

强于大市

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？

【每日一问】

“房产税”与“房地产税”的区别：房地产税是一个综合性的概念，一切与房地产经济活动过程有直接关系的税（包括房产税）都属于房地产税，涉及房地产的各个环节：土地购置、开发、保有、交易等。其中“房产税”是保有环节的一种税收。“房产税”实际为“房地产税”的一个子集。房产税作为财产税，其征税对象为房产，而房地产税征税对象既包括房产又包括土地。

房地产税历史沿革：居民住房纳入征收体系、立法稳妥推进、试点扩容三阶段渐进迎来房地产税的重要变革。第一阶段：房地产税税种划分逐步明确，其中房产税从只对经营性住房征收到对居民住房征收试点。1984 年房地产税正式提出，并且开始了房地产税税种的划分。2003 年 10 月首次提出对居民住房征收的“物业税”。2010 年 5 月国务院首次明确提出“逐步推进房产税改革”，并于 2011 年上海和重庆启动试点。第二阶段：房地产税立法稳妥推进。2017 年初步明确“立法先行、充分授权、分步推进”的原则和按照“评估值”征收房地产税的办法。2018-2021 年，房地产税的相关表态密集发布。第三阶段：试点扩容，全面开征仍需经验沉淀。2021 年 10 月提出试点扩容，具备“里程碑”意义，但总体仍偏谨慎，尤其是当前房地产市场和行业正在经历较大的调整和供给侧改革，我们预计短期试点落实推进也将向后延期。

现行中国房地产税体系：税种复杂，重交易，轻保有。目前，中国已建立了以房产税、城镇土地使用税、土地增值税、契税和耕地占用税（五税）为主体的房地产业税收结构，近年来，五税税收收入不断增加，占地方财政收入的比重也整体呈上升态势，从 2007 年的 11.7% 增加到 2020 年的 19.7%，2021 年小幅下降至 18.7%，其中交易环节的税收占比最大，2021 年占五税收入的比重达到 69%。总的来看，目前的房地产税体系税种繁多，且重交易环节，轻保有环节，还未将居民住房全面纳入征税范围，整体征税税额较轻，对地方政府收入贡献不大。而从国际经验来看，目前成熟的房地产税体系，均是重保有环节，轻交易环节，保有环节的房产税税额占比最大。未来改革的关键点是对居民影响最大的“房产税”。

房产税在沪渝的试点：征收范围偏窄，推行效果不显著。2011 年 1 月，上海和重庆开始进行房产税征收试点，但推行效果大不如预期，这主要是因为当时的上海试点主要只针对新购住房的增量房产进行征税，计税依据是住房的交易价格，而大量存量住房并未纳入征税体系，且税率较低，免税面积较大。试点的本意是抑制房价过快上涨和保障性需求，但调控目标有所不同，上海主要是抑制非刚需的投资型需求；重庆是抑制对高档住房的过度消费，对征收对象更有指向性。从具体实施效果上来看：1) 由于征收范围过于局限，两地房产税并未带来地方政府财力的显著增长。从征收规模看，2011 年房产税试点当年，重庆财政局宣布征得房产税 1 亿元，截止有统计的 2012 年末，重庆应征房产税的存量及新购应税住房 11027 套，财政局仅公开了 2011-2013 年三年的累计征收个人住房房产税，约在 4 亿元，约占重庆地方财政收入的 0.3%。截至 2013 年末，上海房产税应税住房约 7 万套，2011-2013 年累计征收个人住房房产税约 6 亿元，约占上海地方财政收入的 0.2%，规模较小。即使算上经营性用房，上海和重庆 2020 年房产税总额分别仅占地方财政收入的 2.8% 和 3.4%，并未带来可观的税收收入。2) 由于业主、开发商的转嫁成本能力较强，试点政策对房价抑制效果不明显。上海和重庆两地在试点房产税前三个月，商品住宅成交量分别下降 46% 和 26%，比同类城市同期降幅高 10%-20%。但成交均价从全年来看并未明显下跌。第二年两地成交量均呈现较大幅度增长。

【收评】

从大盘表现来看，本周五（9 月 2 日）申万房地产板块下跌 0.56%，相对沪深 300 收益率为 -0.07%；恒生地产板块下跌 0.90%，相对恒生指数收益率为 -0.16%。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 -1.62%、0.23%、0.24%。行业整体信心尚处在低位，销售正处于筑底阶段。

从个股表现来看，主流 A 股房企今日涨跌幅均值为 -1.10%，排名前三是滨江集团、万科 A、中南建设，涨跌幅分别为 1.85%、-0.24%、-0.37%，万科旗下万物云 9 月 1 日通过港交所聆讯，根据弗若斯特沙利文的资料，按基础物管服务收入计，万物云 2021 年在中国物管市场中排名第一，占有 4.28% 的市场份额。主流内房股今日涨跌幅均值为 -2.96%，排名前三是龙湖集团、越秀地产、建发国际集团，涨跌幅分别为 -0.60%、-1.10%、-1.13%，均为前期受舆情干扰的优质民企和区域性央国企。其中龙湖与建发 8 月销售额同比增速转正，越秀为 TOP20 房企中 1-8 月销售累计同比降幅最小的一家（仅 -3.5%）。此外，越秀公告获银行授予 14.5 亿港元三年期贷款融资，同时发布 2022 年度第十三期超短期融资券申购说明，申购区间为 1.3%-1.7%，发行规模为 20 亿元。

相关研究报告

《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？》

《地产天天见（第 23 期）：二批集中土拍热度回暖了吗？》

《地产天天见（第 22 期）：中国人口增长的拐点出现了吗？》

《地产天天见（第 21 期）：我国生育率为什么会走低？》

《地产天天见（第 20 期）：中国进入老龄社会了吗？》

《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

我国房地产税的由来？房产税与房地产的区别何在？

1 “房产税”实际为“房地产税”的一个子集

房地产税是一个综合性的概念，一切与房地产经济活动过程有直接关系的税（包括房产税）都属于房地产税，涉及房地产的各个环节：土地购置、开发、保有、交易等。其中“房产税”是保有环节的一种税收。“房产税”实际为“房地产税”的一个子集。房产税作为财产税，其征税对象为房产，而房地产税征税对象既包括房产又包括土地。

图表 1.“房产税”实际为“房地产税”的一个子集



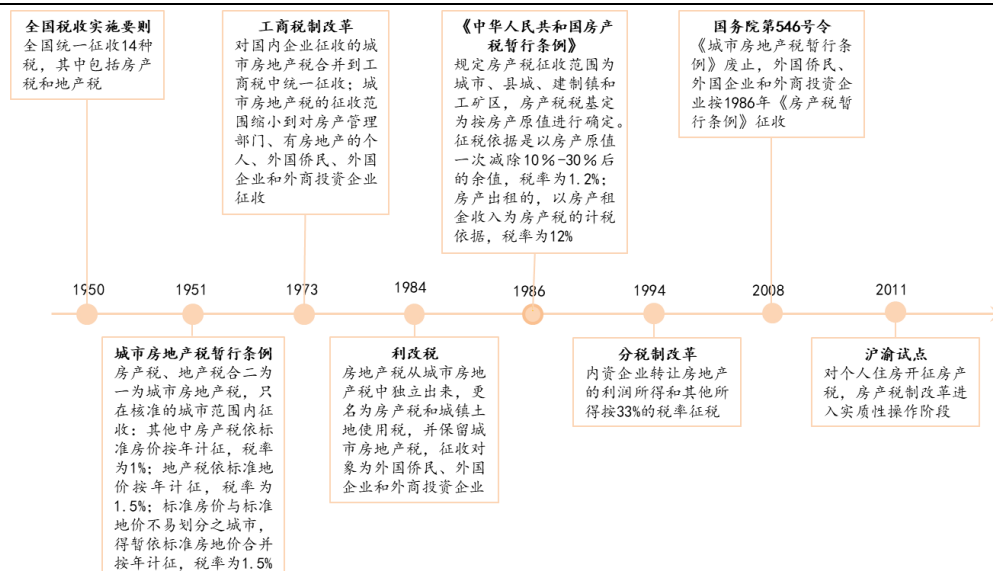
资料来源：财政部，中银证券

2 房地产税的历史沿革：居民住房纳入征收体系、立法稳妥推进、试点扩容三阶段渐进迎来房地产税的重要变革

第一阶段：房地产税税种划分逐步明确，其中房产税从只对经营性住房征收到对居民住房征收试点。

中国的“房地产税”概念最早于 1950 年提出，当时全国统一征收的 14 个税种就包括了房产税和地产税，1951 年合并为城市房地产税，并制定了相关税率。1984 年，房地产税正式提出，并且开始了房地产税税种的划分。其中我们现在所频繁提及的保有环节的“房产税”是 1986 年开征的税种，当时土地是国有的，没有拍卖和转让，土地并没有价值，当时对个人非经营用房免纳房产税，征收对象为营业性房屋和出租房屋。到了 2003 年 10 月的十六届三中全会，第一次提出对居民住房征税，当时提出叫做物业税。2010 年 5 月，国务院首次明确提出“逐步推进房产税改革”，并于 2011 年，上海和重庆两地，在房产税的框架内启动了把居民住房的一部分纳入到征税范围的改革试点。

图表 2. 房地产税种划分逐步明确，其中房产税从只对经营性住房征收到对居民住房征收试点

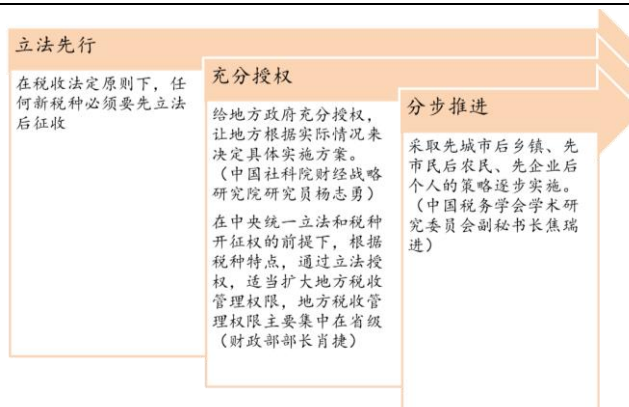


资料来源：《全球流通经济》，中银证券

第二阶段：房地产税立法稳妥推进

2017 年初步明确“立法先行、充分授权、分步推进”的原则和按照“评估值”征收房地产税的办法。2018 年以来，房地产税的表态日益密集，其中也不乏具体配套政策的落地。随着房地产税立法进程的加快，房地产税全面开征也渐行渐近。1) 首先，不动产登记平台实现全国联网使得征税统计的技术性难点得以克服。2018 年 6 月，不动产登记平台实现全国联网，同年 7 月国务院还将“房产交易登记”纳入大督查文件内，范围涵盖 31 个省市区。2) 其次，房地产税立法进程开始加快，试点工作在加速推进和落地。2018 年 3 月，外交部党委书记、副部长张业遂提出全国人大常委会明确了税收法定的改革路线图和时间表。2021 年以来房地产税被高频提及：5 月财政部等 4 部门召开房地产税改革试点工作座谈会，8 月财政部指出积极稳妥推进房地产税立法和改革，10 月 23 日全国人大常委会授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作。3) 政府调控房地产的意愿持续，稳定房地产市场将成为房地产税出台的重要目的。2021 年 10 月 23 日在全国人民代表大会常务委员会上再度明确了房地产税的作用更多地是引导住房合理消费和土地资源节约集约利用，促进房地产市场平稳健康发展，稳定房地产市场是重要目的之一。

图表 3. 中国房地产税的征收原则



资料来源：财政部，中银证券

第三阶段：试点扩容，全面开征仍需经验沉淀

2021 年试点扩容，房地产税处于立法推进的重要阶段。2011-2021 年的十年间，只有上海和重庆两个城市对居民住房进行了房产税征收试点。为积极稳妥推进房地产税立法与改革，引导住房合理消费和土地资源节约集约利用，促进房地产市场平稳健康发展，2021 年 10 月 23 日全国人大常委会授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作：“试点地区的房地产税征税对象为居住用和非居住用等各类房地产，不包括依法拥有的农村宅基地及其上住宅。土地使用权人、房屋所有权人为房地产税的纳税人。国务院制定房地产税试点具体办法，试点地区人民政府制定具体实施细则。国务院按照积极稳妥的原则，统筹考虑深化试点与统一立法、促进房地产市场平稳健康发展等情况确定试点地区。试点期限为五年，自国务院试点办法印发之日起算。条件成熟时，及时制定法律”。2021 年“试点扩容”具备“里程碑”意义，但总体仍偏谨慎，全国范围内全面开征仍需要长时间循序渐进的沉淀。尤其是当前房地产市场和行业正在经历较大的调整和供给侧改革，我们预计短期试点落实推进也将向后延期。

3 现行中国房地产税体系：税种复杂，重交易，轻保有

房地产相关的税种贯穿在地产的各个环节。“房地产税”主要包括房产税、城镇土地使用税、土地增值税、耕地占用税、契税、增值税（于 2016 年 5 月 1 日起由营业税改称）、城市维护建设税（教育费附加）、印花税和企业所得税、个人所得税共 10 个税种。分类如下：

图表 4. 中国房地产税收体系：按税收属性

所属税种	房地产财产税	房地产商品税	房地产所得税	房地产其他税
税种名称	房产税	增值税	土地增值税	契税
	城镇土地使用税	城市维护建设税（教育费附加）	企业所得税	印花税
	耕地占用税		个人所得税	

资料来源：国家税务总局，中银证券

图表 5. 中国房地产税收体系：按与地产关联程度

与房地产的关系	税种名称
与房地产直接相关	房产税、城镇土地使用税、耕地占用税、土地增值税、契税
与房地产间接相关	增值税、城市维护建设税（教育费附加）、企业所得税、个人所得税、印花税

资料来源：国家税务总局，中银证券

图表 6. 中国房地产税收体系：按课税环节

环节	税种名称	税基
土地购置环节	耕地占用税	耕地占用面积
	契税	土地房屋成交价
	印花税	合同金额
开发环节	增值税	销售额-其他扣除额
	企业所得税	相关企业收入
	印花税	合同金额
	城市维护建设税（教育费附加）	增值税
保有环节	房产税	(1-扣除比率)*房屋原值
	城镇土地使用税	土地使用面积
交易环节	增值税	交易利润-其他扣除项
	企业所得税	转让利润-其他扣除项
	个人所得税	转让利润-其他扣除项
	印花税	合同金额
	土地增值税	增值额
	城市维护建设税（教育费附加）	增值额
	契税	房屋交易合同成交价格

资料来源：国家税务总局，中银证券

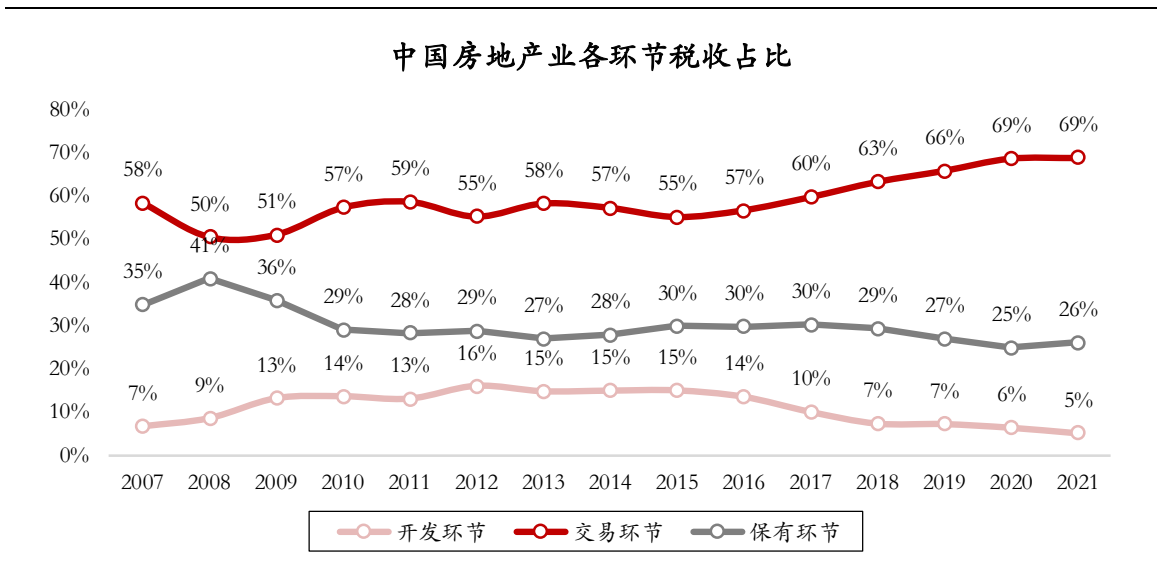
房地产“五税”占地方财政比重整体呈上升态势。目前，中国已建立了以房产税、城镇土地使用税、土地增值税、契税和耕地占用税等 5 个税种（简称“五税”）为主体，企业所得税、个人所得税、增值税、城建税及附征、印花税等相关税种为辅的房地产业税收结构，近年来，五税税收收入不断增加，占地方财政收入的也比重整体呈上升态势，从 2007 年的 11.7% 增加到 2020 年的 19.7%，2021 年小幅下降至 18.7%，其中交易环节的税收占比最大，2021 年占五税收入的比重达到 69%。房地产相关税收在提高稀缺土地资源的集约利用水平、引导房地产资源合理配置和提高地方财政收入等方面发挥了一定的作用。

图表 7. 2004 年-2021 年房地产税收情况（亿元）

年份	开发环节	交易环节		保有环节		与房地产直接相关的五个税种合计	地方财政收入	五个税种合计占地方财政收入比
	耕地占用税	土地增值税	契税	房产税	城镇土地使用税			
2007	185	403	1206	575	385	2754	23573	11.68%
2008	314	537	1308	680	817	3656	28650	12.76%
2009	633	720	1735	804	921	4813	32603	14.76%
2010	889	1278	2465	894	1004	6530	40613	16.08%
2011	1075	2063	2766	1102	1222	8228	52547	15.66%
2012	1621	2719	2874	1372	1542	10128	61078	16.58%
2013	1808	3294	3844	1582	1719	12247	69011	17.75%
2014	2059	3915	4001	1852	1993	13820	75877	18.21%
2015	2097	3832	3899	2051	2142	14021	83002	16.89%
2016	2029	4212	4300	2221	2256	15018	87239	17.21%
2017	1652	4911	4910	2604	2360	16437	91448	17.97%
2018	1319	5642	5730	2889	2388	17968	97905	18.35%
2019	1390	6465	6213	2988	2195	19251	101077	19.05%
2020	1258	6468	7061	2842	2058	19687	100124	19.66%
2021	1065	6896	7428	3278	2126	20793	111077	18.72%

资料来源：万得，中银证券

图表 8. 2004 年-2021 年中国房地产业各环节税收占比



资料来源：万得，中银证券

备注：仅包含房地产行业五税。开发环节包括耕地占用税，交易环节包括土地增值税、契税，保有环节包括房产税、城镇土地使用税。

总的来看，目前我国的房地产税体系，税种繁多，且重交易环节，轻保有环节，还未将居民住房全面纳入征税范围，整体征税税额较轻，对地方政府收入贡献不大。而从国际经验来看，目前成熟的房地产税体系，均是重保有环节，轻交易环节，保有环节的房产税税额占比最大。未来改革的关键点是对居民影响最大的“房产税”。

4 房产税在沪渝的试点：征收范围偏窄，推行效果不显著

沪渝试点效果不显著，我国的房产税试点推广陷入停滞。2011 年 1 月，上海和重庆开始进行房产税征收试点，国家意图通过试点渐进的方式总结经验教训，再做进一步的复制推广，从而进行整个房产税改革动作，然而沪渝的改革试点虽然取得了一定效果，但推行效果大不如预期，这主要是因为当时的上海试点主要只针对新购住房的增量房产进行征税，计税依据是住房的交易价格，而大量存量住房并未纳入征税体系，且税率较低，免税面积较大。

上海和重庆出台房产税的目的不尽相同。沪渝试点的本意是抑制房价过快上涨和保障刚性需求。试点方案出台背景是 2010 年 4 月国务院推出“新国十条”，开始在全国主要省会及计划单列市实施限购，而房产税也被当做抑制不合理房地产需求和房价过快上涨的工具进行试点。但调控目标有所不同，上海主要是抑制非刚需的投资型需求；重庆是抑制对高档住房的过度消费，对征收对象更有指向性。从具体征税措施来看，两地的征税力度有限，整体影响较小。

上海和重庆两地在房产税征收方法上虽有类似，但却不完全一致。上海试点调控面广、税率较低，且上海仅对 2011 年 1 月 28 日起的增量住房征税，尚不涉及对存量住房征税。由于上海房价是全国风向标，更加谨慎一些，避免给市场带来过度震荡。重庆试点房产税则调控面窄、税率较高，重庆侧重于对高端住房征税，覆盖了存量独栋商品住宅。从房产税征收的具体税率方面来看，上海和重庆均采用差别化税率，其中，上海采用了两档税率：0.4% 和 0.6%，而重庆则采用了三档税率：0.5%、1%、1.2%。

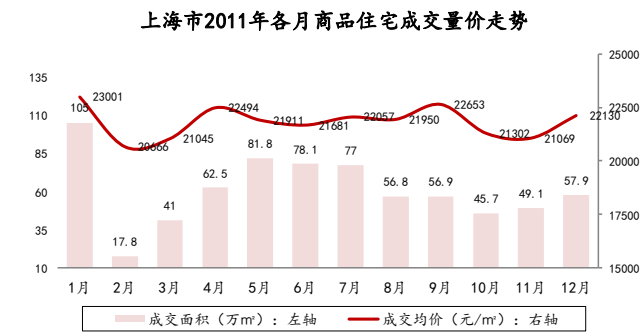
图表 9. 上海、重庆的房产税征收细则对比

	上海	重庆
征收范围	全市行政区域	主城九区
征收对象	1) 本市户籍家庭新购二套及以上住房 2) 非本市户籍家庭新购住房	1) 个人独栋商品住宅（包括存量及新购）及新购的高档住房 2) 本市同时无户籍、无企业、无工作的个人新购的首套及以上住房
计税标准	市场价格确定评估值，初期暂按市场交易价格的 70%	市场交易价格
征税税率	1) 0.4%: 应税住房交易均价低于本市上年度新建商品房均价 2 倍以上（含 2 倍） 2) 0.6%: 其他情况	1) 0.5%: 独栋、高档住房建筑面积交易单价在上两年主城九区新建商品住房均价 3 倍以下、“三无”个人新购二套及以上普通住房 2) 1%: 3 倍（含 3 倍）至 4 倍 3) 1.2%: 4 倍（含 4 倍）以上
计算公式	应税建面*交易价格*70%*税率	应税建面*交易单价*税率
免征面积	人均面积 60 平方米	1) 存量独栋商品住房: 180 平米 2) 新购高档、独栋商品住房: 100 平米 3) 非重庆户籍的三无人员无免除面积
税收用途	保障性住房建设	公共租赁住房的建设和维护

资料来源：上海、重庆政府官网，中银证券

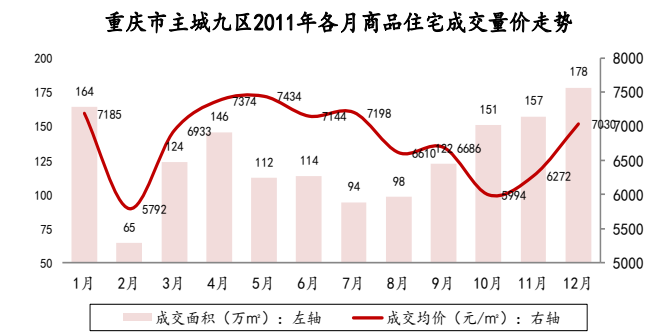
两地房地产税未带来地方政府财力的显著增长，且对房价抑制作用不明显。从具体实施效果上来看：1) 由于征收范围过于局限，两地房产税并未带来地方政府财力的显著增长。从征收规模看，2011 年房产税试点当年，重庆财政局宣布征得房产税 1 亿元，截止有统计的 2012 年 12 月 31 日，重庆应征收房产税的存量及新购应税住房 11027 套，财政局仅公开了 2011-2013 年三年的累计征收个人住房房产税，约在 4 亿元，约占重庆地方财政收入的 0.3%。截至 2013 年末，上海房产税应税住房约 7 万套，2011-2013 年累计征收个人住房房产税约 6 亿元，约占上海地方财政收入的 0.2%，规模较小。即使算上经营性用房，上海和重庆 2020 年房产税总额分别仅占地方财政收入的 2.8% 和 3.4%，并未带来可观的税收收入。2) 由于业主、开发商的转嫁成本能力较强，试点政策对房价抑制效果不明显，上海和重庆两地在试点房产税前三个月，商品住宅成交量分别下降 46% 和 26%，比同类城市同期降幅高 10%~20%，这也有春节因素。但成交均价从全年来看并未明显下跌（2 月沪渝两市房价下跌并不完全是受房产税影响，而是因为政府宏观政策的调控：2011 年 1 月 26 日国务院推出《新国八条》，通过对贷款利率和首付比例的规定对房地产市场进行调控）。第二年两地成交量均呈现较大幅度增长。

图表 10. 上海 2011 年商品住宅量价走势



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 重庆（主城区）2011 年商品住宅量价走势

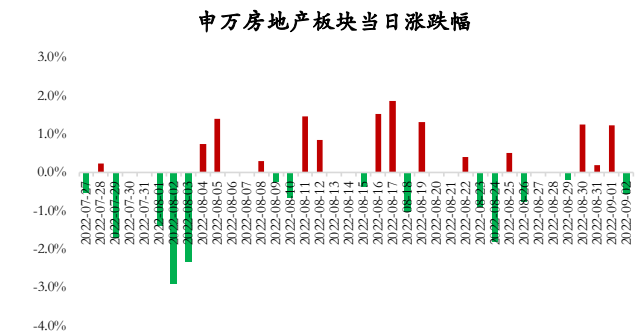


资料来源：万得，中银证券

附录：

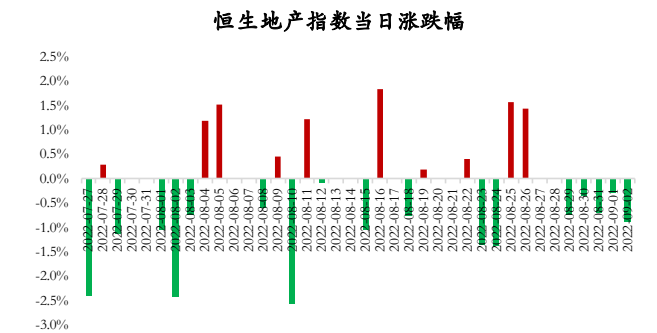
【收评】

图表 12. 2022 年 9 月 2 日申万房地产板块下跌 0.56%



资料来源：万得，中银证券

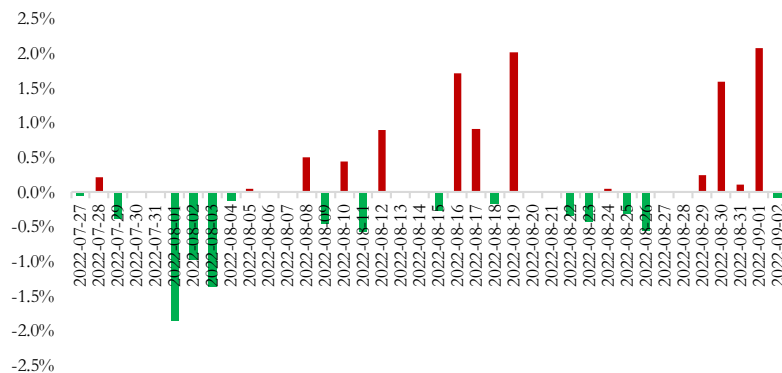
图表 13. 2022 年 9 月 2 日恒生地产指数下跌 0.90%



资料来源：万得，中银证券

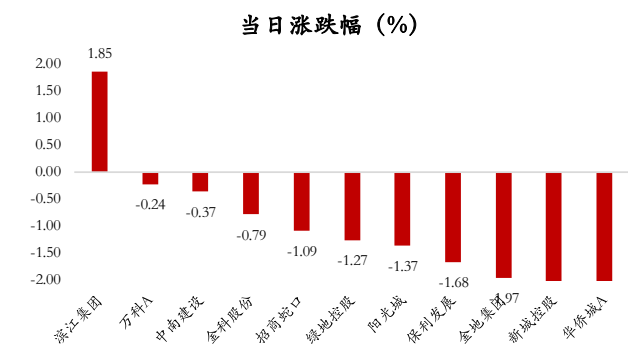
图表 14. 2022 年 9 月 2 日申万地产板块 A 股相对沪深 300 收益率为-0.07%

申万房地产板块相对沪深300收益率



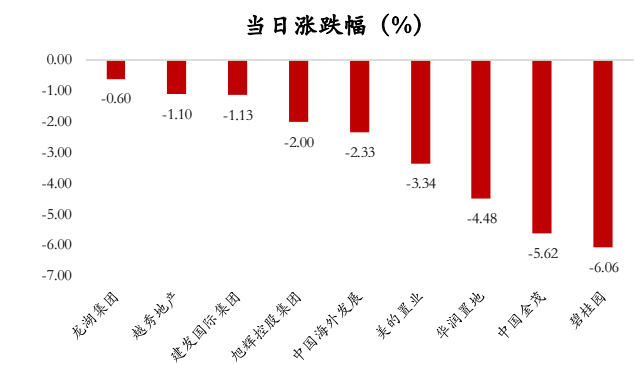
资料来源：万得，中银证券

图表 15. 2022 年 9 月 2 日主流 A 股房企中涨跌幅排名前三为滨江集团、万科 A、中南建设



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 2022 年 9 月 2 日主流内房股涨跌幅排名前三为龙湖集团、越秀地产、建发国际集团



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 2022 年 9 月 2 日申万地产板块中，央企、地方国企、民企涨跌幅均值分别-1.62%、0.23%、0.24%



资料来源：万得，中银证券

【行业重点大事件】

图表 18. 2022 年 9 月 2 日行业新闻梳理

层级	内容
地方	北京： 北京市住房和城乡建设委印发《北京市“十四五”时期建筑业发展规划》，《规划》要求到 2025 年，完成首都功能核心区平房（院落）10000 户申请式退租和 6000 户修缮任务，力争完成全市 2000 年底前建成需改造的 1.6 亿平方米老旧小区改造任务，实施 100 万平方米危旧楼房改建和简易楼腾退改造。
	郑州： 郑州住房公积金管理中心日前发布《关于“1+8 郑州都市圈”住房公积金一体化协同发展有关事项的通知》，《通知》明确，为进一步方便住房公积金业务跨市域办理，助力郑州、开封、洛阳、平顶山、许昌、漯河、新乡、焦作、济源“1+8 郑州都市圈”经济发展，都市圈住房公积金实行互认互贷。

资料来源：观点地产网，中银证券

备注：截至到 2022 年 9 月 2 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