

# 农林牧渔行业

## 大宗农产品专题之四：白糖之研究方法篇

分析师：王乾



SAC 执证号：S0260517120002



021-60750697



gfwangqian@gf.com.cn

分析师：张斌梅



SAC 执证号：S0260517120001



021-60750607



zhangbinmei@gf.com.cn

请注意，王乾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。

### 核心观点：

#### ● 白糖周期特征：中枢向上的长周期

回顾 2000 年至今，白糖一共经历了 2 个完整的价格周期。根据历史情况，有 4 点发现，1) 周期漫长：包括牛、熊市在内的一个完整的白糖周期一般长达 5-6 年，周期长短和峰值正相关，峰值越高，周期持续的时间一般越长；2) 牛熊时长均衡：2000 年至今，牛市周期平均历时 2.5 年（30 个月），熊市周期平均历时 2.7 年（32 个月），时长较为均衡；3) 价格中枢上移：牛市平均涨幅高达 119.21%，熊市平均跌幅为 51.4%。涨跌幅不对称，价格中枢长期向上移动；4) 触发时点：周期反转时点多发生于新旧榨季交接月份。

#### ● 复盘：国内外同步减产终结熊市，牛市顶部可见连续抛储

通过对白糖上两轮周期的复盘，我们可以总结以下规律：1) 熊市终结往往来自于国内与全球市场的同步大幅度减产，如 2009 年的中国、巴西减产；2) 大牛市触发需要宏观层面或天气的双重配合，如 2011 年的商品牛市、2016 年印度由于干旱大幅减产；3) 牛市的终结的主要讯号开始于国储糖的连续抛储，同步伴随种植面积扩张；4) 熊市加剧下行阶段则多来自于超预期的天气条件、补贴或收购价维持高位带来持续增产等。

#### ● 消费稳健，核心变量见外糖与关税变化

2015 年以后，对糖产业的保护政策频频出台，合法进口数量明显下滑，市场由供给过剩步入紧平衡状态：供应端存在超 200 万吨的缺口，市场通过涨价寻找边际成本更高的供应，现货价曲线在配额外进口成本上运行，抛储与走私成为重要补充；消费端较难观测，但根据中国糖业协会，截止 2019 年 3 月份 18/19 榨季销糖率 49.4%，同比上升 8.3 个百分点，且新增工业库存同比减少 10.55%，可侧面说明糖消费依旧平稳，并未见大幅收缩的迹象。

在保护性关税（延续至 2020 年 5 月）、走私糖管理趋严的作用下，内糖供应处于紧平衡，价格伴随外糖价格顺势而动，因此在关税、进口、收购价保护的政策未有重大变动的情况下，外糖供需实为此阶段研判国内糖价的重点。

#### ● 风险提示

国内糖料价格受政府保护，并非完全市场化，其定价、补贴方式具有一定不可预见性；中国，包括海外如巴西、印度、泰国等主要产糖国的产业政策（如关税、补贴以及替代产业补贴）亦对糖价有较大影响，具有一定不可预见性；全球天气对甘蔗生产具有较大影响，存在不可预见性。

### 相关研究：

大宗农产品专题之三：小麦小幅减产，高品质新麦料温和上涨

2018-08-12

大宗农产品专题之二：高粱反倾销初裁落地，国内市场影响有限

2018-04-18

## 目录索引

探求“甜蜜周期”的轮回轨迹 .....	4
特征: 中枢向上的长周期 .....	4
逻辑: 发散型蛛网模型 .....	5
要素: 短期纷繁, 长期看供需 .....	6
复盘: 国内外同步减产终结熊市 .....	6
保护性关税下的产需紧平衡 .....	7
供给多元: 从单一糖源到多糖源 .....	7
工业库存: 消费的一个侧面 .....	9
核心变量: 外糖与关税 .....	10
风险提示 .....	14

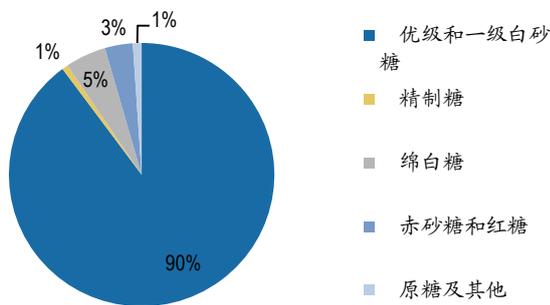
## 图表索引

图 1: 白砂糖是最主要的食糖产品 (2015/16 榨季) .....	4
图 2: 白糖现价周期波动 (元/吨) .....	4
图 3: 糖价周期一般长达 5-6 年, 涨多跌少的周期规律不断演绎 .....	5
图 4: 产量和消费的弹性存在差异 .....	5
图 5: 当期产量和前期价格走势呈现正相关 .....	5
图 6: 食糖产业链结构 .....	6
图 7: 白糖周期复盘 .....	7
图 8: 09/10 榨季之前, 产需缺口是定价锚 .....	8
图 9: 09/10 以后, 国内产需缺口扩大 .....	8
图 10: 白糖现货价和进口成本走势图 .....	9
图 11: 国内市场市场的 4 大供给来源占比 (17/18 榨季) .....	9
图 12: 销糖率小幅走高 .....	10
图 13: 食糖工业库存同比减少 .....	10
图 14: 无论配额内外, 进口糖依旧存在利润空间 .....	11
图 15: 2017 年之前, 我国进口糖数量维持高位 .....	11
图 16: 糖料成本占白糖生产成本的 70% 左右 .....	12
图 17: 我国糖料收购价远高于巴西和泰国 .....	12
图 18: 生产成本不断增加推动白糖价格中枢上移 .....	12
图 19: 人工成本带动甘蔗种植成本增加 (元) .....	13
图 20: 糖价波动率大于糖料成本波动率 (元/吨) .....	13
图 21: 我国进口食糖来源国 (2018 年) .....	14
表 1: 中国食糖供需平衡表 (万吨) .....	11
表 2: 可比公司估值表 .....	14

## 探求“甜蜜周期”的轮回轨迹

根据《中国食品工业年鉴》的数据，2015/16榨季国内白糖的产量占比食糖约90%，是最主要的食糖产品。根据广西糖网的数据，自2016年底创下阶段性高点（7140元/吨）之后，市场结束长达2年左右的牛市，步入熊途，截止4月9日，柳州白糖现货价收于5232元/吨，较16年底高点下跌26%，然而伴随着2018/19榨季收榨，增产格局基本确认，漫漫熊市何时才能见底？本篇报告旨在给出白糖的分析框架，从纷繁因素中找寻关注重点。

图1：白砂糖是最主要的食糖产品（2015/16榨季）



数据来源：《中国食品工业年鉴》、广发证券发展研究中心

图2：白糖现价周期波动（元/吨）



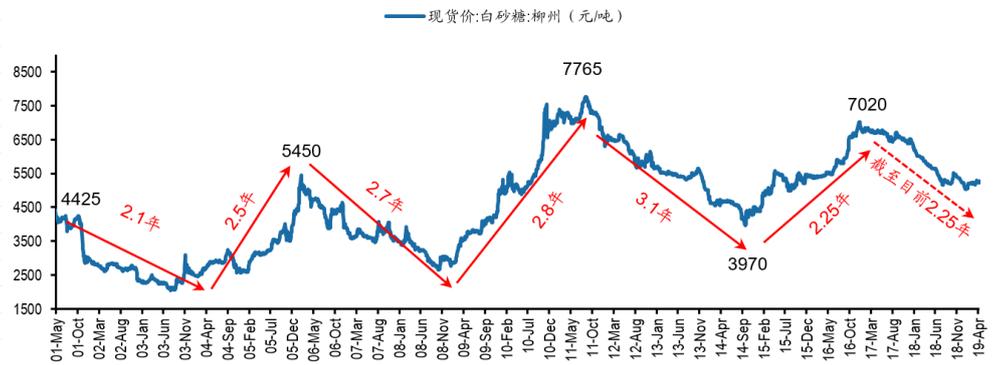
数据来源：广西糖网、广发证券发展研究中心

### 特征：中枢向上的长周期

回顾2000年至今，白糖一共经历了2个完整的价格周期。根据历史情况，我们发现：

- 周期漫长：包括牛、熊市在内的一个完整的白糖周期一般长达5-6年，周期长短和峰值正相关，峰值越高，周期持续的时间一般越长；
- 牛熊时长均衡：2000年至今，牛市周期平均历时2.5年（30个月），熊市周期平均历时2.7年（32个月），时长较为均衡；
- 价格中枢上移：牛市平均涨幅高达119.21%，熊市平均跌幅为51.4%。涨跌幅不对称，价格中枢长期向上移动；
- 触发时点：周期反转时点多发生于新旧榨季交接月份。

图3: 糖价周期一般长达5-6年, 涨多跌少的周期规律不断演绎



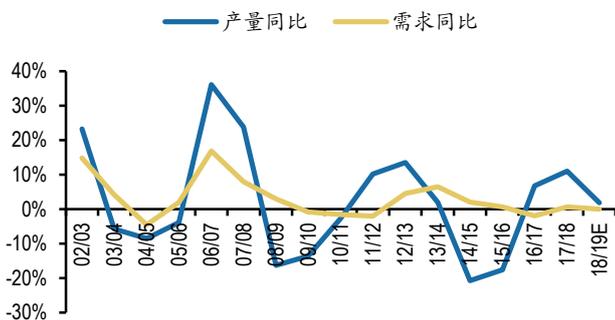
数据来源: 广西糖网、广发证券发展研究中心

### 逻辑: 发散型蛛网模型

尽管糖价影响因素众多, 但简化来看依旧适用发散型蛛网模型理论, 供给带动价格波动的影响力更大。

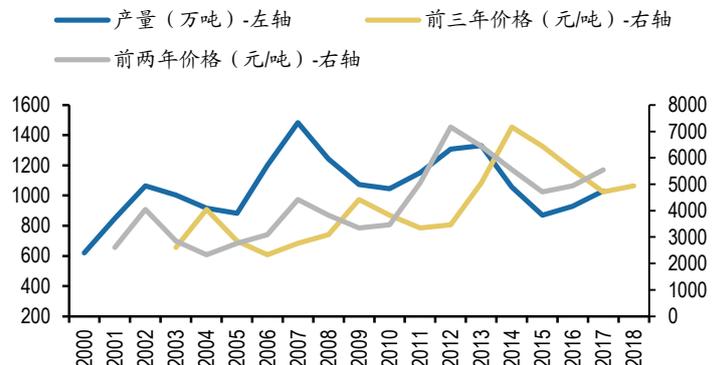
- 弹性不对称性: 从长周期看, 供给和需求都富有弹性, 但就中短周期而言, 食糖供给富有弹性, 需求缺乏弹性, 且随着近些年来替代品的需求分流和宏观经济走弱, 需求平滑化这一阶段性特征难以解除。
- 供需不同步性: 蛛网模型要求生产者根据当期价格来决定未来产量, 这一供给者思维无论在糖料的种植端还是中游加工均显著存在, 我们发现当期产量和前期价格均存在着明显的正相关关系。

图4: 产量和消费的弹性存在差异



数据来源: 中国糖协、广发证券发展研究中心

图5: 当期产量和前期价格走势呈现正相关



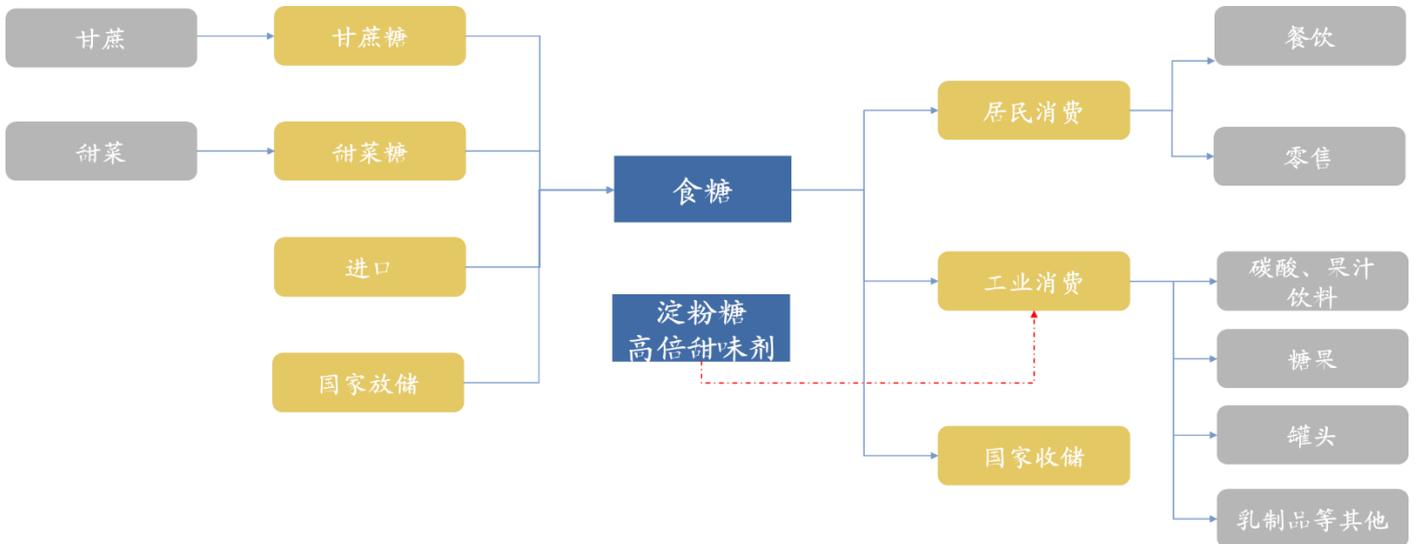
数据来源: 中国糖协、广西糖网、广发证券发展研究中心

### 要素：短期纷繁，长期看供需

价格变动的实质是供求关系的此消彼长，通过梳理食糖产业链可以获得周期运行的主要影响要素。

- 需求端：食糖消费主要有民用和工业两种用途，民用消费是城乡居民把食糖作为调味品的消费，工业消费主要是含糖食品的甜味剂需求，两种共同决定食糖市场空间。
- 常规行业政策变量：作为平抑价格波动的缓冲洼地，国储成为政府之手调节市场供求关系的关键渠道，糖价过低时国家收储、糖价过高时国家放储。
- 供给端：国产食糖以甘蔗糖为主，甜菜糖为辅；全球价格竞争力之战下，进口糖日益成为我国食糖供给的重要力量。
- 竞争品的替代效应：作为工业消费可替代品，淀粉糖和高倍甜味剂等新型甜味剂的崛起，冲击“甜味之王”的市场版图。
- 外生性变量：天气条件、全球宏观环境、全球政治等。

图6：食糖产业链结构



数据来源：广西糖网、布瑞克农业、广发证券发展研究中心

### 复盘：国内外同步减产终结熊市

通过对白糖上两轮周期的复盘，我们可以总结以下规律：

- 1) 熊市终结往往来自于国内与全球市场的同步大幅度减产，如2009年的中国、巴西减产；
- 2) 大牛市触发需要宏观层面或天气的双重配合，如2011年的商品牛市、2016年印度由于干旱大幅减产；
- 3) 牛市的终结的主要讯号开始于国储糖的连续抛储，同步伴随种植面积扩张；
- 4) 熊市加剧下行阶段则多来自于超预期的天气条件、补贴或收购价维持高位带来持续增产等。

图7：白糖周期复盘



数据来源：公开资料整理、Wind、广发证券发展研究中心

## 保护性关税下的产需紧平衡

### 供给多元：从单一糖源到多糖源

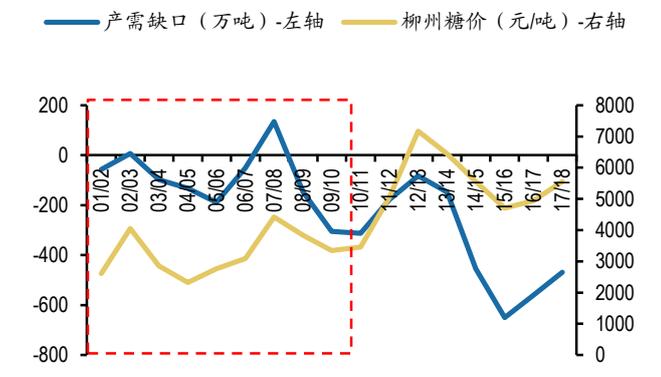
我国市场是从单一糖源到多糖源供给的演变过程，而定价也从单一锚到多种糖源成本之间切换，目前国内食糖市场存在3大糖源：国产糖、进口糖（包括正常渠道进口和非正常渠道进口）和国储糖，其中根据中国糖业协会的数据，2017/18榨季国产糖产量1031万吨，国储糖库存和进口糖紧随其后，分别为600万吨和530万吨（其中正常渠道进口为243万吨）。

- 2009/10榨季之前，国内产量基本自给自足，产需缺口始终维持在200万

吨以内，进口的存在使得市场供过于求，此时：1) 供给过剩状态下，价格由边际成本更低的糖源决定，供需缺口是定价锚，直接决定价格，缺口大，价格上行，缺口小，价格走弱。2) 对外依赖性有限，内外联动较低。

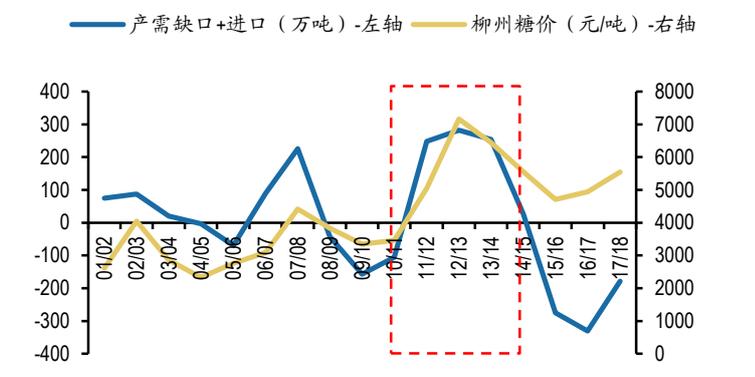
- 2010/11-2013/14榨季，国产糖遭遇瓶颈，随着需求稳定增长，供需缺口突破200万吨，并呈扩大趋势。国内糖价存在上行压力，且随着外盘走弱，进口利润空间开始打开以刺激进口满足消费，此时，1) 供需缺口无法直接决定价格，国内价格主要由国产糖和进口糖共同决定；2) 内外联动性加强，周期共振导致国内糖价步入长达3年的熊市；3) 进口过多导致国内供需充足，配额内进口成本成为国内现货的定价锚，配额外进口价格倒挂，现货价曲线运行在配额内外成本曲线之间；4) 进口利润打开，非正常渠道进口糖不容忽视，成为影响糖价的不确定性因素。
- 2015年以后，政策之手调节市场，因限制进口、延后进口、进口许可证以及保护性关税等政策频频出台，合法进口数量明显下滑，市场由供给过剩步入紧平衡状态，此时，1) 考虑正常渠道进口和国内产量之后，市场依旧存在超过200万吨的供给缺口；2) 为了满足需求，市场通过涨价的方式以寻找边际成本更高的供应，现货价曲线在配额外进口成本上运行；3) 非正常渠道进口和国家抛储成为弥补市场缺口、确定供求关系的重要糖源，也是影响价格的不确定因素。

图8: 09/10榨季之前，供需缺口是定价锚



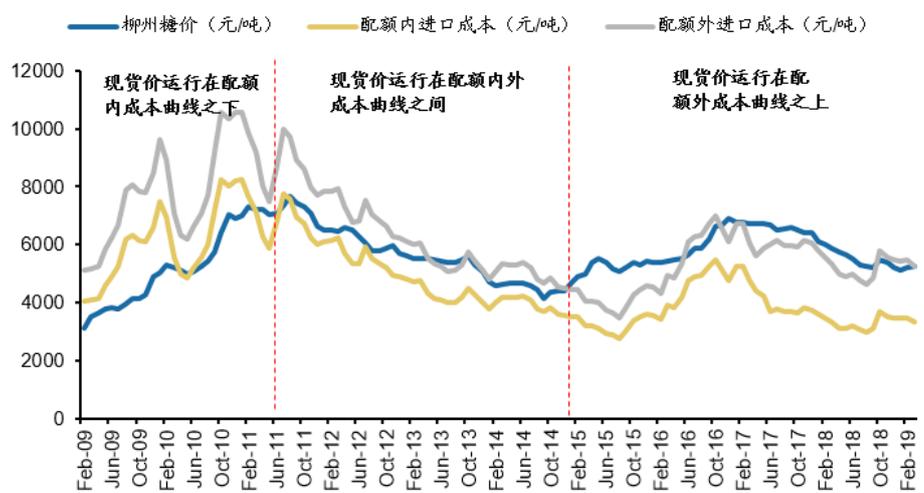
数据来源：中国糖协、广发证券发展研究中心

图9: 09/10以后，国内供需缺口扩大



数据来源：中国糖协、广发证券发展研究中心

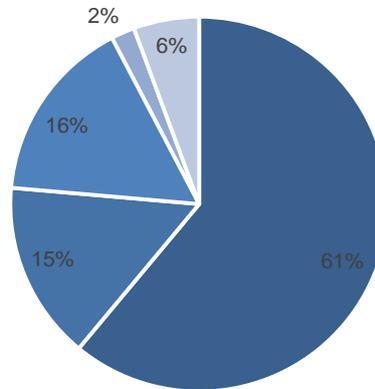
图10: 白糖现货价和进口成本走势图



数据来源: 海关总署、布瑞克农业、广西糖网、广发证券发展研究中心

图11: 国内市场市场的4大供给来源占比 (17/18榨季)

■ 食糖产量 ■ 食糖进口量 ■ 非常规进口量 ■ 国储放储 ■ 商业库存



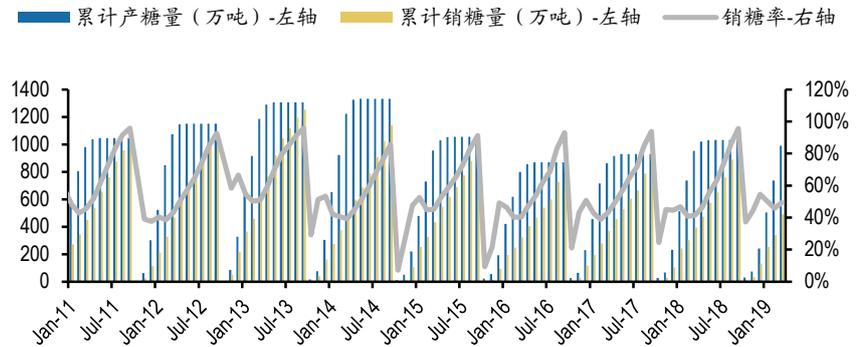
数据来源: 中国糖业协会、海关总署、广发证券发展研究中心

### 工业库存: 消费的一个侧面

18/19榨季北半球主产国(中国、印度、泰国等)均处于增产状态下,全球库存预计进一步累积。但反观国内,根据中国糖业协会的数据,18/19榨季开始以来,尽管出现小幅增产,但行业销糖率却小幅走高,截止19年3月份,本榨季销糖率49.4%,同比上升8.3个百分点,与此同时,新增工业库存减少,截止3月份,本榨季度新增工业库存500.70万吨,同比减少10.55%。

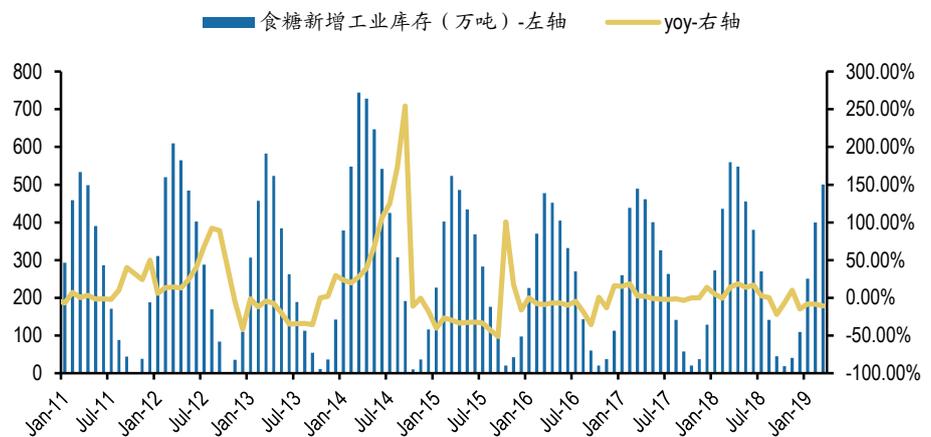
由于白糖价格仍处于底部区域，前期经历了漫长的下跌，工业库存囤积意愿不强，而目前销售进程加快、库存收缩，从侧面也说明了白糖的整体消费依旧平稳，并未见大幅收缩的迹象。

图12: 销糖率小幅走高



数据来源：中国糖业协会、广发证券发展研究中心

图13: 食糖工业库存同比减少



数据来源：中国糖业协会、广西糖网、广发证券发展研究中心

### 核心变量：外糖与关税

由于我国食糖市场存在产需缺口，需对外进口以满足消费需求。按照加入WTO的承诺，我国每年食糖进口关税配额总量为194.5万吨，配额内关税税率15%，配额外关税税率50%（2017年5月之前）。根据中国糖业协会的数据，2009/10榨季我国食糖进口量仅为国内产量的13.8%，2014/15榨季已增至45.5%，进口糖逐年增加的原因在于内外明显的价差，即使在配额外，外糖较国产糖依旧存在利润空间。

表1: 中国食糖供需平衡表(万吨)

	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20
期初库存	355	217	191	527	809	1128	1238	1078	851	746	701
产量	1073	1045	1175	1310	1332	1056	870	929	1031	1050	1030
进口	148	206	426	366	402	480	366	226	243	260	260
国内总供给	1576	1468	1792	2203	2543	2664	2474	2233	2125	2056	1991
出口	9	7	5	5	4	6	15	13	19	15	15
国内消费	1350	1270	1260	1390	1410	1420	1380	1370	1360	1340	1370
国内总消费	1359	1277	1265	1395	1414	1426	1395	1383	1379	1355	1385
期末库存	217	191	527	809	1128	1238	1078	851	746	701	606
库存消费比	16%	15%	42%	58%	87%	87%	77%	62%	54%	52%	44%

数据来源: 中国糖业协会、布瑞克农业、广发证券发展研究中心

注: 不考虑走私

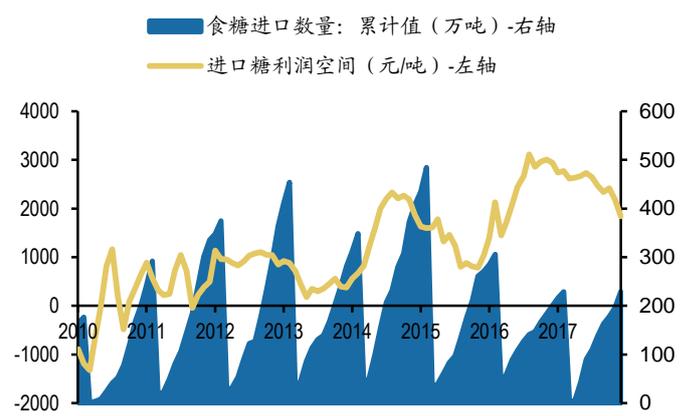
图14: 无论配额内外, 进口糖依旧存在利润空间



数据来源: 布瑞克农业、广西糖网、广发证券发展研究中心

注: 利润空间=南宁糖价-进口巴西糖成本

图15: 2017年之前, 我国进口糖数量维持高位



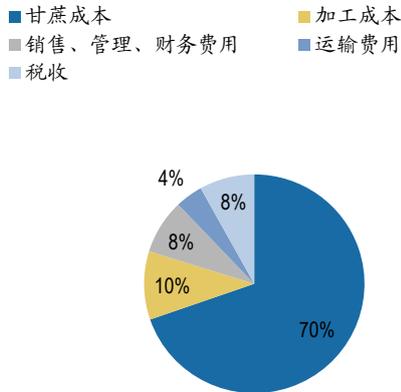
数据来源: Wind、海关总署、广发证券发展研究中心

注: 配额内利润空间=(柳州糖价+南宁糖价)/2-(进口巴西糖价+进口泰国糖价)/2

造成这一现象的根源在于国产糖成本劣势。我国制糖成本主要包括糖料成本、加工成本、运输成本、费用、税收五个部分, 其中糖料成本是最主要部分, 占比70%左右。纵观世界糖业, 我国糖料收购价格远高于国外主产国, 以2015/16年为例, 根据《中国轻工业年鉴》和布瑞克农业的数据, 我国甘蔗收购价为448元/吨, 巴西和泰国的甘蔗收购价分别为154元/吨和142元/吨, 仅占我国的34.5%、31.8%, 过高的糖料成本导致我国糖业从产品起点就丧失成本领先的可能性, 而通过产业价值链的传导, 成本的累积效应在消费端表现为内外剪刀差。

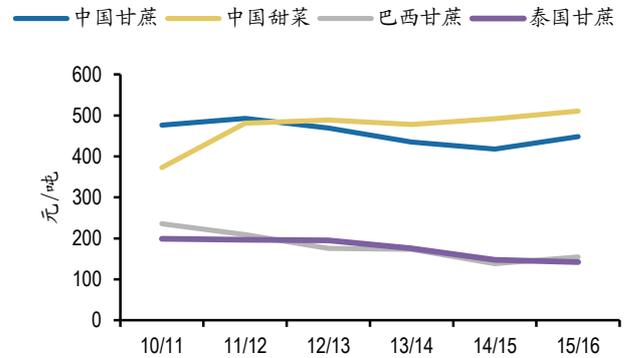
企业在边际成本曲线上生产, 长期看, 当价格低于厂家生产平均总成本的时候, 企业亏损。按照12%的产糖率, 70%的成本占比测算糖业成本曲线, 我们发现生产成本与糖现货价格呈现较好的趋势一致性。

图16: 糖料成本占白糖生产成本的70%左右



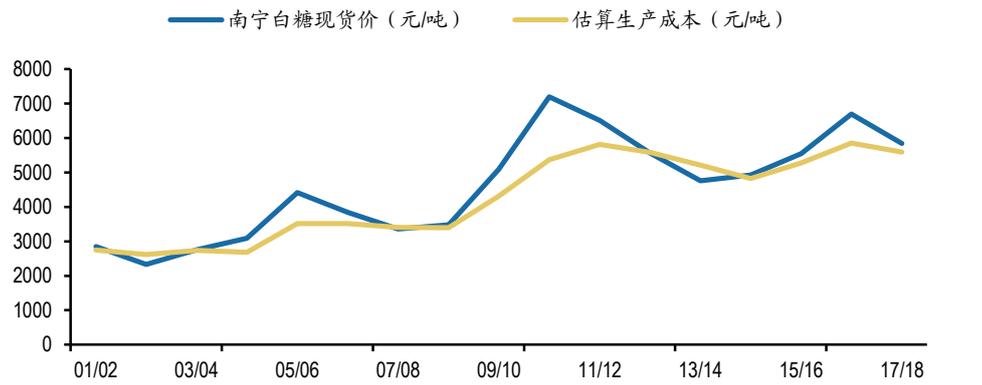
数据来源: 中国糖业协会、广发证券发展研究中心

图17: 我国糖料收购价远高于巴西和泰国



数据来源: 《中国轻工业年鉴》、布瑞克农业、广发证券发展研究中心

图18: 生产成本不断增加推动白糖价格中枢上移



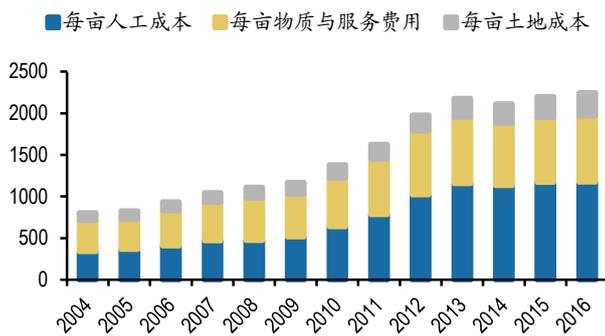
数据来源: 布瑞克农业、广西糖网、广发证券发展研究中心

追本溯源, 这是农村经济模式和政府保护定价共同作用下的必然结果。

- 种植效率低、机械化水平不足是制约我国农作物成本曲线的技术因素, 而当劳动力相对资本的比较优势减弱, 这种模式的弊端越发突出。我国白糖主产地在广西、云南, 而受制于地形 (广西喀斯特地貌、云南地处云贵高原) 和经济条件限制, 除了地势平坦、临近大城市的甘蔗地, 许多边远地区的甘蔗种植和收割无法采取机械化, 只能采取人工种植和砍蔗收割, 而随着国内劳动力成本水涨船高, 甘蔗种植成本逐年增加。
- 我国政府为了保证农民利益, 对糖料收购价格实行与食糖价格挂钩联动、糖料款二次结算的管理办法。以广西为例说明, 每个榨季广西各市可以根据市情确定甘蔗收购底价即首付价, 并对对应的制糖企业一级白砂糖基准销售价格实行挂钩联动。以2017/18榨季为例子, 各市在500元/吨的统一首付价的基础上上下浮动10元/吨自主确定普通糖料蔗收购首付价。当一

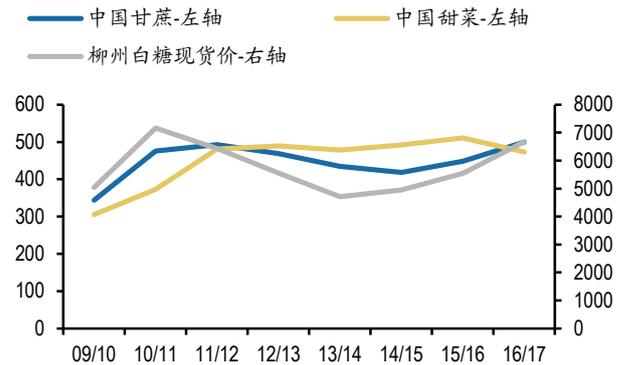
级白砂糖销售平均价格超过基准销售价格时，蔗价进行二次结算，各榨季二次蔗糖结算价格与白砂糖平均含税销售价格联动系数约为6%（即食糖平均销售价格上涨100元/吨，则甘蔗收购价格相应上涨6元/吨，于二次结算时支付给蔗农）。为了保证农民种植甘蔗的积极性，政府在当年确定首次收购价格后，不会随糖价下跌而降低当年糖料蔗的收购价格。基于不对等的经济关系，当糖价上涨时，蔗农可以获得部分非市场定价收益，当糖价下跌时，制糖企业需要承担大部分损失。

图19: 人工成本带动甘蔗种植成本增加（元）



数据来源：《全国农产品成本效益收益资料汇编》、广发证券发展研究中心

图20: 糖价波动率大于糖料成本波动率（元/吨）

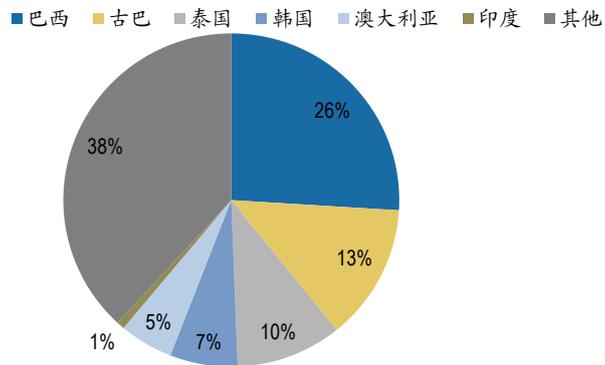


数据来源：《中国轻工业年鉴》、广西糖网、广发证券发展研究中心

伴随2017年全球白糖步入下行周期，而中国各类糖进口逐年上升，对国内白糖产业产生持续损害。根据商务部建议，国务院关税税则委员会决定自2017年5月22日起对进口食糖产品实施保障措施。保障措施采取对关税配额外进口食糖征收保障措施关税的方式，实施期限为3年且实施期间措施逐步放宽，自2017年5月22日至2018年5月21日税率为45%，2018年5月22日至2019年5月21日税率为40%，2019年5月22日至2020年5月21日税率为35%。保障措施的实施导致配额外进口食糖成本激增，价格竞争力大幅下降。除此之外，我国自2014年11月份开始将配额外进口的食糖纳入自动进口许可证管理，并对进口企业限定进口量上限，按照规定无论配额外内，必须要申请，通过后方可进口，相当于给进口糖多加设了一道闸门，配额外自动进口许可证的发放有所收紧，并且是按月下发。政策双管齐下致使2016/17榨季开始我国进口糖量大幅减少。

根据海关总署数据，外糖可通过两个渠道进入我国市场：合法进口和非正常渠道进口。根据海关总署的数据，我国正常渠道进口食糖主要来自于巴西（26%）、古巴（13%）、泰国（10%）、韩国（7%）和澳大利亚（5%）。

图21: 我国进口食糖来源国 (2018年)



数据来源: 海关总署、广发证券发展研究中心

注: 不考虑走私

非正常渠道进口(走私)是洋糖进入中国市场的另一渠道,内外糖的巨大价差是走私盛行的重要原因。随着保护措施关税的实施,配额外洋糖利润空间收窄,产业仍需警惕非正常渠道进口糖的出现,但是随着国内相关部门对走私打击力度的加大,白糖走私的总体势头有望得到遏制。

通过上述分析我们得到一个结论,即在保护性关税(延续至2020年5月)、走私糖管理趋严的共同作用下,国内食糖供需维持紧平衡状态,价格伴随外糖价格顺势而动,因此,在国内关税、进口、收购价保护的政策未有重大变动的情况下,外糖供需情况实为此阶段研判国内糖价的重点。

表2: 可比公司估值表

股票简称	股票代码	货币	股价		EPS		PE	
			2019/4/10	2019E	2020E	2019E	2020E	
中粮糖业	600737.SH	RMB	10.73	0.58	0.79	18.62	13.61	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 表中盈利预测均来自 Wind 一致预测

## 风险提示

国内糖料价格受政府保护,并非完全市场化,其定价、补贴方式具有一定不可预见性;

中国,包括海外如巴西、印度、泰国等主要产糖国的产业政策(如关税、补贴以及替代产业补贴)亦对糖价有较大影响,具有一定不可预见性;

全球天气对甘蔗生产具有较大影响,存在不可预见性。

## 广发农林牧渔行业研究小组

- 王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士。2017年新财富农林牧渔行业入围；2016年新财富农林牧渔行业第四名，新财富最具潜力分析师第一名，金牛奖农林牧渔行业第一名。2017年加入广发证券发展研究中心。
- 张斌梅：资深分析师，复旦大学管理学硕士，主要覆盖饲料、种植业和大宗农产品。2017年加入广发证券发展研究中心。
- 钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，主要覆盖畜禽养殖和农产品加工。2017年加入广发证券发展研究中心。
- 郑颖欣：联系人，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，主要覆盖动物保健、水产板块和宠物行业。2017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 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	510627	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）。

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。