

房地产行业2023年中期策略报告： 积累需求释放后，投资端静待强心针

地产研究团队



摘要

- 2023年上半年房地产市场销售在一季度反弹之后再次走弱，城市分化明显，一二线城市需求差距拉大。
- 土地市场投资不足，区域分化加剧，央国企地产商土拍参与信心不足，城投托底压力较大，土地市场成交缩水。
- 以广州为代表的一线城市楼市仍处于低位震荡，限购范围等方面或有一定松绑预期，对股票的边际提振将大于销售。
- 全国各地热门城市积极出台各种需求刺激政策，政策效果较为有限。解决问题关键在于投资端，降低政策变化频率，刺激经济恢复，稳定投资环境。
- 我们预计7-9月市场基于政策的博弈行情机会较为突出，未来建议关注市场回款率高，估值稳定的地产商，A股建议关注招商蛇口、保利发展、华发股份，港股建议关注中国金茂、中国海外发展、中海宏洋，同时可以关注高弹性博弈品种标的如城建发展、碧桂园；
- 风险提示：政策调整风险，房价大幅下跌风险，土地价格上升风险，市场进一步下行风险。



01

销售短暂反弹后进入下行通道

02

投资持续缩水城投托底压力大

03

需求端政策后阶段突破看广州

04

核心观点及投资建议

05

风险提示

CONTENTS

目录



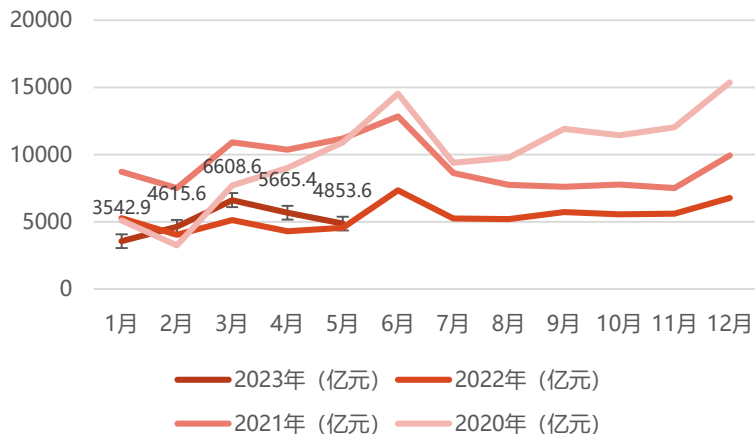
01 销售短暂反弹后进入下行通道

1.1

若无政策刺激，销售难改缓慢下滑趋势

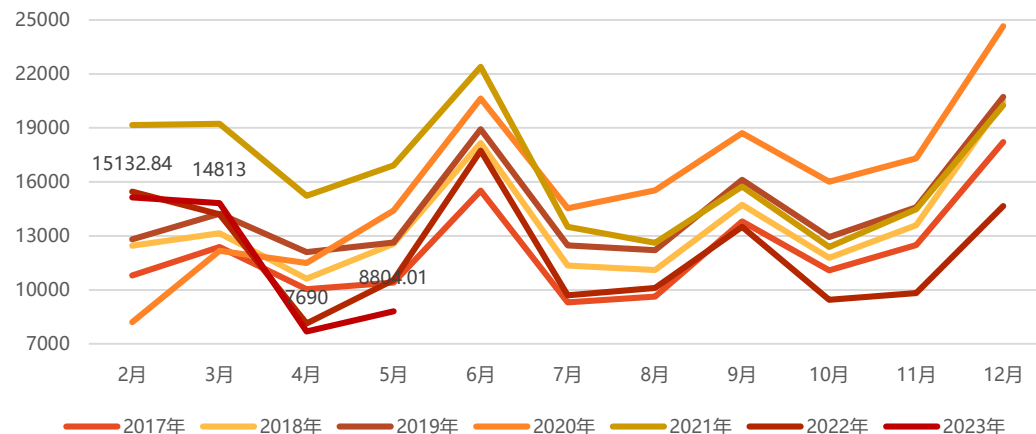
- 2023年以来中国房地产行业虽然有一定的修复预期，但受到供给、需求两端制约，市场热度延续平淡。“五一”期间房企推盘积极性普遍不高，且目前市场整体购买力仍处在2017年以来的低位，TOP100开发商5月成交4853.6亿元，仅略高于去年5月。
- 今年2-3月份统计局口径的全国商品房销售面积均超过1.4亿平，仅次于2021年的1.9亿平，销售强势回暖；4-5月份的销售面积下滑明显，又跌至历史低位水平，按照历史走势6月份开发商将加快推盘节奏，销售数据或有好转，但若无政策刺激将很难超越22年的高基数。

图表：TOP100开发商销售金额



资料来源：克而瑞，民生证券研究院

图表：统计局口径商品房销售面积（万平）



资料来源：Wind，民生证券研究院

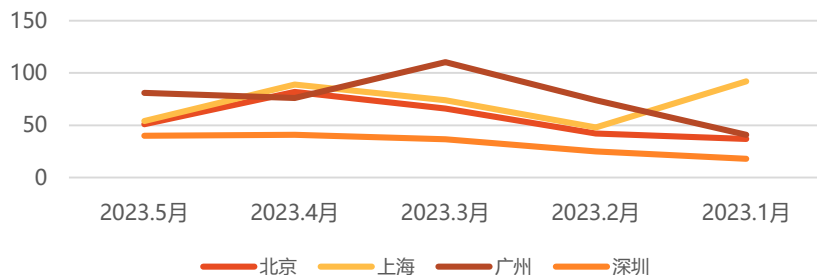
1.2

城市分化明显，部分二线城市高点下降四成

- **一线城市及销售分化较大：**一线城市中北京和上海4月份为销售高点均突破了80万平，5月环比下降接近40%；广州3月份销量高达110万方，5月较3月高点下滑26.5%；深圳3月份之后月销售维持在40万方上下的弱稳定成交；
- **部分二线城市高点下滑四成：**二线城市中仅成都销售持续升温、济南维持稳定成交；重庆、西安、青岛、天津、南京等城市销售面积下滑4成左右；厦门、福州、宁波等维持在低位成交，市场流动性变差。

图表：2023年一线城市销售面积

月度销售面积 (万平方米)	2023.5月	2023.4月	2023.3月	2023.2月	2023.1月
北京	51	82	66	42	37
上海	54	89	74	48	92
广州	81	76	110	74	41
深圳	40	41	37	25	18
一线合计	226	288	287	189	188



资料来源：克而瑞，民生证券研究院

图表：2023年部分二线城市销售面积

月度销售面积 (万平方米)	2023.5月	2023.4月	2023.3月	2023.2月	2023.1月
杭州	95	114	136	87	91
南京	55	56	90	52	38
宁波	44	32	47	32	23
苏州	54	60	77	45	31
强二线合计	248	262	351	216	183
合肥	46	71	63	52	30
武汉	125	81	159	121	72
长沙	56	62	89	69	32
成都	207	182	140	109	91
重庆	49	74	78	80	46
西安	60	95	77	67	59
郑州	51	62	72	85	28
青岛	76	78	130	80	42
天津	76	99	130	92	42
济南	81	70	85	81	39
厦门	22	23	32	23	7
福州	12	20	23	22	10
核心二线合计	1109	1179	1428	1097	680

1.3 央国企销售增速突出，全年预计正增长

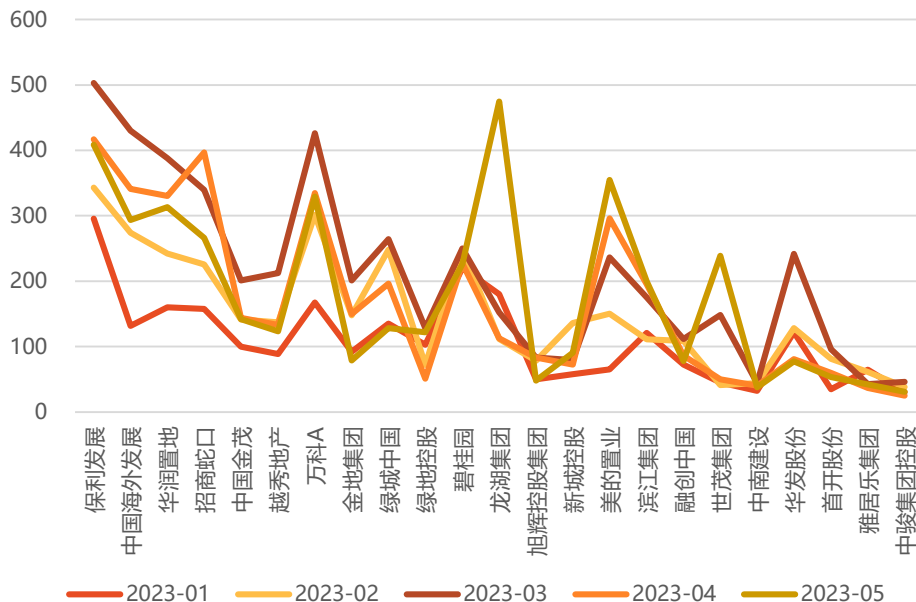
- 2023年1-5月保利发展、越秀、中海、金茂、华发等国央企月销售金额逐渐增加，累计销售金额同比提升幅度较大；
- 民企碧桂园、雅居乐、融创同比仍有较大降幅，销售回款略显疲态

图表：重点关注公司1-5月份累计销售金额（亿元）及同比（%）

公司简称	2023年累计	2022年同期	同比
保利发展	1966.79	1592.17	23.5%
中国海外发展	1470.42	950.33	54.7%
华润置地	1433.28	768.4	86.5%
招商蛇口	1385.66	775.52	78.7%
中国金茂	728.12	508.96	43.1%
越秀地产	695.19	424.8	63.7%
万科A	1558.9	1707.9	-8.7%
金地集团	670.1	722	-7.2%
绿城中国	971	588	65.1%
绿地控股	475.9	497.2	-4.3%
碧桂园	1171.6	1505.8	-22.2%
龙湖集团	1031.5	404.9	154.8%
旭辉控股集团	342.33	496.4	-31.0%
新城控股	435.79	511.69	-14.8%
美的置业	1102.2	319.2	245.3%
滨江集团	801.7	449.7	78.3%
融创中国	456.6	987.8	-53.8%
世茂集团	523.5	342.5	52.8%
中南建设	198.1	261.7	-24.3%
华发股份	649.6	349.7	85.8%
首开股份	325.58	340.84	-4.5%
雅居乐集团	652.4	1390.2	-53.1%
中骏集团控股	590.23	1045.31	-43.5%

资料来源：公司公告，克而瑞，民生证券研究院

图表：重点关注公司1-5月份销售金额（亿元）及同比（%）



资料来源：公司公告，克而瑞，民生证券研究院

02 投资持续缩水城投托底压力大

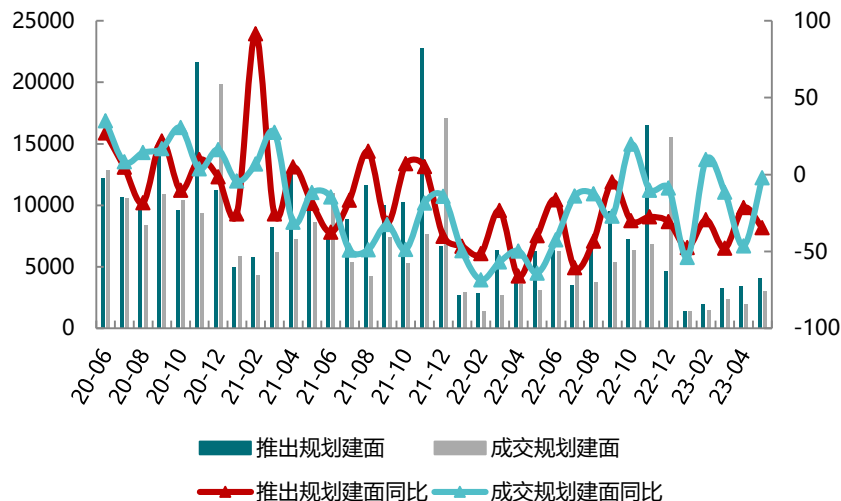
2.1 土地投资仍下行，较过去数年差别明显

2023年1-5月,全国300城共推出住宅用地规划建筑面积14175.18万 m^2 ，同比下降36.75%;成交规划建筑面积10128.07万 m^2 ，同比下降25.77%。

2023年5月,全国300城共推出住宅用地规划建筑面积4090.92万 m^2 ，同比下降34.63%;成交规划建筑面积3003.79万 m^2 ，同比下降2.16%。

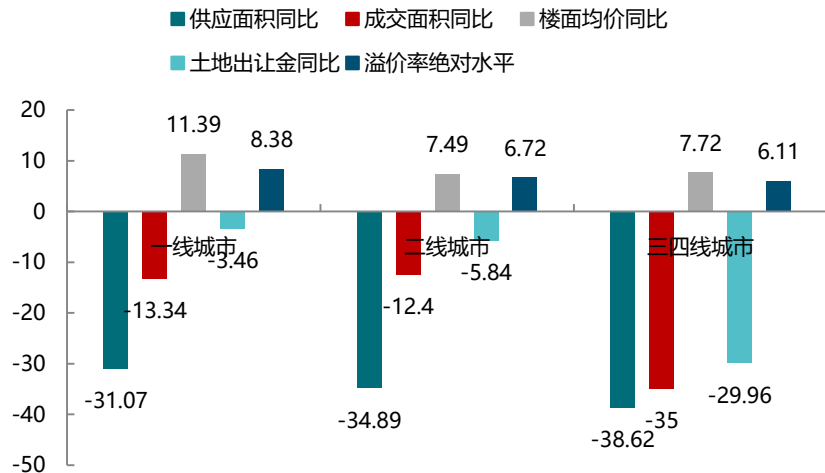
2023年1-5月,一线城市住宅用地推出规划建筑面积同比增幅最大;二线城市成交规划建筑面积同比增幅最大;一线城市成交楼面均价同比增幅最大;一线城市平均溢价率最高。

图表：全国300城推出及成交住宅用地（万平方米）



资料来源：中指数据库，民生证券研究院

图表：2023年(1-5月)各线城市住宅用地推出与成交相关指标同比变化 (%)



资料来源：中指数据库，民生证券研究院

2.2 拍地冰火两重天，寻求去化最高确定性

- 从供应端而言，城市分化、区域分化加剧，即便是集中供地城市，热度同样迥异。以广州首轮土拍为例，由5宗土地组成的长隆“超级地块”引得多家竞拍主体参与，其中两宗宅地经过50轮竞价后进入摇号环节，可谓是名副其实的“真香”地块。但同一场拍卖，位于郊区或者出让条件中商业占比较高地块则鲜有人问津，多是以底价由本地企业或城投公司竞得；
- 从需求端而言，拿地房企出现分化现象，头部房企仍是拿地主力军，但民营房企投资积极性在复苏。以今年首轮上海土拍为例，参拍的50余家企业中有近20家民企。从结果而言，民营房企回归拿地也确实取得了一些战绩。比如，4月份，龙湖集团在上海、杭州、长沙以41亿元拿下3宗地，碧桂园通过摇号以28.3亿元竞得杭州滨江浦沿地块。值得关注的是，本土民营房企正紧抓“捡漏”机遇参与到摇号中，且多家民企在大本营城市均有所斩获；
- 从市场端来看，在优质地块“僧多粥少”的情况下，土地市场竞争仍将进一步加剧，带动市场整体热度提升。当下，楼市交易端稳步恢复，房企补仓情绪增加。加快投资-销售-回款-投资的传导过程，将进一步有助于夯实房地产市场企稳回升，促进行业平稳健康发展。

图表：2023年广州首轮土拍结果

出让时间	地块名称	成交额 (亿元)	成交楼面价 (元/㎡)	溢价	竞得单位
3月23日	增城区宁西街沙宁路东侧18006212A23014号地块	19	4308	0	增城城投
	天河智慧城AT0307027、AT0307028地块	44.39	15935	0	广州城投城市更新集团有限公司
4月3日	荔湾区花地街丰城食品厂AF0203022、AF0203031地块	19.3	32200	15%	武汉城建
	荔湾区桥梓大街南侧AF010645地块	21.59	22000	0%	广东建工&广州市谷龙房地产开发有限公司
4月13日	番禺区迎宾路BA0603009地块	23.23	24082	15%	南通亚伦房地产开发有限公司
	番禺区汉溪大道北侧BA0902011地块	82.74	32175.87	15%	华润&长隆
4月20日	番禺区汉溪大道北侧BA0902125地块	84.15	33434.32	15%	华润&长隆
4月21日	增城区派潭镇增派公路西侧18105209423001号地块				国故终止出让

资料来源：观点网，民生证券研究院

图表：2023年上海首轮土拍结果

有多个竞买人的地块（15幅）				
地块名称	竞得人	成交价格（万元）	溢价率	
静安区中兴社区C070202单元306-04地块	越秀	72440	7.54%	
普陀区桃浦镇H6街坊H6-5地块	浙江交发&泰和	377800	9.51%	
浦东新区16号线周浦站周边地块06-04地块	招商&南昌市政	173070	9.39%	
徐汇区田林街道167-02(n)地块	中铁置业	190500	8.92%	
宝山区大场镇W12-1301单元05-04地块	保利	488740	9.46%	
嘉定区徐行镇新市镇镇区17-01地块	金地&南通国置	108810	8.86%	
金山区亭林镇亭林大型居住社区19-01地块	新华	57440	8.03%	
嘉定区嘉定工业区嘉定新城菊园镇JDC1-0402单元06-01、06-03地块	金地	291330	9.27%	
青浦区赵巷镇赵巷路南侧17-01、18-01、19-01、20-01、21-01、22-01、23-02、24-01地块	建发&保利置业	702560	8.72%	
青浦区西虹桥小湾港西侧52-20地块	华润置地	301520	8.95%	
奉贤区西渡街道D-01-11区域地块	中铁建	234720	9.66%	
青浦区西虹桥龙联路北侧07-02地块	华发&江苏海润	191940	8.98%	
闵行区莘庄社区MHP0-0201单元13A-10A、13A-13A地块	保利&上海建工	130900	8.52%	
闵行区梅陇社区MHP0-0306单元5-3、6-3、5-5、6-5地块	中铁建&万科	754860	8.98%	
闵行区莘庄社区MHP0-0201单元16A-07A地块	中华企业	201050	8.47%	

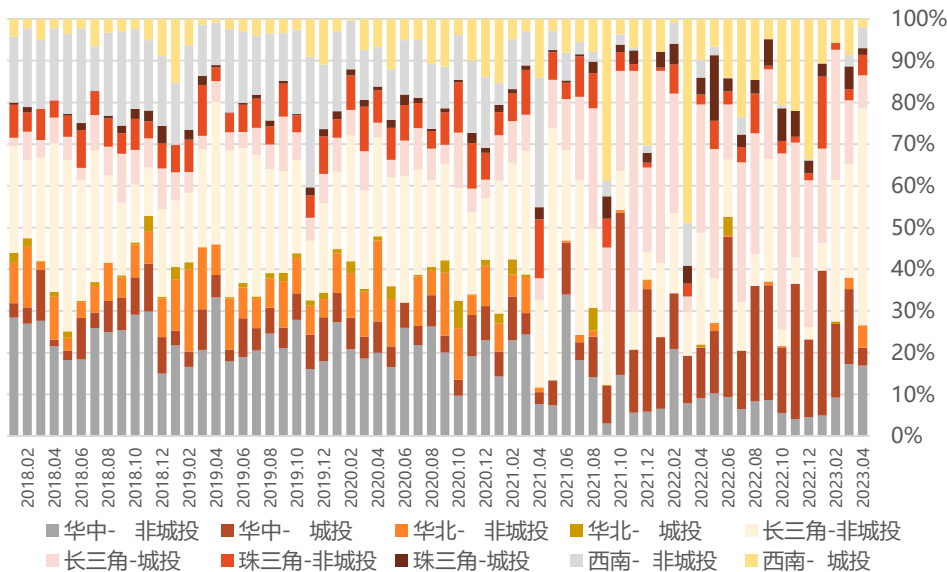
资料来源：中房报，民生证券研究院

2.3

城投减少托底，积极参与外省热门摇号

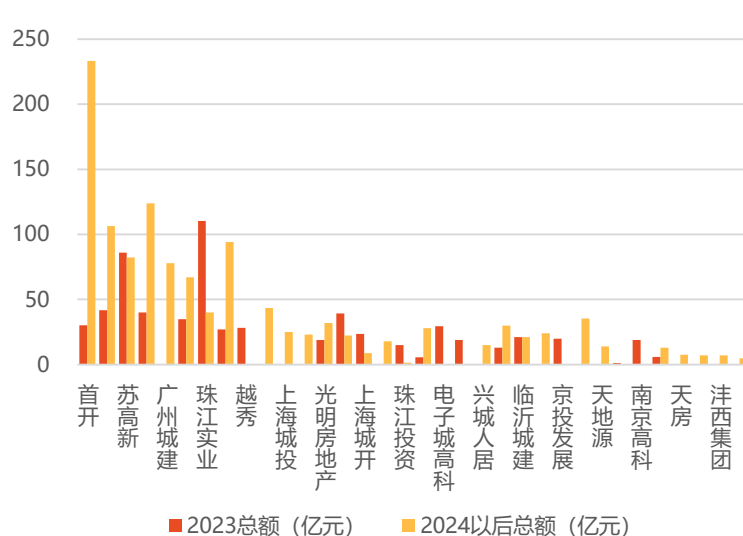
- 2021年6月以来，非城投房企在土地市场活跃度迅速下降，目前土地出让面积主要为城投贡献；
- 土地出让面积占比方面，整体格局已发生深远变化，非城投房企在长三角、华中区域仍保持一定活跃度，其中需求基础牢固的长三角为非城投房企重点深耕区域。通过规划建面也可看出相关变化；
- 从23年1月开始各区域城投托底占比逐渐减少。

图表：各区域城投及非城投拿地占比



资料来源：中指数据库，民生证券研究院

图表：2023年及2024年后部分城投债务偿还额



资料来源：中指数据库，民生证券研究院

03 需求端政策后阶段突破看广州

3.1 需求政策空间：核心二线基本应出尽出

因城施策政策实施的四个阶段：

- 阶段一：放松刚需资格（落户、人才政策、取消外地人二手限购）
- 阶段二：放松改善资格（满足条件可多买一套房、认房认贷调整）
- 阶段三：增加购房能力（降低首付比例）
- 阶段四：提升购房意愿（明文取消限购）

图表：样本一二线城市政策发布时间

城市类型	城市名称	阶段一	阶段二	阶段三	阶段四
一线城市	北京	2022.11.08	\	\	\
	上海	2022.04.12	\	\	\
	广州	2022.06.02	\	\	\
	深圳	\	\	\	\
核心二线	苏州	2022.04.11	2022.05.09	2022.08.12	2022.09.14
	南京	2022.05.20	2022.06.02	2022.08.12	2022.09.21
	杭州	2023.04.17	2022.05.17	2022.11.11	2023.05.18 (部分放松)
普通二线	长沙	2022.04.28	2023.01.23	2023.01.23	\
	青岛	2022.05.06	2023.06.01	\	\
	福州	2022.03.20	2022.08.17	2022.08.16	2023.06.15
压力二线	郑州	2022.02.18	2022.03.01	2022.09.20	2023.04.03
	重庆	2020.04.01	2022.09.02	2022.06.15	2022.06.28
	天津	2022.03.15	2022.08.04	2022.08.04	2022.09.04

资料来源：泽铁咨询大宗商品俱乐部、百家号、网易新闻、政府官网、民生证券研究院

图表：四阶段放松城市分布

城市类型	放松刚需资格	放松改善资格	增加购房能力	提升购房意愿
一线城市	北京、上海、广州	/	/	/
二线城市	东莞、宁波、重庆、杭州、成都、南京、天津、长沙、西安、福州、武汉、苏州、郑州、佛山、合肥、青岛、南宁、泉州、石家庄、长春、哈尔滨、大连、贵阳等，大多二线城市皆调整人才政策	苏州、南京、杭州、长沙、青岛、福州、郑州、天津、贵阳、温州、兰州、太原等	苏州、南京、成都、杭州、长沙、石家庄、杭州、重庆、西安、福州、郑州、福州、郑州、太原、长春、福州、佛山、无锡、南昌、重庆、兰州、东莞、武汉、天津、郑州等	西安等
三四线城市	大多数三四线城市落户有限制	白银、烟台、盐利、六盘水、驻马店、宜春、广元、景德镇、怀化、孝感、蚌埠、衢州、洛阳、株洲、宝鸡、蚌埠、洛阳、周口、信阳、遵义、濮阳、阜阳、荆州、临沂、南平、淮安等，大多咸宁、肇庆、岳阳、襄阳、自贡、三门峡、镇江等	唐山、漳州、马鞍山、台州、廊坊、梧州、安顺、鹰潭、湖州、盐城、银川、乌鲁木齐、西宁、南充、湛江等	身不限购

资料来源：泽铁咨询大宗商品俱乐部、百家号、网易新闻、政府官网、民生证券研究院

3.2

一线政策松绑传言不断，确有一定空间

对比2014年“930”新政、2015年“330”新政，核心一二线城市政策空间犹存，下半年进一步宽松仍值得期待。

图表：一线城市限购、限售、限贷及税费政策

城市名称	限购要求	限售要求	限贷要求	税费
北京	京籍（工作证）已婚2套/单身1套 非京籍满5年社保1套	五年限售 (限竞、共产房)	普宅首套35%/二套60% 非普宅首套40%/二套80%	增值税免征两年； 个人所得税满五唯一免征
上海	单身无房1套/已婚无房2套	五年限售	普宅首套35%/二套50% 非普宅首套35%/二套70%	增值税免征五年； 房产税人均<60平米免征；
广州	单身无房1套/已婚无房2套	两年限售（个人）/三年限售 (人才房)	无房无贷30%/无房有贷首付40%/有房无 贷50%/有房有贷70%	增值税免征两年； 个人所得税满五唯一免征
深圳	深圳户口已婚2套/单身1套 非深圳户口1套	三年限售	普宅首套30%/二套70% 非普宅首套30%/二套80%	增值税免征五年； 个人所得税满五唯一免征

资料来源：政府官网，民生证券研究院

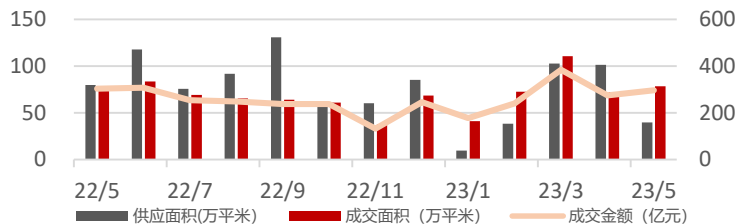
图表：2014-2015年地产政策

2014年“930”新政	<ul style="list-style-type: none"> 对于贷款购买首套普通自住房的家庭，贷款最低首付款比例为30%，贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍，具体由银行业金融机构根据风险情况自主确定。对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。在已取消或未实施“限购”措施的城市，对拥有2套及以上住房并已结清相应购房贷款的家庭，又申请贷款购买住房，银行业金融机构应根据借款人偿付能力、信用状况等因素审慎把握并具体确定首付款比例和贷款利率水平。银行业金融机构可根据当地城镇化发展规划，向符合政策条件的非本地居民发放住房贷款。 银行业金融机构要缩短放贷审批周期，合理确定贷款利率，优先满足居民家庭贷款购买首套普通自住房和改善型普通自住房的信贷需求。
2015年“330”新政	<ul style="list-style-type: none"> 拥有1套住房且房贷未结清的居民家庭再次申请商业贷款购买普通自住房的首付款比例调整为不低于40%；缴存职工家庭使用住房公积金委托贷款购买首套普通自住房的最低首付款比例为20%；拥有1套住房并已结清相应贷款的缴存家庭，为改善居住条件再次申请住房公积金委托贷款购买普通住房，最低首付款比例为30%；个人转卖普通住房，营业税免征期限由以往的5年调整为2年。

资料来源：政府官网，民生证券研究院

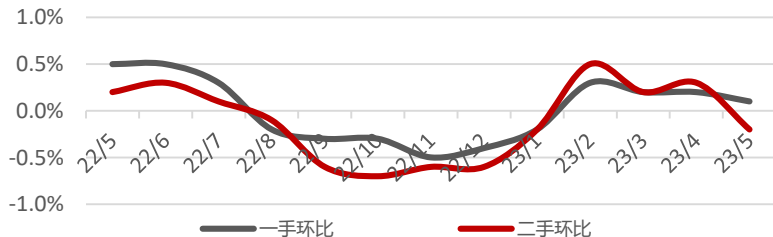
3.3 广州楼市低位震荡，表现较北上深疲弱

图表：2022年5月-2023年5月广州商品住宅供求&成交额数据



资料来源：克而瑞，民生证券研究院

图表：2022年5月-2023年5月广州一二手房价格环比走势图



资料来源：克而瑞，民生证券研究院

图表：近4年1-5月广州商品房成交面积&成交金额统计

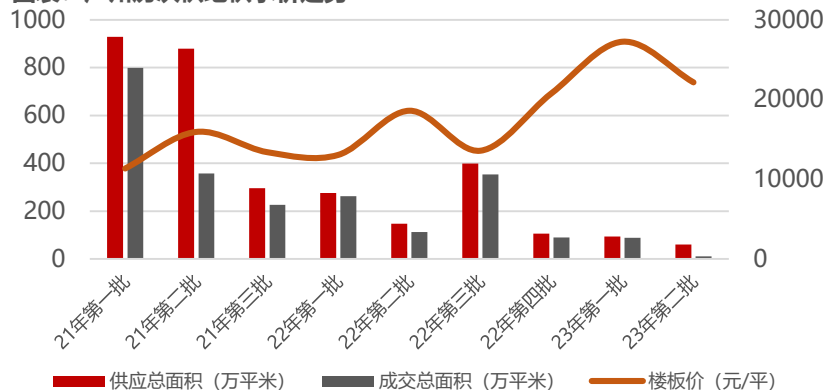
广州商品房市场	成交面积 (万平方米)	成交总额 (亿元)
2020年1-5月	343.71	818.06
2021年1-5月	709.33	2402.01
2022年1-5月	463.68	1472.79
2023年1-5月	497.46	1603.68
同比	12.00%	9.00%

资料来源：克而瑞，民生证券研究院

地楼市双承压，广州房地产市场压力仍在。2023年1-5月广州商品房网签成交497.49万㎡，同比增长12%，成交金额累计1609.68亿元，同比增长9%。

广州2023年首轮土拍共挂牌8宗地，成交7宗。4宗溢价15%成交，3宗底价成交，1宗撤销出让，最终收金294.40亿元。在最新批次的广州土地出让中，拟出让的5宗地块以2宗触顶摇号、2宗流拍以及1宗提前摘牌宣告结束，最终成交总价为23.3亿元。

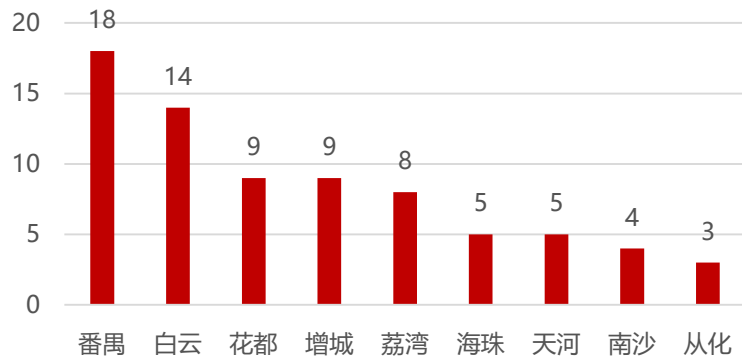
图表：广州历次供地供求价走势



资料来源：克而瑞，民生证券研究院

3.4 土地出让承压，或更积极争取政策突破

图表：截至2023年6月2023年广州各区宅地供应数量（宗）



资料来源：克而瑞、民生证券研究院

2023年广州住宅土地供应总量为77宗，较去年下降4宗，主要供给区域为番禺区及天河区。

广州总体宅地数量供应充足，但是部分相对非热门区域成交量较低，地产商为了维持公司整体利润，会倾向于选择核心区域的热门地块拿地，从而导致区域分化明显。

2023年6月13日，广州第二批次出让住宅土地，总共出让8宗，流拍6宗，成交2宗，分别由保利置业和佛山隽智房地产拍得，成交面积分别为5.12万平方米和5.38万平方米，成交处于低位。

整体来说，广州土地供应相对充足，但是房地产商的拿地热度很低，竞拍参与度较低，地块分化明显，可看出广州房地产市场整体热度较低，预计将导致未来商品房整体供应量小幅下滑。

图表：2023年广州各批次土拍情况汇总

批次	用地性质	推出土地宗数 (宗)	推出规划建面 (万平米)	推出楼面均价 (元/平米)	成交土地 (宗)	成交规划建面 (万平米)	成交楼面均价 (元/平米)	平均溢价率 (%)
第一批	住宅用地	6	93.03	22164	5	84.74	27262	13.41%
第二批	住宅用地	8	60.11	14651	2	10.51	22159	15.00%

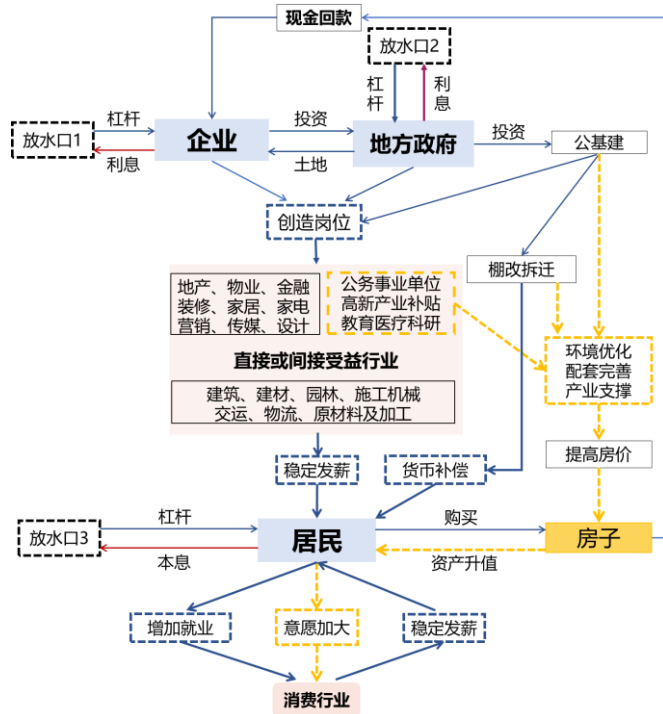
资料来源：中指云、民生证券研究院

04 核心观点及投资建议

4.1 支柱地位明确，投资端入手能解决根本

房地产行业作为国民经济支柱的地位明确，而从投资端入手能根本解决经济下行的困境，地产投资能稳定居民对岗位和收入的信心。

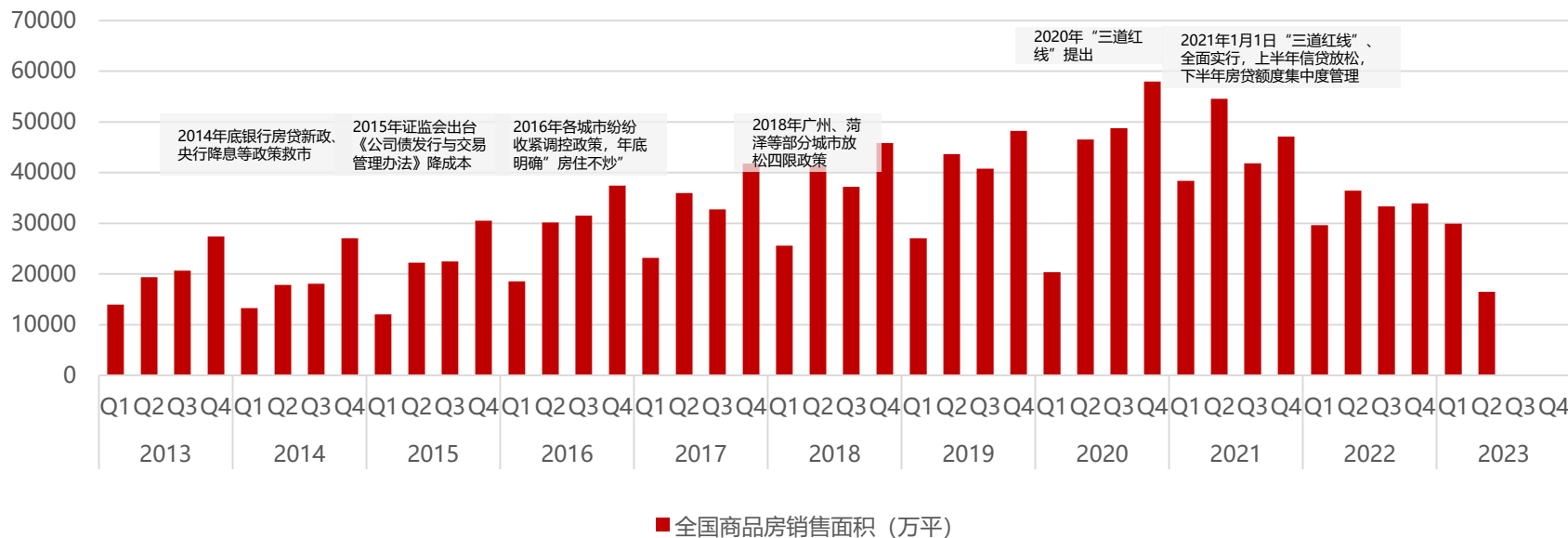
图表：地产投资与需求端的外部性影响



资料来源：民生证券研究院

4.1 支柱地位明确，投资端入手能解决根本

图表：2014年至今全国商品住宅房成交走势与房地产重要政策出台时间



注：2023Q2销售面积不含6月数据，为4-5月销售情况

资料来源：国家统计局，民生证券研究院整理

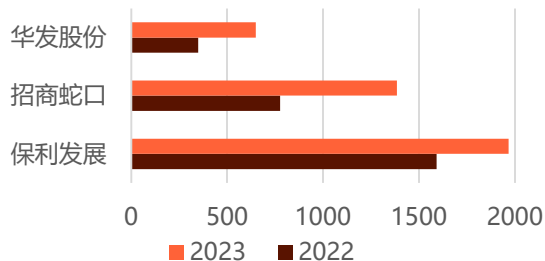
4.2 积极参与博弈，A股高成长港股低估值

我们预计7-9月市场基于政策的博弈行情机会较为突出，未来建议关注市场回款率高，估值稳定的地产开发企业。

A股-高成长企业

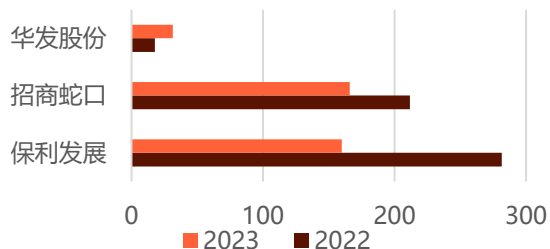
特点：销售增速快、拿地城市范围谨慎

图表：1-5月A股高成长企业销售情况（亿元）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：1-5月A股高成长企业拿地情况（万平方米）

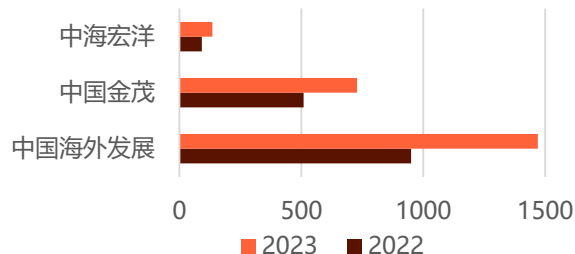


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

港股-低估值企业

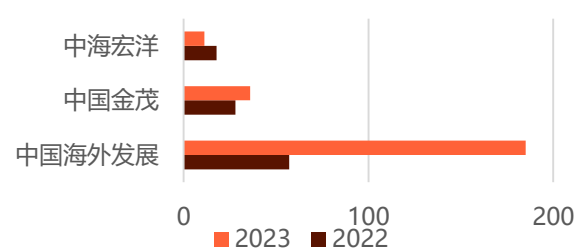
特点：安全稳、估值低、销售也有保证

图表：1-5月港股低估值企业销售情况（亿元）



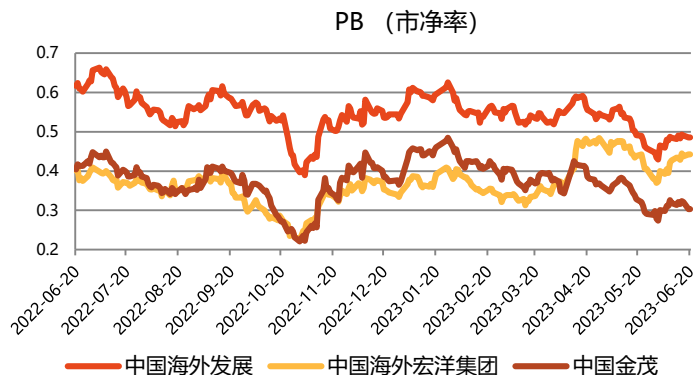
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：1-5月港股低估值企业拿地情况（万平方米）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：港股低估值企业PB估值



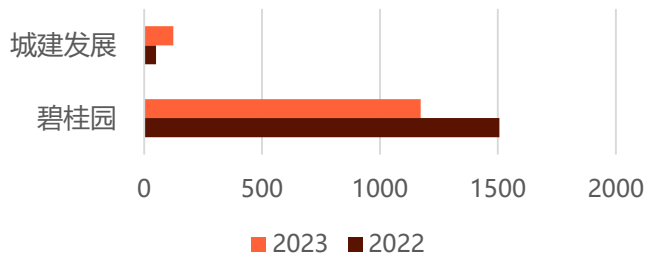
资料来源：wind，民生证券研究院

4.2

积极参与博弈，A股高成长港股低估值

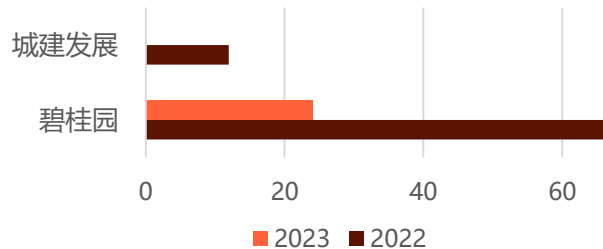
高弹性政策博弈品种

图表：1-5月高弹性企业销售情况（亿元）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：1-5月高弹性企业拿地情况（万平方米）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

- **政策调整风险：**如果地产行业政策调整，可能会对市场销售、项目盈利、企业融资等造成不同程度的影响。
- **房价大幅下跌风险：**如果房价进一步疲软，可能会导致全行业存货计提减值风险。
- **土地价格上升风险：**在货币宽松的背景下，闲置资金可能流入房地产领域，增加土地拍卖竞争参与者，抬升地价，如果限价不随之变化，则全行业的盈利水平存在压缩风险。
- **市场进一步下行风险：**当前市场尚未企稳，如果出现继续下滑，可能加重企业流动性压力。

THANKS 致谢

民生地产研究团队：



分析师 李阳

执业证号：S0100521110008

邮件：liyanyang_yj@mszq.com

研究助理 陈立

执业证号：S0100122080002

电话：18817507365

邮件：chenli_yj@mszq.com

研究助理 徐得尊

执业证号：S0100122080038

电话：13818319641

邮件：xudezun@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%～15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。