

# 中国房地产

## 房地产政策这次会更加连贯和坚决

我们认为在央行提出保持房地产信贷平稳投放及维护市场健康后，不会再有进一步放松性政策出台。主要因为 1) 21 年 1-9 月房地产投资依然保持了 9% 的同比增长，比历史放松红线的 5% 还是要高。2) 习总书记日前也再度重申“房住不炒”和推进房产税的坚定立场。而且这次我们认为政府会借此窗口出清高杠杆房企，减少竞争，并通过房产税和预售资金监管政策来完善长效机制，预防未来可能再次出现的金融风险。叠加近期较为疲弱的基本面情况，我们预计地产行业依然面临波动性，所以建议投资者还是将投资重点放在优质房企：**中海、华润置地及龙湖**。我们认为 2022 年第一季度流动性会有所改善，会帮助行业提升估值。

- **央行稳楼市举措并非政策放松的风向标：**我们认为央行提出稳楼市是为降低金融系统性风险和房屋交付风险，而并不是放松地产的信号。因为从定性上，1) 习总书记重申“房住不炒”以及“推进房地产税立法”是为贯彻中央长期以来改善房地产市场的决心。2) 房贷放款加速其实是侧面佐证了房企销售承压这一现象（8 月和 9 月同比下跌 13%/16%）。随着未来房产税试点工作的推进及住建部加强预售资金监管的政策陆续出台，市场仍将出现负面情绪。从定量上，前三季度房地产开发投资仍同比增长 9%。假设第四季度每月同比下降 5%，全年亦可完成 6% 的同比增长。根据以往数据，我们解读政府通常会在开发投资降至 5% 以下才会放松政策或进入政策真空期。另外，即便假设第四季度房地产销售面积及金额每月同比下降 15%、20%，全年销售面积及金额仍可保持 3% 与 5% 的同比增长。仍在政府可以接受的区间，亦非历史低位。
- **房产税试点可能加快推进：**我们认为深圳极有可能成为继上海、重庆后下一个试点城市。吸取之前上海重庆的经验，此次试点的关键在于税率的厘定以及征税的范围。1) 若房产税订立于 1.5%，即与租金收益率相仿，可以起到抑制炒房作用，并为地方总税收收入贡献 20%。2) 征税范围应包括现有住房。目前，上海只向新购置住房整售房产税。倘若征税范围可延伸至现有住房，则有助于拥有多套房的业主将闲置住房释放回市场，以此增加供给。
- **房地产市场远未来到否极泰来的时刻，或将持续恶化。**由于融资端和政策端双双收紧，9 月份房地产销售进一步下滑，销售面积及金额同比下降 13%/16%（8 月同比下降 12%、13%）。进一步拉低 1-9 月销售面积及金额的同比增幅（11%、17%）。尽管许多房企于“十一黄金周”进行促销活动，10 个主要城市的去化率仍然降至 60% 以下。1-9 月房地产开发投资同比增长稳定于 8.8%，但 9 月单月同比下降 3.5%。因开放商资金紧张等因素影响，9 月单月竣工面积急速放缓至同比-0.7%。我们认为，这预示着商品房销售将持续面临下行压力。
- **投资选择首选高质房企：**在没有任何重大宽松政策出台的情况下，我们将由以下四个维度评估我们所覆盖的房企以选出高质房企。其中囊括企业现金流量（即合约销售）及现金流出量（包括债务透明度及建安成本压力）。请详见以下市场焦点第五问。**中海外、华润置地及龙湖**在经过上述四维评估后成为我们的首选。原因包括年度销售目标完成率高、表外负债低、隐形债务风险低，以及充沛并且可用于支付建安成本的自有现金。

优于大市（维持）

中国房地产行业

曾展

(852) 3916 3727

jeffreyzeng@cmbi.com.hk

肖潇

(852) 3761 8952

xiaoxiao@cmbi.com.hk

## 问题一：政策会否进一步放松？

概率不高。我们预计未来房地产政策将与平稳发展的整体基调保持一致并趋于收紧态势，

- 1) 定性上，习总书记重申“房住不炒”以及“推进房地产税立法”是为贯彻中央政府长期以来改善房地产市场的决心。此举传递了后疫情时代，房地产政策仍将保持高度一致的讯号。
- 2) 前三季度房地产开发投资仍同比增长 9%。假设第四季度每月同比下降 5%，全年亦可完成 6% 的同比增长。根据以往数据，我们解读政府通常会在开发投资降至 5% 以下才会放松政策或进入政策真空期。另外，即便假设第四季度房地产销售面积及金额每月同比下降 15%、20%，全年销售面积及金额仍可保持 3% 与 5% 的同比增长。仍在政府可以接受的区间，亦非历史低位。

图 1：地产行业相关政策自 2020 年第二季度以来保持高度一致

政策趋势	具体政策
1Q17 放松	河南苏州放款商业性住宅政策
2Q17 收紧	20个主要2线城市收紧房地产政策
3Q17 收紧	北海·万宁·聊城·三亚等3线城市收紧房地产政策
4Q17	真空期
1Q18	真空期
2Q18 收紧	大连·沈阳·宁波·长春等城市收紧政策
3Q18 收紧	政治局会议：坚决抑制房价上涨
4Q18 放松	政治局会议拿掉房地产的段落
1Q19	真空期
2Q19 收紧	政治局会议重申房住不炒
3Q19 收紧	政治局会议：不以地产为短期刺激经济的手段
4Q19 放松	5年期LPR降息5个点
1Q20 放松	5年期LPR降息10个点
2Q20 收紧	政治局会议重申房住不炒，央行抑制资金变相进入房地产
3Q20 收紧	三条红线
4Q20 中立	政治局会议提出促进房地产市场平稳健康发展，7城市放松落户政策，贷款上限出台
1Q21 中立	银行两道红线出台，22城开始实施集中供地
2Q21 收紧	政治局会议：禁炒学区房并重申房住不炒
3Q21 收紧	政治局会议重申房住不炒并提出加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策
4Q21 收紧	习主席强调房住不炒并提出积极推进房产税立法

资料来源：招银国际证券

图 2: 2021 年地产销售面积、金额及开发投资预测表

	住宅商品房销售面积 (百万平方米)	同比	住宅商品房销售额 (亿人民币)	同比	地产开发投资 (亿人民币)	同比
2010	931	9%	43,953	15%	34,038	33%
2011	970	4%	48,619	11%	44,308	30%
2012	985	1%	53,467	10%	49,374	11%
2013	1,157	18%	67,695	27%	58,951	19%
2014	1,052	-9%	62,396	-8%	64,352	9%
2015	1,124	7%	72,753	17%	64,595	0%
2016	1,375	22%	99,064	36%	68,704	6%
2017	1,448	5%	110,240	11%	75,148	9%
2018	1,479	2%	126,393	15%	85,192	13%
2019	1,501	1%	139,440	10%	97,071	14%
2020	1,549	3%	154,567	11%	104,446	8%
<b>2021*</b>	<b>1,590</b>	<b>3%</b>	<b>162,813</b>	<b>5%</b>	<b>111,443</b>	<b>7%</b>

2021年\*预测中假设以下几点：

1. 10 - 12月住宅商品房销售面积同比下降15%
2. 10 - 12月住宅商品房销售额同比下降20%
3. 10 - 12月地产开发投资同比下降5%

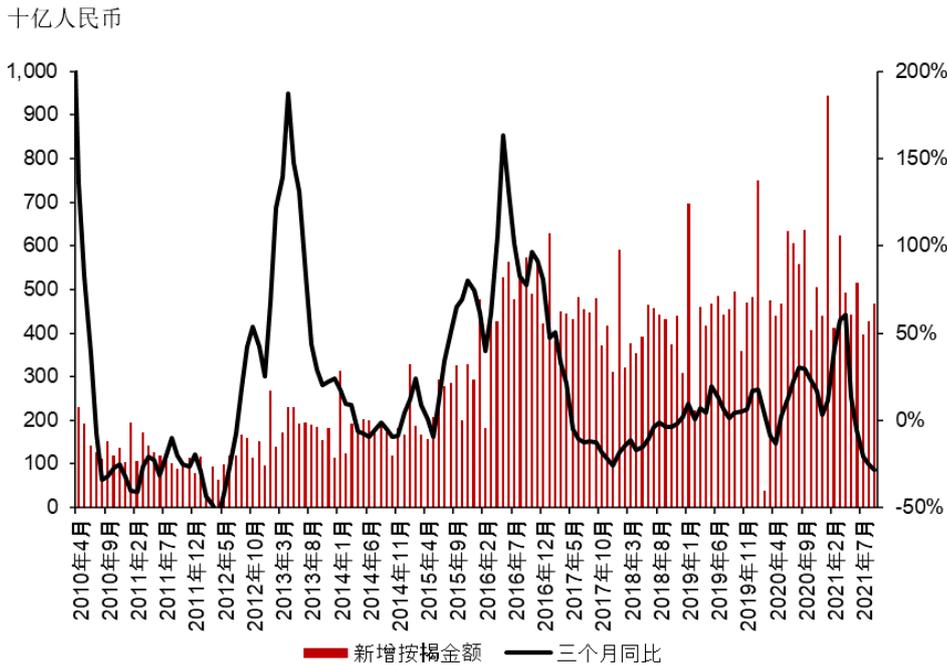
资料来源：招银国际证券

## 问题二：在政策不放松的前提下，央行该如何维持楼市稳定？

尽可能降低金融体系和房屋交付的系统性风险。

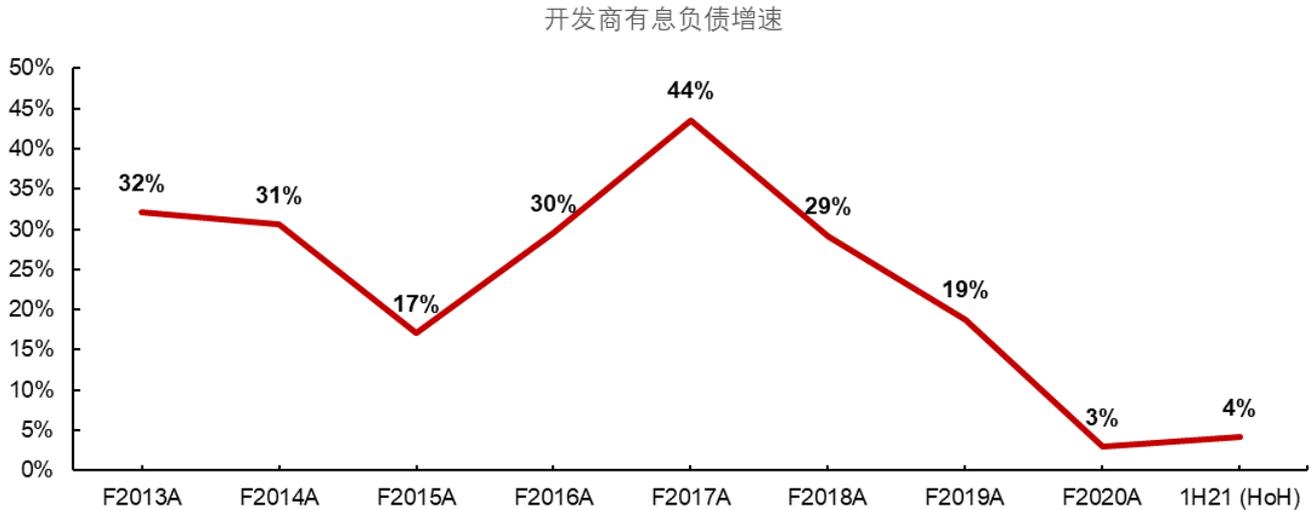
- 1) 为提高金融体系的稳定性，央行要求主要银行加快按揭放款及允许向符合“三条红线”的房企按定额增速放贷。据我们了解得知，因需求不振以及8、9月销售同比下跌13%、16%等原因，按揭放款已回复至正常水平。上半年，开发商有息负债增幅贴合“三条红线”所规定，所以我们不认为银行会因此大幅增加对开发商的直接贷款。但开发商现金回款率定能有所提升。
- 2) 房屋竣工方面，央行连同住建部拟出台加强预售资金监管政策。具体政策出台后，将抵消部分因按揭放款加速带来的提振。

图 3: 需求不振导致 9 月按揭数据持续低迷



资料来源: 招银国际证券

图 4: 开发商有息负债增速符合“三条红线”要求



资料来源: 招银国际证券

### 问题三: 接下来地产板块会有什么政策预期?

**房产税。**我们认为, 习主席在《求是》杂志上提及“要积极稳妥推进房地产税立法和改革”后, 相关立法或政策或会加快落地。深圳很可能成为继上海/重庆之后的下一个试点城市, 关键在于税率以及现房征税范围。1) 若房产税接近租金收益率如 1.5%, 则可贡献总税收的 20% (以上海为例)。2) 另一关键是将征税范围延伸至现房。上海目前只向新购住房征收房产税, 若征税范围延伸至多套房的业主, 则有助将闲置住房释放到市场, 增加供给。

为什么上海、重庆的房产税试行略乏于预期：我们认为原因是 **1) 税率相对偏低**。在上海，房产税税率为每年 0.4-0.6%，拥有上海户口的家庭成员人均可获免税面积 60 平方米。如按照应纳税额的 70% 征收，即实际税率仅 0.42%（大多数为 0.28%）。因此很容易被 1.5% 的租金收益率所覆盖，无法有效起到抑制炒房作用。此外，2019 年房产税对税收总收入的贡献率仅为 4%，难以取代土地出让金所带来的收入。**2) 征收房产税，入不敷出**。房产税的征收途径为个人申报形式，这导致征收成本相对较高。2019 年房产税总收入仅为 210 亿元人民币，而税务部门支出为 470 亿元人民币。

图 5: 上海市房产税



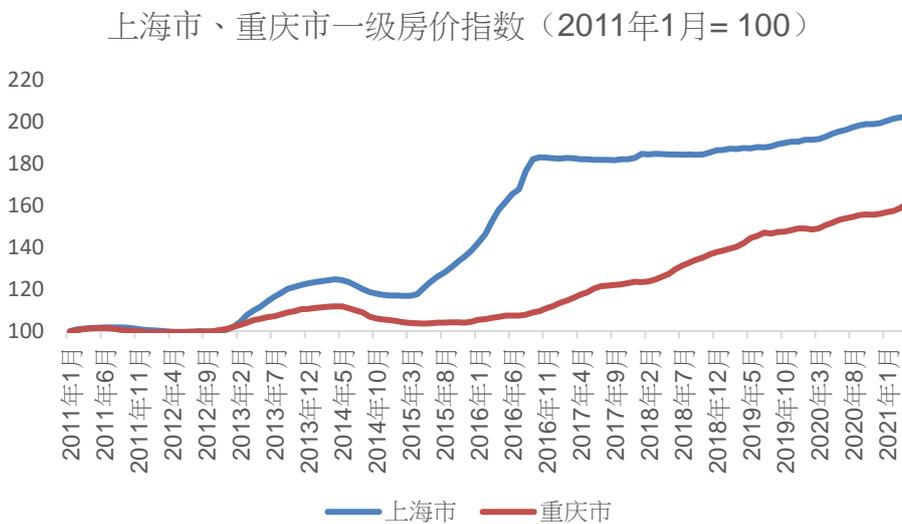
资料来源：财政部

图 6: 重庆市房产税



资料来源：财政部

图 7: 房产税出台以来上海市和重庆市的房价走势



资料来源：招银国际证券

### 问题 4: 基本面见底了吗?

在没有出台任何重大政策支持的情况下，我们预计第四季度的行业基本面仍将保持颓势。国家统计局 9 月份全国房地产数据如下：

- 由于融资端和政策端双双收紧，9月份房地产销售进一步下滑，销售面积及金额同比下降13%/16%（8月同比下降12%/13%）。导致2021年前9个月销售面积及金额同比增幅降至11%/17%。
- 9月份房地产开发投资同比下降3.5%，但2021年前9月同比增长仍稳定于8.8%。
- 9月份房屋新开工面积降幅收窄（同比下降13%，8月同比下降26%）至1.74亿平方米。部分原因为22城重新启动第二批集中供地以及2020年的基数较低（20年9月同比下降4%；20年8月同比下降1%）。2021年前9个月新开工面积同比下降4.5%。
- 9月份房屋竣工面积急速放缓至同比下降0.7%。这在一定程度上是因开发商资金紧张所导致的。

在“十一黄金周”，尽管有促销活动，10个主要城市的去化率仍降至60%以下。我们认为这表示销售可能将持续面临下行压力。

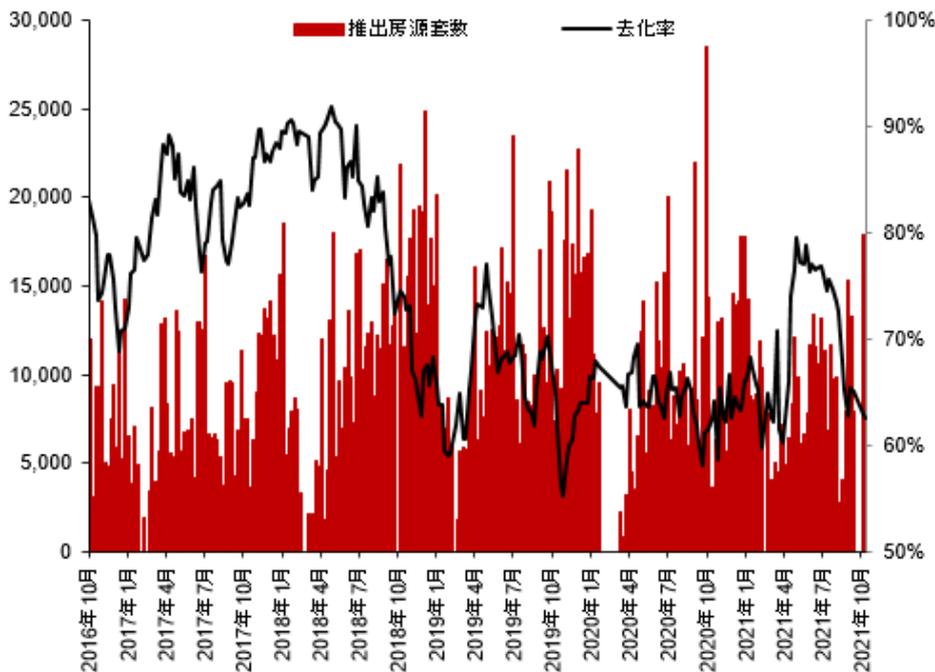
图 8: 2021 年 9 月全国房地产数据速览

	2021年9月	同比	2021年8月	同比	2021年7月	同比	2021年前9月	同比	2020年	同比
商品房销售面积（百万平方米）	161	-13.1%	125	-11.8%	130	-8.5%	1,303	11.3%	1,761	2.6%
商品房销售额（十亿人民币）	1,575	-15.8%	1,262	-13.1%	1,350	-7.1%	13,480	16.6%	17,361	8.7%
房屋新开工面积（百万平方米）	174	-13.5%	166	-26.4%	177	-21.5%	1,529	-4.5%	2,244	-1.2%
房屋施工面积（百万平方米）	9,281	7.9%	9,100	8.4%	8,919	9.0%	9,281	7.9%	9,268	3.7%
房屋竣工面积（百万平方米）	43	0.7%	50	17.5%	53	25.6%	510	23.4%	912	-4.9%
房地产开发投资（十亿人民币）	1,451	-3.5%	1,317	4.9%	1,272	1.4%	11,257	8.8%	10,144	7.0%
国内贷款到位资金（十亿人民币）	185	-25.1%	152	-35.2%	194	-17.2%	1,877	-8.4%	2,668	5.7%

资料来源：国家统计局

图 9: 2021 年 10 月首周，10 个一、二线城市去化率持续下滑

一二线城市整体去化率



资料来源：中指研究院

10 个城市包括：北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、武汉、成都、重庆、天津

### 问题 5: 哪些开发商将从中受益? 又有哪些将连遭重挫?

在房地产市场疲软、政策支持较少的情况下, 我们需要从以下四个维度来区分品牌质量

- **销售目标完成率:** 时代中国、合景泰富、以及富力地产截至前9个月的完成率只有 61%、62%、62%, 极有可能无法完成年度销售目标。这可能会给公司带来额外的现金流压力。

图 10: 房地产开发企业 2021 年 1-9 月销售概览

公司名称	九月份销售 (十亿人民币)	2021年前9月销售		2021年度目标				
		同比	(十亿人民币)	同比	(十亿人民币)	完成率		
碧桂园 (权益金额)	2007 HK	40	-37%	443	-1%	624	9%	71%
万科	2202 HK	36	-34%	481	-2%	790	12%	61%
融创	1918 HK	47	-33%	462	21%	700	22%	66%
恒大	3333 HK	7	-91%	444	-17%	750	4%	59%
中海	688 HK	20	-44%	277	7%	400	11%	69%
华润	1109 HK	22	-24%	230	20%	315	11%	73%
世茂	813 HK	23	-30%	222	10%	330	10%	67%
龙湖	960 HK	20	-33%	202	8%	310	15%	65%
旭辉	884 HK	16	-39%	193	25%	265	15%	73%
金茂	817 HK	14	-14%	176	9%	250	8%	70%
新城	1030 HK	19	-25%	171	4%	260	4%	66%
雅居乐	3383 HK	10	-17%	102	14%	150	9%	68%
奥园	3883 HK	11	-9%	99	18%	150	13%	66%
富力	2777 HK	11	-31%	93	-1%	150	8%	62%
中骏	1966 HK	8	-57%	83	20%	120	18%	69%
合景泰富	1813 HK	5	-49%	77	16%	124	20%	62%
时代中国	1233 HK	7	-33%	67	12%	110	10%	61%
平均值			-42%		5%		12%	66%

资料来源: 公司资料

- **表外负债:** 近年来, 由于合资企业较多, 权益销售比较小的开发商往往拥有相对较多的表外债务。在众多开发商中, 德信、弘阳、大发、融创的权益销售比较低, 因此可能有较高的表外负债。

图 11: 房地产开发企业权益销售比

公司名称	权益销售比				
	%	F2017A	F2018A	F2019A	F2020A
德信	93%	77%	41%	37%	30%
弘阳	92%	65%	53%	47%	41%
大发	NA	108%	67%	57%	46%
旭辉	60%	53%	55%	58%	59%
融创	72%	71%	69%	68%	63%
万科	72%	70%	65%	65%	65%
中海	93%	93%	93%	93%	93%
碧桂园	72%	71%	71%	72%	71%
华润置地	86%	86%	69%	64%	68%
龙湖	70%	70%	70%	70%	70%
世茂	87%	86%	70%	70%	70%
雅居乐	100%	79%	73%	74%	74%
合景泰富	81%	82%	64%	62%	69%
奥园	85%	85%	83%	75%	73%
时代中国	99%	92%	94%	94%	87%
中骏	87%	77%	54%	66%	73%
金辉	85%	95%	74%	81%	70%
祥生	100%	85%	76%	71%	72%
恒大	95%	95%	95%	95%	95%
平均值	81%	78%	74%	73%	72%

资料来源: 公司资料

- **少数股东权益占比:** 资产负债表少数股东权益占比与利润表少数股东权益占比出入较大的开发商存在隐性负债的风险更高。

图 12: “资产负债表少数股东权益比例”减“利润表少数股东权益比例”

房地产开发企业	“资产负债表少数股东权益比例”减“利润表少数股东权益比例”								
	F2013A	F2014A	F2015A	F2016A	F2017A	F2018A	F2019A	F2020A	1H21
恒大	7%	7%	11%	18%	53%	57%	59%	58%	54%
奥园	2%	18%	18%	27%	47%	43%	40%	50%	39%
时代中国	2%	-1%	15%	42%	24%	39%	40%	40%	37%
金辉	NA	NA	NA	NA	7%	6%	15%	22%	32%
中骏	8%	-13%	4%	10%	4%	21%	30%	32%	32%
融创	16%	22%	-6%	1%	13%	13%	18%	20%	29%
旭辉	-1%	0%	2%	2%	6%	19%	22%	22%	28%
合景泰富	0%	0%	0%	0%	2%	7%	4%	16%	24%
弘阳	NA	NA	0%	0%	4%	15%	13%	34%	23%
龙湖	0%	0%	8%	10%	10%	20%	13%	13%	19%
德信	NA	NA	-22%	-6%	19%	43%	22%	18%	16%
雅居乐	-4%	-2%	-16%	-4%	1%	3%	2%	2%	14%
祥生	NA	NA	NA	NA	58%	8%	-5%	34%	11%
世茂	9%	13%	8%	4%	10%	11%	6%	4%	8%
万科	10%	6%	-4%	4%	4%	2%	1%	6%	7%
大发	NA	NA	9%	13%	-5%	2%	25%	6%	6%
华润置地	6%	2%	3%	3%	8%	11%	6%	9%	6%
碧桂园	1%	1%	4%	9%	10%	1%	-5%	-3%	0%
中海	0%	2%	1%	-1%	0%	0%	0%	-4%	-2%
	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>1%</b>	<b>5%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>15%</b>

资料来源: 公司资料

- **应付账款占总负债的比例:** 我们认为, 在预售资金监管收紧的情况下, 应付账款占总负债比例较高的开发商将面临更大的资金压力。因为现金流将大量用于建筑成本。

图 13: 房企应付账款占总负债比例一览

公司名称	应付账款/总负债			
	F2017A	F2018A	F2019A	F2020A
恒大	30%	42%	46%	50%
时代中国	25%	29%	38%	40%
碧桂园	38%	36%	38%	40%
世茂	38%	39%	40%	40%
雅居乐	31%	34%	34%	39%
旭辉	35%	34%	37%	38%
万科	38%	40%	41%	36%
龙湖	31%	34%	34%	35%
融创	30%	28%	29%	34%
奥园	19%	23%	27%	30%
华润置地	28%	28%	27%	29%
中海	26%	29%	29%	28%
德信	23%	22%	23%	27%
中骏	22%	28%	32%	26%
合景泰富	41%	17%	21%	25%
大发	14%	19%	25%	23%
祥生	16%	13%	14%	20%
金辉	16%	15%	15%	16%
弘阳	18%	12%	15%	16%
<b>平均值</b>	<b>32%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>

资料来源: 公司资料

基于以上四个维度，下列优质房企脱颖而出：

中海、华润置地、龙湖皆可以完成其年度销售目标，债务透明，在面临预售资金监管的情形下亦有充足的资金可用于建安成本支出。更重要的是，它们可以利用当前形势进行逆周期土地收购，并在 9 月份有所印证（中海与龙湖正在积极进行土地收购）。

### 问题 6：利空因素都被市场消化了吗？

还没有。

- 还存在更多潜在的美元债违约风险。由于目前海外融资成本高企，我们认为大多数开发商可能不得不用自有资金进行偿付。在基本面疲弱以及预售资金监管政策收紧的双重压力下，这将变得越来越困难。因此，在新力、恒大、花样年出现债券违约后，可能还会出现更多的企业债务违约。
- 房产税试点可能会打击市场情绪。目前，房产税并没有任何实质的细节出台。但我们认为，如果税率高于上海和重庆，市场将对此做出负面反应。
- 估值方面，地产板块 2020 年的市净率为 0.8 倍。鉴于持续收紧的政策，销售疲软的态势，以及潜在违约的风险，我们认为估值还未见底。

图 14：30 强房企美元债发行情况汇总

<b>Top30房企美元债发行情况汇总</b>		
<b>截止至2021年10月16日</b>		
公司名称	美元债数量 (支)	总金额 (百万美元)
恒大	14	19,486
碧桂园	18	11,694
佳兆业	18	11,574
融创	12	7,762
中海	14	6,701
万科	9	6,524
禹州	14	5,747
世茂	8	5,720
旭辉	11	6,026
正荣	15	5,000
雅居乐	12	4,947
远洋	10	4,920
富力	10	4,885
绿地	13	4,640
金茂	11	4,550
龙光	13	3,920
奥园	10	3,203
融信	9	3,103
华润置地	5	3,000
建业	9	2,836
龙湖	6	2,750
阳光城	8	2,262
新城	8	2,204
万达商业	4	1,800
绿城	5	1,600
保利	2	1,500
中梁	5	1,378
大连万达	4	930
荣盛	2	788
新力	3	694
中南建设	3	473
金科	1	325
美的	None	None
花样年	11	3,659
华夏幸福	6	2,890
蓝光发展	3	1,050
泰禾	2	625

资料来源：公司资料

图 15: 可比公司数据表

公司名称	代码	收市价 (当地货币)	市值 (当地货币 百万)	评级	目标价 (当地货币)	市盈率				股息收益率	
						20A	21E	22E	18A	20A	21E
万科 - H	2202 HK	21.00	280,118	买入	33.92	4.4	4.0	3.8	0.9	7%	7%
中国海外	688 HK	17.38	190,221	买入	30.49	3.6	3.4	3.0	0.4	7%	8%
碧桂园	2007 HK	7.86	176,693	买入	13.36	4.0	3.1	2.7	0.8	7%	6%
华润置地	1109 HK	31.35	223,555	买入	44.79	6.2	5.8	5.4	0.9	4%	4%
龙湖	960 HK	34.30	208,212	持有	34.27	8.3	5.7	5.5	1.6	5%	6%
世茂	813 HK	13.16	46,503	买入	44.94	2.9	2.5	2.2	0.4	12%	12%
雅居乐	3383 HK	6.84	26,793	买入	13.89	2.3	2.3	2.1	0.4	16%	14%
合景泰富	1813 HK	7.01	22,313	买入	17.87	2.8	2.3	1.9	0.4	16%	18%
奥园	3883 HK	3.39	9,505	买入	15.48	1.2	1.0	0.9	0.4	35%	26%
时代中国	1233 HK	5.70	11,309	买入	16.20	1.9	1.3	1.1	0.5	16%	17%
中骏置业	1966 HK	2.47	10,429	买入	5.60	2.3	2.0	1.6	0.4	14%	14%
弘阳地产	1996 HK	2.19	7,312	买入	3.52	3.6	2.9	2.5	0.5	8%	8%
万科 - A	000002 CH	20.30	230,213	买入	31.36	5.2	4.6	4.4	1.1	6%	8%
金辉	9993 HK	4.37	17,678	买入	5.55	4.1	3.6	2.9	0.8	7%	8%
大发	6111 HK	4.96	4,106	买入	8.32	10.0	5.4	4.7	1.0	2%	3%
祥生	2599 HK	5.18	15,765	买入	7.75	4.0	3.5	3.1	1.9	4%	4%
德信	2019 HK	2.65	7,159	买入	3.56	5.9	5.2	4.6	1.2	6%	7%
<b>平均值</b>						<b>4.3</b>	<b>3.4</b>	<b>3.1</b>	<b>0.8</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.1%</b>

资料来源: 公司资料

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

### 招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其公司与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第四9(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。