

## 10月销售和融资持续下行，房企融资环境依旧严峻

### 内房板块跟踪报告

#### 报告要点：

报告日期：2021-11-19

**10月销售表现持续走弱：**全国整体商品房销售在2021年下半年以来持续降温，而在传统销售旺季的“金九银十”两个月，受疫情扰动和调控升级的影响，销售表现分别同比下降约15.8%及22.6%。由于居民被压抑的住房需求在去年疫情受控后陆续释放，全国商品房销售总额在2020年9月及10月分别同比上升约16.0%及23.9%，高于2019年同期约9.4%及9.7%，因此形成较高基数。叠加今年第三季度房地产调控升级，尤其是针对个人按揭贷款收紧等措施令购房需求急剧冷缩，导致房地产市场急速下滑现象。此外，受累于中国恒大因风险事件导致其销售显著下降所影响，大型房企在今年首10月权益销售表现逊于中小型房企，TOP10组别房企权益销售总额同比下跌约3.9%；TOP11-30、TOP31-50和TOP51-100组别房企则分别同比上升约14.1%、11.9%和4.1%。

**七十城新房价环比下跌城市数增加至52个：**全国70个大中城市新建商品住宅价格指数环比表现自2021年5月开始呈回落态势，9月和10月更录得负增长。由于银行在第三季度收紧信贷，各地也加强预售资金监管，房企因此加大打折力度促销，增加回款，以应对资金面流动性紧张情况，导致新房价格在9月和10月分别环比负增长约0.1%和0.3%。其中，相对二、三线城市，一线城市新房价格表现出较强韧性。此外，全国70城新房价环比下跌城市数自2021年6月开始持续增加，并在9月和10月连续两个月更出现大幅增加现象，从8月的20城显著增加至9月的36城，并在10月进一步增至52城。

**房企下半年拿地积极性降低：**受到“两集中”供地新政的影响，今年土地市场的土拍周期已改变。第二轮集中供地在2021年5-9月进行，相较于首轮集中供地，溢价率下降、流拍率上升成为该轮土拍的显著特征，表明房企在调控升级的背景下，拿地积极性有所降低，全国房地产业土地购置面积在8-10月持续录得负增长。百强房企2021年首10月拿地总金额由2020年同期约25,950亿元下降约13.1%至约22,549亿元。此外，部分房企如中国铁建、越秀地产和卓越集团等则逆势显著加大投资，其拿地金额分别同比增长约205.3%、181.8%和120.8%。

**房企融资环境依旧严峻，加剧房企分化表现：**随着人民银行在2021年9月底提出房地产“两维护”，并释放维稳的信号后，从近期按揭情况来看，当前按揭贷款政策压力有边际趋缓的迹象，预期将加快房企整体销售回款，缓和经营层面流动性。金融机构出于对资金安全性的考虑，或更倾向与财务优质的房企合作，因此相关房企将受惠最大。此外，基于行业整体库存仍处于合理水平以及更进一步防范化解房地产金融风险，预计中央将继续坚持“房住不炒”的政策主基调，不会明显放松行业调控力度，房企融资环境依旧严峻，加剧房企分化表现，并加速行业优胜劣汰，而经营稳健的优质房企将有望得益于行业集中度提升。

**投资建议：**中长期持续看好拥有规模、品牌优势以及当前财务安全边际相对较高的内房企业将可受惠行业集中度进一步提升，建议关注中海外(688.HK)、华润置地(1109.HK)、龙湖(960.HK)。

#### 分析员

姓名：高景东

中央编号：AYP093

电话：+852-2501 1037

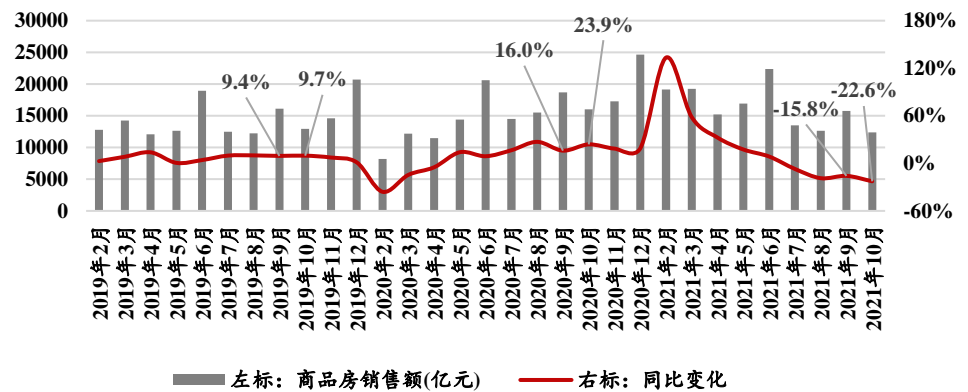
电邮：tony.ko@ssif.com.hk

## 1. 在疫情扰动和调控升级下，楼市持续降温

### 1.1 房地产“金九银十”行情不再

全国整体商品房销售在2021下半年以来持续降温，而在传统销售旺季的“金九银十”两个月，受疫情扰动和调控升级的影响，销售表现分别同比下降约15.8%及22.6%。由于居民被压抑的住房需求在去年疫情受控后陆续释放，全国商品房销售总额在2020年9月及10月分别同比上升约16.0%及23.9%，高于2019年同期的约9.4%及9.7%，因此形成较高基数。叠加今年第三季度房地产调控升级，尤其是针对个人按揭贷款收紧等措施令购房需求急剧冷缩，导致房地产市场急速下滑现象。

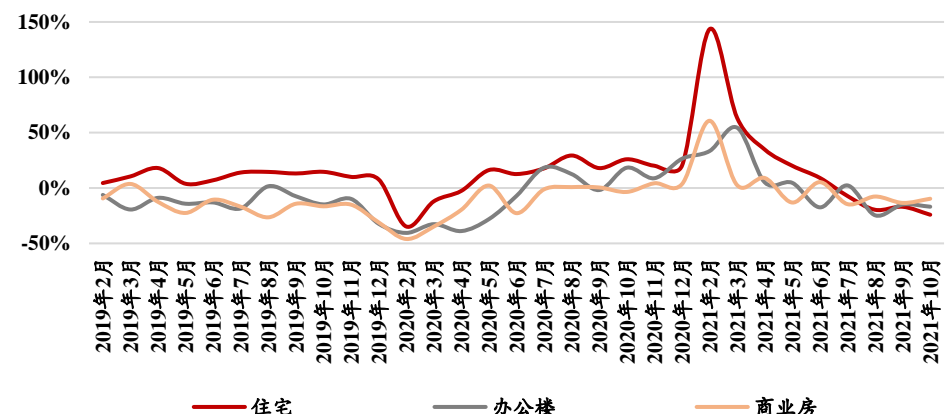
图表 1：中国商品房销售额表现



数据来源：WIND、山证国际研究部整理

受到个人按揭贷款收紧和按揭放贷周期拉长等调控措施影响，住宅销售“金九银十”行情不再，同比分别下降约16.9%和24.1%，下滑幅度较办(-14.9%和-16.9%)、商(-13.4%和-9.7%)楼房更为突显。

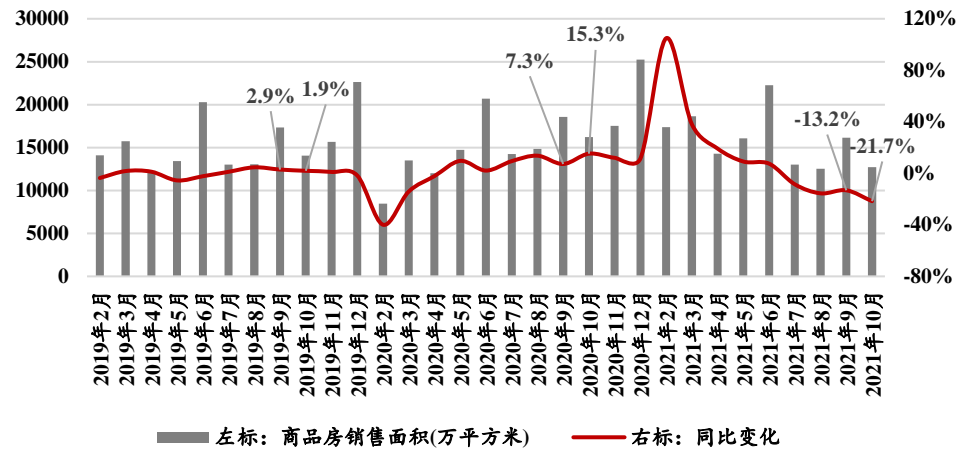
图表 2：中国商品房销售额按物业类型的同比表现



数据来源：WIND、山证国际研究部整理

销售面积方面，2021 下半年以来，全国商品房销售总面积同比走势基本和销售额一致，7 月销售总面积同比开始录得负增长，在 9 月和 10 月分别下降约 13.2% 和 21.7%。

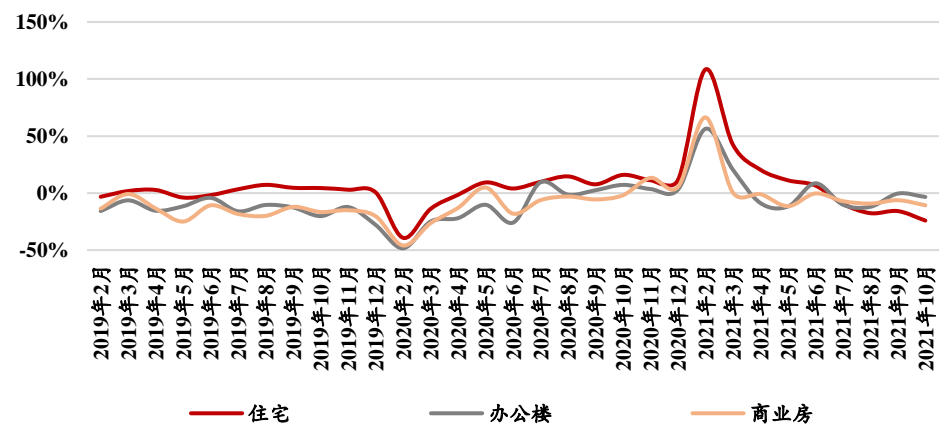
图表 3：中国商品房销售面积表现



数据来源：WIND、山证国际研究部整理

另一方面，住宅销售面积在 7 月也开始录得同比负增长，下滑幅度相对商、办楼房较大。

图表 4：中国商品房销售面积按物业类型的同比表现

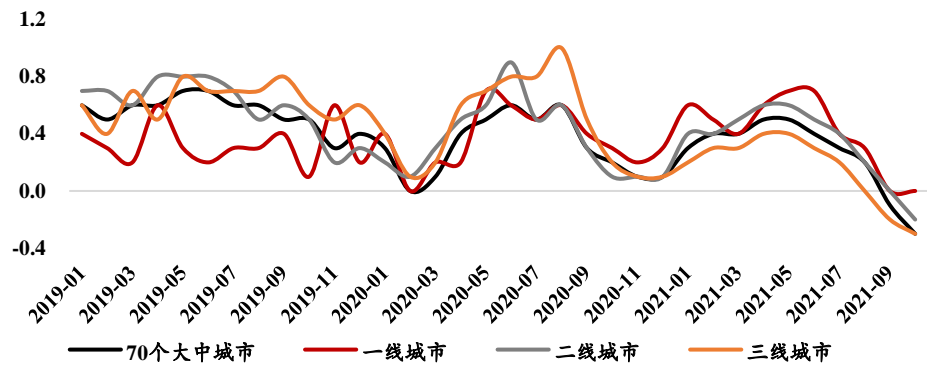


数据来源：WIND、山证国际研究部整理

## 1.2 七十城新房价环比下跌城市数增加至 52 个

全国 70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比表现自 2021 年 5 月开始呈回落态势，9 月和 10 月更录得负增长。由于银行在第三季度收紧信贷，各地也加强预售资金监管，房企因此加大打折力度促销，增加回款，以应对资金面流动性紧张情况，导致新房价格在 9 月和 10 月分别环比负增长约 0.1% 和 0.3%。其中，相对二、三线城市，一线城市新房价表现出较强韧性。

图表 5：中国 70 个大中城市以及各线城市新建商品住宅价格指数环比表现

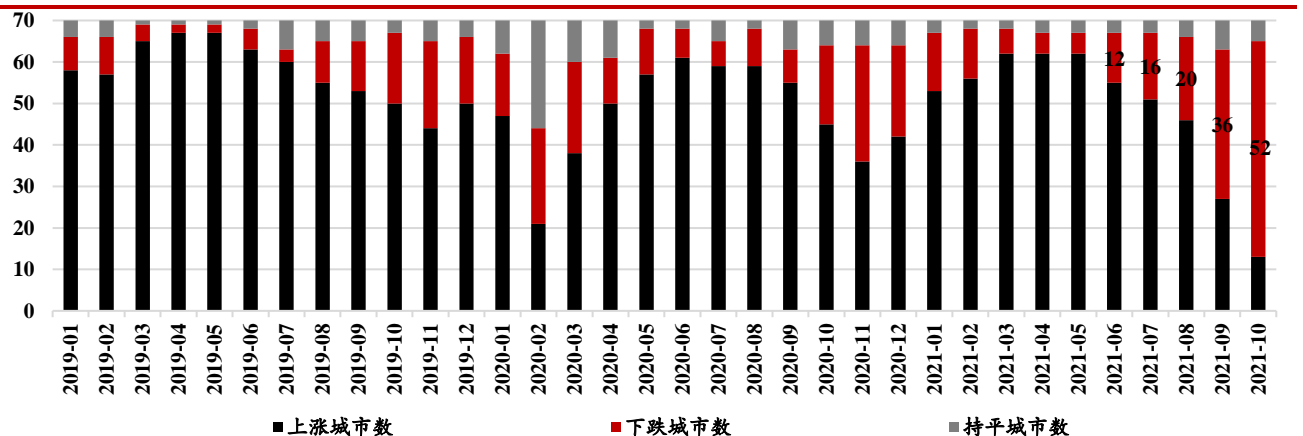


数据来源：WIND、山证国际研究部整理

全国 70 城新房价环比下跌城市数自 2021 年 6 月开始持续增加，并在 9 月和 10 月连续两个月更出现大幅增加现象，从 8 月的 20 城显著增加至 9 月的 36 城，并在 10 月进一步增至 52 城。

随着人民银行在 2021 年 9 月底提出房地产“两维护”，并释放维稳的信号后，当前信贷政策已有所放松，但预期房企为了冲击全年业绩和降杠杆目标，在 11、12 月仍会加大推盘力度，降价促销，增加资金回笼，或将导致新房价在年底最后两个月持续向下，而下跌幅度或有所收窄。

图表 6：全国 70 个大中城市新建商品住宅价格环比上涨、下跌及持平城市数



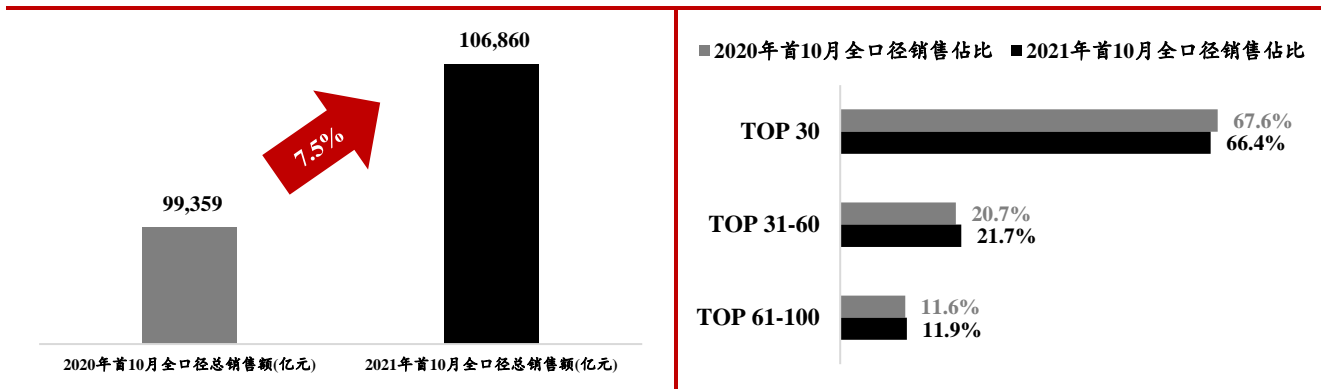
数据来源：WIND、山证国际研究部整理

### 1.3 百强房企 2021 年首 10 月权益销售总额同比增长 4.6%

百强房企 2021 年首 10 月全口径销售总额约达 106,860 亿元，较 2020 年同期约 99,359 亿元上升约 7.5%。其中，百强房企 2021 上半年全口径销售总额受疫情导致去年同期低基数影响而同比上升约 37.4%，7-10 月全口径销售总额随着调控升级和低基数效应减退而同比下降约 24.1%。

占比方面，TOP30 组别房企 2021 年首 10 月全口径销售占比由 2020 年约 67.6% 下降至 66.4%；TOP31-60 及 TOP61-100 组别房企的全口径销售占比分别由 2020 年约 20.7%、11.6% 上升至 21.7% 及 11.9%。

图表 7：2020 年、2021 年，百强房企首 10 月全口径销售及各组别占比表现

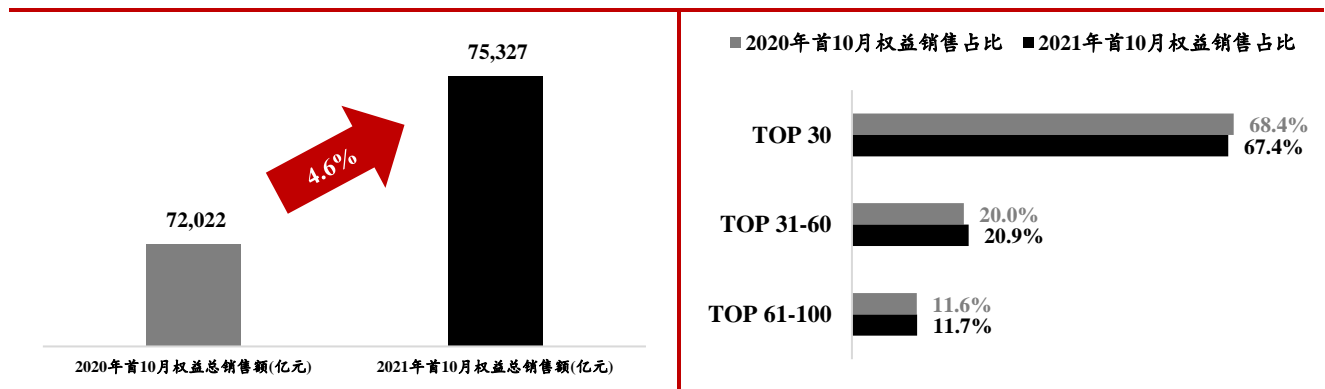


数据来源：WIND、克而瑞、山证国际研究部整理

百强房企 2021 年首 10 月权益销售总额由 2020 年同期约 72,022 亿元上升约 4.6% 至约 75,327 亿元。其中，百强房企 2021 上半年权益销售总额同比上升 34.2%，7-10 月权益销售总额则同比下降约 26.9%。

占比方面，TOP30 组别房企的 2021 年首 10 月权益销售总额占比由 2020 年约 68.4% 下降至 67.4%；TOP31-60 和 TOP61-100 组别房企的权益销售总额占比则分别由 2020 年约 20.0% 及 11.6% 上升至约 20.9% 及 11.7%。

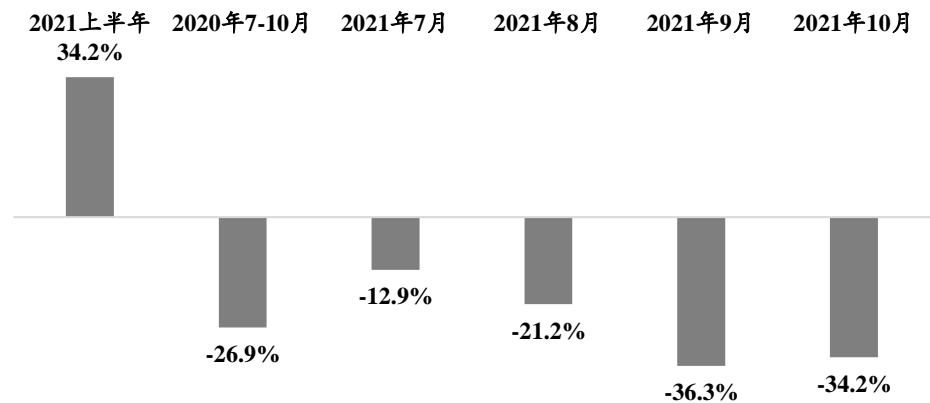
图表 8：2020 年、2021 年，百强房企首 10 月权益销售及各组别占比表现



数据来源：WIND、克而瑞、山证国际研究部整理

2020 年下半年以来，中央对房地产市场调控政策不断升级，从房企融资端、银行放贷端、土地供应端三个主要维度，多措并举，其中包括实施“三线四档”、房贷集中度“两条红线”政策，“双集中”土地供应政策等，进一步落实“稳地价”、“稳房价”、“稳预期”之目标，并且防范化解房地产金融风险。叠加 2020 年疫情扰动带来的低基数效应减退，房企 2021 年下半年销售同比表现呈向下走势，百强房企 7 月权益总销售额开始录得负增长，降幅持续扩大至 9 月约 36.3%，而 10 月则略微收窄至约-34.2%。

图表 9：2021 年首 10 月，百强房企权益销售总额同比表现



\*百强房企单月权益销售表现是基于克而瑞公布的累积数据推算得出

数据来源：WIND、克而瑞、山证国际研究部整理

受累于中国恒大因风险事件导致其销售显著下降所影响，大型房企在今年首 10 月权益销售表现逊于中小型房企，TOP10 组别房企权益销售总额同比下跌约 3.9%；TOP11-30、TOP31-50 和 TOP51-100 组别房企则分别同比上升约 14.1%、11.9%和 4.1%。

此外，TOP51-100 组别房企在 7-10 月权益销售同比下跌约 36.8%，降幅较 TOP11-30、TOP31-50 和 TOP51-100 组别房企分别约达-32.6%、-15.8%和-20.2%为大，表明调控升级对小型房企的影响最明显。

图表 10：2021 年首 10 月，百强各组别房企权益销售总额同比表现

房企组别	2021年1-10月	2021上半年	2021年7-10月	2021年7月	2021年8月	2021年9月	2021年10月
TOP 10	-3.9%	21.6%	-32.6%	-14.9%	-20.2%	-46.7%	-42.7%
TOP 11-30	14.1%	42.6%	-15.8%	-13.8%	-10.6%	-14.1%	-23.2%
TOP 31-50	11.9%	44.0%	-20.2%	0.2%	-12.7%	-36.1%	-26.6%
TOP 51-100	4.1%	45.1%	-36.8%	-17.6%	-45.5%	-42.2%	-39.5%

\*百强各组别房企单月权益销售表现是基于克而瑞公布的累积数据推算得出

数据来源：WIND、克而瑞、山证国际研究部整理

TOP50 房企 2021 年 7-10 月权益销售同比录得降幅的共有 38 家。TOP50 房企权益销售同比降幅中位数约 20.4%。

此外，中国恒大和祥生集团在首 10 月权益销售 TOP50 房企中表现最差，分别同比下跌约 69.5%和 40.2%。

图表 11: 2021 年首 10 月, TOP50 房企权益销售同比表现

公司名称	2021年首10月权益销售同比表现						
	1-10月	1-6月	7-10月	7月	8月	9月	10月
(1)碧桂园	-2.1%	14.2%	-20.1%	-4.5%	-24.2%	-33.1%	-17.0%
(2)中国恒大	-30.0%	2.1%	-69.5%	-32.2%	0.7%	-91.3%	-101.1%
(3)万科地产	-5.2%	11.6%	-28.6%	-15.1%	-35.4%	-33.5%	-31.4%
(4)保利发展	8.8%	31.1%	-14.8%	-24.2%	13.3%	-35.4%	-6.7%
(5)融创中国	1.7%	51.7%	-36.6%	-18.4%	-39.2%	-45.5%	-38.8%
(6)中海地产	5.6%	21.2%	-16.9%	0.3%	-8.2%	-44.0%	-7.2%
(7)绿地控股	4.1%	21.5%	-18.1%	61.7%	7.1%	-55.5%	-10.8%
(8)世茂集团	4.6%	38.3%	-26.3%	-24.0%	-18.4%	-29.9%	-32.4%
(9)华润置地	23.7%	54.8%	-11.7%	-29.1%	-9.0%	-10.9%	6.8%
(10)招商蛇口	8.9%	51.5%	-31.3%	-17.0%	-46.3%	-16.5%	-41.4%
(11)龙湖集团	5.7%	27.6%	-17.9%	-9.9%	-17.5%	-33.2%	-7.7%
(12)金地集团	28.9%	59.8%	-6.7%	24.6%	-11.7%	-16.6%	-20.7%
(13)新城控股	-0.2%	18.2%	-19.2%	-33.9%	-16.6%	-22.4%	-5.2%
(14)中国金茂	8.6%	26.5%	-15.1%	-18.3%	-33.3%	-13.8%	8.7%
(15)旭辉集团	22.1%	80.9%	-24.0%	1.8%	-34.1%	-9.8%	-41.1%
(16)绿城中国	54.8%	83.0%	26.6%	10.8%	56.5%	98.4%	-30.9%
(17)龙光集团	20.1%	62.0%	-17.5%	-17.8%	-17.0%	-25.2%	-10.2%
(18)阳光城	4.2%	17.9%	-12.1%	-13.0%	1.4%	20.1%	-49.9%
(19)金科集团	-5.9%	20.7%	-31.5%	-25.3%	-18.7%	-35.9%	-40.2%
(20)建发房产	80.4%	171.5%	7.9%	-16.6%	23.4%	-20.2%	61.1%
(21)中南置地	-0.2%	26.4%	-25.9%	-3.2%	-31.4%	-34.2%	-31.7%
(22)中梁控股	9.6%	41.2%	-24.3%	-4.3%	-28.9%	-33.5%	-23.8%
(23)佳兆业	23.3%	77.4%	-23.5%	5.9%	-6.1%	-39.6%	-42.6%
(24)荣盛发展	26.4%	34.8%	15.8%	75.7%	-13.1%	51.9%	-0.9%
(25)富力地产	-12.7%	8.9%	-34.1%	-28.8%	-27.8%	-33.2%	-42.7%
(26)融信集团	27.6%	51.8%	1.0%	27.4%	14.4%	2.0%	-28.8%
(27)美的置业	21.2%	69.0%	-26.5%	-0.6%	-39.2%	-37.1%	-25.2%
(28)越秀地产	16.6%	35.3%	-3.2%	-33.9%	82.5%	-24.8%	-26.9%
(29)雅居乐	0.9%	38.7%	-39.1%	-37.2%	-33.4%	-36.8%	-45.3%
(30)奥园集团	1.8%	24.0%	-23.0%	-13.3%	-17.7%	-22.9%	-35.1%
(31)中国铁建	36.5%	107.1%	-24.0%	-9.5%	-51.7%	-17.8%	-11.0%
(32)卓越集团	56.6%	82.6%	22.8%	27.6%	292.2%	-16.8%	-42.4%
(33)正荣集团	1.6%	29.9%	-27.4%	-30.1%	-14.6%	268.5%	-53.5%
(34)远洋集团	14.5%	24.2%	6.4%	15.6%	15.2%	1.3%	1.4%
(35)祥生集团	1.8%	38.3%	-40.2%	-41.2%	22.5%	-64.7%	-46.4%
(36)滨江集团	23.7%	76.5%	-19.2%	-56.8%	-1.6%	13.8%	-17.4%
(37)时代中国	0.3%	27.9%	-23.7%	-7.1%	-26.8%	-36.2%	-21.9%
(38)中骏集团	25.5%	80.8%	-20.6%	2373.7%	7.2%	-62.3%	-23.2%
(39)宝龙地产	35.9%	68.2%	2.8%	26.2%	18.0%	-18.3%	-11.0%
(40)路劲集团	37.5%	56.2%	14.9%	124.0%	28.3%	-27.4%	-16.8%
(41)首开股份	31.6%	56.0%	2.4%	-11.8%	13.7%	-3.4%	15.5%
(42)华发股份	14.1%	54.6%	-29.8%	-30.1%	-39.7%	-49.0%	0.8%
(43)禹洲集团	-0.4%	26.9%	-24.4%	-14.7%	-27.2%	-32.3%	-23.0%
(44)合景泰富	15.9%	70.4%	-32.2%	-13.3%	-28.1%	-57.6%	-26.0%
(45)金辉集团	-2.3%	30.4%	-38.8%	-12.2%	-44.7%	-73.1%	-27.3%
(46)华侨城	144.9%	174.2%	110.7%	96.4%	19.9%	59.0%	645.6%
(47)海伦堡	15.2%	18.1%	11.4%	36.2%	-18.1%	22.1%	1.9%
(48)新希望地产	11.7%	92.8%	-36.5%	-6.1%	-61.8%	-40.4%	-32.3%
(49)敏捷集团	27.1%	45.3%	2.5%	33.6%	81.1%	-41.4%	-46.1%
(50)大华集团	54.3%	140.8%	-21.0%	21.5%	-16.9%	-50.4%	-33.8%
中位数	12.9%	40.0%	-20.4%	-10.8%	-16.7%	-31.1%	-24.5%
平均值	18.0%	51.5%	-14.6%	46.2%	-3.2%	-17.8%	-9.7%

\*房企单月权益销售表现是基于克而瑞公布的累积数据推算得出

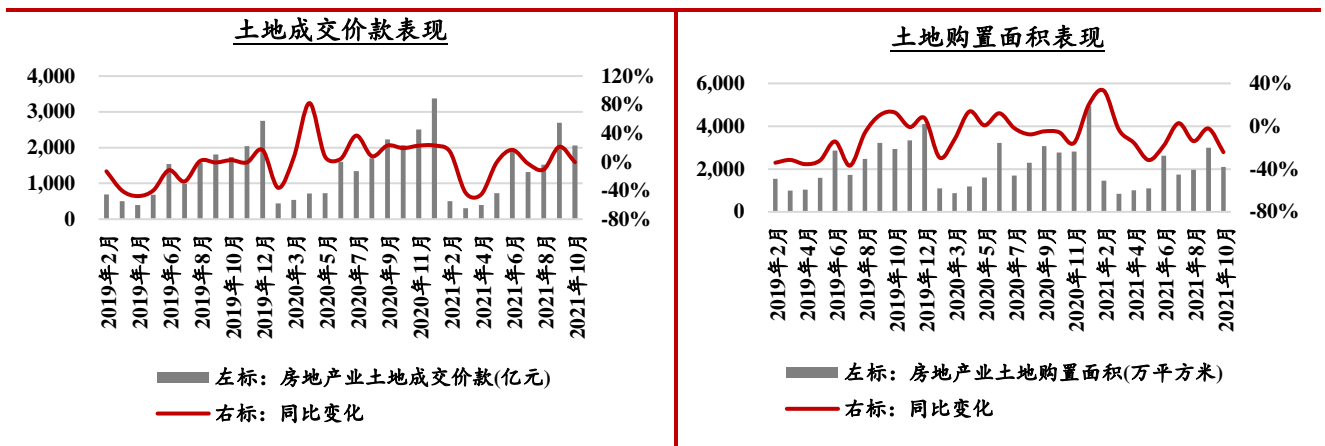
数据来源: WIND、克而瑞、山证国际研究部整理

## 2. 房企下半年显著减少土储投资

### 2.1 下半年土地市场明显降温

受到“两集中”供地新政的影响，今年土地市场的土拍周期已改变。第二轮集中供地在2021年5-9月进行，相较于首轮集中供地，溢价率下降、流拍率上升成为该轮土拍的显著特征，表明房企在调控升级的背景下，拿地积极性有所降低，全国房地产业土地购置面积在8-10月持续均录得负增长，10月份更录得约-24.2%。

图表 12：中国房地产业土地成交价款和购置面积表现

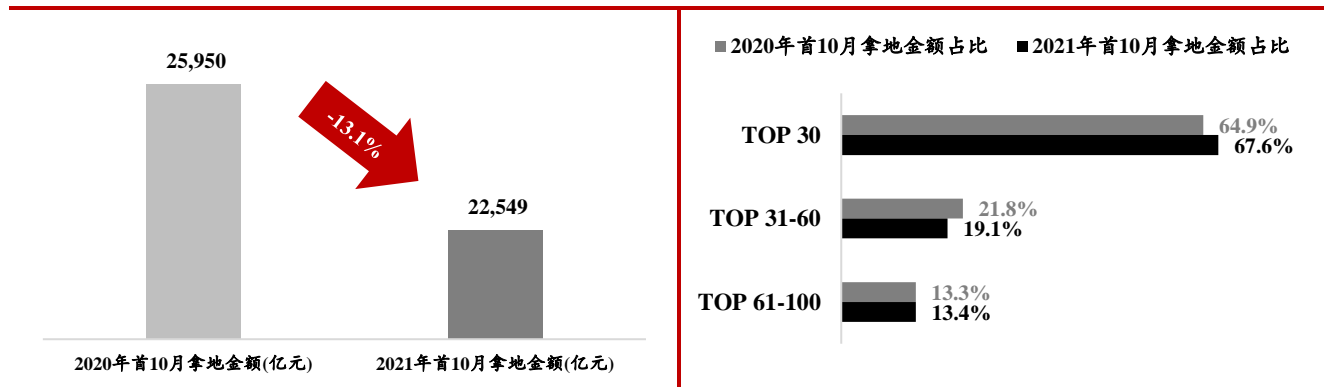


数据来源：国家统计局、WIND、山证国际研究部整理

### 2.2 百强房企中，部分房企逆势加大投资

百强房企2021年首10月拿地总金额由2020年同期约25,950亿元下降13.1%至约22,549亿元。其中，TOP30和TOP61-100组别房企拿地总金额占比分别由2020年约64.9%、13.3%上升至约67.6%、13.4%；TOP31-60组别房企的拿地总金额占比则由2020年约21.8%下降至约19.1%。

图表 13：2020年、2021年，百强房企首10月拿地金额及各组别占比表现

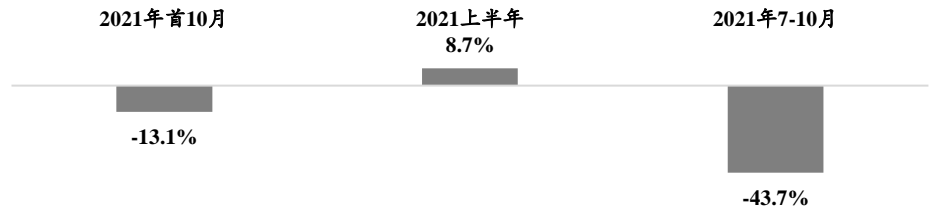


数据来源：WIND、中指院、山证国际研究部整理



此外，百强房企拿地总金额在 2021 上半年同比上升 8.7%，7-10 月则下降 43.7%。

图表 14：2021 年首 10 月，百强房企拿地总金额同比表现



\*百强房企 7-10 月拿地总金额表现是基于中指院公布的累积数据推算得出

数据来源：WIND、中指院、山证国际研究部整理

尽管 TOP10 房企在今年上半年加大土地投资，拿地总金额同比上升约 48.4%，但到了下半年纳储积极性则明显降低，7-10 月则同比下降约 46.4%。

图表 15：2021 年首 10 月，百强各组别房企拿地总金额同比和较 2019 年同期之表现

房企组别	同比表现			较2019年同期表现		
	2021年首10月	2021年7-10月	2021上半年	2021年首10月	2021年7-10月	2021上半年
TOP 10	1.4%	-46.4%	48.4%	7.7%	-12.3%	17.3%
TOP 11-30	-21.3%	-48.1%	-6.4%	-4.7%	-35.3%	11.4%
TOP 31-50	-24.0%	-44.4%	-10.7%	-17.6%	-34.7%	-7.7%
TOP 51-100	-16.1%	-30.3%	-7.1%	-10.5%	-25.0%	-1.4%

\*百强各组别房企 7-10 月拿地总金额表现是基于中指院公布的累积数据推算得出

数据来源：WIND、中指院、山证国际研究部整理

在 2020 年首 10 月拿地金额五十强房企中，中国恒大、世茂集团、奥园集团、禹洲集团等锐减土地投资，故此并未进入今年的百强榜。

图表 16：部分 2020 年首 10 月拿地金额五十强房企在 2021 年明显减少投资

公司名称	2020年首10月	
	排名	金额(亿元)
中国恒大	3	900
蓝光发展	21	338
香港置地	26	318
世茂集团	32	275
华夏幸福	35	234
奥园集团	36	223
合生创展	46	184
宝龙地产	48	181
禹洲集团	50	172

2021 年首 10 月  
未有进入百强榜

数据来源：WIND、中指院、山证国际研究部整理

另一方面，部分房企如中国铁建、越秀地产和卓越集团等逆势显著加大投资，其拿地金额分别同比增长约 205.3%、181.8% 和 120.8%。

图表 17：2019-2021 年，三十强房企首 10 月拿地金额排名和同比表现

公司名称	百强排名			拿地金额(亿元人民币)				
	2021年 首10月	2020年 首10月	2019年 首10月	2021年 首10月	2020年 首10月	2019年 首10月	2021年 首10月 同比表现	2021年 首10月 较2019同期之表现
万科	1	6	1	1304	857	1476	52.2%	-11.7%
碧桂园	2	1	2	1129	1163	1224	-2.9%	-7.8%
中海地产	3	2	4	1083	1070	829	1.2%	30.6%
保利发展	4	4	3	1082	884	920	22.4%	17.6%
华润置地	5	9	7	877	739	668	18.7%	31.3%
绿城中国	6	8	14	847	753	389	12.5%	117.7%
龙湖集团	7	5	6	719	871	717	-17.5%	0.3%
招商蛇口	8	11	17	703	633	378	11.1%	86.0%
中国铁建	9	43	37	577	189	224	205.3%	157.6%
融创中国	10	14	5	550	516	818	6.6%	-32.8%
金地集团	11	12	10	509	604	461	-15.7%	10.4%
建发房产	12	16	30	497	510	256	-2.5%	94.1%
越秀地产	13	53	N/A	434	154	N/A	181.8%	N/A
新城控股	14	10	9	384	712	463	-46.1%	-17.1%
滨江集团	15	13	20	381	540	328	-29.4%	16.2%
中国金茂	16	49	15	378	174	388	117.2%	-2.6%
卓越集团	17	52	92	351	159	70	120.8%	401.4%
中海宏洋	18	31	41	325	276	183	17.8%	77.6%
龙光集团	19	18	33	307	412	248	-25.5%	23.8%
绿地控股	20	7	8	299	798	658	-62.5%	-54.6%
旭辉集团	21	15	13	291	513	397	-43.3%	-26.7%
美的置业	21	27	23	291	298	304	-2.3%	-4.3%
中铁置业	23	N/A	N/A	288	N/A	N/A	N/A	N/A
中骏集团	24	23	27	268	328	275	-18.3%	-2.5%
融信集团	25	33	57	263	258	120	1.9%	119.2%
正荣地产	26	25	28	232	319	259	-27.3%	-10.4%
大华集团	26	N/A	24	232	N/A	290	N/A	-20.0%
首开股份	28	45	53	227	186	127	22.0%	78.7%
中交房地产	29	30	37	207	284	224	-27.1%	-7.6%
华侨城	30	28	11	201	286	440	-29.7%	-54.3%

\*N/A 表示房企在相关时间段没有进入中指院的拿地金额百强榜

数据来源：WIND、中指院、山证国际研究部整理

### 3. 房企融资环境依旧严峻，加剧房企分化表现

随着人民银行在 2021 年 9 月底提出房地产“两维护”，并释放维稳的信号后，从近期按揭情况来看，当前按揭贷款政策压力有边际趋缓的迹象，预期将加快房企整体销售回款，缓和经营层面流动性。金融机构出于对资金安全性的考虑，或更倾向与财务优质的房企合作，因此相关房企将受惠最大。

基于行业整体库存仍处于合理水平以及更进一步防范化解房地产金融风险，预计中央将继续坚持“房住不炒”的政策主基调，不会明显放松行业调控力度，并将积极稳妥推进房产税立法和改革，扩大房产税试点，建设好房地产市场管理长效机制。

此外，房企融资环境依旧严峻，加剧房企分化表现，并加速行业优胜劣汰，而经营稳健的优质房企将有望得益于行业集中度提升。

## 4. 投资建议

中长期持续看好拥有规模、品牌优势以及当前财务安全边际相对较高的内房企业将可受惠行业集中度进一步提升，建议关注中海(688.HK)、华润置地(1109.HK)、龙湖(960.HK)。

## 5. 风险因素

- (1) 国家对房地产市场加大调控力度；
- (2) 经营相关风险；
- (3) 人民币汇率波动。

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

## 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：

- a) 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- b) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、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相关系；
- c) 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

## 联系方法：

香港金钟夏愨道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>