

旗滨集团 (601636.SH)

上半年量价超预期，下半年需求有韧性、价格有弹性

核心观点:

- **2020年Q2需求强势反弹，上半年量价均超预期；下半年需求有韧性，价格有弹性。**公司披露2020年半年报，实现收入37.91亿元，同比-6.78%；归母净利润5.06亿元，同比-2.36%；扣非后归母净利润4.61亿元，同比+0.03%，其中非经常损益主要来自政府补助。分季度来看，2季度公司实现收入24.92亿，同比+11.68%；归母净利润3.46亿元，同比增长11.91%；扣非后归母净利润3.20亿元，同比增长14.66%，二季度需求强势反弹，公司玻璃业务量价齐升；下半年随着传统旺季的来临，玻璃需求有韧性，价格有弹性。
- **盈利能力保持稳定，汇兑损失使得上半年费用率上行。**2020年Q2全口径单位重箱收入为71元/吨（同比-5.3元/吨），毛利19元/吨（同比-2.1元/吨），净利10元/吨（同比-0.7元/吨），单箱价格大幅下滑情况下仍能保持稳定的单箱净利，主要受益于主要原材料和燃料成本下降。
- **一体两翼重启扩张，加速步入新阶段。**2020上半年公司节能玻璃业务收入4.2亿元，同比+62%，占总营收11%（2019年为7%），测算已实现小幅盈利。电子玻璃4月进入商业化运营阶段，公司持续优化产品品质等级和稳定提升成产率，有望成为新的增长极。中硼硅玻璃项目预计年底点火，未来空间较大。
- **投资建议：维持“买入”评级。**长期来看，公司凭借浮法玻璃规模优势、优秀管队和机制、技术储备，发力产业链一体化、产品高端化，将持续加深公司护城河；中期来看，公司进入新一轮产能和产品扩张周期，未来3-5年内生增速有望显著提升。上半年公司量价超预期，下半年需求有韧性、价格有弹性。我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.62、0.73、0.86元/股，按最新收盘价计算对应PE估值分别为14.8、12.6和10.7倍，参考可比公司估值，我们给予公司2021年15x PE的判断，对应合理价值10.95元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**浮法玻璃行业景气度低预期，公司产业链一体化和高端产品化进度低预期，玻璃行业政策大变化。

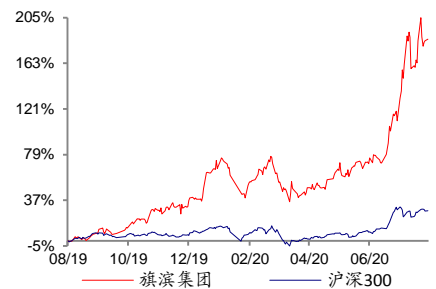
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,378	9,306	10,199	11,798	13,597
增长率(%)	10.5	11.1	9.6	15.7	15.3
EBITDA(百万元)	2,284	2,589	3,084	3,568	4,204
归母净利润(百万元)	1,208	1,346	1,664	1,948	2,308
增长率(%)	5.7	11.5	23.6	17.1	18.5
EPS(元/股)	0.45	0.50	0.62	0.73	0.86
市盈率(P/E)	8.46	10.96	14.77	12.62	10.65
ROE(%)	16.0	16.3	18.3	19.2	20.1
EV/EBITDA	5.35	6.63	8.57	7.26	6.00

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	9.15元
合理价值	10.95元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-11

相对市场表现



分析师:



邹戈

SAC 执证号: S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师:



谢璐

SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630



xielu@gf.com.cn

请注意，邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

旗滨集团(601636.SH):玻璃 2020-04-19

行业年内将现低点转折，公司

进入发展新阶段

旗滨集团(601636.SH):浮法 2019-12-27

玻璃龙头，加速步入发展新阶

段

旗滨集团(601636.SH):进军 2019-12-08

电子玻璃和中性硼硅玻璃，迈

出高端化步伐

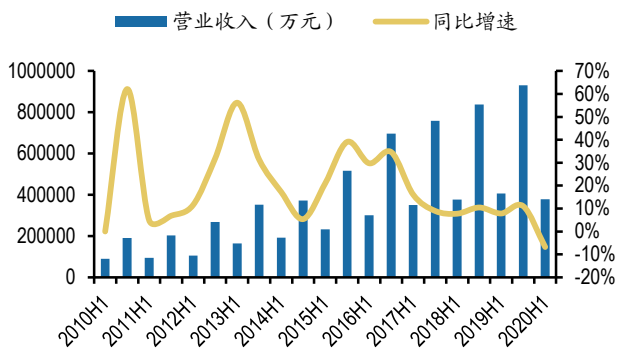
联系人: 李振兴 010-59136627

lizhenxing@gf.com.cn

上半年量价超预期，下半年需求有韧性、价格有弹性

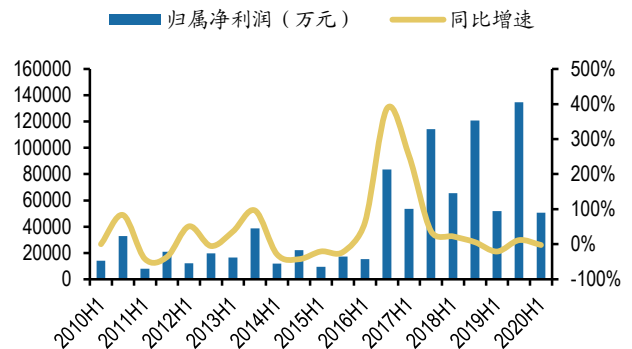
公司披露2020年半年报，实现收入37.91亿元，同比-6.78%；归母净利润5.06亿元，同比-2.36%；扣非后归母净利润4.61亿元，同比+0.03%，其中非经常损益主要来自政府补助。分季度来看，2季度公司实现收入24.92亿，同比+11.68%；归母净利润3.46亿元，同比增长11.91%；扣非后归母净利润3.20亿元，同比增长14.66%。

图1：2020年H1营业收入同比-6.78%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：2020年H1归属净利润同比-2.36%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2020年Q2需求强势反弹，上半年量价均超预期；下半年需求有韧性，价格有弹性。（1）报告期内公司实现浮法玻璃原片销量5126万重箱，同比减少281万重箱，主要系一季度疫情影响下销量大幅减少。预计2020年Q1销量约1600万重箱，同比下滑35%，2020年Q2销量约3530万重箱，同比增长20%，二季度销量实现超预期增长，原因是下游需求逐渐复苏，从房地产下游数据来看，二季度竣工数据明显好转。（2）由于玻璃行业连续生产的特点，一季度在疫情影响短期需求情况下，玻璃行业库存高启，使得玻璃价格持续下降，4月底降至低点，5月份玻璃现货价格随着需求回升强势反弹，根据玻璃信息网，2020年4月底玻璃价格同比去年下跌157元/吨，6月底玻璃价格接近持平去年的水平。（3）下半年需求有韧性，价格有弹性。在市场成交放量的影响下，企业的库存基本恢复到了合理的水平，行业的市场信心也有较好的提升。下半年随着传统旺季的来临，终端市场需求还将有所增加，有助于改善现货供需矛盾和增加现货价格上涨的动力。

表1: 公司单位重箱财务数据 (全口径)

	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H1	2018	2019H1	2019	2020H1
销量 (万重箱)	5526	11441	4957	10326	4814	10979	5407	11845	5126
收入 (万元)	292561	687317	349830	758500	376997	837831	406627	930576	379061
成本 (万元)	233754	486437	233874	515343	258618	596611	299393	656616	267093
毛利 (万元)	58808	200880	115956	243157	118379	241220	107235	273961	111968
营业利润 (万元)	15570	94097	60980	134926	73590	134915	60980	158071	57122
净利润 (万元)	15188	83458	53458	114178	65537	120766	51819	134589	50526
单位重箱收入 (元)	53	60	71	73	78	76	75	79	74
单位重箱成本 (元)	42	43	47	50	54	54	55	55	52
单位重箱毛利 (元)	11	18	23	24	25	22	20	23	22
单位重箱营业利润 (元)	3	8	12	13	15	12	11	13	11
单位重箱净利润 (元)	3	7	11	11	14	11	10	11	10
毛利率	20.1%	29.2%	33.1%	32.1%	31.4%	28.8%	26.4%	29.4%	29.5%
营业利润率	5.3%	13.7%	17.4%	17.8%	19.5%	16.1%	15.0%	17.0%	15.1%
净利率	5.2%	12.1%	15.3%	15.1%	17.4%	14.4%	12.7%	14.5%	13.3%

数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

表2: 公司单季度单位重箱财务数据 (全口径)

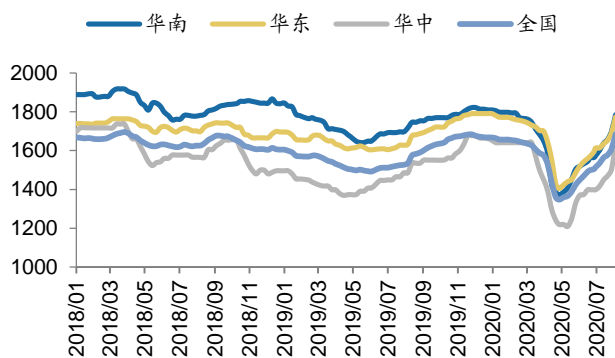
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
销量 (万重箱)	2045	2769	3059	3130	2470	2937	3120	3318	1597	3529
收入 (万元)	165843	211154	229169	231665	183541	223086	246577	277372	129902	249159
成本 (万元)	109689	148929	164233	173760	138770	160623	169972	187251	85,625	181,468
毛利 (万元)	56154	62225	64936	57905	44771	62464	76605	90121	44277	67691
单位重箱收入 (元)	81	76	75	74	74	76	79	84	81	71
单位重箱成本 (元)	54	54	54	56	56	55	54	56	54	51
单位重箱毛利 (元)	27	22	21	19	18	21	25	27	28	19
单位重箱销售费用 (元)	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0	1.2	1.6	0.8
单位重箱管理+研发费用 (元)	9.7	6.6	6.8	7.3	6.4	6.9	6.8	9.4	10.7	6.6
单位重箱财务费用 (元)	0.2	1.4	1.2	0.7	1.0	1.1	1.2	0.6	4.4	0.7
单位重箱营业利润 (元)	17	14	12	8	10	12	15	15	11	11
单位重箱净利润 (元)	16	12	10	8	8	11	13	13	10	10
毛利率	33.9%	29.5%	28.3%	25.0%	24.4%	28.0%	31.1%	32.5%	34.1%	27.2%
营业利润率	21.6%	17.9%	15.9%	10.7%	13.4%	16.3%	19.4%	17.7%	14.0%	15.6%
净利率	19.4%	15.8%	13.3%	10.7%	11.4%	13.8%	16.6%	15.1%	12.3%	13.8%

数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

盈利能力保持稳定, 汇兑损失使得上半年费用率上行。2020年Q2全口径单位重箱收入为71元/吨 (同比-5.3元/吨), 毛利19元/吨 (同比-2.1元/吨), 净利10元/吨 (同比-0.7元/吨), 单箱价格大幅下滑情况下仍能保持稳定的单箱净利, 主要受益于主要原材料和燃料成本下降 (根据Wind资讯, 2020Q2纯碱、天然气、重油价格

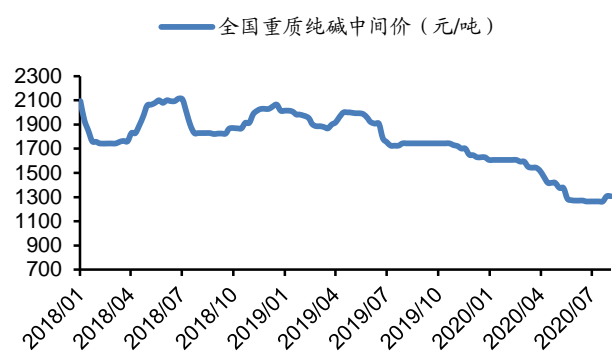
分别下降 15%、22%、40%)。一季度/二季度/上半年毛利率分别为 34.1%/27.2%/29.5%，较去年同期+9.7%/-0.8%/+3.2%；一季度/二季度/上半年净利率分别为 12.3%/13.8%/13.3%，较去年同期+0.9%/+0%/+0.6%。公司上半年管理费用同比增加 28.38%，主要系报告期修理费及确认的股份支付成本增加所致；财务费用同比增加 71.60%，主要系公司在马来西亚的分公司持有美元贷款，产生大量汇兑损失（3431 万元，占财务费用 36%），财务费用率从 1.35% 上升至 2.49%。由于纯碱等主要原材料价格下降，公司实施战略采购使得短期借款增加 32%，但上半年资产负债率为 41.7%，维持较低水平。

图3：全国及各区域平板玻璃均价（元/吨）



数据来源：中国玻璃信息网，广发证券发展研究中心

图4：全国重质纯碱中间价（元/吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

加快推进节能玻璃，规模优势下盈利能力提升较快。2020上半年公司节能玻璃业务收入4.2亿元，同比+62%，占总营收11%（2019年为7%），测算已实现小幅盈利。节能建筑玻璃销量和收入增速较快，且盈利能力随着收入规模增长有显著提升，以浙江节能为例，2020上半年营收1.69亿元，净利润1.38亿元，净利率提升至8%（2019年为5%），预计随着该业务板块渐入佳境，盈利能力还有较大提升空间。截至目前，公司拥有广东、浙江、湖南和马来西亚4个节能建筑玻璃基地，浙江和天津2个在建节能建筑玻璃基地，未来公司将进一步加大和完善深加工玻璃产能布局。公司启动公开发行可转换公司债券，募集资金总额不超过人民币15亿元，主要用于长兴节能、天津节能和湖南节能二期项目。公司深加工业务已经显著开始放量，随着产能的逐步投放，预计未来几年该部分业务都将保持高速增长态势。更重要的是，深加工业务配套率的上升一方面能提升公司在建筑玻璃行业的地位，另一方面使得玻璃业务利润波动率（周期性）下降，整体盈利能力提升。

表3: 旗滨集团节能玻璃子公司财务数据

	时间	持股比例	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	净利率
广东节能	2018H	100%	2461	-641	-26%
	2018	100%	10688	-1432	-13%
	2019H	100%	11192	466	4%
	2019	100%	27902	1705	6%
	2020H	100%	13819	828	6%
浙江节能	2018H	100%	782	-742	-95%
	2018	100%	7253	-1266	-17%
	2019H	100%	12448	580	5%
	2019	100%	32558	1560	5%
	2020H	100%	16878	1378	8%
马来节能	2018H	100%	0	-532	
	2018	100%			
	2019H	100%	2055	-1247	-61%
	2019	100%	8208	-2117	-26%
	2020H	100%	6678	-1921	-29%
湖南节能	2020H	100%	4219	-86	-2%
合计	2018H		3243	-1914	-59%
	2018		17941	-2698	-15%
	2019H		25695	-201	-1%
	2019		68668	1148	2%
	2020H		41594	199	0%

数据来源: 公司财报, 公司公告, 广发证券发展研究中心

一体两翼重启扩张, 加速步入新阶段。醴陵旗滨第一条65吨级高性能电子玻璃生产线已于2020年4月1日进入商业化运营阶段, 公司持续优化产品品质等级和稳定提升成品率, 有望成为新的增长极。2019年12月, 公司公告拟投资建设药用玻璃项目, 建设规模为3窑8线100吨/天中性硼硅药用玻璃素管及深加工, 预计年底点火, 中硼硅药玻未来空间较大。公司已在药用玻璃和电子玻璃项目引入跟投制度, 通过建立员工、股东利益共享机制, 为公司中长期发展保驾护航。

投资建议: 长期来看, 公司凭借浮法玻璃规模优势、优秀管队和机制、技术储备, 发力产业链一体化、产品高端化, 将持续加深公司护城河; 中期来看, 公司进入新一轮产能和产品扩张周期, 未来3-5年内生增速有望显著提升。2020年上半年公司玻璃业务量价超预期, 下半年需求有韧性、价格有弹性。我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.62、0.73、0.86元/股, 按最新收盘价计算对应PE估值分别为14.8、12.6和10.7倍, 参考可比公司估值, 我们给予公司2021年15x PE的判断, 对应合理价值10.95元/股, 维持“买入”评级。

盈利预测关键假设:

- (1) **玻璃原片业务:** 2019年公司开始重启扩张, 启动“一体两翼”做大做强的六年期战略, 2024年末原片产能规模比2018年增加30%以上, 未来几年内生增长将显著加速, 规模将进一步扩张。2020年玻璃价格V型反转, 预计2020年公司玻璃均价高于去年, 受原材料和燃料成本下降影响公司玻璃成本低于去年。我们预计2020-2022年公司玻璃原片业务收入分别为881979万元、965585万元、1023521万元, 毛利率分别为32%、30%、30%;
- (2) **玻璃加工业务:** 公司将加快发展玻璃深加工(下游一体化)和高端产品布局, 提升公司核心竞争力和整体盈利能力, 2020年公司节能玻璃业务将显著放量, 电子玻璃业务也有一定贡献。我们预计2020-2022年公司玻璃加工业务收入分别为127099万元、203358万元、325372万元, 毛利率分别为30%、35%、35%;
- (3) **销售费用率:** 公司规模持续扩张, 同时深加工玻璃需要推广, 预计销售费用率保持平稳, 我们预计2020-2022年销售费用率分别为1.4%、1.4%、1.4%;
- (4) **管理费用率:** 公司规模持续扩张, 受职工薪酬费用率和股权激励费用率等下降影响, 我们预计2020-2022年管理费用率分别为5.5%、5.0%、5.0%。

表 4: 业绩预测假设

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
玻璃原片	收入(万元)	811,219	852,834	881,979	965,585	1,023,521
	成本(万元)	581,896	606,277	604,095	678,520	719,231
	毛利率(%)	28%	29%	32%	30%	30%
玻璃加工	收入(万元)	17,367	66,894	127,099	203,358	325,372
	成本(万元)	13,010	46,719	88,969	132,183	211,492
	毛利率(%)	25%	30%	30%	35%	35%
合计	营业收入(万元)	837,831	930,576	1,019,926	1,179,792	1,359,741
	营业成本(万元)	596,611	656,616	696,684	814,322	934,343
	毛利率(%)	29%	29%	32%	31%	31%

资料来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.62、0.73、0.86元/股, 按最新收盘价计算对应PE估值分别为14.8、12.6和10.7倍, 参考可比公司估值, 我们给予公司2021年15x PE的判断, 对应合理价值10.95元/股, 维持“买入”评级。

表5: 可比公司估值 (Wind一致预期)

证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	EPS(元, 2020E)	EPS(元, 2021E)	PE (2020E)	PE(2021E)
		(2020/8/10)				
600660.SH	福耀玻璃	29.19	1.04	1.32	27.96 X	22.10 X
00868.HK	信义玻璃	12.20 (港元)	0.93	1.09	11.79 X	10.04X
000012.SZ	南玻 A	6.37	0.25	0.3	25.67X	21.26 X

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示: 浮法玻璃行业景气度低预期, 公司产业链一体化和高端产品化进度低预期, 玻璃行业政策大变化。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,083	2,505	2,855	3,227	3,654
货币资金	435	488	726	874	1,082
应收及预付	175	269	239	292	339
存货	705	673	766	886	1,010
其他流动资产	768	1,074	1,124	1,174	1,223
非流动资产	10,754	10,560	11,025	11,537	12,207
长期股权投资	37	39	39	39	39
固定资产	8,340	8,423	8,698	9,009	9,479
在建工程	864	621	821	1,021	1,221
无形资产	824	871	871	871	871
其他长期资产	690	607	597	597	597
资产总计	12,838	13,065	13,880	14,763	15,861
流动负债	2,594	3,093	3,246	3,282	3,272
短期借款	490	938	811	637	355
应付及预收	1,048	691	915	1,028	1,175
其他流动负债	1,055	1,464	1,520	1,617	1,742
非流动负债	2,674	1,728	1,528	1,328	1,128
长期借款	1,483	1,113	913	713	513
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,190	615	615	615	615
负债合计	5,267	4,821	4,774	4,610	4,400
股本	2,688	2,688	2,686	2,686	2,686
资本公积	1,892	1,948	1,948	1,948	1,948
留存收益	3,256	3,812	4,676	5,724	7,033
归属母公司股东权益	7,570	8,237	9,100	10,148	11,456
少数股东权益	0	8	7	6	5
负债和股东权益	12,838	13,065	13,880	14,763	15,861

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,378	9,306	10,199	11,798	13,597
营业成本	5,966	6,566	6,967	8,143	9,343
营业税金及附加	117	121	133	153	177
销售费用	108	129	143	165	190
管理费用	506	514	561	590	680
研发费用	311	371	408	437	503
财务费用	100	112	122	119	111
资产减值损失	-60	-14	-30	-30	-30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	33	1	1	1	1
营业利润	1,349	1,581	1,969	2,304	2,728
营业外收支	-2	-13	-13	-13	-13
利润总额	1,347	1,568	1,956	2,291	2,715
所得税	139	222	293	344	407
净利润	1,208	1,346	1,663	1,947	2,307
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	1,208	1,346	1,664	1,948	2,308
EBITDA	2,284	2,589	3,084	3,568	4,204
EPS (元)	0.45	0.50	0.62	0.73	0.86

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,066	2,017	3,038	3,292	3,940
净利润	1,208	1,346	1,663	1,947	2,307
折旧摊销	914	985	1,095	1,259	1,500
营运资金变动	-186	-519	168	-13	52
其它	130	206	112	100	81
投资活动现金流	-873	-902	-1,603	-1,812	-2,212
资本支出	-1,057	-714	-1,604	-1,813	-2,213
投资变动	47	9	0	0	0
其他	137	-197	1	1	1
筹资活动现金流	-1,390	-1,051	-1,197	-1,332	-1,521
银行借款	1,949	2,438	-326	-374	-482
股权融资	0	13	-1	0	0
其他	-3,340	-3,502	-870	-958	-1,040
现金净增加额	-192	62	238	148	207
期初现金余额	569	377	488	726	874
期末现金余额	377	439	726	874	1,082

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	10.5%	11.1%	9.6%	15.7%	15.3%
营业利润增长	0.0%	17.2%	24.6%	17.0%	18.4%
归母净利润增长	5.7%	11.5%	23.6%	17.1%	18.5%
获利能力					
毛利率	28.8%	29.4%	31.7%	31.0%	31.3%
净利率	14.4%	14.5%	16.3%	16.5%	17.0%
ROE	16.0%	16.3%	18.3%	19.2%	20.1%
ROIC	12.3%	12.4%	14.5%	15.9%	17.4%
偿债能力					
资产负债率	41.0%	36.9%	34.4%	31.2%	27.7%
净负债比率	69.6%	58.5%	52.4%	45.4%	38.4%
流动比率	0.80	0.81	0.88	0.98	1.12
速动比率	0.52	0.56	0.62	0.68	0.77
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.71	0.73	0.80	0.86
应收账款周转率	97.42	81.18	94.26	89.92	89.68
存货周转率	11.88	13.82	13.32	13.31	13.46
每股指标 (元)					
每股收益	0.45	0.50	0.62	0.73	0.86
每股经营现金流	0.77	0.75	1.13	1.23	1.47
每股净资产	2.82	3.06	3.39	3.78	4.26
估值比率					
P/E	8.46	10.96	14.77	12.62	10.65
P/B	1.35	1.79	2.70	2.42	2.15
EV/EBITDA	5.35	6.63	8.57	7.26	6.00

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富非金属类建材行业第二名。
- 谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 李振兴：研究助理，中国科学院研究生院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 张乾：南京大学硕士，2020年6月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。