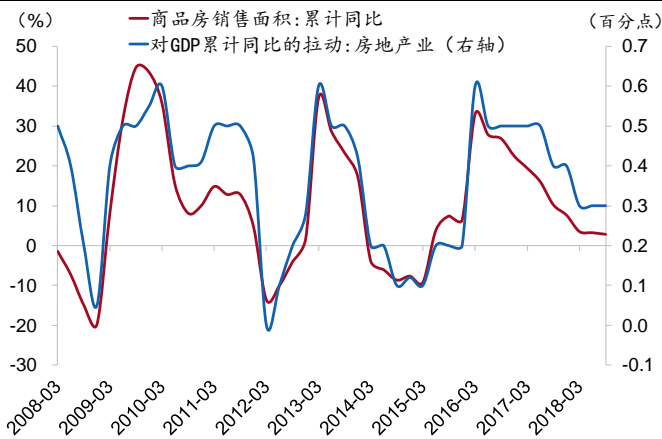


追問房地產市場的“三重背離”

本輪房地產周期始于 2015 年。彼時中國經濟面臨較大下行壓力，工業品價格持續通縮，股市大幅波動，房地產庫存高企，在此背景下宏觀調控政策逆周期放鬆。去庫存成爲房地產行業政策的主線，引燃了商品住宅銷售的火爆行情。房地產業對經濟增長的直接拉動從 2014 年的 0.12 個百分點上升至 2016 年的 0.5 個百分點。房地產量價普漲，行業政策被迫逐漸收緊。2017 年房地產銷售增速在高位掉頭，房地產業對經濟增長的直接拉動仍然維持在 0.5 個百分點的水平。2018 年房地產銷售增速持續回落但韌性仍存，銷售面積和金額均保持正增長，房地產業對經濟增長的直接拉動滑落至 0.3 個百分點（圖 1）。

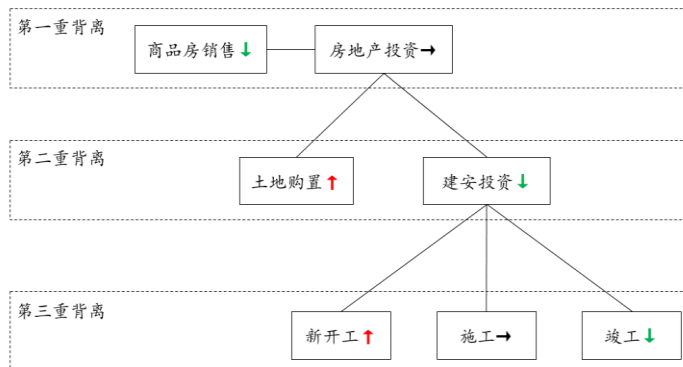
去年（2018 年）中國的房地產市場除銷售景氣度進一步回落外，還發生了顯著的結構性變化，我將之概括爲“三重背離”：一是銷售增速與投資增速的背離，即商品房銷售增速下滑，而房地產投資增速居于高位；二是土地購置費增速與建安投資增速的背離，即土地購置費增速高企，而建安設備費竟然出現負增長；三是新開工增速與竣工增速的背離，即新開工面積增速上升，但施工面積增速平穩、竣工面積增速下滑（圖 2）。這“三重背離”折射出我國宏觀經濟政策、行業調控政策與房地產企業行爲的深刻變化，值得我們深入探究。

圖 1：房地產對經濟增長的拉動與景氣度高度相關



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 2：2018 年中國房地產市場的“三重背離”



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

丁安華，首席經濟學家

電話：(852) 3761 8901

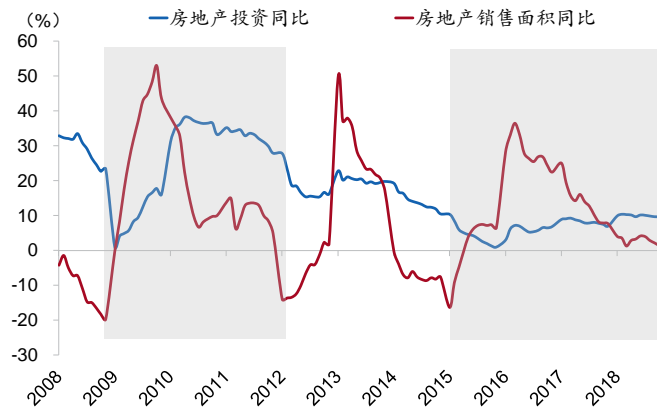
郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

一、第一重背離：銷售增速與投資增速

1. 銷售增速向下，投資增速向上

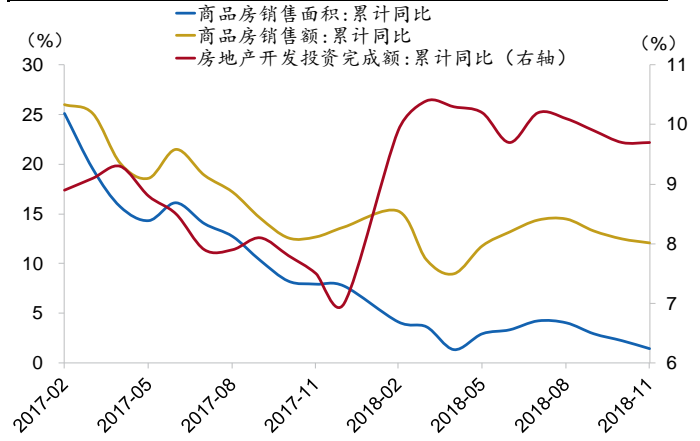
房地產銷售是房地產投資的先行指標。本世紀以來的六輪房地產小周期中，我國房地產銷售增速與投資增速高度相關，且具備約3個月左右的領先性（圖3）。這主要是因為房企的資金周轉高度依賴銷售回款。房企獲得銷售回款後才能夠繼續拿地，再進行建築施工，在數據上就體現為銷售增速領先於投資增速。

圖3：房地產周期中銷售增速領先於投資增速



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖4：2018年房地產銷售下行而投資反彈



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

2018年房地產銷售增速下滑，而房地產投資增速仍居于高位，明顯與歷史趨勢不符（圖4）。截止11月銷售面積累計同比由2017年的7.7%下滑至1.4%，銷售金額累計同比由13.7%下滑至12.1%。而房地產投資增速于2月出現反彈，累計同比由2017年的7%升至9.8%，之後一直保持近兩位數的增長。而在此前數輪房地產周期中，房地產投資增速均伴隨著銷售增速的回落而下行。

2. 房地產銷售增速的“厚尾”更“厚”

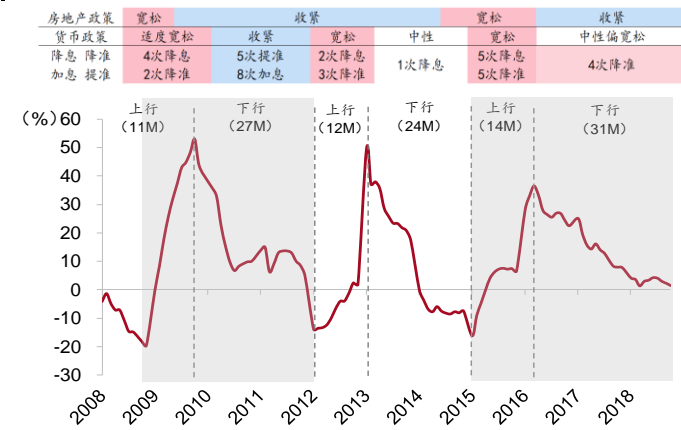
房地產銷售增速為何持續回落？從歷史上看，我國房地產周期的上行期（upswing phase）短於下行期（downswing phase），即存在“右側厚尾”（upper fat-tail）現象。2009-2015年的兩輪完整房地產周期中，銷售增速上行期平均歷時約1年（分別為11個月和12個月），下行期平均歷時約2年（分別為27個月和24個月）。而2015年至今的不完整周期中，銷售增速上行期歷時14個月，與此前相若；但下行期則顯著拉長，至今已有31個月仍未見拐點。

房地產銷售增速的“厚尾”現象與房地產行業調控政策“松短緊長”的特徵相關（圖5）。出現這一特徵的原因在於，商品房兼具投資和消費屬性，隨著城鎮化進程和人口遷徙變化，供給有限而需求剛性，價格易漲難跌，調控政策因而“松短緊長”。

然而，影響房地產周期的因素是複雜的，行業調控政策只是其中一個因素。城鎮化、人口遷徙和結構變化決定房地產長周期；而貨幣政策和調控政策影響小周期。與前兩輪小周期相比，本輪房地產周期銷售增速的“右側厚尾”現象更為顯著：銷售增長下行歷時拉長，與此同時銷售增長具有韌性導致跌幅相對較小。究其原因，主要有兩方面：

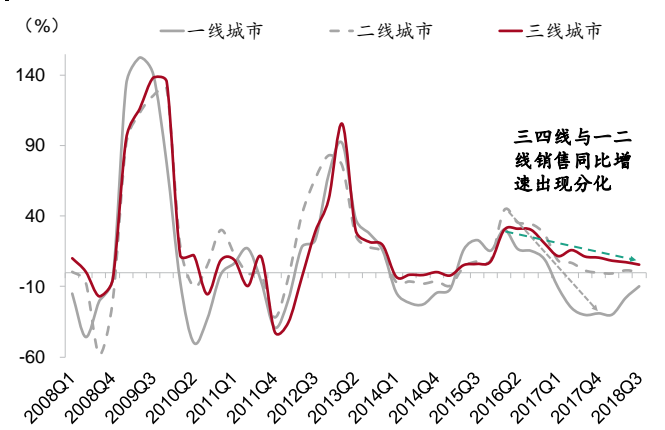
一是本輪房地產周期下行期政策組合的推進節奏和力度較前兩輪不同（圖5）。首先，貨幣政策相對寬鬆。次貸危機後的三輪房地產周期中，第一輪下行期5次提准、8次加息（收緊），第二輪下行期1次降准（中性），而本輪下行期貨幣政策雖然表述為“中性”，但實際上降准已達5次，明顯更為寬鬆。其次，房地產調控“因城施策”使得調控政策的節奏和力度出現結構分化。2016年以來，一二線城市在“五限”和“兩競”的政策下，樓市迅速降溫，商品房銷售面積和價格同比增速顯著下滑。由於三四線城市房地產調控政策出臺較晚且尺度寬鬆，商品房銷售面積和價格同比增速因此下滑較慢（圖6、7）。考慮到三四線城市銷售面積占全國銷售面積比重超過七成，更具彈性的調控政策使得全國房地產銷售具有韌性，下行較前兩輪更為平緩。

圖 5：房地產周期存在“右側厚尾”現象



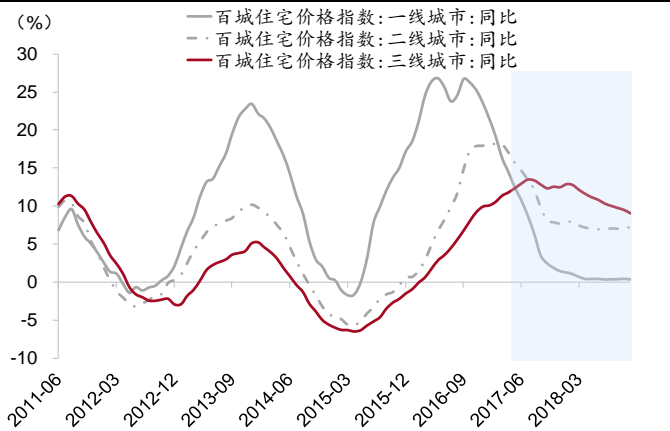
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 6：三四綫城市商品房銷售面積頗具韌性



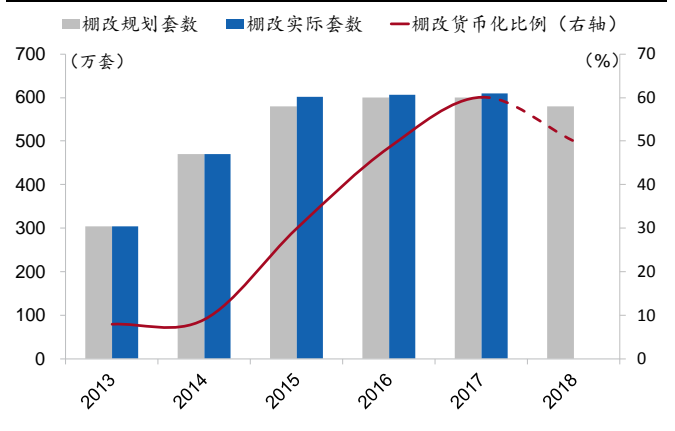
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 7：三四綫城市商品房價格增速下滑相對較慢



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 8：2016-2017 年棚改貨幣化比例顯著提升



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

二是棚改貨幣化安置的推動（圖 8）。2015-2017 年棚改貨幣化安置比例顯著提高，從 30% 上升至 60%。根據住建部披露的信息測算¹，2015-2017 年棚改貨幣化對全國住宅銷售的貢獻率逐年上升，分別為 14%、18%、21%。2017 年，棚改貨幣化安置對一二綫、三四綫城市住宅銷售貢獻率分別為 15.2%、23.9%（表 1）。去年下半年棚改貨幣化政策雖有所調整，但全年安置比率仍然處於高位，對商品房銷售形成支撐。

表 1：棚改貨幣化安置對三四綫城市銷售的拉動顯著高于一二綫城市

	商品房銷售面積		銷售面積:住宅		貨幣化安置面積		貨幣化安置對住宅銷售貢獻			貨幣化安置對商品房銷售貢獻		
	一二綫	三四綫	一二綫	三四綫	一二綫	三四綫	一二綫	三四綫	全國	一二綫	三四綫	全國
2013	41,839	88,712	36,429	79,294	408	1,633	1.1%	2.1%	1.8%	1.0%	1.8%	1.6%
2014	38,568	82,080	33,069	72,113	719	2,876	2.2%	4.0%	3.4%	1.9%	3.5%	3.0%
2015	42,173	86,322	36,088	76,318	3,055	12,220	8.5%	16.0%	13.6%	7.2%	14.2%	11.9%
2016	52,262	105,087	44,366	93,174	4,996	19,986	11.3%	21.5%	18.2%	9.6%	19.0%	15.9%
2017	50,019	119,389	40,965	103,824	6,212	24,847	15.2%	23.9%	21.5%	12.4%	20.8%	18.3%

資料來源：WIND、住建部公告、招商銀行研究院、招銀國際研究

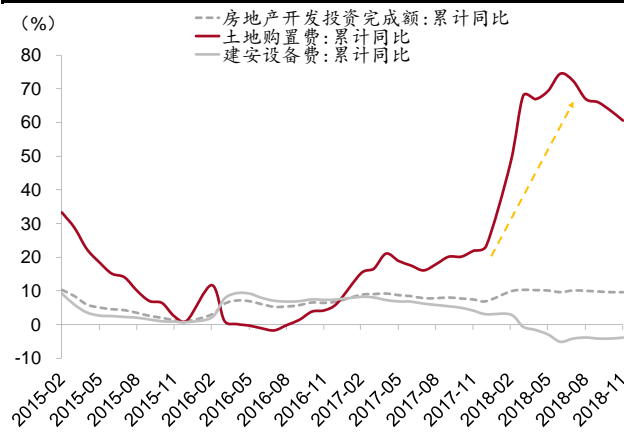
注：一二綫城市銷售面積為“40 大中城市”中的 27 個一綫、二綫城市銷售面積。三四綫城市銷售面積為全國銷售面積減去 27 個一二綫城市銷售面積。

¹ 住建部 2017 年 2 月披露“2016 年全國棚改開工 606 萬套，其中貨幣化安置比例為 48.5%，去化商品房庫存 2.5 億平方米”，由此推得貨幣化安置的套均面積約為 85 平方米。據此可計算每年的貨幣化安置的銷售面積：貨幣化安置的銷售面積=棚改套數*貨幣化安置比例*套均面積。

3. 房地產投資增速先于銷售增速反彈

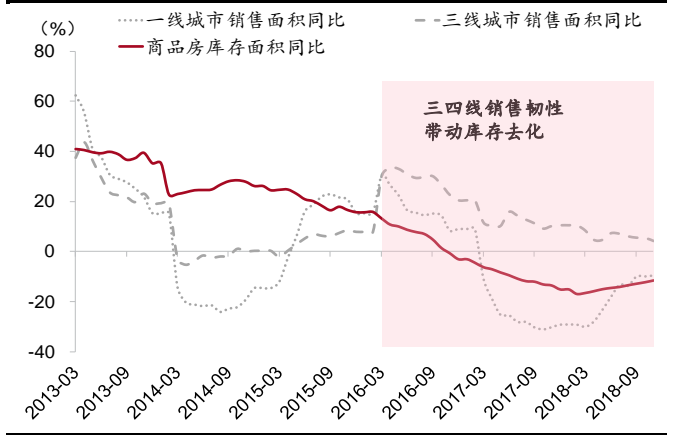
去年房地產投資增速先行出現反彈，原因主要是受到土地購置費高增長的驅動。土地購置費累計同比增速由2017年的23.4%快速攀升至2018年11月的60.5%（圖9）。此外，棚改也直接或間接對房地產投資構成支撐，實物化安置直接拉動建安投資，貨幣化安置則通過商品房銷售和庫存去化間接拉動土地成交和房地產投資（圖10）。

圖9：土地購置費快速增長帶動投資增速反彈



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖10：棚改→三四綫銷售→庫存去化→拿地→投資



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

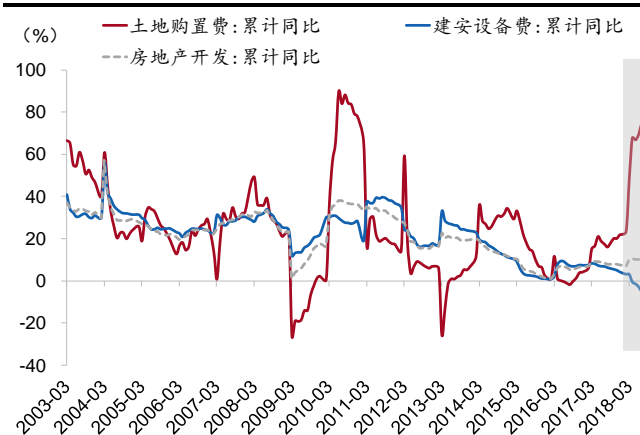
總結房地產銷售增速與房地產投資增速背離的原因，銷售端是在逐漸趨嚴的調控政策之下呈放緩之勢，而在貨幣政策較松和棚改貨幣化安置的支撐下，房地產銷售又表現出一定的韌性，厚尾現象明顯；投資端則主要是由於土地購置費的高增長而率先反彈，房地產銷售增速與投資增速因此出現背離。

二、第二重背離：土地購置費增速與建安設備費增速

1. 土地購置費高增長，建安設備費負增長

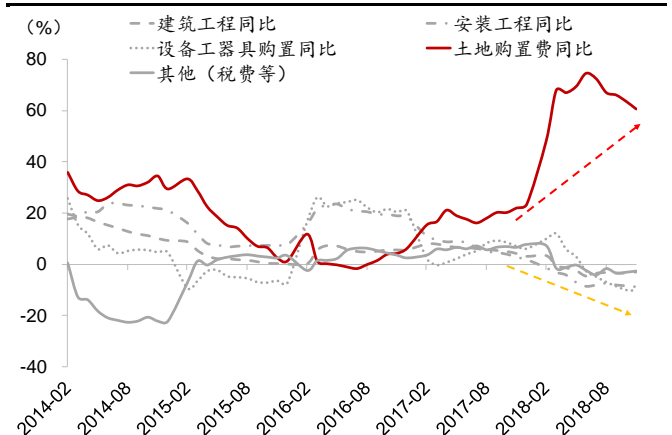
從歷史上看，土地購置費增速與建安設備費增速具有較強的相關性。2009年以前，兩者走勢高度一致。2009年土地“招拍掛”制度迅速推廣後，土地購置費增速的波動性顯著上升，但兩者的走向仍大體保持一致。這主要因為房企要先拿地再施工，且拿地與施工均受商品房銷售影響。

圖11：土地購置費與建安設備費增速出現背離



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖12：房地產投資中土地購置費增速一枝獨秀



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

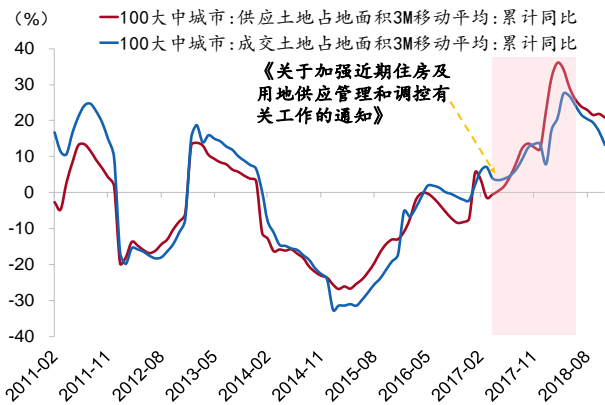
2018年房地產投資大體保持了10%的增長，但從構成看却是“冰火兩重天”：截至11月份的累計同比，土地購置費達61%，拉動房地產投資同比增速12.7個百分點；建安設備費-3.8%，拖累房地產投資同比增速2.8個百分點（圖11、12）。兩者背離，值得深究。

2. 土地購置費高增速：房企補繳前期拍地餘款推升增長

土地購置費源于前期拍地，而拍地首先受到土地供給政策變化的驅動。與歷次房地產調控減少土地供應不同，本輪房地產調控期間土地供給顯著增加（圖 13）。2017 年 4 月，住房和城鄉建設部與國土資源部聯合下發《關於加強近期住房及用地供應管理和調控有關工作的通知》，將庫存周期與供地節奏聯繫起來。在低庫存和銷售韌性支撐下，2017 年土地供給增加推動土地成交顯著放量。房地產企業對 2017 年拍地款進行補繳（期繳比例約 50%），推動 2018 年土地購置費持續高增長（圖 14）。

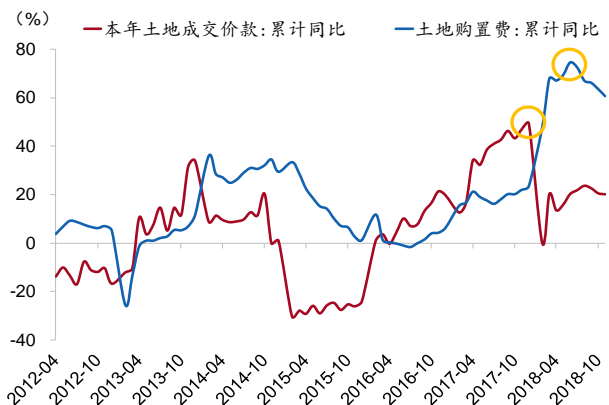
值得關注的是，土地成交增長主要由三四綫城市驅動。原因在于，三四綫城市的房地產銷售從棚改貨幣化安置和“因城施策”的調控政策中獲益更多（圖 15），商品房庫存去化明顯，提振房企拿地信心，土地成交顯著放量（圖 16）。《通知》下發後 12 個月（2017 年 5 月至 2018 年 4 月），全國土地成交面積 12.3 億 m^2 ，較出臺前 12 個月（2016 年 5 月至 2017 年 4 月）增長 1.9 億 m^2 ，增幅 18.6%；其中三四綫城市土地成交增長 1.6 億 m^2 ，占全國土地成交變化的 83%。

圖 13：“因城施策”政策使得土地供給顯著放量



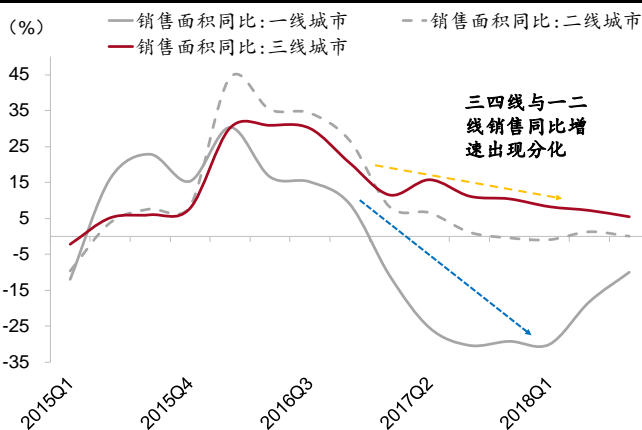
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 14：2017 年土地高成交驅動次年購置費高增長



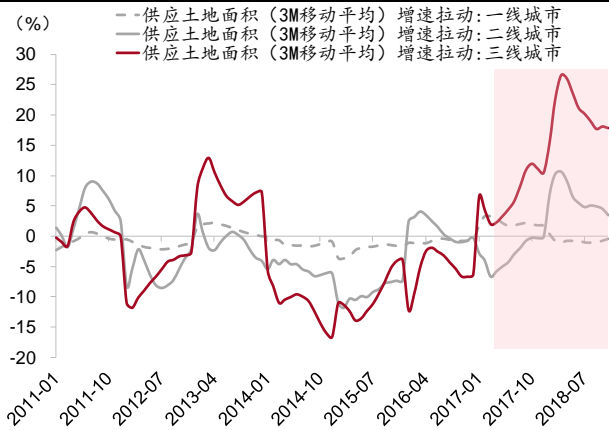
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 15：三四綫城市銷售受益於“因城施策”



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 16：土地成交增長主要由三四綫城市驅動



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

3. 建安設備費負增長：融資約束疊加價格因素

土地購置費高增長不難理解。問題的關鍵是，為什麼去年房地產建安設備費出現負增長？這需要細心分析。我們發現其原因在于“緊信用”背景下，房企資金緊縮約束了建安設備費開支。

首先，“去杠桿”“緊信用”下房企融資來源受限。房地產行業近年的高速發展很大程度上得益於表外融資，資管新規出臺後非標規模持續收縮，房企資金來源受限（圖 17）。經濟下行疊加“緊信用”環境使得房企融資成本大幅上升（圖 18），金融機構風險偏好降低，加劇了房企資金鏈的緊張程度，也使得信用供給向頭部房企集中，中小房企融資陷入困境。

而且，去年還是房企償債高峰（圖 19），令資金周轉“雪上加霜”。資金壓力下，土地購置費高增長“擠出”建安設備費開支。相較而言，土地購置費開支是一項硬預算約束，補繳上年拍地的分期款是房企的剛性支出，資金緊絀之下，對建安設備投資形成明顯“擠出”。

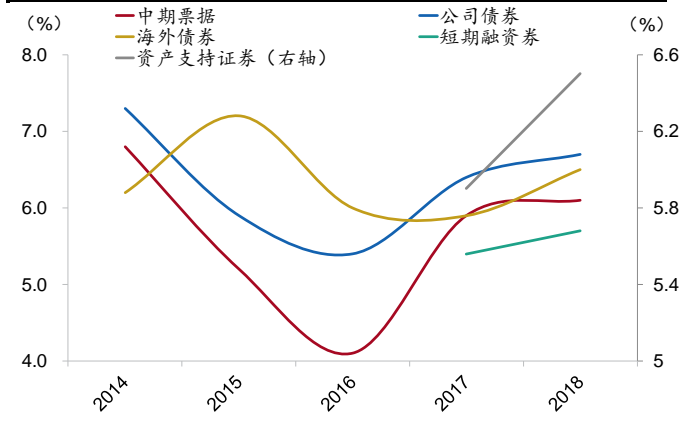
此外，價格可能也是一個因素。PPI 增速下行使得單位面積施工成本增速下滑。由於建築施工需要投入大量水泥、鋼材等工業品，單位面積施工成本與工業品價格高度相關²。去年全球經濟增長開始放緩，總需求下滑，同時環保限產政策有所鬆動，使得 PPI 增速持續下行，價格因素在一定程度上拖累了建安設備費的增速（圖 20）。

圖 17：“緊信用”政策下開發資金來源增速下滑



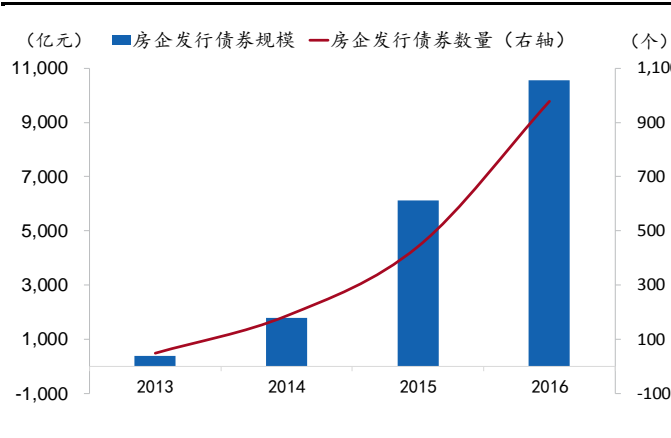
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 18：2018 年房地產企業融資成本抬升



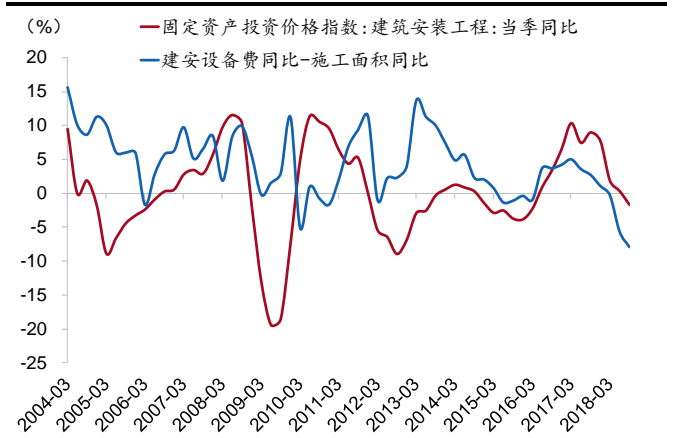
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 19：2015-2016 年房企發債規模較大



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 20：價格變化導致建安投資與施工面積增速差



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

總結土地購置費高增速與建安設備費負增長的原因，前者是由于補繳拍地尾款導致土地購置費高增長；後者是在資金壓力之下土地購置費對建安設備開支的擠出。這造成了房地產市場的“第二重背離”。

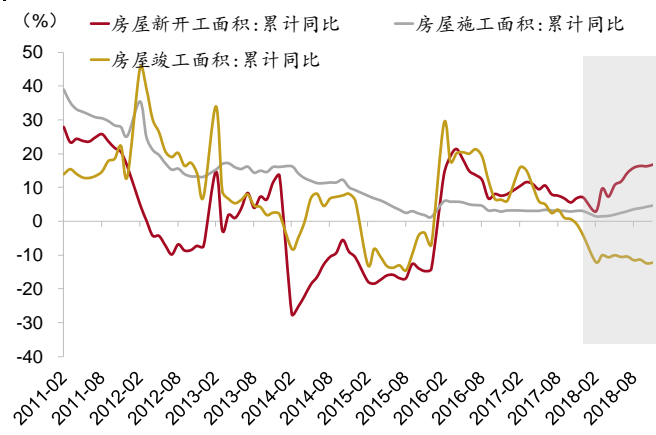
三、第三重背離：高開工與低竣工

1. 新開工、施工與竣工面積數據背離

不論邏輯上還是歷史數據上，房地產新開工、施工與竣工面積增速均有較強的相關性。但 2018 年以來，房地產新開工面積增速一路向上，累計同比由年初的 2.9% 提升至 11 月的 16.8%；同期施工面積變化平穩有升，累計同比由 1.5% 小幅提升至 4.7%；而竣工面積增速則持續為負，11 月累計同比增速為 -12.3%（圖 21）。高開工與低竣工的背離，究其原因是在資金捉襟見肘之下房地產開發行為“扭曲”的結果。

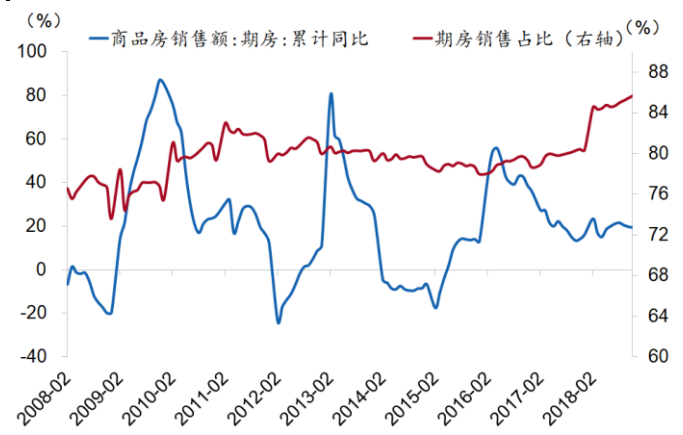
²建安設備費≈施工面積*單位面積施工成本*施工速度

圖 21：新開工、施工、竣工同比增速出現背離



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 22：搶開工提高期房銷售占比加快回款



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 高開工：通過“搶開工”“高周轉”快速獲取銷售回款

房企紛紛搶開工實行“高周轉”模式，其背後的邏輯是，開工後即可申請開發貸，同時加快施工直至取得預售證，通過預售獲取銷售回款來應對資金壓力。一個證據是去年期房銷售占比快速上升至 86%（圖 22）。高開工在很大程度上與房企對未來的市場預期改變相關，為了爭奪貨幣化棚改“最後的蛋糕”，房企“搶種搶收”的行為在三四線城市體現得尤為明顯。

3. 低竣工：放緩施工、縮減支出

資金壓力下房企被迫縮減可控支出。房企“搶開工”快速獲取預售證獲取銷售回款之後，顯著放緩後續施工直至竣工的節奏，實乃資金壓力之下理智之舉。此外，小型房企退出及項目爛尾也對施工和竣工的增速造成向下的擾動。這一現象，可與去年建安設備費負增長互相印證。

總結房企高開工、低竣工現象的原因，可以發現在“去杠杆”“緊信用”“嚴監管”造成的資金壓力下，企業在拿地、開工、施工和竣工整個開發鏈條上的行為扭曲。

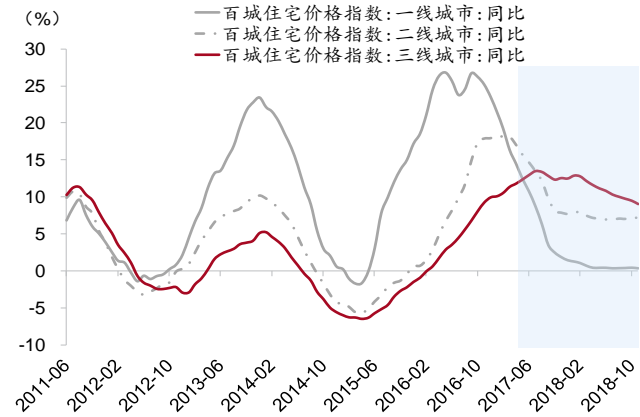
四、2019 年房地產市場展望：“三重背離”的收斂

事悖常理，必有蹊蹺。“三重背離”的分析框架，為房地產市場的變化路徑提供了重要線索。據此，我們對今年的房地產市場做如下判斷：

1. 房地產銷售將延續“長尾回落”趨勢

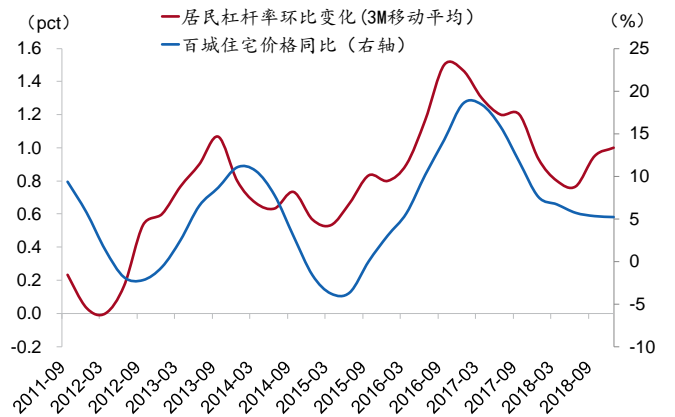
首先，近年支撐房地產銷售的棚改貨幣化可能逐步淡出。棚改貨幣化安置推動了地方特別是三四線城市此輪房地產市場行情（圖 23），但隨之也產生了一系列問題：一方面，居民通常會將補償款作為購房首付款，推升居民部門杠桿率，刺激房地產銷售和價格（圖 24）；另一方面，棚改貨幣化安置增加了地方政府的隱性債務水平。有鑒于此，住建部于去年年中表示，對於商品房庫存不足、房價上漲壓力較大的地方，應有針對性地及時調整棚改安置政策。棚改貨幣化的退潮，將對三四線城市的房地產銷售增速形成拖累。量在價先，銷售持續“右側厚尾”下行趨勢，房價“只漲不跌”預期鬆動，其中三四線城市房價下行的壓力尤大。

圖 23：一線房價指數先行回落，二三線緩慢下行



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 24：居民杠杆率變化與房價增速高度相關



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 土地購置費增速將顯著回落

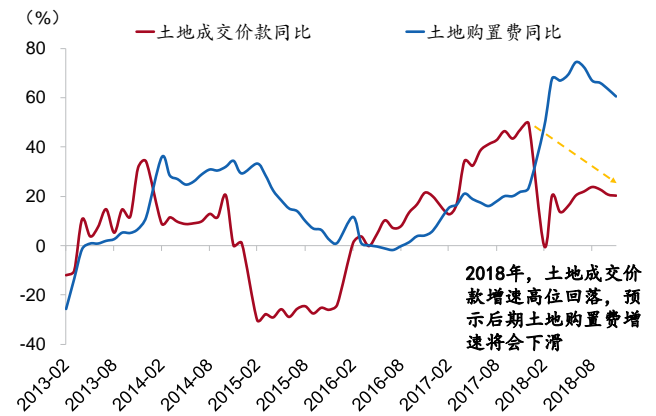
去年融資條件急劇收緊使得土地成交價款增速顯著下滑（圖 25），預示今年期繳拍地款的增速將會顯著回落（圖 26）。而去年全國土地流拍 1,353 宗，大幅超出歷史水平。土地供應和成交回落，將影響今年土地購置費支出增速。而新增隱性庫存（已開工未銷售的商品房面積）上行（圖 27、28），抑制房企拿地的衝動，將拖累後續的土地購置費增速。

圖 25：土地成交面積增速于 2018 年初開始下滑



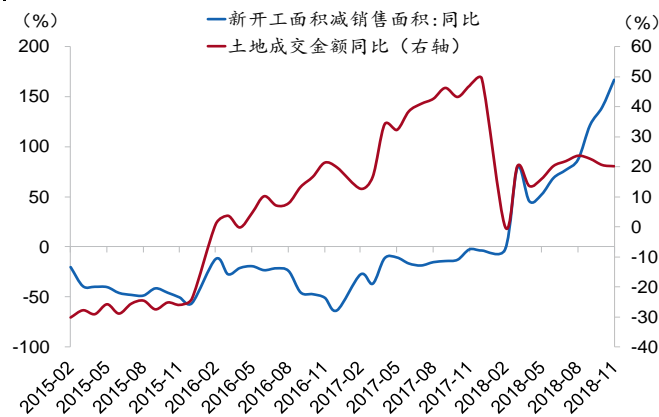
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 26：土地款增速回落預示土地購置費增速下滑



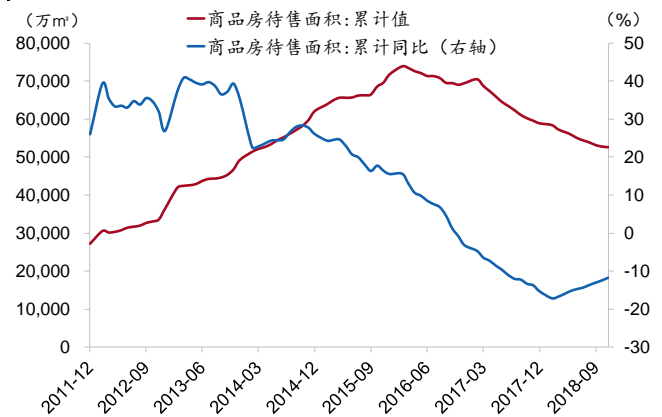
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 27：房地產隱性庫存上升制約土地成交增速



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 28：2019 年房地產庫存或將反彈



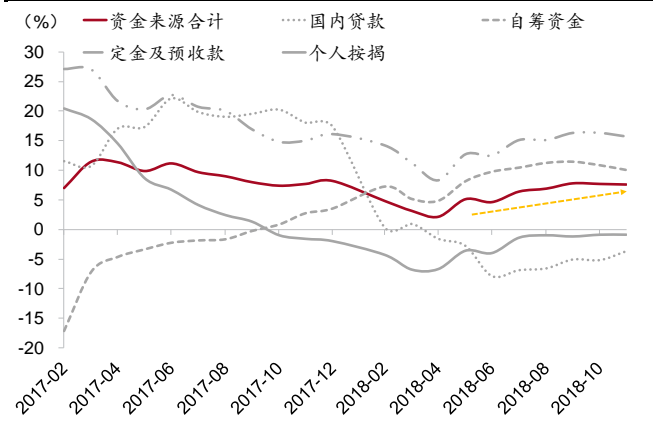
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

3. 建安投資增速將回升

搶開工加速銷售回款的“高周轉”模式不可持續。隨著交房期的臨近，施工、竣工增速將回升。由於住宅期房的交房時間一般為兩年左右，前期銷售的期房今年將逐漸進入交房期，施工、竣工增速大概率因此回升。

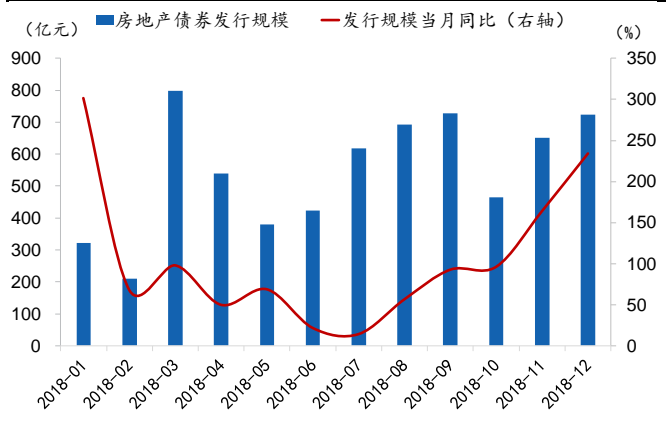
今年，融資環境邊際改善，資金壓力有所緩解。房企大概率恢復開工、施工、竣工的正常開發節奏。事實上，去年三季度以來，房企資金來源已有所回暖（圖 29、30）。多地住房按揭貸款利率下調，房地產開發資金來源中的按揭貸款同比增速由 6 月的 4.6% 回升至 11 月的 7.6%。頭部房企融資受益相對更多。雖然長期去杠桿的政策方向不變，但隨著短期重點由“去杠桿”向“穩杠桿”轉變，房企資金壓力將會得到一定緩解，從而提振施工、竣工增速。

圖 29：去年三季度以來房企資金來源邊際回暖



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 30：去年三季度以來房地產債券發行規模提升



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

4. 結論：“三重背離”無可避免趨于收斂

- ❖ 第一重背離“向下收斂”，即房地產銷售增速延續“長尾下行”趨勢，而房地產投資增速因土地購置費增長失速而下滑，使得銷售增速與投資增速大概率“向下收斂”。
- ❖ 第二重背離“向中間收斂”，即土地購置費顯著下行，而建安投資增速上行，兩者向中間收斂。
- ❖ 第三重背離“向中間收斂”，即開工面積增速回落，而竣工面積增速上升，兩者亦向中間收斂。
- ❖ 從經濟增長的角度而言，今年房地產投資對經濟增長的拉動作用將上升。結構上表現為土地購置費增速下行，導致房地產投資總量增長放緩，但是考慮到土地購置費不計入生產總值，在建安設備費支出增速回升的支撐下，房地產投資對於經濟增長的拉動反而有所上升。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。