

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

房地产行业

评级 **强于大市（维持）**

核心观点

农村土地流转改革持续推进，但市场对这一改革可能存在一些认识误区。改革可能有利于降低生产要素价格，助力城乡均衡发展，推动经济和社会进步。

- 近期，多个文件表态加快建设城乡统一的建设用地市场，全面推开农村集体经营性建设用地直接入市。
- **认识我国的土地资源。**我国的土地资源包括农用地、建设用地和未利用土地等。其中建设用地又包括招拍挂的主要对象，即位于城市的国有建设用地，和改革的主要对象，位于农村的集体建设用地。而农村的集体建设用地，又分为宅基地，集体经营性建设用地（非住宅）和公益性公共设施用地。
- **不同性质的土地，改革内容不同。**农村集体经营性建设用地改革推进较快。同权同价，流转顺畅，收益共享的农村集体经营性建设用地入市制度正在构建中。中期，我们预计或见到其在流转上和城市住宅性质以外的建设用地并无根本区别。宅基地的流转改革则是探索性的，目前阶段主要是涉及进城农民自愿退出宅基地等内容。我们认为，中期不会见到宅基地和城市住宅类建设用地同权同价。农用地的改革则更显慎重。
- **关于城乡统一建设用地市场的一些认识误区。**我们认为，城乡统一的建设用地市场，绝对不等于小产权房合法化。相反，我们认为城乡统一的建设用地市场，必然会伴随更为严肃的规划报建审批。2019年之后，各地对违章建筑打击力度反而上升，这是和农地流转改革相匹配的。改革也并不等于地产企业有很多新的拿地机会，农村集体经营性建设用地一般更适合实体企业，而不是开发企业。
- **风险因素：**土地供给，尤其是非住宅用地供给整体偏大，供求失衡的风险。
- **改革可能降低生产要素价格，助力城乡均衡发展，推动经济和社会进步。**从短期而言，改革对地产行业影响中性。长期来说，很多行业（包括地产行业）都会受益于经济发展和城市化进程。

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	19A	20E	21E	22E
万科 A	买入	25.16	3.47	3.94	4.68	5.21	7.3	6.4	5.4	4.8				
万科企业	买入	22.28	3.47	3.94	4.68	5.21	6.4	5.7	4.8	4.3				
招商蛇口	买入	16.00	1.99	2.33	2.91	3.61	8.0	6.9	5.5	4.4				
保利地产	买入	14.75	2.35	2.85	3.30	3.86	6.3	5.2	4.5	3.8				
华夏幸福	买入	21.67	4.75	5.99	6.25	6.65	4.6	3.6	3.5	3.3				
金地集团	买入	12.34	2.23	2.60	3.05	3.33	5.5	4.7	4.0	3.7				
龙湖集团	买入	30.78	2.60	3.20	3.96	4.85	11.8	9.6	7.8	6.3				
世茂房地产	买入	29.45	3.03	3.95	5.00	6.13	9.7	7.5	5.9	4.8				
旭辉控股集团	买入	4.83	0.87	1.02	1.24	1.49	5.6	4.7	3.9	3.2				
融创中国	买入	28.53	5.83	7.24	8.72	10.49	4.9	3.9	3.3	2.7				
华侨城 A	买入	5.82	1.50	1.61	1.92	2.05	3.9	3.6	3.0	2.8				
荣盛发展	买入	7.49	2.10	2.46	2.63	2.80	3.6	3.0	2.8	2.7				
绿地控股	买入	5.31	1.21	1.48	1.66	1.75	4.4	3.6	3.2	3.0				
中南建设	增持	7.40	1.12	1.86	2.00	1.99	6.6	4.0	3.7	3.7				
新城控股	增持	30.50	5.62	6.49	7.18	7.28	5.4	4.7	4.2	4.2				
中国金茂	增持	4.74	0.52	0.67	0.88	1.12	9.1	7.1	5.4	4.2				
光大嘉宝	增持	3.75	0.30	0.41	0.47	0.53	12.5	9.1	8.0	7.1				

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 22 日收盘价，港币已按实时

目录

农村集体用地改革包括什么？	1
土地资源到底包括什么？	1
三类土地的改革并不能混为一谈	2
城乡统一的建设用地市场意味着什么？	4
改革绝不等于小产权房（违章建筑）合法化	4
改革一般不等于地产开发企业有新的土地来源	5
改革可能降低生产要素价格，助力城乡均衡发展，推动经济和社会进步	5
风险因素	6

插图目录

图 1：土地资源划分示意图	1
---------------------	---

表格目录

表 1：集体经营性建设用地改革	2
表 2：宅基地相关改革	3
表 3：耕地历次文件提法	3
表 4：各地加大对违章建筑的打击力度	4
表 5：西安农村集体经营性建设用地的利用实践	5
表 6：北京首宗农村集体建设用地入市	5

4月3日，国家发展改革委印发《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》的通知，提出改革建设用地计划管理方式，推动建设用地资源向中心城市和重点城市群倾斜。鼓励盘活低效存量建设用地，控制人均城市建设用地面积，探索建立全国性的建设用地、补充耕地指标跨区域交易机制。任务要求全面推开农村集体经营性建设用地直接入市，出台农村集体经营性建设用地入市指导意见；允许农民集体妥善处理产权和补偿关系后，依法收回农民自愿退出的闲置宅基地、废弃的集体公益性建设用地使用权，按照国土空间规划确定的经营性用途入市；启动新一轮农村宅基地制度改革试点。

《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》则指出，加快建设城乡统一的建设用地市场，建立同权同价、流转顺畅、收益共享的农村集体经营性建设用地入市制度。探索农村宅基地所有权、资格权、使用权“三权分置”，深化农村宅基地制度改革试点。

城乡建设用地供应体系改革，到底要改什么？会对房地产市场产生什么影响？

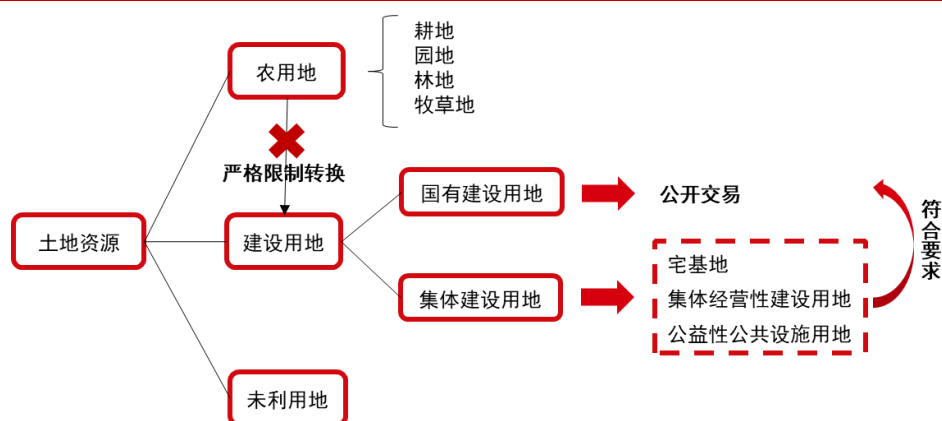
农村集体用地改革包括什么？

土地资源到底包括什么？

中华人民共和国土地管理法中规定：“农用地是指直接用于农业生产的土地，包括耕地、林地、草地、农田水利用地、养殖水面等；建设用地是指建造建筑物、构筑物的土地，包括城乡住宅和公共设施用地、工矿用地、交通水利设施用地、旅游用地、军事设施用地等；未利用地是指农用地和建设用地以外的土地。”

以上定义中建设用地的划分是按照建造建筑物的种类进行区分，按照所有权进行分类的话则可划分为国有建设用地以及集体建设用地。按照规定，“城市市区的土地属于国家所有。农村和城市郊区的土地，除由法律规定属于国家所有的以外，属于农民集体所有；宅基地和自留地、自留山，属于农民集体所有。”因此农村集体经营性建设用地，宅基地都属于集体建设用地，只不过建设的建筑物种类有区别。耕地则是属于农用地，受到国家特殊保护，实行占用耕地补偿制度。

图 1：土地资源划分示意图



资料来源：中信证券研究部

三类土地的改革并不能混为一谈

我们暂时不去讨论城市建设用地供应机制的改革，而是聚焦建设城乡统一的建设用地市场中的集体建设用地流转改革，以及关于农用地的一些流转探索。

在 2014 年底中央政治局常委会会议审议通过《关于农村土地征收、集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革试点工作的意见》（以下简称“意见”）。2015 年 3 月 23 日至 25 日，国土资源部召开试点工作部署暨培训会议，正式启动农村土地制度改革三项试点工作。随后时间，逐步进行了试点县（市、区）数量的扩张，从一个试点地区只开展一项试点到三项试点同时开展，延长试点期限等。每年中央 1 号文件中会对三项试点工作提出新任务，明确新要求。

农村集体经营性建设用地改革推进最快。2014 年，意见中即提出符合条件、依法登记的集体建设用地，可以进行出让及出租。在《关于做好 2020 年农业农村政策与改革相关重点工作的通知》中提出全面推开农村集体产权制度改革试点，有序规范农村承包土地经营权流转。最新的意见文件中进一步提出要将**经营性资产折股量化**到集体经济组织成员，创新农村集体经济有效组织形式和运行机制，完善农村基本经营制度，建立同权同价、流转顺畅、收益共享的农村集体经营性建设用地入市制度。

简单来说，我们认为针对农村集体所有的（一般不会落到村民个人），规划上并不能用于建设住宅的集体建设用地，其赋权是最坚决的。长期而言，随着改革的不断推进，我们相信这类经营性建设用地在性质上和城市的非住宅建设用地，不会有根本上的区别（但现在仍然有明显区别）。

表 1：集体经营性建设用地改革

时间	事件/文件	内容
2014.12	《关于农村土地征收、集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革试点工作的意见》	对土地利用总体规划等法定规划确定为工业、商业等经营性用途，并经依法登记的集体建设用地，允许土地所有权人通过出让、出租等方式交由单位或者个人使用。 为维护土地管理秩序，明确要求集体建设用地使用权人严格按照土地利用总体规划等法定规划确定的用途使用土地；集体经营性建设用地使用权的最高年限、登记等，参照同类用途的国有建设用地执行
2015.2.27	《关于授权国务院在北京市大兴区等三十三个试点县（市、区）行政区域暂时调整实施有关法律规定的决定》	授权在试点地区暂时调整实施《中华人民共和国土地管理法》（以下简称《土地管理法》）、《中华人民共和国城市房地产管理法》（以下简称《城市房地产管理法》）有关法律规定的
2019.8.26	十三届全国人大常委会第十二次会议修改《土地管理法》	农村集体建设用地在符合规划、依法登记，并经三分之二以上集体经济组织成员同意的情况下，可以通过出让、出租等方式交由农村集体经济组织以外的单位或个人直接使用
2020.3.11	《关于做好 2020 年农业农村政策与改革相关重点工作的通知》	全面推开农村集体产权制度改革试点，已有的 15 个整省试点省份要做好检查验收，非整省试点省份要全面推开改革，力争改革覆盖面扩大到所有涉农县（市、区）。有序规范农村承包土地经营权流转
2020.5.19	《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》	深化农村集体产权制度改革，完善产权能，将经营性资产折股量化到集体经济组织成员，创新农村集体经济有效组织形式和运行机制，完善农村基本经营制度 加快建设城乡统一的建设用地市场，建立同权同价、流转顺畅、收益共享的农村集体经营性建设用地入市制度

资料来源：各政府部门网站，中信证券研究部

宅基地的改革是探索性的。各地通过收取有偿使用费、土地收益金、购房补贴、提供养老服务等方式鼓励进城落户的农村村民依法自愿有偿退出宅基地。并在健全宅基地权益

保障方式的思想指导下，尝试下放使用存量宅基地审批权，探索宅基地所有权、资格权、使用权“三权分置”。

宅基地一般事关村民个人，且用以建设住宅。我们因此认为，宅基地的“赋权”之路仍十分漫长。目前来说，我们认为宅基地的自愿退出（转归集体），以及宅基地转为农用地，而不是宅基地本身的流转，是更有可能的改革着力点。

表 2：宅基地相关改革

来源	内容/提法
2018 年中央 1 号文件	探索宅基地所有权、资格权、使用权“三权分置”，落实宅基地集体所有权，保障宅基地农户资格权和农民房屋财产权，适度放活宅基地和农民房屋使用权，不得违法违规买卖宅基地，严格实行土地用途管制，严格禁止下乡利用农村宅基地建设别墅大院和私人会馆
2019 年中央 1 号文件	加快推进宅基地使用权确权登记颁证工作，力争 2020 年基本完成。稳慎推进农村宅基地制度改革，拓展改革试点，丰富试点内容，完善制度设计。抓紧制定加强农村宅基地管理指导意见。研究起草农村宅基地使用条例。开展闲置宅基地复垦试点
2020 年中央 1 号文件	严格农村宅基地管理，加强对乡镇审批宅基地监管，防止土地占用失控。扎实推进宅基地使用权确权登记颁证。以探索宅基地所有权、资格权、使用权“三权分置”为重点，进一步深化农村宅基地制度改革试点
鼓励进城落户的农村村民依法自愿有偿退出宅基地	
湖北宜城	依据宅基地使用对象的身份及宅基地利用现状，对超占部分按照时段、面积、区域等标准收取有偿使用费
云南大理	对利用宅基地上住房从事客栈餐饮等经营活动的由集体按使用面积收取土地收益金
江西余江、安徽金寨	对退出宅基地或放弃建房进城购房的农户实行购房补贴
宁夏平罗	允许农村老人自愿将宅基地、房屋、承包经营权退回集体，置换养老服务
健全宅基地权益保障方式	对人均土地少、不能保障“一户一宅”的地区，允许县级人民政府在尊重农村村民意愿的基础上采取措施，保障其实现户有所居的权利。
完善宅基地审批制度	下放使用存量宅基地审批权

资料来源：各级政府或政府部门网站，中信证券研究部

农用地的改革则更显慎重。2013 年中央一号文件提出，坚持依法自愿有偿的原则，引导农村土地承包经营权有序流转，鼓励和支持承包土地向专业大户、家庭农场、农民合作社流转，发展多种形式的适度规模经营。强化对农村耕地、林地等各类土地承包经营权的物权保护。探索建立严格的工商企业租赁农户承包耕地（林地、草原）准入和监管制度。此后历次文件均会强调耕地红线不突破，坚持最严格的保护制度，并将耕地划为永久基本农田。

我们认为，农用地（尤其是耕地）事关国家粮食安全，也事关农村稳定。尽管农业的规模化经营能提高生产效率，但农用地一旦完全流转，是否会突破用途限制，又是否会带来农村的一些社会问题。故而，我们认为农村集体用地流转改革，主要是说农村集体经营性建设用地直接入市，其次是宅基地赋权探索，短期没有太激进的农用地流转内容。

表 3：耕地历次文件提法

文件	提法
2013 年中央 1 号文件	坚持依法自愿有偿原则，引导农村土地承包经营权有序流转，鼓励和支持承包土地向专业大户、家庭农场、农民合作社流转，发展多种形式的适度规模经营；探索建立严格的工商企业租赁农户承包耕地（林地、草原）准入和监管制度
2014 年中央 1 号文件	在坚持和完善最严格的耕地保护制度前提下，赋予农民对承包地占有、使用、收益、流转及承包经营权抵押、担保权能；切实保证耕地数量不减少、质量有提高
2015 年中央 1 号文件	实施耕地质量保护与提升行动；耕地占补平衡；耕地保护补偿；耕地红线不突破
2016 年中央 1 号文件	坚持最严格的耕地保护制度，坚守耕地红线，全面划定永久基本农田；探索实行耕地轮作休耕制度试点；探索将通过

文件	提法
	土地整治增加的耕地作为占补平衡补充耕地的指标;完善耕地保护补偿机制。实施耕地质量保护与提升行动,加强耕地质量调查评价与监测
2017 年中央 1 号文件	推进耕地轮作休耕制度试点,合理设定补助标准;严守耕地红线,保护优化粮食产能。全面落实永久基本农田特殊保护政策措施,实施耕地质量保护和提升行动;改进耕地占补平衡管理办法
2018 年中央 1 号文件	严守耕地红线;改进耕地占补平衡管理办法,建立高标准农田建设等新增耕地指标和城乡建设用地增减挂钩节余指标跨省域调剂机制
2019 年中央 1 号文件	严守 18 亿亩耕地红线,全面落实永久基本农田特殊保护制度,确保永久基本农田保持在 15.46 亿亩以上;扎实开展新增耕地指标和城乡建设用地增减挂钩节余指标跨省域调剂使用
2020 年中央 1 号文件	坚守耕地和永久基本农田保护红线;支持产粮大县开展高标准农田建设新增耕地指标跨省域调剂使用

资料来源:农业农村部,中信证券研究部

■ 城乡统一的建设用地市场意味着什么？

改革绝不等于小产权房（违章建筑）合法化

城乡统一的建设用地市场并不意味着小产权房合法化。农村集体经营性建设用地直接入市，不等于这些土地上可以不经审批随心所欲兴建各类房屋。土地权属和土地规划用途是两个不同的概念。无论是农村集体经营性建设用地，还是城市的国有建设用地，都有严格的规划用途管制。规划用途管制是整个世界通行的做法，只有极少数国家（如个别东南亚国家）在市场化发育之初没有严格的规划管制。

我们认为，农村集体经营性建设用地直接入市，城乡统一的建设用地市场，会伴随对规划报建更严格的管制。正是因为对农村土地的“赋权”，才更需要遏制在“赋权”过程中的乱象。2019 年之后，各地对于违章建筑、手续不全的建筑、小产权房，打击力度不但没有下降，反而加码。例如，2020 年 5 月，广州市规划和自然资源局出台《广州市“房地一体”农村宅基地和集体建设用地确权登记发证工作方案》中规定，对于集体所有土地上开发的商品住房，一律不予确权登记。各地对违章建筑的规范仍然较为严格，打击力度甚至进一步加大。这种做法和建设城乡统一的建设用地市场丝毫不矛盾。

表 4：各地加大对违章建筑的打击力度

时间	事件
2020/4/2	对简阳市培森环保建设工程有限公司非法占用星光社区七组集体土地修建厂房的违法建筑进行了依法强制拆除和硬化道路复耕工作
2020/5/15	浙江安吉对万亩中心村内的三幢已浇筑完成的房屋地基进行集中拆除并恢复原貌，该三户属于未批先建的违法行为，且对集体土地存在私自占用情况
2020/5/16	睢县对潮庄镇、河集乡辖区范围内多处违法违规建设进行了依法拆除。拆除违建面积约 300 平方米
2020/5/18	大朗镇约 200 人参加了现场会，共拆除 6 宗违法建筑，展示了大朗打击两违建筑的态度和决心
2020/5/20	4 月初以来，湖南新田县先后对 4 起未经批准的城乡建设行为进行强制拆除，严厉打击城乡建设领域的非法建设、非法占地、非法交易土地的“三非”行为
2020/5/22	常德市武陵区拆违办、武陵区芷兰街道组织 50 人的执法队伍，对芷兰街道沙河社区何某一栋违法加层的建筑物实施强拆

资料来源：各地方政府网站，中信证券研究部

改革一般不等于地产开发企业有新的土地来源

即使集体经营性用地符合条件能够进行转让和出租，仍会是用于工业、商业等经营性用途。这类土地的出让，会有关于投资强度、就业、纳税等要求，一般适合实体企业，而不是地产开发企业获得。另外，地产商即使从事园区经营等活动，往往也要求配建一些住宅，集体经营性建设用地肯定不能配建住宅。

表 5：西安农村集体经营性建设用地的利用实践

2019 年	西安市高陵区人民政府同意由村集体经济组织将农民闲置宅基地和闲置农房使用权，通过出租方式与社会资本合作，盘活农村闲置资源，实现城乡居民权益共享、发展共享，打造“共享村落”，助力乡村振兴
共享范围	第一批“共享村落”房源共计 50 户，以单独宅院（含宅基地和房屋）作为独立共享个体。地处渭河北岸，分布于西安市高陵区张卜街道张家村、南郭村
共享条件	凡在中华人民共和国境内依法设立的法人、其他组织及具有完全民事行为能力的自然人，除法律、法规另有规定外，均可申请共享
共享年限	原则上不高于 20 年。具体年限和费用以合同约定为准
共享用途	鼓励创新创业，发展乡村旅游、民宿、创意、文化、商贸、娱乐等产业，也可用于个人休闲居住及养老等用途
权利与义务	达成合作并完成交易的，颁发《不动产权证书》。共享人享有新建权、改建权、转让权、经营自主权、经营收益权、融资抵押担保等权益（以合同具体条款为准）；符合创新创业条件的，享受西安市高陵区创新创业扶持政策。共享期内须遵守国家法律法规，不得违法违规买卖宅基地，严格禁止下乡利用农村宅基地建设别墅大院和私人会馆

资料来源：西安市高陵区人民政府网站，中信证券研究部

表 6：北京首宗农村集体建设用地入市

时间	2015 年 12 月 11 日
地块信息	大兴区西红门镇 2 号地小 B（2-004）地块 F81 绿隔产业用地集体经营性建设用地
土地出让年限	40 年
设定开发建设条件	（1）要求优先安置西红门镇劳动力就业； （2）要求项目投资强度不低于人民币 1.2 亿元/公顷； （3）要求年纳税额不低于 600 万元/公顷； （4）建设期间，建设税需在本地缴纳，经营公司在本地注册； （5）为保障以上顺利落实，需在项目用地内选取 3400 平方米经营性用房（地上）作为上述要求的履约保证。

资料来源：中新网，相关挂牌文件，中信证券研究部

改革可能降低生产要素价格，助力城乡均衡发展，推动经济和社会进步

城乡一体的建设用地市场，既不是为了满足房地产行业发展的需要，也不是为了限制开发企业的盈利。这场改革，是在宏观经济层面确定市场化的原则，有效推动土地作为一种生产要素的价格下降，同时又保证城市规划严格落实。

长期来看，改革意味着深度城市化可能性提高。城乡一体的建设用地市场和开放的户籍（人口）管理体系，都意味着城市将吸引更多人口集聚，中心城市和都市群将发挥应有的作用，推动经济发展，社会进步。

从短期而言，我们认为改革对于地产行业的影响是中性的。长期而言，地产总需求也会受益于经济发展和深度城市化进程。

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	25.16	3.47	3.94	4.68	5.21	7.3	6.4	5.4	4.8
万科企业	买入	22.28	3.47	3.94	4.68	5.21	6.4	5.7	4.8	4.3
招商蛇口	买入	16.00	1.99	2.33	2.91	3.61	8.0	6.9	5.5	4.4
保利地产	买入	14.75	2.35	2.85	3.30	3.86	6.3	5.2	4.5	3.8
华夏幸福	买入	21.67	4.75	5.99	6.25	6.65	4.6	3.6	3.5	3.3
金地集团	买入	12.34	2.23	2.60	3.05	3.33	5.5	4.7	4.0	3.7
龙湖集团	买入	30.78	2.60	3.20	3.96	4.85	11.8	9.6	7.8	6.3
世茂房地产	买入	29.45	3.03	3.95	5.00	6.13	9.7	7.5	5.9	4.8
旭辉控股集团	买入	4.83	0.87	1.02	1.24	1.49	5.6	4.7	3.9	3.2
融创中国	买入	28.53	5.83	7.24	8.72	10.49	4.9	3.9	3.3	2.7
华侨城 A	买入	5.82	1.50	1.61	1.92	2.05	3.9	3.6	3.0	2.8
荣盛发展	买入	7.49	2.10	2.46	2.63	2.80	3.6	3.0	2.8	2.7
绿地控股	买入	5.31	1.21	1.48	1.66	1.75	4.4	3.6	3.2	3.0
中南建设	增持	7.40	1.12	1.86	2.00	1.99	6.6	4.0	3.7	3.7
新城控股	增持	30.50	5.62	6.49	7.18	7.28	5.4	4.7	4.2	4.2
中国金茂	增持	4.74	0.52	0.67	0.88	1.12	9.1	7.1	5.4	4.2
光大嘉宝	增持	3.75	0.30	0.41	0.47	0.53	12.5	9.1	8.0	7.1

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 5 月 22 日收盘价, 港币已按实时汇率换算为人民币

■ 风险因素

土地供给, 尤其是非住宅用地的供给整体偏大, 供求失衡的风险。

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. 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。

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。