

中信证券研究部

核心观点



陈聪
首席房地产业
分析师
S1010510120047



张全国
地产分析师
S1010517050001



联系人：李金哲

户籍制度改革增强了大城市、核心都市圈的吸引力，强化了需求基本面。

■ **户籍制度改革渐进加码。**2012 年时，改革的核心关键词是“引导”和“逐步”，到 2018 年之后，关键词就成了“加快推进”和“全面放宽”。户籍制度改革不仅是指户籍登记放宽，更核心的内容是城乡公共服务资源再配置，人口流动对社会整体好处最大化，问题最小化。

■ **地方对放宽落户态度日趋积极。**绝大多数城市，都开始积极看待“新市民”的价值，人口转移规模成为施政目标。各地纷纷降低落户门槛，甚至阶段性实行“近似无门槛”的政策。

■ **户籍制度改革优化了限购制度。**限购可能会影响一些真实跨城搬迁自住需求的满足。居民一旦落户不再困难，新市民的购房资格也就自然没有问题。当然，多套房的购置仍然受到限制，政策既可以遏制投资投机，又能保障自住。

■ **强化大城市和都市圈的吸引力。**一部分都市圈确实有自然资源承载力的约束，但大湾区、长三角等都市圈的二级城市，自然资源优越，社会公共服务却常常配置不足，例如学校不足，警力配置不足。东部沿海都市圈大批行政级别不高的中小城市若配置更多社会资源，能强化都市圈的吸引力。长期来看，特大城市和周边都市圈能够孕育分工更细致的产业，发挥对整个经济的引领作用。

■ **风险提示：**户籍制度改革进展缓慢的风险。

■ **临时刺激不如深化改革。**各地为了稳定住房需求，也出台过一些购房补贴，放开限购等政策，但这些政策往往争议比较大，也容易在舆论报道之后撤回。相比之下，户籍制度改革和优化公共服务，虽然直接影响更小，但争议更小，而且长期影响更大。我们认为，户籍制度改革构成稳定房地产需求的中长期制度因素。

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	25.70	3.47	3.94	4.68	5.21	7.4	6.5	5.5	4.9
万科企业	买入	23.11	3.47	3.94	4.68	5.21	6.7	5.9	4.9	4.4
招商蛇口	买入	16.03	1.99	2.33	2.91	3.61	8.1	6.9	5.5	4.4
保利地产	买入	14.36	2.35	2.85	3.30	3.86	6.1	5.0	4.4	3.7
华夏幸福	买入	21.66	4.75	5.99	6.25	6.65	4.6	3.6	3.5	3.3
金地集团	买入	12.75	2.23	2.60	3.05	3.33	5.7	4.9	4.2	3.8
龙湖集团	买入	32.25	2.60	3.20	3.96	4.85	12.4	10.1	8.1	6.6
世茂房地产	买入	29.59	3.03	3.95	5.00	6.13	9.8	7.5	5.9	4.8
旭辉控股集团	买入	5.12	0.87	1.02	1.24	1.49	5.9	5.0	4.1	3.4
融创中国	买入	29.82	5.83	7.24	8.72	10.49	5.1	4.1	3.4	2.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测
汇率换算为人民币

注：股价为 2020 年 5 月 29 日收盘价，港币已按实时

房地产行业

评级 **强于大市（维持）**

目录

认识户籍制度改革	1
户籍制度改革对房地产市场的影响	2
改变了限购政策的内涵	2
强化了都市圈的吸引力	3
户籍改革的最后一公里——超大城市的结构机会	4
临时刺激不如深化改革	4
风险提示	5

插图目录

图 1：粤港澳大湾区示意图	3
图 2：日本农村人口变化	4
图 3：美国农村人口变化	4

表格目录

表 1：中央历次文件对户籍制度，人口流动的提法	1
表 2：各地对户籍的一些政策说法和执行情况	2
表 3：一些地方的限购规定	3
表 4：已经撤回的一些需求刺激政策	5

户籍制度改革对房地产市场有深远的影响，限购等政策必须配合户籍制度改革才能全面评估。

认识户籍制度改革

积极引导人口有序流动是中国城镇化发展的必由之路。经济发展必然伴随着人口在城际之间的流动。渐进改革户籍制度，推动人口有序流动，有助于推动产业发展和经济进步。

户籍制度的改革，本身也有一个逐渐加码的过程。2012 年时，改革的提法还是强调“引导”和“逐步”，到 2018 年之后，“加快推进”和“全面取消”的提法就更加常见了。

户籍制度改革当然也不只是放开户籍登记本身，更重要的是实现城乡公共服务资源配置，实现常住人口公共服务待遇均等化。我国的户籍制度，也逐渐从限制和约束，转为登记和服务。

表 1：中央历次文件对户籍制度、人口流动的提法

时间	文件	内容
2012.02	《国务院办公厅关于积极稳妥推进户籍管理制度改革的通知》	引导非农产业和农村人口有序向中小城市和建制镇转移， 逐步满足 符合条件的农村人口落户需求， 逐步实现 城乡基本公共服务均等化
2013.11	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	创新人口管理， 加快户籍制度改革 ， 全面放开 建制镇和小城市落户限制， 有序放开 中等城市落户限制， 合理确定 大城市落户条件， 严格控制 特大城市人口规模
2014.07	《关于进一步推进户籍制度改革的意见》	全面放开 建制镇和小城市落户限制， 有序放开 中等城市落户限制， 合理确定 大城市落户条件， 严格控制 特大城市人口规模。首次提出“取消农业户口与非农业户口性质区分和由此衍生的蓝印户口等户口类型， 统一登记为居民户口 ，体现户籍制度的人口登记管理功能”
2016.01	《关于解决无户口人员登记户口问题的意见》	切实保障每个公民依法登记户口的基本权利，进一步完善户口登记政策，禁止设立不符合户口登记规定的任何前置条件。加强户口登记管理， 全面解决无户口人员登记户口问题
2018.09	《乡村振兴战略规划（2018—2022 年）》	加快推进 户籍制度改革，全面实行居住证制度，促进有能力在城镇稳定就业和生活的农业转移人口有序实现市民化；
2019.04	《2019 年新型城镇化建设重点任务》	继续加大户籍制度改革力度 ，城区常住人口 100 万至 300 万的 II 型大城市 全面取消 落户限制；城区常住人口 300 万至 500 万的 I 型大城市要 全面放开放宽 落户条件。超大特大城市要调整完善积分落户政策， 大幅增加 落户规模、 精简积分项目 ，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例
2019.05	《关于建立健全城乡融合发展体制机制和政策体系的意见》	到 2022 年城市落户限制逐步消除，到 2035 年城乡有序流动的人口迁徙制度基本建立。 围绕这个目标，提出了健全农业转移人口市民化机制，有力有序有效深化户籍制度改革，放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制，加快实现城镇基本公共服务常住人口全覆盖，维护进城落户农民土地承包权、宅基地使用权、集体收益分配权，支持引导其依法自愿有偿转让上述权益
2019.12	《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》	全面取消 城区常住人口 300 万以下的城市落户限制， 全面放宽 城区常住人口 300 万至 500 万的大城市落户条件，完善城区常住人口 500 万以上的超大特大城市积分落户政策， 精简积分项目 ，确保社会保险缴纳年限和居住年限分数占主要比例
2020.03	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	深化户籍制度改革 ；推动超大、特大城市调整完善积分落户政策， 探索推动 在长三角、珠三角等城市群率先实现户籍 准入年限同城化累计互认 ； 放开放宽 除个别超大城市外的城市落户限制；试行以经常居住地登记户口制度；健全统一规范的人力资源市场体系， 加快建立 协调衔接的 劳动力、人才流动政策体系和交流合作机制 。
2020.04	《2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》	以深化改革户籍制度和基本公共服务提供机制为路径，打破阻碍劳动力自由流动的不合理壁垒， 促进人力资源优化配置 。督促城区常住人口 300 万以下城市全面取消落户限制。 推动城区常住人口 300 万以上城市基本取消重点人群落户限制
2020.05	《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》	深化户籍制度改革 ，放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制， 探索实行城市群内户口通迁、居住证互认制度 。推动公共资源由按城市行政等级配置向 按实际服务管理人口规模配置 转变

资料来源：相关政府部门网站，中信证券研究部

在具体实践来看，各地开始积极争取更多人口的落户，认识到人口是推动经济发展的关键。城镇化率、人口转移规模，逐渐成为地方追求的目标。为达到这些目标，各地不断放宽落户的限制，部分地区甚至开始阶段性实行“近似无门槛”的措施。

表 2：各地对户籍的一些政策说法和执行情况

城市	内容
重庆	到 2020 年，全市常住人口城镇化率达到 65%以上，户籍人口城镇化率达到 50%左右
江苏	户籍人口城镇化率与常住人口城镇化率差距缩小到 5 个百分点
河北	到 2020 年，力争实现 600 万城中村居民和 400 万农业转移人口及其他常住人口在城镇落户，全省户籍人口城镇化率达到 45%
河南	大城市对参加城镇社会保险年限的要求不得超过 2 年；到 2020 年，努力实现 1100 万左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户，全省常住人口城镇化率达到 56%
山西	全面放开建制镇和中小城市落户限制；到 2020 年，实现 360 万左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户目标的实现
陕西	全省（除西安市外）全面取消城镇落户限制，凡在常住地工作即可办理落户，积极探索城市群内户口通迁
湖北	科学控制武汉市人口规模，合理设置落户积分分值，建立积分落户制度
广东	到 2020 年，努力实现 1300 万左右的农业转移人口和其他常住人口在广东省城镇落户
广西	全面放开城镇落户条件，取消参保、居住年限、就业年限等落户限制
重庆	到 2020 年，全市常住人口城镇化率达到 65%以上，户籍人口城镇化率达到 50%左右
青海	到 2020 年，全省户籍人口城镇化率达到 50%以上
江苏	户籍人口城镇化率与常住人口城镇化率差距缩小到 5 个百分点
安徽	大城市对参加城镇社会保险年限的要求不得超过 3 年
贵州	全面放开中、小城市和建制镇落户限制
四川	全面放开大中小城市和建制镇落户限制，建立居住证积分入户制度
内蒙古	呼和浩特市、包头市市区取消参加城镇社会保险落户条件，扩大合法稳定就业认定范围，进一步放宽户口准入条件
上海	取消农业户口与非农业户口性质区分，建立统一的城乡户口登记制度，统一登记为居民户口；在完善居住证、居住证转办常住户口、直接落户政策的基础上，逐步建立积分落户政策
深圳	放开大专生落户限制
西安	按照“总量控制、公开透明、有序办理、公平公正”的原则，以合法稳定就业、合法稳定住所(含租赁)、参加城镇社会保险年限、连续居住年限、文化程度、专业职称(职业技能)、个人诚信记录等为主要指标，合理设置落户积分分值，建立积分落户制度

资料来源：各地方政府部门网站，中信证券研究部

■ 户籍制度改革对房地产市场的影响

改变了限购政策的内涵

限购总是绑定户籍而存在的，一旦户籍登记变得更加容易，则真实自住的搬迁需求就可能有效得到满足。除了个别特大城市之外（主要指一线城市），居民落户不再困难，购房置业也没有资格的问题。

当然，就算户籍登记不需要任何前提条件，也并不意味着限购就完全放开。居民购置多套房仍然会受到限制。更何况，户籍制度虽有改革，更换户籍地仍然代价颇大，会涉及日常生活方方面面，不会有人透过频繁更换户籍地来购买房产。

应该说，户籍制度改革配合限购政策，达到了既遏制投机投资需求，又保证合理自住需求的作用。

表 3：一些地方的限购规定

时间	地区	文件/政策	内容
2017/9/22	重庆	《关于加强主城区新购住房再交易管理的通知》	凡在重庆主城区范围内(渝中区、江北区、沙坪坝区、九龙坡区、大渡口区、南岸区、北碚区、渝北区、巴南区、两江新区)新购买的新建商品住房和二手房，须取得《不动产权证》满两年后才能上市交易
2017/9/23	石家庄	《关于加强房地产市场调控的补充意见》	非本市户籍居民家庭限购 1 套住房；新购住房（含新建商品住房和二手房）五年内不得上市交易
2019/11/6	上海	《上海市公有住房差价交换办法》	对上海户籍购买使用权房进行限购
2019/11/7	南京	《2020 年南京市人才购买商品住房办法（试行）》	每名人才家庭只能享受 1 次购房服务，且仅限购一套住房，办理登记、选房、认购等手续时，须持有本人的人才购房证明，所购住房 5 年内不得转让
2019/12/2	深圳	《关于启动深汕特别合作区过渡期商品房销售的公告》	居民家庭在合作区持有的商品住房、商务公寓总套数不得超过 2 套，成年单身人士（含离异）在合作区持有的商品住房、商务公寓总套数只能 1 套。在合作区购买的商品住房不计入购房者在深圳市其他区（新区）购买商品住房的套数限购范畴；在深圳市其他区（新区）购买的商品住房、商务公寓不计入购房者在合作区购买商品住房、商务公寓的套数限购范畴。
2020/3/27	江门	《关于我市限购区域内新建商品住房购房资格的通告》	本市户籍家庭购房，限购三套；非本市户籍家庭限购两套，且首套需半年社保或个税，二套需一年社保或个税
2020/3/7	海南	《海南省住房和城乡建设厅关于明确本地居民多套住房限购政策及现房销售有关问题的通知》	对在海南已拥有 2 套及以上住房的本省户籍和常住居民家庭，停止向其销售安居型商品住房和市场化商品住房；新出让土地建设的商品住房，实行现房销售制度

资料来源：相关政府部门网站，中信证券研究部

强化了都市圈的吸引力

户籍制度改革不只是户籍登记规则的改革，也伴随着扩大人口流入地的公共服务。推动公共资源由城市行政登记配置向按实际服务管理人口规模配置转变，就是承认东部沿海都市圈一大批行政级别不高的地级市甚至是县级市，应该配置更多的社会公共资源。

行政区划的调整一般非常慎重，公共资源承载力不足成为约束核心都市圈成长的关键。这种公共资源的约束，在京津冀等都市圈，可能表现为水资源等自然资源不足，但在粤港澳大湾区、长三角等地方，却主要表现为软资源约束（如警力配置不足，学校不足等）。户籍制度的改革和公共服务的扩大，可以有效提振都市圈的吸引力，助推超大城市周边区域的发展。

图 1：粤港澳大湾区示意图



资料来源：新华网

户籍改革的最后一公里——超大城市的结构机会

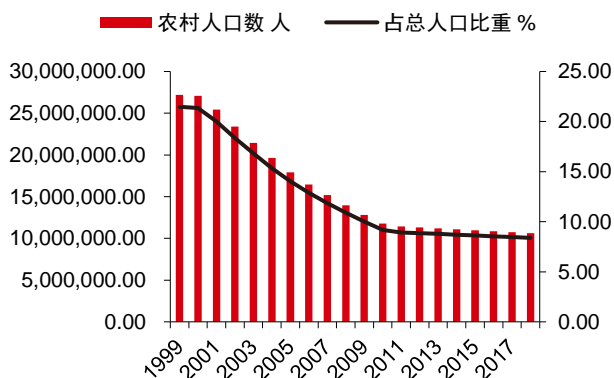
一方面，我国城镇化仍有提速的空间，即城镇化率有可能从 60% 多上升到 80% 以上。另一方面，由于政策对于超大城市的落户仍有明确限制，故而改革愈推进，可以预见一部分超大城市的吸引力越强（因为约束放开）。实际上，日本和美国的大都市圈占全国人口的比例基本都要大于我国。例如，日本东京都市圈承载 3800 万人口，占全国总人口的约 30%。

我国的人口总量更大，完全有可能孕育分工更细致，产业更全面的大都市圈。一些区域（特别是京津冀）的确存在明显的自然资源约束，贴边连片发展负面效应不小。但长三角、大湾区等区域自然资源优越，我们相信后续的改革将进一步推动这些区域的发展。

至于特大城市人口过多可能的负面效应，实际上可以透过规划引导来趋利避害。例如，在城市核心区域提高容积率，从而保留更多的绿地；将住宅区规划在卫星城，并开通通行的快速铁路；积极发展轨交商业综合体，提升居民的生活便利性；兴建立体停车库等设施，推进错峰出行，缓解交通拥堵的问题。

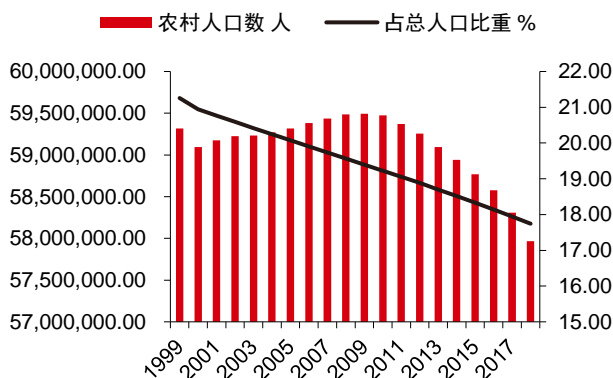
总而言之，特大城市的存在有其理由，密度更高、总量更大的人口，也往往意味着更多的创新，更多的就业机会，更快的经济发展。户籍改革的最后一公里，是从都市圈的周边区域走向核心都市，发挥特大城市在经济发展中的作用。

图 2：日本农村人口变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：美国农村人口变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

临时刺激不如深化改革

各地为了稳定住房需求，过去也出台过一些购房补贴、放开限购等政策，但这些政策往往争议比较大，也容易在舆论报道之后撤回。

相比之下，户籍制度改革和优化公共服务，虽然直接影响更小，但争议更小，而且长期影响更大。

表 4：已经撤回的一些需求刺激政策

时间	地区	内容
2020 年 3 月 3 日	广州	商服类项目未完成规划报建手续的不再限定最小分割单元；商服类项目不再限定销售对象，已确权登记的不再限定转让对象
2020 年 3 月 12 日	宝鸡	各银行要积极争取降低首套住房贷款首付比例政策，公积金贷款最高额度由 40 万元提高至 50 万元
2020 年 3 月 24 日	海宁	3 月 25 日至 4 月 24 日云上房博会期间“非海宁户籍人口在海宁限购一套住房”政策暂不执行。也就是说非海宁户籍在海宁可以买多套房
2020 年 2 月 21 日	驻马店	降低公积金贷款购买首套房的首付比例降为 20%，同时提高额度到 50 万。降低公积金贷款首付比例
2020 年 4 月 10 日	青岛	公布一则“2020 青岛百日万店消费季网络房展”活动规则，部分家庭可以获得 1 个新的购房名额。限售从 5 年缩短到了 2 年
2020 年 3 月 15 日	济南	《关于促进济南绿色建筑国际产业园发展十条政策》在先行区直管区范围内购买二星级及以上绿色建筑商品住宅的，不受济南市限购政策约束
2020 年 4 月 20 日	荆州	《关于有效应对疫情促进房地产业平稳健康运行的若干意见》发布限时政策，购房首付 2 成起，个人贷款额度提高到 50 万，购房契税全额奖励返还

资料来源：各政府部门网站，中信证券研究部

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	25.70	3.47	3.94	4.68	5.21	7.4	6.5	5.5	4.9
万科企业	买入	23.11	3.47	3.94	4.68	5.21	6.7	5.9	4.9	4.4
招商蛇口	买入	16.03	1.99	2.33	2.91	3.61	8.1	6.9	5.5	4.4
保利地产	买入	14.36	2.35	2.85	3.30	3.86	6.1	5.0	4.4	3.7
华夏幸福	买入	21.66	4.75	5.99	6.25	6.65	4.6	3.6	3.5	3.3
金地集团	买入	12.75	2.23	2.60	3.05	3.33	5.7	4.9	4.2	3.8
龙湖集团	买入	32.25	2.60	3.20	3.96	4.85	12.4	10.1	8.1	6.6
世茂房地产	买入	29.59	3.03	3.95	5.00	6.13	9.8	7.5	5.9	4.8
旭辉控股集团	买入	5.12	0.87	1.02	1.24	1.49	5.9	5.0	4.1	3.4
融创中国	买入	29.82	5.83	7.24	8.72	10.49	5.1	4.1	3.4	2.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 5 月 29 日收盘价，港币已按实时汇率换算为人民币

■ 风险提示

户籍制度改革进展缓慢的风险。

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.（金融服务牌照编号：350159）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 Dalalal 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。

澳大利亚：本研究报告在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）仅向《公司法（2001）》第 761G 条定义下的批发客户分发，并非意图分发给任何零售客户。

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。