

内地房地产周度观察

“两集中”拿地企业结构变迁与展望

第三批土拍中，各地拿地企业结构的变动呈现分化。在首批及第二批集中供地中，各地土拍市场的拿地主体结构变化趋势一致性较强（首批房企参与度较高、第二批地方平台托底现象频出），各地第三批集中供地则呈现出一定分化：**1) 部分城市地方平台拿地占比进一步提升**：广州/深圳第三批集中供地成交的13宗/11宗土地中各有9宗由地方国企或城投公司获取，分别仅1宗/2宗由民企获取。**2) 部分城市房企参与度有所提升**：杭州第三批集中供地成交的35宗地块中过半由滨江、德信、大家等杭州本地或深耕杭州的民企获取，地方平台在重庆主城九区的拿地宗数占比由第二批的68%降至第三批的约57%。

基本面复苏尚需时日，资金压力限制房企拿地能力。9月以来，尽管行业政策已出现一定的微调，但目前行业基本面仍然偏弱、房企资金压力仍普遍较大：销售方面，2021年11月商品房单月销售额同比下降16.3%；融资方面，境内房地产信用债8-10月单月净偿还额均约200亿元、11月方才小幅净融资约2亿元，10月及11月内房海外债券发行规模仍处近年低位。整体而言，目前房企可用于土地投资的资金仍相对有限，使其在第三批土拍中的参与度仍然较低。

土拍规则、城市基本面等影响房企在不同城市的拿地积极性。**1) 能有效缓解房企资金压力的土拍规则调整或更能提振房企参与度**：杭州在第三批土拍中取消“竞品质、现房销售”要求、恢复勾地、延长土地款缴纳时间等，能够有效缓解房企拿地的资金压力。**2) 地块质量影响房企拿地动力**：广州第三批土拍中部分地块存在周边配套欠缺、需配合考古发掘工作等情况，或将影响项目去化和盈利空间，导致房企拿地动力不足。**3) 各地市场基本面差异影响房企拿地积极性**：各地商品房供需缺口实际存在差异，例如，2015-2020年，杭州/广州的常住人口均累计增长超300万人、商品住宅合计批售面积则分别约3000万平/6000万平，供给偏紧一定程度上使得杭州商品住宅去化周期更短（2021年12月初杭州/广州分别约2个月/7个月）。另外，受二手房参考价等调控政策影响，深圳等地新房市场热度有所下降，亦对房企的拿地意愿带来了一定影响。

短期内国企及地方平台或仍为土拍市场的重要参与者，土拍规则、供地质量可能改善部分城市的土拍参与者结构。短期来看，国企及地方平台或仍为土拍市场的重要参与者：**1) 目前部分房企销售回款和融资情况仍然承压。****2) 房企对存量项目的合作和并购等可能降低其在公开土地市场的参与度**：一方面，地方平台操盘能力通常相对有限，部分房企可能与地方平台合作开发目前已由后者获取的项目；另一方面，对出险房企优质项目的承接可能占用部分房企的资金，使相应房企在土拍市场的参与度有所下降。**城市层面上，各城市间拿地主体结构的分化或将进一步延续**：部分商品房供需表现相对良好的城市（如杭州等）或有望通过土拍规则和供地质量的改善提升房企在土拍中的参与度；与此同时，部分城市商品房市场基本面的下行趋势为导致房企土拍参与度较低的主要原因，在需求不足、供给过量等驱动因素并未发生显著变化的情况下，土拍规则和供地质量调整的作用或相对有限，土拍参与者的结构分化料将延续。

风险提示：调控政策及疫情防控政策存不确定性；公司销售回款或出现波动；地方土地出让规则调整存不确定性。

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. 第三轮集中供地中，拿地企业结构如何变化？	3
2. 房企资金压力仍存，多重因素压制拿地意愿	5
3. 如何看待后续土拍市场参与者结构？	9

图表目录

图 1：商品房单月销售额仍同比下降	6
图 2：房地产开发资金来源当月同比增速仍为负值	6
图 3：境内地产债 11 月方才呈小幅净融资状态	6
图 4：下半年来房海外债单月发行规模居近年低位	6
图 5：近期杭州去化周期不足 2 个月	8
图 6：广州去化周期与销售面积呈较明显负相关关系	8
图 7：二手房参考价等带动深圳二手房价格提升放缓、房价预期趋稳	9
表 1：广州、深圳各批次集中供地中，地方城投及国企等参与度持续提升	4
表 2：杭州、重庆第三批次土拍中部分民企表现活跃	5
表 3：杭州第三批集中土拍规则调整力度较大，能够有效缓解房企资金压力	7
表 4：部分地块本身条件可能使房企拿地动力不足	7
表 5：近 6 年来，相对新增人口而言，杭州商品房新增供应较少	8



1. 第三轮集中供地中，拿地企业结构如何变化？

各城市第三批集中土拍市场呈现出不同变化。整体来看，首批集中供地热度较高、第二批城投国企托底现象频出，在近期政策面和地方基本面等因素的共同作用下，各城市第三批集中土拍市场参与者呈现出了不同变化：从城投和地方国企在第三批土拍中拿地宗数的占比来看，部分城市的占比有所提升、同时部分城市则有所下行。

部分城市第三轮土拍中民企的参与度继续下降，城投及地方国企拿地占比进一步提升。第二轮集中供地起，龙头民营房企在土拍中的参与度有所下降，而地方国企、城投公司等则成为集中供地的重要参与者。以广州为例，根据克而瑞的统计，广州第一批集中供地合计成交 42 宗土地，平均溢价率达约 12%，主要参与者包括越秀（9 宗，含合作获取 2 宗）、融创（3 宗，含合作获取 1 宗）、金地（2 宗）等众多龙头房企，且多个外地民企通过联合体方式积极拿地，如正荣+新城、弘阳+招商蛇口等。第二批集中供地合计成交土地 23 宗，其中多数地块以底价成交、平均溢价率仅约 1%，拿地方以中海（3 宗）、珠江实业（3 宗）等央企及国企为主，参与民企仅碧桂园、路劲集团等少数公司，同时，知识城控股等地方国企、南沙建设集团等城投公司现身托底。第三批集中供地合计成交土地 13 宗、均以底价成交，其中 9 宗由广州地铁、南沙建设集团、知识城控股等地方国企或城投公司获取，3 宗由保利获取，仅 1 宗由民企星河获取。

与广州的情况相似，民企在深圳三批集中供地中的参与度逐次下降。深圳第一批集中供地成交 6 宗土地，分别由龙光（2 宗）、佳兆业（1 宗）、中铁建（2 宗）及深圳市人才安居集团获取，其中民企获取的三宗地块溢价率均达约 45%。第二批成交地块 21 宗，央企、国企成为拿地主力，包括全国性央企中海（4 宗）、保利置业（3 宗）及地方国企深圳地铁、特发集团等，平均溢价率降至 12%。第三批成交地块 11 宗，除地方民企鸿荣源、星河各获一宗外，其余 9 宗均由深圳地方城投或国企获取。



表 1: 广州、深圳各批次集中供地中，地方城投及国企等参与度持续提升

城市	批次	成交宗数 (宗)	成交建面 (万平)	溢价率	撤牌、流 拍比例	拿地企业情况
广州	第一批	42	799	12%	13%	越秀、融创、金地等龙头房企，多个外地房企通过联合体方式积极拿地
	第二批	23	357	1%	52%	中海、珠江实业等央企及国企为主，地方城投及国企现身
	第三批	13	226	0%	24%	本地城投及国企为主，仅 1 宗由民企（星河）获取
深圳	第一批	6	91	31%	0%	龙光、佳兆业、中铁建、深圳人才安居
	第二批	21	263	12%	5%	中海、保利、华润等央企及本地城投、国企等为主
	第三批	11	187	5%	0%	本地民企获 2 宗，其余拿地地方均为本地城投及国企等

数据来源：克而瑞，中达证券研究

部分城市第三批集中供地热度回升，民企表现仍然活跃。杭州首轮集中供地合计成交 57 宗地块，民营房企表现活跃，融创、融信、滨江、宋都、祥生等均成功拿地，平均溢价率达到 26%。杭州第二轮土拍中流拍率达到 55%、合计成交 14 宗地块，与其他城市不同的是，部分深耕杭州的民企仍相对积极，滨江、德信、兴耀等均成功获取 1 宗土地；另一方面，中海、绿城等央企及杭州地铁等地方国企亦有所斩获。第三轮土拍中，杭州热度明显提升，35 宗成交土地中 24 宗触及最高限价并进入摇号阶段，竞得土地的企业除绿城、中海、中铁建等央企和杭州地铁等地方国企外，过半地块由滨江、德信、大家等杭州本地或深耕杭州的民企获得。

重庆第三批集中供地中，地方平台拿地宗数占比有所下降。重庆首轮集中供地未设溢价率上限、各类企业积极竞拍，主城九区成功出让的土地整体溢价率达到 43%、为 22 城中溢价率最高的城市；从拿地企业的结构来看，融创、佳源、香港置地、佳兆业、龙湖等房企表现积极，均获取多宗地块。第二轮土拍中重庆的热度快速下降、拿地主体以地方平台为主，28 宗成交土地中 19 宗由地方平台获取、仅 3 宗由民企获取。重庆第三轮土拍中，房企参与度有所回升、地方平台拿地数量与房企相若，万科、金茂、信达、香港置地、国瑞、万华等企业均获取地块。



表 2：杭州、重庆第三批次土拍中部分民企表现活跃

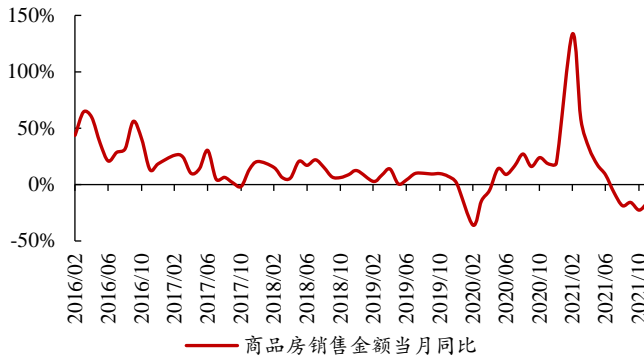
城市	批次	成交宗数 (宗)	成交建面 (万平)	溢价率	撤牌、流 拍比例	拿地企业情况
杭州	第一批	57	757	26%	0%	融创、融信、滨江、宋都、祥生等均成功拿地
	第二批	14	174	5%	55%	部分深耕杭州的民企仍相对积极，中海、绿城等央企及杭州地铁等地方国企亦有所斩获
	第三批	35	416	7%	0%	过半地块由滨江、德信、大家等杭州本地或深耕杭州的民企获得，绿城、中海、中铁建等央企和杭州地铁等地方国企亦有参与
重庆主城区九区	第一批	46	695	43%	0%	房企表现积极，融创、佳源、香港置地、佳兆业、龙湖等均获取多宗地块
	第二批	28	263	0%	33%	地方平台为主，28宗成交土地中19宗由地方平台获取
	第三批	23	403	0.5%	18%	房企参与度有所回升、地方平台拿地数量与房企相若，万科、金茂、信达、香港置地、国瑞、万华等企业均获取地块

数据来源：克而瑞，中达证券研究

2. 房企资金压力仍存，多重因素压制拿地意愿

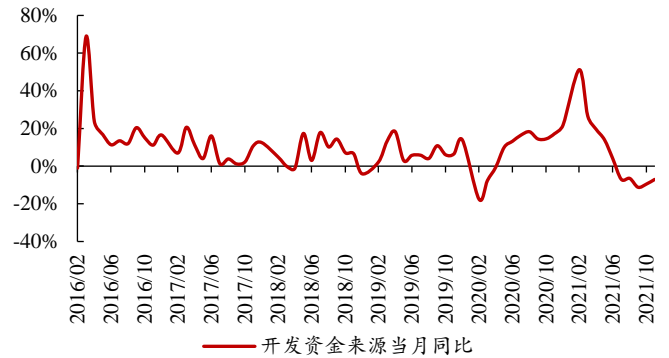
基本面复苏尚需时日，资金压力限制房企拿地能力。资金端的压力对房企的土地投资带来了限制，房企销售快速下滑、融资压力增大为地方平台托底的现象在第二批集中供地中频繁出现的重要原因之一。9月以来，尽管行业政策层面上已出现了一定的微调（包括整体上监管层多次的积极表态和信贷方面的支持、地方上部分城市的购房补贴等措施及多地第三批土拍规则的调整等），但目前行业基本面仍然偏弱、房企资金压力仍普遍较大：根据国家统计局的数据，2021年11月商品房单月销售额同比下降16.3%、单月开发资金来源仍同比下降7.0%；根据Wind的数据，境内房地产信用债8-10月单月净偿还额均约200亿元、11月方才小幅净融资约2亿元，10月及11月内房海外债券发行规模仍处近年低位。由于地方平台托底现象的驱动因素仅小幅改善，故在多地第三批集中供地中，城投、地方国企等仍为重要的参与者。

图 1：商品房单月销售额仍同比下降



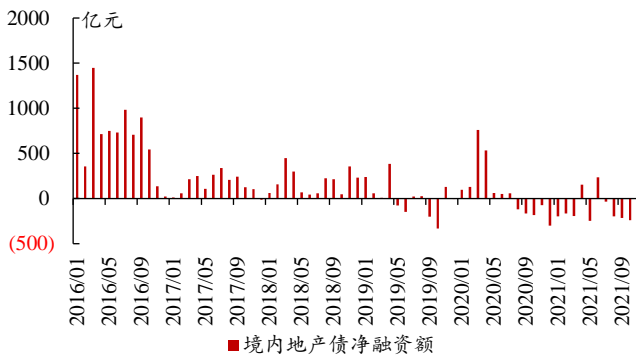
数据来源：国家统计局，中达证券研究

图 2：房地产开发资金来源当月同比增速仍为负值



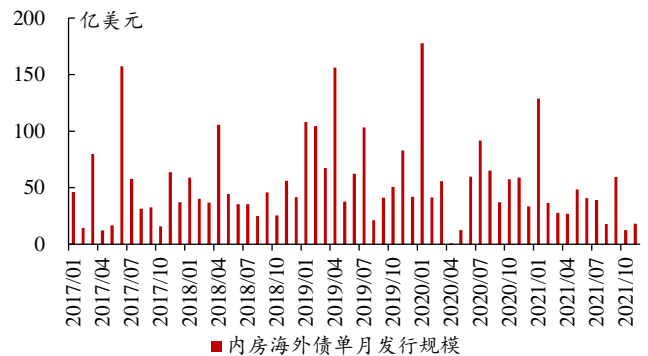
数据来源：国家统计局，中达证券研究

图 3：境内地产债 11 月方才呈小幅净融资状态



数据来源：Wind，中达证券研究

图 4：下半年来房海外债单月发行规模居近年低位



数据来源：Wind，中达证券研究

在可用于土地投资的资金仍然相对有限的环境下，短期内各地土拍规则的调整 and 第三批集中供应地块的质量、中长期城市商品房的供需情况等共同对房企在各城市的投资意愿带来了影响。

土拍规则调整：能有效缓解房企资金压力的调整或更能提振房企参与度。在第二批集中供地普遍遇冷的背景下，多地对第三批土拍的规则进行了微调，调整方向和力度则存在一定差异。杭州第三批土拍的热度和民企参与度较为亮眼，从其土拍规则上看，杭州对此前的部分规则做出了调整，分别作用于：1) 缓解房企资金压力：例如将第二批集中供地时提出的“竞品质、现房销售”要求（第二批土拍中 10 块竞品质地块全部流拍）改为“定品质”、恢复勾地、延长土地款缴纳时间等；2) 增厚部分项目的利润空间：例如下调部分地块的起始楼面价、最高限价相对周边可比项目仍有一定空间等，进一步提振了房企的拿地意愿。类似地，重庆亦延长了土地款付款周期，同时第三批土拍中供应的地块



在自持、配建比例上整体低于第二批集中供应的土地，使房企能够更快实现销售回款、同时增厚了相应项目的盈利空间。尽管广州、深圳在第三批集中供地中亦就部分规则进行了调整，但调整方向多为下调部分回炉地块的配建要求、将竞全年期自持面积改为竞可售公共住房面积等，相对于杭州的调整而言对房企资金面压力的缓解程度较小。

表 3：杭州第三批集中土拍规则调整力度较大，能够有效缓解房企资金压力

城市	第三批集中供地规则主要调整
杭州	“竞品质、现房销售”改为“定品质”、恢复勾地、延迟土地款缴纳时间、下调部分回炉地块起始楼面价
重庆	延长土地款付款周期、下调部分地块的自持、配建要求
广州	番禺及白云地块取消一月内一次性付清总价要求、取消部分回炉地块的配建要求
深圳	竞拍达最高价后，竞全年期自持租赁住房面积改为竞可售公共住房面积

数据来源：政府网站，克而瑞，中达证券研究

供应地块质量：部分城市第三批供应地块质量偏弱，房企拿地动力不足。从具体地块的质量上看，广州第三批集中供应的土地中部分地块本身质量偏弱，使房企缺乏相应的拿地动力、带动地块流拍。例如，番禺区两地块周边配套相对缺乏、黄埔区一地块须配合考古发掘工作等，或将对项目去化带来影响；从周边的房价来看，上述地块的利润空间亦相对有限。

表 4：部分地块本身条件可能使房企拿地动力不足

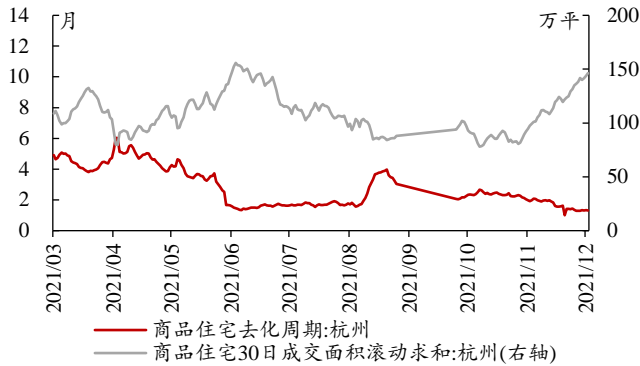
地块位置	地块情况	周边房价 (元/平)	周边房价/ 实际起拍 楼板价	成交情况
广州市黄埔区	地块内存在古代墓葬文物，须配合考古发掘工作	42000	0.57	流拍
广州市番禺区	周边配套欠缺	37000	0.63	流拍
广州市番禺区	周边配套欠缺	37000	0.62	流拍
广州市从化区	远郊地块	8800	0.60	流拍

数据来源：广州开发区规划和自然资源局，克而瑞，中达证券研究

城市商品房市场基本面：供需缺口的差异一定程度上带动了各地去化周期变动的分化，并影响了房企拿地的积极性。尽管按揭和信用风险等因素共同抑制了多地购房需求的释放，但各地原本的供需缺口并不一致，各城市下半年来的去化情况也有所不同。杭州的购房需求远大于供给、2021 年来大部分时间去化周期（以可售面积/过去 30 天合计销售面积计算）不足 6 个月，因而部分购房需求释放受阻并未明显提升项目去化难度：例如，2021 年 6-8 月杭州商品住宅销售面积持续下行，与此同时去化周期维持相对平稳；11 月信贷改善后，杭州的销售面积快速提升、去化周期则进一步下降，12 月初去化周期仅不足 2 个月。另

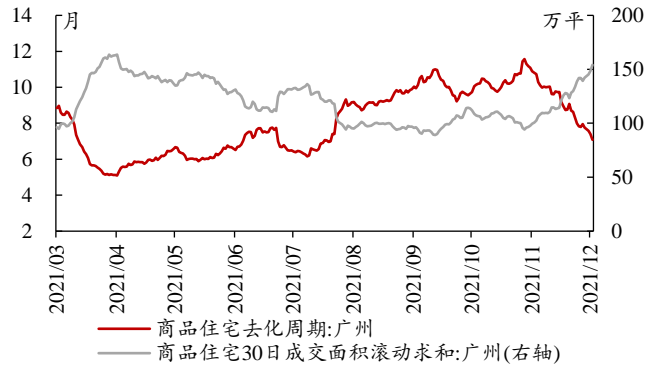
一方面，广州的商品房供给相对充足，去化周期与销售面积呈现较明显的负相关关系、12月初去化周期约7个月。以杭州为代表的部分城市去化表现更为良好，快速回款能够使房企的资金压力得到一定缓解，提升房企拿地的积极性。

图 5：近期杭州去化周期不足 2 个月



数据来源：地方房管局，中达证券研究；注：去化周期采用当日可售面积/过去 30 日累计成交面积计算

图 6：广州去化周期与销售面积呈较明显负相关关系



数据来源：地方房管局，中达证券研究；注：去化周期采用当日可售面积/过去 30 日累计成交面积计算

去化周期变动的差异则来自于住宅用地供应和人口流动等因素的差异。人口增长将带来住房需求，批售面积则能直接反映商品住宅的入市情况。仍以杭州和广州作为对比，两座城市 2015-2020 年合计常住人口增量均超过 300 万人，但在此期间杭州商品住宅合计批售面积仅约 3000 万平方米、广州则达约 6000 万平方米。相对而言，在过去 6 年间，杭州新增人口的购房需求相对于新增商品住宅供给的缺口更大，一定程度上带动其去化周期更短。

表 5：近 6 年来，相对新增人口而言，杭州商品房新增供应较少

时间	杭州			广州		
	商品住宅批准预售面积 (万平)	常住人口增量 (万人)	批售面积/常住人口增量 (平/人)	商品住宅批准预售面积 (万平)	常住人口增量 (万人)	批售面积/常住人口增量 (平/人)
2015	509.6	12.6	40.4	1040.2	65.9	15.8
2016	466.2	17.0	27.4	992.3	83.4	11.9
2017	504.1	28.0	18.0	816.3	67.9	12.0
2018	394.3	178.6	2.2	1080.5	51.9	20.8
2019	551.2	35.9	15.4	832.4	33.1	25.2
2020	600.5	35.2	17.1	1271.0	42.8	29.7
2015-2020 合计	3025.8	307.3	9.8	6032.6	345.0	17.5

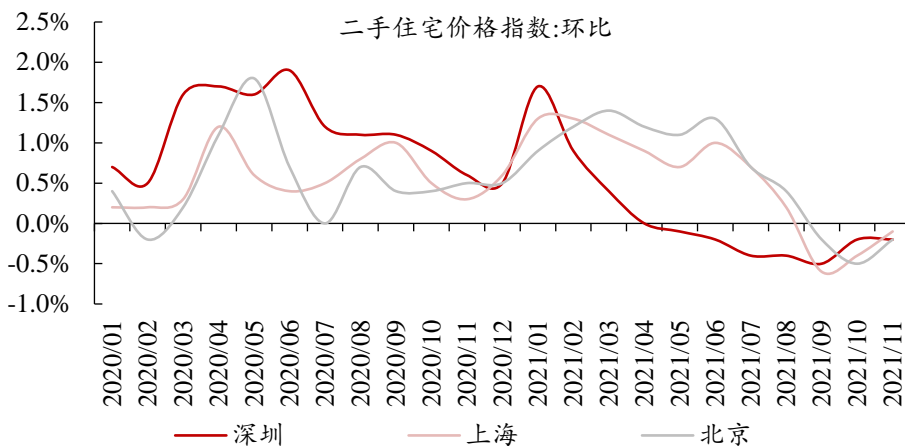
数据来源：地方统计局，地方房管局，中达证券研究

另外，二手房参考价也对部分城市的新房市场带来了一定冲击。深圳 2015 年来的住宅用地供应亦较为紧张（2015-2020 年商品住宅批售面积合计约 4555 万平



方米、常住人口合计增长 439 万人)，较大的供需缺口也使得过去数年间及第一批集中供地的成交溢价率维持高位。2021 年 2 月，深圳推出二手房参考价机制、覆盖全市近 3600 个小区，抑制了深圳的房价上涨趋势和楼市热度；该政策实施后，深圳二手房价涨幅快速下行、并明显低于北京及上海。以周边新房价格为参照设置的二手房参考价和趋于平稳的房价预期等使得深圳的“打新热”有所冷却，根据证券时报的报道，2021 年 12 月深圳“网红盘”华润城润玺二期合计 1486 批客户选购 1024 套房，相对上年一期 11727 批客户选购 1171 套房源、当天全部清盘的情况而言热度明显下降。部分相对严格的地方调控有利于稳定房价预期，但可能在短期内对商品房市场热度和项目去化带来一定压力、影响房企拿地的意愿。

图 7：二手房参考价等带动深圳二手房价格提升放缓、房价预期趋稳



数据来源：国家统计局，中达证券研究

3. 如何看待后续土拍市场参与者结构？

行业基本面回暖为房企回归土地市场的重要条件，短期内国企及地方平台或仍为土拍市场的重要参与者。尽管目前行业信贷正逐步回归常态，但商品房市场销售（对应房企销售回款）和房企融资仍存在压力。根据过去 2012 及 2015 年商品房市场复苏的经验，商品房单月销售增速通常将于金融政策及行业政策调整后约 2-3 个季度回正（详见专题报告《地产销售趋势复盘与展望》），从时间节点上看房企销售回款或需于 2022 年 Q2 方能有所复苏、且复苏进度可能受到行业风险化解情况等其他因素的影响；另外，目前行业融资的放宽多面向国有房企及极少数财务状况相对稳健的大型民企，多数民营房企的融资渠道尚未回归畅通。目前来看，短期内民企销售回款和融资情况仍然承压，国有房企和地方平台或仍将为土拍市场的重要参与者。



另外，房企对存量项目的合作和并购等可能降低其在公开土地市场的参与度。

1) 部分目前由地方平台获取的项目可能引入房企共同开发，延后房企参与集中供地的进度。地方平台的操盘能力通常相对有限，在部分房企的资金面得到改善、拿地能力和意愿有所提升后，可能凭借其开发能力参与目前由地方平台获取的土地项目的开发，通过上述渠道获取项目的房企或将延后甚至无需参与新批次的集中供地。2) 对出险房企优质项目的并购可能降低房企在土地市场的参与度。目前部分房企的信用风险持续暴露，大规模开发项目的交付存在一定压力。在此环境下，监管层多次提出维护住房消费者的合法权益、鼓励优质房企并购出险房企的优质项目，对存量项目的承接可能占用部分优质房企的资金，使相应房企在土拍市场的参与度有所下降。

土拍规则、供地质量可能改善部分城市的土拍参与者结构，由中长期供需驱动的地方平台托底现象或将延续。如前所述，杭州、重庆主城九区等地的第三批土拍中，房企的参与度明显有所提升，或得益于较大力度的土拍规则调整和相对较高的供地质量；上述区域的商品房供需表现相对良好，故单批次土拍规则和供地质量的变化即可改善土拍参与者的结构。然而，近年来各城市商品房供需缺口的差异等在一定程度上导致了城市间商品房去化情况的差异，二手房参考价等机制也有效压制了部分城市的市场热度，部分城市自身商品房市场基本面的下行趋势为导致房企土拍参与度较低的主要原因；在上述驱动因素并未发生显著变化的情况下，土拍规则和供地质量调整的作用或相对有限，土拍参与者的结构分化料将延续。

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.各城市土地出让规则调整或存在一定不确定性；
- 4.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报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。



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。