

建筑材料行业

2019年7月数据点评：需求景气延续，行业有结构性机会

分析师：邹戈

分析师：谢璐

分析师：赵勇臻



SAC 执业证号：S0260512020001



SAC 执业证号：S0260514080004



SAC 执业证号：S0260519040002



021-60750616



021-60750630



021-60750614



zouge@gf.com.cn



xielu@gf.com.cn



zhaoyongzhen@gf.com.cn

请注意，邹戈、赵勇臻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。

地产平稳回落有韧性，基建处于底部区域。据国家统计局数据，2019年1-7月份，商品房销售面积同比增速-1.3%，增速环比2019年1-6月份上升0.5个百分点，增速比上一年同期回落5.5个百分点，销售表现出较强的韧性；全国新开工面积同比增速9.5%，增速环比2019年1-6月份回落0.6个百分点，增速比上一年同期回落4.9个百分点，在去年高基数情况下仍有较高增长；全国房地产开发投资同比增速10.6%，增速环比2019年1-6月份回落0.3个百分点，增速比上一年同期高1.2个百分点，其中建安投资增速5.7%，增速环比1-6月份提升0.3个百分点，较上一年同期高9.8个百分点；全国施工面积同比增速9.0%，环比2019年1-6月份上升0.2个百分点，增速比上一年同期高6.0个百分点；建安投资和施工面积增速数据显示出地产施工情况较好。7月份的地产数据整体符合我们在此前判断，一是因城施策的政策基调、一二三四线城市地产销售的周期错位，以及贷款利率回落，使得房地产销售回落速度较缓；二是本轮房地产周期“补库存”时间晚，低库存使得房地产新开工更有韧性；三是地产施工今年保持回升态势。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）1-7月同比增长3.80%，增速环比2019年1-6月份回落0.3个百分点，增速比上一年同期低1.9个百分点。基建数据持续小幅反弹后，7月数据基本保持平稳，但由于投资统计的是“完成额”，目前看到的基建完成额反映的主要是上一期影响。1-7月与基建项目相关的财政支出类别合计增速为13%，较1-6月回落2.2个百分点。其中交通运输支出同比增长21.1%，城乡社区支出增长11.2%，农林水支出增长10.3%。往后展望1年，经济下行压力持续增加背景下，稳增长的动力在增强，有利于基建需求回升。

水泥保持高景气，玻璃景气上行，需求旺盛；大庆可能带来旺季滞后。据数字水泥网和玻璃信息网，2019年1-7月全国水泥产量12.6亿吨，同比增速7.2%（2019年1-6月累计增速6.8%，2018年同期增速-0.3%），其中，7月份水泥单月产量2.1亿吨，同比增长7.5%；同时我们可以结合周度频率的出货率和库容比数据一起来看，2019年的日出货率达到旺季水平（八成以上）时间明显早于2018年（进入旺季后出货率接近饱满后相差不大），而2019年的库容比略高于2018年，再结合产量较高增长来看，水泥行业的供需场景应该是需求保持旺盛（出货率好），供给有所松动（库存比去年同期略高），整体供需关系仍处于偏紧态势（体现为库容比绝对值仍然很低），所以今年以来水泥价格保持高位震荡态势，截至8月16日，全国水泥均价比去年高出11.19元/吨，熟料均价比去年低5.75元/吨。1-7月全国平板玻璃产量5.4亿重箱，同比增速7.0%（2019年1-6月累计增速6.8%，上一年同期增速-0.4%），同时近期玻璃库存持续下降、玻璃价格反弹，近期供给有所收缩，需求有所回升。接下来需要关注的是国庆大庆对于行业供给及需求的扰动，预计大庆可能使得旺季滞后。

不好的只是少数地区。整体来看，北方的京津冀、陕甘地区需求明显回暖，长三角、川渝滇、豫鄂地区需求延续高景气，两广地区表现不好，贵州表现最差。

投资建议：继续看好结构性机会。首先，重点看好行业格局改善、有中期成长逻辑的优质公司：一是看好行业格局好、具备定价能力的山东药玻、北新建材，二是看好行业集中度在提升，中期有较大成长空间、有品牌力的三棵树。其次，往后展望1年，水泥行业景气度仍有望保持；看好区域景气度向上、ROE向上的北方核心区域龙头公司祁连山和冀东水泥；对于高景气延续、估值较低的海螺水泥（600585.SH/00914.HK）、华新水泥不悲观。

风险提示：宏观经济继续下行风险，货币房地产等宏观政策大幅波动风险，行业新投产产能超预期风险，原材料成本上涨过快风险，能源结构转变过快风险，公司管理经营风险。

相关研究：

旧改专题报告：旧改风起，防水、建筑涂料、塑料管材受益明显

2019-08-13

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：李振兴 010-59136627 lizhenxing@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海螺水泥	600585.SH	RMB	38.84	2019/4/29	买入	45.55	5.33	5.16	7	8	4	4	22%	19%
海螺水泥	00914.HK	HKD	44.05	2019/4/29	买入	55.25	5.33	5.16	8	9	4	4	22%	19%
华新水泥	600801.SH	RMB	18.56	2019/7/14	买入	29.00	2.79	2.64	7	7	5	5	24%	21%
旗滨集团	601636.SH	RMB	3.36	2018/10/12	买入	-	0.50	0.55	7	6	21	21	17%	17%
山东药玻	600529.SH	RMB	23.66	2019/5/5	买入	32.20	1.15	1.48	21	16	15	11	12%	14%
中国巨石	600176.SH	RMB	8.38	2019/4/4	买入	13.86	0.77	0.89	11	9	11	9	16%	16%
中材科技	002080.SZ	RMB	9.34	2019/7/12	买入	15.94	0.89	1.07	10	9	8	7	12%	14%
长海股份	300196.SZ	RMB	8.96	2018/10/28	买入	-	0.96	1.17	9	8	11	8	14%	15%
东方雨虹	002271.SZ	RMB	21.77	2019/8/11	买入	26.79	1.41	1.73	15	13	11	8	22%	21%
三棵树	603737.SH	RMB	57.01	2019/5/10	买入	62.90	2.40	3.60	24	16	14	10	20%	25%
伟星新材	002372.SZ	RMB	15.10	2019/8/11	买入	19.32	0.84	0.97	18	16	14	12	29%	32%
北新建材	000786.SZ	RMB	17.30	2019/8/6	买入	21.84	0.67	1.82	26	10	9	8	8%	19%
帝欧家居	002798.SZ	RMB	17.31	2019/8/11	买入	27.60	1.38	1.77	13	10	9	7	15%	16%
石英股份	603688.SH	RMB	12.17	2019/3/20	买入	18.30	0.61	0.82	20	15	21	15	13%	15%
冀东水泥	000401.SZ	RMB	15.77	2019/7/17	买入	24.37	2.67	3.05	6	5	3	2	20%	18%
祁连山	600720.SH	RMB	8.70	2019/8/15	买入	12.72	1.52	1.67	6	5	4	3	18%	17%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

事件描述	5
事件点评	5
地产平稳回落有韧性，基建处于底部区域.....	5
水泥保持高景气，玻璃景气上行，需求旺盛；大庆可能带来旺季滞后	8
不好的只是少数地区.....	11
投资建议：继续看好结构性机会.....	13
风险提示	13

图表索引

图 1: 2019 年 1-7 月固定资产投资同比增长 5.8%.....	5
图 2: 2019 年 1-7 月累计销售面积同比-1.3%.....	6
图 3: 一二三线城市地产销售面积增速出现分化.....	6
图 4: 全国首套及二套房贷平均利率缓慢回落.....	6
图 5: 2019 年 1-7 月累计新开工面积同比+9.5%.....	6
图 6: 住宅模拟库存和去化情况.....	6
图 7: 2019 年 1-7 月累计施工面积同比+9.0%.....	7
图 8: 2019 年 1-7 月房地产开发投资和建安投资	7
图 9: 2019 年 1-7 月基建固投（不含电力等公用事业部门）同比增长 3.8%.....	7
图 10: 2019 年 1-7 月基建相关财政支出同比增速（%）	8
图 11: 1-7 月水泥累计产量同比 7.2%.....	8
图 12: 1-7 月玻璃累计产量同比 7.0%	8
图 13: 全国水泥价格高位震荡（元/吨）	9
图 14: 全国玻璃价格逐步向上（元/吨）	9
图 15: 全国水泥库容比（%）	9
图 16: 全国水泥出货率（%）	10
图 17: 全国玻璃库存.....	10
图 18: 玻璃停产产能占比（%）和价格（元/吨）	11
图 19: 北方三大区域水泥产量累计同比增速	12
图 20: 南方三大区域水泥产量累计同比增速	12
图 21: 北方三大区域库容比（%）	12
图 22: 南方三大区域库容比（%）	12
图 23: 北方三大区域水泥出货率（%）	12
图 24: 南方三大区域水泥出货率（%）	12

事件描述

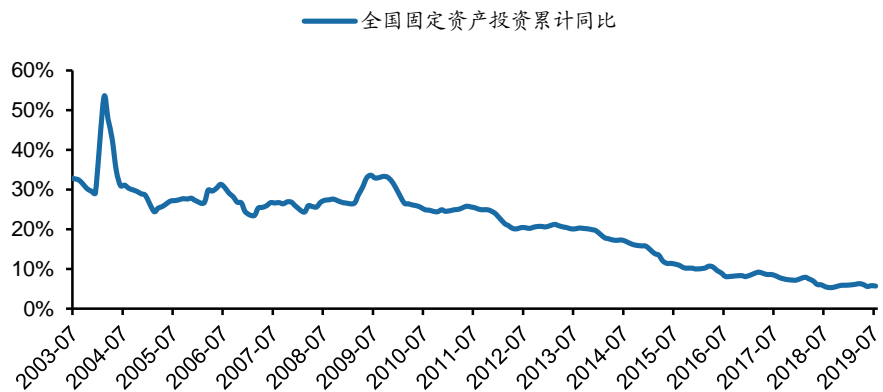
统计局公布2019年1-7月部分宏观和行业数据。

事件点评

地产平稳回落有韧性，基建处于底部区域

据国家统计局数据，2019年1-7月份，全国固定资产投资同比增长5.7%，增速环比2019年1-6月份回落0.1个百分点，增速比上一年同期上升0.2个百分点。

图 1：2019年1-7月固定资产投资同比增长5.8%



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

从影响建材行业需求的房地产和基建来看：

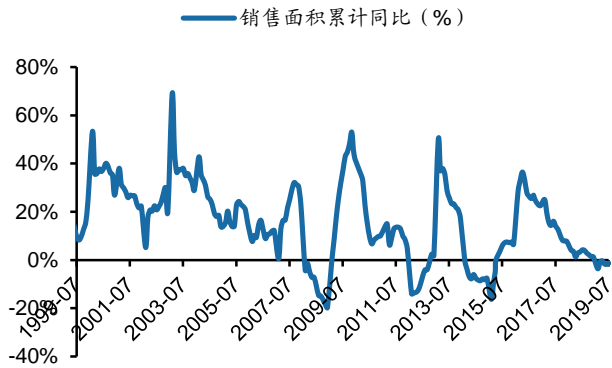
● 地产销售的结构分化和低库存使得地产新开工具韧性

据国家统计局数据，2019年1-7月份，商品房销售面积同比增速-1.3%，增速环比2019年1-6月份上升0.5个百分点，增速比上一年同期回落5.5个百分点，销售表现出较强的韧性；全国新开工面积同比增速9.5%，增速环比2019年1-6月份回落0.6个百分点，增速比上一年同期回落4.9个百分点，在去年高基数情况下仍有较高增长；全国房地产开发投资同比增速10.6%，增速环比2019年1-6月份回落0.3个百分点，增速比上一年同期高1.2个百分点，其中建安投资增速5.7%，增速环比1-6月份提升0.3个百分点，较上一年同期高9.8个百分点；全国施工面积同比增速9.0%，环比2019年1-6月份上升0.2个百分点，增速比上一年同期高6.0个百分点；建安投资和施工面积增速数据显示出地产施工情况较好。

7月份的地产数据整体符合我们在此前判断，一是因城施策的政策基调、一二三四线城市地产销售的周期错位，以及贷款利率回落，使得房地产销售回落速度较缓；二是本轮房地产周期“补库存”时间晚，低库存使得房地产新开工更有韧性；

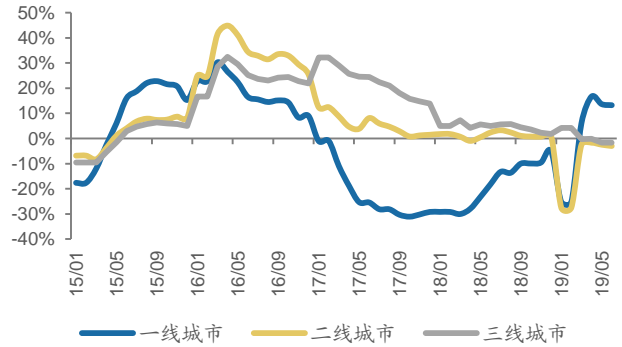
三是地产施工今年保持回升态势。

图 2: 2019年1-7月累计销售面积同比-1.3%



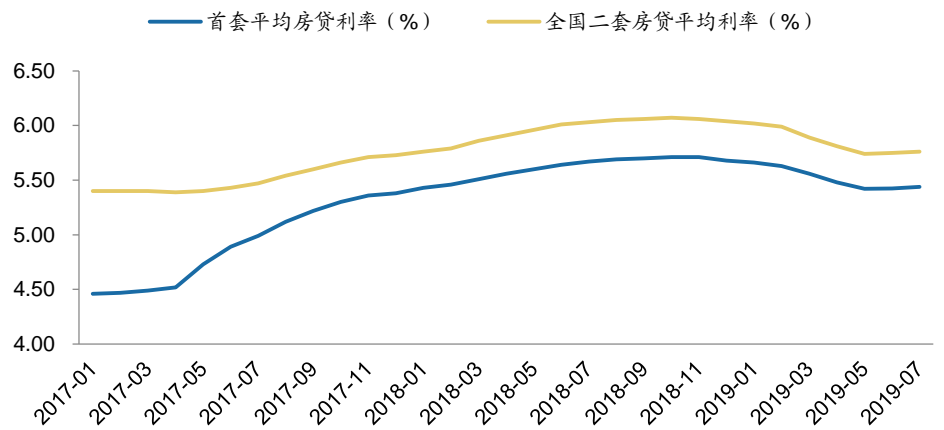
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 3: 一二三线城市地产销售面积增速出现分化



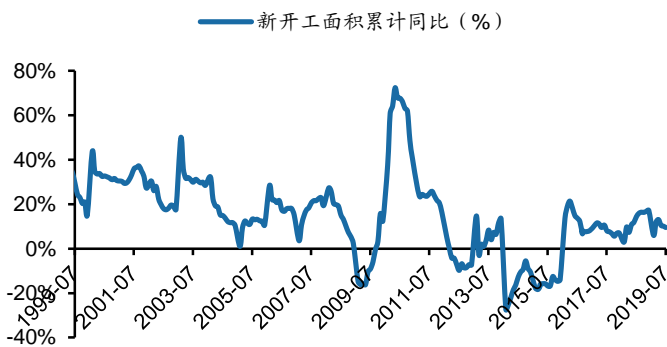
数据来源: 克尔瑞、广发证券发展研究中心

图 4: 全国首套及二套房贷平均利率缓慢回落



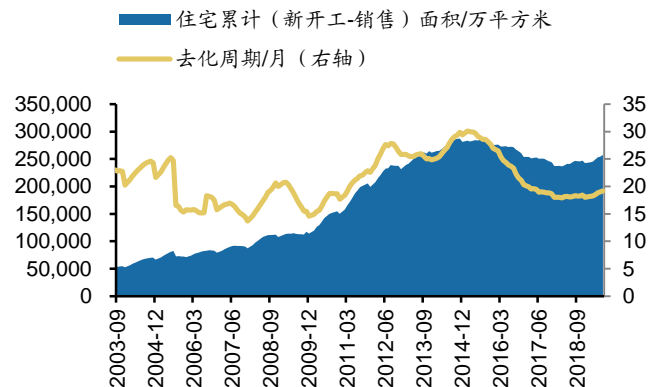
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 2019年1-7月累计新开工面积同比+9.5%



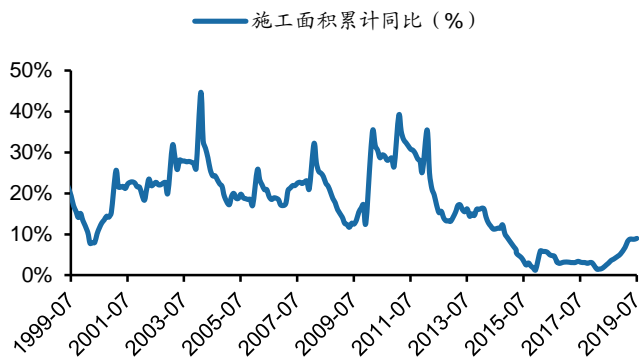
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 6: 住宅模拟库存和去化情况



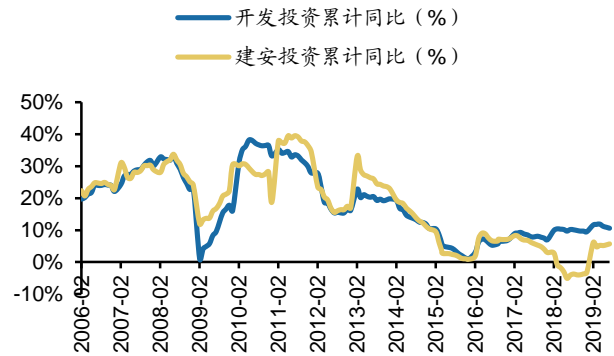
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 7: 2019年1-7月累计施工面积同比+9.0%



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 8: 2019年1-7月房地产开发投资和建安投资



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

● 基建投资处在底部区域

据国家统计局数据, 基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)1-7月同比增长3.8%, 增速环比2019年1-6月份回落0.3个百分点, 增速比上一年同期低1.9个百分点。基建数据持续小幅反弹后, 7月数据基本保持平稳。由于投资统计的是“完成额”, 目前看到的基建完成额反映的主要是上一期影响。1-7月与基建项目相关的财政支出类别合计增速为13%, 较1-6月回落2.2个百分点。其中交通运输支出同比增长21.1%, 城乡社区支出增长11.2%, 农林水支出增长10.3%。往后展望1年, 经济下行压力持续增加背景下, 稳增长的动能在增强, 有利于基建需求的回升。

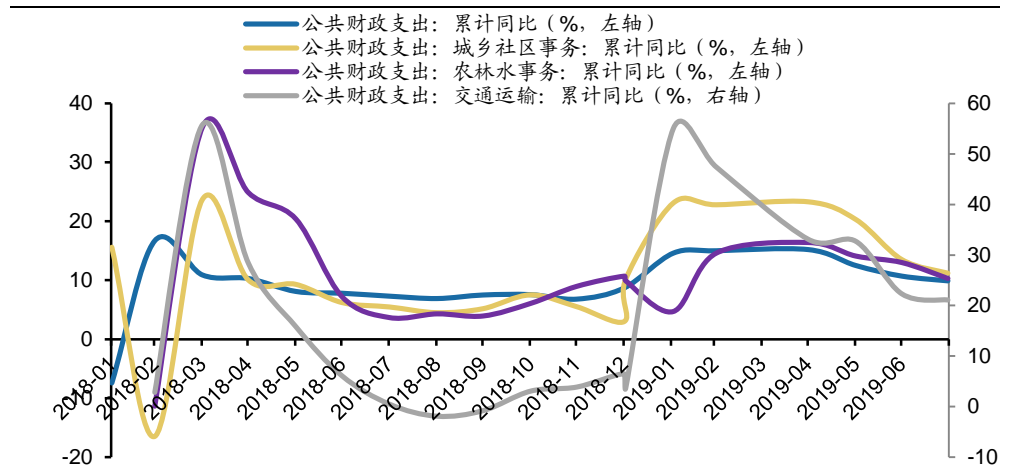
图 9: 2019年1-7月基建固投(不含电力等公用事业部门)同比增长3.8%



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

注: 由于统计局公布数据口径的变化, 2014年及之前使用“包含电力等公用事业部门”的数据, 2015年及之后采用“不含电力等公用事业部门”的数据。

图 10: 2019年1-7月基建相关财政支出同比增速 (%)



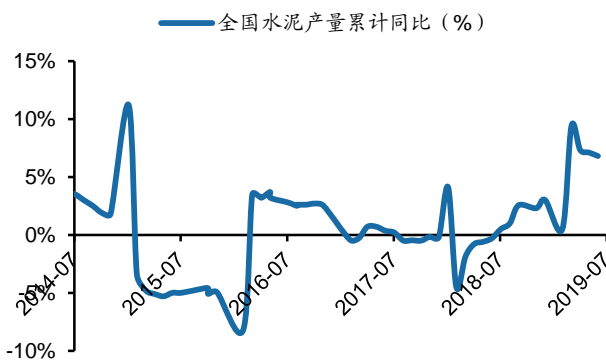
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

水泥保持高景气, 玻璃景气上行, 需求旺盛; 大庆可能带来旺季滞后

从水泥产量数据来看, 据国家统计局数据, 2019年1-7月全国水泥产量12.6亿吨, 同比增速7.2% (2019年1-6月累计增速6.8%, 2018年同期增速-0.3%), 其中, 7月份水泥单月产量2.1亿吨, 同比增长7.5%; 同时我们可以结合周度频率的出货率和库容比数据一起来看, 2019年的日出货率达到旺季水平 (八成以上) 时间明显早于2018年, 而且进入旺季后出货率高于2018年; 同时2019年库容比虽然比2018年略高, 但仍处于历史较低水平 (比以往年份都低); 再结合产量较高增长, 整体显示水泥行业的供需场景应该是需求保持旺盛 (出货率好、产量较高增长), 虽然供给有所松动 (库容比比去年同期略高), 整体供需关系仍处于偏紧态势 (体现为库容比绝对值仍然很低), 所以今年以来水泥价格保持高位震荡态势, 截至8月16日, 全国水泥均价比去年高出11.19元/吨, 熟料均价比去年低5.75元/吨。

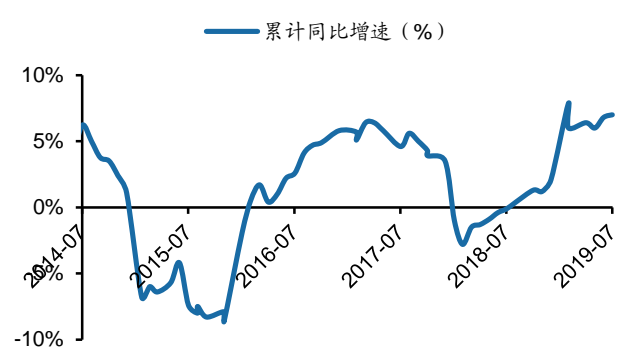
1-7月全国平板玻璃产量5.4亿重箱, 同比增速7.0% (2019年1-6月累计增速6.8%, 上一年同期增速-0.4%), 同时近期玻璃库存持续下降、玻璃价格反弹, 近期供给有所收缩, 需求有所回升。

图 11: 1-7月水泥累计产量同比7.2%



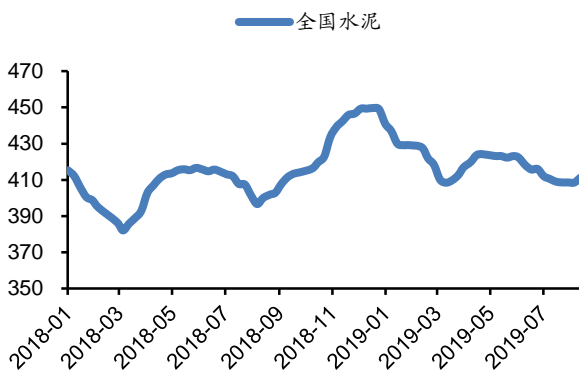
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 12: 1-7月玻璃累计产量同比7.0%



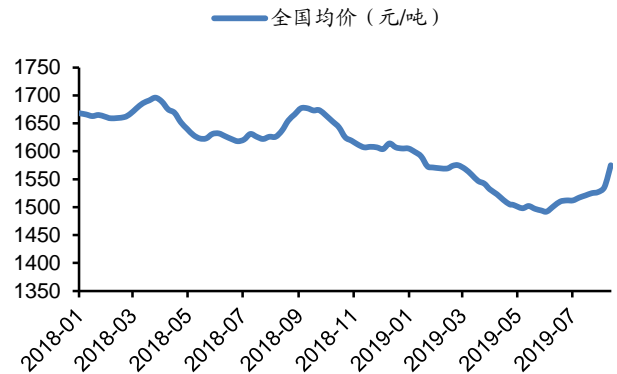
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 13: 全国水泥价格高位震荡 (元/吨)



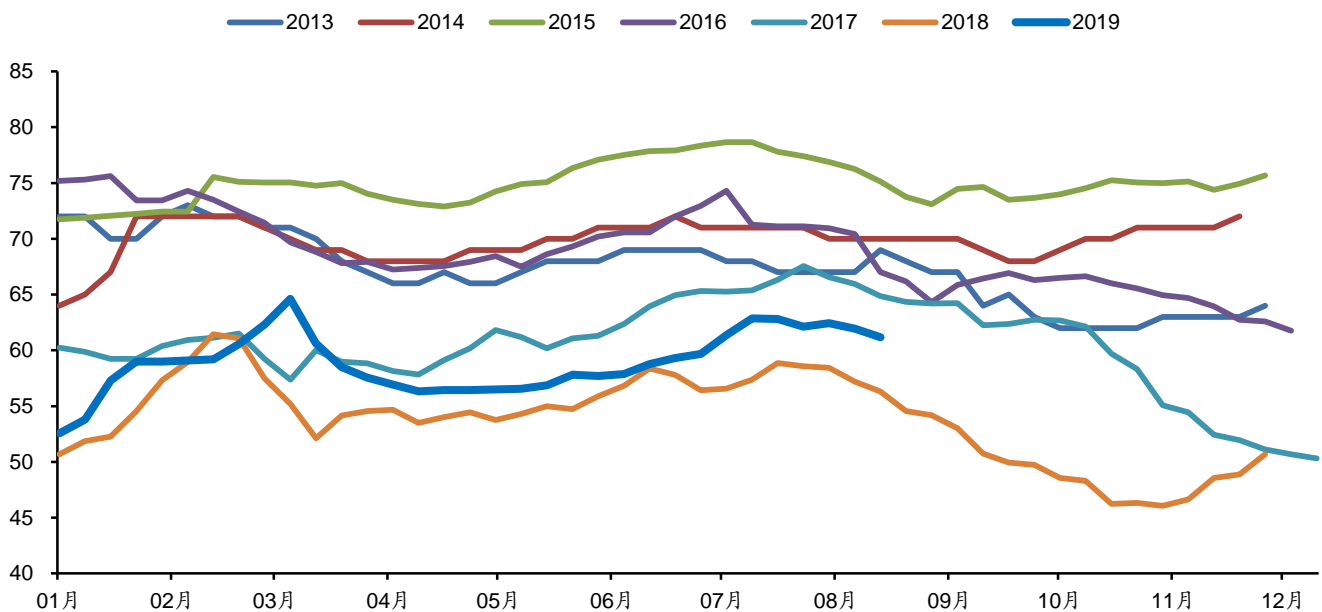
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 14: 全国玻璃价格逐步向上 (元/吨)



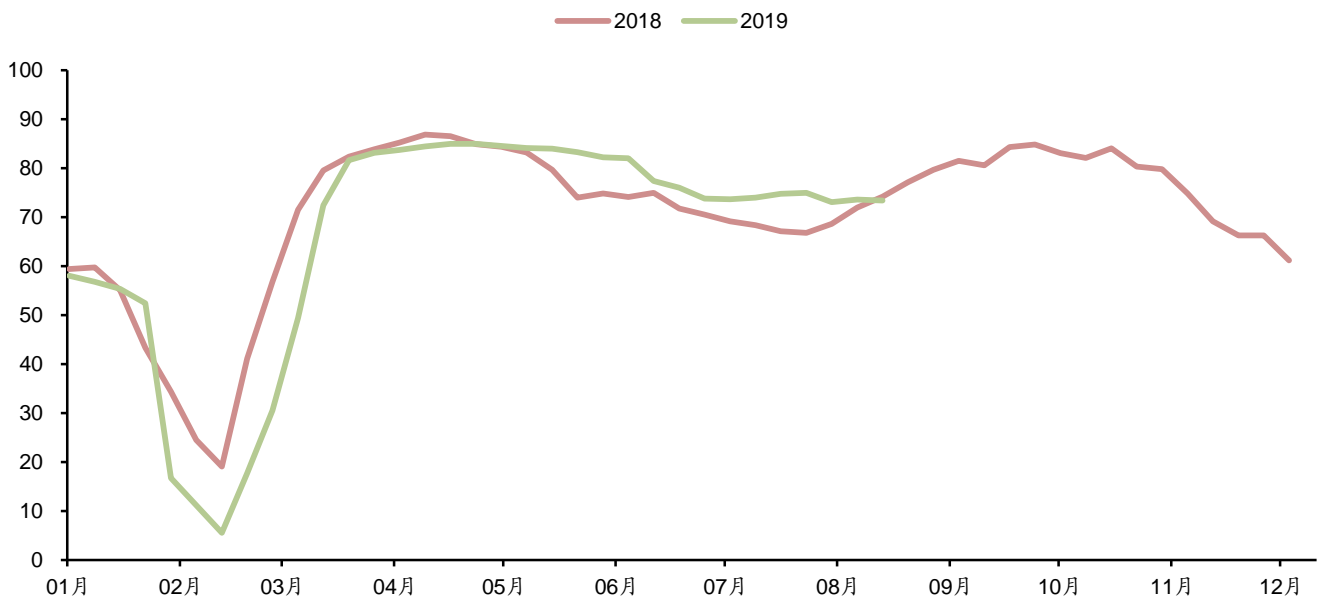
数据来源: 中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心

图 15: 全国水泥库容比 (%)



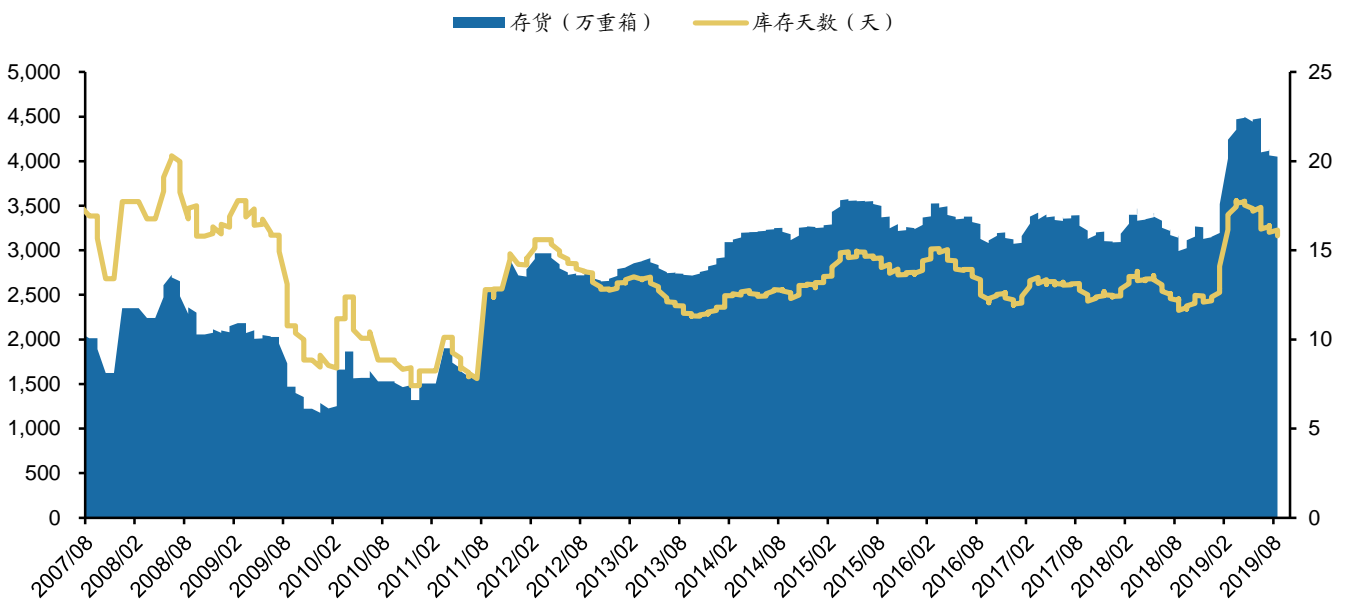
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 16: 全国水泥出货率 (%)



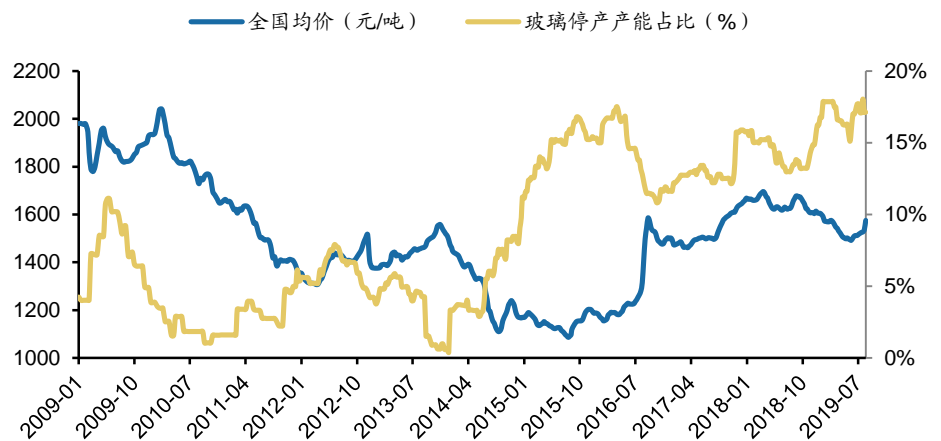
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图 17: 全国玻璃库存



数据来源: 中国玻璃信息网, 广发证券发展研究中心

图 18: 玻璃停产产能占比 (%) 和价格 (元/吨)



数据来源: 中国玻璃信息网, 广发证券发展研究中心

接下来需要关注的是国庆大庆对于行业供给及需求的扰动, 我们保守估计水泥停产时间在20天以上, 同时非重点工程全部停工, 涉及范围除京津冀外, 周边山东、河南等地也均需停工停产。我们判断大庆对于水泥供需均有一定影响, 但是供给是实实在在减少, 需求影响的只是释放节奏, 整体来看对供需是有利的; 由于9-10月份刚好是行业旺季启动时点, 预计大庆可能使得旺季延后。

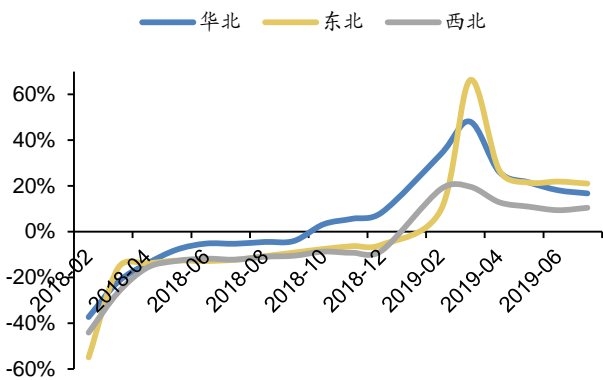
不好的只是少数地区

由于水泥区域性明显, 我们需要分区域分析。

首先看六大区域; 从产量数据来看, 1-7月份累计来看, 北方地区的水泥产量数据继续普遍大幅正增长, 再结合库存、出货率等高频数据来看, 北方三区域中, 东北出货率进入旺季后持续提升略高于去年同期, 但库容比也出现大幅上涨略高于去年同期, 反映产量大幅增长来自供给放松较多, 从微观情况来看, 东北量好并不是因为当地需求回升, 而是熟料南流; 西北出货率略低于去年同期, 但库容比也低于去年同期, 反映实际需求回升; 华北地区出货率略高于去年同期, 同时库容比低于去年同期, 显示实际需求较好。

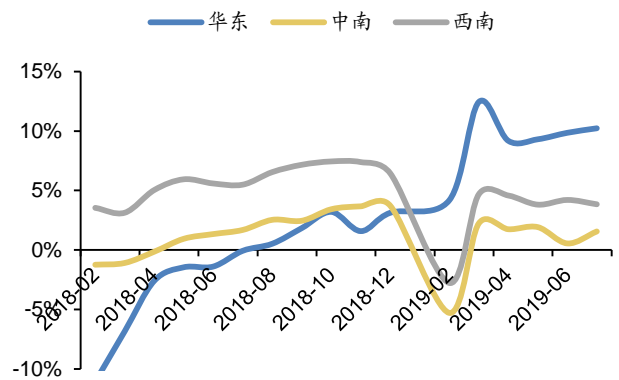
同时南方地区中, 华东的水泥产量增长最为突出, 进入旺季后出货率恢复情况较好, 出货率和去年基本持平, 库容比略高于去年同期, 主要是去年4-5月安徽临时停产力度较大带来去年库容比低, 整体来看华东仍保持高景气。西南地区仍延续较高景气, 发货率好于去年同期, 库容比低于去年同期。中南地区需求表现相对较弱, 产量、库存、出货率都比去年同期差, 其中受持续雨水天气影响较大。

图 19: 北方三大区域水泥产量累计同比增速



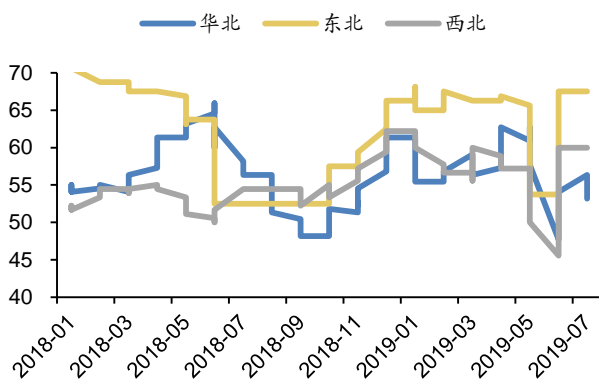
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 20: 南方三大区域水泥产量累计同比增速



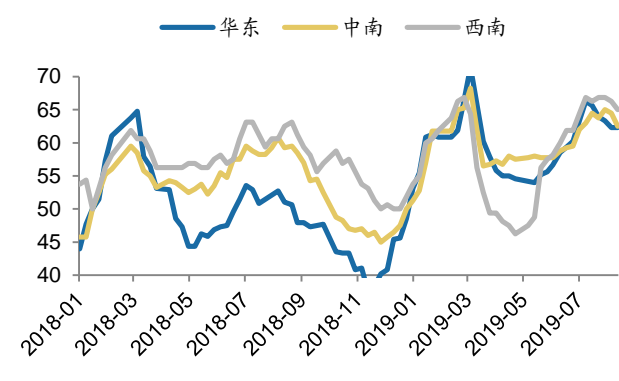
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 21: 北方三大区域库容比 (%)



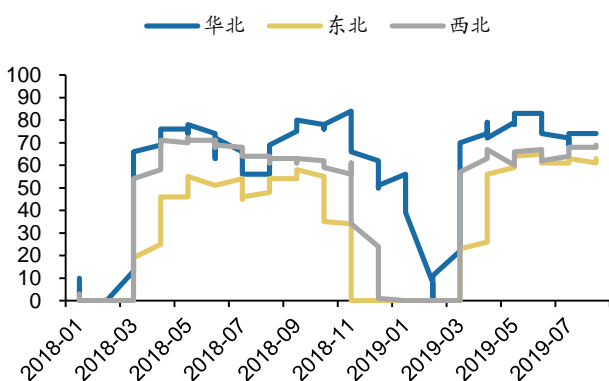
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 22: 南方三大区域库容比 (%)



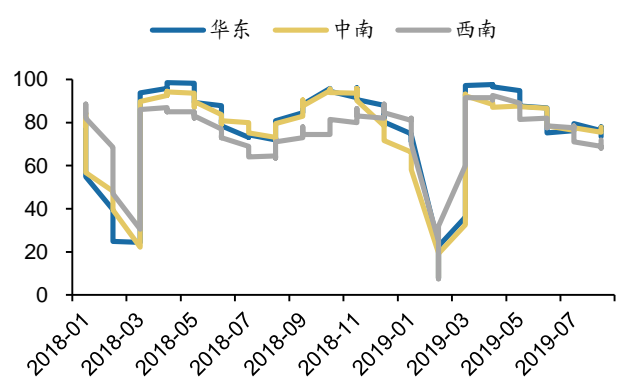
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 23: 北方三大区域水泥出货率 (%)



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 24: 南方三大区域水泥出货率 (%)



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

其次, 细分到省份来看:

华北: 1-7月份累计来看, 除北京 (-7.43%) 外, 其余四个省份 (天津、河

北、山西、内蒙古)均为正增长,其中天津、河北、山西实现两位数增长。

西北:从1-7月累计增速来看,除青海(-0.19%)外,其余四个省份(陕西、甘肃、宁夏、新疆)均为正增长,其中,陕西、甘肃、新疆实现两位数增长(10.11%、17.80%、10.83%)。

东北:辽宁、吉林、黑龙江三省1-7月均累计大幅正增长,增速分别为15.22%、42.75%、17.50%;东北本身基数低,当地需求回升不明显,主要可能南运的影响。

华东:1-7月山东、江苏、安徽水泥产量同比增长分别为19.35%、14.44%、10.53%,表现较为突出;其余四个省份(上海、浙江、福建、江西)均保持稳健个位数增长;整体来看,去年以来较高景气度在延续。

中南:中南地区以湖南为分界线,湖南及以南地区除广西外(湖南、广东、海南)1-7月水泥产量都是负增长的,主要和这些地区持续降雨天气有关,广西产量增速由负转正。湖北、河南均保持稳健个位数增长。

西南:表现最好的依然是西藏,1-7月累计增速25.63%;贵州需求最差,1-7月是负增长,川渝地区仍保持较好态势,云南需求也继续保持平稳增长。

整体来看,北方的京津冀、陕甘地区需求明显回暖,长三角、川渝滇、豫鄂地区需求延续高景气,两广地区表现不好,贵州表现最差。

投资建议：继续看好结构性机会

从需求端来看,地产销售有韧性、地产“补库存”尚未结束,使得地产需求虽然有边际走差的压力,但是预计下行幅度会较平缓;基建仍处于底部区域,在经济下行压力持续增加背景下,稳增长的动能在增强,有利于基建需求的回升;整体需求下行风险不大。

从供给端来看,对于行业新增供给少、格局好的子行业,在需求波动率小的情况下,景气持续性会较强。

映射到投资策略上,我们继续看好结构性机会。具体而言:

首先,重点看好行业格局改善、有中期成长逻辑的优质公司:一是看好行业格局好、具备定价能力的山东药玻、北新建材,二是看好行业集中度在提升,中期有较大成长空间、有品牌力的三棵树。

其次,往后展望1年,水泥行业景气度仍有望保持;看好区域景气度向上、ROE向上的北方核心区域龙头公司祁连山和冀东水泥;对于高景气延续、估值较低的海螺水泥(600585.SH/00914.HK)、华新水泥不悲观。

风险提示

宏观经济继续下行风险,货币房地产等宏观政策大幅波动风险,行业新投产产能超预期风险,原材料成本上涨过快风险,能源结构转变过快风险,公司管理经营风险。

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。
- 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。
- 赵勇臻：高级分析师，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加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。

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性

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。