线城市人均房产税税负相对较大。用同样的方法，将房产税税率设为 0.8%，免征面积按照 50% 的比例，可得一线、二线和三四线的重点城市城镇人均房产税支出占人均可支配收入的比例：1) 一线城市占比最大，平均 8.3%。其中深圳达 12.2%，房产税税负压力较大；2) 二线城市占比在 3%-6%，城镇人均房产税支出高，同时人均可支配收入也较高；3) 三四线城市占比大部分在 5% 以内，人均房产税支出不高，人均可支配收入最低。

图表 9. 全国主要城市 2021 年城镇人均房产税支出及占人均可支配收入比例



资料来源：各城市国家统计局，中银证券

3 房产税出台可能会引起市场短期的波动，但长期影响较小

从短期来看，我们认为房产税的征收可能会对市场成交带来一定压力。首先，房产税可能影响正常购房者和投资者心理预期，增加的税收带来支出的增加和投资回报率的降低，短期可能引发部分购房者的卖房行为。同时随着成交量的下行，价格可能会略出现一些向下的波动。此外，保有环节房地产税开征在供应端对住宅产品的结构或有所影响。若按照面积征收，购房者为减少持有成本，对低总价或中小户型住宅产品的偏好增加，推动房企提高该类住宅的开发与供应比例。

从中期来看，房产税征收后，地方财政收入不再单纯依赖卖地，高地价的问题可能有所缓解，从而影响商品房价格。如果房价下跌，基于“评估值”的房产税会随之减少，从而使得持房成本降低，意味着更多人可能不会再抛售房产以降低税收支出了，因此我们对于中期量价走势预判是价跌量稳。

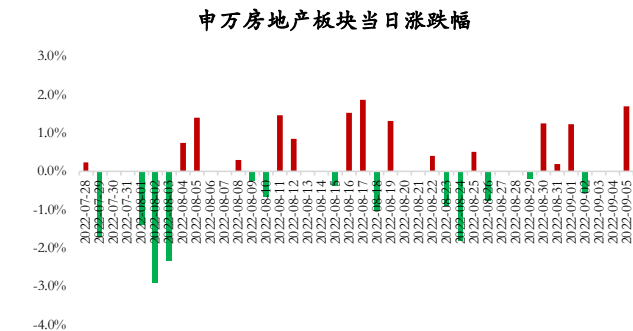
从长期来看，供需均进入下行通道，房价随经济水平变动。国际上，美国、日本、韩国和香港的房产税对房价的影响在长期并不大。另外，房产税不直接影响供求关系，在房地产长效机制建立后，房地产投资属性会降低。在中短期的波动过后，由于供给和需求长期来看都会有明显下降，市场可能会达到一个相对平衡状态，长期房价走势可能是平稳略有上涨。

税负可能会转嫁至租赁，对于租赁市场，我们估计可能会出现量价齐升的局面。由于租赁市场不牵涉买卖，也就不带来新增的房产税缴纳，房产税短期的负面影响可能波及不到租赁市场，但保有环节房地产税开征提高多套房产所有人的持有成本，增强了房东利用租金弥补税收支出的意愿，由此推高租赁市场租金价格，租赁住房供应量也有可能增加，同时，新房和二手房成交的短期停滞，可能会把住房需求引导到租赁市场中，带来短期租赁需求的上升。

附录:

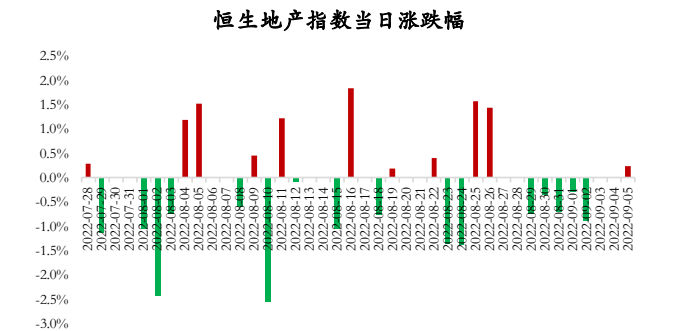
【收评】

图表 10. 2022 年 9 月 5 日申万房地产板块上涨 1.70%



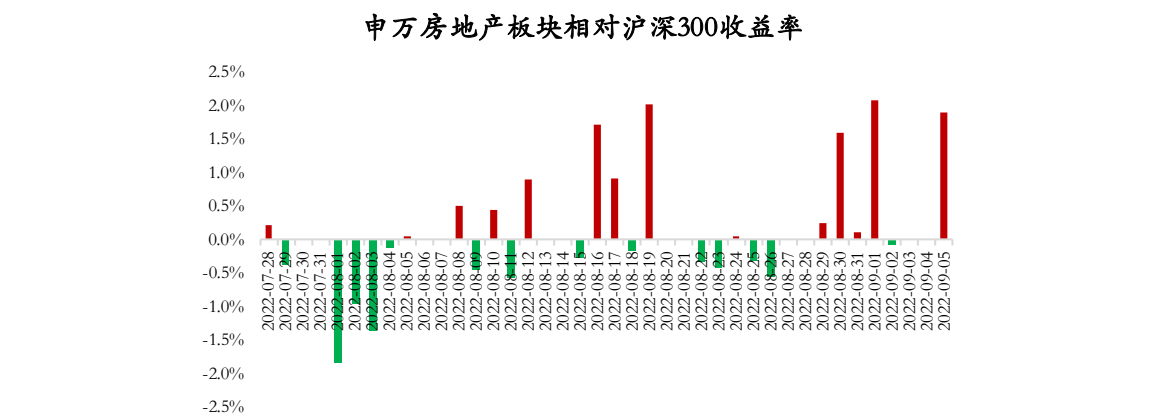
资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 2022 年 9 月 5 日恒生地产指数上涨 0.23%



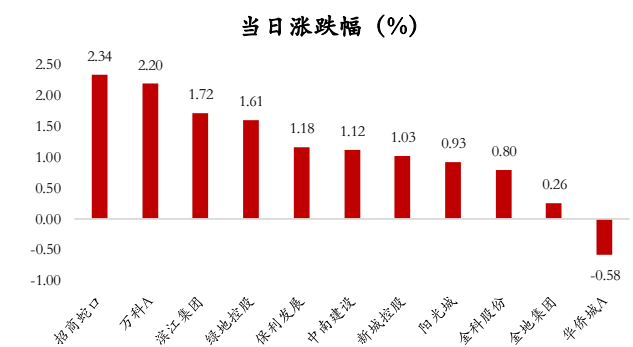
资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 2022 年 9 月 5 日申万地产板块 A 股相对沪深 300 收益率为 1.90%



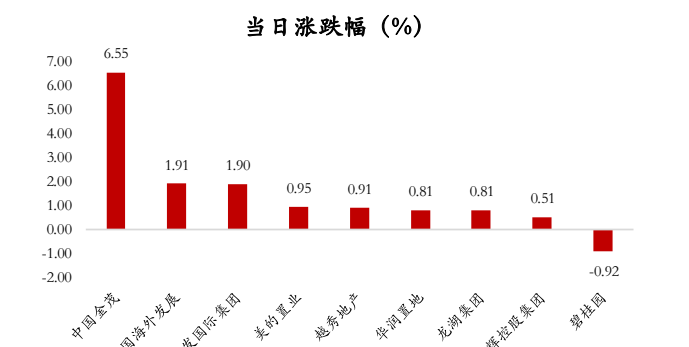
资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 2022 年 9 月 5 日主流 A 股房企中涨跌幅排名前三为招商蛇口、万科 A、滨江集团



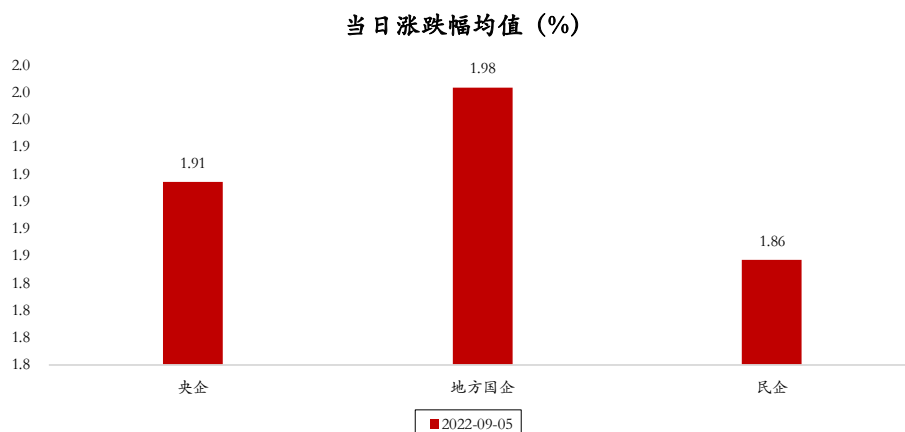
资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 2022 年 9 月 5 日主流内房股涨跌幅排名前三为中国金茂、中国海外发展、建发国际集团



资料来源: 万得, 中银证券

图表 15. 2022 年 9 月 5 日申万地产板块中，央企、地方国企、民企涨跌幅均值分别 1.91%、1.98%、1.86%



资料来源：万得，中银证券

【行业重点大事件】

图表 16. 2022 年 9 月 5 日行业新闻梳理

层级	内容
地方	河南： 河南省住房和城乡建设厅印发《关于河南省 2022 年人才公寓建设计划》，河南省共下达人才公寓建设项目 72 个，共计 47167 套(间)，其中郑州 29641 套、开封 164 套、洛阳 3904 套、平顶山 95 套、新乡 1585 套、漯河 2152 套、周口 1920 套、驻马店 1830 套、南阳 5560 套、信阳 316 套。
	长沙： 据长沙自然资源交易事务中心披露，长沙 2022 年第三次集中推地共推介 42 宗地块，总用地面积约 173.37 公顷，524.2 万平方米。
	吉安： 江西吉安市人民政府办公室印发《吉安市加快发展保障性租赁住房实施方案》，提到“十四五”期间，全市建设筹集保障性租赁住房 13850 套(间)，其中中心城区 3300 套(间)、安福县 850 套(间)、吉安县 300 套(间)、吉水县 800 套(间)。

资料来源：观点地产网，中银证券

备注：截至到 2022 年 9 月 5 日 17:00 的当日新闻。

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由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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士，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