

中国 房地产

2025年一季度展望：二手房市场仍将表现最好；关注更多刺激措施

我们在本篇报告中总结了2024年9月末政策放松后四季度的房地产市场表现，并展望了2025年一季度前景。

2024年四季度：房地产销售面积高于预期，尽管在2025年初有所放缓。一线城市和部分二线城市的平均房价环比回升，但由不同的房价区间驱动。自11月份以来，深圳房价环比涨幅最高。到2024年底，我们看到新政策更多地侧重于城中村改造计划和保交房。

2025年一季度：一季度通常是房地产市场的淡季。我们预计75个城市的销售面积和整体二手房市场将同比正增长。但全国一手房市场、土地出让、新开工和竣工面积的同比下降趋势可能会持续。3月份也将是观察开发商流动性状况的重要时点，因为这将是今年债券偿付的第一个压力点。

我们预计，短期内覆盖范围内开发商的股价将在一定区间内波动，区间上限将由房价企稳的改善所驱动，区间下限将由低于预期的政策趋势和弱于预期的房地产市场复苏迹象所驱动。覆盖范围内开发商当前股价再次处于区间下限，反映出在没有额外政策支持的情况下，房价企稳的可预见性较低。因此，我们预计估值将在一季度回升，推动因素包括：1) 持续的政策宽松势头，这可能会改善房价企稳的前景，包括3月份两会上即将公布城中村改造计划（将催生更多需求）和房地产去库存的资金支持细节、降准后住房公积金贷款利率和房贷利率下调，以及一线城市可能进一步放松限购；2) 一线城市和部分二线城市出现房价回升的更多迹象，从而提振股市对房地产市场企稳的信心。我们给予买入评级的股票包括中国海外发展(688.HK)、华润置地(1109.HK)、绿城中国(3900.HK)和龙湖集团(960.HK)。

其他相关研报：

[中国 房地产: 2025年展望: 触底在望](#)

[中国 房地产: 房价企稳可预见性增强; 买入可售储备充足的房企 \(4只股评为买入, 6只股评级下调\)](#)

证券研究报告
Research | Equity

王逸, CFA
+86(21)2401-8930 |
yi.wang@goldmansachs.cn
高盛 (中国) 证券有限责任公司

李薇
+86(21)2401-8926 |
vicky.li@goldmansachs.cn
高盛 (中国) 证券有限责任公司

徐时
+86(21)2401-8929 |
shi.x.xu@goldmansachs.cn
高盛 (中国) 证券有限责任公司

景恺彦
+86(21)2411-8092 |
kaiyan.jing@goldmansachs.cn
高盛 (中国) 证券有限责任公司

高盛与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或参阅www.gs.com/research/hedge.html。由非美国附属公司聘用的分析师不是美国FINRA的注册/合格研究分析师。

图表 1: 当前股价和我们的12个月目标价比2021年以来的最低股价平均高出38%/85%，但比峰值低65%/低52%
我们在悲观/基本/乐观情景下的估值与覆盖范围内开发商自本轮下行周期以来的历史股价区间相比较



Share prices as of Jan 9, 2025

资料来源: Datastream, 高盛全球投资研究部

图表 2: 我们在悲观/基本/乐观情景下的估值隐含的平均库存减值分别为44%/27%/15%，而目前市场计入的水平为38%
悲观/基本/乐观情景下的估值隐含的库存减值与市场计入的水平相比较



(1) For our bear/base/bull case valuation, details in the report dated 22 October 2024 "China Real Estate: ASP stabilization more visible; Buy developers with strong saleable pipeline (4 Buys and 6 downgrades)". (2) Share prices as of Jan 9, 2025.

资料来源: Datastream, 高盛全球投资研究部

2025年一季度政策：为具有可持续性的复苏提供支撑

到2024年底，我们看到新出台政策(图表 3)更多地侧重于城市更新（城中村改造计划从35个城市扩大到300个城市，货币化安置将超过之前100万套的计划）和保交房（10月中旬至11月底批准了1.37万亿元白名单贷款，2024年目标为4万亿元），同时仍在等待去库存和土地储备回购方面的更多实施。展望2025年一季度，我们预计：1）3月份即将召开的两会将公布关于城中村改造计划（该计划仍缺乏关键的融资细节，而自2024年2月以来新增抵押补充贷款发行仍然低迷，见图表 4）和房地产去库存（更明确地允许使用地方政府专项债，但对于地方政府专项债额度有限且难以盘活收购的库存或土地储备的地方政府来说仍有难度）的更多资金支持细节；2）降准，这可能会传导至住房公积金贷款利率和房贷利率下调。我们的中国经济学家预计一季度和三季度将分别降准50个基点，这可能会给住房公积金贷款利率（首套/二套5年以上房贷利率目前为2.85%/3.325%）带来进一步下调空间，进而又可能为房贷利率设定更低的下限。此外，我们的经济学家和银行业研究团队预计中国银行业将进行6,000亿至1万亿元的再融资，也应会给银行带来降低房贷利率的更大空间；3）一线城市进一步放松限购，例如降低非本地户籍购房者的社保缴纳年限要求（目前上海/深圳为1年以上，北京为3年以上），以及大户型限购松绑等。

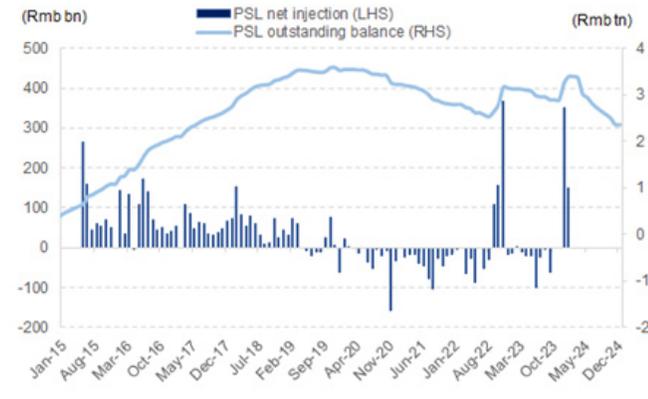
图表 3: 我们看到, 到2024年底, 新增政策和最新执行情况更多地集中在城市更新和保交房方面, 同时仍在等待去库存和土地储备回购方面加大执行力度的进一步计划
2024年10月以来中央层面的政策和最新动态概览

Date	Govt. entity	Policy focus						Key details*
		Market stability	Urban renewal	Inventory reduction	Land buyback/revitalization	Completion support	Taxation	
1/3/2025	State Council Executive Meeting		✓					Promote urban renewal works as key driver of domestic demand , and urged accelerated renovation of old communities, urban villages, factory areas and relevant neighborhoods
12/25/2024	MOHURD	✓	✓					Released major 2025 tasks with promoting housing market stabilization as top priority ; URVP and dilapidated houses renovation shall be intensified, and monetized resettlement will scale-up from prior 1mn units quota
12/12/2024	CEWC	✓	✓	✓	✓			Continuous and dedicated efforts to stabilize housing market; Intensify URVP and dilapidated houses renovation; Revitalize idle land bank and promote existing housing inventory disposals
12/9/2024	Politburo meeting	✓						Reiterated stance to stabilize housing market, as well as to contain and dissolve key risks
11/30/2024	MOHURD					✓		Updated Rmb3.6tn whitelist projects loan approved (Rmb600bn newly approved since end-Oct)
11/15/2024	MOHURD and MOF		✓					Expand urban village redevelopment program scale from 35 key cities to 300+ cities , and vowed support toward qualified projects with balanced funding and matured compensation plans
11/13/2024	MOF, STA, and MOHURD						✓	Cut minimum LAT pre-collection ratio and reiterate LAT exemptions rules; lower deed tax for home buyers of larger housing units and more homes, and exemptions of VAT on the selling of houses held for 2+ years
11/8/2024	NPCSC			✓	✓		✓	Scaled up local government debt resolution to RMB12m over 2024-28; Indicated new property-related tax policies underway , and preparation of detailed policies to utilize LGSB to support land buyback and completed inventory acquisition
11/7/2024	MNR				✓			Promote land buyback with LGSB with clarified project qualification rules and priorities, while stricter control of new land supply shall be imposed
10/31/2024	MOHURD					✓		Updated Rmb3tn whitelist projects loan approved (Rmb770bn newly approved since mid-Oct)
10/17/2024	MOHURD		✓			✓		Monetized resettlement of 1mn units of urban villages/dilapidated houses in 35 key cities; Expand whitelist projects scale to Rmb4tn by end-24 (updated Rmb2.23tn approved by mid-Oct)
10/12/2024	MOF	✓		✓	✓		✓	Support land buyback and inventory acquisition funded with LGSB ; Impose combined measures incl. dedicated funding and taxation policies to restore property sector stability
10/8/2024	NDRC	✓	✓	✓	✓	✓		Pledged heightened urban renewal infrastructure build-up with front-loaded funding approvals and spending plans; reiterated restoring housing market stability from both supply (e.g. inventory digestion, whitelist project loans, idle land revitalization, etc.) and demand-side (HPR loosening, etc.)

Bolded blue highlights denotes incrementally supportive notions or add-on policy supports

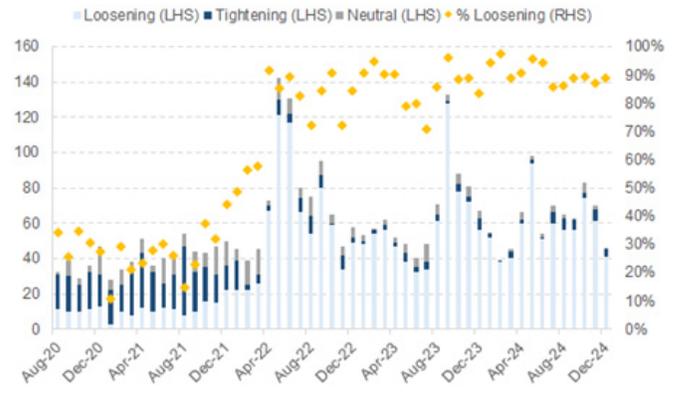
资料来源: 政府公告, 高盛全球投资研究部

图表 4: 自2024年2月份以来新增抵押补充贷款发行仍然低迷
抵押补充贷款发行量和国内银行的偿还情况



资料来源: 中国人民银行, 高盛全球投资研究部整理数据

图表 5: 截至2024年四季度初, 地方政策放松力度有所加大, 但在11-12月期间持续减弱
按类型划分的地方政府政策数量概览



资料来源: Fangchan.com, 高盛全球投资研究部整理数据

2025年一季度整体行业: 二手房市场仍将表现最好

展望2025年一季度, 在一系列行业指标中, 我们预计二手房市场销售将继续优于新房销

售，竣工面积同比趋势将有所改善，而土地出让/新开工/房地产投资将持续低迷。

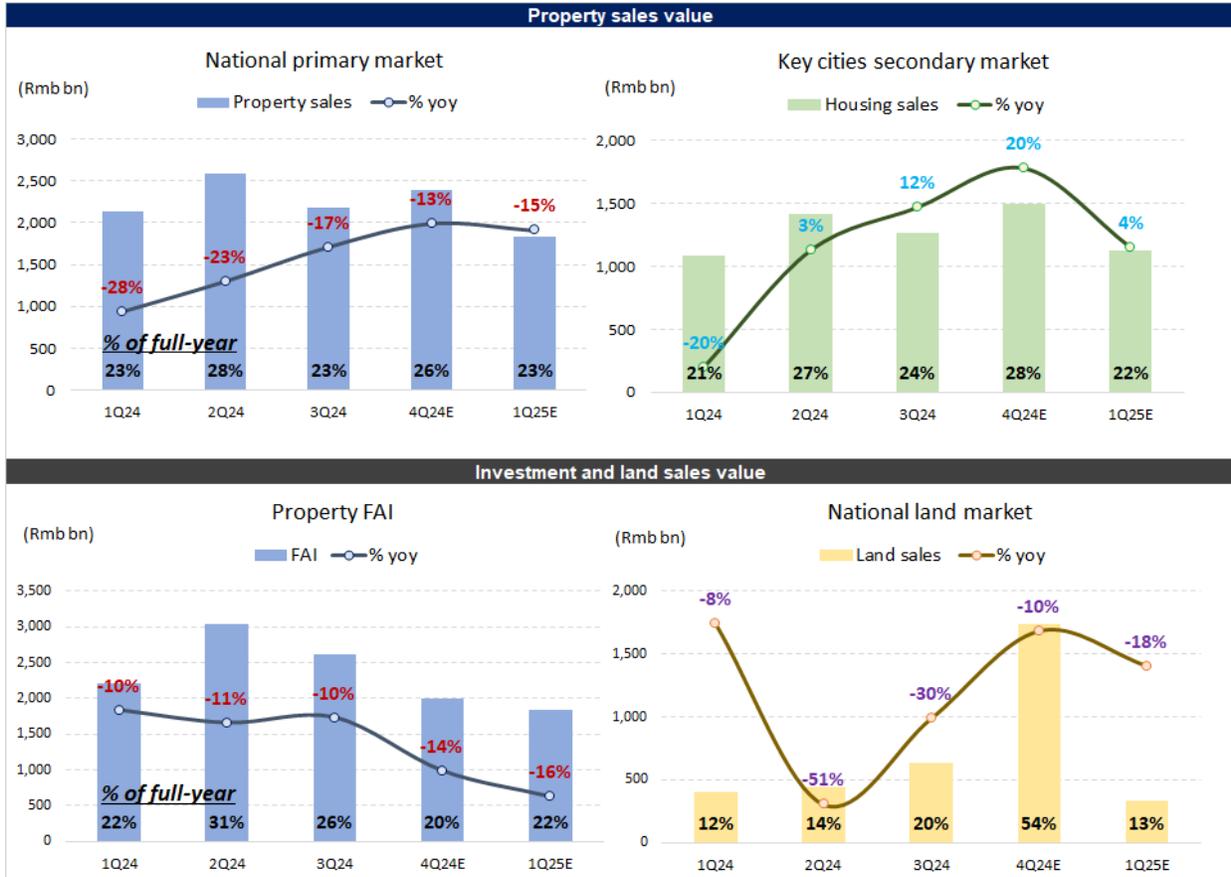
图表 6: 我们的2025年一季度行业预测概览 - 销售面积



(1) 4Q24E is based on FY24 GSE and adjusted by 11M24 implied yoy trends; (2) Due to data availability, we use Centaline 15 key cities' quarterly secondary transaction volume yoy as proxy.

资料来源：国家统计局，中原地产，CREIS，高盛全球投资研究部

图表 7: 我们的2025年一季度行业预测概览 - 销售额



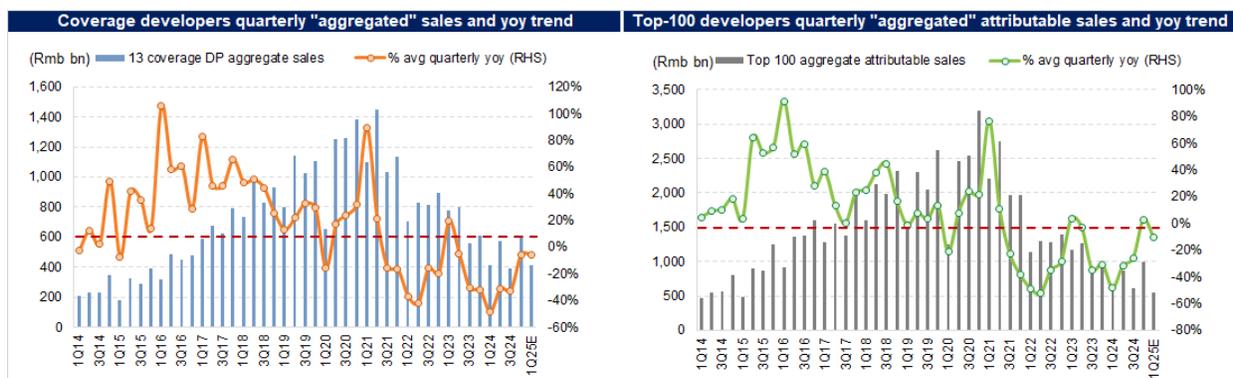
(1) 4Q24E is based on FY24 GSe and adjusted by 11M24 implied yoy trends; (2) Due to data availability, we use CREIS' 20+ cities' secondary transaction value yoy as proxy.

资料来源: 国家统计局, 中原地产, CREIS, 高盛全球投资研究部

2025年一季度开发商合同销售额: 同比下降个位数百分比, 因可售货量减少

考虑到: (1) 一季度房地产销售季节性放缓(受春节假期影响): 过去十年, 一季度销售收入平均环比下降约30%; (2) 行业低迷至复苏的几轮周期中的一季度完成情况: 一季度销售收入平均为全年的20%左右(图表 9); (3) 覆盖范围内开发商的可售资源差异以及我们的2025年合同销售收入预测(图表 10): 我们预计覆盖范围内开发商的合同销售额将在2025年一季度同比下降个位数百分比(图表 8, 接近2024年四季度平均6%的同比降幅, 但远小于2024年一季度和2024年全年分别为48%/30%的同比降幅), 而百强开发商的权益销售收入在2025年一季度将同比下降10%(较2024年四季度2%的同比增幅有所走弱, 但好于2024年一季度和2024年全年分别为48%/27%的同比降幅), 因为与覆盖范围内开发商相比, 这些开发商的项目开盘数量相对有限, 而且低线城市业务占比更大。

图表 8: 覆盖范围内13家开发商和百强开发商总体合同销售收入季度表现和同比趋势



资料来源: 克而瑞, 公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 9: 覆盖范围内13家开发商和百强开发商总体合同销售收入季度同比表现和在全年的占比

Quarterly contract sales	1Q14	1Q15	1Q16	1Q17	1Q18	1Q19	1Q20	1Q21	1Q22	1Q23	1Q24	1Q25E
% yoy												
COGO	-44%	44%	16%	24%	92%	9%	0%	90%	-41%	47%	-41%	11%
COLI	-14%	-5%	26%	54%	6%	28%	-13%	50%	-46%	73%	-28%	20%
CRL	-49%	60%	73%	15%	19%	42%	-24%	74%	-32%	72%	-36%	17%
CG	73%	-44%	89%	218%	24%	-9%	-16%	38%	-29%	-28%	-81%	-39%
Seazen	23%	11%	154%	103%	64%	23%	-34%	60%	-37%	-31%	-44%	-33%
Jinmao	-42%	-61%	307%	59%	304%	-27%	-8%	141%	-50%	40%	-60%	3%
Greentown	0%	-12%	53%	-2%	-6%	20%	-6%	216%	-30%	31%	-24%	3%
Longfor	-10%	-20%	85%	218%	2%	1%	-14%	58%	-39%	37%	-54%	5%
Sunac	16%	17%	86%	100%	78%	11%	-23%	88%	-38%	-60%	-66%	3%
CMSK	7%	-27%	87%	101%	18%	21%	-5%	100%	-35%	53%	-44%	11%
Gemdale	-11%	-14%	206%	63%	-21%	30%	-17%	143%	-34%	-3%	-62%	-23%
Poly (A)	-9%	-31%	131%	27%	51%	26%	-35%	75%	-27%	26%	-45%	2%
Vanke	24%	-15%	62%	100%	3%	-3%	-8%	30%	-41%	-5%	-43%	-3%
13 coverage DP average	-3%	-7%	106%	83%	49%	13%	-16%	90%	-37%	19%	-48%	-6%
Top-100 developers	4%	3%	92%	38%	25%	-1%	-21%	77%	-49%	4%	-48%	-10%
% of full-year												
COGO	13%	15%	15%	12%	18%	15%	13%	22%	23%	32%	20%	19%
COLI	25%	18%	18%	25%	21%	21%	17%	24%	16%	27%	19%	21%
CRL	14%	18%	25%	20%	17%	21%	14%	21%	15%	26%	19%	20%
CG	25%	13%	14%	28%	26%	22%	18%	25%	28%	41%	29%	22%
Seazen	17%	14%	18%	18%	17%	17%	12%	21%	27%	28%	30%	20%
Jinmao	18%	5%	12%	14%	30%	18%	11%	27%	20%	31%	18%	18%
Greentown	15%	15%	17%	15%	15%	13%	8%	20%	18%	25%	22%	21%
Longfor	19%	13%	15%	28%	22%	18%	14%	21%	18%	29%	23%	22%
Sunac	14%	16%	13%	11%	16%	14%	11%	19%	43%	35%	21%	23%
CMSK	19%	12%	18%	24%	18%	17%	13%	22%	16%	25%	18%	19%
Gemdale	16%	11%	22%	24%	16%	16%	12%	24%	21%	29%	24%	21%
Poly (A)	21%	13%	21%	19%	21%	24%	14%	23%	20%	27%	19%	19%
Vanke	25%	18%	21%	28%	25%	24%	20%	29%	26%	27%	24%	24%
13 coverage DP	18%	14%	18%	20%	20%	18%	13%	23%	22%	29%	22%	21%
Top-100 developers	20%	14%	17%	21%	20%	18%	13%	25%	22%	28%	20%	20%

资料来源: 克而瑞, 公司数据, 高盛全球投资研究部

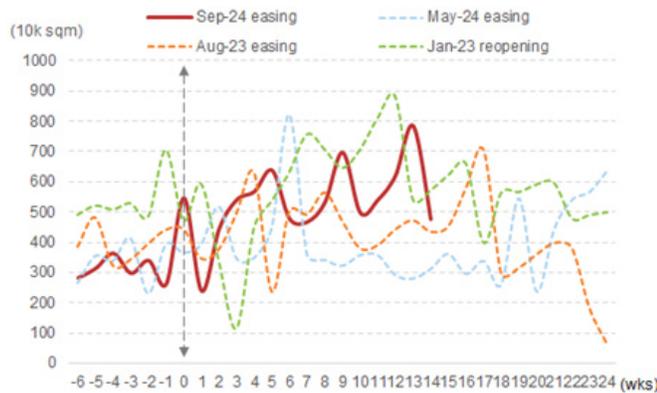
图表 10: 覆盖范围内开发商/百强开发商2024年合同销售收入表现和我们的2025年预测概览

Presales ranking by CRIC				Contract sales (Rmb bn)									
Type	2023	2024		Dec-24	vs. 2023 mthly avg	vs. Nov-24	vs. Dec-23	FY24	vs. FY23	2025E	yoy		
				mom		yoy		yoy					
600048.SS	Poly (A)	SOE	1	1	15.0	-57%	-37%	-34%	323	-23%	339	5%	
0688.HK	COLI	SOE	3	2	40.2	37%	34%	77%	311	0%	345	11%	
1109.HK	CRL	SOE	4	3	32.0	25%	24%	52%	281	-15%	271	-15%	
000002.SZ	Vanke	POE	2	4	23.3	26%	16%	-29%	246	-35%	199	-19%	
001979.SZ	CM Shekou	SOE	5	5	30.2	24%	40%	33%	219	-25%	241	10%	
3900.HK	Greentown	SOE	7	6	23.1	43%	26%	-9%	172	-12%	183	7%	
0960.HK	Longfor	POE	9	11	8.1	44%	-4%	-28%	101	-42%	106	5%	
0817.HK	Jinmao	SOE	13	12	15.3	30%	91%	66%	98	-30%	100	2%	
600383.SS	Gemdale	POE	10	14	5.3	59%	10%	-49%	69	-55%	62	-10%	
2007.HK	Country Garden	POE	6	16	3.4	76%	14%	-51%	47	-73%	n.a.	n.m.	
1918.HK	Sunac	POE	17	18	1.8	75%	9%	-68%	47	-44%	n.a.	n.m.	
1030.HK	Seazen	POE	18	24	3.2	49%	28%	-33%	40	-47%	37	-9%	
0081.HK	COGO	SOE	n.a.	n.a.	4.6	28%	13%	83%	40	-6%	42	5%	
Median						-26%	16%	-28%		-30%		5%	
Top 100 (aggregate)					474	-5%	23%	-1%	4,186	-30%			
-SOE						18%	27%	38%		-16%		8%	
-POE						-55%	12%	-43%		-49%		-8%	

资料来源: 克而瑞, 公司数据, 高盛全球投资研究部

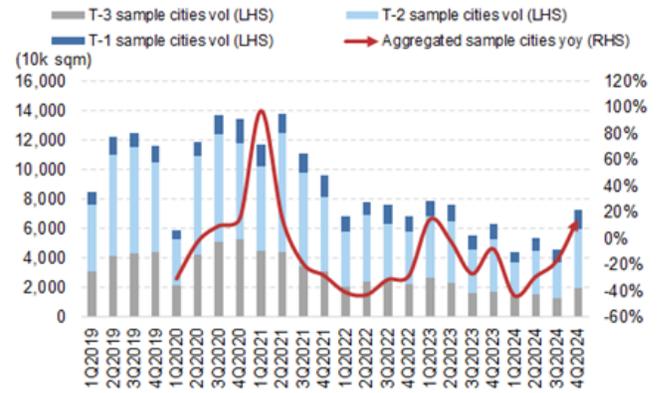
2024年四季度一/二/三线城市房地产销售情况好于预期

图表 11: 自2024年9月份宽松周期以来, 一手房销售面积平均周环比增长80%以上, 尽管在2025年初有所回落……约75个一手房市场的政策宽松影响与以往宽松周期相比较



资料来源: CREIS, 高盛全球投资研究部

图表 12: …带动样本城市2024年四季度总销售面积环比增长58%, 同比增长15% 约75个一手房市场季度总销售面积细分和同比趋势



资料来源: CREIS, 高盛全球投资研究部

图表 13: 与此同时, 二手房销售面积在12月中旬达到2023年以来的新高, 但此后持续走弱, 自2024年9月宽松周期以来平均周环比增长50%以上……

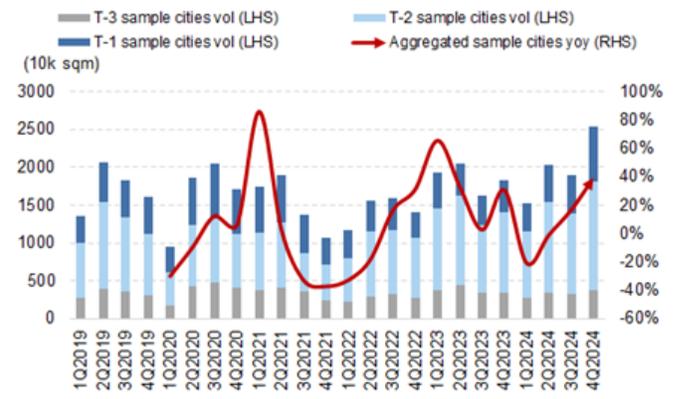
约20个二手房市场的政策宽松影响与以往宽松周期相比较



资料来源: 万得, 高盛全球投资研究部

图表 14: …带动样本城市2024年四季度总销售面积环比增长34%, 同比增长39%

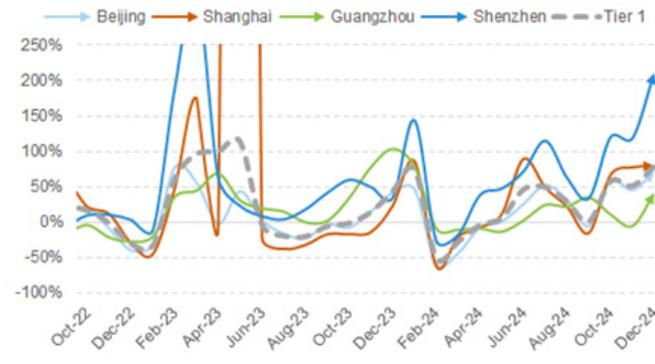
约20个二手房市场季度总销售面积细分和同比趋势



资料来源: 万得, 高盛全球投资研究部

图表 15: 聚焦一线城市, 二手房市场的强劲势头持续到年底, 2024年四季度销售面积平均环比增长45%, 同比增长75%, 全年销售面积同比增长20%

一线城市二手房销售面积同比趋势

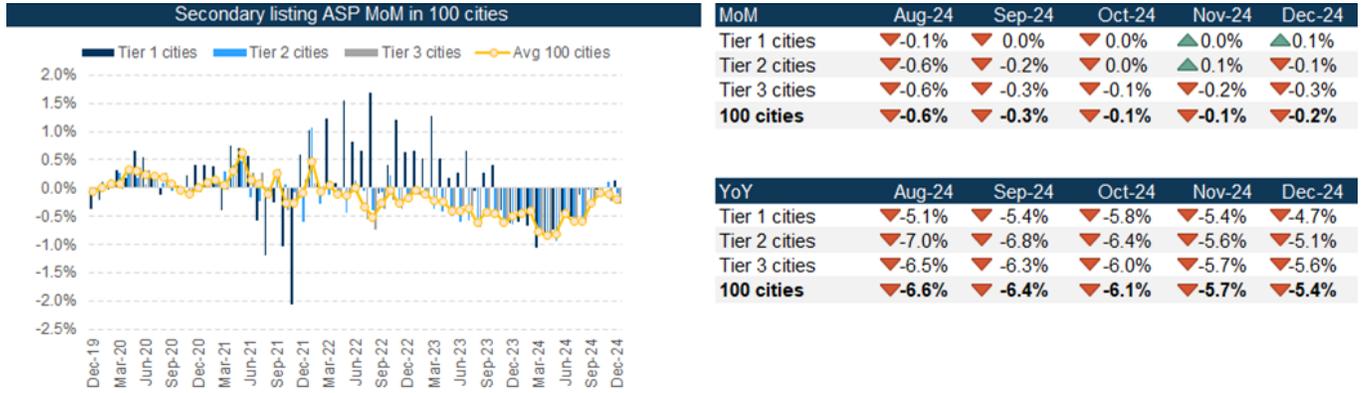


资料来源: 中原地产, 高盛全球投资研究部整理数据

2024年四季度一线城市和部分二线城市的平均房价环比改善, 符合

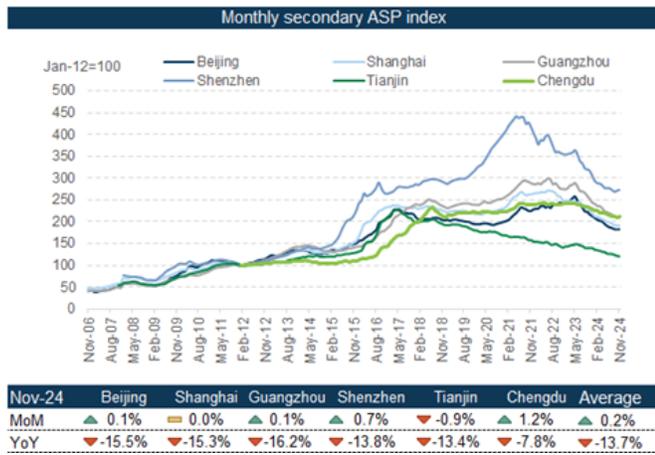
预期

图表 16: 2024年12月, 诸葛找房监测的100个城市的二手房挂牌均价环比下降0.2% (而10月至11月平均环比下降0.1%, 二/三季度环比下降0.7%/下降0.5%), 其中一线城市环比正增长
二手房市场价格指数追踪



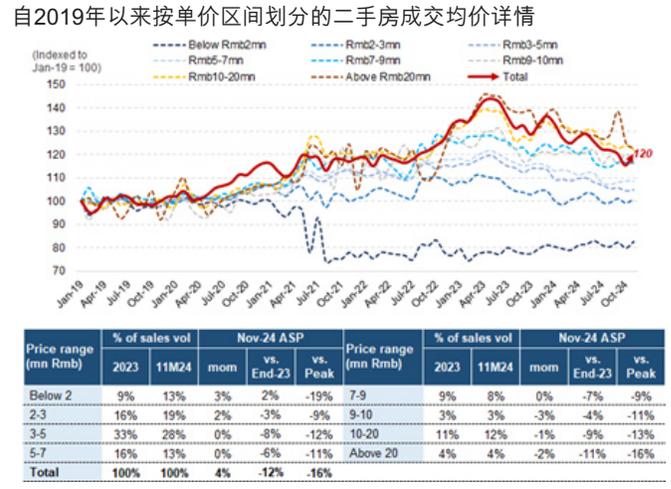
资料来源: 诸葛找房, 高盛全球投资研究部整理数据

图表 17: 中原地产的部分大城市二手房均价指数在2024年11月环比改善
月度二手房均价指数



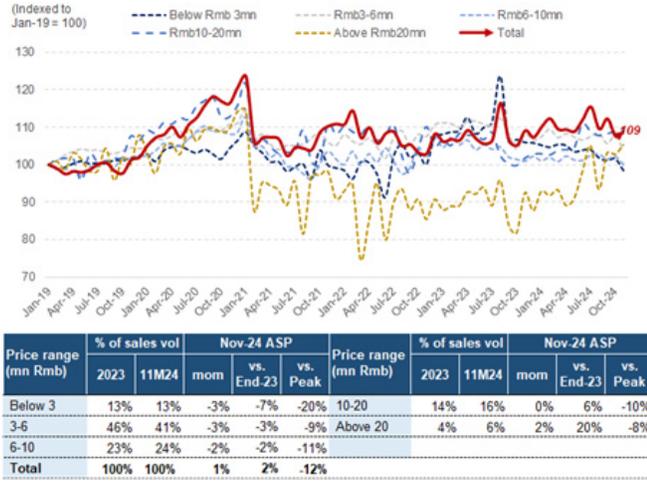
资料来源: CREIS, 高盛全球投资研究部

图表 18: 上海2024年11月份二手房成交均价环比改善仍是由低单价房产和结构变化驱动的, 较2023年底/峰值水平分别下降12%/下降16%



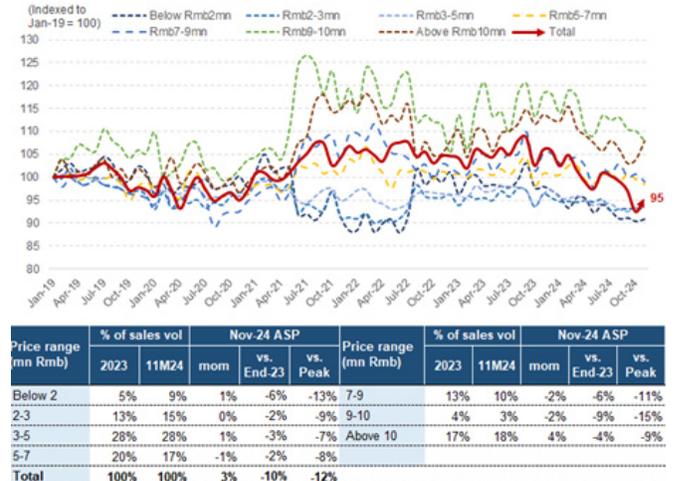
资料来源: CREIS, 高盛全球投资研究部

图表 19: 深圳2024年11月二手房成交均价的环比改善主要由高价房产驱动, 较2023年底/峰值水平分别上涨2%/下降12%
自2019年以来按单价区间划分的二手房成交均价详情



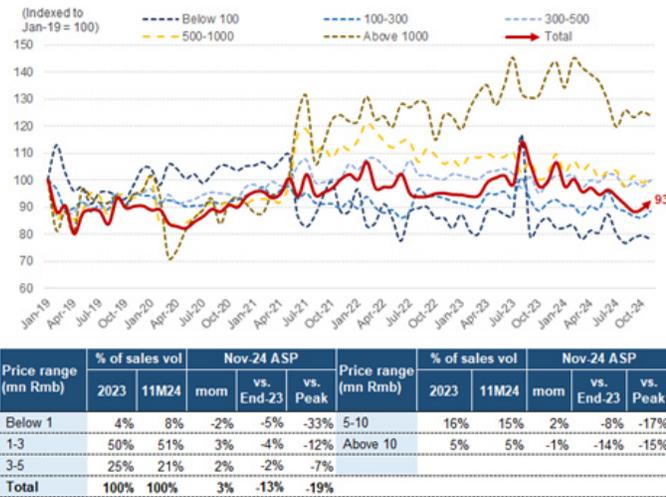
资料来源: CREIS, 高盛全球投资研究部

图表 20: 北京2024年11月二手房成交均价的环比改善主要由高价房产和结构变化驱动, 较2023年底/峰值水平分别下降10%/下降12%
自2019年以来按单价区间划分的二手房成交均价详情



资料来源: CREIS, 高盛全球投资研究部

图表 21: 广州2024年11月二手房成交均价的环比改善主要由中等单价房产驱动, 较2023年底/峰值水平分别下降13%/下降19%
自2019年以来按单价区间划分的二手房成交均价详情

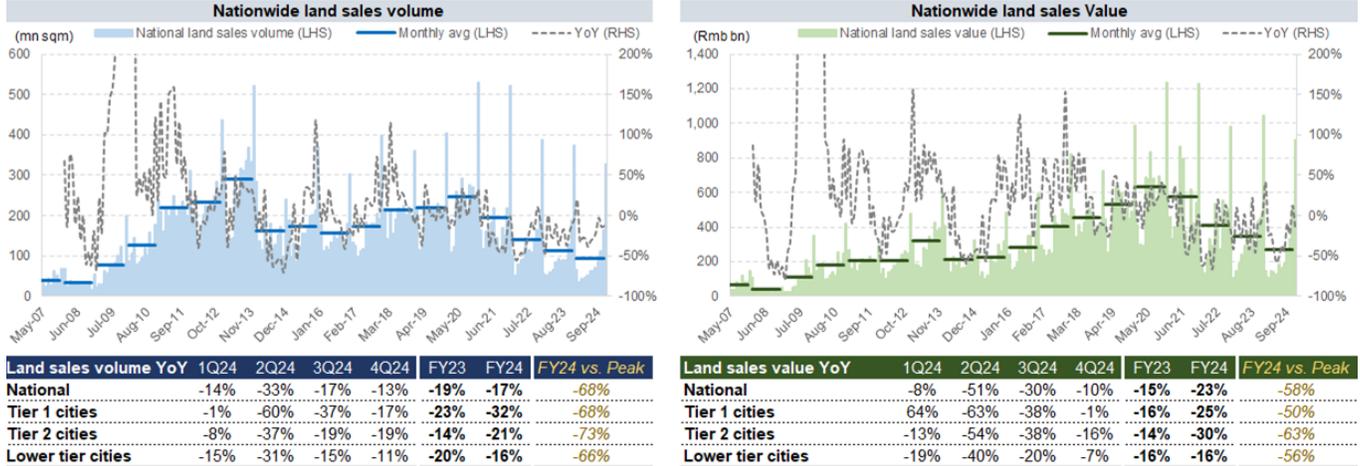


资料来源: CREIS, 高盛全球投资研究部

土地出让：2024年四季度略有改善，但尚未看到转机；地方政府融资平台仍最活跃

图表 22: 2024年四季度土地市场活动下降速度放缓；从2024年整体来看，土地出让面积和金额分别下降到历史峰值的约30%/40%，大城市地价下跌更为明显

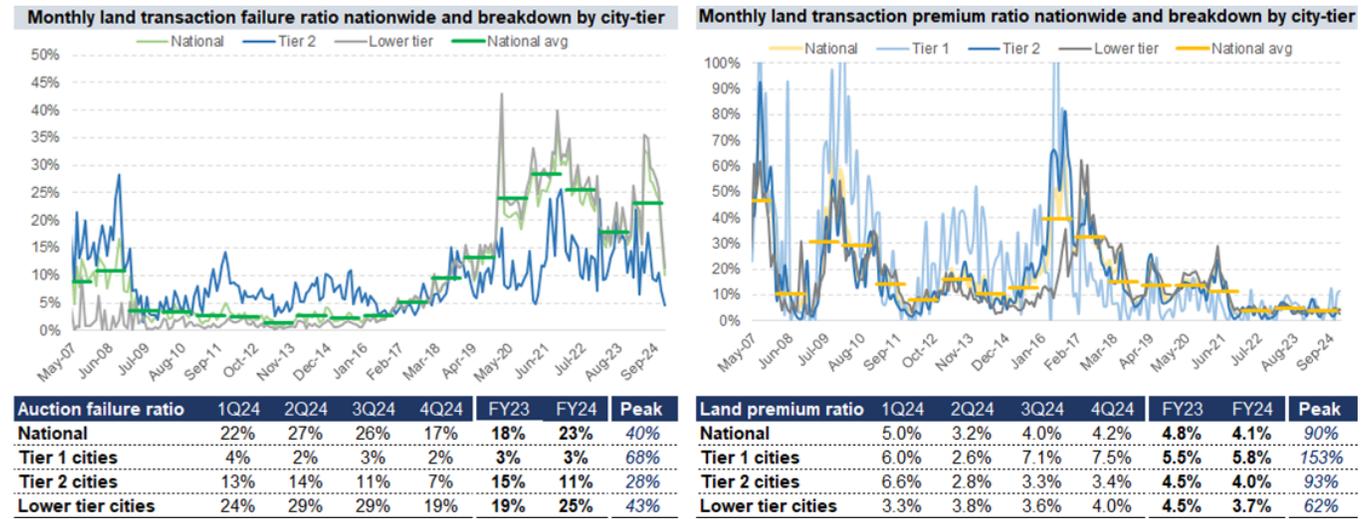
全国土地出让面积和金额概览，全国及各城市层级



Excl. industrial land transactions

资料来源：CREIS, 高盛全球投资研究部整理数据

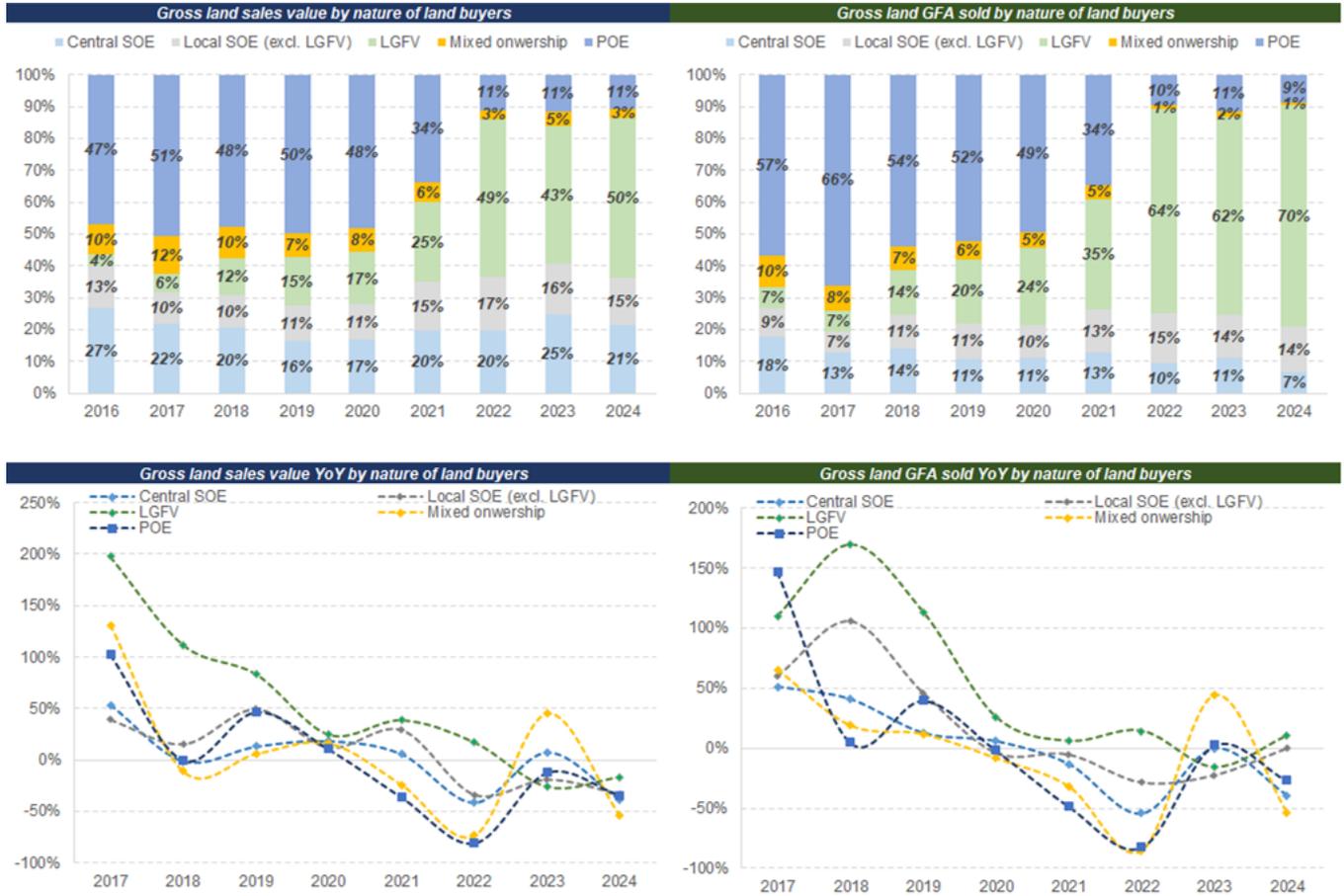
图表 23: 我们看到，2024年四季度土地流拍率和溢价率略有改善，但总体仍处于低迷水平。全国土地市场流拍率和溢价率概览，按城市层级划分



Excl. industrial land transactions

资料来源：CREIS, 高盛全球投资研究部整理数据

图表 24: 2024年土地出让金额的一半来自地方政府融资平台，而房地产开发商的占比加速下降，国企和民企都是如此按土地买方性质划分的土地储备活动概览

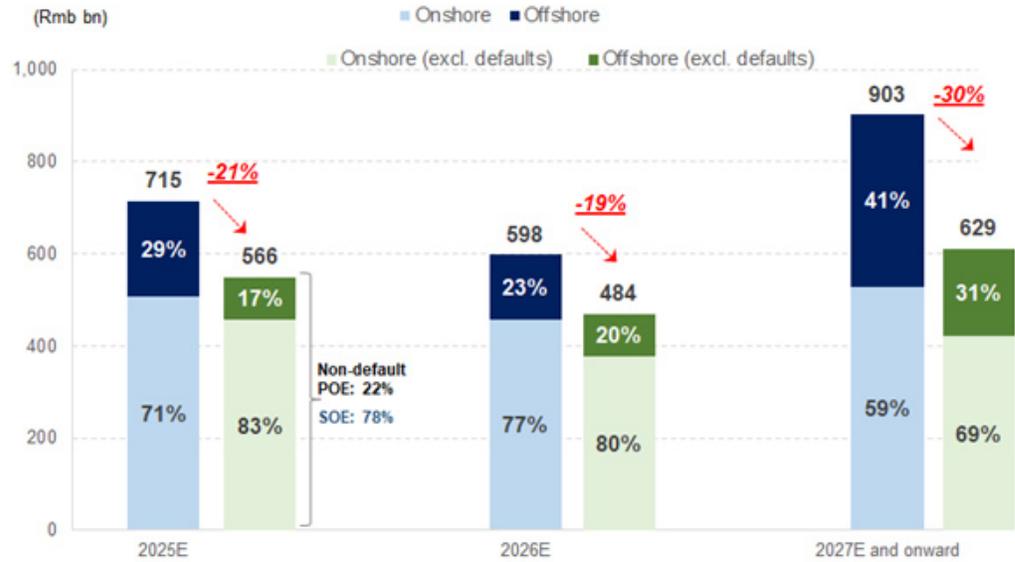


LGFV: local government financial vehicle

资料来源: CREIS, 高盛全球投资研究部整理数据

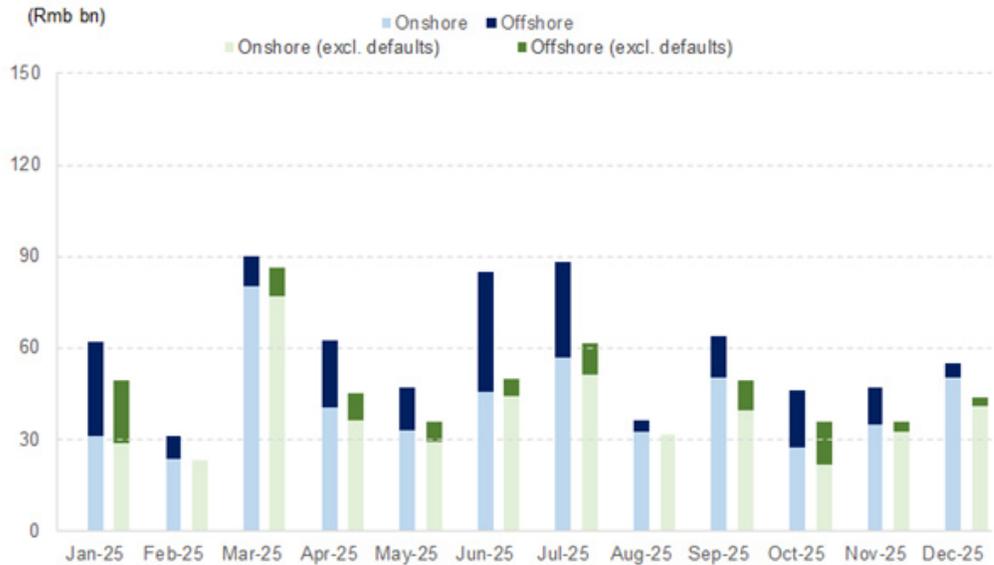
开发商再融资：3月份将是第一个压力点

图表 25: 总体而言, 我们估计2025/2026/2027年及以后到期债务将分别占行业未偿债券总额的32%/27%/41%...
148家开发商境内/境外未偿债券到期情况, 按年份划分



资料来源: CREIS, 高盛全球投资研究部

图表 26: ...按月份划分, 2025年3月和2025年6-7月的月度债券到期量将相对较高
148家开发商未来12个月的月度境内/境外债券偿还计划



资料来源: CREIS, 高盛全球投资研究部

图表 27: 2025年一季度覆盖范围内开发商将有人民币330亿元债券到期
覆盖范围内开发商的债券到期时间表

(Rmb mn)	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Others	Perpetual	Sum	
COGO	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,061	-	-	1,061	5,043	1,910	1,273	-	-	-	-	-	9,287
COLI	7,799	-	2,333	2,122	3,713	-	-	-	1,061	-	-	1,591	18,619	10,704	16,126	11,669	12,258	3,889	13,152	-	-	86,418
CR Land	-	-	2,122	4,456	530	1,061	3,183	5,092	2,971	-	2,122	-	21,536	9,018	20,581	6,365	7,389	-	1,591	-	-	66,481
Seazen	-	-	-	-	-	700	2,199	-	1,000	2,199	-	2,000	8,099	5,062	800	-	2,120	-	-	-	-	16,081
Jinmao	-	-	2,722	-	-	1,697	2,122	-	-	-	-	-	6,542	12,677	13,049	1,804	3,889	-	-	-	3,889	41,849
Greentown	2,795	500	2,000	5,774	-	2,000	2,159	-	-	1,500	-	-	16,728	9,800	6,500	-	-	-	-	-	-	33,028
Longfor	-	-	-	-	-	-	500	-	-	1,500	-	-	4,000	2,447	6,133	11,366	3,276	-	800	1,330	-	31,353
RSM	-	-	-	-	-	-	-	1,831	-	-	-	-	1,831	-	-	-	-	-	-	-	-	1,831
CMSK	645	-	1,700	-	-	800	-	1,000	2,000	4,000	2,400	2,640	15,185	18,040	16,265	5,000	4,400	-	-	-	-	58,890
Gemdale	-	1,700	-	500	-	-	-	-	-	59	-	-	2,259	502	-	-	-	-	-	-	-	2,761
OCT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,500	2,500	-	-	-	-	-	5,000
Poly A	-	-	-	1,713	3,000	1,510	2,000	500	-	-	-	4,000	12,723	8,366	26,110	5,960	10,900	-	-	4,800	600	69,459
Vanke	3,000	5,000	890	-	3,101	510	3,000	2,000	2,000	-	-	5,700	25,201	10,000	19,482	2,366	3,349	-	-	-	-	60,398
Total	14,239	7,200	11,768	14,964	10,345	8,278	15,163	11,923	9,031	8,820	6,522	15,931	133,784	91,659	131,455	48,302	47,584	4,689	20,873	4,489	482,837	
SOE	14,239	5,500	11,768	14,064	10,345	7,578	12,464	8,592	8,031	6,561	4,522	13,931	117,695	83,648	122,522	36,937	42,186	3,889	19,544	4,489	430,811	
POE	-	1,700	-	500	-	700	2,699	3,331	1,000	2,259	2,000	2,000	16,189	8,010	8,933	11,366	5,398	800	1,330	-	-	52,026

资料来源: Datastream, 高盛全球投资研究部整理数据

估值: 我们预计政策持续宽松将推动估值反弹

图表 28: 当前股价和我们的12个月目标价比2021年以来的最低股价平均高出38%/85%, 但比峰值低65%/低52%

我们在悲观/基本/乐观情景下的估值与覆盖范围内开发商自本轮下行周期以来的历史股价区间相比较



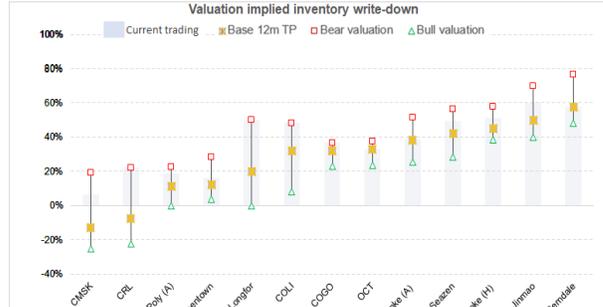
Note: Blue shading denotes respective highest/lowest trading range since 2021

Share prices as of Jan 9, 2025

资料来源: Datastream, 高盛全球投资研究部

图表 29: 我们在悲观/基本/乐观情景下的估值隐含的平均库存减值分别为44%/27%/15%, 而目前市场计入的水平为38%

悲观/基本/乐观情景下的估值隐含的库存减值与市场计入的水平相比较



(1) For our bear/base/bull case valuation, details in the report dated 22 October 2024 "China Real Estate: ASP stabilization more visible; Buy developers with strong saleable pipeline (4 Buys and 6 downgrades)". (2) Share prices as of Jan 9, 2025.

资料来源: Datastream, 高盛全球投资研究部

图表 30: 中国开发商估值比较

Company	Ticker	Daily liquidity (US\$ mn)	Price as of 9/Jan/25	12 mth Price target	Potential upside/downside (%)	Target price disc. to NAV	End-25E NAV	Shr price (disc) prem to NAV	FD Core PIE (x)				PIB (x) (excl. revaluation gain)				Dividend yield (%)										
									24E	25E	26E	27E	24E	25E	26E	27E	24E	25E	26E	27E							
Developers																											
H-share listed																											
China Vanke (H)	2202.HK	1.4	33	POE	Sell	4.9 (HK\$)	6.50	32	-35%	10.06	(51)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.2	0.2	0.3	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-
COGO	0081.HK	0.8	2	SOE	Neutral	1.7 (HK\$)	2.60	56	-15%	3.00	(44)	3.3	3.5	3.3	3.2	0.2	0.2	0.2	0.2	7.0	6.3	6.7	7.0	-	-	-	-
COLI	0588.HK	17.1	36	SOE	Buy	12.1 (HK\$)	19.00	57	-10%	20.71	(41)	6.7	6.9	7.0	6.5	0.4	0.4	0.3	0.4	4.6	4.3	4.3	4.6	-	-	-	-
CR Land	1109.HK	20.0	46	SOE	Buy	21.9 (HK\$)	35.00	60	-10%	39.09	(44)	7.0	7.3	7.3	7.0	0.7	0.7	0.6	0.6	5.3	5.0	5.1	5.3	-	-	-	-
Seazen	1030.HK	1.6	4	POE	Neutral	1.7 (HK\$)	2.30	35	-50%	4.66	(63)	6.4	6.4	6.1	5.2	0.3	0.3	0.3	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-
Jinmao	0817.HK	1.5	5	SOE	Neutral	0.9 (HK\$)	1.20	36	-15%	1.37	(36)	6.6	7.1	6.5	6.4	0.4	0.3	0.3	0.3	6.1	5.6	6.1	6.1	-	-	-	-
Greentown	3900.HK	2.8	11	SOE	Buy	8.7 (HK\$)	11.00	27	-15%	12.52	(31)	3.5	4.4	4.5	4.0	0.6	0.5	0.5	0.5	4.5	5.6	5.9	10.0	-	-	-	-
Longfor	0950.HK	8.4	25	POE	Buy	9.5 (HK\$)	17.00	80	-25%	22.79	(58)	6.9	6.7	6.6	6.4	0.5	0.4	0.4	0.4	5.1	5.0	5.0	5.2	-	-	-	-
Red Star Macalline	1528.HK	0.9	3	POE	Sell	1.7 (HK\$)	1.25	(25)	-50%	2.40	(31)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.3	0.3	0.3	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-
H-share average								40	-30%		(44)	6.6	6.7	6.5	6.4	0.4	0.4	0.4	0.4	3.6	3.5	3.7	4.2				
A-share listed																											
CMSK	001979.SZ	12.3	105	SOE	Neutral	9.9 (Rmb)	13.00	31	-15%	15.17	(34)	18.3	15.8	14.1	13.3	0.9	0.9	0.8	0.8	2.5	2.9	3.2	3.5	-	-	-	-
Gemdale	600383.SS	2.7	70	POE	Sell	4.4 (Rmb)	4.20	(5)	-20%	5.20	(15)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.4	0.4	0.4	0.4	-	-	-	-	-	-	-	-
OCT	000069.SZ	2.8	31	SOE	Sell	2.6 (Rmb)	2.55	0	-20%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.3	0.4	0.4	0.4	-	-	-	-	-	-	-	-
Poly	600048.SS	14.1	141	SOE	Neutral	8.6 (Rmb)	11.20	30	-10%	12.50	(31)	10.9	11.7	11.3	11.1	0.5	0.5	0.5	0.5	3.7	3.4	3.6	3.6	-	-	-	-
Vanke (A)	000002.SZ	9.2	128	POE	Sell	7.0 (Rmb)	8.50	22	-10%	9.40	(26)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.4	0.4	0.4	0.4	-	-	-	-	-	-	-	-
A-share average								16	-20%		(27)	14.6	13.8	12.7	12.2	0.5	0.5	0.5	0.5	1.2	1.3	1.4	1.4				
Coverage average																											
-SOE								37			(37)	8.0	8.1	7.7	7.3	0.4	0.4	0.4	0.4	2.8	2.7	2.8	3.2				
-POE								23			(41)	6.7	6.6	6.4	5.8	0.3	0.3	0.3	0.3	0.8	0.8	0.8	0.9				

Note:
Our 12-month target prices are based on end-2025E NAV for our coverage universe except for RSM and OCT.
Our RSM TP is based on SOTP given it is not a developer.
Our OCT TP is based on SOTP of its property development (valued by NAV) and its tourism business (valued by PIE).

资料来源: Datastream, 高盛全球投资研究部

信息披露附录

申明

我们，王逸，CFA、李薇、徐时、景恺彦，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

高盛要素概要

高盛要素概要部分通过将一只股票的主要指标与市场（即我们的覆盖范围）和可比同业相比较来评价该股的投资背景。四个主要指标是增长、财务回报、估值倍数（估值）和综合状况（增长、财务回报、估值倍数的综合情况）。增长、财务回报和估值倍数是运用每只股票具体指标的标准化排名计算。随后取这些指标标准化排名的均值并转化为相关指标的百分位。每项指标的具体计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长指标是基于一只股票的预期销售增速、EBITDA增速和每股盈利增速（金融股仅采用每股盈利和销售增速），较高的百分位表示公司增长较快。财务回报是基于一只股票的预期净资产回报率、ROCE和CROCI（金融股仅采用净资产回报率），较高的百分位表示公司的财务回报较高。估值倍数基于一只股票的预期市盈率、市净率、股价/股息、EV/EBITDA、EV/FCF、EV/DACF（EV/经债务调整的现金流）（金融股仅采用市盈率、市净率和股价/股息），较高的百分位表示公司的估值倍数较高。综合状况百分位为增长百分位、财务回报百分位和（100% - 估值倍数百分位）的平均值。

财务回报和估值倍数使用高盛分析师在财政年度末对未来至少3个季度的预测。增长使用未来至少7个季度的财政年度预测与未来至少3个季度的财政年度预测的比较（所有指标均使用每股数据）。

如需了解高盛要素概要更具体的计算，请联络您的高盛代表。

并购评分

在我们的全球覆盖范围内，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

信息披露

评级分布/投资银行关系

高盛投资研究部的全球研究覆盖范围

	评级分布			投资银行关系		
	买入	持有	卖出	买入	持有	卖出
全球	48%	34%	18%	64%	57%	43%

截至2025年1月1日，高盛全球投资研究部对3,021种股票评定了投资评级。高盛给予股票在各种地区投资名单中的买入和卖出评级；未给予这些评级的股票被视为中性评级，根据FINRA的披露要求，这些评级分别对应买入、持有及卖出。详情见以下“公司评级，研究范围和相关定义”部分。投资银行关系表反映了高盛在过去12个月已提供投资银行服务的公司在各评级类别中所占的比例。

法定披露

美国法定披露

任何本报告中研究企业所需的特定公司法定披露见上文：包括即将进行交易的承销商或副承销商，1%或其他股权，特定服务的补偿，客户关系种类，之前担任承销商或副承销商的公开发售，担任董事，担任股票做市及/或专家的角色。高盛担任或可能担任本报告中所涉及发行方的债券（或相关衍生品）的交易对手。

以下为额外要求的披露：股权及重大利益冲突：高盛的政策为禁止其分析师、分析师属下专业人员及其家庭成员持有分析师负责研究的任何公司的证券。分析师薪酬：分析师薪酬部分取决于高盛的盈利，其中包括投资银行的收入。分析师担任高级职员或董事：高盛的政策通常禁止其分析师、分析师属下人员及其家庭成员担任分析师负责研究的任何公司的高级职员、董事或顾问。非美国分析师：非美国分析师可能与高盛无关联，因此可以不受FINRA 2241条FINRA 2242条对于与所研究公司的交流、公开露面及持有交易证券的限制。

评级分布：见上文评级分布披露。价格表：见上文价格表，其中包括之前的评级变化和价格目标的变化，若为电子报告，或本报告分析对象包含多家公司，请参阅高盛网站：<https://www.gs.com/research/hedge.html>。

美国以外司法管辖区规定的额外披露

以下为除了根据美国法律法规规定作出的上述信息披露之外其他司法管辖区法律所要求的披露。澳大利亚：Goldman Sachs Australia Pty Ltd及其相关机构不是澳大利亚经授权的存款机构（1959年《银行法》所定义），因此不在澳大利亚境内提供银行服务，也不经营银行业务。本研究报告或本报告的其他形式内容只可分发予根据澳大利亚公司法定义的“批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。在撰写研究报告期间，Goldman Sachs Australia全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行公司或其他实体组织的现场调研或会议。在某些情况下，如果视具体情况Goldman Sachs Australia认为恰当或合理，此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。如本报告内容包含任何金融产品建议，则该建议仅为一般建议，且高盛提出该建议时并未考虑客户的目标、财务状况或需求。客户在就此类建议采取行动之前，应结合其自身目标、财务状况和需求来考虑该建议的适当性。高盛澳大利亚和新西兰的利益披露，以及高盛澳大利亚卖方研究独立性制度声明请参见

<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。巴西：与CVM Resolution n. 20相关的信息披露请参见

<https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html>。根据CVM Resolution n. 20第20条，在适用的情况下，对本研究报告内容负主要责任的巴西注册分析师为本报告开头部分标明的第一作者，除非报告未另有说明。加拿大：这些信息仅供您参考，在任何情况下都不应被理解为Goldman Sachs & Co. LLC对加拿大证券购买者进行有关任何加拿大证券交易的广告、要约或征求行为。Goldman Sachs & Co. LLC未在适用的加拿大证券法规下注册为任何加拿大司法管辖区内的交易商，通常不被允许交易加拿大证券，并且可能被禁止在加拿大某些司法管辖区内销售某些证券和产品。若您想在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品，请联系 Goldman Sachs Canada Inc. (高盛集团的关联机构)或其他已注册的加拿大交易商。香港：可从高盛(亚洲)有限责任公司获取有关本报告中研究公司的证券的额外资料。印度：可从高盛(印度)证券私人有限公司(分析师印度证券交易委员会(SEBI)编号

INH00001493, 地址951-A, Rational House, Appasaheb Marathe Marg, Prabhadevi, Mumbai 400 025, India, 公司编号 U74140MH2006FTC160634, 电话 +91 22 6616 9000, 传真 +91 22 6616 9001) 获取有关本报告中研究对象或所提及公司的额外资料。高盛可能持有本报告中研究对象或所提及公司的证券 (1956年印度《证券合同(管理)法》条款2(h)之定义) 的1%或更高比例。证券市场投资会受到市场风险的影响。请在投资之前仔细阅读所有相关文件。在SEBI注册并获得NISM认证并非对该中介机构表现的担保, 亦不能对投资者回报做出保障。高盛 (印度) 证券私人有限公司投资者支持部门电邮: india-client-support@gs.com。合规负责人: Anil Rajput | 电话: +91 22 6616 9000 | 电邮: anil.m.rajput@gs.com。日本: 见下文。韩国: 除非高盛另行同意, 本报告无论以何种方式取得, 仅供《金融服务与资本市场法》定义的“专业投资者”使用。可从高盛 (亚洲) 有限责任公司首尔分公司获取有关本报告所研究公司的额外资料。新西兰: Goldman Sachs New Zealand Limited及其关联机构并非1989年新西兰储备银行法定义的“注册银行”或“存款机构”。本研究报告以及本报告的其他形式内容只可分发给2008年财务顾问法案定义的“批发客户”, 在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。高盛澳大利亚和新西兰的利益披露请参见 <https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。俄罗斯: 在俄罗斯联邦分发的研究报告并非俄罗斯法律所定义的广告, 而是以产品推广为主要目的的信息和分析, 也不属于俄罗斯法律所界定的评估行为。研究报告不构成俄罗斯法律所定义的个性化投资建议, 并非针对某个具体客户, 在报告准备阶段也未分析客户的财务状况、投资特征或风险特征。高盛不对某个客户或任何其他人士基于本报告可能做出的任何投资决策承担责任。新加坡: 高盛 (新加坡) 私人公司 (公司编号: 198602165W) (受新加坡金融管理局监管) 为本研究报告承担法律责任, 若有由本研究报告所引发或与本研究报告相关的任何事宜, 请联系高盛 (新加坡) 私人公司。台湾: 本信息仅供参考, 未经允许不得翻印。投资者应当谨慎考虑他们自身的投资风险, 投资结果由投资者自行负责。英国: 在英国根据金融市场行为监管局的定义可被分类为私人客户的人士参阅本报告的同时应当参阅高盛以往对本报告研究企业的研究报告, 并应当参考高盛国际已经发给这些客户的风险警告资料。该风险警告资料副本, 以及本报告中采用部分金融辞汇的解释可向高盛国际索取。

欧盟和英国: 与欧盟委员会实施条例 (EU) (2016/958) (欧盟议会和欧盟理事会条例(EU) No 596/2014的补充条款, 规定了有关投资建议或其他投资策略的推荐或建议之信息的客观陈述, 以及对特定利益或利益冲突进行披露的技术安排应达到的监管技术标准; 英国脱离欧盟和欧洲经济区之后该实施条例被纳入英国国内法律法规) 第6(2)条相关的披露信息可在<https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html>上获取, 该网址介绍在处理和投资研究有关的利益冲突时应参照的欧洲政策。

日本: 高盛证券株式会社是在关东财务局注册 (注册号: No. 69) 的金融工具交易商, 同时也是日本证券业协会日本金融期货业协会、第二类金融工具公司协会、日本投资信托协会以及日本投资顾问协会的成员。股票买卖需要缴纳与客户事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司所要求的适用的信息披露, 请参见与公司有关的法定披露部分。

公司评级、研究范围和相关定义

买入、中性、卖出: 分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究范围的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级 (即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票) 的股票均被视为中性评级。每个地区管理着地区强力买入名单, 该名单选自各地区投资名单上评级为买入的股票, 以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入名单, 由各地区的投资评估委员会或其他指定委员会进行管理, 并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报: 代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度, 包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究范围: 每个研究范围的所有股票名单可登陆<https://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和研究范围进行查询。

暂无评级(NR): 在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时, 或由于高盛参加一项交易而存在法律、监管或政策的限制时, 或当该公司是一家处于初期阶段的生物科技时, 并在某些其他情况下, 投资评级、目标价格和盈利预测 (如相关) 根据高盛的策略未予提供或已经予以暂停。暂停评级(RS): 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和目标价格。此前对这种股票作出的投资评级和目标价格 (如有的话) 将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。暂停研究(CS): 我们已经暂停对该公司的研究。没有研究(NC): 我们没有对该公司进行研究。不存在或不适用(NA): 此资料不存在或不适用。无意义(NM): 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

全球产品; 分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户提供并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和公司的研究, 以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。本研究报告在澳大利亚由Goldman Sachs Australia Pty Ltd (ABN 21 006 797 897) 分发; 在巴西由Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.分发; Public Communication Channel Goldman Sachs Brazil: 0800 727 5764和/或contatogoldmanbrasil@gs.com。工作日 (假期除外) 上午9点至下午6点。Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@gs.com。Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h; 在加拿大由Goldman Sachs & Co. LLC 分发; 在香港由高盛 (亚洲) 有限责任公司分发; 在印度由高盛 (印度) 证券私人有限公司分发; 在日本由高盛证券株式会社分发; 在韩国由高盛 (亚洲) 有限责任公司首尔分公司分发; 在新西兰由Goldman Sachs New Zealand Limited 分发; 在俄罗斯由高盛OOO 分发; 在新加坡由高盛 (新加坡) 私人公司 (公司号: 198602165W) 分发; 在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国分发。

高盛国际 (由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管) 已批准本研究报告在英国分发。

欧洲经济区: 由高盛国际 (由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管) 向欧洲经济区内的以下司法管辖区分发研究报告: 卢森堡大公国、意大利、比利时王国、丹麦王国、挪威王国、芬兰共和国和爱尔兰共和国; 由GSI - Succursale de Paris (巴黎分公司); 由法国审慎监管管理局授权并接受审慎监管管理局和金融市场管理局的监管) 在法国分发研究报告; 由GSI - Sucursal en España (马德里分公司); 在西班牙由国家证券市场委员会授权) 在西班牙王国分发研究报告; 由GSI - Sweden Bankfilial (斯德哥尔摩分公司); 由瑞典金融监管局按照瑞典证券市场法 (Sw. lag (2007:528) om värdepappersmarknaden) 第4章第4节作为“第三国分公司”授权) 在瑞典王国分发研究报告; Goldman Sachs Bank Europe SE是一家在德国注册成立的信贷机构, 在单一监管机制下接受欧洲央行的直接审慎监管, 在其他方面接受德国联邦金融监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) 和德国联邦银行的监督, 由该机构向德意志联邦共和国和欧洲经济区内高盛国际未获授权分发研究报告的司法管辖区分发研究报告, 此外, 由GSBE哥本哈根分公司filial af GSBE, Tyskland (接受丹麦金融监管局的监督) 在丹麦王国分发研究报告; 由GSBE - Sucursal en España (马德里分公司); 在有限范围内接受西班牙银行的地方监督) 在西班牙王国分发研究报告; 由GSBE - Succursale Italia (米兰分公司); 在相关适用范围内, 接受意大利银行 (Banca d'Italia) 和意大利金融市场管理局 (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa “Consob”) 的地方监督) 在意大利分发研究报告; 由GSBE - Succursale de Paris (巴黎分公司); 接受金融市场管理局和审慎监管管理局的监督) 在法国分发研究报告; 由GSBE - Sweden Bankfilial (斯德哥尔摩分公司; 在一定范围内接受瑞典金融监管局 (Finansinspektionen) 的地方监督) 在瑞典王国分发研究报告。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露, 本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日, 且可能在事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。美国证券经纪交易商高盛是SIPC (<https://www.sipc.org>) 的成员。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论, 或在本报告中讨论交易策略, 其中提及可能会对本报告讨论的证券

市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

我公司及其关联机构、高级职员、董事和雇员，除法规及高盛的制度所禁止的情况外，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高盛的正式观点。

在此提到的任何第三方，包括销售人员、交易员和其它专业人士或其家庭成员，可能持有本报告提及的且与本报告分析师所表达的观点不一致的产品头寸。

在任何要约出售股票或征购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高盛销售代表取得或通过 <https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 和

https://www.fiadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures_1/fia-uniform-futures-and-options-on-futures-risk-disclosures-booklet-pdf-version-2018取得当前期权和期货的披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高盛的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高盛全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高盛提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。如需了解可向您提供的有关一个或多个证券、市场或资产类别的研究报告、模型或其它数据（包括相关服务），请联络您的高盛销售代表或登陆<https://research.gs.com>。

披露信息可以查阅<https://www.gs.com/research/hedge.html>或向研究合规部索取，地址是200 West Street, New York, NY 10282。

高盛版权所有 © 2025年

对于通过这些服务获取的信息，您仅可出于自行使用的目的进行保存、展示、分析、修改、重新排版和打印。未经高盛明确书面同意，您不得将这些信息转售或进行逆向处理从而用于计算或开发任何用于披露和/或营销的指数、或生成任何其他衍生产品或商业产品、数据或其他产品或服务。未经高盛明确书面同意，您不得以任何形式将这些信息的整体或部分向任何第三方发布、传输或复制。上述限制性要求的适用范围包括但不限于：使用、提取、下载或获取这些信息的整体或部分从而用于对机器学习或人工智能系统的训练或微调、或将这些信息的整体或部分提供或复制给任何此类系统作为提示词或输入信息。