

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

# 供需框架下楼市趋势探讨 ——地产杂谈系列之五十九

房地产行业 强于大市（维持）

证券分析师

杨 侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

郑茜文 投资咨询资格编号：S1060520090003

2024年9月18日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

## 核心摘要

- **分析框架：住房作为商品，量价本质上是由供需决定。** 从供给来看，包括存量供应和新增供应，存量供应主要受在建未售和现房供应等影响，新增供应则与新增拿地、新开工等关联度较高。随着2022-2024年房企拿地开工大幅下滑，边际新增供应不断萎缩，当前供给端主要困难在于存量库存较高。从需求来看，主要受购房意愿（包括购房成本、机会成本与预期收益等）和购房能力（包括财务状况与负债水平、现金储备与预期收入等）影响，当前需求端主要问题在于收入增速放缓、房价下行背景下居民购房意愿不足、购买能力下降。
- **海外经验：购房意愿与能力均提升，供需格局大幅优化带来房价企稳。** 梳理美国次贷危机、中国香港97年金融危机后的楼市企稳特征，均存在：1) 经济及收入预期好转、房价下跌带来置业门槛下降，居民购房能力提升；2) 租金回报率逐步超过或接近理财及房贷利率，租金相对吸引力提升，带来购房意愿改善；3) 需求端逐步恢复，叠加新增供应大幅下降，最终带来供需格局优化、房价逐步企稳。
- **国内展望：积极因素逐步积累，关注收储及降息。** 当前国内楼市调整已近三年，量价较2021年高点均明显回落，同时随着首付、房贷利率大幅下降，居民购房门槛已明显回落，租金回报率相对吸引力逐步增强。针对房价下行及收入担忧下居民购房意愿不足及存量库存较大的现状，仍需降低新增房贷利率减轻月供压力、提升租金回报相对吸引力，同时加速收储落地消化存量库存，改善市场供需关系，后续建议密切关注“租金回报率VS房贷利率、国债及理财收益率”等相对估值指标、收储落地情况。

## 核心摘要（续）

- **投资建议：**当前地产板块主要个股市值及仓位均处于历史低位，且市场对于楼市下行及业绩承压反应已相对钝化。在楼市短期难见反转背景下，短期板块催化仍在于政策，持续关注收储落地情况，中期趋势性机会仍在于楼市量价企稳，关注“租金回报率VS房贷利率、国债及理财收益率”等相对估值指标变化。个股关注历史包袱较轻、库存结构优化的房企，如中国海外发展、招商蛇口、越秀地产、滨江集团、绿城中国、建发国际集团、保利发展等，同时建议关注经纪（贝壳）、物管（中海物业、保利物业、招商积余）、代建（绿城管理控股）等细分领域头部企业。
- **风险提示：**1) 政策持续性不及预期风险；2) 二手房持续分流叠加高品质住宅供应不足，楼市修复不及预期风险；3) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险；4) 房地产行业短期波动超出预期风险。



# 目录CONTENTS

---

## ● 引言

● 分析框架：楼市量价本质由供需决定

● 海外经验：购房意愿与能力均提升，供需格局大幅优化

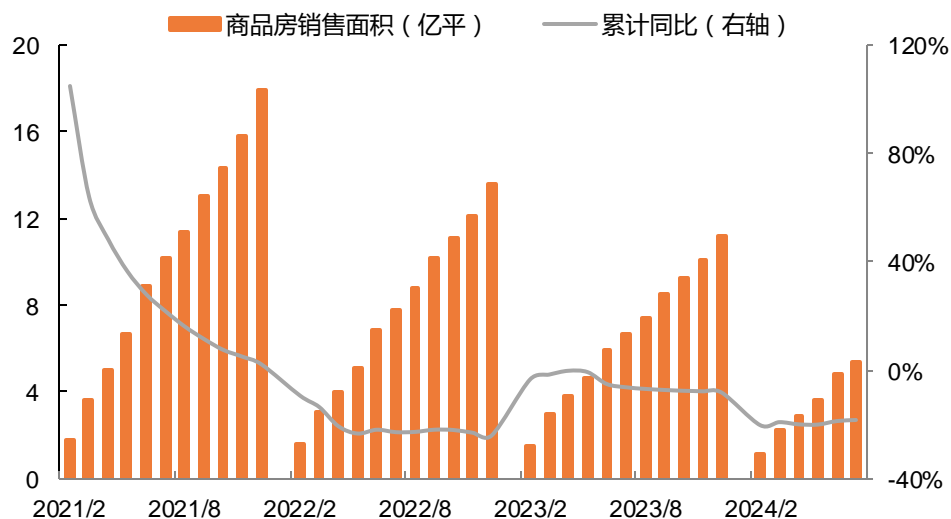
● 国内展望：积极因素逐步积累，关注收储与降息政策

● 投资建议及风险提示

## 引言

自2021年下半年以来，本轮楼市调整已近三年，市场普遍关心楼市何时企稳，哪些先行指标值得关注。为更好回答上述问题，本篇报告我们在探究及总结海外楼市企稳前后特征的基础上，建立短期市场分析框架，对短期国内楼市方向判断提供一些思路。本篇报告主要分为3个部分：1) 楼市分析框架介绍；2) 海外楼市企稳经验总结；3) 短中期国内市场趋势判断。

### 2021年下半年以来全国累计商品房销售面积持续调整





# 目录CONTENTS

---

## ● 引言

## ● 分析框架：楼市量价本质由供需决定

## ● 海外经验：购房意愿与能力均提升，供需格局大幅优化

## ● 国内展望：积极因素逐步积累，关注收储与降息政策

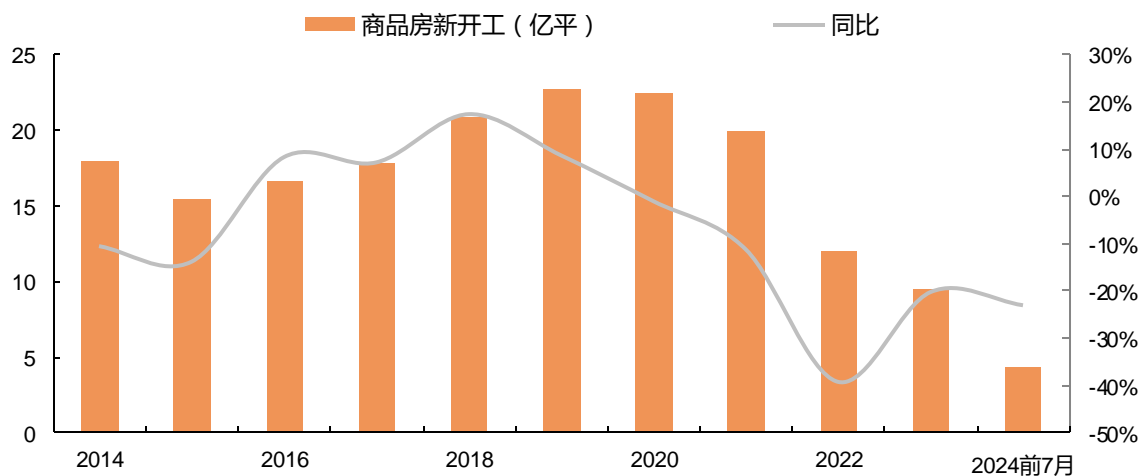
## ● 投资建议及风险提示

# 住房量价本质上由供需决定

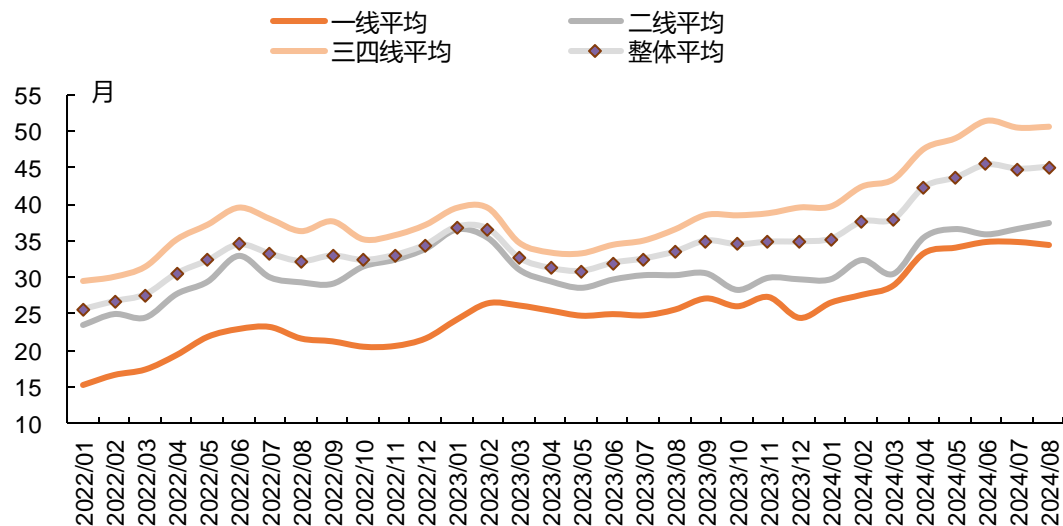
➤ 住房作为商品，量价本质上是由供需决定，市场讨论较多的金融、土地、人口等均是通过影响供需来影响楼市。

1) 从供给来看，包括存量供应和新增供应，存量供应主要受在建未售和现房供应等因素影响，新增供应则与新增拿地、新开工等关联度较高。随着2022-2024年房企拿地开工大幅下滑，边际新增供应不断萎缩，本轮楼市供给端主要困难在于存量库存较高。

◆ 2020-2024年新开工持续下滑



◆ 35城取证未售库存45个月



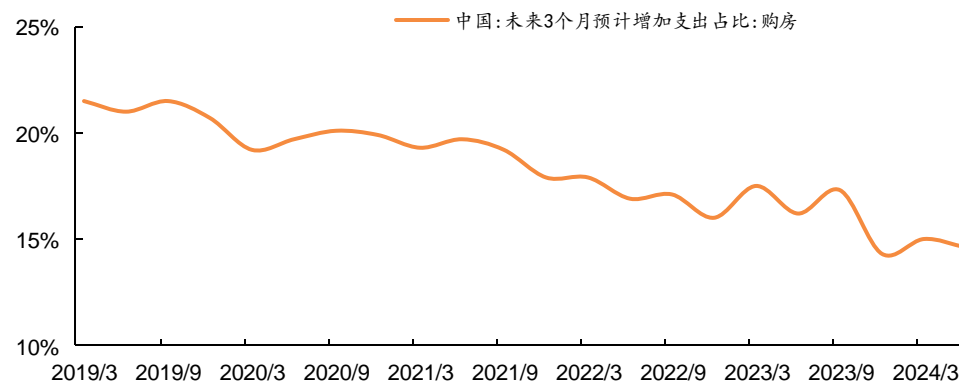
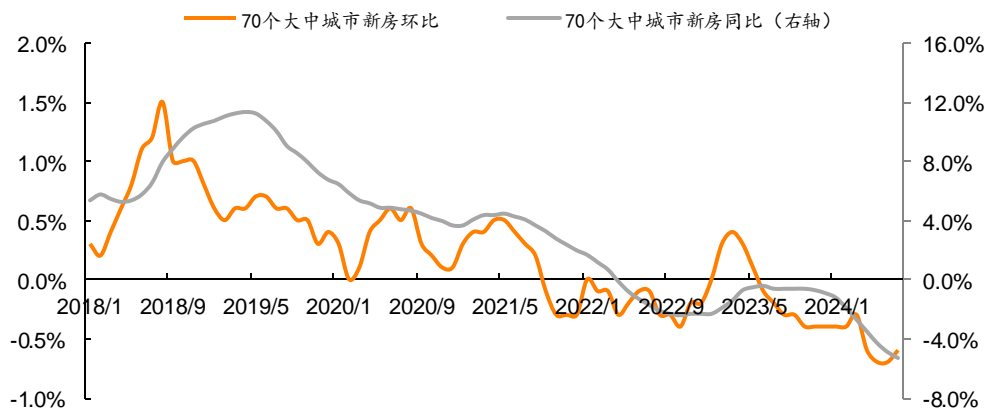
资料来源：WIND，中指数据库，平安证券研究所

## 本轮楼市调整为需求萎缩带来供需失衡

2) 从需求来看，不考虑政府或企业购房，仅考虑居民端，对单个体来讲，我们认为购房主要取决于两个方面：

- 购买意愿：包括刚需（消费属性）和非刚需，受购房成本（房贷利率）、机会成本与预期收益（资本利得与租金回报）等影响；
  - 购买能力：包括财务状况与负债水平（举债能力）、现金储备与预期收入（还债能力）等。
- 本轮楼市持续调整需求端主要问题在于，收入增速放缓、房价下行等因素影响下，居民购房意愿不足、购买能力下降。

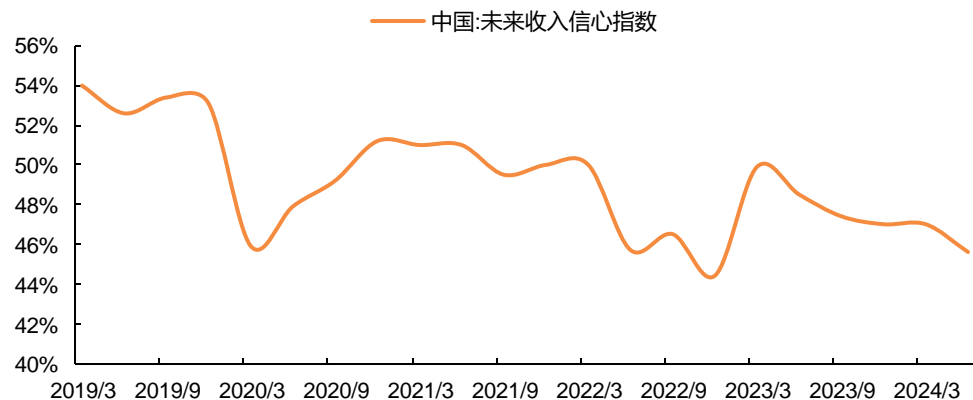
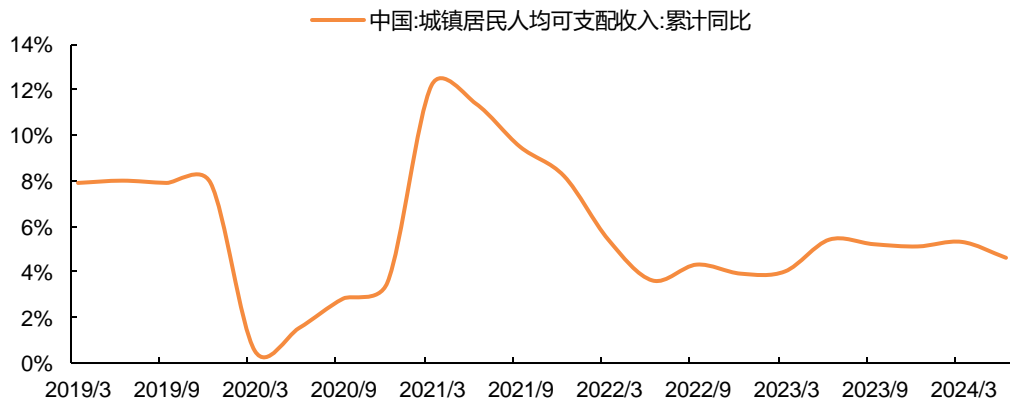
**购房意愿不足：房价下跌，观望情绪浓厚，加杠杆意愿弱**





## 居民购房意愿与能力恢复为楼市企稳关键

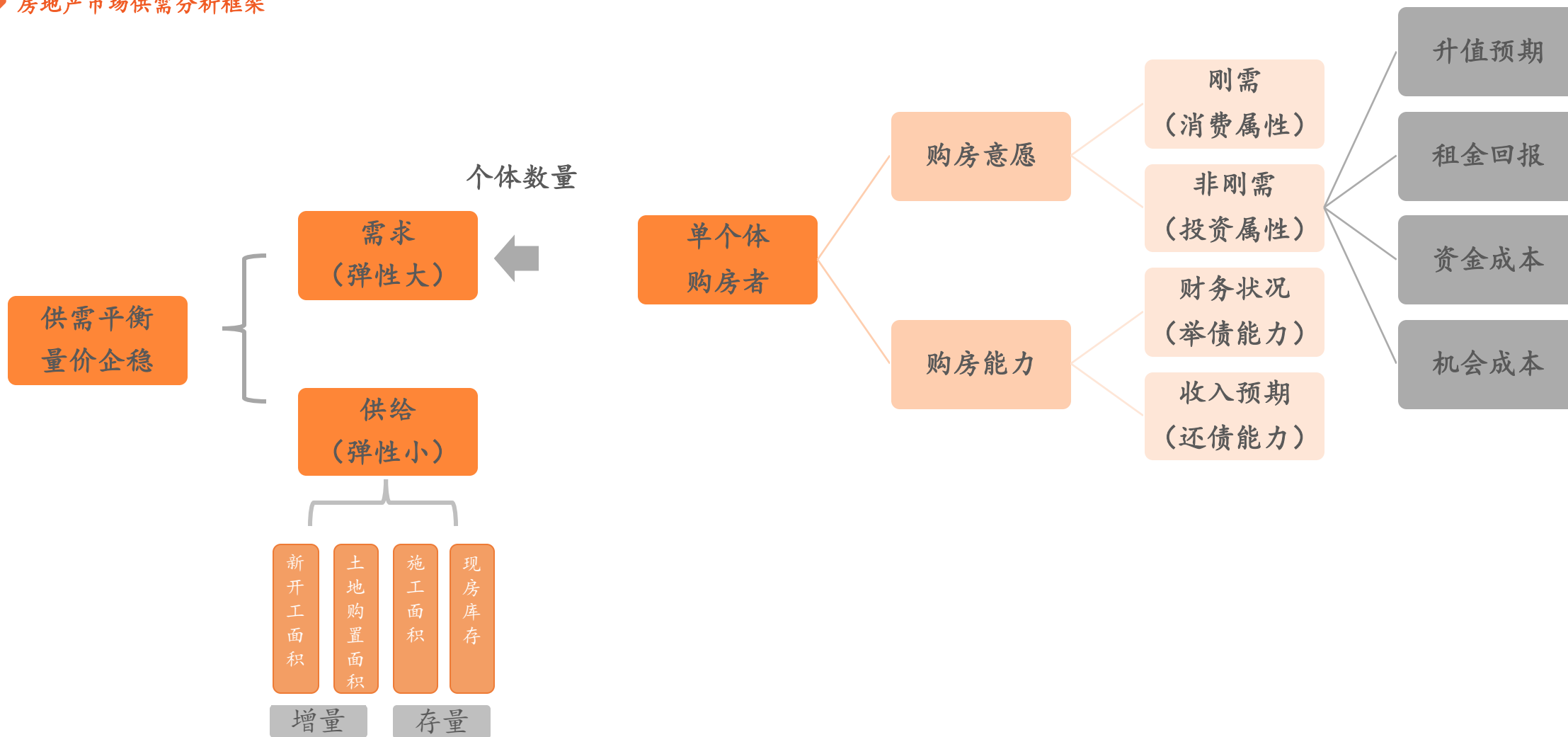
购房能力承压：收入增速放缓，预期转弱，资产负债表受损



- 因此探讨楼市量价的拐点，关键在于供需何时再度均衡，由于供给端新增供应已大幅下滑，需求端恢复显得尤为关键，更进一步来看，即居民购房意愿和购房能力何时出现拐点性变化。
- 为验证我们分析框架的可靠性，在下一章节中，我们对美国、中国香港楼市企稳前后居民购房能力、购房意愿的变化进行总结复盘。

# 居民购房意愿与能力恢复为楼市企稳关键

## 房地产市场供需分析框架





# 目录CONTENTS

---

● 引言

● 分析框架：楼市量价本质由供需决定

● 海外经验：购房意愿与能力均提升，供需格局大幅优化

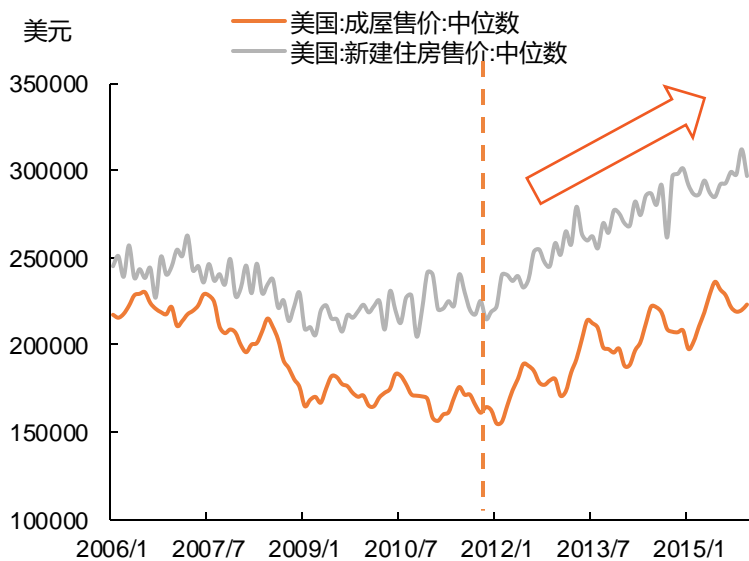
● 国内展望：积极因素逐步积累，关注收储与降息政策

● 投资建议及风险提示

## 美国：次贷危机后，2011-2012年楼市逐步企稳

➤ 受次贷危机影响，美国房价从2007年开始回落，2011年末、2012年初逐步见底回升，从成屋售价中位数来看，从2007年6月高点的22.9万美元，降至2012年1月的15.5万美元，降幅达32.5%；新房售价中位数从2007年3月的26.3万美元，降至2011年11月的21.4万美元，降幅达18.4%。考虑美国成屋成交占比超80%，成屋市场表现或更能代表美国房价真实走势。成交量企稳略早于房价，美国成屋/新房成交套数同比增速在2011年中逐步转正。

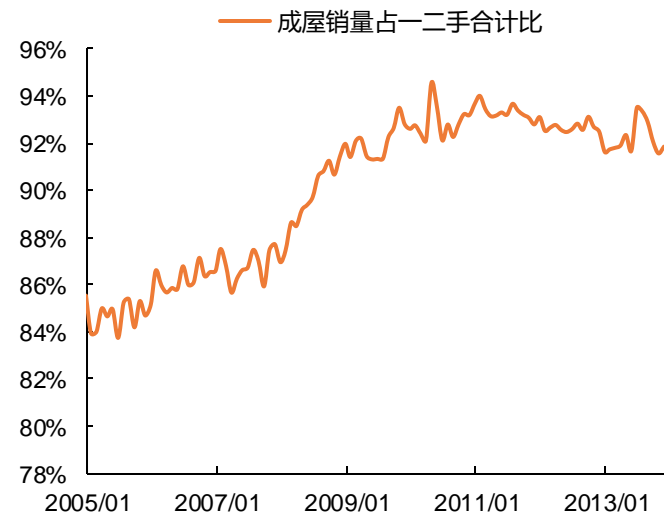
次贷危机后美国房价在2011-2012年逐步企稳



次贷危机后美国楼市成交在2011年逐步企稳



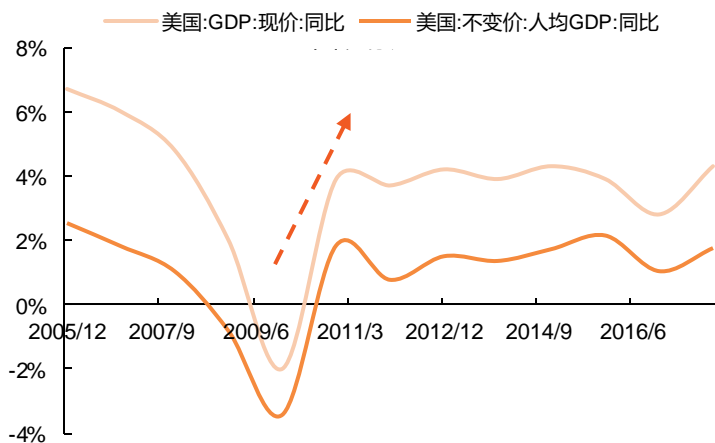
美国房地产销售中成屋成交占比超80%



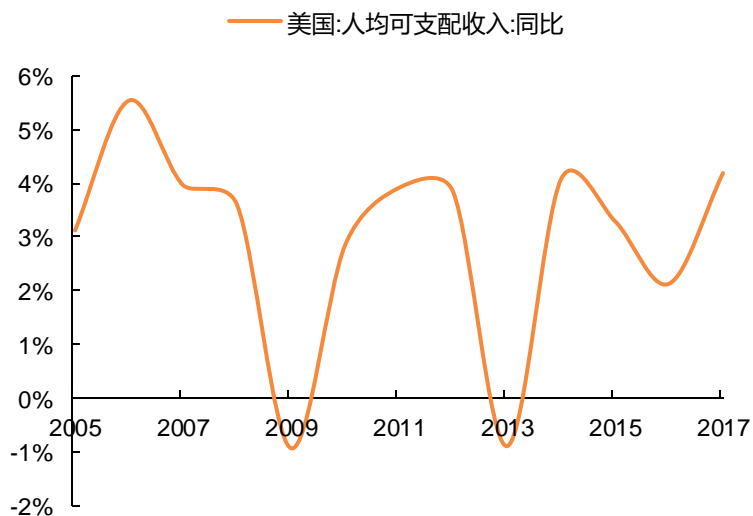
## 购房能力：随收入改善、杠杆降低逐步修复

- **购房能力修复奠定需求改善基础。**从经济增速来看，美国2009年GDP下滑2%后，2010年再度迎来上升通道。经济回升带来居民可支配收入回升，在2011年末、2012年初美国房价企稳之前，人均可支配收入增速在2009年触底后即开启反弹，美国居民部门杠杆率亦在2007年到达99%的高点后震荡回落，2011年末跌至87.8%，举债和还债能力均大幅改善，为楼市量价企稳上行奠定基础。

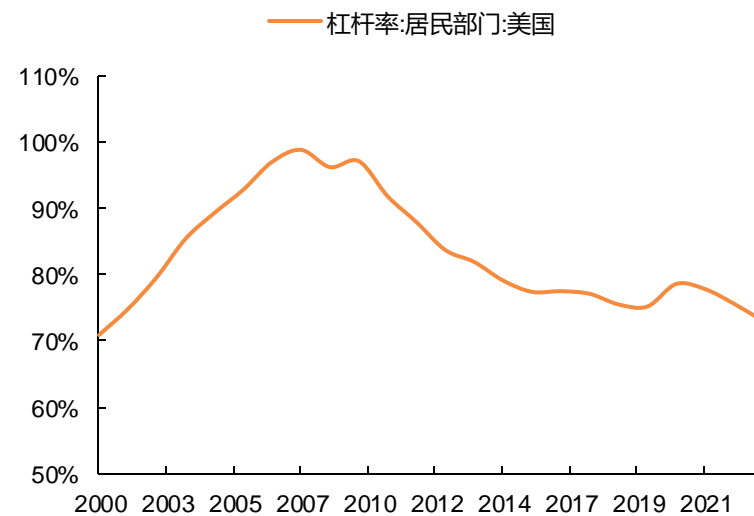
### ◆ 美国经济自2010年起逐步走出低谷



### ◆ 2012年美国人均可支配收入增速明显改善



### ◆ 2012年美国居民杠杆率较高点明显回落

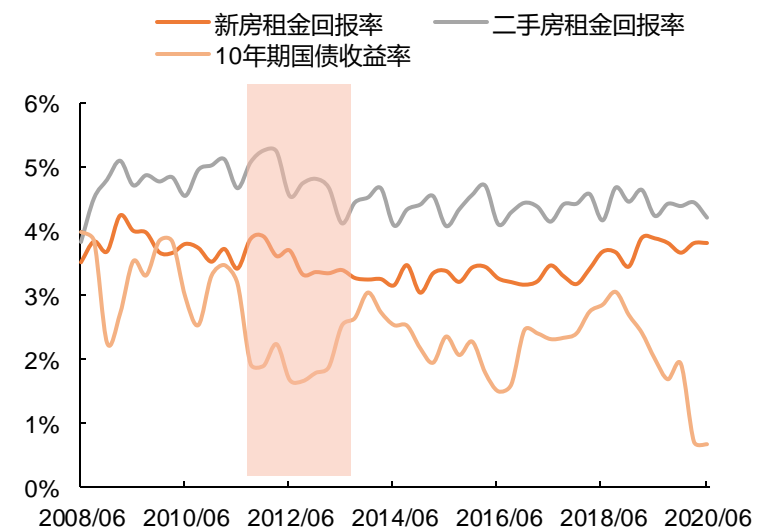




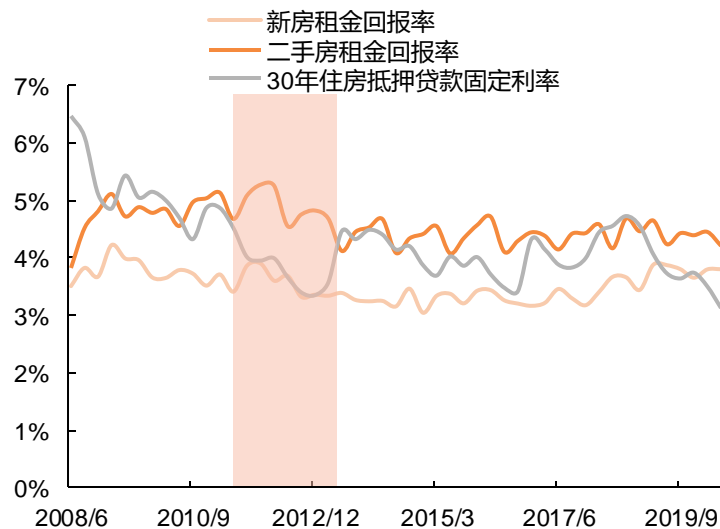
# 购房意愿：租金回报率吸引力增强带来入市意愿提升

- **机会成本角度，租金回报率高于十年期国债收益率。**2011年末、2012年初美国房价企稳前后，新房、二手房租金回报率均高于十年期国债收益率，且在2011-2012年呈现扩大趋势，2011年Q4美国新房、二手房租金回报率与十年期国债收益率差达2pct和3.4pct。
- **承受能力角度，租金回报率接近甚至高于房贷利率。**2010Q3以来美国二手房租金回报率持续高于房贷利率，新房租金回报率在2011年末至2012年亦接近房贷利率。考虑到美国住房空置率较低，若不考虑税收等持有成本，房产租金基本可覆盖贷款成本，提升居民购房意愿。

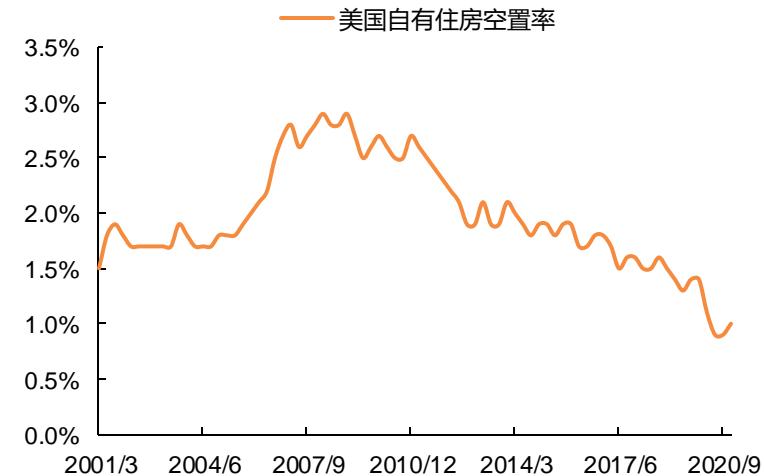
◆ 美国租金回报率高于10年期国债收益率



◆ 2010年9月起美国租金回报率接近或高于房贷利率



◆ 美国住房空置率自2008年12月高点回落

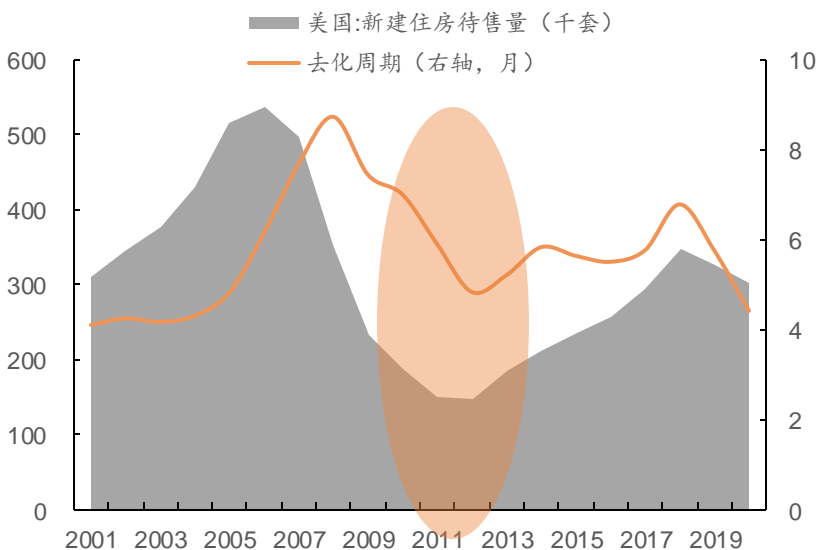
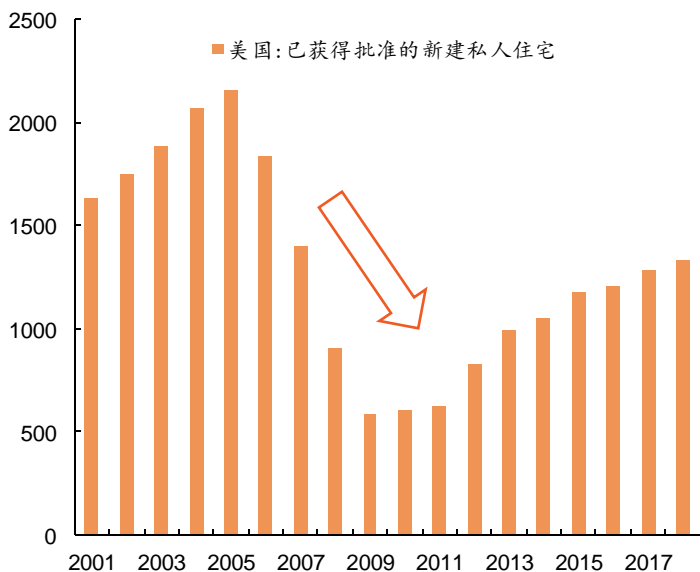


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 供需格局：库存大幅回落，推动楼市量价企稳

➤ **库存大幅回落，市场逐步筑底回升。**得益于居民购房能力与意愿的提升，美国新房及二手房成交在2011年逐步改善，叠加新建住宅持续下降，最终带来楼市供需格局优化。2011年末美国新房待售量下降至15万套，较2006年高点下降72%，去化周期下降至5.9个月，回落至2006年的水平；二手房去化周期自2010年7月高点持续下滑，到2011年末已降至6.4个月，较2010年高点降48%。供需格局持续改善，最终带来2011-2012年美国房价企稳。

◆ 2008-2011年美国获批新建住宅大幅下降（千套） ◆ 美国新房库存在2011-2012年降至阶段性低点



◆ 美国二手房去化月数自2010年7月高点回落

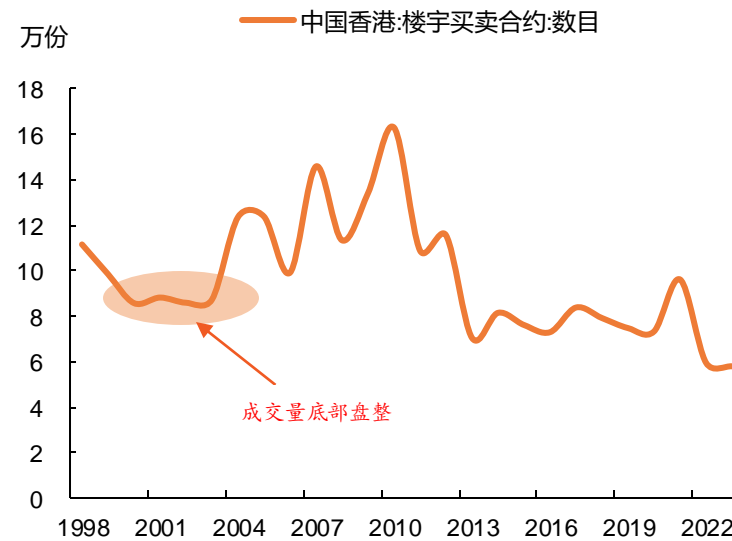
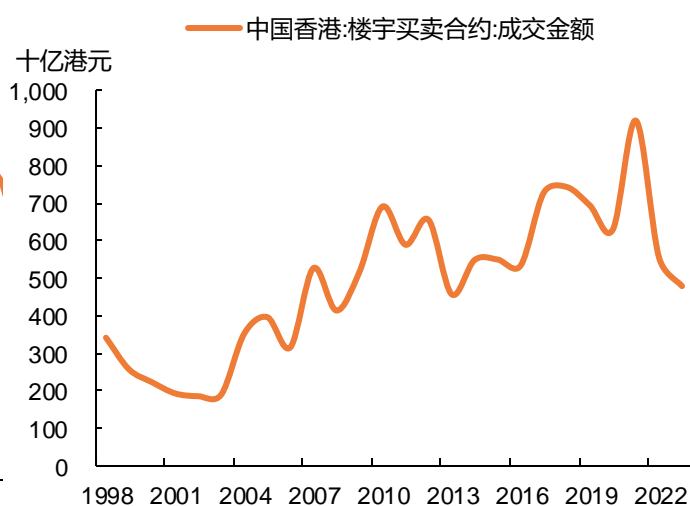
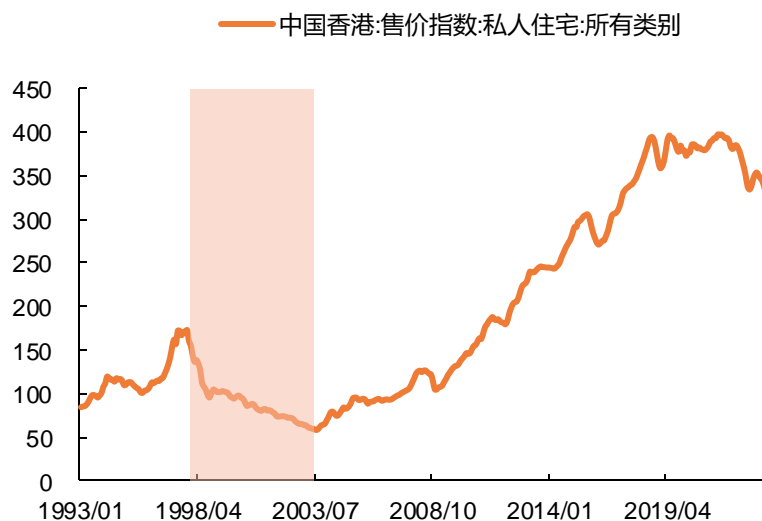




## 中国香港：97年金融危机后，2003年房价逐步企稳

- 受廉价住房供应计划、亚洲金融危机等因素影响，中国香港房价自1997年开始调整，直到2003年逐步筑底企稳，1997.10-2003.7月私人住宅售价指数累计跌幅达66%。
- 从整体量价走势来看，中国香港楼宇买卖合同成交金额从1998年的3409亿港元，降至2002年的1854亿港元，降幅达45.6%，2003年后逐步企稳；楼宇买卖合同数从1998年的11.1万份降至2000年8.6万份，2000-2003年维持底部震荡，2004年开始快速回升。

◆ 1997-2003年中国香港私人住宅房价跌幅超60%    ◆ 2002年中国香港楼宇买卖成交金额触及历史低点    ◆ 中国香港楼宇交易量2000-2003年逐步筑底



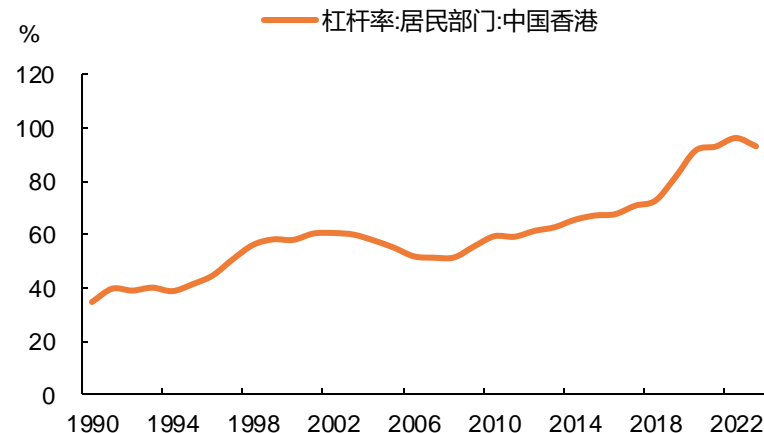


# 购房能力：经济回升叠加房价下跌，置业负担大幅减轻

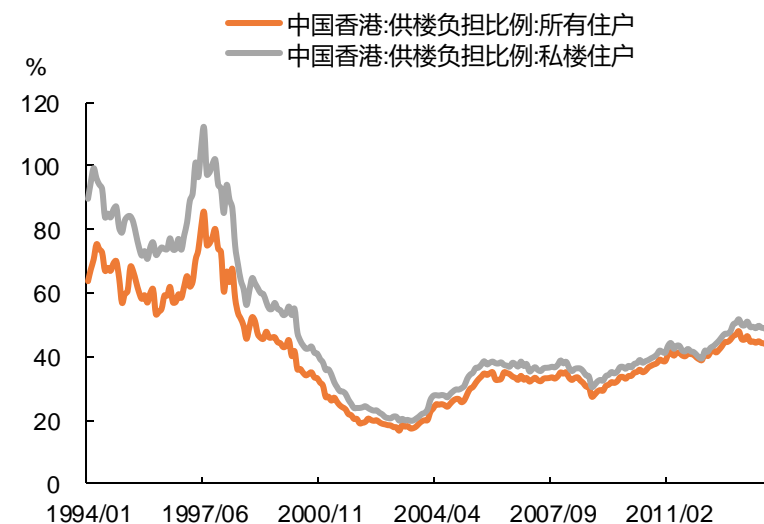
➤ 从购房能力来看，随着2003年中国香港与内地正式签署《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》，2003-2004年中国香港GDP增速同比增长3.1%和8.7%，居民可支配收入增速自2002年阶段性低点反弹，2004年同比增长4.3%。

➤ **房价下跌叠加经济增速回升，居民购房负担大幅减轻。**中国香港居民每月平均楼宇按揭供款占家庭月入中位数比例由1997年高点的85%降至2003年的17%（所有住户），同时中国香港居民杠杆率低位稳中有降，2003年为59.9%，且下行趋势延续至2008年，举债和还债能力均较强。

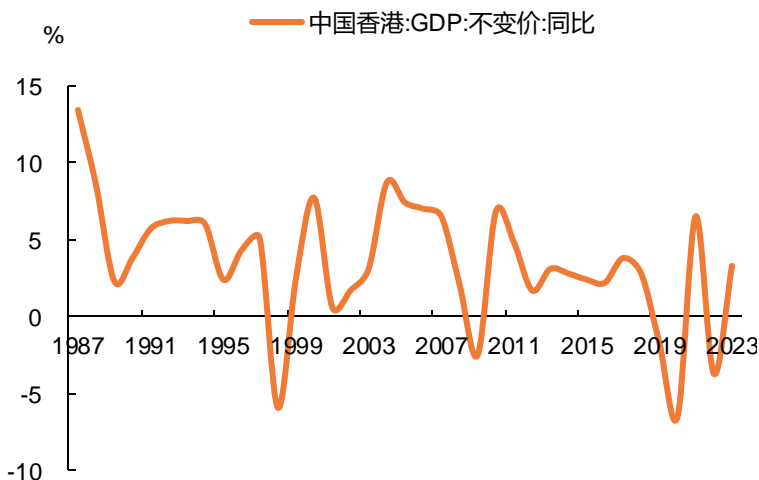
◆ 2003年中国香港居民杠杆率维持相对低位



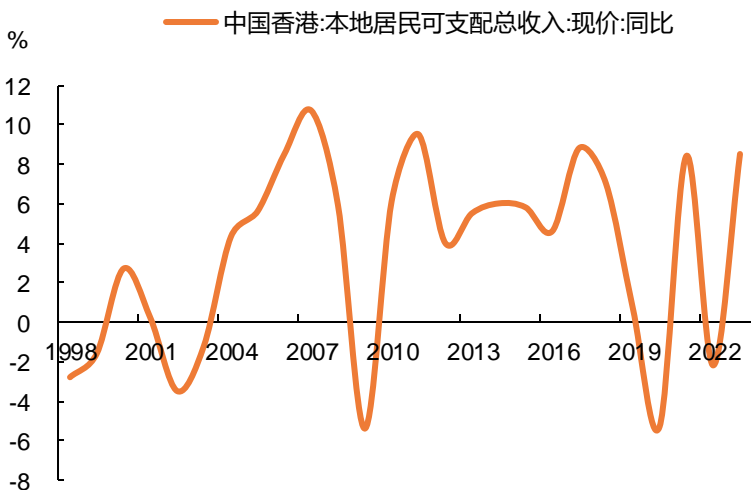
◆ 2003年中国香港供楼负担大幅下降



◆ 2003年中国香港GDP增速开启反弹



◆ 2003年中国香港居民可支配收入增速开启反弹



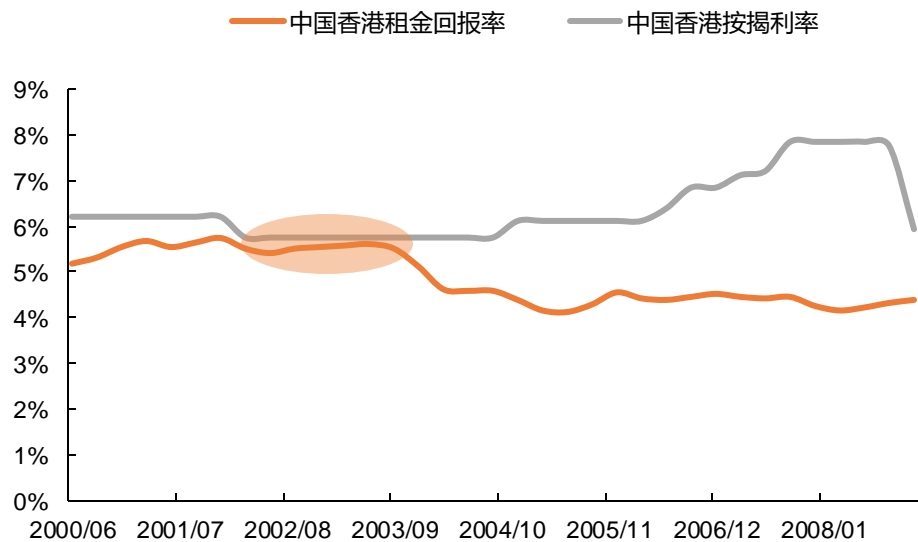
资料来源：Wind，平安证券研究所 注：供楼负担比例指每月平均楼宇按揭供款占家庭月入中位数比例



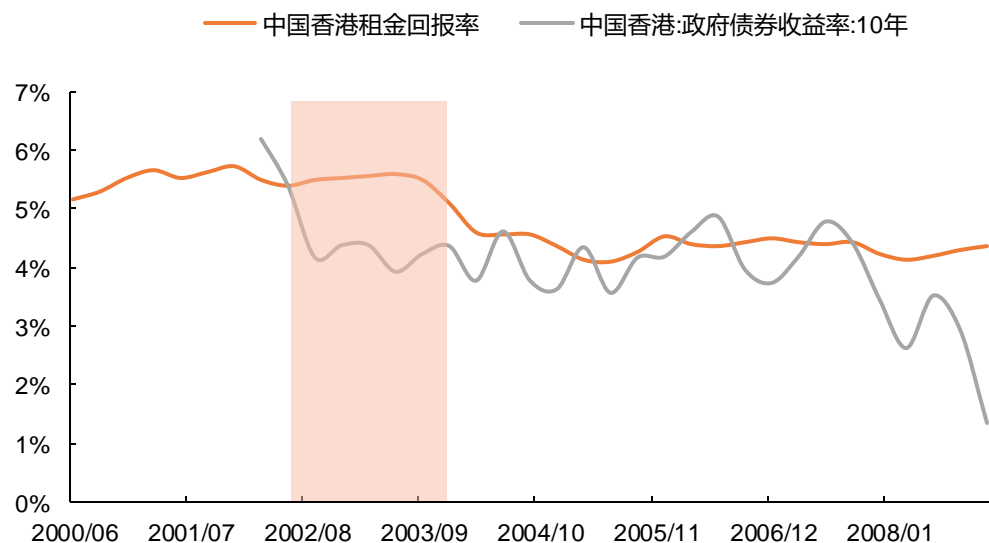
## 购房意愿：租金回报率相对吸引力增强

- **机会成本角度，租金回报率高于十年期国债收益率。**2002Q2，中国香港十年期政府债券收益率降至5.4%，与同期私人住宅租金回报率持平，随着政府债券收益率大幅下降，2003Q2已低于同期私人住宅租金回报率1.7pct。
- **承受能力角度，租金回报率接近房贷利率。**2003Q2中国香港私人住宅平均租金回报率达5.6%，已接近按揭房贷利率（5.76%）。

◆ 2003年6月中国香港租金回报率接近按揭利率



◆ 2003年中国香港租金回报率高于十年期政府债收益率

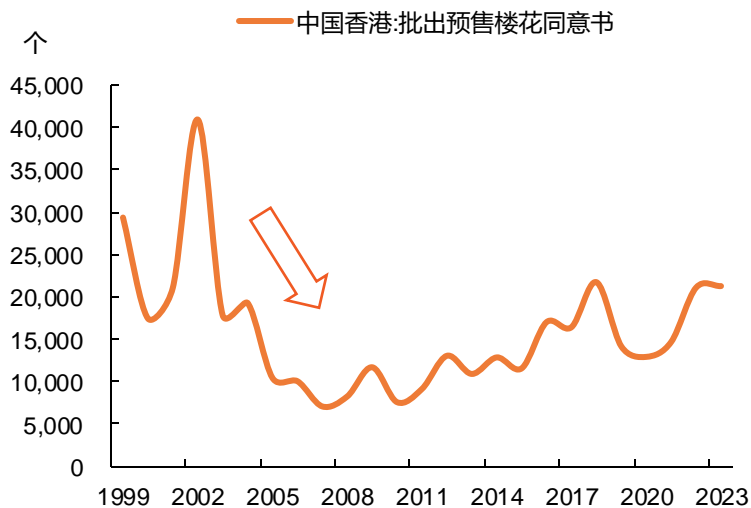




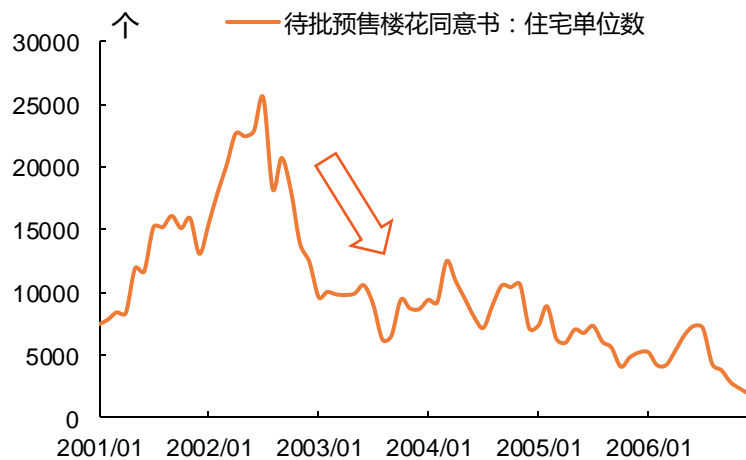
## 供需格局：潜在供应持续减少，销供比大幅改善

- **供需格局改善，房价企稳回升：**2003年中国香港获批预售住宅较2002年下降56.5%，同时待批项目由2002年末的12443个降至2003年末的8672个，新增及潜在供应均大幅下降。从销供比来看，2003年一手住宅销供比达149%，较2002年提升92pct，且2003-2015年持续大于100%，库存持续处于净消耗。

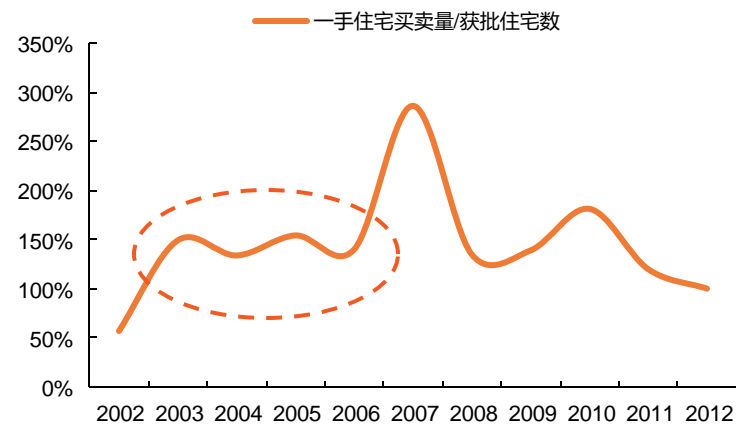
◆ 2003年中国香港获批楼花同意书大幅回落



◆ 2003年中国香港待批预售住宅大幅下降



◆ 2003年中国香港一手住宅成交逐步超过供应





## 总结：购房意愿与能力双提升，供需优化带来楼市企稳

➤ 总结美国、中国香港历轮楼市调整企稳特征，可以发现均存在：

- 购房能力提升：经济及收入预期好转、房价下跌，带来置业门槛下降，居民购房能力提升；
- 购房意愿改善：租金回报率逐步超过或接近理财及房贷利率，租金相对吸引力提升，带来购房意愿改善；
- 供需格局优化：需求端逐步恢复，叠加新增供应大幅下降，最终带来供需格局优化、房价逐步企稳。

➤ 整体来看，海外经验从侧面印证上一章提出的地产供需分析框架是相对有效的，下一章我们将从购房意愿和能力两个维度探讨当前国内房价企稳所需条件或观测指标。



# 目录CONTENTS

---

● 引言

● 分析框架：楼市量价本质由供需决定

● 海外经验：购房意愿与能力均提升，供需格局大幅优化

● 国内展望：积极因素逐步积累，关注收储与降息政策

● 投资建议及风险提示

## 购房能力：降首付、降利率叠加房价下跌切实降低置业门槛

- 考虑房价下跌、利率下行，居民置业门槛已大幅下降。根据我们在报告《政策组合拳下购房成本节约几何》中的测算，以高点总价1000万房产为例，进行买房成本变动的敏感性分析（房价不跌、-10%、-20%、-30%、-40%），综合考虑首付及利率下调、税费减免等，即使按照保守估计房价不跌或下跌10%进行计算，居民总的购房支出（首付+贷款+利息）大幅减少；进一步对比发现即使首付比例下降，但是居民还贷压力不增反降，月供较高点大幅回落，反映当前政策组合拳已显著降低居民购房成本。

● 买房成本敏感性分析（以高点总价1000万为例）（单位：万）

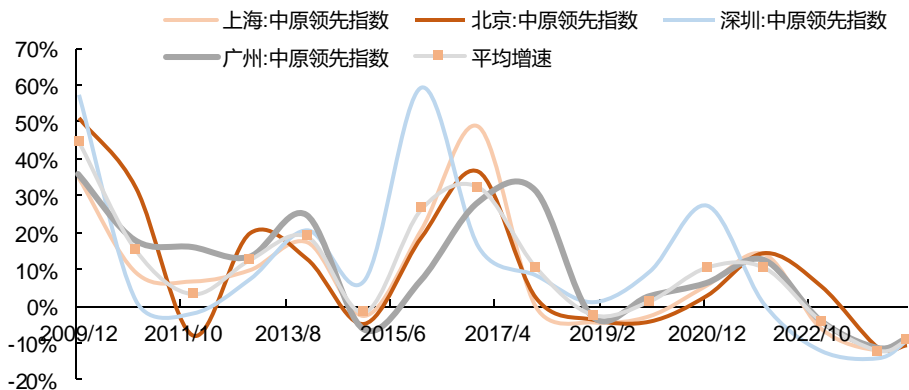
	房产总价	首付比例	首付	贷款总额	月供	月供降幅	利息总额	（首付+贷款+利息）合计	交易税费	（首付+贷款+利息）节约成本	含税节约成本合计	成本总计降幅
高点买房	1000	30%	300	700	4.1	——	769	1769	70	——	——	——
假设房价跌幅	首付比例从30%降至20%；参照贝壳数据，高点房贷利率5.74%（2021.9），当前房贷利率3.45%（2024.5）											
0%	1000	20%	200	800	3.6	-13%	485	1485	5.0	284	349	-19%
-10%	900	20%	180	720	3.2	-21%	437	1337	4.5	432	498	-27%
-20%	800	20%	160	640	2.9	-30%	388	1188	4	581	647	-35%
-30%	700	20%	140	560	2.5	-39%	340	1040	3.5	729	796	-43%
-40%	600	20%	120	480	2.1	-48%	291	891	3	878	945	-51%



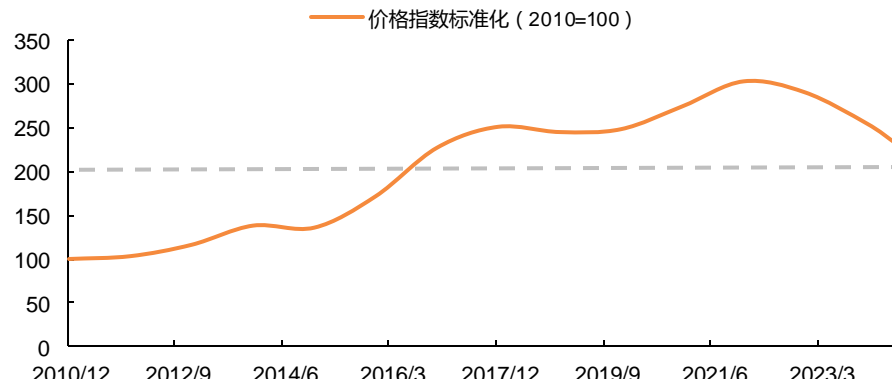
## 购房能力：月供/可支配收入比已降至近年低点

- 考虑当下部分购房者主要担心收入增速放缓带来的置业压力，我们进一步探讨“月供/可支配收入”变化。以四个一线城市为例，相关假设如下：
  - 以2010年=100为基期，用中原二手房领先指数估算房价变化，本轮一线城市房价指数高点为2021年（303），2024年6月回落至231，已回到2016-2017年水平。
  - 以一套2010年价值100万房源作为初始值，不考虑城市差异，2010-2023年首付简化按照30%计算、2024年6月划分为首付15%、20%、30%三种情形，30年等额本息计算月供。
  - 可支配收入取四个一线城市均值，当年按揭利率参考央行公布的年内各季度新增加权房贷利率均值。
- 测算在15%、20%和30%情形，同一套房源2024年6月对应“12\*月供/年可支配收入”为119%、112%和98%，均为2010年来低点，月供绝对值回到2016-2017年水平；测算“（总房价+总利息）/年可支配收入”亦为2010年来低点。

◆ 各一线城市房价增速走势图（中原二手住宅口径）



◆ 一线城市房价指数均值已回到2016-2017年





## 购房能力：月供/可支配收入比已降至近年低点

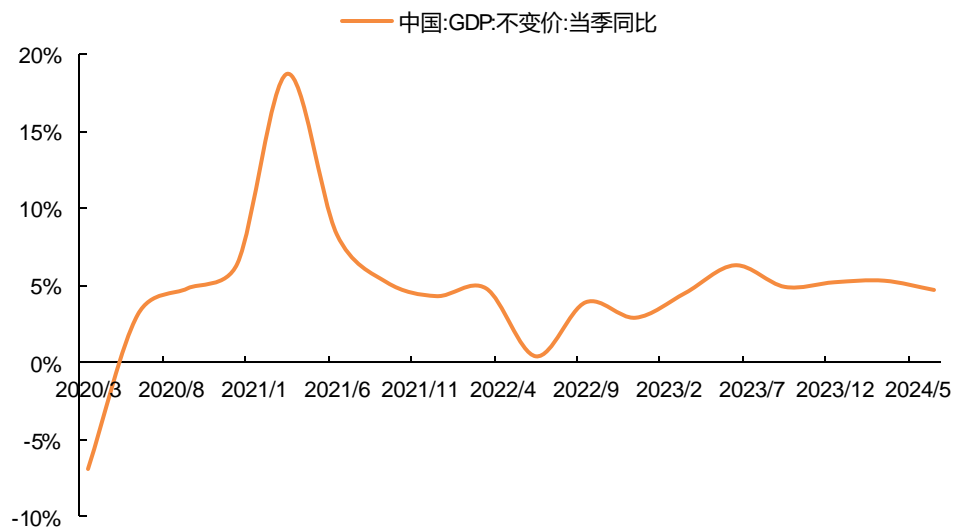
	四个一线城市平均增速（中原二手房口径）	总房价（以2010为100万为基数，万元）	贷款金额（首付比例30%，万元）	加权房贷利率（%）	对应月供（元/平）	一线城市年可支配收入均值（元）	月供*12/年可支配收入	总利息支出（万元）	（总房价+总利息）/年可支配收入
2010	15%	100	70	4.99	3,753	31543	143%	65	52
2011	3%	103	72	7.00	4,790	35678	161%	100	57
2012	13%	116	81	6.63	5,189	39516	158%	106	56
2013	19%	138	97	6.37	6,048	43830	166%	121	59
2014	-2%	136	95	6.71	6,136	46776	157%	126	56
2015	26%	172	120	5.32	6,679	50852	158%	120	58
2016	32%	227	159	4.56	8,104	55303	176%	133	65
2017	11%	251	176	4.88	9,319	60134	186%	159	68
2018	-2%	245	172	5.62	9,896	65335	182%	184	66
2019	1%	249	174	5.60	9,978	70839	169%	185	61
2020	11%	275	192	5.43	10,817	73448	177%	197	64
2021	10%	303	212	5.49	12,024	79454	182%	221	66
2022	-4%	291	203	4.68	10,504	81635	154%	175	57
2023	-12%	255	179	4.06	8,608	83885	123%	131	46
2024-06	-9%	231	162（首付30%）	3.57	7,338	89799	98%	102	37
2024-06	-9%	231	185（首付20%）	3.57	8,380	89799	112%	117	39
2024-06	-9%	231	197（首付15%）	3.57	8,923	89799	119%	124	40

资料来源：Wind，平安证券研究所 注：2024年6月房价变化为较2023年末增速，其它为同比增速，2024年可支配收入为上半年可支配收入乘以2估算。

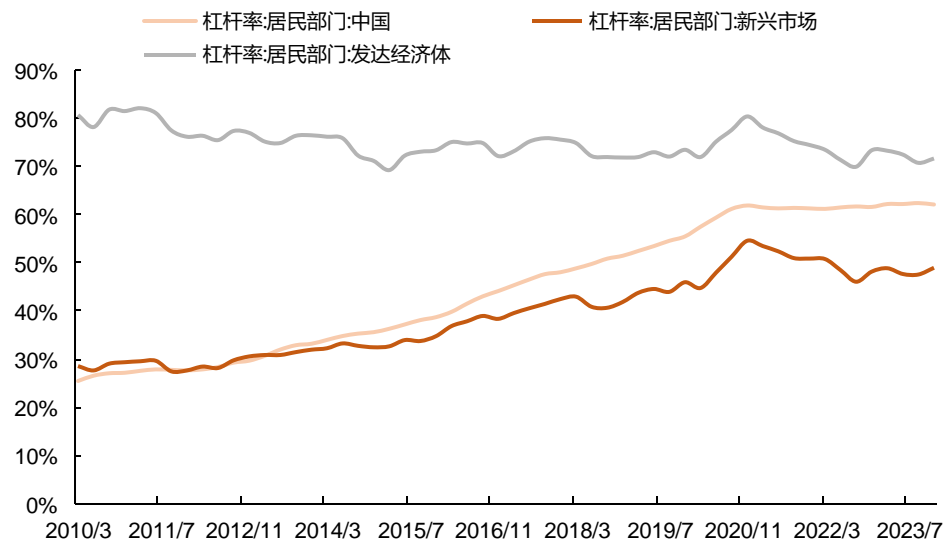
## 购房能力：经济保持较高增速，居民杠杆率低于发达经济体

- **经济增速仍处于较高水平，居民杠杆率低于发达经济体。**从经济增速来看，尽管中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，但2023年以来各季度GDP增速仍维持在5%左右的相对高位。从居民杠杆率来看，尽管2010年以来国内居民杠杆率快速攀升，但2020年末以来已基本保持稳定；横向对比来看，2023年末国内居民杠杆率（62.1%）尽管高于新兴市场（49.1%），但仍远低于发达经济体（71.8%）。

国内经济增速仍处于较高水平



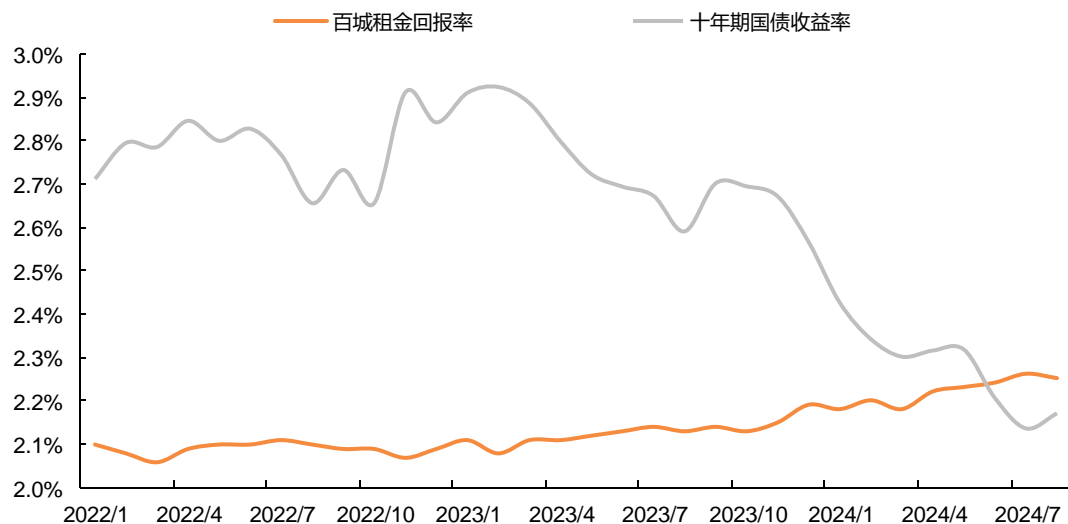
国内居民杠杆率仍处于相对可控范围



## 购房意愿：租金回报率已高于同期十年期国债

- 从机会成本来看，2024年6月以来百城租金回报率已高于同期十年期国债。随着房价逐步回落，2023年以来全国百城租金回报率小幅攀升，而十年期国债收益率持续回落，2024年6月以来百城租金回报率已高于同期十年期国债。
- 从购房成本来看，全国房贷利率持续下降，根据央行数据，二季度新增居民加权房贷利率已降至3.45%，7月进一步降至3.4%。而根据克而瑞的调研，东莞、常州等地最新首套房贷利率已降至3.05%。

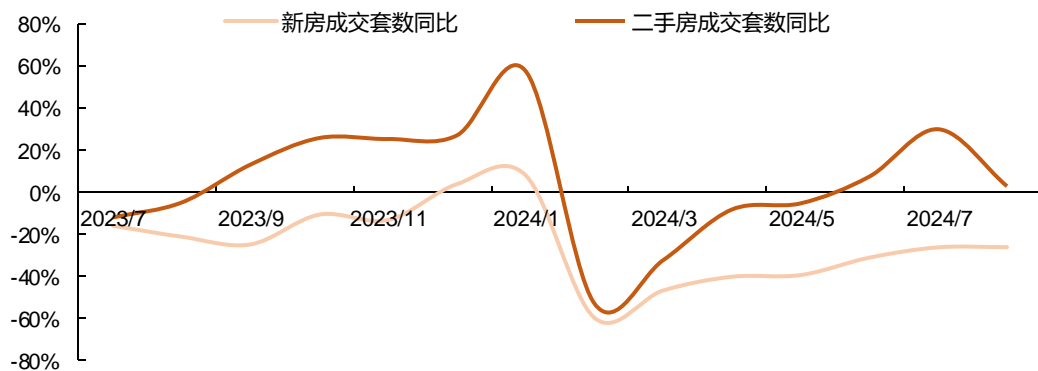
### 2024H2百城租金回报率已高于十年期国债收益率



## 供需改善为楼市企稳核心，关注收储与降息

- 当前国内楼市调整已近三年，量价较2021年高点均明显回落，同时随着首付、房贷利率大幅下降，居民购房门槛已明显回落，租金回报率相对吸引力逐步增强。从重点城市二手房成交来看，表现远好于新房，反映市场需求依旧存在，只是更多流向更具性价比的二手房。因此当前时点无需过度悲观，维持中期策略观点，新房成交量已接近底部，中期调整空间或不大，但“先量后价”下短期房价或尚未见底。
- 我们认为短期行业复苏主要障碍为：1) 房价下行及收入担忧下居民购房意愿不足；2) 存量库存较大，去化周期仍处于较高水平。后续一方面仍需降低新增房贷利率减轻月供压力、提升租金回报相对吸引力，提升居民的购房能力及意愿；另一方面仍需收储加快落地消化存量库存，改善市场供需关系。建议密切关注“租金回报率VS房贷利率、国债及理财收益率”等相对估值指标、收储落地情况。

### 12个重点城市二手房成交明显好于新房





# 目录CONTENTS

---

● 引言

● 分析框架：楼市量价本质由供需决定

● 海外经验：购房意愿与能力均提升，供需格局大幅优化

● 国内展望：积极因素逐步积累，关注收储与降息政策

● 投资建议及风险提示

## 投资建议

---

- 当前地产板块主要个股市值及仓位均处于历史低位，且市场对于楼市下行及业绩承压反应已相对钝化。在楼市短期难见反转背景下，短期板块催化仍在于政策，持续关注收储落地情况，中期趋势性机会仍在于楼市量价企稳，关注“租金回报率VS房贷利率、国债及理财收益率”等相对估值指标变化。个股关注历史包袱较轻、库存结构优化的房企，如中国海外发展、招商蛇口、越秀地产、滨江集团、绿城中国、建发国际集团、保利发展等，同时建议关注经纪（贝壳）、物管（中海物业、保利物业、招商积余）、代建（绿城管理控股）等细分领域头部企业。

## 风险提示

- **政策持续性不及预期风险：**若后续政策呵护不及预期，楼市修复、房企现金流压力改善持续性可能不足；
- **二手房持续分流叠加高品质住宅供应不足，楼市修复不及预期风险：**若居民预期改善缓慢，叠加二手房持续分流市场需求，而拿地开工下滑背景下新增优质住宅供应不足，楼市磨底时间可能拉长；
- **个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：**若政策发力、楼市修复不及预期，资金压力较高企业仍可能出现债务违约/展期情形；
- **房地产行业短期波动超出预期风险：**若地市延续分化，多数房企新增土储规模不足，将对后续货量供应产生负面影响，进而影响行业销售、投资、开工、竣工等。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。