



不确定条件下 追寻确定

——非金属建材行业2019年年度投资策略

作者：陈浩武

执业证书编号：S0930510120013

2019年01月8日

证券研究报告

1、开篇：一组数据

2、中篇：19年行业需求有保护

3、水泥：预计19年需求增速高于18年

4、小建材：龙头强者更强，优选弹性和价值

5、投资建议

6、风险提示

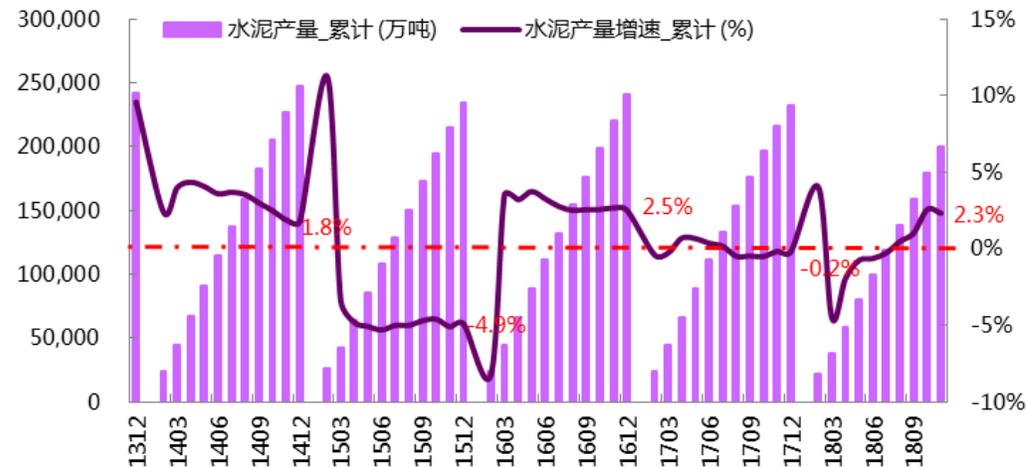
开篇：一组数据

- 2017年我国水泥产量略降，18年1-7月水泥产量略降
- 2018年1-11月水泥产量同增2.3%

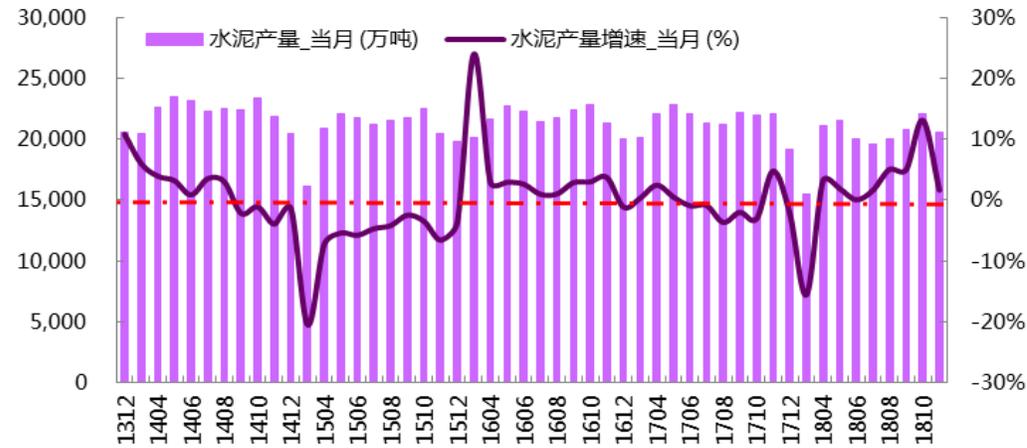


- 8-11月的单月增速分别为5%、5%、13%、2%

图表：14-18年我国水泥表观消费量累计同比情况一览



图表：14-18年我国水泥表观消费量单月同比情况一览



资料来源：WIND、光大证券研究所

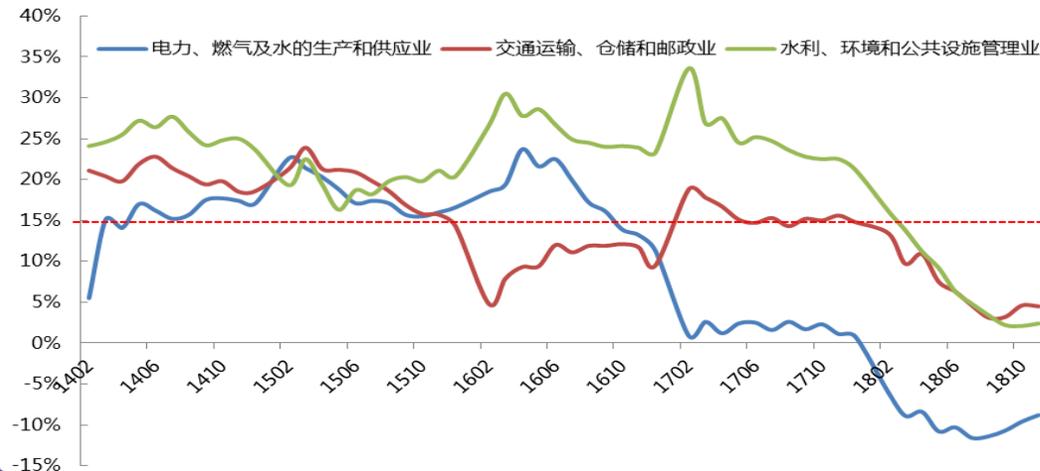
基建低迷，近期企稳

➤ 2018年以来我国基建投资的三个分项都持续回落，交通运输和电力投资分项8月企稳

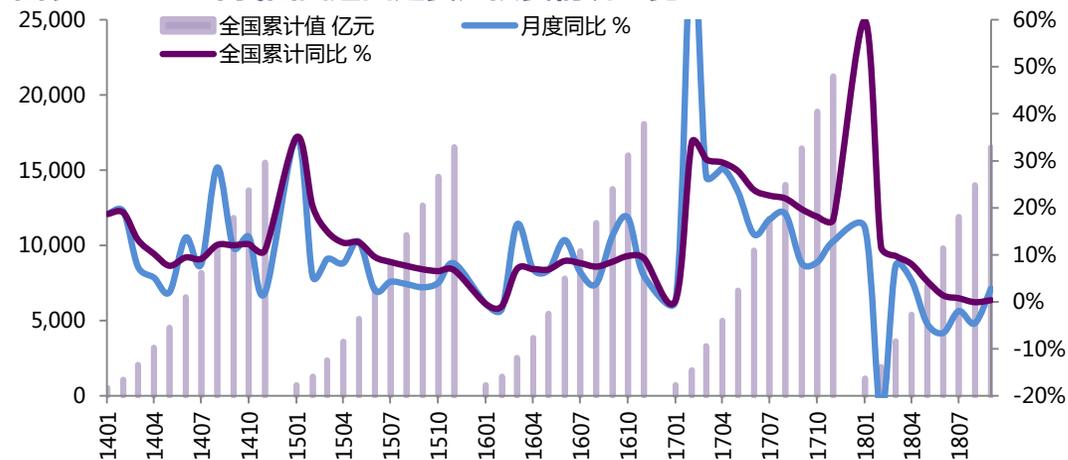


➤ 公路桥梁建设为代表的交通固定资产投资增速已连续数月
在 0 上下波动

图表：14-18年基建投资三个分项累计同比情况一览（%）



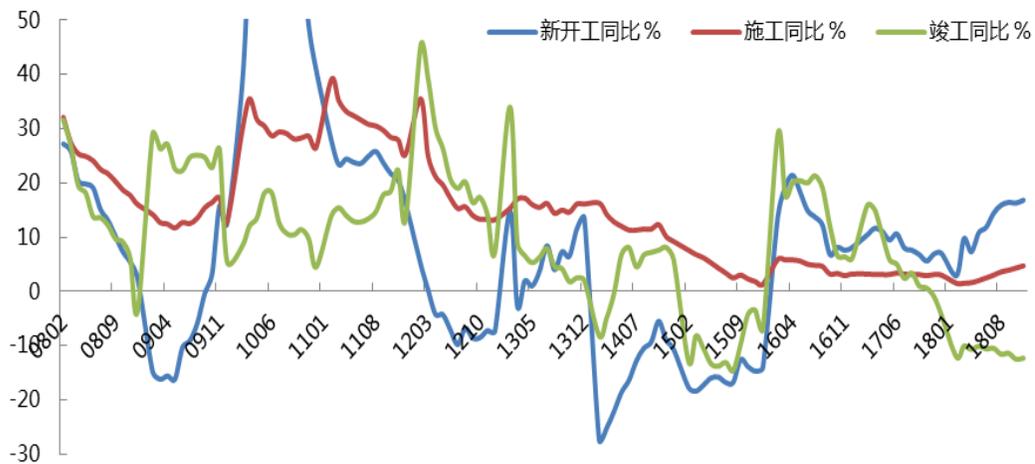
图表：14-18年我国交通固定资产投资情况一览



资料来源：WIND、光大证券研究所

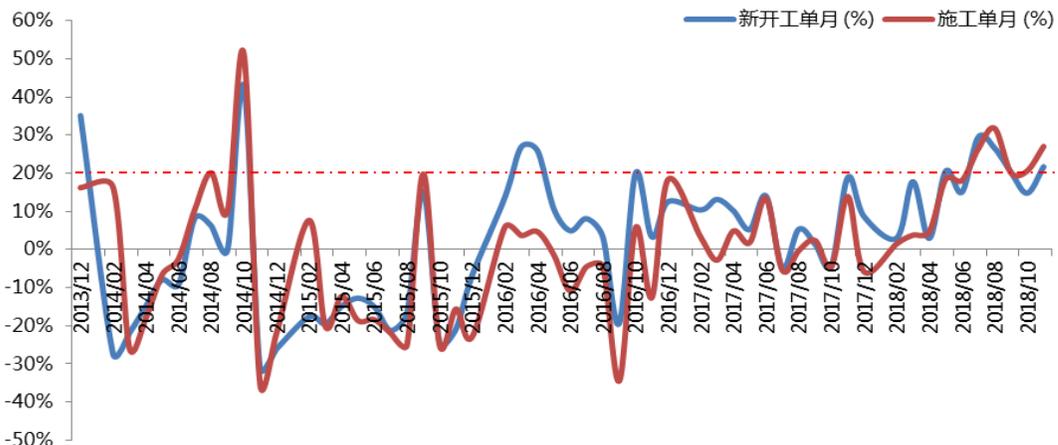
房地产，新开工、施工加速

图表：14-18年11月房地产投资新开工、施工、竣工增速情况一览



➤ 2018年 在投资额、销售、竣工等指标持续回落中，5月起新开工、施工面积增速持续提高

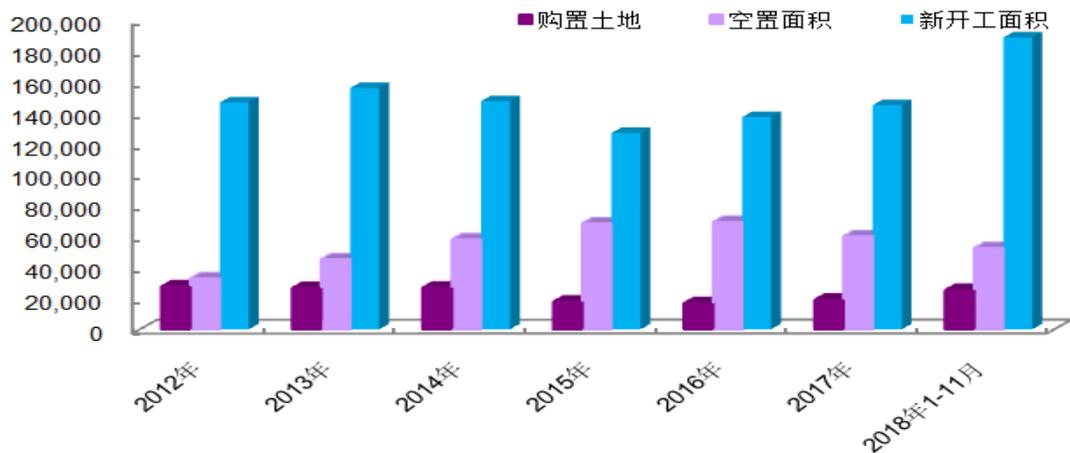
图表：14-18年11月房地产投资新开工、施工单月同比增速情况一览



➤ 5月起，单月新开工、施工面积增速快速提高至两位数水平；8月后施工面积单月增速持续20%上

中篇：19年行业需求有保护 房地产投资增速回落，施工端会延续正增长

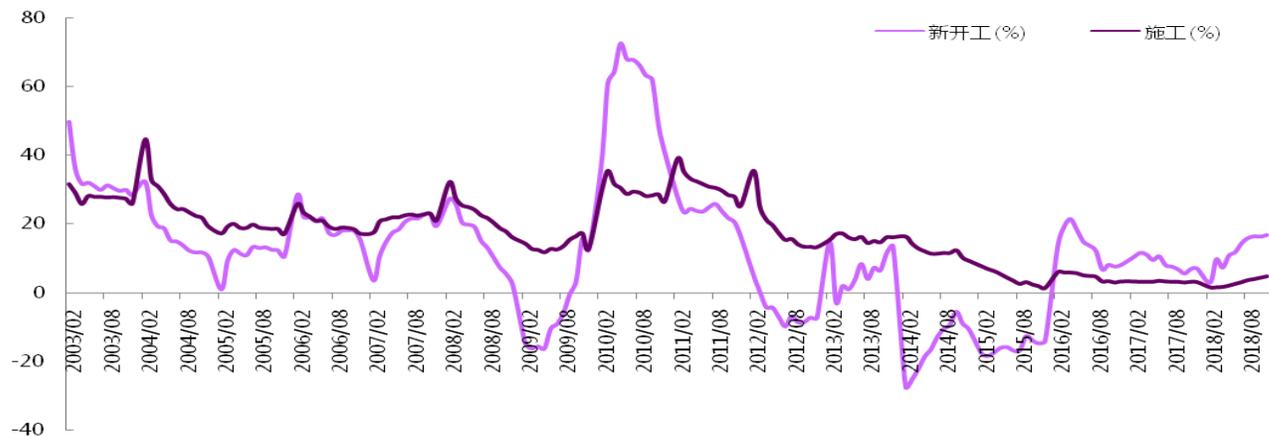
图表：房地产投资三个分项“亦步亦趋”（万平方米）



“购置土地”、“新开工-施工-竣工”、“空置”可类比商品经营的原料采购、成品制作和商品库存的广义库存管理过程。当库存持续下降，企业会加大和加快原料采购和成品制作进程，维持合理库存以正常经营。我国商品房空置面积已连续三年下降，期间购置土地面积和新开工面积回升，当前仍处商品房库存去化过程，趋势仍将持续。

由于施工和竣工指标的相对滞后，表明即使后期新开工增速持续回落时，施工增速仍能在半年乃至更长时间内保持高于18年的正增长，竣工也将在19年某个时点由负转正并体现较高增速。

图表：新开工-施工

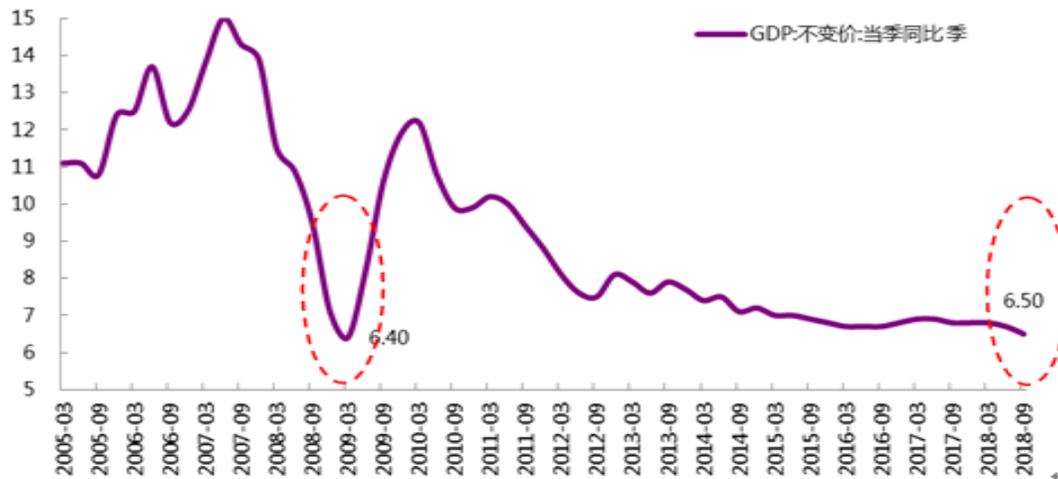


资料来源：WIND、光大证券研究所

中篇：19年行业需求有保护

逆周期因子，基建重回稳增长引擎

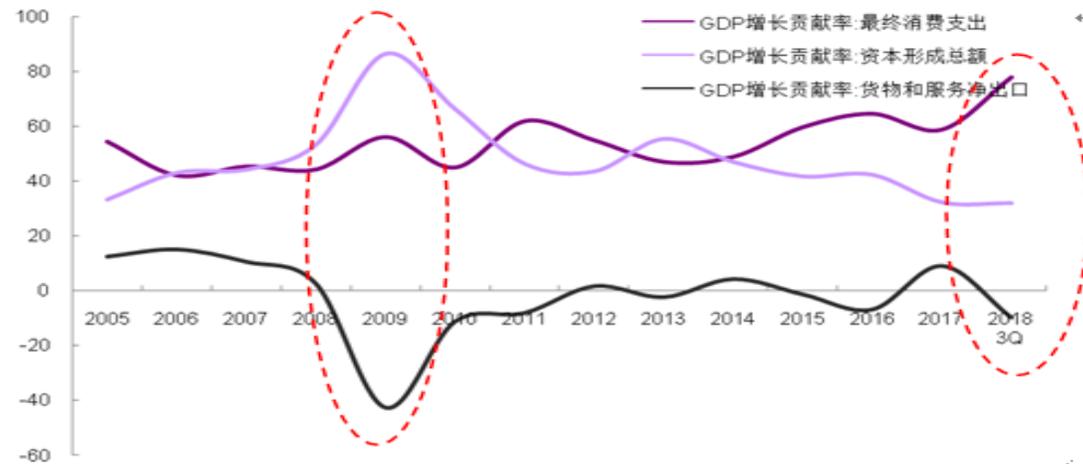
图表：季度GDP同比增速一览（%）



➤ 近年来，GDP增速只是在6.5%-7.0%区间小幅波动，基本保持稳定



图表：三大需求对GDP增长的年度贡献率一览（%）



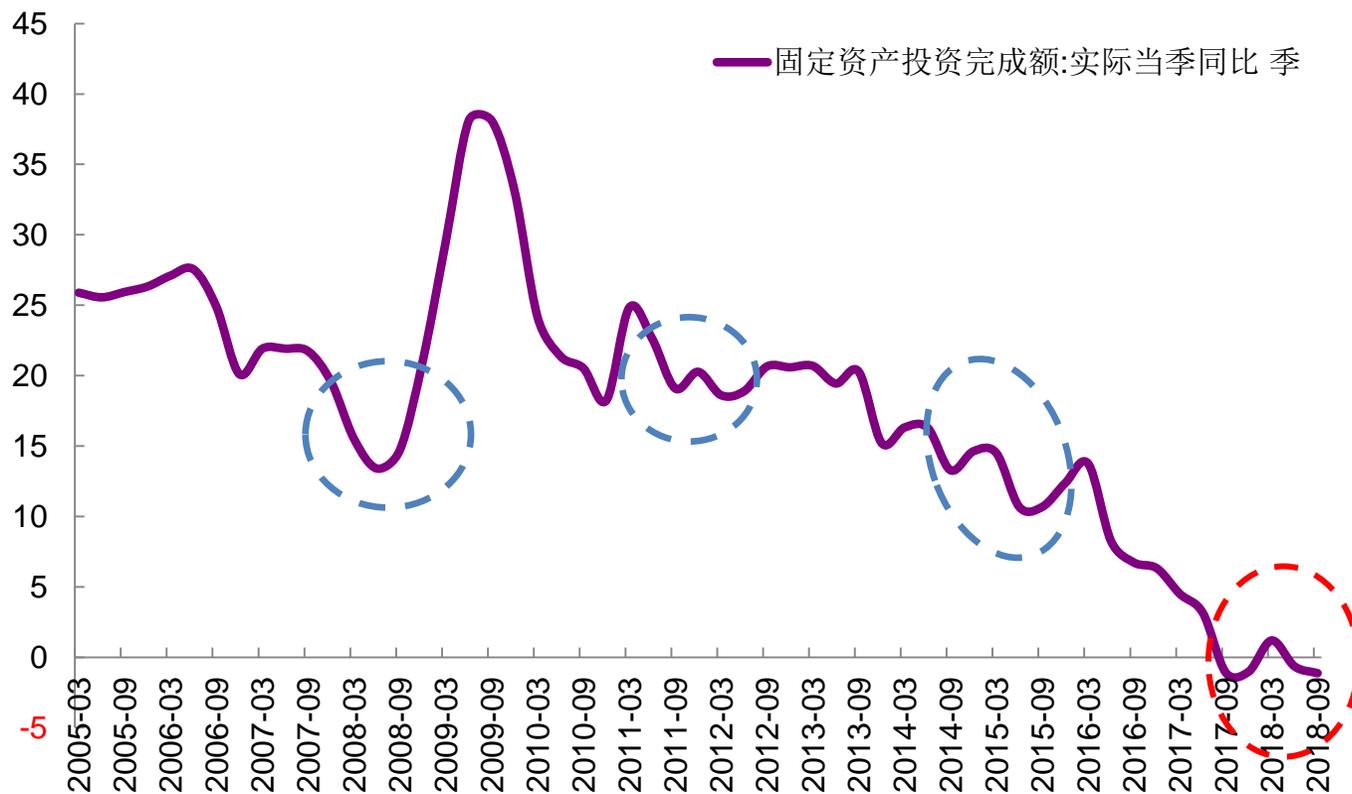
➤ 消费、投资对GDP贡献率举足轻重

➤ 18年3Q消费贡献率78%，投资贡献率降至32%

资料来源：WIND、光大证券研究所

中篇：19年行业需求有保护 逆周期因子，基建重回稳增长引擎

图表：2017年下半年-2018年固定资产投资增速季调同比已为负值（%）



- 09年四万亿、12年基建重启、15年4季放松房地产，16年1季度ppp启动基建，均对应着前期的固定资产投资增速季调的“抛物线”轨迹；
- 16年下半年起该指标持续回落，同期对应的我国基础设施建设增速亦为持续下降；
- 17年下半年至今该指标基本在 0 上下波动，关键：2019年开春

资料来源：WIND，光大证券研究所

中篇：19年行业需求有保护 逆周期因子，基建重回稳增长引擎

图表：制造业、房地产投资增速“亦步亦趋”（%）



11年后制造业、房地产投资增速图谱分析两者“亦步亦趋”：11-15年持续下行，16年后呈稳步回升

基础设施建设投资一直是我国政府调控经济的逆周期管理因子：09年4万亿、12年基建提速至20%、16年PPP，均对应着我国经济下行且有失稳迹象，国家通过基建拉回或托底经济；而07-08年经济过热、10-12年和16-18年房地产“过热”，国家主动调低基础设施建设投资规模。

图表：09、12年基础设施建设投资V型波动，15年小幅回升（%）



资料来源：WIND、光大证券研究所

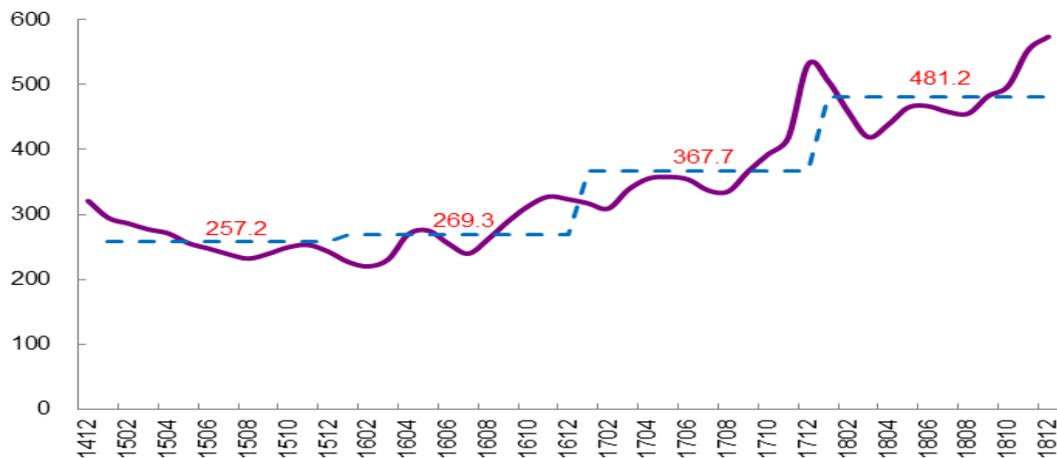
水泥：我们预计2019年需求增速高于2018年

- 仍然看好华东、中南和东南高景气，盈利能力虽不像前两年那样暴涨，但能稳定提升，提升幅度依次为东南、中南、华东。并重点关注华北水泥产销数据，如两位数增速持续，量价可期

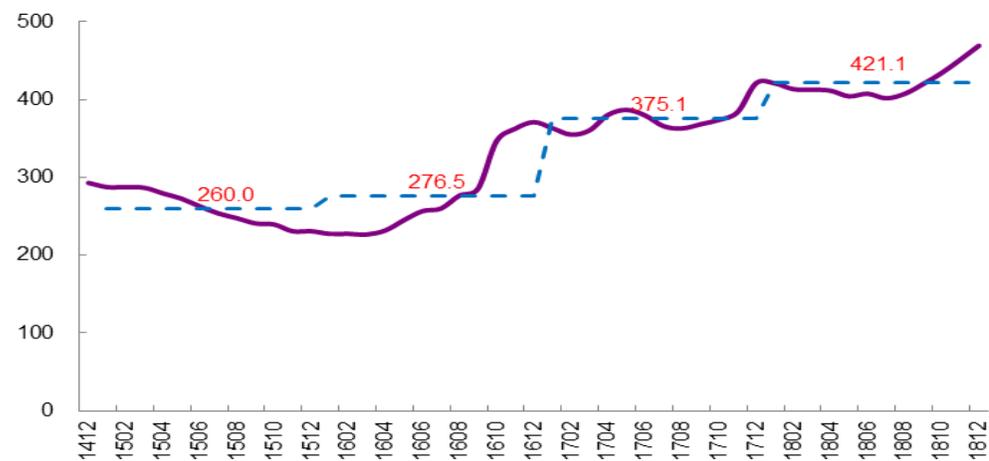
■ 理由

- 我们预计2018-2019年我国水泥产量增速分别为2.5%和3-5%，且不排除超预期可能
- 供给侧结构性改革和环保政策对供给端的约束或有微调，但仍将持续
- 行业供求边际仍向好的条件下，在位主导企业行业自律能力增强、心态稳定，进退有据
- 行业中观和公司微观基本面和估值托底，等待宏观预期改善

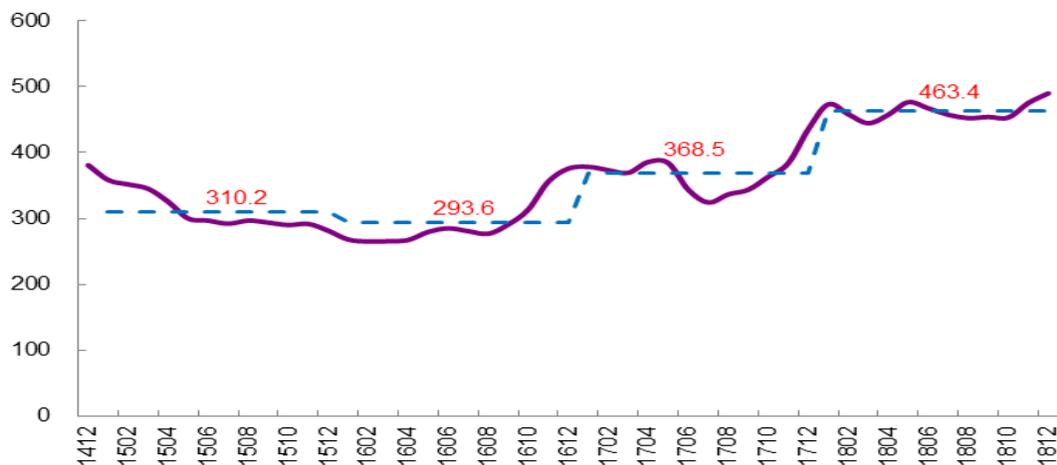
图表：华东区域PO42.5高标水泥市场价格图谱（元/吨）



图表：华北区域PO42.5高标水泥市场价格图谱（元/吨）



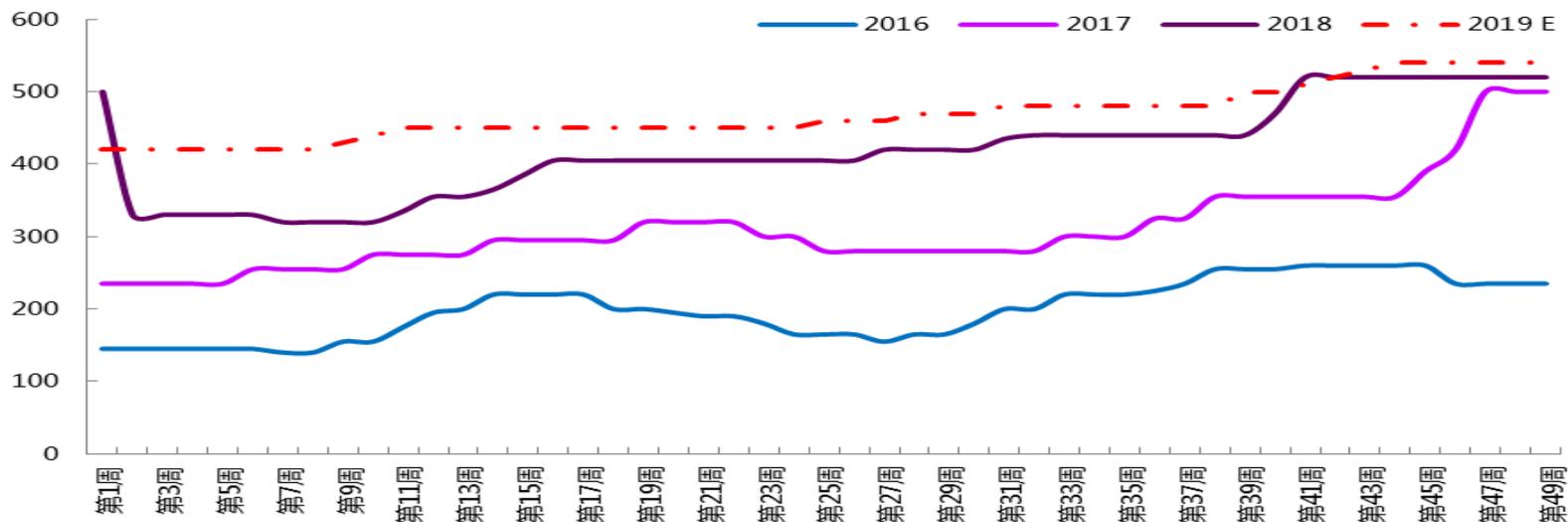
图表：东南区域PO42.5高标水泥市场价格图谱（元/吨）



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

水泥价格关键指标2019年预判

图表：泛长江流域沿江熟料价格运行规律及2019年预判（元/吨）



资料来源：数字水泥、光大证券研究所预测

结合行业供求格局的分析以及近几年沿江熟料价格波动趋缓的特点，我们预判沿江熟料2019年价格运行如图所示，2019年沿江熟料全年均价将高于2018年，并且相比2018年沿江熟料的价格差，呈现前高后平的特点

小建材：龙头强者更强，优选弹性和价值

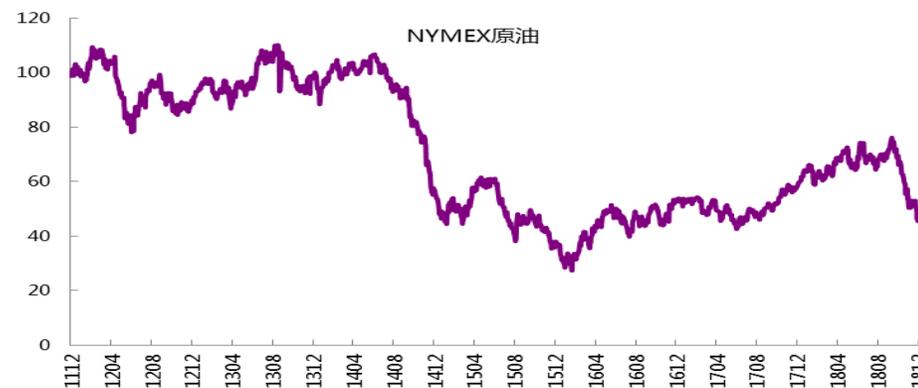
- 小建材细分子行业多，不乏颇具价值和成长的子行业龙头公司。17-18年在需求放缓，原料和能源成本持续上升的背景下，龙头公司竞争优势凸显，集中度持续提升
- 2019年，小建材需求端有保护，且国际原油价格预计将在50美元/桶上下波动，较18年高点近80美元/桶的价格大幅下跌
- **两条主线：**
 - 需求有保护，叠加盈利能力向上的弹性品种
 - 东方雨虹、建研集团
 - 业绩稳定，估值合理的行业龙头和白马
 - 中国巨石、伟星新材、山东药玻

小建材成本端重点关注原油价格变化

图表：ICE布油价格走势图谱（美元/桶）



图表：NYMEX原油价格走势图谱（美元/桶）



资料来源：WIND、光大证券研究所

防水材料、塑料管道、混凝土添加剂、涂料等多个建材子行业的原材料成本和能源成本受石油化工行业的产品供求变化和相关产品价格波动的影响较大。整个石油化工产业链产品的价格涨跌与国际原油价格变化息息相关

投资建议

- 不确定环境下追寻确定乃人之本性，过程会有反复，终会趋于确定。哪些是确定的呢？
- 水泥行业：配置海螺，优选华新、万年青、塔牌，关注港股华润水泥控股
- 小建材中优选估值合理，需求有保护，盈利能力向上的弹性品种，推荐东方雨虹、建研集团；长期视角，持续推荐估值合理的价值组合：中国巨石、伟星新材、山东药玻。

1、海螺水泥 业绩稳健，关注龙头软实力

- 水泥行业龙头，沿长江中下游和沿海持续建设或租赁中转库等水路上岸通道，与中建材合作设立多家海中建材贸易公司，完善市场布局提升控制力
- 进军“国际化”发展，东南亚、北非、中亚、南美等地多点开花；业务链亦逐步向上下游延伸
- 海螺成本费用管控业内最优，龙头现金牛。维持公司2018-2020年的盈利预测EPS5.14、5.67、5.96元，维持“买入”评级
- 风险提示：固投和房投增速下滑；原材料价格上涨和水泥价格下跌风险

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	55,931.90	75,310.82	100,253.76	106,359.22	111,740.99
营业收入增长率	9.72%	34.65%	33.12%	6.09%	5.06%
净利润(百万元)	8,529.92	15,854.67	27,223.91	30,056.60	31,558.47
净利润增长率	13.48%	85.87%	71.71%	10.41%	5.00%
EPS(元)	1.61	2.99	5.14	5.67	5.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.13%	17.73%	24.69%	23.19%	21.13%
P/E	18	9	6	5	5
P/B	2.0	1.7	1.4	1.2	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年1月4日收盘价计算。

股价表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、华新水泥 产能稳步扩张，低估值

- 产能主要布局中南和西南区域，为基建“补短板”重点发力地区，需求有较强支撑
- 西藏山南和日喀则产线投产，湖北黄石、云南禄劝新建产能，海外尼泊尔年底开工建设；骨料和环保业务持续扩大，上下游稳步延伸
- 泛长江流域价格联动，叠加行业错峰生产，业绩增长可期，估值低。维持18-20年公司盈利预测EPS为 3.41、4.18、4.58元，维持“买入”评级
- 风险提示：固投和房投增速下滑；原材料价格上涨和水泥价格下跌风险。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13,525.76	20,889.29	27,248.88	30,821.46	33,528.29
营业收入增长率	1.92%	54.44%	30.44%	13.11%	8.78%
净利润(百万元)	451.94	2,077.64	5,113.08	6,254.95	6,855.75
净利润增长率	339.82%	359.72%	146.10%	22.33%	9.61%
EPS(元)	0.30	1.39	3.41	4.18	4.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.52%	17.46%	30.81%	28.54%	24.82%
P/E	53	12	5	4	4
P/B	2.4	2.0	1.4	1.1	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年1月4日收盘价计算。

股价表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

3、万年青 区域龙头地位稳固，需求有保障

- 产能集中江西，紧邻华东华南等优势区域，东部基建投资支撑，城际铁路和轨道交通建设项目密集出台；地产新开工、施工需求持续向好，带动水泥需求表现较好
 - 区域水泥产能集中度高，虽有新增供给但并不影响现有竞争格局，公司龙头地位稳固，大企业间协同配合环保错峰生产，水泥价格一改过去“洼地”表现涨幅可观
 - 水泥业务量价齐升，混凝土业务势头良好，成本费用管控优，业绩快速增长。维持2018-2020年的盈利预测EPS 2.15、2.69、2.96元，维持“买入”评级
 - 风险提示：固投和房投增速下滑；原材料价格上涨和水泥价格下跌风险
- 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,657.77	7,093.81	10,192.89	12,199.87	13,234.25
营业收入增长率	1.34%	25.38%	43.69%	19.69%	8.48%
净利润(百万元)	229.25	462.63	1,320.70	1,652.09	1,813.97
净利润增长率	-7.79%	101.80%	185.48%	25.09%	9.80%
EPS(元)	0.37	0.75	2.15	2.69	2.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.18%	14.89%	31.35%	31.52%	28.91%
P/E	29	14	5	4	4
P/B	2.3	2.1	1.6	1.2	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年1月4日收盘价计算。

股价表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

4、塔牌集团 高分红率业内领先

- 深耕广东、福建市场多年，以“两个主业，双轮驱动”为布局，致力于做大做强水泥主业、整合提升混凝土产业
- 广东发改委补短板重大项目投资计划中，公路、轨交、航港、铁路等投资达1.8万亿元，珠三角基建建设及粤港澳大湾区一体化发展将持续拉动区域需求向好
- 历年股利支付率均40%以上，为业内最高水平。维持公司2018-2020年盈利预测EPS 1.51、1.96、2.16元，维持“买入”评级
- 风险提示：固投和房投增速下滑；原材料价格上涨和水泥价格下跌风险

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,629.17	4,564.08	6,747.54	8,380.44	9,239.44
营业收入增长率	-5.34%	25.76%	47.84%	24.20%	10.25%
净利润(百万元)	454.23	720.98	1,797.06	2,333.99	2,570.07
净利润增长率	19.22%	58.73%	149.25%	29.88%	10.12%
EPS(元)	0.38	0.60	1.51	1.96	2.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.71%	8.81%	18.68%	19.52%	18.13%
P/E	27	17	7	5	5
P/B	2.6	1.5	1.3	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年1月4日收盘价计算。

股价表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

5、东方雨虹 “渗透全国” 稳步实施，市占率持续提升

- “渗透全国” 战略稳步实施，产能布及华北、华东、华中、华南、西北、西南区域，销售辐射全国市场，同时积极应对市场，努力改善收益质量
- 行业龙头，产能迅速释放市占率提升，带动业务快速增长，成本端沥青价格大幅调整，盈利水平有望回升支撑业绩弹性释放
- 维持公司18-20年的盈利预测EPS 1.06、1.36、1.69元，维持“买入”评级
- 风险提示：宏观经济下行、需求不及预期，原材料价格上涨

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7,000.23	10,292.97	13,649.98	16,919.91	20,551.14
营业收入增长率	31.98%	47.04%	32.61%	23.96%	21.46%
净利润 (百万元)	1,028.71	1,238.84	1,588.38	2,029.71	2,526.24
净利润增长率	40.97%	20.43%	28.22%	27.79%	24.46%
EPS (元)	0.69	0.83	1.06	1.36	1.69
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.68%	18.45%	18.28%	19.25%	19.67%
P/E	61	50	39	31	25
P/B	12.5	9.3	7.2	5.9	4.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年1月4日收盘价计算。

股价表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

6、建研集团 检测及外加剂双轮驱动，市占率提升中

- 外加剂+检测业务双轮驱动。外加剂业务产能全国布局，具有较好的品牌知名度，积极开拓业务渠道，持续提升市场份额；检测业务推进“跨区域、跨领域”战略，通过投资和并购不断向外延展
- 公司检测业务前期布局进入收获季，内生外延齐发力；外加剂以提升市占率为目标，油价下跌，原材料环氧乙烷价格走弱，盈利能力将显著改善。维持18-20年盈利预测EPS 0.40、0.56、0.73元，维持“买入”评级
- 风险提示：固投快速下滑，减水剂成本快速增长，检测布局不及预期

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,384.93	1,997.66	2,499.12	3,065.34	3,629.36
营业收入增长率	2.94%	44.24%	25.10%	22.66%	18.40%
净利润(百万元)	167.28	191.09	280.47	389.76	503.87
净利润增长率	-17.21%	14.23%	46.77%	38.97%	29.28%
EPS(元)	0.24	0.28	0.40	0.56	0.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.85%	8.38%	11.10%	13.85%	15.86%
P/E	19	16	11	8	6
P/B	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年1月4日收盘价计算。

股价表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

7、伟星新材 收益高质量，稳健增长标的

- 塑料管道行业龙头，“零售、工程双轮驱动”战略持续推进，营收与利润一贯稳健增长
- 成本端原油产品价格回落，有助盈利能力回升
- 预计竣工面积将在2019年某个时点由负转正并体现较高增速，维持公司盈利预测18-20年EPS0.76、0.93、1.08元，维持“买入”评级
- 风险提示：宏观经济下行需求下滑；原油价格上涨致原材料成本上升

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,321.49	3,902.96	4,573.05	5,343.89	6,228.53
营业收入增长率	20.94%	17.51%	17.17%	16.86%	16.55%
净利润(百万元)	670.70	821.29	1,002.83	1,217.63	1,417.59
净利润增长率	38.46%	22.45%	22.10%	21.42%	16.42%
EPS(元)	0.51	0.63	0.76	0.93	1.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.42%	25.68%	27.33%	29.09%	29.84%
P/E	28	23	19	16	13
P/B	6.9	5.9	5.2	4.5	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年1月4日收盘价计算。

股价表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

8、中国巨石 玻纤龙头稳步扩张，全球布局持续推进

- 深耕行业，全球市占率20%上，大型池窑建设、大漏板加工、纯氧燃烧等核心技术方面处于全球领先地位
- 18年虽新增产能较多，但竞争格局相对稳定，龙头企业先发优势显著：新进企业产品低端竞争力弱且多处于盈亏平衡甚至是亏损
- 产能稳步扩张，国内智能制造基地，及埃、美、印基地有序投产，有效规避贸易壁垒并提高市场占有率；积极调整产品和客户结构，中高端产品占比持续提升。维持公司18-20年盈利预测EPS为0.76、0.92、1.11元，维持“买入”评级
- 风险提示：行业产能无序扩张致使玻纤产品价格下跌风险；汇率波动导致汇兑损失风险；贸易摩擦风险等

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7,446.33	8,651.55	10,252.48	12,073.21	14,464.65
营业收入增长率	5.55%	16.19%	18.50%	17.76%	19.81%
净利润 (百万元)	1,521.04	2,149.85	2,656.03	3,234.39	3,904.10
净利润增长率	54.73%	41.34%	23.54%	21.78%	20.71%
EPS (元)	0.43	0.61	0.76	0.92	1.11
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.87%	17.27%	18.48%	19.24%	19.78%
P/E	22	16	13	10	9
P/B	3.1	2.7	2.3	2.0	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年1月4日收盘价计算。

股价表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

9、山东药玻 药用玻璃细分龙头，业绩稳健增长

- 国内药用玻璃龙头，受益行业集中度上升及药品安全监管严格带来的市占率和中性硼硅玻璃产品占比提升，业绩稳健增长
- 仿制药新政和药物注射剂研发技术指导出台，关联评审和共同评审政策稳步推进，药品质量安全为监管重点，制药企业承担主责。药包材相容性与安全性从严，药用玻璃逐步从钠钙和低硼硅向中性硼硅升级，持续利好龙头发展
- 一级耐水药用玻璃管制瓶项目投产可期，新型耐碱玻璃量产成功推广并持续拓展国内外市场，将不断增厚公司业绩。维持公司18-20年的盈利预测EPS 0.80、1.00、1.22元，维持“买入”评级
- 风险提示：需求不及预期风险、原材料燃料价格上升风险、产品价格上涨不及预期风险、汇率波动带来的汇兑损失风险

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,057.47	2,330.49	2,617.19	2,935.29	3,248.64
营业收入增长率	19.40%	13.27%	12.30%	12.15%	10.68%
净利润(百万元)	189.60	262.76	341.96	425.29	516.83
净利润增长率	30.40%	38.58%	30.14%	24.37%	21.52%
EPS(元)	0.45	0.62	0.80	1.00	1.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.23%	8.08%	9.77%	11.14%	12.31%
P/E	41	30	23	18	15
P/B	2.6	2.4	2.2	2.1	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年1月4日收盘价计算。

股价表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

风险提示

- 基建和房地产投资不达预期
- 原材料上涨超预期
- 国际地缘政治风险等

谢谢观看！

THANK YOU!

光大证券研究所建材研究团队

陈浩武
首席分析师

执业证书编号：S0930510120013

电子邮件：chenhaowu@ebscn.com

联系电话：021-52523816

胡添雅
分析师

执业证书编号：S0930518110002

电子邮件：hutianya@ebscn.com

联系电话：021-52523817

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。