

# 上海房价还能涨多久？

宏观专题研究

2021年1月13日

## 报告摘要：

- **上海房价从2019年11月开启上涨行情。** 房价从46986元/平米上涨至2020年11月的50097元/平米，期间成交均价累计上涨6.62%。2020年全年走势来看，4月开始，房价涨幅持续扩大，5-6月环比涨幅分别为1.00%、1.26%，上半年累计涨幅达到4.11%，在一二线城市中排名首位。下半年上海房价增速放缓。其中，学区房与改善房需求释放较为明显。2020年上海开始施行“公民同招”与“民办摇号”，受新政影响，学区房房价明显上涨；90平方米以上的改善房需求也较为旺盛。
- **中短期因素和中长期因素共振导致上海楼市2020年的量价双升。** 中短期来看，（1）公民同招新政带来了学区房需求的高涨。（2）货币宽松驱使了居民加杠杆购房。（3）预计信贷资金的一部分被借款人用于购买房产，推动房价上涨。（4）2020年居转户以及人才引进落户上海人数大幅增加。（5）受调控政策的影响被动积压的购买力爆发。中长期来看，2020年末上海落户全面放宽，提升了上海楼市的中长期需求预期。上述因素导致上海楼市需求大量释放，成交套数与成交价格同步上升。
- **北京、深圳、上海三地房价出现分化。**

在北京，需求释放主要体现在成交量的上涨，而不在房价。2020年，北京楼市价平量升，二手房挂牌经过了4-5月的上涨后，回落至年初水平。北京房价未上涨的原因主要在于2018年起北京土地供应量和新房库存面积的持续增加。新房积压，加上新增商品房持续供应，导致北京新房库存充足。同时在多项政策的约束下，北京人口出现了下降的趋势，降低中长期需求预期。除此之外，北京的调控执行力度更强，相对于其他城市，信贷资金难以流入北京楼市。

人口的流入以及宽松的货币环境是2020年上海和深圳房价上涨共同的驱动力，而供需的不平衡是深圳特有的上涨因素。深圳二手房均价在2020年1-11月期间累计上涨10.1%，房价坐稳全国第一。深圳房价上涨的首要原因在于供需不平衡。深圳落户条件对比其他一线城市更为宽松，且落户后就有资格购房（715政策之前）。人口的上涨意味着更多的购房需求。而深圳作为四大一线城市中面积最小的城市，一直饱受“地少人多”的困扰。供需的不平衡推动深圳房价拉升。
- **未来展望：上海房价短期上涨有动力；北京房价上行动力相对较小。** 总体来看，2021年上海楼市成交规模预计保持在高位，价格短期内有上涨动力。在“房住不炒”的大方向以及货币政策逐渐收紧、流向楼市的信贷资金监管日趋严格的背景下，户籍政策的放宽为未来上海住宅的需求提供了支撑力，如果新房供给不出现大量上升，上海房价预计会进入缓慢上升的趋势。2020北京新房供应量仍处于高位，且因为限竞房仍在去化中，北京住宅的库存预计将继续处于高位。而人口上，北京人口数量处于下降趋势。如果北京调控政策以及落户限制不放松，我们认为，短期内，北京的房价上行动力相对较小。
- **风险提示：**

政策调控力度超预期；全球政治经济不确定性加大。

## 民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

## 相关研究

## 目录

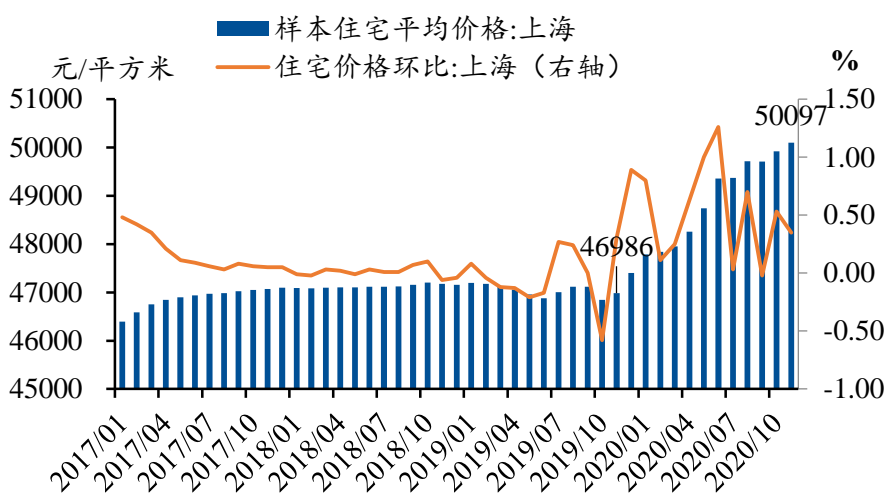
<b>1 这一轮上海房价上涨的特征 .....</b>	<b>3</b>
1.1 上涨时间：从 2019 年 11 月开启上涨行情 .....	3
1.2 主要区域：中环内涨幅更为明显 .....	3
1.2 主题概念：学区房与改善房 .....	4
<b>2 上海房价上涨的原因 .....</b>	<b>7</b>
2.1 货币宽松 .....	7
2.2 信贷资金流入楼市 .....	8
2.3 户籍政策放宽 .....	8
2.4 需求积压 .....	9
2.5 上涨原因总结 .....	10
<b>3 上海房价与其他城市的联动性 .....</b>	<b>12</b>
3.1 北京房价为什么没涨？ .....	12
3.2 深圳房价上涨的驱动力 .....	14
<b>4 上海房价还会涨多久？ .....</b>	<b>17</b>
4.1 上海房价未来走势 .....	17
4.2 北京房价会不会上涨？ .....	19
<b>风险提示 .....</b>	<b>20</b>

## 1 这一轮上海房价上涨的特征

### 1.1 上涨时间：从 2019 年 11 月开启上涨行情

上海房价从 2019 年 11 月开启上涨行情。房价从 46986 元/平米上涨至 2020 年 11 月的 50097 元/平米。期间成交均价累计上涨 6.62%。在此期间，百城住宅价格上涨 3.59%，上海涨幅远高于百城涨幅。2020 年全年走势来看，4 月开始，房价涨幅持续扩大，5-6 月环比涨幅分别为 1.00%、1.26%，上半年累计涨幅达到 4.11%，在一二线城市中排名首位。下半年上海房价增速放缓。

图 1：上海房价走势

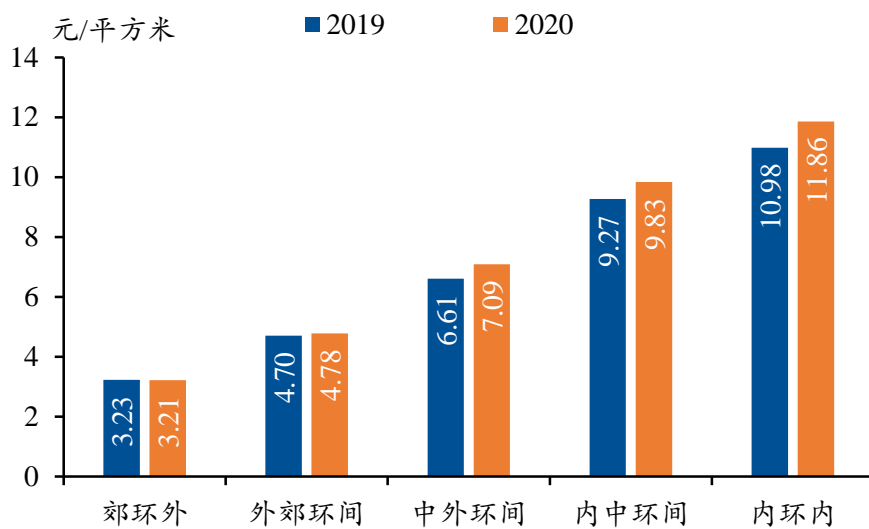


资料来源：Wind，民生证券研究院

### 1.2 主要区域：中环内涨幅更为明显

从环线来看，中环内涨幅更为明显。内环内、内中环间、中外环间、外郊环间以及郊环外成交均价分别为 11.86 万/平米、9.83 万/平米、7.09 万/平米、4.78 万/平米以及 3.21 万/平米。内环内成交均价涨幅最高，为 8.1%，内中环间以及中外环间涨幅均超过 6%。

图 2：房价涨幅跟着环线走



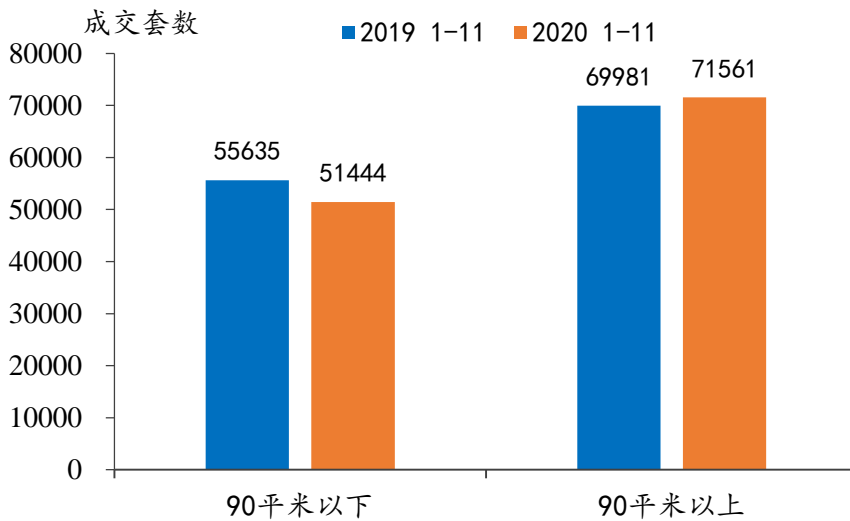
资料来源：CREIS 中指研究院，民生证券研究院

## 1.2 主题概念:学区房与改善房

受“公民同招”“民办摇号”新政影响，学区房需求明显上涨。2020 年上海开始施行“公民同招”与“民办摇号”。在上海，民办学校的教育质量高于公办学校。新政策意味着家长只能在公办和民办初中之间二选一，且民办入学采用摇号机制。如果未被民办学校录取，会先分配到户口对应的公立，如果对应公立生源已招满，则可能再统筹到其他有名额的学校。公办学校因为其稳定性，优势明显。同时，民办学校停止自主招生会导致更多优秀生源流入公办学校，这也增加了公办学校的吸引力。由于公办学校生源与学区房深度绑定，优质学校附近的商品住宅成为抢手资源。中原地产表示，今年学区房意向客户增多，涨幅比较明显。另一方面，传统的留学热门国家，如美国、英国，在本次疫情中的反应速度与措施都令人失望。疫情带来的旅行限制、签证限制和面授课程暂停，也动摇了出国留学的意愿。招生新政的影响下，在国内提前购置优质学校的学区房成了部分家长更为理想的选择。

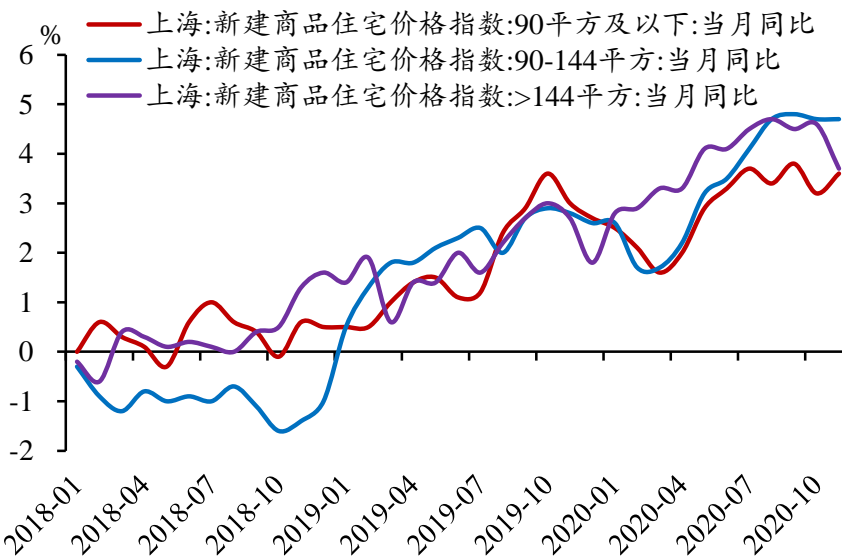
**改善需求集中释放，90 平方米以上的改善房量价双升。**2020 年 1-11 月，90 平方米以上的中大户型商品房成交为 71561 套，累计同比增加 2.26%，说明改善需求释放明显。而 90 平方米以下商品房累计同比下降 7.53%。受此影响，2020 年 4 月以来 90 平方米以上住宅价格同比涨幅持续高于 90 平方米以下住宅。

图 3：90 平方米以上的中大户型商品房成交明显上涨



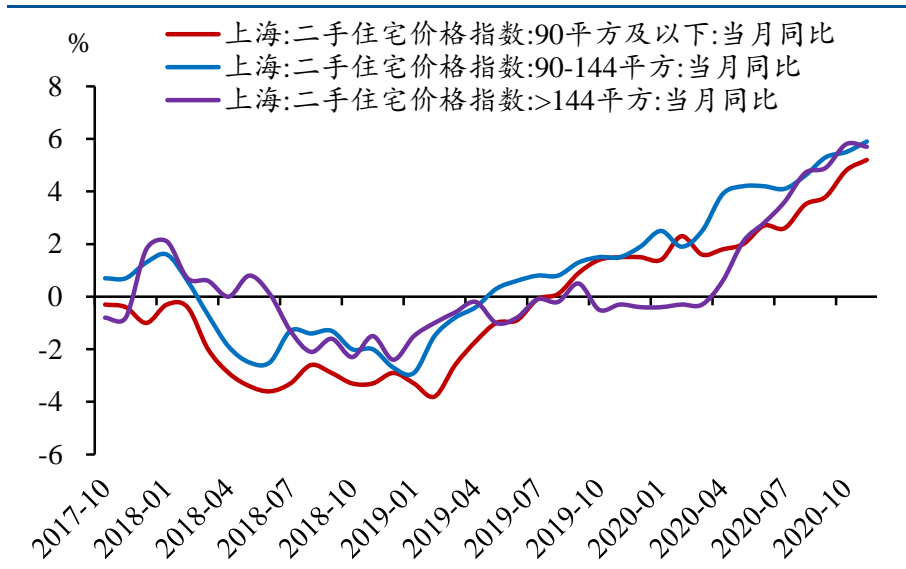
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：90 平方米以上新建住宅较 90 平方米以下涨幅更大



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5: 90 平方米以上二手住宅较 90 平方米以下涨幅更大



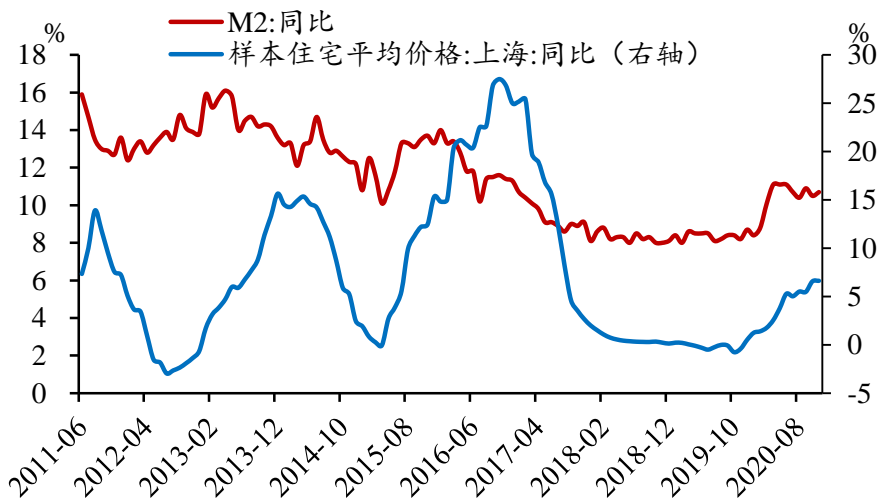
资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2 上海房价上涨的原因

### 2.1 货币宽松

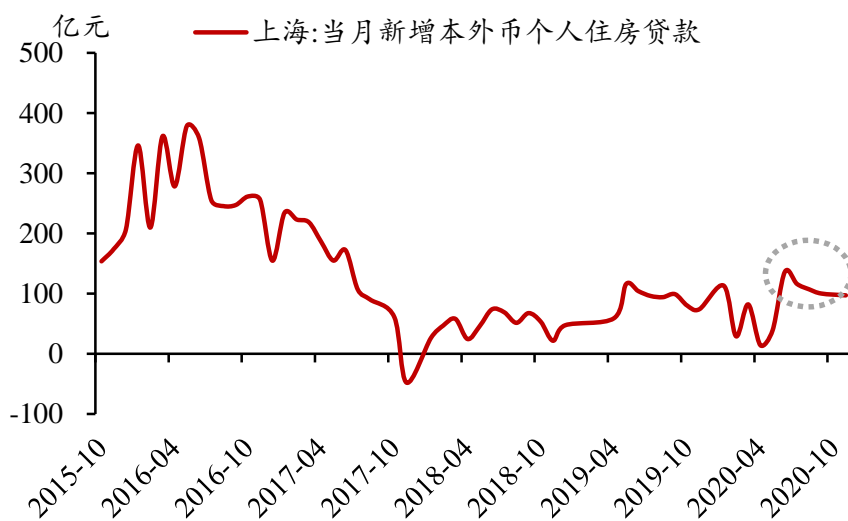
宽松货币流入楼市，推动房价上行。历史上，M2 同比与上海房价同比整体走向基本一致，M2 同比增速走势小幅领先于上海房价同比增速走势。疫情以来，我国开始了新一轮的货币宽松，6 月 M2 增速达到 11.1%，3、4 月新增贷款同比增长 55.17%、85.95%，我们推断，部分资金流入房地产，推动房价上升。2020 年 4 月以来，上海新增个人住房贷款明显回升，可见货币宽松驱使了居民加杠杆购房。

图 6: M2 同比增速走势领先于上海房价同比涨幅走势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 7: 上海新增个人住房贷款明显回升

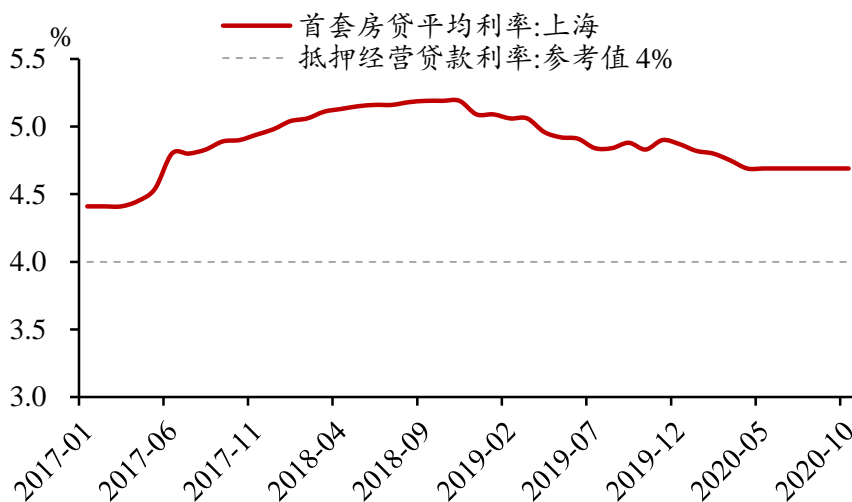


资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2.2 信贷资金流入楼市

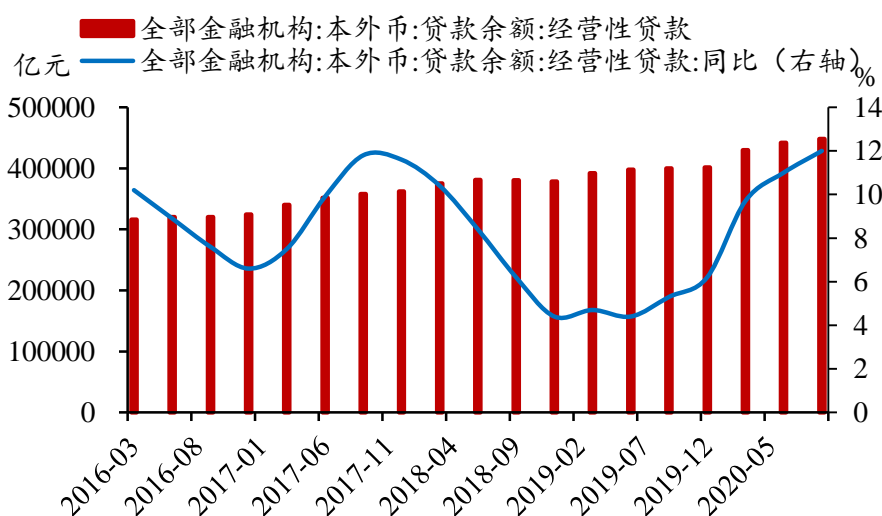
预计信贷资金的一部分被借款人用于购买房产，推动房价上涨。为促进中小企业复工复产，国家要求银行将信贷资金的一定比例投放于中小微企业，且要求银行让利给实体经济，贷款利率明显低于普通贷款和住房按揭贷款。各家银行基本采取抵押经营贷的方式，单笔贷款金额大（可达1000万元及以上），贷款期限长（可达10年），贷款利率低（3%-4%）。预计该类贷款中的一部分被借款人用于购买房产，或归还尚未偿还的按揭贷款。虽然在2020年4月，央行已经开始出手整治经营贷等违规资金进入房地产市场的问题，但由于资金监管较困难，推测此现象仍然存在。

图8：经营贷利率低于首套房贷利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：2020年第二季度开始经营贷余额迅速爬升



资料来源：Wind，民生证券研究院

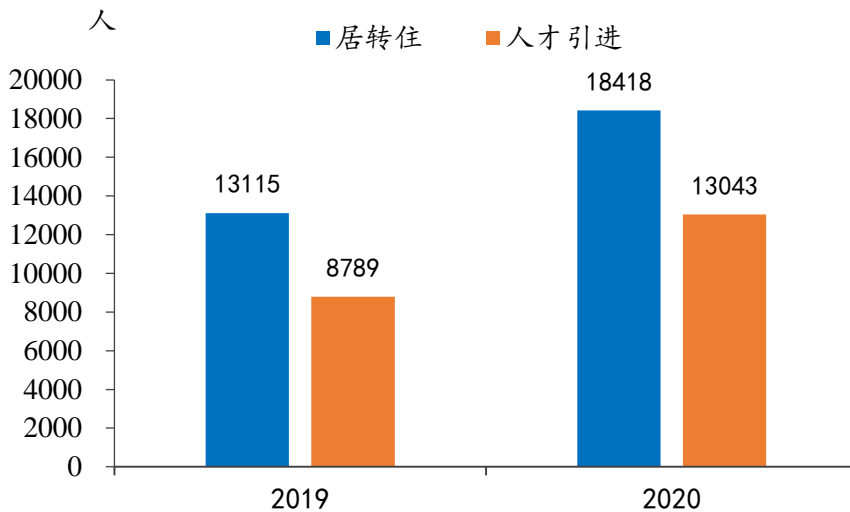
## 2.3 户籍政策放宽

2020年居转户以及人才引进落户上海人数大幅增加。随着2013年7月上海居住证



放宽申请条件的政策满7年，2020年通过居转户成功落户上海人数增多。同时，人才引进人数也屡创新高。2020年，居转户18418人，人才引进落户13043人，与去年相比分别增长40.4%、48.4%。更多的人落户意味着购房需求的上升。同时，落户条件的放宽提高了中长期的需求预期，对上海房价的上涨提供了支撑。

图 10：上海落户人数上升

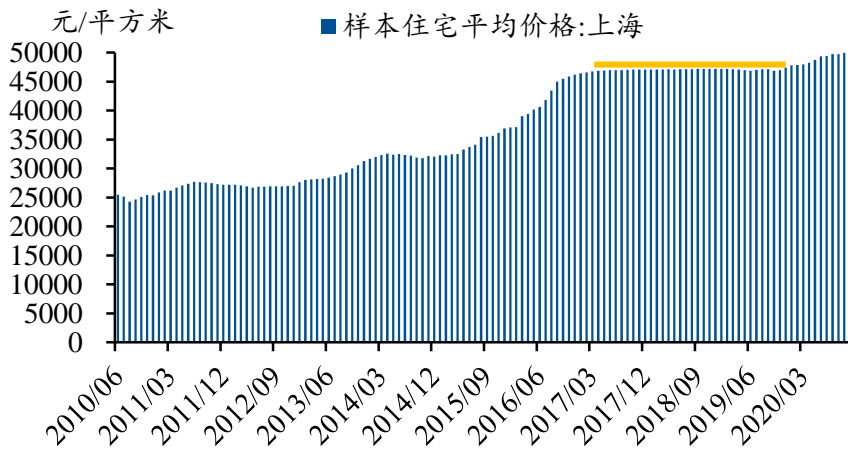


资料来源：上海市人力资源和社会保障局，民生证券研究院

## 2.4 需求积压

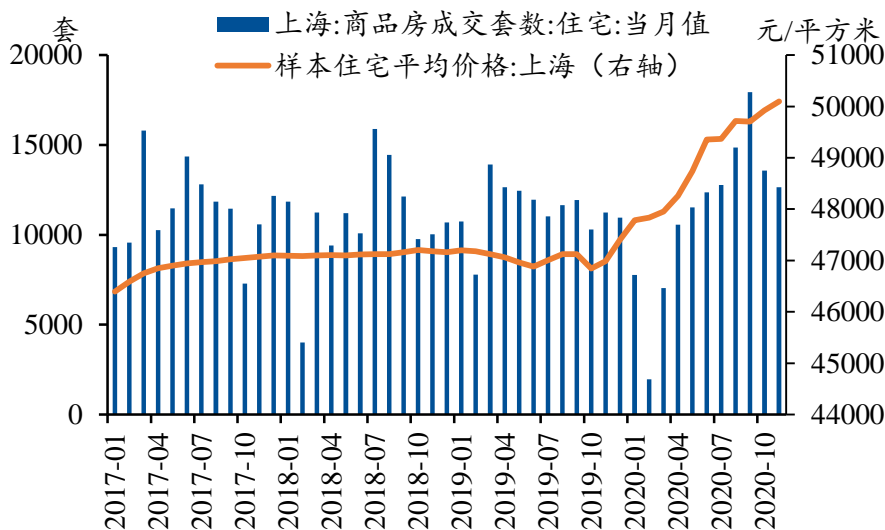
受调控政策的影响被动积压的购买力爆发，房价与成交量双双增长。2017年至2019年，上海楼市已经被地方政府的限购、限贷、房产税限制了三年。同时，中央的“房住不炒”以及“稳地价、稳房价、稳预期”的政策基调也在压制着需求，上海房价持续了三年横盘。疫情后，积压的购买力因为货币宽松而爆发，房价与成交量双双增长。除此之外，结构性大涨的股市带来的财富效应使得一部分购房人群购买力大幅上升，推涨房价。

图 11: 上海房价保持了三年的横盘



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 12: 上海楼市量价齐升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

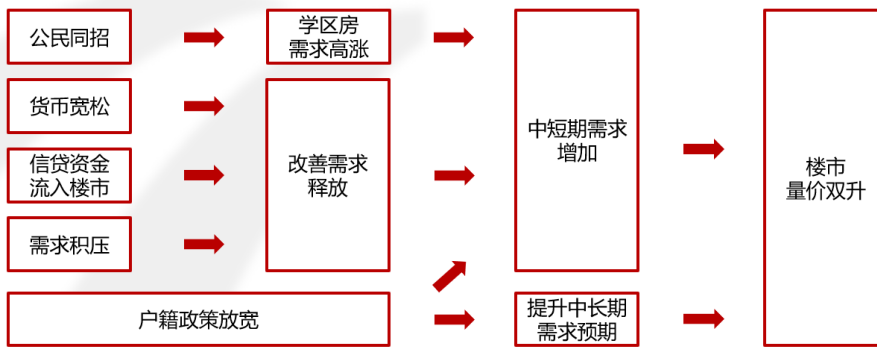
## 2.5 上涨原因总结

中短期来看，公民同招新政带来了学区房需求的高涨。同时，货币宽松、信贷资金流入楼市，加上三年来需求的积压导致改善需求大量释放。2020 年居转户与人才引进人数的上升也增加了中短期购房的需求。

中长期来看，上海的落户政策全面放宽，提升了上海楼市的中长期需求预期。

**中短期因素和中长期因素共振导致上海楼市 2020 年的量价双升。**

图 13：上涨原因总结



资料来源：民生证券研究院

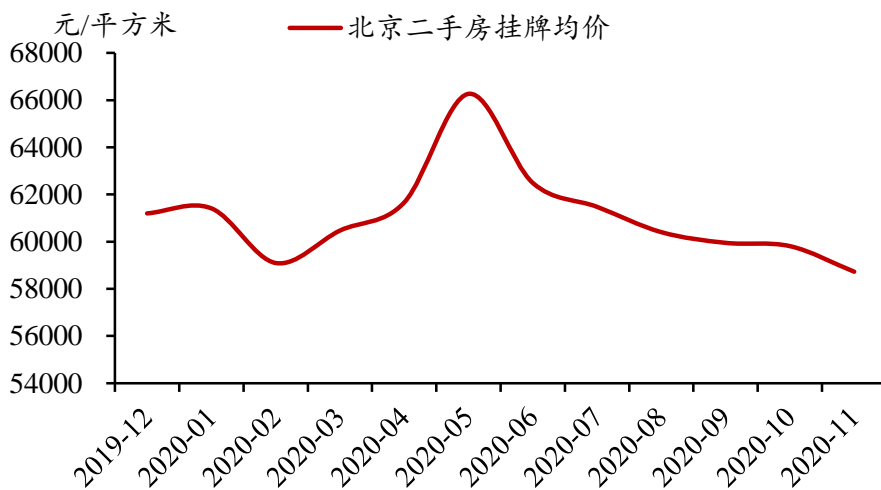
### 3 上海房价与其他城市的联动性

#### 3.1 北京房价为什么没涨？

自 2017 年以来，北京的新房商品住宅与二手住宅价格呈现下降趋势。北京房价下降的原因主要在于其全国最严的调控政策，包括限购、限贷提高首付比例、认房又认贷、以及加大住宅用地供应等。

2020 年，北京楼市价平量升。北京二手房挂牌经过了 4-5 月的上涨后，回落至年初水平。值得注意的是，中原地产研究中心统计数据显示，2020 年北京楼市活跃，新建住宅成交量为 49189 套，创下近 5 年新高。二手住宅成交 16.9 万套，同比增长 16%，成交水平及增幅均创下 2017 年以来最高。

图 14：北京二手房房价走势

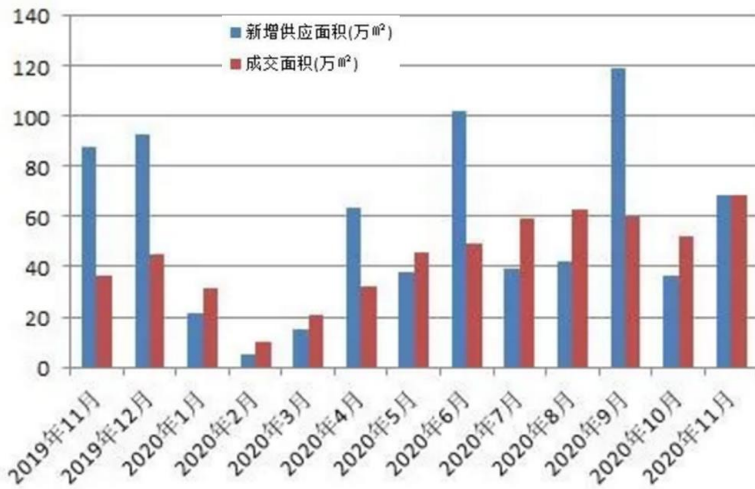


资料来源：根据链家网成交系统数据统计，民生证券研究院

北京房价未上涨的原因主要在于 2018 年起北京土地供应量和新房库存面积的持续增加。新房积压，加上新增商品房持续供应，导致北京新房库存充足。截至 2020 年末，北京新房库存仍处于高位且出清库存周期依然维持在 21 个月。在北京，宽松货币带来的影响主要体现在成交量的上涨，而不在房价。

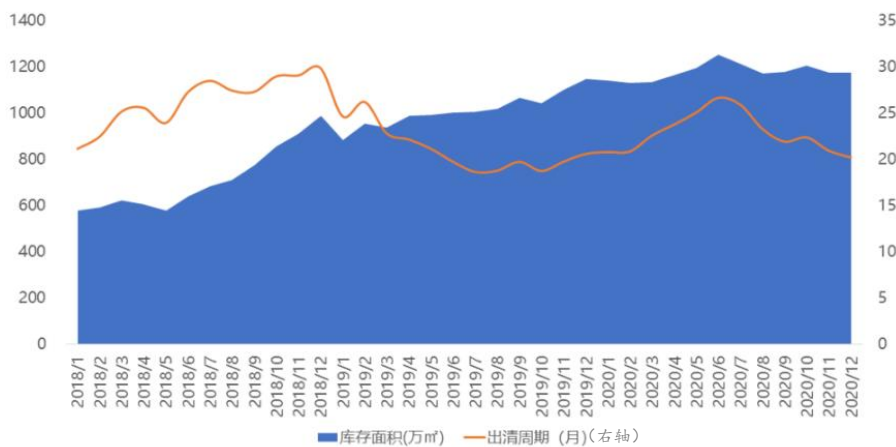
图 15: 北京二手房房价走势

1年以来北京新房市场（普宅+豪宅+别墅）供应成交状况



资料来源：北京中原市场研究部，民生证券研究院

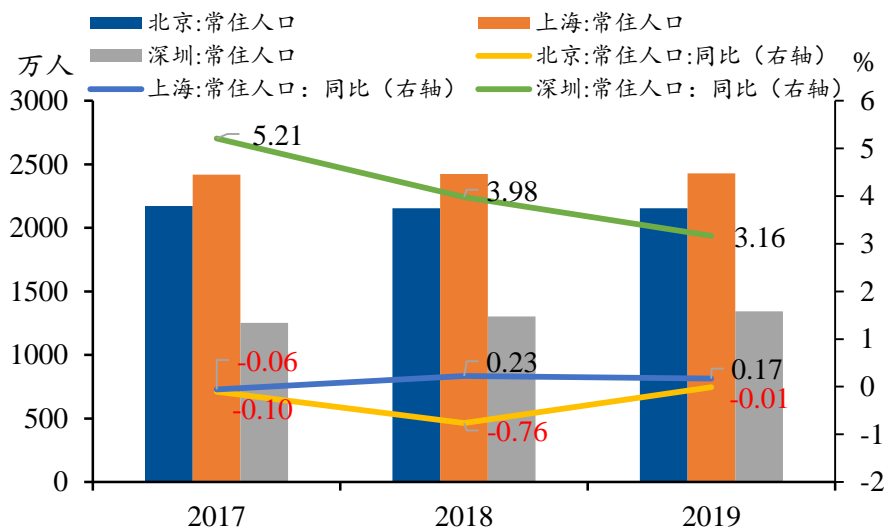
图 16: 北京库存仍处于高位



资料来源：天朗北京房地产信息网，贝壳研究所，民生证券研究院

在多项政策的约束下，北京人口出现了下降的趋势。北京常住人口连续三年减少，2019年北京市常住人口2154万人，对比2017年累计减少16.7万人。北京市常住人口减少，主要原因是北京坚持以功能疏解带动人口调控。另一方，北京严格的落户限制导致每年能在北京获得购房资格的外来人口较少。

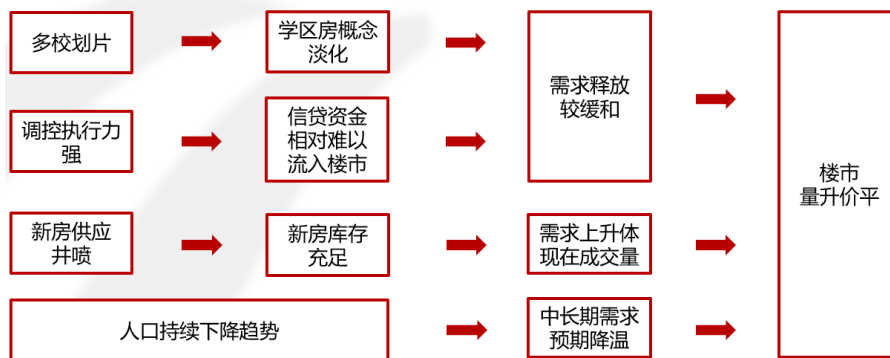
图 17: 北上深常住人口变化



资料来源: Wind, 民生证券研究院

除此之外, 北京的调控执行力度更强。北京市住建委组织各区于 9 月至 12 月对北京市房地产开发企业和房地产经纪机构执行限购政策情况, 开展为期 4 个月的专项检查。检查重点包括从业人员限购政策培训及掌握情况, 购房资格核验材料留存情况, 购房资格核验信息填报情况, 以及是否存在诱导、教唆、协助购房人骗取购房资格行为等。严格的监督下, 相对于其他城市, 信贷资金难以流入北京楼市。

图 18: 北京房价未上涨原因总结



资料来源: 民生证券研究院

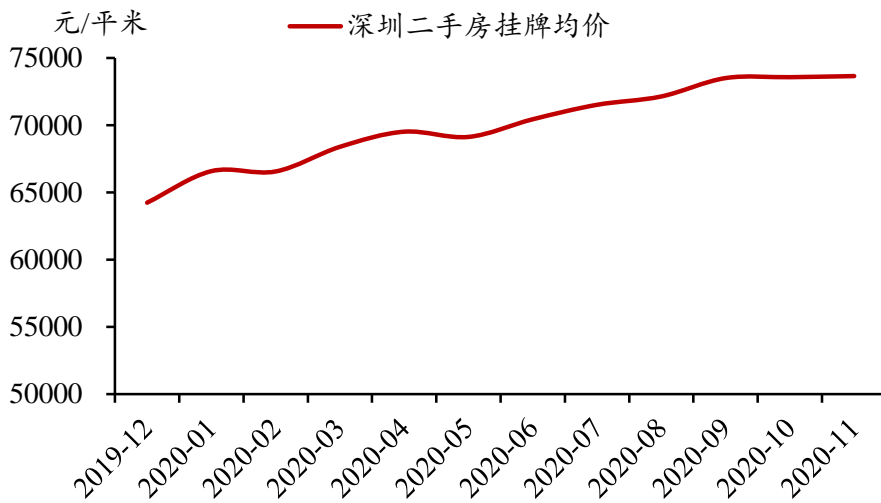
### 3.2 深圳房价上涨的驱动力

2020 年, 深圳二手房均价 1-11 月累计上涨 10.1%, 为 73659 元/平方米, 房价坐稳全国第一。

深圳房价上涨的原因在于人口。深圳落户条件对比其他一线城市更为宽松, 且落户后就有资格购房(715 政策之前)。截至 2019 年, 深圳的常住人口数量已经达到 1344 万。

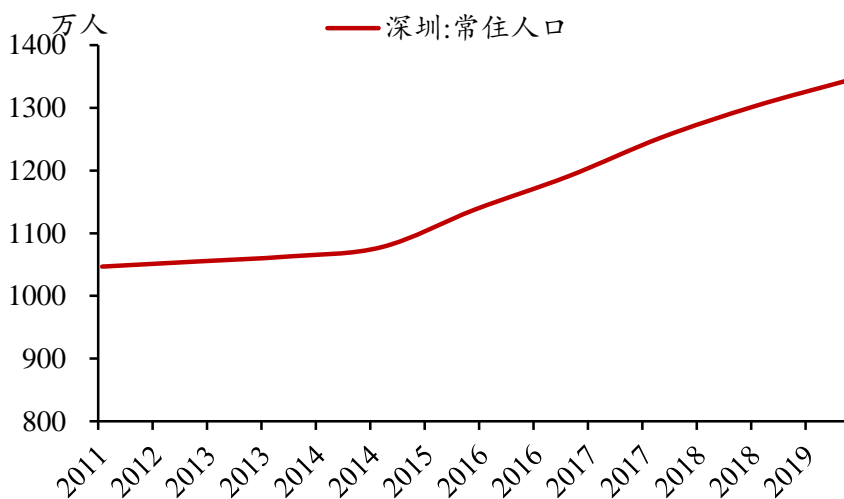
2014 年以来，五年间上涨了 266 万人。人口的上涨意味着更多的购房需求。

图 19：深圳二手房价格



资料来源：根据链家网成交系统数据统计，民生证券研究院

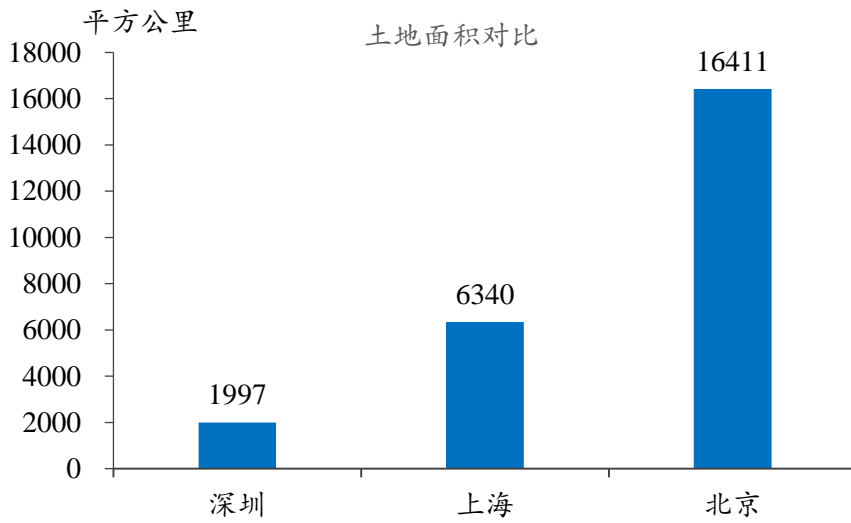
图 20：深圳常住人口持续上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

**深圳楼市供需不平衡。**深圳作为四大一线城市中面积最小的城市，一直饱受“地少人多”的困扰。目前深圳面积仅有 1997.47 平方公里，仅为北京的约八分之一、上海的约三分之一。供需的不平衡带来了房价的上涨。以深圳 715 新政为代表的一系列强力的楼市调控政策也未能迅速阻止深圳房价的上涨趋势，也佐证了楼市需求旺盛。

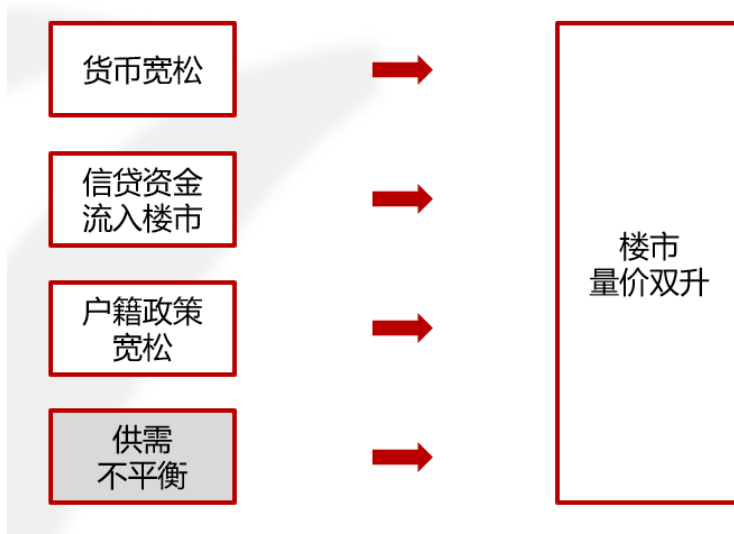
图 21：深圳是四大一线城市中面积最小的城市



资料来源：Wind，民生证券研究院

人口的流入以及宽松的货币环境是 2020 年上海和深圳房价上涨共同的驱动力。而供需的不平衡是深圳特有的上涨因素。

图 22：深圳房价上涨原因总结



资料来源：民生证券研究院



## 4 上海房价还会涨多久？

### 4.1 上海房价未来走势

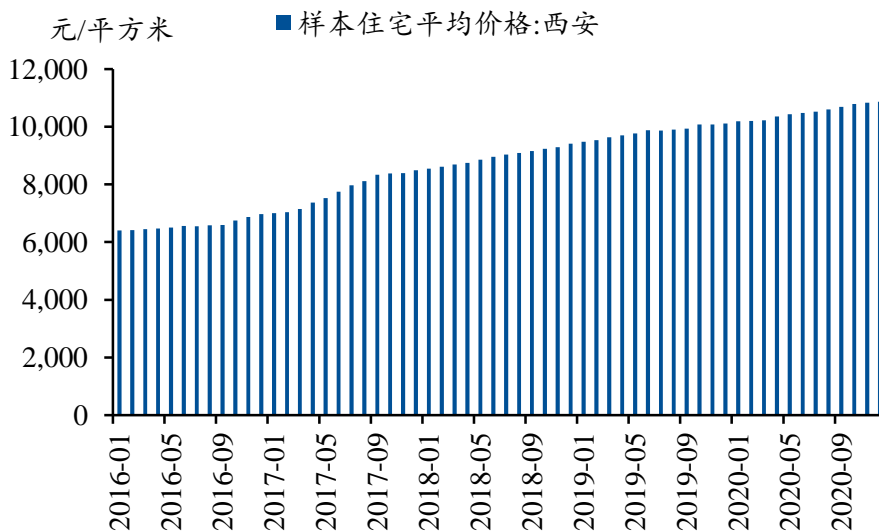
上海落户政策逐步宽松。从 2020 年年末开始，上海开始施行更宽松的“居转户”，以及引进人才、留学回国人员申办常住户口政策。从房地产方面来看，引进的人才推动城市经济长期健康发展，也将增加对房屋住宅的购买需求，对上海房地产市场也将起到推动作用。以西安为例，2017 年西安全面放开普通大中专院校毕业落户限制以来，两年间西安落户 105 万人。两年间房价也由 2017 年 1 月的 7004 元/平方米，上涨到 2019 年 12 月的 10108 元/平方米，增长 44%。

图 23：2020 年上海落户新政

居转户	《持有〈上海市居住证〉人员申办上海市常住户口试行办法》 在临港1倍社保即可满足落户要求，别的区域3年2倍以上社保才可以替代职称，而临港地区只需要3年1倍社保即可 张江科学城用人单位引进的人才，居转户年限由7年缩短为5年（其中在张江科学城工作时间不低于3年）；张江科学城重点产业的骨干人才，居转户年限由7年缩短为3年（其中在张江科学城工作时间不低于2年）。 7年2倍社保通道的不再要求最后36个月连续满足的条件，改为最近4年内累计36个月满足即可。 在本市行政区域内注册的用人单位工作并持有《上海市居住证》的境内人员，最近4年内累计36个月及申报当月在本市缴纳城镇社会保险基数达到上年度本市城镇单位就业人员平均工资2倍的，在申办居转户时可不受职称或者职业资格等级的限制
应届毕业生落户	《2020年非上海生源应届普通高校毕业生进沪就业申请本市户籍评分办法》 1、博士应届生直接落户； 2、双一流大学硕士应届生直接落户； 3、清华、北大、复旦、上海交大、华东师大、同济这6所学校的本科毕业生直接落户。 取消原本的创业落户政策，改为更细致的要求，秉持有专利、科研成果、专有技术的留学创业者来沪创业，公司聘用员工不得低于2人，实际缴纳不少于50万，社保缴纳6个月即可，不需要强调社保基数。
人才引进	《上海市引进人才申办本市常住户口办法》 人才引进落户通道由原来的16个增加到了18个。 在重点机构名单中的单位，硕士学历人才入职满一年即可符合申请条件。 持有国家二级职业资格证书（也就是技师证）的人才也可以走重点机构人才引进，以往技师人才想要走人才引进落户，需要获得过省部级以上的奖励。
留学生落户	《留学回国人员申办上海常住户口实施细则》 取消了回国后首份工作需要在上海的限制，只要回国后2年内来上海工作即可申请落户。 留学生落户上海新政策，个人需提交的基本材料中，没有要求提供个税单和社保单了。

资料来源：上海人民政府网，民生证券研究院

图 24：西安开放落户限制后房价大幅上涨

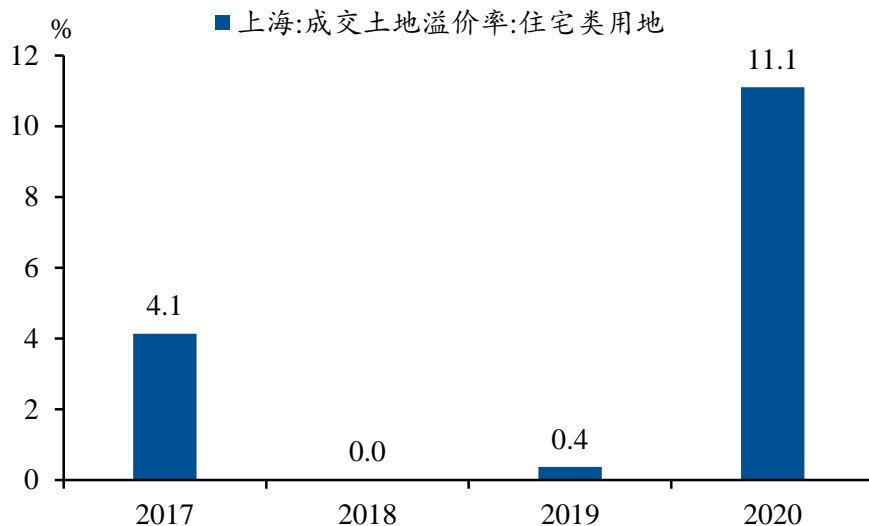


资料来源：Wind，民生证券研究院

2020 年上海土地供给提升，为 2021 年市场供应量提供支撑。从土地供给的角度来

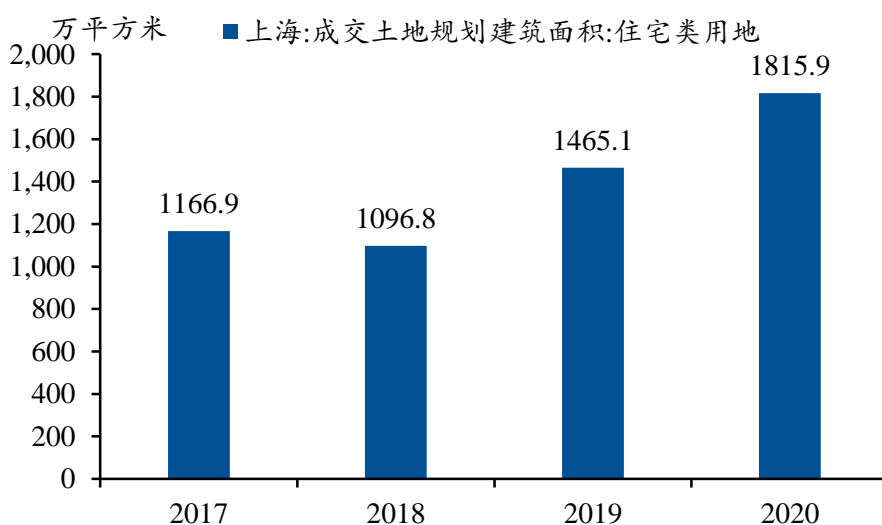
看，2020年上海成交土地规划建筑面积为1815.9万平方米，较2019年增加23.9%，为2021年市场供应量提供有力支撑。但另一方面，成交土地溢价率达到11.1%，较高的溢价会对房价造成上涨的压力。

图 25：2020 年上海土地溢价率上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 26：上海住宅类用地供应持续扩张



资料来源：Wind，民生证券研究院

从政策的角度看，货币政策的逐渐收缩与房地产信贷的收紧预计会抑制需求的上涨。一是2021年国家将逐步收缩放款的货币政策。二是地产信贷约束趋严，严防资金违规流入房地产市场。2020年12月31日，央行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，明确自2021年1月1日起，对银行业金融机构分类分档设置房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限。房地产行业金融监管整体收紧。

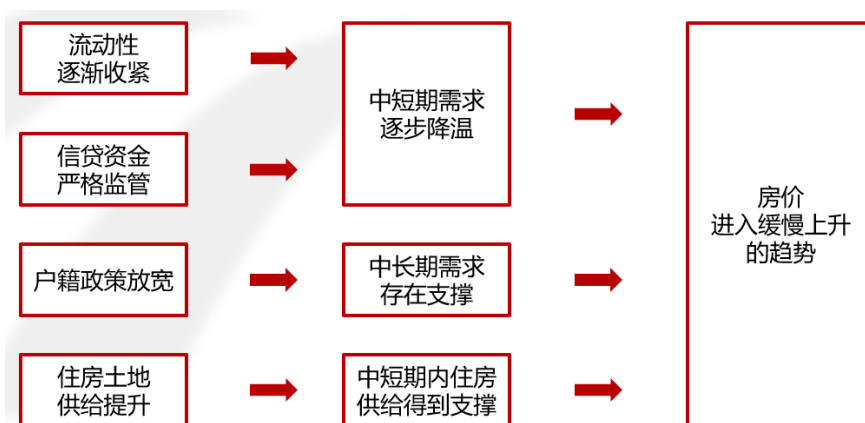
图 27：对银行业金融机构分类分档设置房地产贷款占比上限

银行业金融机构分类类型	房地产贷款占比上限	个人住房贷款占比上限
<b>第一档：中资大型银行</b>		
中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、中国银行、国家开发银行、交通银行、中国邮政储蓄银行	40.0%	32.5%
<b>第二档：中资中型银行</b>		
招商银行、农业发展银行、浦发银行、中信银行、兴业银行、中国民生银行、中国光大银行、华夏银行、进出口银行、广发银行、平安银行、北京银行、上海银行、江苏银行、恒丰银行、浙商银行、渤海银行	27.5%	20.0%
<b>第三档：中资小型银行和非县域农合机构</b>		
城市商业银行、民营银行 大中城市和城区农合机构	22.5%	17.5%
<b>第四档：县域农合机构</b>		
县域农合机构	17.5%	12.5%
<b>第五档：村镇银行</b>		
村镇银行	12.5%	7.5%

资料来源：CRIC 研究中心，民生证券研究院

我们认为，如果新房供给不出现大量上升，上海房价短期上涨仍有动力。结合上述理由，总体来看，2021 年上海楼市预计成交规模保持在高位，价格短期内有上涨动力。在“房住不炒”的大方向以及货币政策逐渐收紧、流向楼市的信贷资金监管日趋严格的背景下，户籍政策的放宽为未来上海住宅的需求提供了支撑力，如果新房供给不出现大量上升，上海房价预计会进入缓慢上升的趋势。而学区房的需求在未来几年内仍会受到留学替代的支撑。学区房，尤其是优质学校的学区房，未来房价上涨空间预计仍较大。

图 28：未来上海房价走势预测



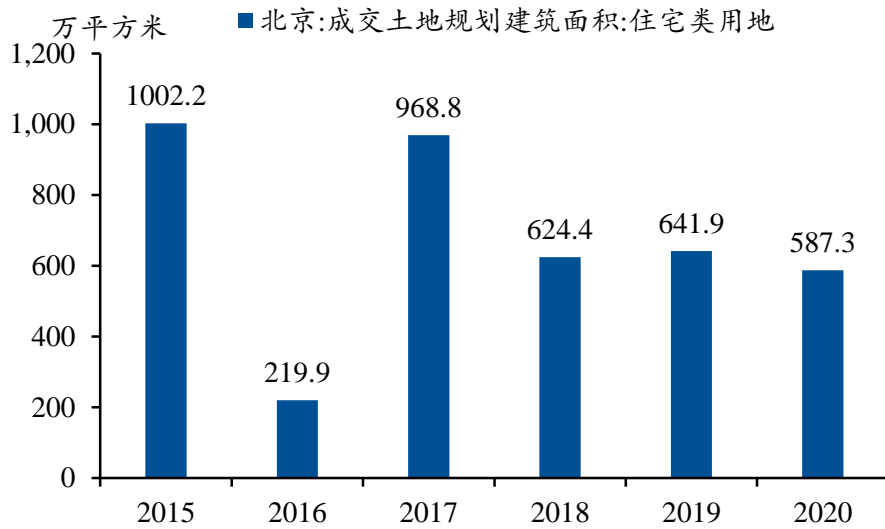
资料来源：民生证券研究院

## 4.2 北京房价会不会上涨？

如果北京调控政策以及落户限制不放松，北京房价上行动力相对较小。2020 北京新房供应量仍处于高位，且因为限竞房仍在去化中，北京住宅的库存预计将继续处于高位。人口流入与货币宽松这两项驱动上海与深圳房价上涨的因素：人口上，北京常住人

口数量处于下降趋势；货币宽松上，北京因为其住宅供应高，影响主要反映在成交量上。如果北京调控政策以及落户限制不放松，我们认为，短期内，北京的房价上行动力相对较小。

图 29：北京住宅类用地供给并未明显减少



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 风险提示

政策调控力度超预期；全球政治经济不确定性加大。

## 插图目录

图 1: 上海房价走势.....	3
图 2: 房价涨幅跟着环线走.....	4
图 3: 90 平方米以上的中大户型商品房成交明显上涨.....	5
图 4: 90 平方米以上新建住宅较 90 平方米以下涨幅更大.....	5
图 5: 90 平方米以上二手住宅较 90 平方米以下涨幅更大.....	6
图 6: M2 同比增速走势领先于上海房价同比涨幅走势.....	7
图 7: 上海新增个人住房贷款明显回升.....	7
图 8: 经营贷利率低于首套房贷利率.....	8
图 9: 2020 年第二季度开始经营贷余额迅速爬升.....	8
图 10: 上海落户人数上升.....	9
图 11: 上海房价保持了三年的横盘.....	10
图 12: 上海楼市量价齐升.....	10
图 13: 上涨原因总结.....	11
图 14: 北京二手房房价走势.....	12
图 15: 北京二手房房价走势.....	13
图 16: 北京库存仍处于高位.....	13
图 17: 北上深常住人口变化.....	14
图 18: 北京房价未上涨原因总结.....	14
图 19: 深圳二手房价格.....	15
图 20: 深圳常住人口持续上升.....	15
图 21: 深圳是四大一线城市中面积最小的城市.....	16
图 22: 深圳房价上涨原因总结.....	16
图 23: 2020 年上海落户新政.....	17
图 24: 西安开放落户限制后房价大幅上涨.....	17
图 25: 2020 年上海土地溢价率上升.....	18
图 26: 上海住宅类用地供应持续扩张.....	18
图 27: 对银行业金融机构分类分档设置房地产贷款占比上限.....	19
图 28: 未来上海房价走势预测.....	19
图 29: 北京住宅类用地供给并未明显减少.....	20

## 分析师简介

**解运亮**，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

## 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。

## 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。