

内地房地产周度观察

地产销售趋势复盘与展望

7月以来，全国商品房单月销售额同比降幅呈扩大趋势。2021年7月起，全国商品房单月销售额同比增速转负、且降幅呈扩大趋势，10月降幅达22.6%。尽管10月以来监管层表态相对积极，但11月克而瑞累计销售额TOP100房企单月合计销售额同比降幅进一步扩大。本文尝试通过复盘过去几轮的行业销售复苏，探究货币政策及行业调控变化对销售趋势的影响。

2012年：货币信贷宽松、多地政策现积极调整、房价调整等共同提振行业销售。 1) 多次降准降息释放流动性：2011年12月、2012年2月及5月3次降准，房贷利率也由2011年Q4的7.62%持续降至2012年Q3的6.20%。2) 多地政策出现积极调整：南京、厦门等众多城市放宽公积金贷款政策，北京、上海等地放宽普通住宅标准，扬州等地对符合条件的购房者发放补贴。3) 房价调整：部分房企通过降价促销回笼资金，百城样本住宅均价由2011年9月的9827元/平持续下滑至2012年5月的9523元/平，一定程度上提振了购房需求。在综合因素的作用下，全国商品房单月销售额单月同比增速2012年6月起回正，距首次降准及房贷利率下滑起约2个季度、距地方政策调整起约2-3个季度。

2015年：降准降息力度较大、行业政策明显改善，销售量价齐升。 1) 多次降准降息：2015年内央行4次降准、5次降息，个人住房贷款利率由2014年Q3的6.96%快速下滑至2015年Q4的4.70%。2) 2014年中起行业政策明显改善：2014年6月起二线城市限购基本全面放开、930新政放宽首套房认定标准、2015年330新政下调二套房首付比例等大幅度的政策调整对房地产市场带来了明显提振。2015年4月起，全国商品房单月销售增速回正、行业销售量价齐升，距2014年中限购放宽起约10个月、距930新政约2-3个季度、距房贷利率下滑起约2个季度、距2015年首次降准及降息均约1个月。

2018及2020年：流动性环境偏松、行业调控趋紧，行业销售提升幅度相对有限。 行业政策调控可能在一定程度上对冲货币政策宽松对行业销售的积极影响。2018年4月末、7月初的2次降准等因素带动2018年5月、7月单月销售同比增速明显提升，但年中的行业调控加码使销售增速快速下行；2018年10月第3次降准、部分城市发布政策边际放松限价、限售等，11月起全国商品房销售单月增速明显回升。类似地，2020年疫情后流动性环境相对宽松，但行业政策维持偏紧，商品房全年累计销售额同比增速仅较2019年提升约2.2pct。

行业销售有望于2022年Q1-Q2复苏，行业风险化解情况可能影响行业销售复苏进度。 1) 从政策组合上看，近期流动性环境有所改善（降准、行业信贷投放提速）、行业基调相对平稳（顶层多次表态相对积极），流动性的改善有望顺畅传导至行业成交的提升；根据2012及2015年的复苏时点推算，行业销售有望于2022年Q2复苏。2) 从二手房市场的情况来看，11月多个一二线城市二手住宅成交套数出现环比回升，而2012及2015年重点城市二手房约领先新房市场1-2季度复苏，据此推算行业销售有望于2022年Q1-Q2复苏。另外，购房者对项目交付的信心受损为本轮销售下滑的重要原因之一，故行业风险化解及购房者信心恢复情况可能对行业销售复苏的进度带来一定影响。

风险提示： 调控政策及疫情防控政策存不确定性；公司销售结算或出现波动。

强于大市

(维持)

微信公众号



蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕

分析师

+852 3958 4660

zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789

洪宁蔚

联系人

+852 3958 4600

Sabrinahong@cwghl.com



目录

1. 政策环境边际改善，销售增速持续下滑	4
2. 销售复苏：货币政策与行业政策共同驱动	6
2.1 2012 及 2015 年：信贷与调控改善，政策力度较大	6
2.2 2018 及 2020 年：信贷偏松调控趋紧，销售提升幅度有限	10
3. 如何看待当前的行业销售情况？	11

图表目录

图 1：2021 年来全国商品房累计销售额增速持续下滑	4
图 2：2021 年 10 月商品房单月销售额同比下降 22.6%	4
图 3：9 月后 TOP100 房企累计销售额增速降幅更大	5
图 4：2021 年 11 月 TOP100 房企单月销售额同比-39.3%	5
图 5：2012 及 2015-2016 年，行业销售快速复苏	5
图 6：2012 年 6 月起商品房单月销售额同比增速回正	6
图 7：2011 年 12 月至 2012 年 5 月 3 次降准释放流动性	6
图 8：2012 年 Q1-Q3 房贷利率下行	7
图 9：2011 年 9 月至 2012 年 6 月房价有所下滑	7
图 10：2015 年 4 月起商品房单月销售额同比增速回正	8
图 11：2015 年内央行 4 次降准	8
图 12：2015 年内央行 5 次降息	8
图 13：2014 年 Q4 至 2015 年 Q4 按揭利率快速下降	8
图 14：2015 至 2016 年，百城样本住宅均价呈上升趋势	8
图 15：2012 及 2015-2016 年，房价上涨比例及短期购房意愿共同提振行业销售	10
图 16：2018 及 2020 年，房价上涨比例及短期购房意愿未明显提升	11
图 17：2012 年北京二手住宅同比增速率先回正	12
图 18：2014 年末北京、深圳二手住宅成交开始复苏	12
图 19：深圳二手住宅成交套数 11 月反弹	12
图 20：北京二手住宅成交套数 11 月反弹	12
图 21：杭州二手住宅成交套数 11 月反弹	12
图 22：厦门二手住宅成交套数 10 月起反弹	12
图 23：越秀地产等稳健国有房企近月销售表现良好	13
图 24：金地集团等稳健民营房企近月销售较为平稳	13
图 25：信用事件对部分房企的购房者信心带来了影响	13
图 26：部分信用受损房企单月销售额大幅下滑	13



表 1: 2011 年四季度至 2012 年二季度, 多地微调政策支持商品房销售	7
表 2: 2014 年中起, 二线城市限购陆续放开	9
表 3: 2014 年 9 月末起, 全国性刺激政策频繁出台	9



1. 政策环境边际改善，销售增速持续下滑

2021年7月以来，全国商品房单月销售额同比降幅扩大。随着2020年初疫情延后的购房需求在下半年加速释放、2021年按揭偏紧及部分房企信用风险暴露，2021年全国商品房销售额累计同比增速持续下滑、单月销售增速由正转负。根据国家统计局的数据，2021年7月，商品房单月销售额于年内首次出现同比下滑（-7.1%），10月单月同比降幅达到22.6%。

图1：2021年来全国商品房累计销售额增速持续下滑



数据来源：国家统计局，中达证券研究

图2：2021年10月商品房单月销售额同比下降22.6%



数据来源：国家统计局，中达证券研究

从房企规模上看，近月百强房企单月销售额降幅更大。根据克而瑞的数据，累计销售金额排名TOP100房企的销售趋势与全国表现相近，在变化幅度上存在一定差异。2018至2020年，累计销售金额排名TOP100房企的累计及单月销售金额同比增速多高于全国整体；2021年后，由于基数效应和部分龙头房企风险暴露等原因，累计销售金额排名TOP100房企的累计销售额自2021年起低于全国整体、单月销售金额同比增速自2021年6月起低于全国整体。2021年9-11月，TOP100房企单月销售金额同比降幅均大于30%。



图 3：9 月后 TOP100 房企累计销售额增速降幅更大



数据来源：国家统计局，克而瑞，中达证券研究

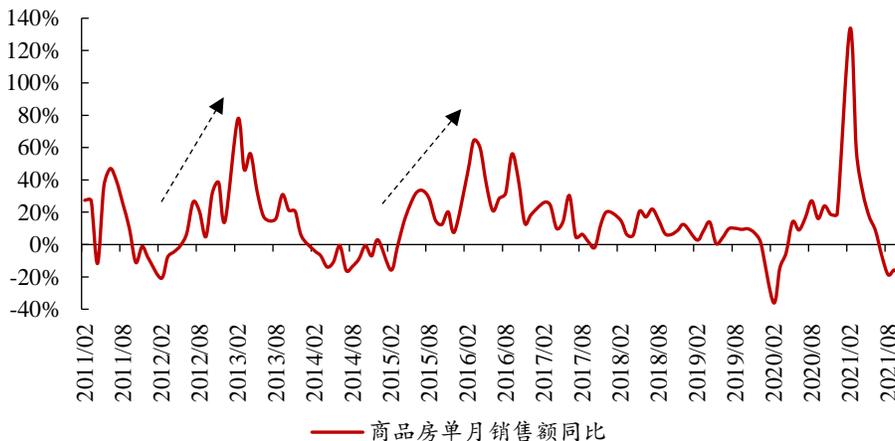
图 4：2021 年 11 月 TOP100 房企单月销售额同比-39.3%



数据来源：国家统计局，克而瑞，中达证券研究

10 月以来政策表态相对积极，但 TOP100 房企 11 月单月销售同比降幅进一步扩大。10 月以来，顶层对房地产行业的积极表态有所增加，从房企融资、按揭投放等多方面提振市场信心。尽管央行 10 月单独披露了个人住房贷款数据、10 月克而瑞口径 TOP100 房企的单月销售同比降幅有所收窄，但 11 月相应降幅进一步扩大至 39.3%。本文尝试通过复盘过去几轮的行业销售复苏，探究货币政策及行业调控变化对销售趋势的影响，并对当前行业的销售趋势做出展望。

图 5：2012 及 2015-2016 年，行业销售快速复苏



数据来源：国家统计局，中达证券研究



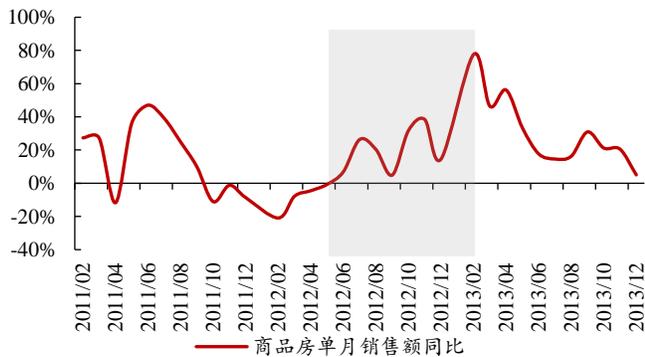
2. 销售复苏：货币政策与行业政策共同驱动

动

2.1 2012 及 2015：信贷与调控改善，政策力度较大

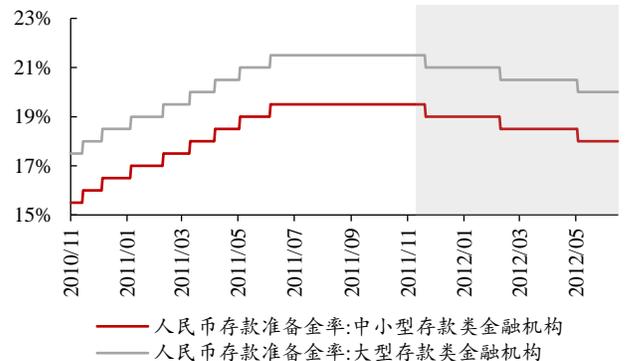
2012 年：货币信贷宽松、地方政策出现积极调整、房价调整等共同提振行业销售。受资金面紧缩和限贷、限购等行业政策等因素的影响，2011 年中起全国商品房单月销售额同比增速持续下行、10 月起转负并于 2012 年 2 月降至阶段低点（-20.9%）。2011 年四季度起：**1）多次降准降息释放流动性：**2011 年 12 月、2012 年 2 月、2012 年 5 月 3 次降准，流动性环境持续改善，房贷利率也由 2011 年 Q4 的 7.62% 持续降至 2012 年 Q3 的 6.20%。**2）地方政策出现积极调整：**南京、厦门等众多城市放宽公积金贷款政策（主要路径包括上调公积金贷款额度、增加贷款期限、放宽申请贷款条件等），北京、上海等地放宽普通住宅标准，扬州等地对符合条件的购房者发放补贴。**3）房价调整提振购房需求：**除整体资金面偏紧外，2012 年初房地产信托集中兑付等增大了部分房企的资金压力，在此环境下，部分房企开启降价促销、以价换量回笼资金；根据 Wind 的数据，百城样本住宅均价由 2011 年 9 月的 9827 元/平持续下滑至 2012 年 5 月的 9523 元/平。在上述因素的共同作用下，全国商品房单月销售额单月同比增速 2012 年 6 月后回正，距首次降准及房贷利率下滑起约 2 个季度、距地方政策微调起约 2-3 个季度。

图 6：2012 年 6 月起商品房单月销售额同比增速回正



数据来源：国家统计局，中达证券研究

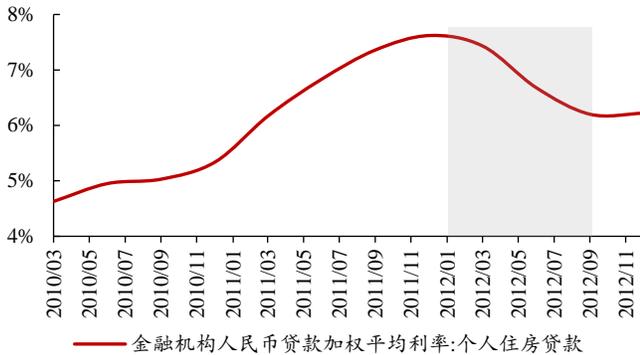
图 7：2011 年 12 月至 2012 年 5 月 3 次降准释放流动性



数据来源：中国人民银行，中达证券研究

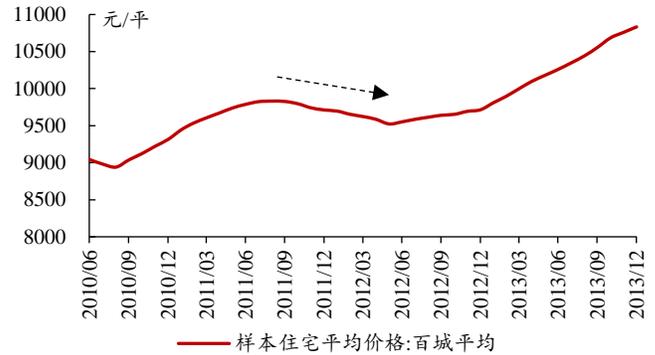


图 8：2012 年 Q1-Q3 房贷利率下行



数据来源：中国人民银行，中达证券研究

图 9：2011 年 9 月至 2012 年 6 月房价有所下滑



数据来源：Wind，中达证券研究

表 1：2011 年四季度至 2012 年二季度，多地微调政策支持商品房销售

时间	类型	城市
2011 Q4- 2012 Q2	公积金贷款放宽	<ul style="list-style-type: none"> 上调公积金贷款额度：南京、合肥、连云港、厦门、大连等 增加贷款期限：日照、滨州等 放宽申请条件：武汉、克拉玛依等
	普通住宅标准放宽	北京、武汉、厦门、天津、上海等
	购房补贴发放	扬州等

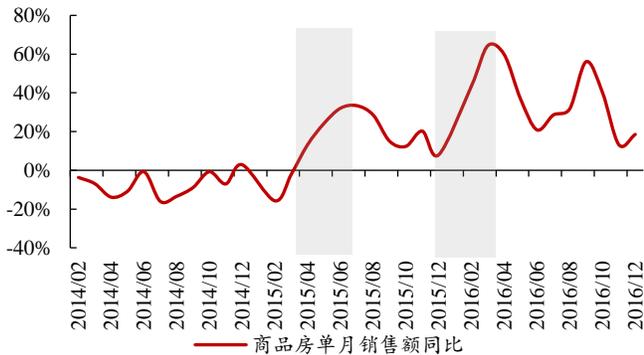
数据来源：政府网站，中达证券研究

2015 年：信贷偏松、政策托底，行业销售量价齐升。 1) 多次降准降息改善整体资金面表现：2015 年内央行 4 次降准、5 次降息，整体流动性环境趋于宽松；相应地，个人住房贷款利率也有所下滑，由 2014 年 Q3 的 6.96% 快速下滑至 2015 年 Q4 的 4.70%。 2) 2014 年中起行业政策明显改善：2014 年 6 月起二线城市限购基本全面放开、930 新政放宽首套房认定标准、2015 年 330 新政下调二套房首付比例并调整营业税征收标准等大幅度的政策调整对房地产市场带来了明显提振。2015 年 4 月起，全国商品房单月销售增速回正、行业销售呈现量价齐升态势，距 2014 年中限购放宽起约 10 个月、距 930 新政约 2-3 个季度、距房贷利率下滑起约 2 个季度、距 2015 年首次降准及降息均约 1 个月。

棚改货币化安置推进及去库存基调进一步提振商品房成交。 2015 年 6 月国务院发布文件提出“要积极推进棚改货币化安置”，对购房需求带来了明显提振；2015 年 11 月起顶层持续强调去库存，从供给端支持商品房销售。2016 年起，全国商品房单月销售额同比增速进一步提升，2016 年 3 月、4 月分别达到 64.4%、59.8%。

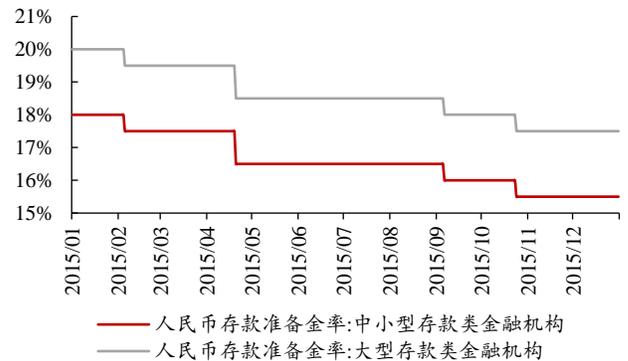


图 10: 2015 年 4 月起商品房单月销售额同比增速回正



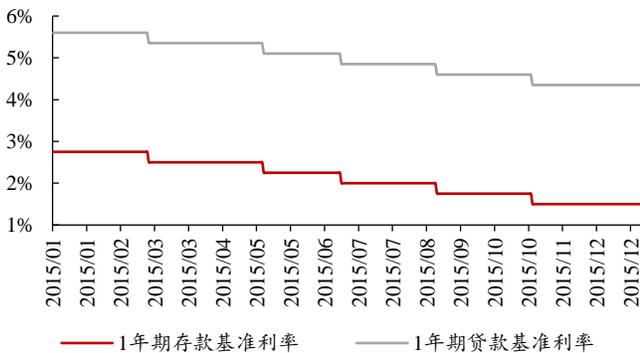
数据来源: 国家统计局, 中达证券研究

图 11: 2015 年内央行 4 次降准



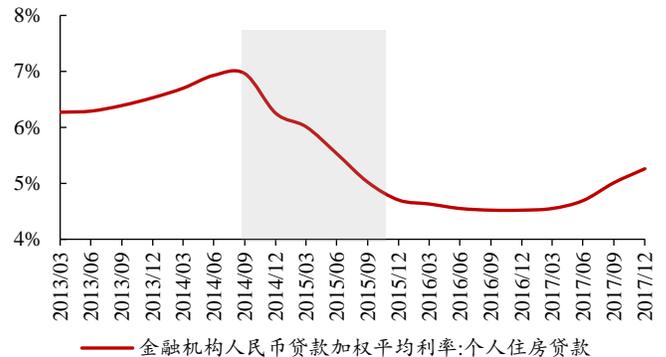
数据来源: 中国人民银行, 中达证券研究

图 12: 2015 年内央行 5 次降息



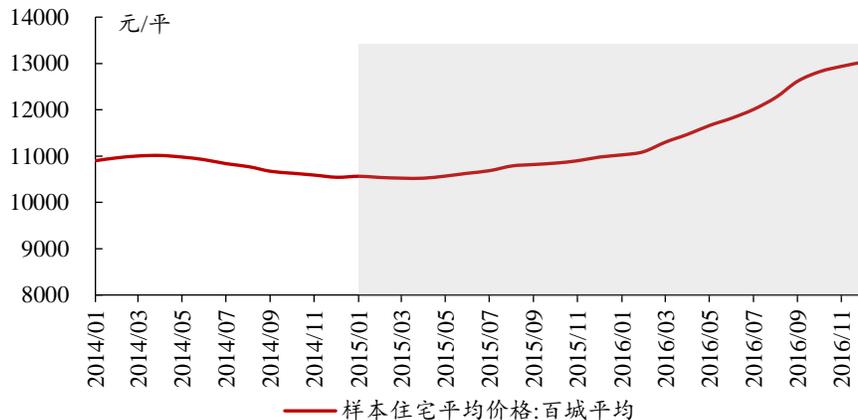
数据来源: 中国货币网, 中达证券研究

图 13: 2014 年 Q4 至 2015 年 Q4 按揭利率快速下降



数据来源: 中国人民银行, 中达证券研究

图 14: 2015 至 2016 年, 百城样本住宅均价呈上升趋势



数据来源: Wind, 中达证券研究



表 2：2014 年中起，二线城市限购陆续放开

时间	放开限购城市
2014-06	呼和浩特、昆明等
2014-07	厦门、济南、成都、武汉、长春、苏州、海口、西安、石家庄、杭州、温州、长沙等
2014-08	徐州、合肥、金华、青岛等
2014-09	贵阳、兰州、西宁、大连、沈阳、南京、福州、珠海等

数据来源：政府网站，中达证券研究

表 3：2014 年 9 月末起，全国性刺激政策频繁出台

时间	部门	概述
2014-09-30	央行、银监会	重申首套房最低首付款比例为 30%、贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍； 放松首套房认定标准 ，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；三套限贷令取消；缩短房贷审批周期等。
2015-03-30	央行、住建部、银监会	商贷二套房最低首付比例调整为 40%，公积金贷款首套住房最低首付 20% ，已结清贷款的二套公积金贷款购房，最低首付 30%。
2015-03-30	财政部、国税总局	个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的非普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税； 个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。
2015-06-30	国务院	要 积极推进棚改货币化安置 ，制定推进棚改货币化安置的指导意见和具体安置目标。
2015-11-10	中央财经领导小组第十一次会议	总书记首提房地产，要求 要化解房地产库存 ，促进房地产业持续发展。
2016-02-02	央行、银监会	在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款， 原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点 ；对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于 30%。

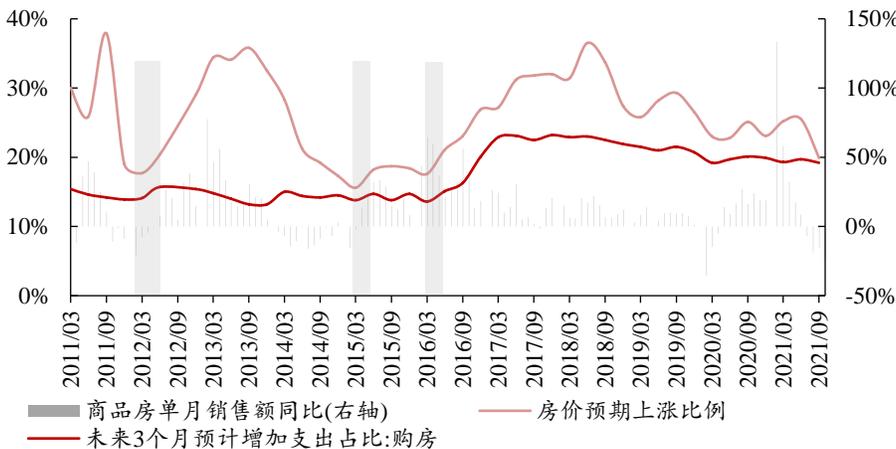
数据来源：政府网站，中达证券研究

较大力度的货币政策和行业政策共同推动了 2012 及 2015-2016 年的销售复苏。

前两次行业销售复苏的政策中均包含较大力度的货币政策和行业政策支持：1) 货币政策：多次降准降息等提升整体流动性、放宽限贷和公积金政策等扩大行业信贷投放。2) 行业政策：2012 年多地政策微调释放积极信号，2014 年起多个二线城市限购放开、全国范围内限贷放宽、二套房首付比例下调等提振市场信心，2015 年末行业去库存基调形成、棚改货币化安置推进等进一步刺激行业成交。货币政策和行业政策的共同支持能够提升居民的房价上涨预期、提振短期购房意愿，根据央行的城镇储户问卷调查，2012 Q1、2015Q1、2016Q1 预期房价上涨的居民比例及未来 3 月预计增加购房支出占比均有所提升，其后一季度内商品房单月销售额同比增速回正或大幅提升。



图 15：2012 及 2015-2016 年，房价上涨比例及短期购房意愿共同提振行业销售



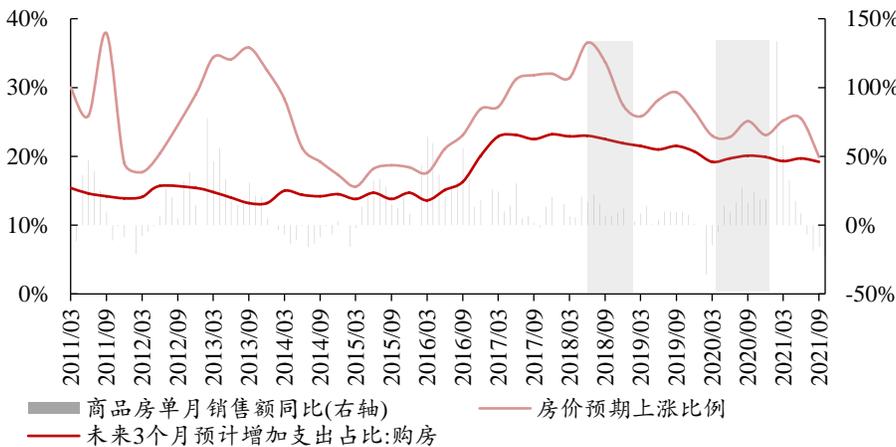
数据来源：中国人民银行，国家统计局，中达证券研究

2.2 2018 及 2020：信贷偏松调控趋紧，销售提升幅度有限

流动性环境偏松、行业调控趋紧，行业销售提升幅度相对有限。行业政策调控可能在一定程度上对冲货币政策宽松对行业销售的积极影响。2018 年 4 月末、7 月初的 2 次降准等因素带动 2018 年 5 月、7 月单月销售同比增速明显提升，但年中的行业调控加码使销售增速快速下行；2018 年 10 月第 3 次降准、部分城市方发布政策边际放松限价、限售等，11 月起全国商品房销售单月增速明显回升。类似地，2020 年疫情后流动性环境相对宽松，但行业政策维持偏紧（如 3 月起多地放松政策遭撤回、年中起多个热点城市加码调控等），商品房全年累计销售额同比增速仅较 2019 年提升约 2.2pct 至 8.7%。在相对宽松的流动性环境和偏紧的行业调控下，城镇储户的房价预期上涨比例及未来 3 个月预计增加购房支出占比 2018 年持续下滑、2020 年先扬后抑。



图 16：2018 及 2020 年，房价上涨比例及短期购房意愿未明显提升



数据来源：中国人民银行，国家统计局，中达证券研究

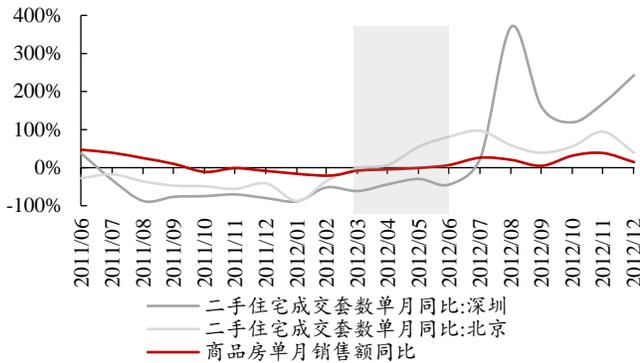
3. 如何看待当前的行业销售情况？

近期流动性环境有所改善、行业基调相对平稳。货币政策方面，今年以来央行分别于 7 月、12 月两次降准，对整体流动性环境带来了一定的积极作用。另外，近期按揭贷款额度紧张的状态已有所改善，根据贝壳研究院的数据，10 月起重点城市房贷利率年内首现环比回调、11 月百城平均放款周期自 4 月以来首次缩短（较上月缩短 5 天，超过 60% 的城市放款周期缩短）。行业政策方面，10 月以来顶层对行业信用情况的表态相对积极，日前政治局会议提出“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”，整体行业基调相对平稳、并未抑制居民的住房消费。在当前的政策组合下，行业信贷的改善有望顺畅传导至行业成交的提升，根据 2012 及 2015 年的复苏时点，行业销售有望于 2022 年 Q2 复苏。

重点城市二手房市场复苏多领先于全国新房市场，11 月多个一二线城市二手房市场现积极信号。二手房市场通常对市场变化更为敏感，2012 年北京二手住宅成交套数同比增速较全国商品房单月销售额同比增速提前约 1 个季度回正，2015 年深圳、北京二手住宅成交套数同比增速较全国商品房单月销售额同比增速提前约 2 个季度回正。近期重点城市二手住宅成交情况的回暖或释放了一定的积极信号：深圳、北京、杭州、厦门等重点城市的二手住宅成交套数自 2021 年 3 月起持续下跌，10 月起厦门成交套数有所回升，11 月深圳、北京、杭州首次出现环比回升。从二手房市场的信号上看，行业销售有望于 2022 年 Q1-Q2 复苏。

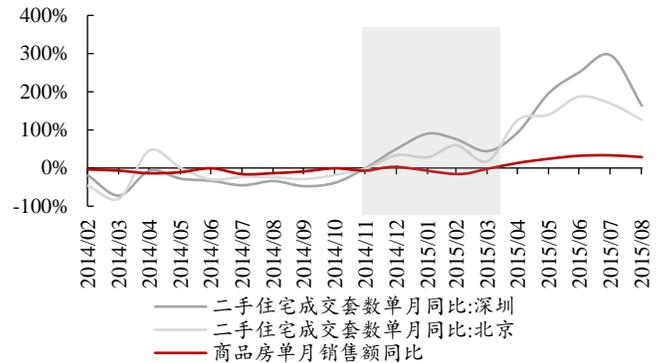


图 17: 2012 年北京二手住宅同比增速率先回正



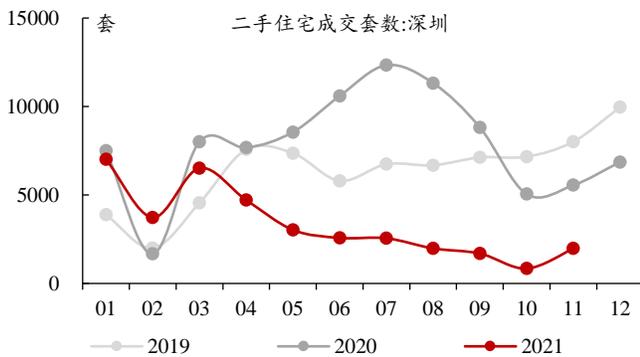
数据来源: 国家统计局, 地方房管局, 中达证券研究

图 18: 2014 年末北京、深圳二手住宅成交开始复苏



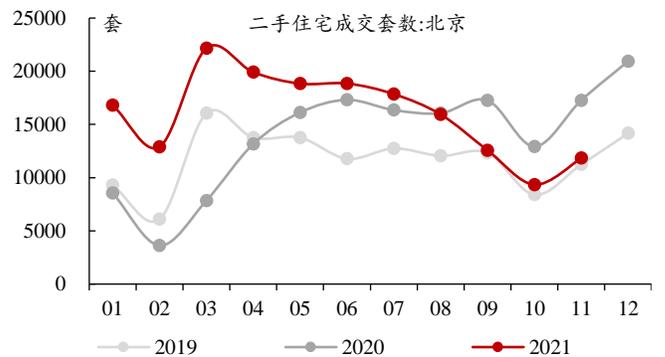
数据来源: 国家统计局, 地方房管局, 中达证券研究

图 19: 深圳二手住宅成交套数 11 月反弹



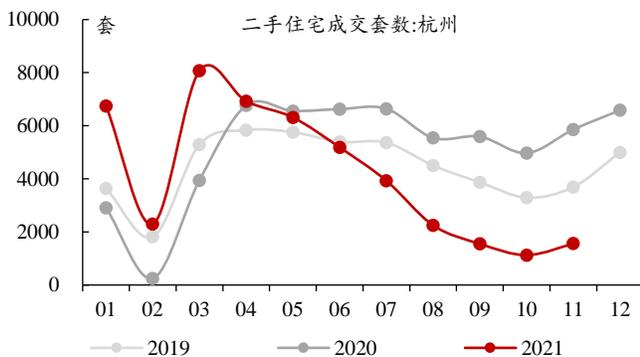
数据来源: 地方房管局, 中达证券研究

图 20: 北京二手住宅成交套数 11 月反弹



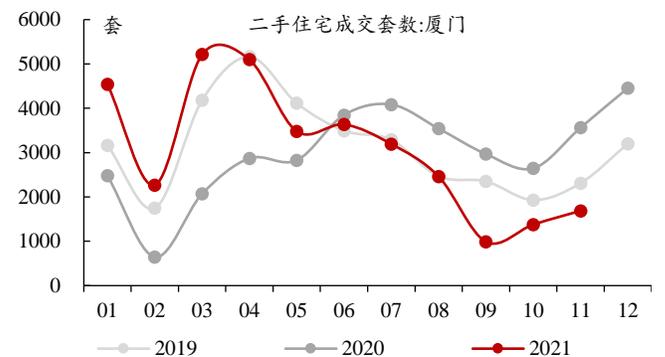
数据来源: 地方房管局, 中达证券研究

图 21: 杭州二手住宅成交套数 11 月反弹



数据来源: 地方房管局, 中达证券研究

图 22: 厦门二手住宅成交套数 10 月起反弹

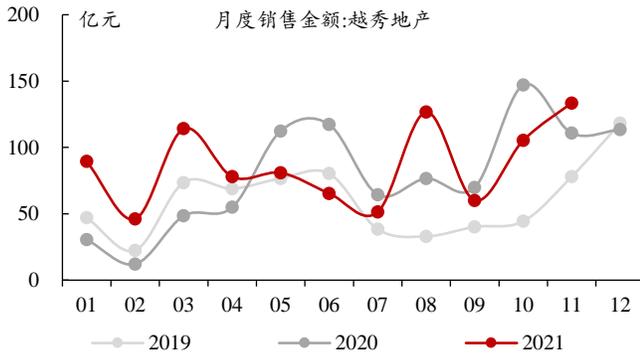


数据来源: 地方房管局, 中达证券研究



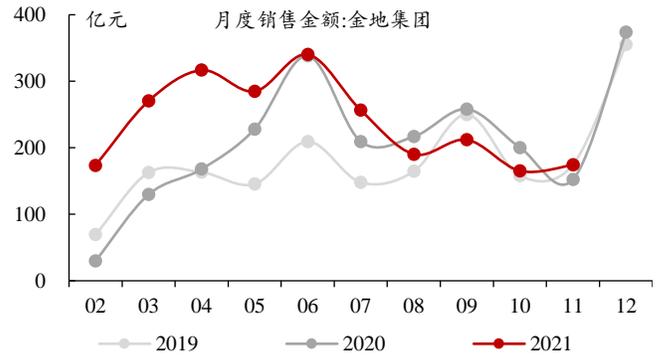
行业风险化解及购房者信心恢复情况可能影响行业销售复苏进度。相对于购房市场信心而言，近期重点城市二手房市场的回暖或更来自于当前行业信贷环境的改善（因二手房市场供给通常为现房、购房者通常无需担忧项目交付情况）等。与以往不同，本轮新房销售的下滑涉及循环下行的信用传导，房企的流动性压力可能导致项目交付受阻、影响房企信用及购房者信心（详见专题报告《地产调控：逻辑、效果与展望》）。在此环境下，部分经营稳健的房企销售实际相对平稳，同时部分信用受损房企则出现了销售额的大幅下滑，因而**新房销售的复苏或需进一步观察行业信用风险化解情况**。目前，行业风险化解正逐步推进，部分出现信用事件的房企积极提出相关解决方案、部分地方政府将向个别房企派出工作组推进风险处置工作等，购房者信心和新房销售也有望逐步恢复。

图 23：越秀地产等稳健国有房企近月销售表现良好



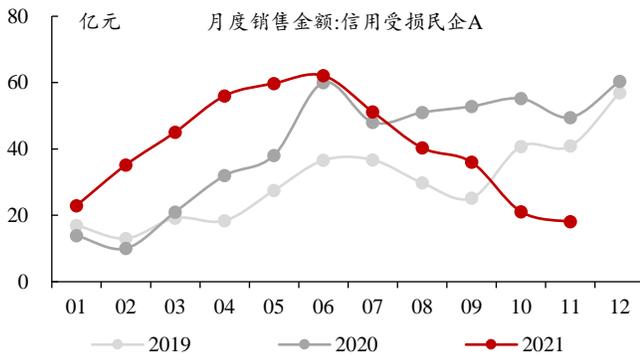
数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 24：金地集团等稳健民营房企近月销售较为平稳



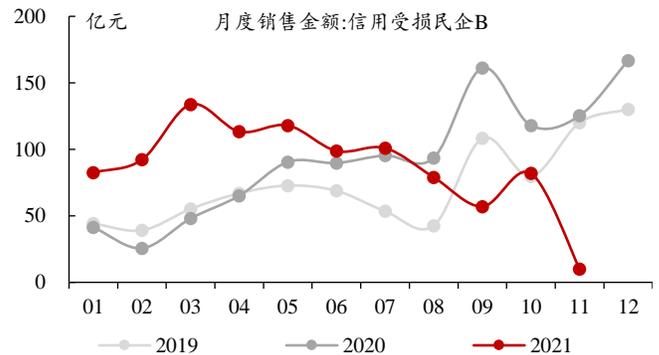
数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 25：信用事件对部分房企的购房者信心带来了影响



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 26：部分信用受损房企单月销售额大幅下滑



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究



风险提示：

- 1.行业调控及融资政策或存在一定不确定性，影响上市公司销售业绩；
- 2.宏观经济波动可能对行业内企业经营造成一定影响；
- 3.疫情控制具有不确定性。



分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 股票评级：

- 买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；
持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；
卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

2) 行业评级：

- 强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本報告所涵蓋的公司或有業務往來。因此，投資者應該意識到公司可能存在利益衝突，這可能會影響報告的客觀性。投資者在做出投資決策時，應僅將本報告視為參考因素之一。

本報告所提供的任何資料僅供參考，並不考慮任何特定接受者的投資目標、財務狀況或風險承受能力，也不構成任何招標或買賣任何證券或任何其他金融工具的要約。本報告並未經香港證監會審核。投資有風險，在簽訂任何投資合同之前，個人應在必要時做出判斷或尋求專業意見。

本報告所載資料來自中達證券投資有限公司認為可靠的來源，但在本報告所載材料的準確性、完整性或可靠性方面，中達證券投資有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保證。所有與價格相關的信息均為指導性信息，本報告中提到的投資價值和來自這些信息的收入可能會波動。本報告所載資料隨時可能有所改變，中達證券投資有限公司不承諾就該等更改發出通知。



过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第571章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。