

# “稳”字当头，业绩为王

## ——房地产板块2019年中期策略

分析师：杨柳 执业证号：S0100517050002  
研究助理：由子沛 执业证号：S0100118010012  
研究助理：侯希得 执业证号：S0100118080033

2019年6月26日

风险提示：房地产调控政策收紧

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

守 民  
正 生  
出 在  
新 勤



## ■ 上半年的总结与展望

行业基本面上看，销售方面，1-5月全国商品房销售面积小幅负增长，但仍略超预期，总体仍保持一定韧性；其中一二线城市见底回升，三四线城市销售较差。投资方面，1-5月房地产投资增速年内首次回落，且土地购置费持续负增速，下半年投资增速或将加速下滑。资金方面，一季度资金面较为宽松，自5月17号银保监会23号文开始，融资开始收紧，到位资金遇冷，预计将导致下半年土地市场下行。总体而言，全国基本面周期性见顶的迹象明显，除少数热点一二线城市房价仍有上涨压力外，大多数城市基本房价趋稳甚至略有下行。

政策方面，“一城一策”仍是主流思路，如近期苏州、西安等房地产市场较为火热，政策调控力度加大。我们认为一二线城市的政策宽松预期降低，而三四线仍有放松空间。

## ■ 下半年的板块投资策略

通过对历年数据的整理，我们发现地产超额收益的拐点领先销售增速的拐点3-6个月，房价加速上涨的拐点对应着地产股超额收益结束的起点，且当土地溢价率较低时，往往预示着地产板块走强的开始；此外，国内降息后地产板块往往具备绝对收益与相对收益，在7月配置地产到年末通常也具备绝对收益与相对收益，政策的边际拐点对应着超额收益的拐点。

## ■ 投资建议

我们仍坚持去年底撰写的2019年年度投资策略中提出的观点，即房地产板块投资的主线逻辑有三方面：（1）从政策博弈逐渐转向业绩为王；（2）从规模导向逐渐转向利润导向；（3）行业集中度提升的逻辑仍将延续，但速度将明显降低。近期地产融资收紧但板块并未大幅波动，显示板块估值已经见底。融资收紧背景下龙头房企优势将更加凸显，建议关注：A股的万科A、保利地产、招商蛇口、华夏幸福、新城控股、阳光城、中南建设等，以及H股的融创中国、中国恒大、新城发展控股、龙光地产、合景泰富集团等。

### 风险提示：房地产调控政策收紧

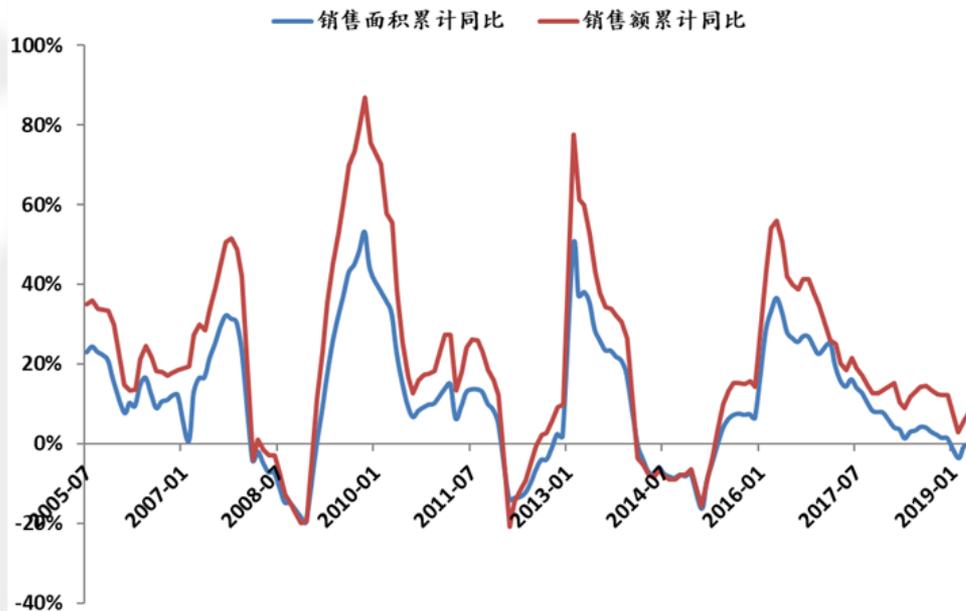
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

# 一、上半年行业总结与展望

## 销售：全国商品房销售回落，但基本面总体保持稳固

- 1-5月累计销售面积同比-1.6%，下降1.3pct；销售金额累计同比+6.1%，回落2.0pct。
- 其中，3月、4月商品房销售金额与销售面积增速均有所回暖，一方面体现出3-4月一二线“小阳春”带来的市场回暖，另一方面也显示三四线市场并未过分变差。
- 419政治局会议重提“房住不炒”后预期趋稳，全年销售面积预计仍为负增速。

图1：商品房销售情况



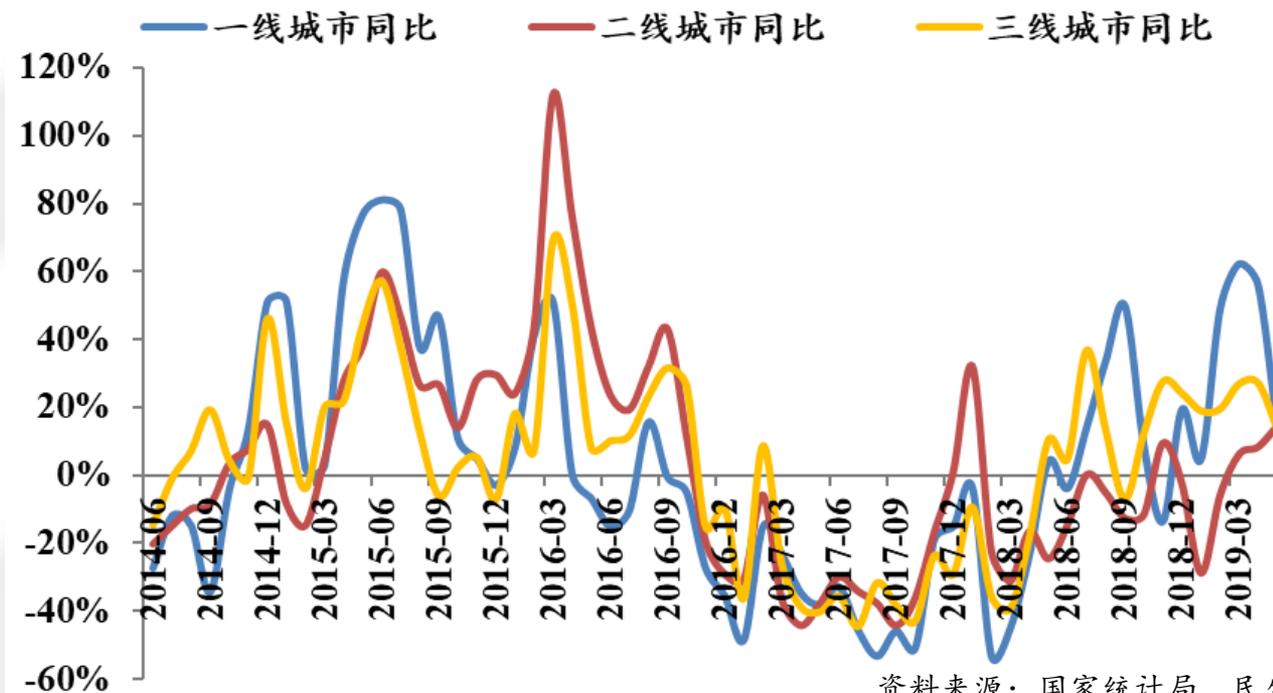
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

## 销售：一二线城市见底回升，三四线城市销售较差

- 一二线城市自2016年3月调控开始收紧，需求已被压抑三年，在房贷利率走低，部分二线城市落户门槛放宽的刺激下，购房需求今年开始集中释放，一二线城市一季度销售出现“小阳春”；
- 2019年多个省市棚改目标腰斩，棚改货币化大幅收紧，三四线城市需求大幅走弱；

图2：30大中城市成交面积同比（移动8周平均）



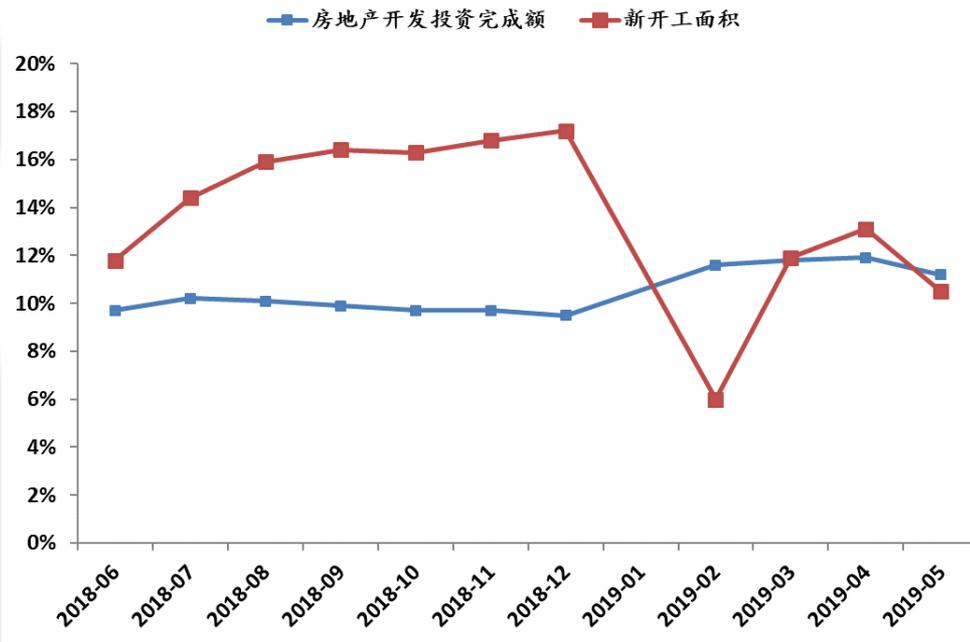
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

## 投资：增速年内首次回落

- 1-5月房地产投资同比+11.2%，相比上月下降0.7pct，单月增速9.5%，出现较大幅度下滑，但仍超出此前市场预期。
- 在土地成交价款这个先行指标增速前期的持续回落，叠加近期地产融资收紧的背景下，推测下半年地产投资增速或将加速下行，但考虑到建安投资的韧性较强且权重较大，将可对投资形成较大支撑，亦不必担忧投资的断崖式下滑，预计全年增速7%左右。

图3：房地产开发投资完成额与新开工面积累计同比



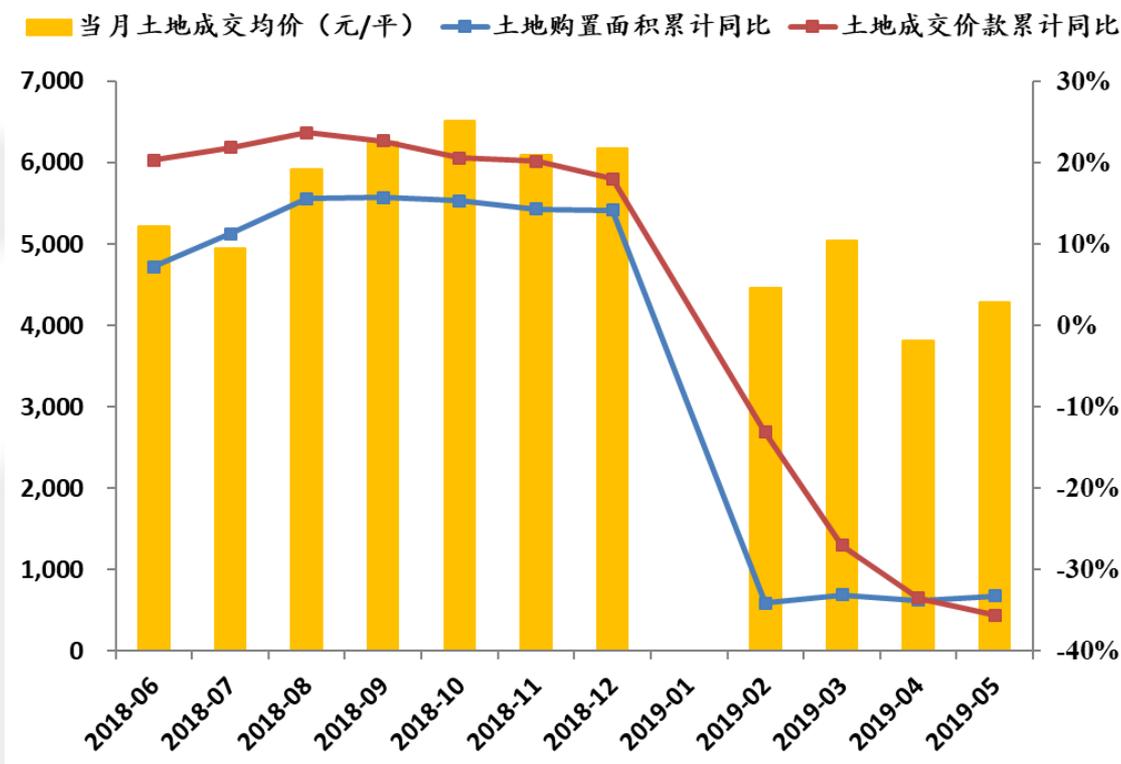
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

## 投资：土地购置持续负增速

- 1-5月土地购置面积同比-33.2%，微升0.6pct；土地成交价款同比-35.6%，下降2.1pct。
- 土地成交作为土地购置费的先行指标，其持续缩量或将拖累后续投资增速。

图4：土地购置与成交情况



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

## 投资：预计下半年土地市场下行

- 2018年土地市场降温迹象明显，土地成交增速逐季度回落，而2019年一季度则呈现底部略有环暖的态势。
- 2019年一季度一方面房地产市场销售回暖，另一方面资金较为宽松，房企拿地积极，土地成交溢价率也开始上行。
- 2019年5月17日，银保监会23号文开始收紧房地产非标融资，之后又传出5家地产公司因为拿地王被暂停ABS与债券发行的传闻，6月13日，郭树清在陆家嘴论坛上提到房地产行业过度融资会挤占其它行业信贷资源。在融资遭遇收紧的背景下，下半年土地市场大概率下行。

图5：百城土地出让金及累计同比

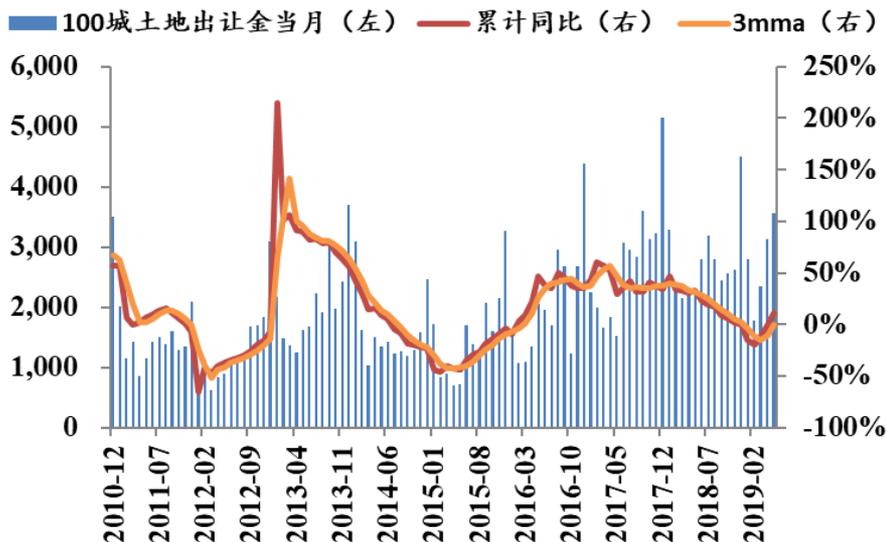
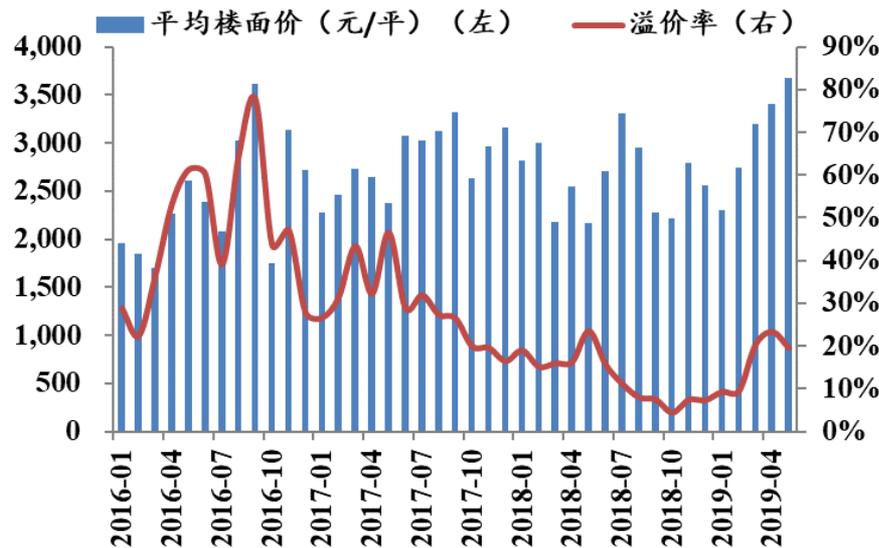


图6：百城土地成交平均楼面价及溢价率



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

## 资金：1-5月资金面较为宽松，6月融资开始收紧

- 房企融资成本趋势：2019年1-5月资金面较为宽松，房企融资成本下行明显；然而以5月17日银保监会23号文为开端，房地产融资重新开始收紧，资金短缺背景下，预计下半年房企融资成本将重新开始上升；
- 典型房企发债利率变化：典型房企一季度发债利率均呈现下行态势，如万科2019年2月26日发行的公司债票面利率仅为3.65%，相比2018年10月29日发行的公司债4.18%的票面利率下行了53bp；而成长型的房企如阳光城，2019年4月24日发行的两笔ABS，票面利率分别为5.5%和6.5%，而其2018年发行的ABS票面利率区间则为6.95%-7.5%；
- 按揭贷款利率趋势：根据融360发布数据，2019年5月，全国首套房贷款平均利率为5.42%，较上月下降6BP，首套平均利率连降半年，目前已经降至2018年以来最低水平；二套房贷款平均利率为5.74%，较上月回落8BP。和首套房贷款利率一样，二套房贷款平均利率也为2018年至今最低水平，比2018年1月低了2个BP，比2017年12月高1BP。然而6月13日郭树清在陆家嘴论坛上特别提到“住户部门杠杆率”，认为房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为，之后6月15日传出人民银行成都分行发出紧急通知，要求各家银行一手房按揭利率重新开始上调的消息。

图7：房地产信托年收益率

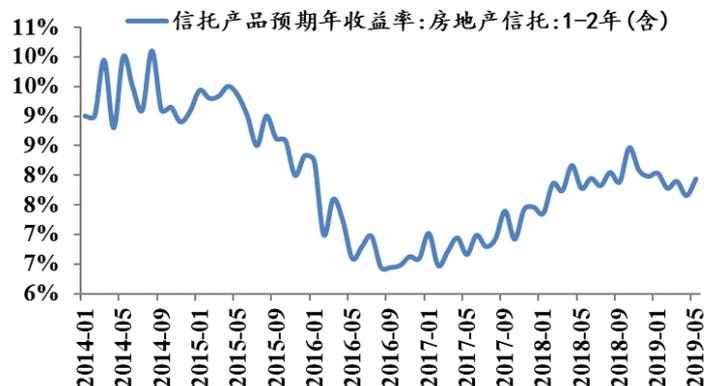
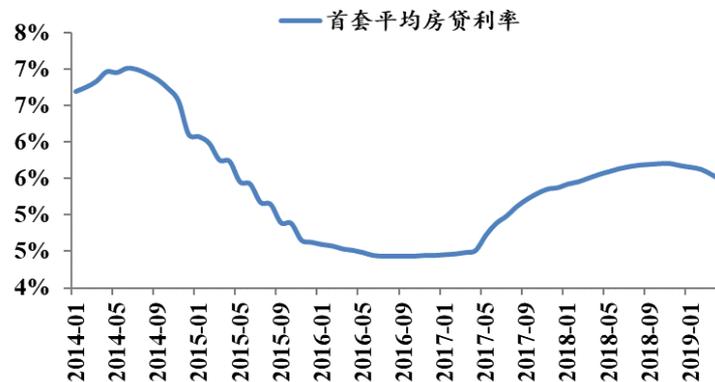


图8：首套平均房贷利率



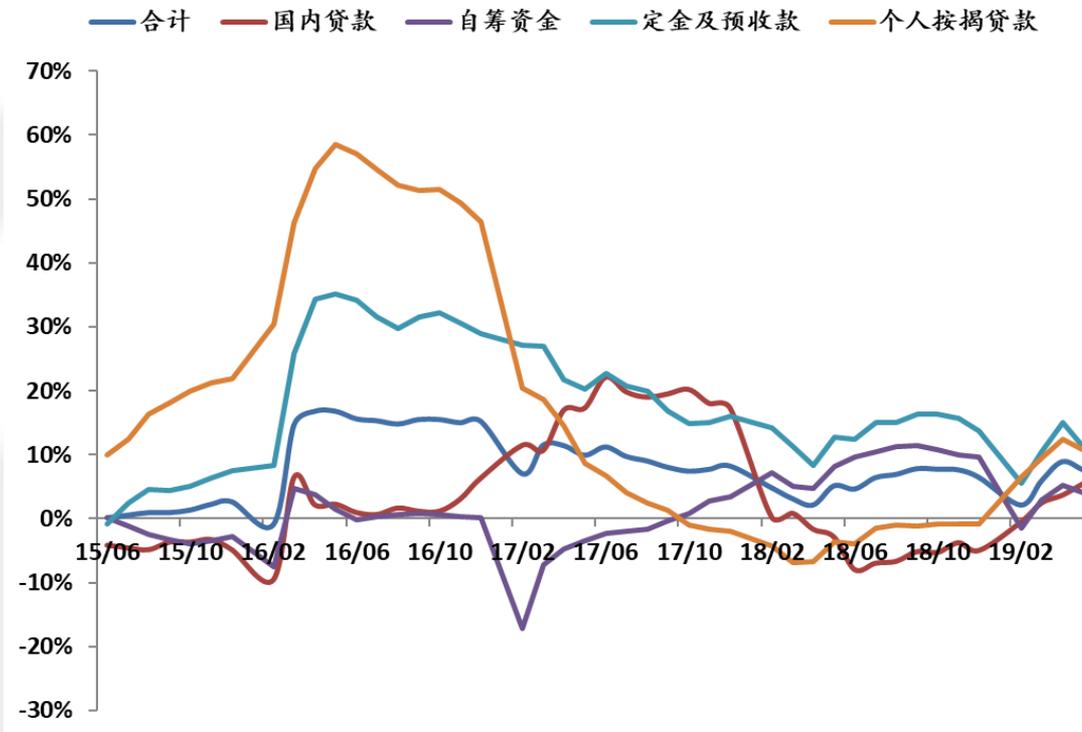
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，民生证券研究院

## 资金：融资收紧，到位资金遇冷

- 1-5月房企到位资金同比+7.6%，下降1.3pct，单月增速从上月18.4%回落至3%
- 除国内贷款外各个分项增速均有回落，而在监管强调严控非标的背景下，预计国内贷款增速后续也将回落。

图9：房地产开发到位资金累计同比



## 房价：全国基本面周期性见顶的迹象明显

- 2018年末经济工作会议与住建部均强调要“稳地价，稳房价，稳预期”，政策既不允许房价大幅上涨（苏州），也不希望房价大幅下跌（湖北恩施）
- 目前不同城市房地产市场分化较大，全国整体来看基本平稳，少数热点一二线城市房价仍有上涨压力，大多数城市基本房价趋稳甚至略有下行

图10： 房价指数和同比涨幅

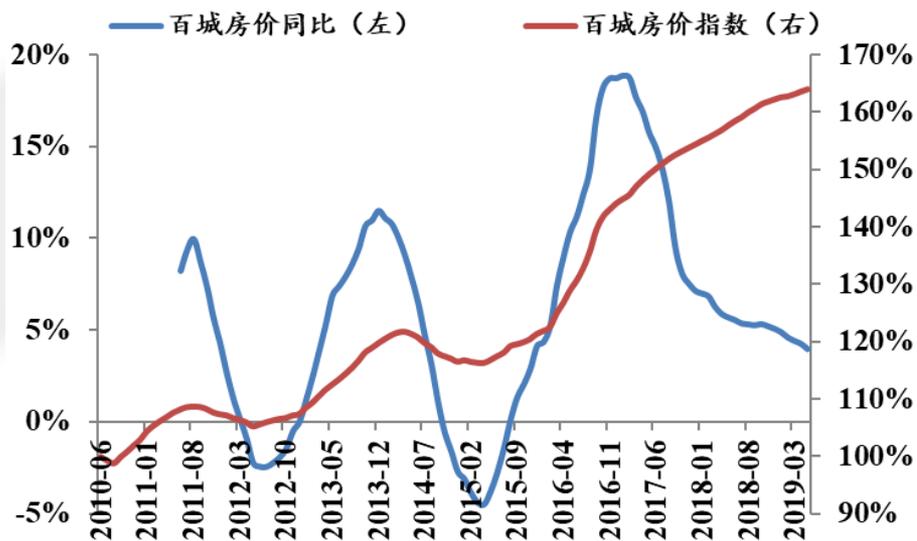
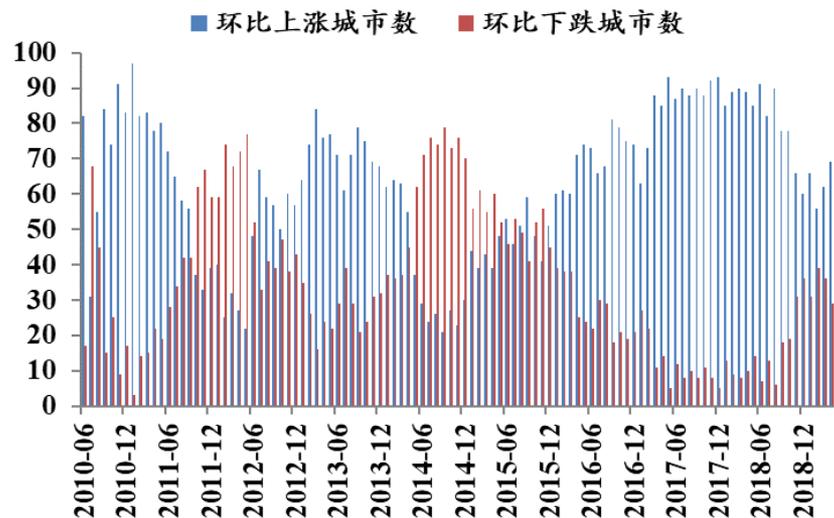


图11： 百城房价环比上涨城市数量和环比下跌城市数量



资料来源：Wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

## 政策：“稳”字当头，因城施策

- 北京、杭州、大连等地积极完善人才引进机制，落户条件有所放松；
- 苏州受长三角一体化预期影响，房地产市场过热；5月以来针对土地、房地产的调控政策不断，以实现市场降温。

表2：近期各地房地产政策

城市	政策	收紧(红)/宽松(绿)
北京	5月19日：放宽户籍限制，申请人不再要求具有本市户籍，只需申请当月前三个月在海淀区工作并连续缴纳社保即可，“海英人才”及特殊人才还可适当放宽条件。放宽住房限制，申请人及家庭成员在本市有住房，但距离申请人工作单位超过15公里的，也可申请人才公租房。	绿
深圳	6月12日：出台城市更新新规：城中村采用微改造方式，不大拆大建	红
苏州	6月10日：房地产开发企业应在工业园区项目由电脑随机抽取不少于项目当期预(销)售许可建筑面积60%的优购房。此次购房政策申请对象，主要是在园区就业、创业并连续缴纳社保或个税12个月及以上，且个人及家庭(含未成年子女)在苏州无自有住房的本科及以上学历及以上人才，或园区认定的其他紧缺人才。 5月17日：苏州市吴江区自然资源和规划局于5月17日发布《关于吴地网(2019)7号公告地块挂牌出让的补充公告》，该宗地块的市场指导总价、网上竞价中止价格及一次性报价全部降低。其中网上竞价中止价降幅16.05%，一次报价最高限降幅为18.77%。此前，因近三个月房价上涨过快，住建部对苏州等10城进行了预警提示。 5月16日：园区“五年一学位”政策调整为九年内认定一名地段生(初中、小学不分段，同一家庭多名子女不受限制)；对园区范围内新取得预(销)售许可的商品住房，房地产开发企业应当将不少于预(销)售许可建筑面积60%的住房优先出售给在园区就业、创业并连续缴纳社保或个税12个月及以上，且个人及家庭(含未成年子女)在本市无自有住房的本科及以上学历及以上人才，或园区人才办认定的其他高层次紧缺人才；房地产开发企业在人才优先购买后，方可公开销售60%范围内的剩余住房。 5月11日：苏州市发布《关于进一步促进全市房地产市场持续稳定健康发展的补充意见》，意在落实稳地价、稳房价、稳预期的要求，遏制投机炒房，精准施策，合理引导市场预期。在苏州工业园区全域内，新取得预(销)售许可的商品住房，实行人才优先购买政策。 4月30日：鼓励个人出租住房，允许租房打隔断。	红
南京	6月4日：南京高淳区限购放松，外地人凭居住证、用工合同等可直接购房。	绿
杭州	5月29日：目前浙江省人才市场已经明确发布了人才落户办理指南，大专落户政策开始落地实施。大专学历人才引进落户目前只需满足两个条件即可：1.35周岁以下；2.在杭工作并由用人单位正常缴纳社保。其中，根据部门解释，此项要求是指个人社保显示“在缴”即可，即使社保仅缴纳一个月亦可。	绿
西安	6月20日：(1)从市外迁入户籍的居民家庭(退伍转业、家属随军落户的除外)在本市住房限购区域范围内购买商品住房或二手住房的，应落户满1年，或在本市连续缴纳12个月的社会保险(或个人所得税)。(2)非本市户籍居民家庭在本市住房限购区域范围内无住房且能够提供5年以上(含5年)个人所得税或社会保险证明的，方可购买1套商品住房或二手住房。(3)将临潼区纳入住房限购范围，严格执行我市住房限购政策。	红
天津	6月17日：天津工行、兴业首套住房上调房贷利率，利率最低上浮5%起步，二套上浮20%左右。	红
成都	6月14日：人民银行成都分行发出紧急通知，要求各家银行一手房按揭利率首套不得低于上浮15%，二套不得低于上浮20%。	红
大连	6月12日：高层次人才住房采取发放安家费方式，标准为尖端人才500万元，领军人才260万元，高端人才120万元，青年才俊30万元，按照60%、20%的比例分3年发放。高层次人才须履行劳动(聘用)合同满3年，不满3年的，从解除合同之日起停发剩余安家费。	绿
厦门	6月11日：厦门市住房保障和房屋管理局发布通知称，拟修订申报方案，申请中央财政奖补资金每年8亿元，用于培育本市住房租赁市场健康成长，包括建立机制、建设平台、筹集房源、规范运营、筹资融资等，试点示范期为3年。	绿
长沙	5月6日：二套房契税优惠取消政策只针对内五区的住房。	红

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：政府官网，民生证券研究院

## 政策：一二线政策宽松预期降低，三四线仍有放松空间

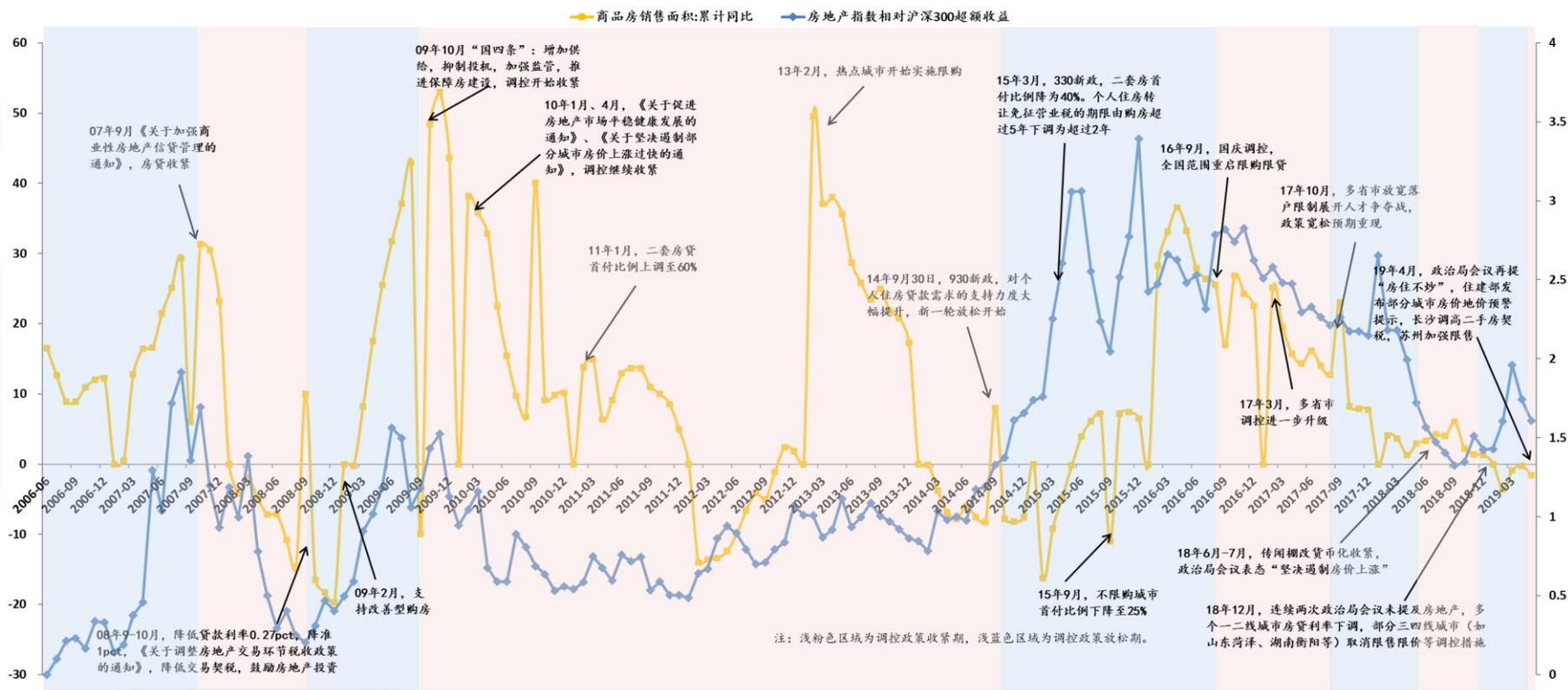
- 根据我们之前对房地产基本面与房地产政策、货币政策关系的分析：一季度房地产行业基本面向好，投资、销售、新开工等数据持续超预期，因此导致调控政策重新开始收紧；然而，一季度地产投资增速超预期与土地购置费的分期付款及建安投资的支撑有较大关系，而销售增速的超预期则与一二线城市一季度“小阳春”需求的集中释放有关，本身均并不具备可持续性，因此一旦政策收紧，行业数据三季度将可能出现超预期下滑，到时在经济与财政的双重压力下，地产政策将出现新一轮小幅放松的可能，预计时间可能出现在三季度末或四季度初。
- **一二线城市政策再进一步加大放松力度的必要性在降低：**一二线城市对人口吸引力度较大，本身即为长期人口净流入，且房地产库存较低，住宅市场整体呈现供不应求的态势，同时政策强调“房住不炒”“稳房价稳地价稳预期”，因此一二线城市短期内政策进一步宽松的可能性并不大。
- **三四线城市根据因城施策仍有放松空间：**在棚改货币化收紧后，部分中西部地区的三四线城市需求快速走弱，库存重新走入上升通道，供求关系不平衡下，房价出现下跌风险，对这些城市同样需要“稳地价稳房价稳预期”，防止出现系统性风险，因此三四线城市，特别是非都市圈的弱三四线城市，下半年调控政策仍有放松空间。

## 二、下半年地产板块投资策略

## 地产指数与政策

■ 政策的边际拐点对应着超额收益的拐点

图12： 房地产超额收益率与政策变化



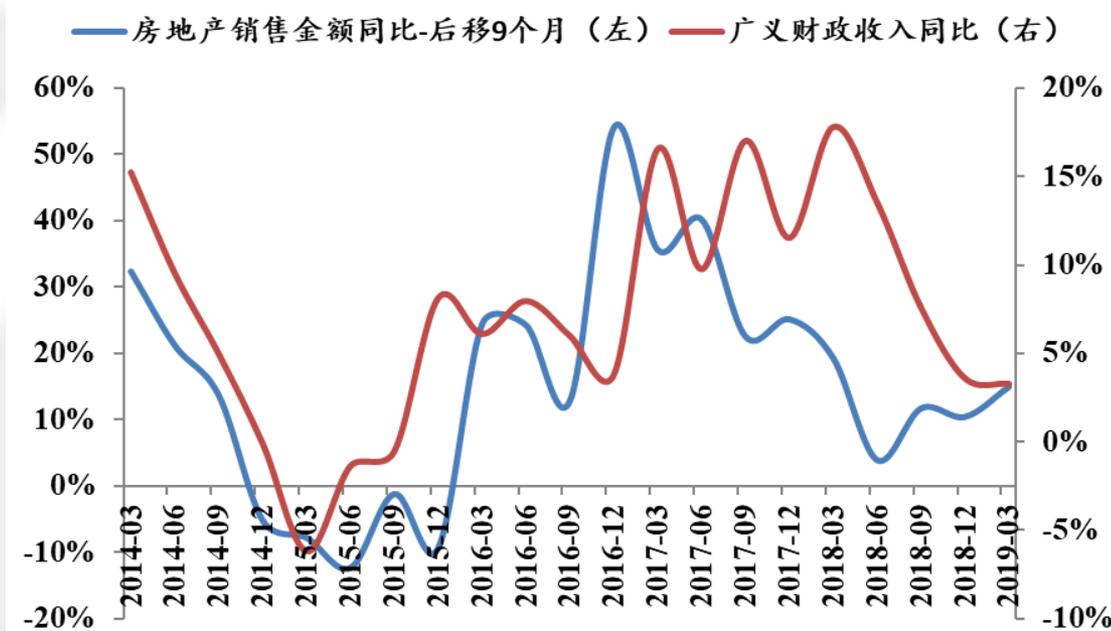
资料来源：政府官网，Wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

## 理解地产股价-行业基本面-政策的三者相互关系

- 地产板块估值跟随政策波动，而政策调控则基于行业数据；
- 地产股价-基本面-政策三者的链条是一个不断博弈的循环：房地产基本面变好销售增速上升——地产公司库存快速去化，积极拿地补库存——行业过热，房价地价双高，政策开始收紧——地产股杀估值——房地产基本面变差销售增速下降——地产公司库存积压拿地放缓——土地出让金下降财政压力增大——政策开始放松——地产股估值提升——房地产基本面再次变好；

图13： 房地产销售与财政收入的相关性



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，民生证券研究院

## 地产指数与销售

- 超额收益的拐点领先销量增速的拐点3-6个月；
- 房价加速上涨的拐点对应着地产股超额收益结束的起点，而房价同比增速的低点则也往往意味着地产板块超额收益的开始。

图14：房地产超额收益与全国房地产销量

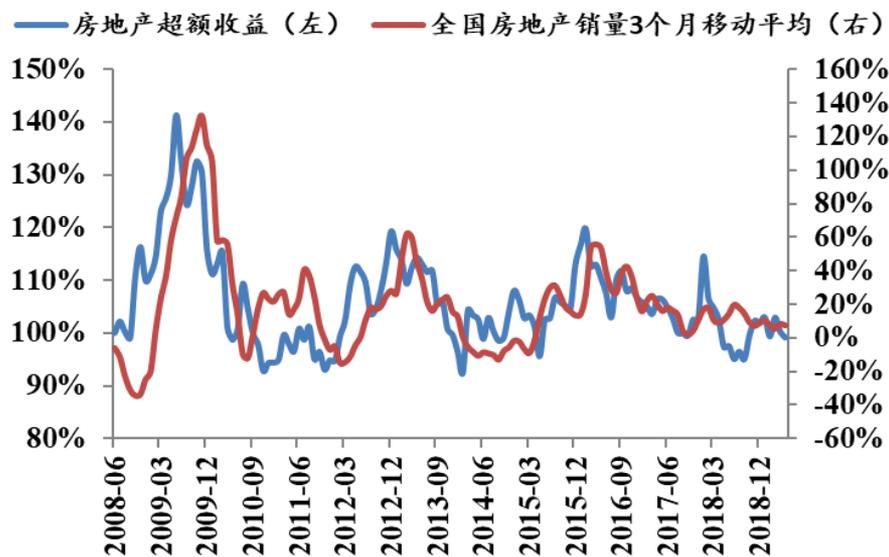
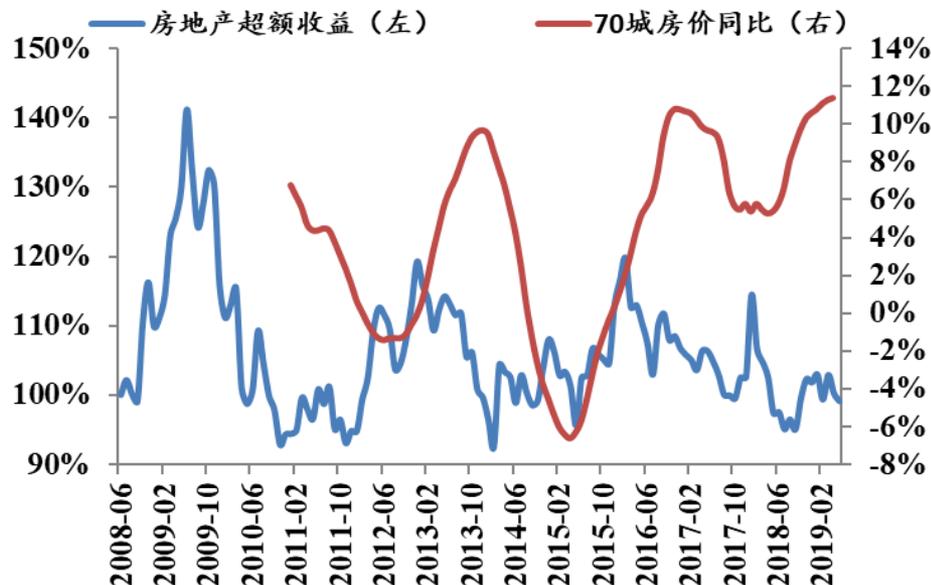


图15：地产股超额收益与百城房价指数



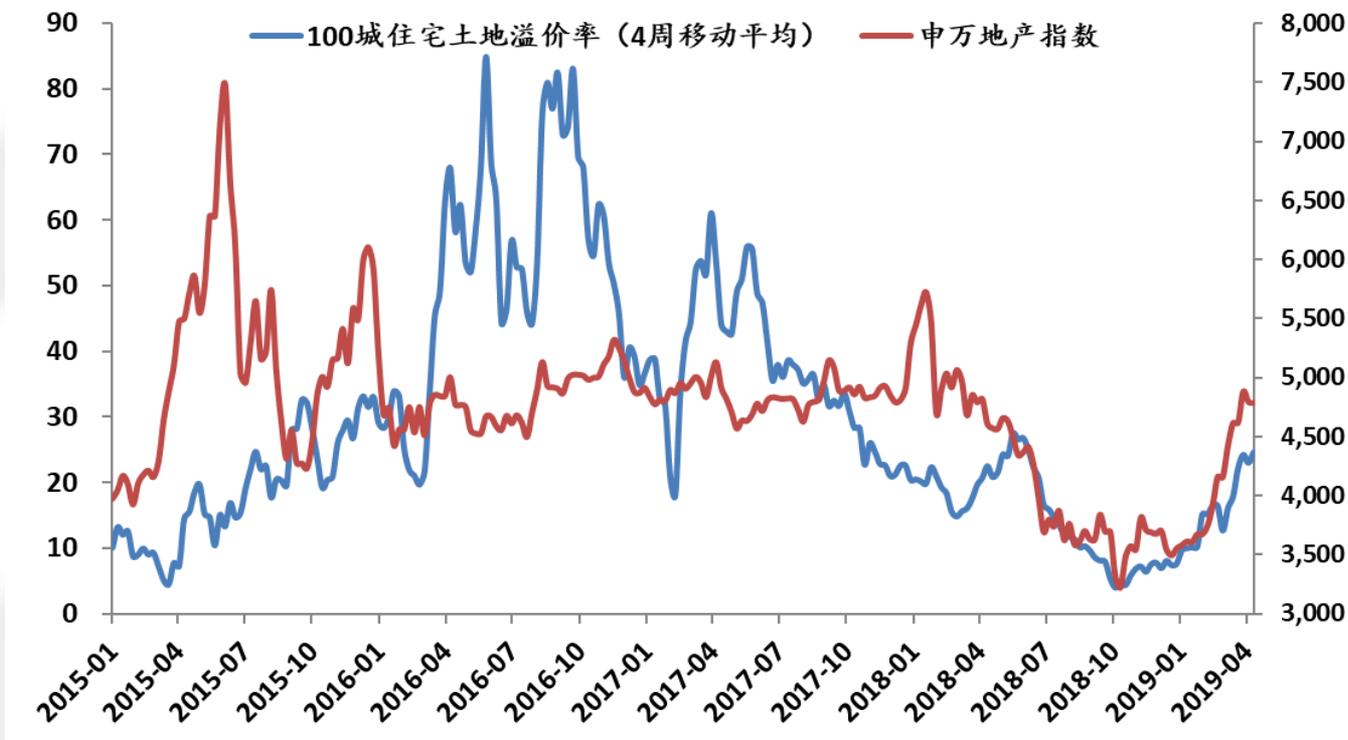
资料来源：Wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

## 地产指数与土地溢价率

- 土地的溢价率往往反映市场对未来房价的预期，因此当土地溢价率较高时，往往预示着政策调控的开始，而土地溢价率较低时，则往往预示着地产板块走强的开始。

图16： 申万地产指数与100城住宅土地溢价率



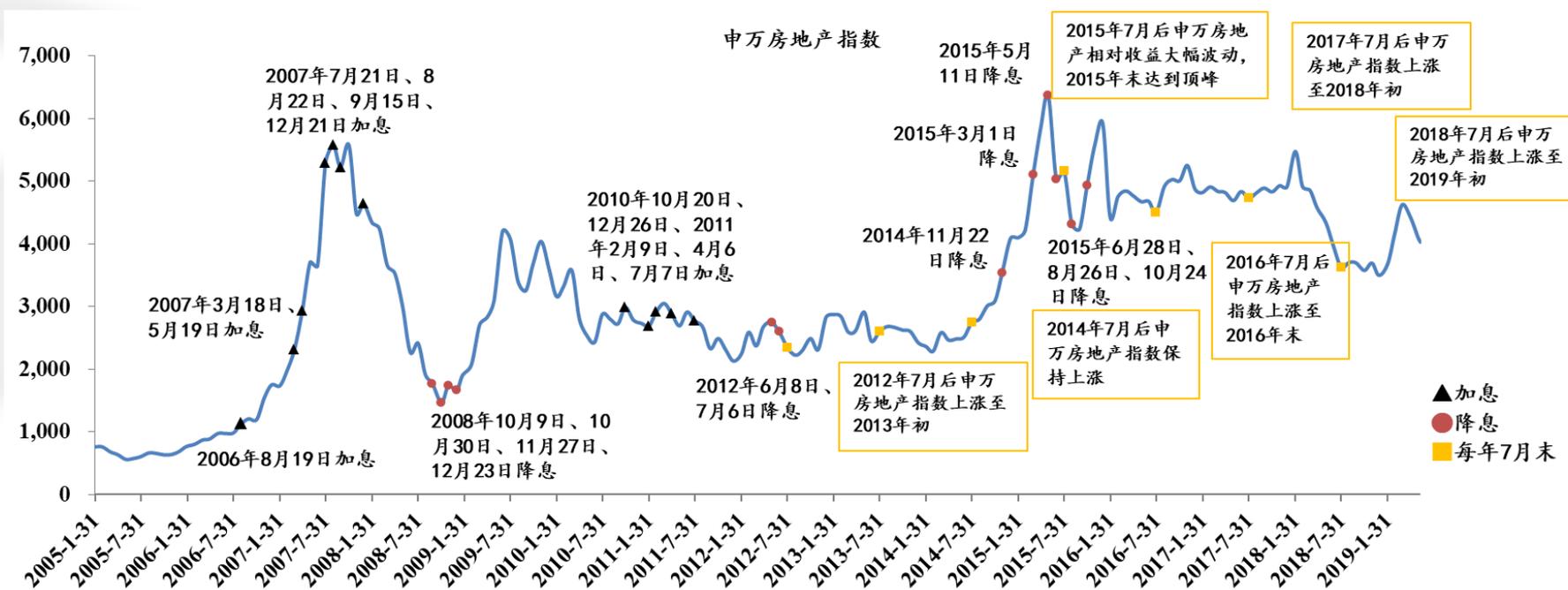
资料来源：Wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

## 地产指数与利率

- 美联储议息会议释放鸽派信号，全球央行降息趋势逐渐明朗
- 国内降息后地产板块往往同时具备绝对收益与相对收益
- 在7月配置地产到年末通常也具备绝对收益与相对收益（近10年仅2013年例外）

图17： 申万地产指数与利率变化



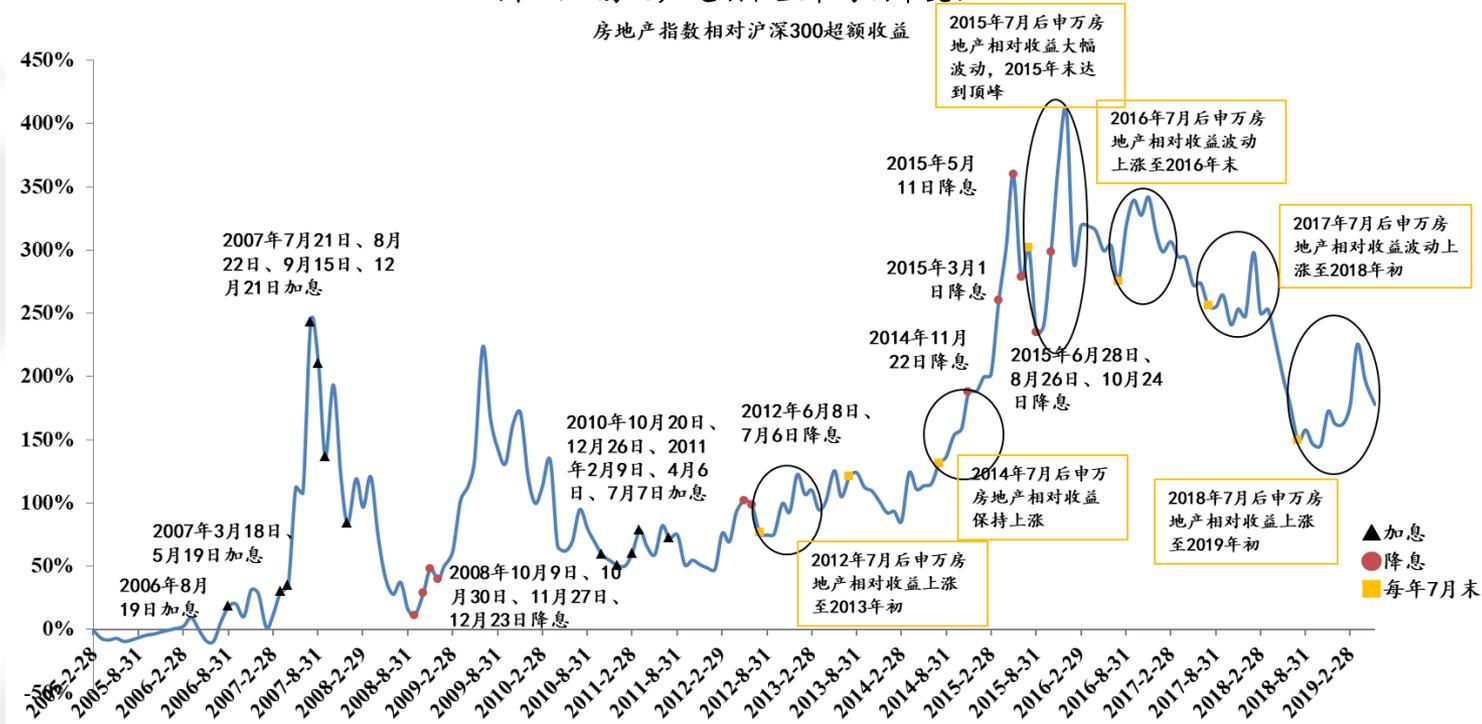
资料来源：Wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

## 地产指数与利率

- 美联储议息会议释放鸽派信号，全球央行降息趋势逐渐明朗
- 国内降息后地产板块往往同时具备绝对收益与相对收益
- 在7月配置地产到年末通常也具备绝对收益与相对收益（近10年仅2013年例外）

图18： 房地产超额收益率与利率变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

## 三、投资建议

## 结论与投资建议：板块估值仍处低位，数据回落融资收紧有利行业龙头集中度进一步提升

我们认为，2019年下半年房地产板块投资的主线逻辑，相比于2018年，将会有以下三方面的转变：

- **（1）从政策博弈逐渐转向业绩为王。**回顾2018年，政策基调以严为主，但由于中央和地方政府博弈的存在，以及上一轮房价上涨周期在三四线的延续，使得具体调控政策经历了从年初的宽到年中的严，又从年中的严到年末逐渐放宽的几轮变化，一定程度上扰乱了市场的预期，使得地产板块估值对政策变化极为敏感。未来我们认为，政策将以“稳房价、稳地价、稳预期”为核心思路，我们预计未来一段时间的政策波动将大幅减小。在这种情况下，板块的投资思路也自然的将从政策博弈的估值层面逐渐转向业绩为王的基本面层面，业绩靓丽地产公司，将更受投资者的关注。
- **（2）从规模导向逐渐转向利润导向。**在过去的几年中，由于市场的火爆和三四线的崛起，以及行业集中度的快速提升，诸多房企经历了规模的快速提升，很多中型房企也在努力冲销售规模和排名。在行业市场规模快速扩张、房价上涨的整体牛市阶段，采用高周转努力做大市场份额的确是行之有效的方法。然而当市场步入平稳发展期之后，利润率将逐渐取代销售规模成为投资者更关注的指标。在这种情况下，拥有优质土地资源或者低价获取土地能力、较高经营管理以及成本管控能力，能够做出优质而精细化产品的房地产企业，即便销售规模未能名列前茅，然而由于净利润方面的优势，也能够得到资本市场的青睐。

## 结论与投资建议：板块估值仍处低位，数据回落融资收紧有利行业龙头集中度进一步提升

- **(3) 行业集中度提升的逻辑仍将延续，但速度将明显降低。**过去几年中，受到三四线城市的火爆行情的吸引，一线房企纷纷下沉布局，依靠其本身强大的运营周转能力和品牌优势，降维打击般抢占了大批三四线城市当地小型房企的市场份额，这是之前行业集中度提升的最主要逻辑。未来，虽然一线房企仍将在融资端、拿地端、销售端继续享有较大优势，但由于三四线市场的逐步降温，一线房企大幅蚕食小型房企市场份额的大前提也将逐渐消失，虽然房企间的竞争、并购拿地仍将长时间存在，行业集中度的提升也仍将是长期的趋势，但由于竞争的逐渐白热化，这一趋势的速度无疑将在2019年明显放缓。对于上市房企来说，过去几年的对手可能只是三四线本地的小型房企，不堪一击，然而未来将面临的对手可能将越来越强大，这对公司本身的运营管理、产品质量等综合能力也将提出全方位的考验，好的公司也将更有可能脱颖而出，走出α行情。

## 结论与投资建议：板块估值仍处低位，数据回落融资收紧有利行业龙头集中度进一步提升

- 近期地产融资收紧但板块并未大幅波动，显示板块估值已经见底。融资收紧背景下龙头房企优势将更加凸显，建议关注：历经风雨牛熊、强者恒强的龙头房企万科 A、保利地产，资源禀赋优质、高利润率的招商蛇口，拥有产业新城护城河、享受城市群红利的华夏幸福，拥有高效的运营管理能力和激励机制的新城控股、阳光城、中南建设等；H 股推荐关注：融创中国、中国恒大、新城发展控股、合景泰富集团等优质房企
- 风险提示：房地产调控政策收紧

图19：申万房地产行业PE (TTM) 对比

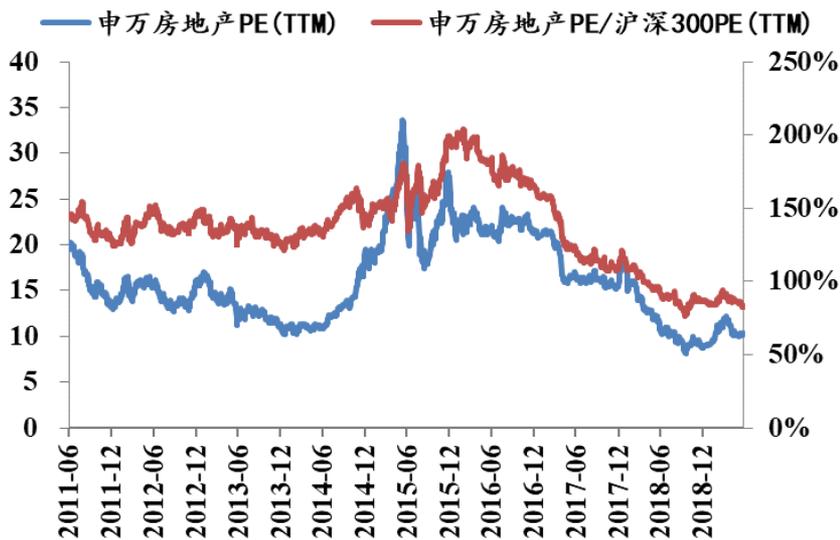
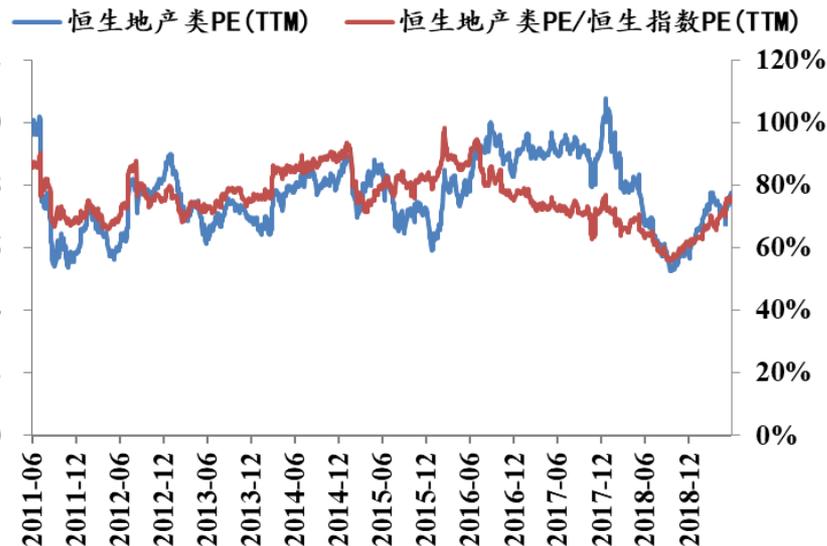


图20：恒生地产类PE (TTM) 对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

### • 分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

由子沛，房地产行业研究员，同济大学与美国西北大学联合培养土木工程博士，2017年加入民生证券。

侯希得，房地产行业研究员，澳大利亚悉尼大学专业会计硕士，2018年加入民生证券。

**分析师承诺：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

**评级说明：**

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内 公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内 行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

**民生证券研究院：**

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005  
 上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122  
 深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

## 免责声明：

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。