



中信证券研究部



陈聪
首席基地产业
分析师
S1010510120047



张全国
地产分析师
S1010517050001



联系人：李金哲

核心观点

国家提出要改革住房公积金制度。我们认为，改革可能有效减轻企业和职工的缴费负担，推动老旧小区改造，并突出对首次刚需的信贷扶持。

■ 5月18日，新华社受权发布《中共中央 国务院 关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》。意见明确指出，要“改革住房公积金制度”。

■ **住房公积金现状。**2018年底（因为2019年数据未披露），住房公积金累计缴存总额14.6万亿元，已提取8.8万亿元，可供放贷的缴存余额为5.8万亿元。在缴存余额中，配置为个人住房贷款的余额为5.0万亿元，其余配置了少量保障性住房建设项目试点贷款和国债，结余资金有约0.8万亿。绝大多数住房公积金以提取或放贷方式支持购房销售，2018年支持金额超过2万亿元。

■ **改革可能方向之一：结构性减轻企业/职工缴存负担。**在抗击疫情的过程中，相关部委提出了一些公积金缴存的新政策，减轻了职工和企业缴存的负担。我们认为，未来可能会根据实际情况，适当灵活调整缴存下限和缴存比例，为部分企业结构性减负。

■ **改革可能方向之二：关注重点从买房转向安居，积极支持老旧小区改造。**历史上，住房公积金主要是用来支持买房，但随着社会房屋保有量增加，未来可能转向支持安居。我们认为，住房公积金可能会进一步加大用于老旧小区改造的资金投放（通过简化老旧小区改造相关的业主提取或直接发放贷款），并加大对租赁住房消费的支持。

■ **改革可能方向之三：坚持房住不炒，聚焦首套和小户型需求。**目前，个人住房公积金贷款用于多套房购置的占比达到15%，用于144平方米以上房屋购置占比超过11%。我们相信，未来如果适当限制多套房购置和大户型消费，则能更好保障中小户型，首套置业的消费需求，避免公积金贷款额度不足。

■ **风险提示：**改革可能导致缴存余额下降，从而影响商品房销售资金来源。

■ **期待“房住不炒”体系下新公积金制度破冰。**我们认为，我国公积金制度在缴存、提取、贷款发放等方面的改革，可能加大老旧小区改造的力度，提升居民的生活水平。改革不构成开发体量的边际利好，却可能减轻行业面临的舆论压力，将提升存量房更新改造的速度，利好存量房相关板块。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	评级	股价				EPS (元)				PE			
		(元)	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
万科 A	买入	25.58	3.47	3.94	4.68	5.21	7.4	6.5	5.5	4.9			
万科企业	买入	22.95	3.47	3.94	4.68	5.21	6.6	5.8	4.9	4.4			
招商蛇口	买入	16.36	1.99	2.33	2.91	3.61	8.2	7.0	5.6	4.5			
保利地产	买入	15.05	2.35	2.85	3.30	3.86	6.4	5.3	4.6	3.9			
华夏幸福	买入	22.12	4.75	5.99	6.25	6.65	4.7	3.7	3.5	3.3			
金地集团	买入	12.60	2.23	2.60	3.05	3.33	5.7	4.8	4.1	3.8			
龙湖集团	买入	32.21	2.60	3.20	3.96	4.85	12.4	10.1	8.1	6.6			
世茂房地产	买入	30.47	3.03	3.95	5.00	6.13	10.1	7.7	6.1	5.0			
绿城服务	买入	9.91	0.17	0.23	0.32	0.39	58.3	43.1	31.0	25.4			
招商积余	买入	31.80	0.27	0.61	0.84	1.10	117.8	52.1	37.9	28.9			
保利物业	买入	75.50	0.92	1.45	2.11	3.02	82.1	52.1	35.8	25.0			
中海物业	买入	8.45	0.16	0.22	0.30	0.41	52.8	38.4	28.2	20.6			
新大正	买入	57.13	1.46	1.78	2.43	3.30	39.1	32.1	23.5	17.3			
永升生活服务	买入	10.70	0.15	0.26	0.39	0.57	71.3	41.2	27.4	18.8			

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年5月21日收盘价，港币已按实时

汇率换算为人民币

房地产行业

评级 **强于大市（维持）**

目录

公积金制度的现状	1
公积金的缴存情况	1
公积金贷款的历史意义	2
公积金制度可能的改革方向	2
减轻企业负担，灵活处理缴存办法	2
突出公积金是支持职工安居，而不只是买房	3
大力支持老旧小区改造	4
适应城市圈内户口通迁，居住互认的要求	4
约束公积金个人住房贷款投向和用途	4
增加可投资的范围，提升增值率	5
风险提示	5
期待“房住不炒”之下的新公积金体系破冰	6

插图目录

图 1：住房公积金归集后利用情况一览	1
图 2：公积金贷款相当于房贷的比例和规模（新增部分）	2
图 3：公积金贷款相当于房贷的比例和规模（余额部分）	2
图 4：公积金个人住房贷款组成（按支持购房套数）	5
图 5：公积金个人住房贷款组成（按房屋建筑面积）	5

表格目录

表 1：疫情期间，中央对于公积金管理制度的改革	3
表 2：多地陆续对公积金用途进行丰富	4

5月18日，新华社授权发布《中共中央 国务院 关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》。意见明确指出，要“改革住房公积金制度”。

公积金制度的现状

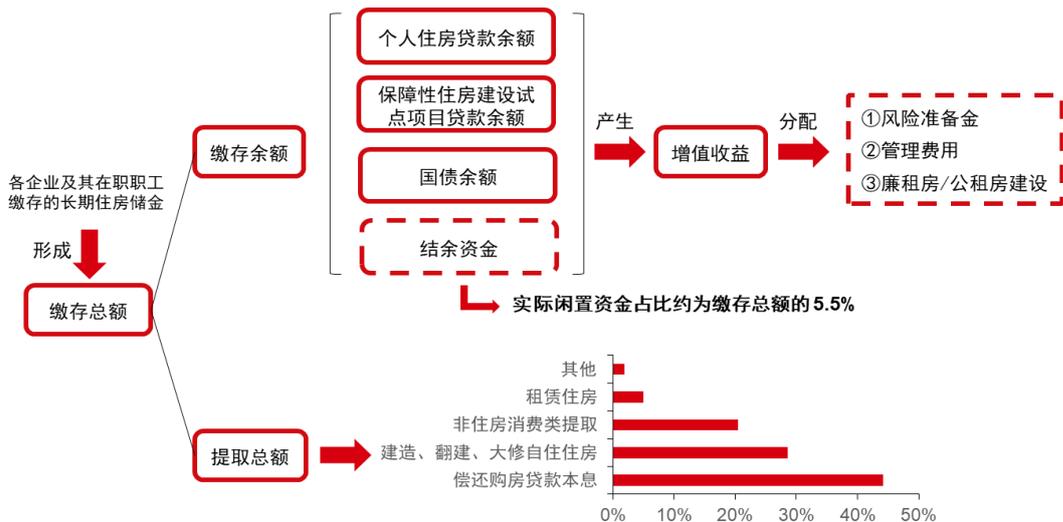
住房公积金，是指国家机关、国有企业、城镇集体企业、外商投资企业、城镇私营企业及其他城镇企业、事业单位、民办非企业单位、社会团体及其在职职工缴存的长期住房储金。《住房公积金管理条例》（以下简称“条例”）于1999年4月3日中华人民共和国国务院令262号发布，之后分别在2002年3月24日以及2019年3月24日进行了两次修订。

依照条例规定，住房公积金管理中心应当每年定期向财政部门 and 住房公积金管理委员会报送财务报告，并将财务报告向社会公布。每年6月，住房和城乡建设部、财政部、中国人民银行会联合发布《全国住房公积金年度报告》（以下简称“年度报告”），对当年的住房公积金缴存、提取、收益分配等各方面进行公告。

公积金的缴存情况

2019年数据尚未发布。2018年末，住房公积金缴存总额约为14.6万亿，但这绝不等于有近15万亿资金可用。实际上，扣除提取部分，公积金的缴存余额有5.8万亿。公积金缴存余额主要用来发放个人贷款（这就是公积金贷款的来源）。剔除了公积金个人贷款发放（占缴存余额的86%），支持城市廉租房建设的资金，购买国债的资金等，则公积金的结余资金在2018年底为8000亿元。

图1：住房公积金归集后利用情况一览



资料来源：《全国住房公积金2018年年度报告》（住房和城乡建设部、财政部 中国人民银行）、中信证券研究部绘制

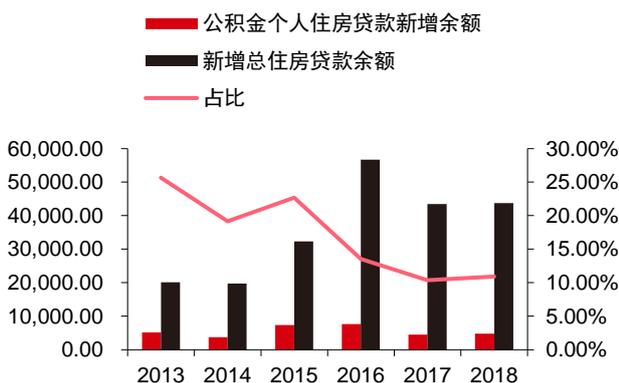
公积金贷款的历史意义

公积金是商品房销售的重要支持力量。2018年，住房公积金住房消费类提取、发放个人住房贷款和公转商贴息贷款共 2.2 万亿，占全国商品住宅销售额的 17.5%。当然，公积金住房贷款只有 60% 是针对新房，严格来说，公积金利用也和存量房流转相关。

2018 年末，累计发放个人住房贷款总额约 8.6 万亿，个人住房贷款余额为约 5 万亿，住房公积金个人住房贷款占公积金缴存余额比例为 86.04%。公积金个人住房贷款余额在总体个人住房贷款余额（即央行统计的个人住房贷款加公积金贷款）中的占比有所下降，我们预计到 2020 年会在 12%-14% 左右。公积金贷款提前还款少，新增额度受缴存覆盖面的限制，公积金信贷支持占整体信贷支持的比例，则要明显低于公积金余额占整体信贷余额的比例。

支持商品房销售的意义，不只是拉动投资。公积金制度以互助合作的形式，提升了住房自有率，协助一些无房家庭以明显低于商业贷款的资金成本，实现了安居梦。

图 2：公积金贷款相当于房贷的比例和规模（新增部分）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：公积金贷款相当于房贷的比例和规模（余额部分）



资料来源：Wind，中信证券研究部

公积金制度也在一定程度上支持了保障性住房建设。不过，保障性住房贷款发放占公积金缴存比例是很低的。

公积金贷款制度可能的改革方向

减轻企业负担，灵活处理缴存办法

公积金制度可能存在的问题，在于可能存在低收入人群补贴中高收入人群的情况，有悖于制度设计的初衷。

故而，我们相信在缴存方面，需要考虑一些中低收入人群无力缴存过高额度的现实——制度不能简单将其排除在外，又不能给这些职工或其用人单位带来过高的负担。

因此，我们认为可能的改革方向包括，允许公积金一定期限内断缴后续缴；允许部分企业少缴住房公积金，适度突破住房公积金缴纳的下限；允许一些符合条件的企业改变个人和单位各自缴纳 50% 的比例，灵活处理这一比例，减轻企业的负担等。

实际上，在抗击疫情的过程中，各部委也对公积金缴存提出了一些新的政策。这些政策虽然是临时性的，但也为未来的改革探索了新的方向。

表 1：疫情期间，中央对于公积金管理制度的改革

机构/部门	制度改革
住房城乡建设部会同财政部、中国人民银行	企业可按规定申请在 2020 年 6 月 30 日前缓缴住房公积金，缓缴期间缴存时间连续计算 对因疫情需要来隔离或者暂时受疫情影响的职工，2020 年 6 月 30 日前住房公积金贷款不能正常还款的，不作逾期处理 考虑对于支付房租有压力的缴存职工，可合理提高租房提取额度，并灵活安排提取时间
北京住房公积金管理中心	受疫情影响企业可通过住房公积金网上业务平台、向所属管理部邮寄申请材料、到所属管理部柜台现场等方式提出缓缴申请
江苏省各公积金中心	阶段性降低企业住房公积金缴存比例
甘肃省住房资金管理中心	允许困难企业阶段性降低缴存比例，对受疫情影响导致生产经营困难的企业，执行阶段性降低缴存比例政策并允许企业延期缓缴
青岛市住房公积金管理中心	允许受疫情影响的企业暂缓缴存住房公积金，待疫情结束后 3 个月内，应及时足额补缴；同时企业可申请降低住房公积金缴存比例最低至 5%，待疫情结束后，企业可根据自身生产经营情况，自主选择恢复原比例
广西住房和城乡建设厅	迅速落实了住房城乡建设部会同财政部、中国人民银行研究提出的关于住房公积金的三项阶段性支持政策，切实帮助企业降费减负，推进复工复产
山东省	受新冠肺炎疫情影响的企业，在与职工进行充分协商的基础上，可按规定申请在 2020 年 6 月 30 日前缓缴住房公积金，缓缴期间缴存时间连续计算。受疫情影响导致生产经营困难的企业，可依法申请按照企业和个人各 5% 的最低标准缴存住房公积金。

资料来源：各地住房公积金管理机构官网，新闻资讯，中信证券研究部

突出公积金是支持职工安居，而不只是买房

安居不等于买房，公积金制度也的确考虑了支持租赁住房，支持廉租房建设。但是，在提取金额中，用于职工租赁住房的，仅占提取总额的 5%；用于其他住房消费的，则仅占 2%。绝大多数提取，都是用于偿还购房贷款本息(44%)和购买、建造、翻建、大修自住住房（29%），其中建造、购买是大多数。缴存余额中的绝大多数，也是在作为公积金住房贷款，支持买房。

我们认为，政策可能会进一步放宽公积金在住房租赁方面的使用限制。由于大多数住房租赁合同没有备案，但政策可能考虑适度支持经营规范的长租公寓企业。

除租住之外，公积金可能支持其他关于安居的环节，包括更明确支持住房维修养护等。这其中，支持老旧小区改造可能是重点。

甚至在住房之外，公积金也能承担其他的一些职责。例如 2 月 3 日，中央国家机关住房资金管理中心公告，将新型冠状病毒肺炎列入大病提取住房公积金范围，患者可提取本人住房公积金用于医疗支出。不过，我们认为住房公积金仍将保持“以房为主”的本色，主要解决居民安居的问题。

大力支持老旧小区改造

2010 年底，经国务院同意，住房城乡建设部、财政部、发展改革委、中国人民银行、监察部、审计署、银监会联合印发《关于利用住房公积金贷款支持保障性住房建设试点工作的实施意见》。到 2018 年，全国住房公积金增值收益部分提取城市公共租赁住房（廉租住房）建设补充资金累计共计 3365 亿元。住房公积金累计支持 373 个保障性住房项目，提供贷款 872 亿元。

在过去，房地产市场面临的主要问题是住房供给不足，故而在保障中低收入人群方面，住房公积金主要采用参与保障房建设的形式。如今的问题不是供给不足，是许多小区“未老先衰”，房屋保养和维修存在很多问题。我们相信，未来公积金可能发力老旧小区改造。

我们认为，后续可能在国家层面对提取公积金用于老旧小区改造进行更为清晰的规定（可能扩展一些具体的用途，便利居民的提取），也可能由公积金中心向参与老旧小区改造的企业发放贷款。

表 2：多地陆续对公积金用途进行丰富

时间	机构/地区	内容
2019.12.27	金华市	《金华市区既有住宅加装电梯工作指导意见（试行）》规定本人及配偶无住房公积金贷款的，可申请提取住房公积金用于加装电梯
2020.04.28	淄博市	《淄博市棚户区老旧小区和旧村改造工作实施方案》规定老旧小区改造中涉及的居民加装电梯，符合条件的可以申请提取住房公积金
2020.04.28	青岛市住房公积金管理中心	老旧小区改造和既有住宅加装电梯工作，工程竣工验收后，可一次性提取住房公积金用于相关费用支出
2020.05.01	黑龙江	老旧小区改造和老旧小区加装电梯、退休、出境定居等 9 类情况均可提取公积金

资料来源：相关政府机构网站，中信证券研究部

适应城市圈内户口通迁，居住互认的要求

公积金是属地化的，但人口是动态迁徙的。

2015 年底，住房城乡建设部、财政部、中国人民银行联合对外发文将实施多项举措切实提高住房公积金使用效率，包括全面推行异地贷款业务。异地贷款顾名思义指缴存和购房行为不在同一城市的住房公积金个人住房贷款。据《全国住房公积金 2018 年年度报告》2018 年年度报告统计，截至年末共发放异地贷款 14.71 万笔、524.68 亿元；累计发放异地贷款 70.21 万笔、2182.07 亿元，余额 1615.75 亿元。

2017 年 6 月末以来，北京、上海、福州、广州、深圳、西安、太原、沈阳、南昌、武汉、石家庄、杭州、郑州等城市均已接入全国住房公积金异地转移接续平台。2019 年 12 月 30 日，粤港澳大湾区住房公积金信息共享平台正式上线。我们相信，公积金在有限范围的异地使用可能也是趋势。

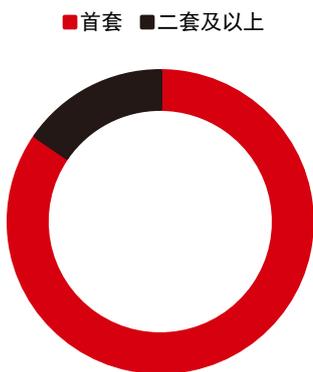
约束公积金个人住房贷款投向和用途

我们认为，如果要降低职工和企业的负担，扩大公积金的使用范围，就必然会产生公积金可贷金额不足的问题。

利用好约 8000 亿的结余资金，是一个办法。除此之外，我们认为还有可能控制多套房信贷的投放，保证首套房和小户型信贷的投放。

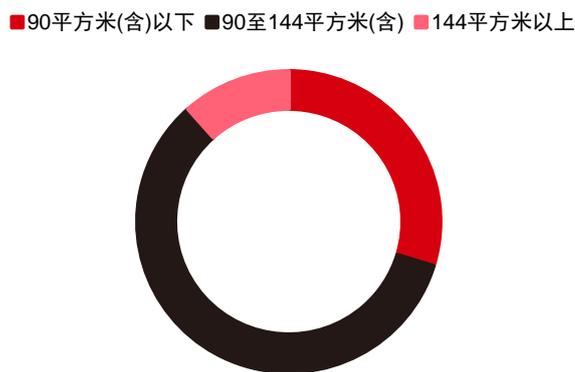
我们认为，住房公积金改革有可能结合“房住不炒”的精神，限制住房公积金投向二套房和大户型。2018 年，投向二套和以上住房的公积金贷款占比 15%，金额超过 1500 亿元。同样在 2018 年，投向 144 平方米以上的公积金贷款超过 1100 亿元，占总住房公积金贷款超过 11%。我们相信，如果限制这类改善性住房需求，就能更好支持小户型，首套房的置业需求。

图 4：公积金个人住房贷款组成（按支持购房套数）



资料来源：《全国住房公积金 2018 年年度报告》（住房和城乡建设部、财政部 中国人民银行），中信证券研究部

图 5：公积金个人住房贷款组成（按房屋建筑面积）



资料来源：《全国住房公积金 2018 年年度报告》（住房和城乡建设部、财政部 中国人民银行），中信证券研究部

除此以外，我们认为改革还有可能“因人施策”，例如针对特别有需要，对社会特别大贡献的缴存职工，给予更多的公积金贷款额度（例如抗击疫情的医护人员等）。

增加可投资的范围，提升增值率

根据最新版住宅公积金管理条例规定，“住房公积金管理中心在保证住房公积金提取和贷款的前提下，经住房公积金管理委员会批准，可以将住房公积金用于购买国债”，资产端配置限制仍然较为严格，配置种类也仅限为国债。

条例同样规定住房公积金的存、贷利率由中国人民银行提出，国务院批准。职工住房公积金账户存款利率原本是按照归集时间执行活期和三个月存款基准利率，即按时间区分利率档次，经 2016 年调整过后统一为一年期定期存款基准利率 1.5%。

我们认为，目前公积金的可投资范围是有可能有所增加的，未来可能包括一些流动性好的优质债券和权益资产。长期来看，职工的收益率也有增加的可能。

风险提示

公积金改革导致公积金缴存余额下降，可贷金额下降，拖累商品房销售的风险。

■ 期待“房住不炒”之下的新公积金体系破冰

我国的公积金制度形成于住房供给严重不足的时期，助力职工安居乐业。我们认为，在新的时期，新的住房公积金制度可能会更强调安居，而不是买房，侧重支持房屋的养护，维修，服务，特别是老旧小区改造。在缴存方面，政策可能会降低部分企业职工缴付的门槛。在提取方面，政策可能会便利居民加装电梯等改造需求和租赁房屋的提取。在个人贷款发放方面，改革可能进一步限制大户型和二套房购买。在资金用途方面，可能会拓宽除国债之外，住房公积金保值增值的投资渠道。

总而言之，我们相信新的住房公积金制度将更加契合房住不炒的精神，也可能为老旧小区改造等作出增量贡献。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	评级	股价 (元)	EPS (元)				PE			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
万科 A	买入	25.58	3.47	3.94	4.68	5.21	7.4	6.5	5.5	4.9
万科企业	买入	22.95	3.47	3.94	4.68	5.21	6.6	5.8	4.9	4.4
招商蛇口	买入	16.36	1.99	2.33	2.91	3.61	8.2	7.0	5.6	4.5
保利地产	买入	15.05	2.35	2.85	3.30	3.86	6.4	5.3	4.6	3.9
华夏幸福	买入	22.12	4.75	5.99	6.25	6.65	4.7	3.7	3.5	3.3
金地集团	买入	12.60	2.23	2.60	3.05	3.33	5.7	4.8	4.1	3.8
龙湖集团	买入	32.21	2.60	3.20	3.96	4.85	12.4	10.1	8.1	6.6
世茂房地产	买入	30.47	3.03	3.95	5.00	6.13	10.1	7.7	6.1	5.0
绿城服务	买入	9.91	0.17	0.23	0.32	0.39	58.3	43.1	31.0	25.4
招商积余	买入	31.80	0.27	0.61	0.84	1.10	117.8	52.1	37.9	28.9
保利物业	买入	75.50	0.92	1.45	2.11	3.02	82.1	52.1	35.8	25.0
中海物业	买入	8.45	0.16	0.22	0.30	0.41	52.8	38.4	28.2	20.6
新大正	买入	57.13	1.46	1.78	2.43	3.30	39.1	32.1	23.5	17.3
永升生活服务	买入	10.70	0.15	0.26	0.39	0.57	71.3	41.2	27.4	18.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 5 月 21 日收盘价，港币已按实时汇率换算为人民币

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。