

建筑装饰行业周报

19 年铁路投资保持强度规模，降准利好板块估值修复

● 板块表现

本周建筑装饰指数上涨 1.43%，跑赢沪深 300 0.6 个百分点；子板块方面，城轨建设涨幅最大（+3.2%），其他专业工程涨幅最小（+0.6%）；主题方面，一带一路涨幅最大（+2.13%），国企改革涨幅最小（+0.61%）。目前建筑板块 PE（TTM，整体法）为 10.34 倍，PB（LF）为 1.12 倍。

● 行业观点

1、铁总定调 19 年投资目标，铁路投资“保持强度规模”后期存上调可能，计划投产里程增高。 1) 1 月 2 日，铁总召开工作会议强调聚焦交通强国、铁路先行，相较 18 年 9 个方面工作要求，此次会议要求重点抓好 16 个方面工作：集中全力办好“规划建设川藏铁路”和“加快推动中国铁路总公司股份制改造”两件大事，同时在铁路补短板、提高经营水平等多方面进行了部署（见表 1）。2) 18 年全国铁路投资 8028 亿元（计划 8000 亿），其中国家铁路完成 7603 亿元；18 年投产新线 4683 公里（计划 4000 公里），其中高铁 4100 公里（计划 3500 公里），均超额完成目标（详见表 2）。截至 18 年底，全国铁路营业里程达 13.1 万公里，距十三五规划目标 15 万公里尚余 1.9 万公里，19-20 年铁路投产里程有望维持高位；高铁营业里程达 2.9 万公里，距十三五目标 3 万公里仅剩 1000 公里，完成进度超预期。3) 19 年铁路投资“保持强度规模”，考虑到 18 年铁路投资目标从 7320 亿元上调至 8000 亿元，而年初投资目标或较为保守，我们预计 19 年铁路投资将维持 8000 亿元以上规模，且后期存在进一步上调的可能。19 年计划投产新线 6800 公里，较 18 年实际投产里程增长 45.2%，考虑到距十三五目标尚余 1.9 万公里，19 年实际投产里程大概率将超目标值；其中高铁 19 年计划投产 3200 公里，仍为铁路建设贡献主力，而投产里程目标较 18 年有所下调，可能是考虑到 19 年完成 3200 公里后高铁营业里程将达 3.22 万公里，将提前超额完成十三五高铁目标。4) 经济承压背景下，未来政策将更加注重逆周期调节及稳定总需求，基建补短板仍为重要发力方向，而中央主导的铁路投资作为补短板重要领域，料将持续受益政策细化推进。

2、未来基建投资中西部或重铁路公路，东部或重轨道交通，雄安为基建发力重要区域。 1) 12 月以来发改委密集批复基建项目，基建投资增速料将持续回升，未来中西部投资或以铁路公路等中央主导项目为主，而东部发达省份以轨交等地方项目为主。从我们跟踪的基建通数据来看，12 月基建项目中标额环比增长超 100%；四川省近期集中开工 17 个交通重点项目（2 个高速公路项目、15 个普通国省道项目），总投资约 600 亿元；发改委 12 月共批复济南、上海、杭州、江苏沿江城市群等八地轨交与城际铁路规划，总投资约 8600 亿元，其中，上海和江苏相关投资分别约为 2983.48 亿元和 2180 亿元。2) 轨交项目作为基建补短板重要方向，后续投资有望持续增加，从批复情况看，年度投资金额较大且轨交项目毛利率较高，利好相关承建公司的新签订单及业绩改善，如隧道股份/上海建工/中国铁建/中国中铁等，同时前期设计约占总投资的 2.5%-3%，相关设计公司也有望受益。3) 1 月 2 日，国务院正式发布关于河北雄安新区总体规划（2018—2035 年）的批复，涉及总投资或超万亿，考虑到雄安新区作为北京副中心的战略定位，同时历史包袱较少，其基建需求较大且项目建设周期较快，未来或成为基建发力的重要区域。

3、货币财政趋于宽松，基建回暖或好于预期，降准利好板块估值修复。 1) 货币政策逐步宽松：1 月 2 日，央行扩大了定向降准优惠政策的覆盖面，将小微企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万元”调整为“单户授信小于 1000 万元”；1 月 4 日，李克强总理考察三大国有银行，要求加大宏观政策逆周期调节的力度，运用好全面降准、定向降准工具；1 月 4 日，央行决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，符合我们前期对 1 月降准的判断，其中 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点，此次降准预计将释放资金约 1.5 万亿元，再考虑一季度到期的 MLF 不再续做等因素，净释放长期资金约 8000 亿元。目前我国经济下行压力较大，货币政策有望全面转向稳增长目标，以此来缓解社融增速下行的局面，预计 19 年后期仍有降准乃至降息的措施出台，而流动性改善也将利好建筑企业融资及经营。2) 财政政策更为积极：此前政策要求在 Q1 提前下达新增专项债务限额，19 年政府资金到位时间或早于预期，企业信贷融资也有望改善，基建投资回暖的幅度和持续性或好于预期。3) 历史上建筑板块估值与利率呈现较明显的负相关关系，在货币政策宽松及积极财政政策背景下，我们认为 19 年利率大概率趋势下行，建筑板块估值有望逐步修复。

公司方面，经济承压背景下，未来政策将更加注重逆周期调节及稳定总需求，基建补短板仍为重要发力方向。我们延续前期观点，**中长期建议关注三条主线：1) 基建前端设计公司，如苏交科/中设集团/设计总院等；2) 低 PB 基建央企，如中国铁建/中国中铁/中国交建等；3) 弹性较大的地方基建国企，如隧道股份/四川路桥/山东路桥等。**此外，预计 19 年地产投资对经济的支撑作用仍将持续，降准利好房企融资边际改善，**建议关注地产业链的估值修复机会（中国建筑/金螳螂等）。**

● **风险提示：**宏观政策环境变化导致行业景气度下降；固定资产投资及基建投资增速下滑加速导致公司订单不达预期；中美贸易摩擦存在不确定性。

行业评级

买入

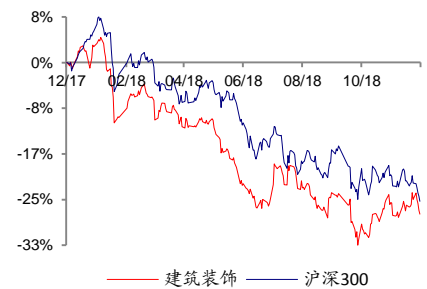
前次评级

买入

报告日期

2019-01-06

相对市场表现



分析师：

姚遥



SAC 执证号：S0260517070002



SFC CE No. BMS332



021-60750610



gfyayao@gf.com.cn

相关研究：

建筑装饰行业月度分析报告： 2019-01-03

新增专项债限额提前下达，

建筑 PMI 逆势提升

建筑装饰行业周报：建筑 2019-01-01

PMI 逆势提升处高景气区

间，新增专项债提前下达利

好基建投资回暖

建筑装饰行业周报：逆周期 2018-12-23

调节基建补短板仍为亮点，

19 年供给弹性向建筑头部企

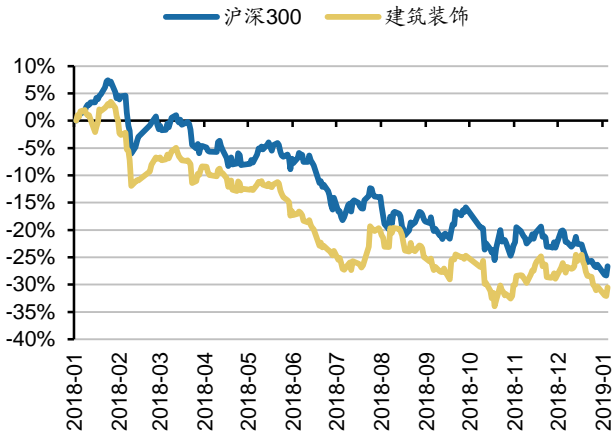
业集中

联系人：尉凯旋 021-60750610



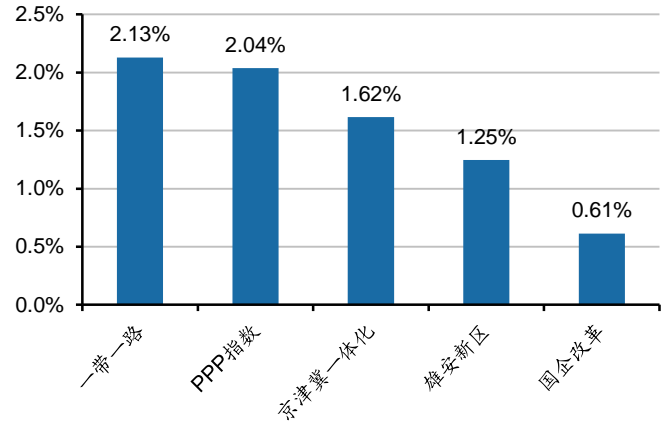
yukaixuan@gf.com.cn

图 1：建筑装饰及沪深300走势图



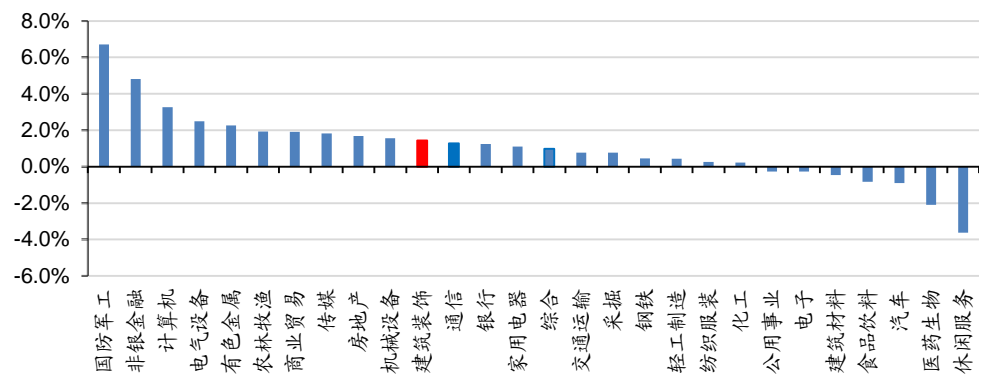
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2：本周主题板块涨跌幅



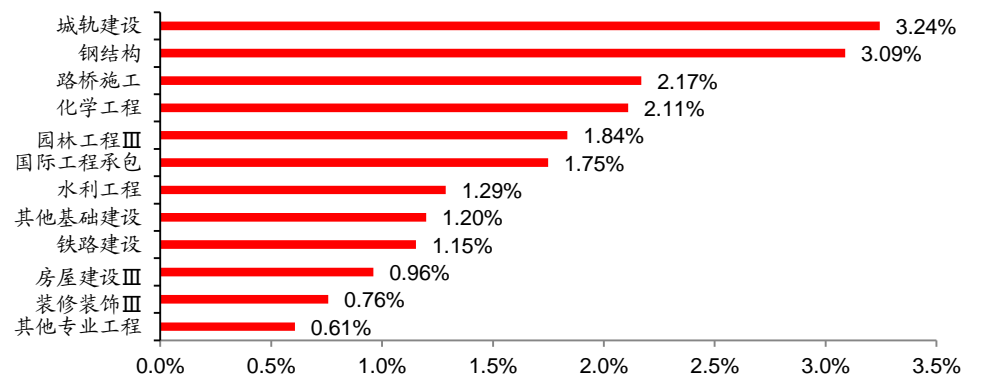
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3：本周各行业走势情况



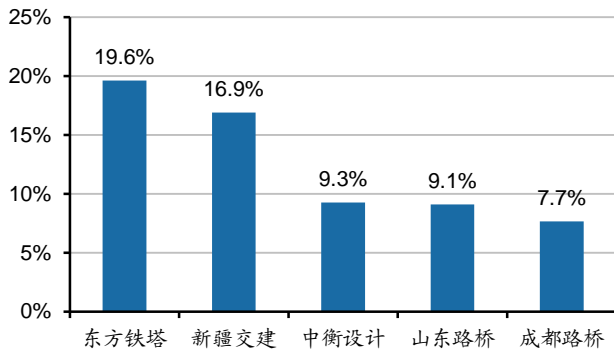
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 4：本周各子板块走势情况



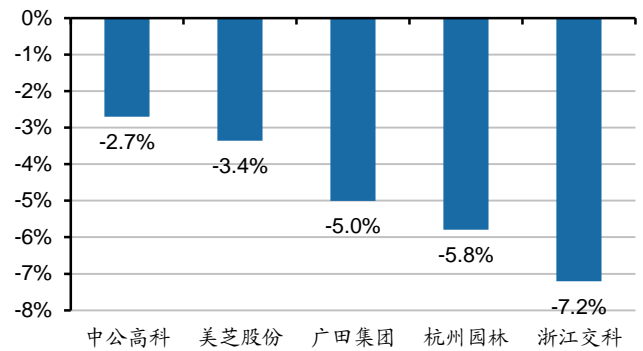
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 5：本周建筑板块涨幅前五个股



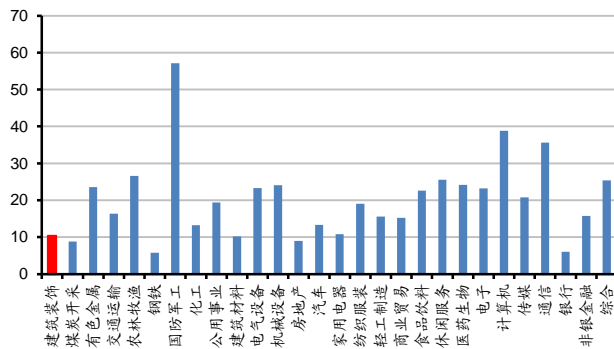
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 6：本周建筑板块跌幅后五个股



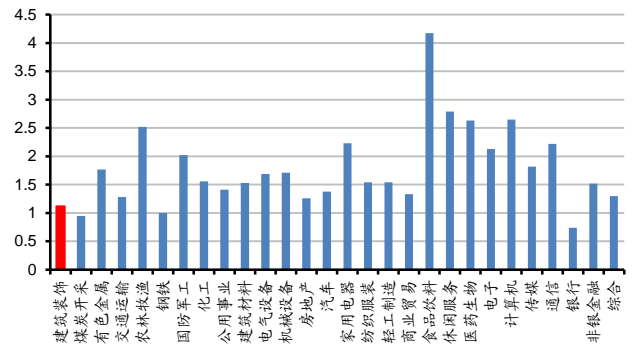
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 7：各板块PE估值情况 (2019/01/04)



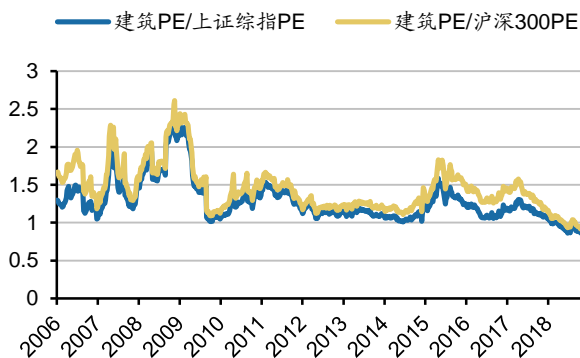
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 8：各板块PB估值情况 (2019/01/04)



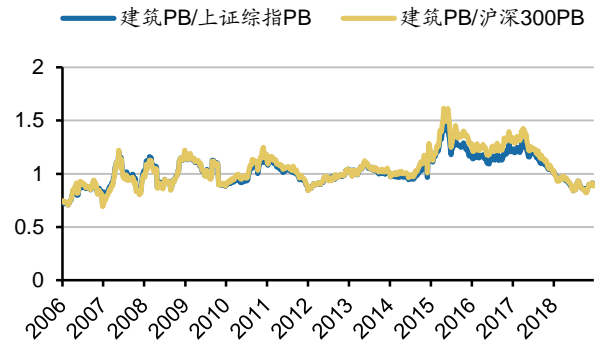
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 9：建筑板块PE相对沪深300及上证综指估值情况



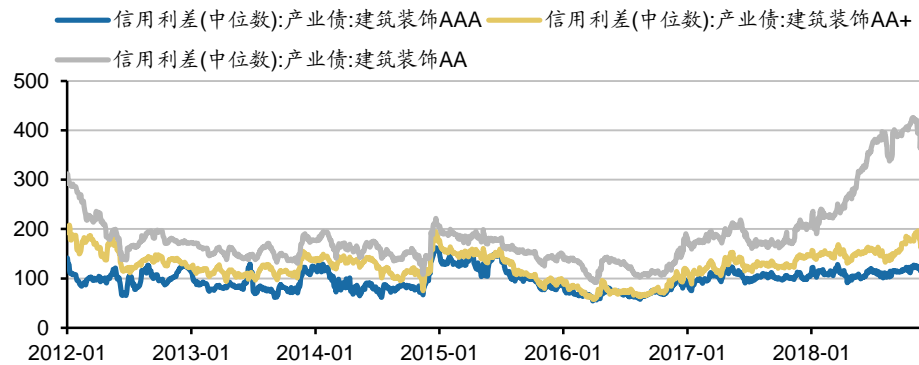
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 10：建筑板块PB相对沪深300及上证综指估值情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 11: 建筑装饰产业债信用利差



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 1: 2018、2019年中国铁路总公司工作会议的会议要求对比

	2018 年	2019 年
主要目标	铁路安全不发生重大及以上责任事故; 国家铁路完成旅客发送量 32.5 亿人次、货物发送量 30.2 亿吨、总换算周转量 38900 亿吨公里; 全国铁路固定资产投资安排 7320 亿元, 其中, 国家铁路 7020 亿元; 投产新线 4000 公里, 其中, 高铁 3500 公里	铁路安全保持持续稳定, 坚决确保高铁和旅客列车安全; 国家铁路完成旅客发送量 35.35 亿人次、货物发送量 33.68 亿吨; 全国铁路固定资产投资保持强度规模, 优质高效完成国家下达的任务目标, 确保投产新线 6800 公里, 其中高铁 3200 公里。
铁路安全	坚持生命至上、安全第一, 确保铁路运输安全持续稳定。坚守高铁和旅客安全的政治红线和职业底线, 强化安全管理基础, 强化设备质量基础, 强化现场控制和应急处置, 加强外部环境和治安综合治理。	坚守高铁和旅客列车安全万无一失的政治红线和职业底线, 毫不松懈抓好运输安全。
铁路建设	科学有序、安全优质加强铁路建设, 推动铁路建设持续健康发展。扎实做好项目规划和前期工作, 依法依规推进项目实施, 加大质量安全管控力度, 全面强化铁路建设管理, 全力打造精品工程。	深入实施货运增量行动、客运提质计划、复兴号品牌战略三大举措, 持续提升运输服务和经营管理水平
铁路经营	以效益为导向, 推进铁路市场经营变革。 完善市场化经营机制, 积极推进资产资本化经营, 突出抓好运输产业链延伸服务经营开发。	加大铁路资产经营开发力度, 提高资本经营质量和效益。
铁路运输	深化运输供给侧结构性改革, 提升铁路对经济社会发展的服务保障能力。千方百计扩大运输市场份额, 提升运输服务水平, 提高路网资源运用效率, 深化高铁“强基达标、提质增效”工程。	坚决落实中央 加强铁路补短板建设和防范金融风险的决策部署 , 科学有序稳步推进铁路建设
经营管理	推进集约化经营, 加强企业经营管理。 加强全面预算管理, 大力推进降本增效, 提高依法经营管理水平。	提高铁路法治化市场化经营水平, 着力提质降本增效
体制改革	持续深化铁路改革, 增强企业发展内生动力和活力。加快构建公司制运行机制, 深化非运输企业改革, 积极推进混合所有制改革, 稳妥推进三项制度改革。	以铁路总公司股份制改造为牵引, 进一步深化铁路管理体制和运行机制改革
科技创新	推进技术创新, 扩大我国铁路技术领先优势。推进科技创新产业化应用, 推进智能高铁重大科研攻关, 开展铁路基础理论和前瞻性技术研究, 加快铁路信息化建设步伐, 强化科技创新管理。	大力强化铁路科技创新, 巩固扩大中国高铁领先优势
对外开放	巩固扩大铁路走出去成果, 更好地服务“一带一路”建设。 积极发展以中欧班列为重点的铁路国际物流, 扎实有序推进境外重点铁路合作项目, 提升铁路对外交流合作水平。	扩大铁路对外开放和走出去, 更好地服务“一带一路”建设

职工民生	维护和发展职工利益，凝聚推进铁路事业发展的强大合力。提高职工队伍素质，培育职工创业精神，持续改善职工生产生活条件。	尊重维护和发展广大职工的根本利益，凝聚攻坚克难、砥砺前行的奋斗伟力。以高素质专业化为导向，加强领导班子和干部人才队伍建设。
	政治政策	把党的政治建设放在首位，坚决维护习近平总书记的核心地位，坚决维护党中央权威和集中统一领导。落实全面从严治党主体责任，推动铁路党风廉政建设和反腐败斗争深化发展。
2019 新要求	重大决策部署	集中全力办好规划 建设川藏铁路和加快推动中国铁路总公司股份制改造两件大事 ，确保党中央重大决策部署落地。
	脱贫攻坚	精准地实施 铁路建设、运输和定点扶贫 ，为打赢脱贫攻坚战作出新贡献。
	组织建设	加强组织体系建设，全面提升国铁企业党组织的政治功能和组织力。
	思想文化	聚焦举旗帜、聚民心、育新人、兴文化、展形象的使命任务，加强铁路宣传思想文化工作。

数据来源：中国铁路总公司、广发证券发展研究中心

表 2：全国铁路投产新线里程及投资金额

年份	铁路投资（亿元）		公路水路投资（亿元）		全国铁路投产新线里程（公里）		全国高铁投产新线里程（公里）	
	目标	实际	目标	实际	目标	实际	目标	实际
2015	8000	8238	-	17970	8000	9531	-	3306
2016	8000	8015	16500	19393	3200	3281	1300	1903
2017	8000	8010	18000	22707	2100	3038	-	2182
2018	7320（8000）	8028	18000	23000	4000	4683	3500	4100
2019	保持强度规模	-	18000	-	6800	-	3200	-

数据来源：中国铁路总公司、交通运输部、广发证券发展研究中心

表 3：央行历次降准后建筑装饰板块涨跌幅表现

	降准后首日涨跌幅	降准后首周涨跌幅	降准后首月涨跌幅
2019/1/4	0.00%	0.00%	0.00%
2018/10/7	-2.71%	-6.62%	-4.88%
2018/6/24	-1.00%	-1.22%	4.70%
2018/4/17	0.69%	1.12%	-0.04%
2017/9/30	1.22%	1.84%	0.75%
2016/2/29	2.27%	9.22%	14.84%
2015/10/23	0.79%	-1.48%	5.59%
2015/8/25	-4.70%	4.80%	5.51%
2015/6/27	-5.79%	-18.51%	-11.33%
2015/4/19	3.76%	4.32%	7.39%
2015/2/4	-2.07%	-0.38%	7.87%
2012/5/12	-0.16%	-2.88%	2.22%
2012/2/24	0.33%	-0.77%	-4.68%
2011/11/30	2.31%	-1.45%	-10.87%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 4: 重点公司推荐逻辑

公司简称	推荐逻辑
苏文科	公司业绩增速已经连续 5 年保持在 20% 以上，业绩增长较稳定。公司为民营设计龙头，勘察设计资质齐全，通过属地化建设开拓全国市场，业务领域较广且协同效应较强，未来有望深化与海外子公司在技术和管理方面的整合，助力公司提高竞争优势，加速业务扩张。
中国铁建	公司前三季度业绩增速超 20%，Q3 业绩增速领先其他央企，同时在手订单收入比较高，为未来业绩提供保障。与其他建筑央企相比，公司 PB 较低，低估值具投资吸引力，在行业景气度和国企改革预期提升的情况下有望逐步修复。
隧道股份	近期发改委批复上海市轨道交通第三期建设规划（2018-2023 年），总投资约 2983 亿元，杭州等地轨交建设规划也密集批复，公司在上海、杭州等地的轨交市场占有率较高，未来伴随项目批复落地，公司订单增速有望提升；近期董事会通过增量业绩奖励计划，有助于激发员工动力；公司 2016-2017 连续两年新签订单增速在 30% 以上，正逐步转化为收入，未来有望进一步释放业绩。
中国建筑	公司在手订单充足，基建占比提升，业务结构不断优化；房地产销售情况良好，土地储备充足；第三期股权激励计划实施在即，规模占总股本不超过 1.6%，划定稳健增长目标；2015-2017 三年复合业绩增速 9.5%，业绩增长稳定；估值方面，横纵向对比估值均处低位。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 5: 本周重点新闻概览

宏观新闻	1、央行扩大定向降准政策覆盖面 2019 年的第一个工作日，中国人民银行扩大了定向降准优惠政策的覆盖面。此次人民银行决定，自 2019 年起，将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万元”调整为“单户授信小于 1000 万元”。此举旨在引导金融机构更好地满足小微企业的贷款需求，使更多的小微企业受益。【新华网】
	2、央行：年初迎来全面降准 1 个百分点 长期增量资金支持实体经济 央行 1 月 4 日发布消息称，为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。同时，2019 年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。这样安排能够基本对冲今年春节前由于现金投放造成的流动性波动，有利于金融机构继续加大对小微企业、民营企业支持力度。【新华社】
	3、总理：用好全面降准、定向降准工具 2019 年新年伊始，李克强总理于 1 月 4 日接连考察中国银行、工商银行和建行普惠金融部，并在银保监会主持召开座谈会。总理强调，要加大宏观政策逆周期调节的力度，进一步采取减税降费措施，运用好全面降准、定向降准工具，支持民营企业和小微企业融资。【中国政府网】
	4、中美将于 1 月 7 日-8 日举行经贸问题副部级磋商 1 月 4 日上午，中美双方举行副部级通话，确认美国副贸易代表格里什将于 1 月 7 日至 8 日率领美方工作组访华，与中方工作组就落实两国元首阿根廷会晤重要共识进行积极和建设性讨论。【商务部网站】
行业新闻	5、国铁局局长杨宇栋拟任中铁总总经理 陆东福候任董事长 国家铁路局局长杨宇栋调任中国铁路总公司（下称中铁总）任总经理，现任中国铁路总公司党组书记、总经理陆东福改任中铁总董事长。中国铁路总公司 1 月 2 日下午在全路工作会议上宣布上述任命。中国铁路总公司股份制改造后将设董事会。杨宇栋继任后，国家铁路局局长的人选尚未公布。【中国经营报】
	6、2018 年中国内地城轨交通线路概况

截至 2018 年 12 月 31 日,中国内地累计有 35 个城市建成投运城轨道交通路线,总计 5766.6 公里。其中 2018 年新增线路长度 734 公里,新增运营线路 22 条,新开延伸段 14 段。进入“十三五”以来,三年累计新增运营线路长度为 2148.7 公里,年均新增线路长度为 716.2 公里。【中国城市轨道交通协会】

7、发改委近一个月批复基建投资约 8600 亿元

近一个月来,国家发改委共批复八个城市及地区的城市轨道交通与铁路建设规划(包含新增),包括重庆、济南、杭州、上海、长春五个城市轨道交通,广西北部湾经济区、新建西安至延安、江苏省沿江城市群三个区域铁路建设,总投资约为 8600 亿元。其中,上海和江苏相关规划投资分别约为 2983.48 亿元和 2180 亿元。【人民网】

8、江苏省沿江城市群城际铁路建设规划获批,多条线路近期开建

规划形成区域城际铁路主骨架,以及南京都市圈和苏锡常都市圈城际铁路网,构建南京至江苏省内设区市 1.5 小时、江苏省沿江地区内 1 小时、沿江地区中心城市与毗邻城市 0.5-1 小时交通圈,基本实现对 20 万人口以上城市的覆盖。近期建设项目江苏段投资约 2180 亿元,资本金比例 50%,由江苏省和项目沿线地方使用财政资金等出资;涉及安徽省的项目,安徽段投资约 137 亿元,由安徽省和沿线地市按照相关规定使用财政资金等出资。资本金以外资金通过银行贷款等解决。【国家发改委网】

9、中国铁路总公司:2019 年确保投产新线 6800 公里,其中高铁 3200 公里

中国铁路总公司工作会议在北京召开。会议强调,2019 年铁路工作的主要目标是:铁路安全保持持续稳定,坚决确保高铁和旅客列车安全;国家铁路完成旅客发送量 35.35 亿人次、货物发送量 33.68 亿吨;全国铁路固定资产投资保持强度规模,优质高效完成国家下达的任务目标,确保投产新线 6800 公里,其中高铁 3200 公里。18 年铁路投资 8028 亿,投产新线 4683 公里,其中高铁 4100 公里。【中国铁路总公司】

10、四川 17 个交通重点项目开工

四川集中开工 17 个交通重点项目,包括 2 个高速公路项目、15 个普通国省道项目,总投资约 600 亿元。四川省副省长杨洪波宣布开工。沪蓉高速公路南充至成都段扩容里程达 240 公里,采用双向八车道标准建设,总投资 380 亿元。15 个普通国省道项目总里程达 681 公里,总投资 99 亿元。【中国交通新闻网】

11、国务院批复雄安新区总体规划:有序承接北京非首都功能疏解

1 月 2 日国务院发布关于河北雄安新区总体规划(2018—2035 年)的批复。批复指出,经党中央、国务院同意,原则同意《河北雄安新区总体规划(2018—2035 年)》(以下简称《总体规划》)。批复要求,《总体规划》要按照高质量发展要求,牢牢把握北京非首都功能疏解集中承载地这个初心,坚持世界眼光、国际标准、中国特色、高点定位,坚持生态优先、绿色发展,坚持以人民为中心、注重保障和改善民生,坚持保护弘扬中华优秀传统文化、延续历史文脉,对于高起点规划高标准建设雄安新区、创造“雄安质量”、建设“廉洁雄安”、打造推动高质量发展的全国样板、建设现代化经济体系的新引擎具有重要意义。

【中国政府网】

雄安新区

数据来源:商务部、国家发改委、中国政府网、人民网、中国交通新闻网、中国经营报、中国城市轨道交通协会、新华社、新华网、广发证券发展研究中心

风险提示

宏观政策环境变化导致行业景气度下降；固定资产投资及基建投资增速下滑加速导致公司订单不达预期；中美贸易摩擦存在不确定性。

广发建筑工程行业研究小组

姚 遥：首席分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

尉 凯 旋：研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年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	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 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 1401-1410 室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@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。

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）。

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。