

业绩高增财务改善，估值仍处低位

—房地产板块 2019 年半年报总结及展望

投资策略报告/房地产

2019 年 09 月 03 日

报告摘要：

● 板块分析：业绩增长稳定，财务持续改善

2019 年半年报，房企业绩稳定增长，盈利能力持续提升，财务杠杆率下行，短期偿债无忧，已售未结资源丰富，未来业绩有保障。

● 市场分析：走势弱于大盘，估值处于低位

年初至今，申万房地产板块涨幅达 10.97%，跑输沪深 300 指数 11.56 个百分点，涨幅在各行业中排名第 21。板块中涨幅较大的个股以主题、概念股为主，同时部分成长性好和业绩超预期的个股表现较好。从估值角度看，截止 2019 年 8 月 31 日，房地产板块市盈率（TTM，整体法，剔除负值）达到 9.39（相比年初 8.82 倍的 PE 提高了 0.57），历史 PE 分位点为 1.07%，估值相比年初提高了 0.49 个百分点，在历史上来看，当前板块估值仍处于相对低位。

● 展望：政策以“稳”为主，集中度有望继续提升

中央明确“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，并加大了对房地产企业的融资监管，但房地产行业作为中国经济的“压舱石”，其在经济中的作用仍至关重要。我们认为，在宏观经济环境不明朗的前景下，房地产调控政策将继续以“稳”为主。同时，上半年的调控收紧主要集中在融资端而非销售端，龙头房企依赖其营销端和融资端的巨大优势，有望带动行业集中度进一步的提升。

● 投资建议

2019 年下半年房地产板块投资的主线逻辑有三方面：（1）行业数据趋稳，把握业绩成长；（2）从规模导向逐渐转向利润导向；（3）行业集中度继续提升，但竞争日趋白热化。建议关注：A 股的万科 A、保利地产、绿地控股、招商蛇口、中南建设、阳光城、蓝光发展、金科股份等，以及 H 股的融创中国、龙湖集团、华润置地、中国海外发展、合景泰富集团等。

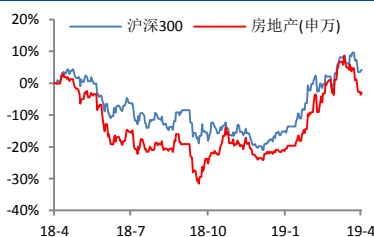
● 风险提示

房地产调控政策继续大幅收紧，销售数据大幅下滑。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：由于沛

执业证号：S0100519080003

电话：021-60878329

邮箱：youzipei@mszq.com

研究助理：侯希得

执业证号：S0100118080033

电话：021-60876707

邮箱：houxide@mszq.com

相关研究

- 1.【民生地产】央行调整新发放个人住房贷款利率解读：对短期房贷利率下行持谨慎乐观态度
- 2.【民生地产·买房攻略】“上海房地产市场”系列之二：临港自贸区深度解读

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 9月2日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
000002	万科 A	25.89	3.1	3.7	4.5	8.5	7.0	5.8	推荐
600048	保利地产	13.48	1.6	2.1	2.5	8.5	6.4	5.4	推荐
600606	绿地控股	7.75	0.9	1.3	1.6	7.3	5.4	4.2	推荐
001979	招商蛇口	39.62	1.9	2.5	3.0	10.4	8.0	6.6	推荐
000961	中南建设	7.40	0.6	1.1	2.4	12.5	6.5	3.8	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、板块分析：业绩平稳增长，财务持续改善.....	3
1、销售与业绩同步增长，盈利能力稳中有升.....	3
2、杆杆率持续优化，短期偿债能力无忧.....	6
3、预收账款覆盖率较高，未来业绩释放有保障.....	8
二、市场分析：涨幅落后大盘，估值处于低位.....	8
1、主题概念股涨幅居前，业绩超预期仍为主基调.....	8
三、展望：政策以“稳”为主，集中度有望继续提升.....	11
四、投资建议.....	11
五、风险提示.....	12
插图目录.....	13
表格目录.....	13

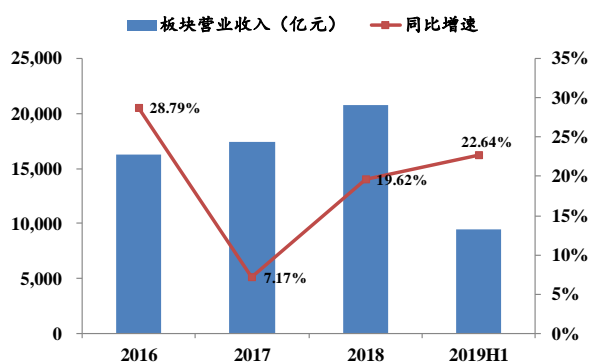
一、板块分析：业绩平稳增长，财务持续改善

为了总结上市房企的业绩情况，我们选取申万房地产板块中的 134 家公司，以 2019 年半年报数据作为板块数据的样本。另选取 15 家 A 股上市公司中销售排名 TOP40 的大中型房企，作为 15 家大中型房企进行着重分析，这 15 家包括：万科 A、保利地产、招商蛇口、新城控股、绿地控股、华夏幸福、金科股份、阳光城、泰禾集团、中南建设、滨江集团、金地集团、蓝光发展、荣盛发展和首开股份。

1、销售与业绩同步增长，盈利能力稳中有升

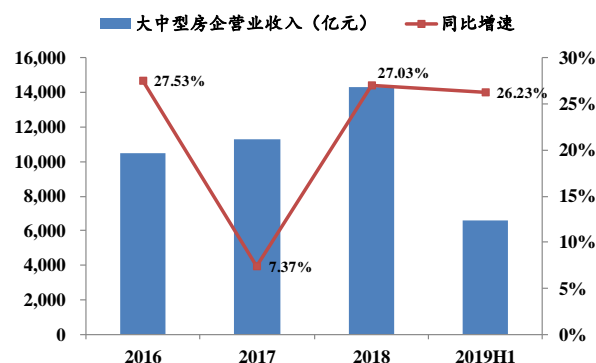
2019 年上半年，A 股地产公司业绩稳步增长，板块整体营业收入增长 22.64%，归属母公司股东净利润同比增速为 14.52%，较上年同期小幅放缓，行业营业收入的增长主要得益于地产项目结算规模的增加。2019 年上半年，15 家大中型房企营业收入 26.23%，归属母公司股东净利润同比增速为 30.75%，继续保持较高增速。从 2019 年半年报来看，大中型房企业绩弹性整体优于板块，主要是大中型房企过往销售增速较高，且可结算项目较多所致；其中，金科股份、蓝光发展、泰禾集团、保利地产及金地集团在 2019 年上半年的归母净利润增速均超过 50%。

图 1：板块营业收入及同比增速



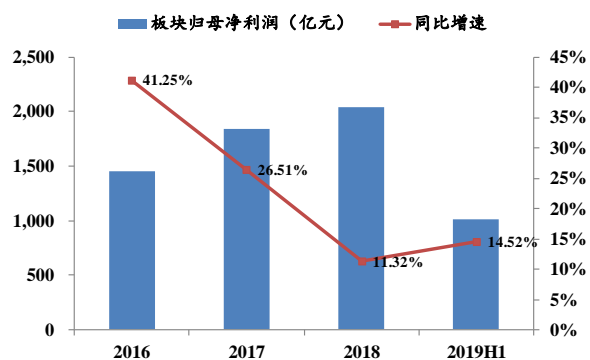
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：15 家大中型房企营业收入及同比增速



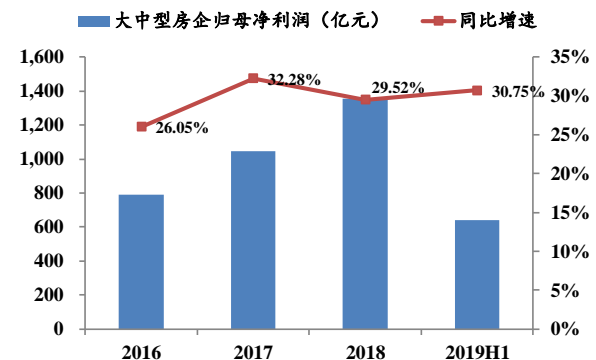
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：板块归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：15 家大中型房企归母净利润及同比增速

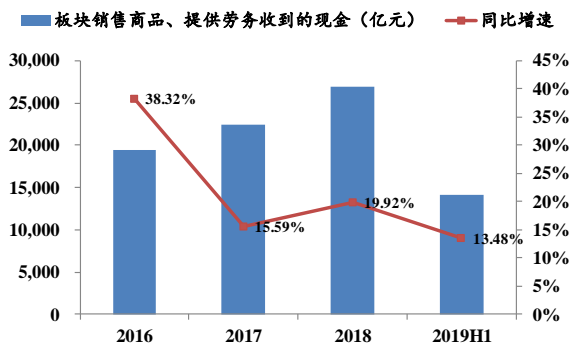


资料来源：Wind，民生证券研究院

销售方面，我们通过“销售商品、提供劳务获的现金”这个指标来观察整个板块的销售情

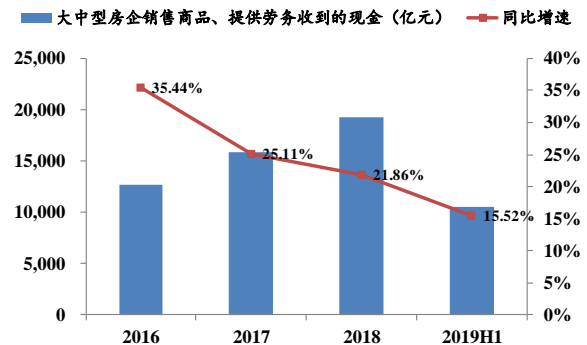
况。2019年上半年，板块销售商品、提供劳务收到的现金为14145.36亿元，同比增长13.48%，较18年同期24.59%的增速下滑11.02个百分点，销售增速有所放缓。根据15家大中型房企2019年中报的销售情况来看，15家大中型房企的销售金额合计为19267.8亿元，同比增长15.52%，整体销售能力强于整体板块；其中，滨江集团、新城控股、泰禾集团、金地集团销售增速均保持在30%以上，高于大中型房企平均水平。

图5：板块销售商品、提供劳务收到的现金及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：15家大中型房企销售收到的现金及增速

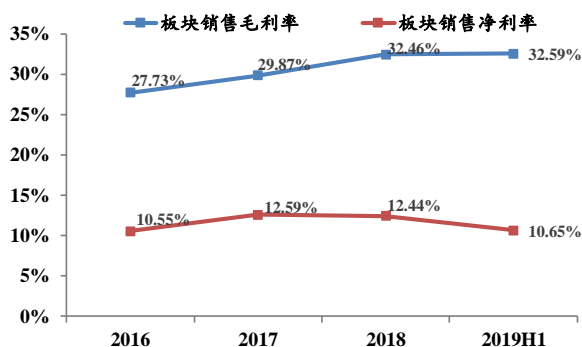


资料来源：Wind，民生证券研究院

从利润率情况来看，2019年上半年，板块整体销售毛利率为32.59%，较上年同期提升1.37个百分点，板块整体盈利能力持续提升，15家大中型房企销售毛利率为29.72%，较上年同期提升1.38个百分点，其中华夏幸福、首开股份、金地集团及保利地产的销售毛利率分别为48.73%、44.2%、39.75%和39.75%，均显著高于大中型房企的平均水平。由于绿地控股营收占15家大中型房企的比例较大，且营收中低毛利率基建业务占比较大，导致15家大中型房企销售毛利率低于板块销售毛利率；如剔除绿地控股的影响，其余14家大中型房企销售毛利率为36.12%，高于板块3.53个百分点，盈利能力显著强于板块。

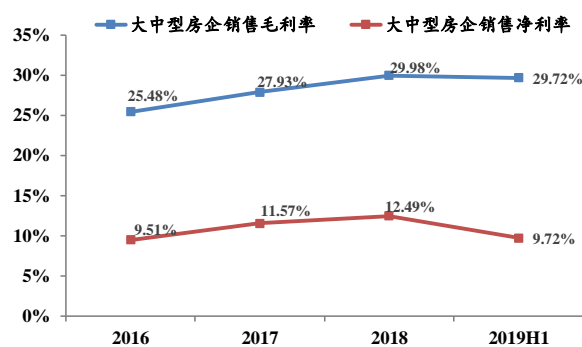
2019年上半年，板块整体销售净利润率为10.65%，较上年同期小幅下降0.75个百分点；15家大中型房企销售净利润率为9.72%，较上年同期提升0.34个百分点，低于板块；其中，招商蛇口、华夏幸福、金地集团及新城控股的销售净利率分别为29.36%、21.90%、16.29%和15.19%，均显著高于大中型房企的平均水平。如剔除绿地控股的影响，其余14家大中型房企的销售净利率达12.03%，高于板块1.38个百分点；总体来看，大中型房企的盈利能力强于板块，同时，销售毛利率的上升有效推动了盈利水平的提升。

图 7: 板块销售毛利率及销售净利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

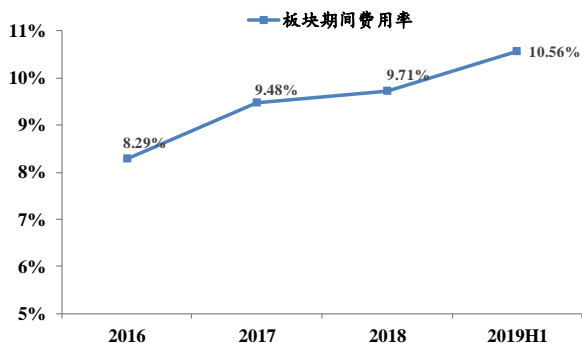
图 8: 15 家大中型房企销售毛利率及销售净利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

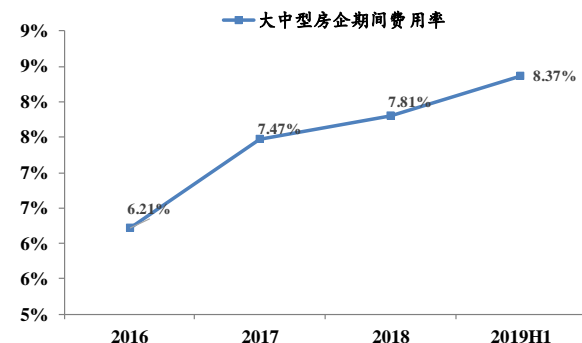
2019 年上半年, 板块期间费用率为 10.56%, 较上年同期下降 0.38 个百分点; 15 家大中型房企期间费用率为 8.37%, 较上年同期下降 0.46 个百分点, 显著低于整体板块 2.19 个百分点, 体现出较强的管控能力。2016 年以来, 各房企展开了新一轮的扩张, 业务的快速扩张对房企的管控能力提出了新的考验, 也导致了各项期间费用率的进一步上升, 而无疑大中型房企的管控优势更为明显。

图 9: 板块期间费用率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

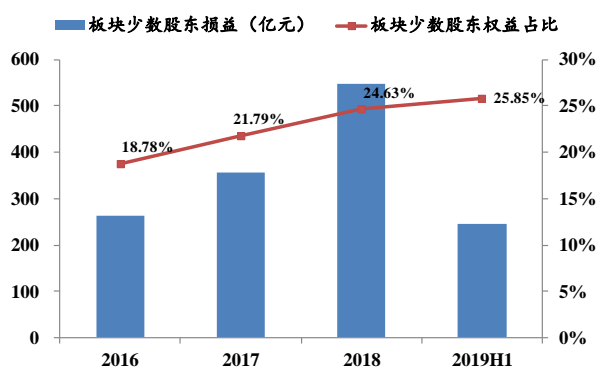
图 10: 15 家大中型房企期间费用率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

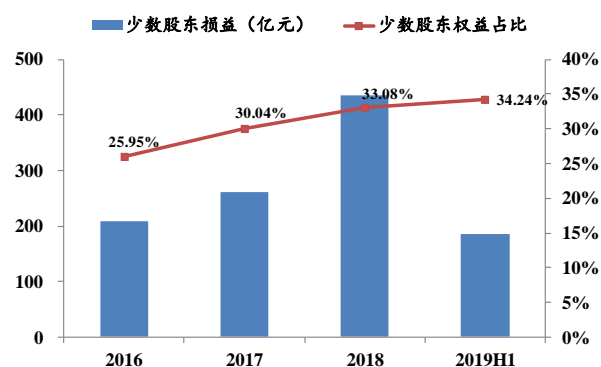
2019 年上半年, 板块少数股东损益为 245.73 亿元, 同比增长 37.62%, 少数股东权益占比为 25.85%, 较上年同期提升 2.07 个百分点; 15 家大中型房企的少数股东损益为 186.16 亿元, 同比增长 43.71%, 少数股东权益占比为 34.24%, 较上年同期提升 1.26 个百分点, 占比高于板块, 但上升幅度低于板块。在地价高企的情况下, 房企之间加大了互相之间合作开发的比例致使少数股东权益大幅增加。

图 11: 板块少数股东损益及少数股东权益占比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 12: 15 家大中型房企少数股东损益及少数股东权益占比

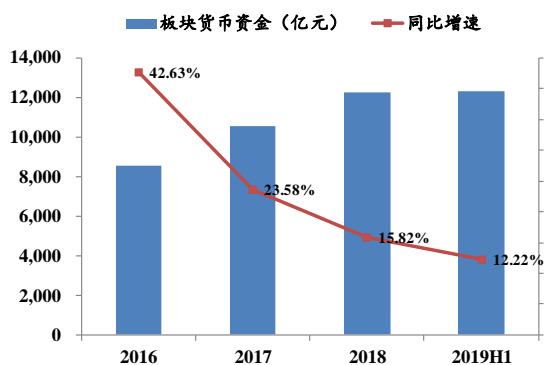


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2、杠杆率持续优化，短期偿债能力无忧

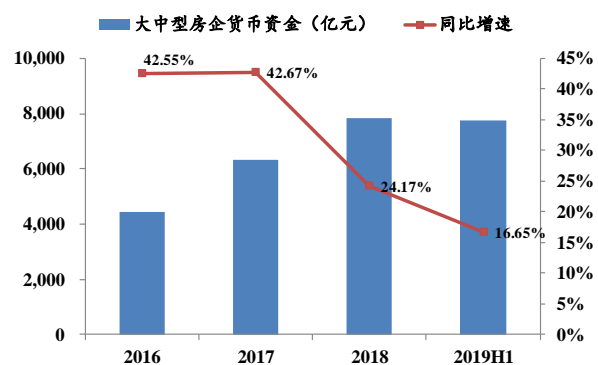
2019 年上半年，整体板块个股的货币资金为 12286.42 亿元，同比增长 12.22%；15 家大中型房企的货币资金为 7746.83 亿元，同比增长 16.65%，增速高于板块 4.43 个百分点。从短期偿债的压力来看，2019 年上半年板块的现金短债比为 1.22，较 18 年底下降 0.01；大中型房企的现金短债比为 1.44，较 18 年底下降 0.01。总体来看，板块和大中型房企的在手货币资金均能覆盖短期债务，现金短债比均小幅下降，总体风险可控，大中型房企的短期还款能力强于板块。

图 13: 板块货币资金及变动



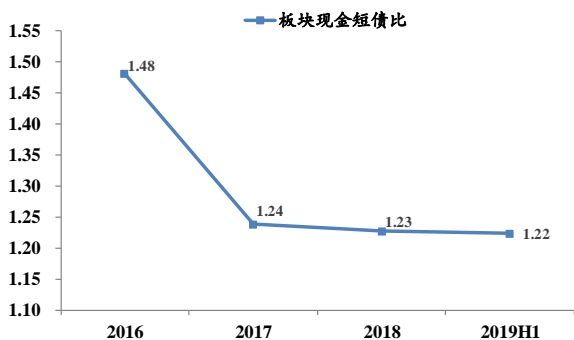
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 14: 15 家大中型房企货币资金及变动



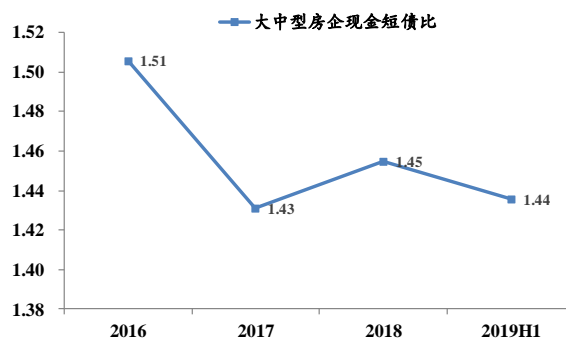
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 15: 板块现金短债比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

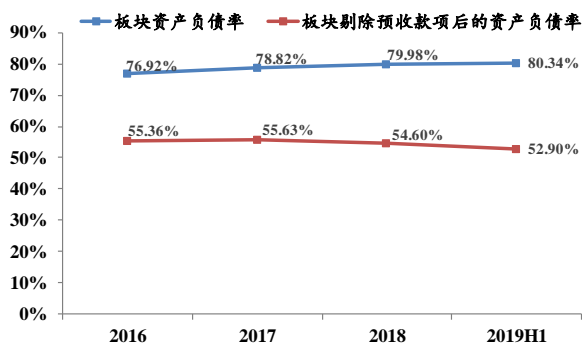
图 16: 15 家大中型房企现金短债比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

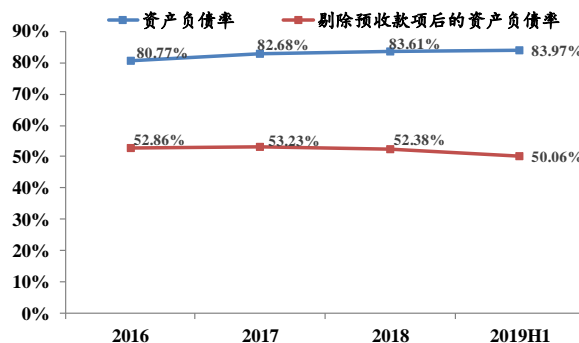
2019 年上半年, 板块整体加权资产负债率为 80.34%, 较 18 年底上升 0.36 个百分点; 15 家大中型房企的资产负债率为 83.97%, 较 18 年底上升 0.36 个百分点, 大中型房企杠杆率更高; 板块剔除预收账款的资产负债率为 52.90%, 较 18 年底下降 1.70 个百分点; 15 家大中型房企剔除预收账款的资产负债率为 50.06%, 较 18 年底下降 2.32 个百分点, 优于板块。板块的净负债率为 99.27%, 较 18 年底上升 5.56 个百分点; 15 家大中型房企的净负债率为 102.71%, 较 18 年底上升 7 个百分点。整体来看, 虽然大中型房企的资产负债率高于整体地产板块, 但预收账款较高使得剔除预收账款后的资产负债率低于板块, 而大中型房企的净负债率高于板块平均则进一步表明了龙头房企在融资方面的优势。总体来看, 在“房住不炒”和“去杠杆”的政策指引下, 房企的负债情况普遍得到了改善。

图 17: 板块资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率



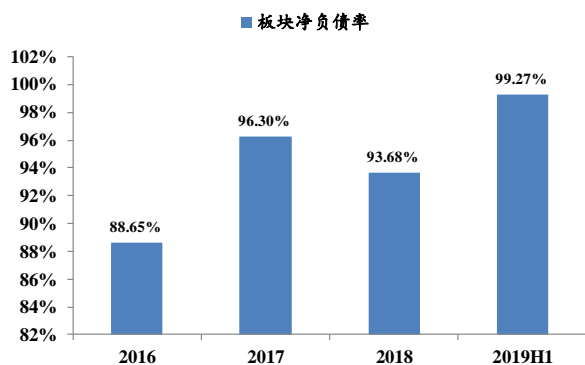
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 18: 大中房企资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率



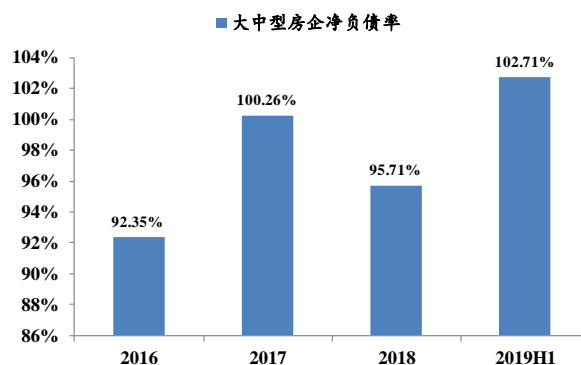
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 板块净负债率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 20: 15 家大中型房企净负债率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3、预收账款覆盖率较高，未来业绩释放有保障

业绩方面，房地产公司的收入和利润主要取决于其前期的销售与结算的节奏。鉴于 2017-2018 年一线房企的销售金额都出现了快速的上涨，同时由于房价的上升也带动了房企毛利率的提升，因此 2019 年一线房企的业绩增速仍有较大保障。结算节奏方面，A 股一线大中型房企 2019 年上半年的预收账款大部分均可覆盖当期（仅上半年）营业收入 3 倍甚至更高，也为未来的业绩结算夯实了基础。

表 1: A 股 15 家大中型房企 2019H1 预收账款保障倍数

证券代码	证券简称	2019H1 营业收入 (亿元)	2019H1 预收账款 (亿元)	预收账款覆盖倍数
000002.SZ	万科 A	1,393.2	5,672.6	4.1
600048.SH	保利地产	711.2	3,621.1	5.1
001979.SZ	招商蛇口	166.9	1,111.0	6.7
600606.SH	绿地控股	2,014.5	3,597.8	1.8
600340.SH	华夏幸福	387.3	1,402.8	3.6
601155.SH	新城控股	170.6	1,726.8	10.1
000656.SZ	金科股份	261.1	939.9	3.6
000671.SZ	阳光城	225.1	770.8	3.4
000732.SZ	泰禾集团	145.1	534.5	3.7
000961.SZ	中南建设	233.2	1,283.3	5.5
600383.SH	金地集团	222.9	847.3	3.8
600466.SH	蓝光发展	145.4	616.6	4.2
002146.SZ	荣盛发展	243.6	877.6	3.6
600376.SH	首开股份	232.5	613.4	2.6
002244.SZ	滨江集团	52.7	436.9	8.3

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

二、市场分析: 涨幅落后大盘, 估值处于低位

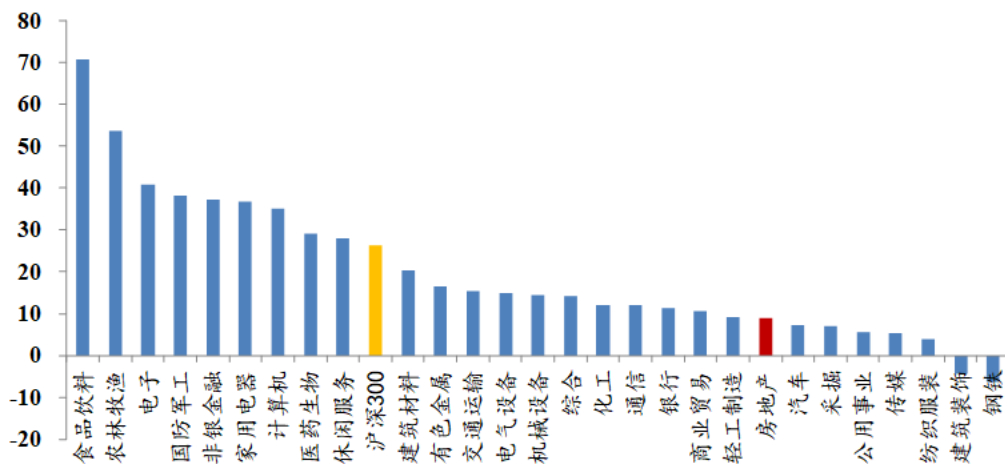
1、主题概念股涨幅居前, 业绩超预期仍为主基调

年初至今, 申万房地产板块涨幅达 10.97%, 跑输沪深 300 指数 11.56 个百分点, 涨幅在

各行业中排名第 21。板块中涨幅较大的个股以主题、概念股为主，同时部分成长性好和业绩超预期的个股表现优于板块。我们重点关注的房企中，中南建设（涨幅 33.72%）、大悦城（涨幅 33.22%）、中国国贸（涨幅 29.45%）和保利地产（19.03%）表现优于板块。

从估值角度看，截止 2019 年 8 月 31 日，房地产板块市盈率（TTM，整体法，剔除负值）达到 9.39（相比年初 8.82 倍的 PE 提高了 0.57），历史 PE 分位点为 1.07%，估值相比年初提高了 0.49 个百分点，在历史上来看，当前板块估值仍处于相对低位。

图 21：年初至今申万房地产板块与其他行业涨跌幅比较（%，总市值加权平均，2019/8/31）



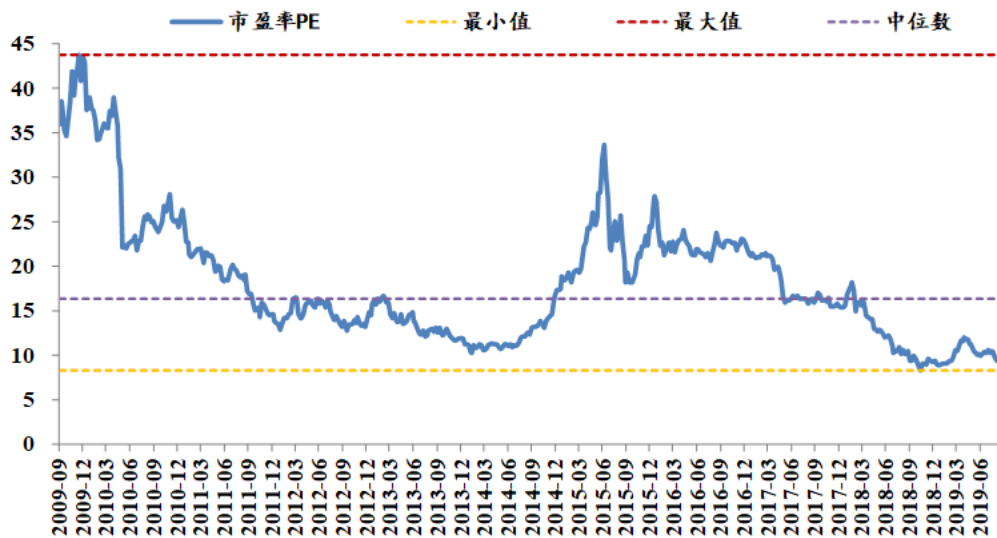
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 22: 年初至今申万房地产板块个股涨跌幅排名 (2019/8/31)

公司名称	涨幅前20	公司名称	跌幅前20
中航善达	114.51%	*ST华业	-63.32%
哈高科	113.61%	ST银亿	-50.32%
大名城	100.30%	中房股份	-43.53%
ST新梅	77.43%	ST新光	-34.19%
天健集团	65.01%	中天金融	-26.97%
同达创业	64.06%	中珠医疗	-20.61%
荣丰控股	51.99%	南国置业	-20.00%
浙江广厦	50.84%	世联行	-19.94%
迪马股份	48.64%	嘉凯城	-17.06%
莱茵体育	34.14%	中洲控股	-15.10%
中南建设	33.72%	亚太实业	-15.07%
大悦城	33.22%	珠江实业	-14.09%
皇庭国际	32.02%	万泽股份	-12.42%
北辰实业	31.72%	汇丽B	-12.23%
苏宁环球	30.93%	广宇发展	-11.28%
上实发展	30.40%	新黄浦	-10.16%
中国国贸	29.45%	泰禾集团	-10.00%
雅戈尔	29.08%	京汉股份	-9.79%
深物业B	26.94%	天保基建	-9.52%
新华联	26.82%	中国武夷	-9.08%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 23: 申万房地产板块估值变化



资料来源: Wind, 民生证券研究院

三、展望：政策以“稳”为主，集中度有望继续提升

展望 2019 年下半年，我们认为房地产的发展仍将以政策为主导，相关政策的核心仍然将以“稳”字当头，具体包括如下三稳，即稳房价、稳地价、稳预期。在当前错综复杂的内外部经济形势下，为防止房价大起大落，合理的政策将实现房地产行业稳定健康的发展。中央以及地方政府因城施策，一方面针对热点城市采用“五限”等行政手段来对房价进行调控，另一方面对于库存较高的地区仍然继续稳妥推进货币化安置的目的，即希望通过行政手段来改变短期内房地产市场的供求关系，做到“稳房价、稳地价、稳预期”。虽然，中央明确“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，并加大了对房地产企业的融资监管，但房地产行业作为中国经济的“压舱石”，其在经济中的作用仍至关重要。我们认为，在宏观经济环境不明朗的前景下，房地产调控政策将继续以“稳”为主，既不要期望调控政策会大幅放松，也不必担忧调控会大幅收紧导致行业数据断崖式下降。

值得注意的是，上半年的调控收紧主要集中在融资端而非销售端，这在某种程度上反而更有利于龙头房企。在地产融资持续收紧的背景下，龙头房企依赖其营销端和融资端的巨大优势，有望带动行业集中度进一步的提升。

四、投资建议

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

行业数据趋稳，把握业绩成长。在政策基调以严为主的情况下，市场的预期发生了较大改变，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，在“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，同时加强融资监管的背景下，销售、投资、新开工乃至资金来源等行业数据亦将逐渐趋稳，我们预计未来的政策波动性有望减小。板块的投资角度来看，受融资政策影响较小的龙头房企，以及业绩靓丽地产公司，将更受投资者的关注。

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。

行业集中度提升的逻辑仍将延续，但竞争层级有望从“大鱼吃小鱼”过渡到“大鱼吃中鱼”。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，降维打击般占据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，这一趋势的速度或将在 2019 年出现放缓。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。

综合上述分析，我们在 A 股建议关注：历经风雨牛熊、强者恒强的龙头房企万科 A、保利地产，业绩加速释放、盈利能力改善的绿地控股，资源禀赋优质、高利润率的招商蛇口，拥有高效的运营管理能力和激励机制中南建设、阳光城、蓝光发展、金科股份等；H 股推荐关注：融创中国、龙湖集团、华润置地、中国海外发展、合景泰富集团等优质房企。

五、风险提示

房地产调控政策继续大幅收紧，行业销售数据大幅下滑。

插图目录

图 1: 板块营业收入及同比增速.....	3
图 2: 15 家大中型房企营业收入及同比增速.....	3
图 3: 板块归母净利润及同比增速.....	3
图 4: 15 家大中型房企归母净利润及同比增速.....	3
图 5: 板块销售商品、提供劳务收到的现金及增速.....	4
图 6: 15 家大中型房企销售收到的现金及增速.....	4
图 7: 板块销售毛利率及销售净利率.....	5
图 8: 15 家大中型房企销售毛利率及销售净利率.....	5
图 9: 板块期间费用率.....	5
图 10: 15 家大中型房企期间费用率.....	5
图 11: 板块少数股东损益及少数股东权益占比.....	6
图 12: 15 家大中型房企少数股东损益及少数股东权益占比.....	6
图 13: 板块货币资金及变动.....	6
图 14: 15 家大中型房企货币资金及变动.....	6
图 15: 板块现金短债比.....	7
图 16: 15 家大中型房企现金短债比.....	7
图 17: 板块资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率.....	7
图 18: 大中房企资产负债率及剔除预收款后的资产负债率.....	7
图 19: 板块净负债率.....	8
图 20: 15 家大中型房企净负债率.....	8
图 21: 年初至今申万房地产板块与其他行业涨跌幅比较(%, 总市值加权平均, 2019/8/31).....	9
图 22: 年初至今申万房地产板块个股涨跌幅排名(2019/8/31).....	10
图 23: 申万房地产板块估值变化.....	10

表格目录

表 1: A 股 15 家大中型房企 2019H1 预收账款保障倍数.....	8
---	---

分析师与研究助理简介

由子沛，房地产行业首席分析师，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

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。