

# 建筑材料行业

## 竣工好转将是未来行业最重要的投资主线

### 核心观点:

据数字水泥网,本周全国水泥平均价格环比上周上涨 6.0 元/吨,同比去年上涨 2.2 元/吨,自 8 月中旬以来水泥价格已经连续 2 个半月保持上涨,目前价格离年内最高点(1 月 4 日)仅差 6 元/吨;库存比去年同期高出 5.6 个百分点,水泥出货率较去年同期低 0.34 个百分点。整体看,水泥价格预计年内都将保持高位震荡态势。

竣工周期处于触底回升的阶段。房地产新开工数据 2018 年以来加速回升,到目前仍保持较好水平;施工数据于 2018 年底开始回升,背后政策环境是“去杠杆”转向了“稳杠杆”,此后施工增速持续回升到现在;从房地产开发流程来看,下一阶段将进入施工向竣工转化的阶段,据国家统计局数据,2019 年 1-9 月全国地产竣工面积同比增速-8.6%,降幅较 1-8 月收窄 1.4 个百分点,7、8、9 三个月单月竣工增速分别为-0.6%、2.8%、4.8%,连续两个月回正,根据这轮地产周期中销售、新开工、施工的景气周期都持续较长时间,预计未来竣工的好转具备持续性,这将成为未来行业最重要的基本面主线和投资线索;结合子行业受益程度和公司业绩趋势来看,首选推荐涂料行业的三棵树和石膏板行业的北新建材,其次推荐玻璃行业的旗滨集团,关注瓷砖行业的蒙娜丽莎。中线重点看好有定价能力或中期成长性好的公司:

**三棵树:**公司的中线逻辑有二:一是费用率趋势性下降,收入扩张和利润率趋势性上升,双轮驱动,未来三年盈利有望保持高增长,三季报业绩继续超预期;二是零售业务开始逆势回升,三季报收入增速进一步提速,使得公司更具  $\alpha$  属性。涂料行业长期赛道好,国内目前仍处于“大行业小公司”格局,政策助力“旧改”存量属性开始显现(周期属性减弱),继续看好公司中期成长空间。

**北新建材:**我们认为今年是公司的基本面(业绩)底部,原因有二:一是中低端石膏板价格已经见底,中低端石膏板价格已经跌到小企业成本线,小企业开工率也已降到较低,回到 2015 年的状态;二是去年上半年的高基数和诉讼赔付,三季报扣非后盈利已经企稳显示业绩底部已探明。往后展望 2-3 年,公司具备  $\alpha$  亮点,一是本次行业底部公司盈利能力明显比以往周期抬升说明了公司定价能力在加强,石膏板中高端市场有门槛,公司通过提升中高端产品量价实现定价力,二是新产品放量,龙骨协同效应开始体现,并购进入防水行业,未来这两个新产品将显著放量,成为新的增长极。

**中材科技:**公司具备业绩持续增长潜力,一是风电叶片目前供不应求,明年仍将持续高景气;中材叶片是全国最大的风电叶片制造商,竞争力突出,市占率超 25%,行业紧缺带动公司产能利用率提升,使得毛利率持续提升。二是玻纤业务已在寻底,公司通过产品和产能升级,内在盈利仍有改善空间,业绩表现也好于大部分同行,一旦玻纤行业景气走出低谷,届时将带动公司整体业绩继续增长。三是锂膜已经扭亏为盈,不会再给整体业绩带来负贡献,公司在行业景气底部逆势扩张,巩固行业地位,未来具备较大发展空间。董监高自愿延长股权投资计划锁定期一年,彰显对发展前景的信心。

**山东药玻:**三季报公司整体业绩表现仍然很好,贸易摩擦背景下,主业在去年高基数的情况下仍保持稳健增长,现金流充沛;公司长期增长逻辑在加强,注射剂一致性评价政策将驱动一类瓶渗透率持续提升,公司开始扩建一类瓶产能,公司的资本支出明显增加,资本支出/折旧达到 4 倍(2012-2017 年都只有 1.2 倍),由于下游行业比较稳定,公司经营风格也非常稳健,公司的资本支出长期不足导致过去的收入增速缓慢,资本支出提速是收入增长的领先信号;中长期来看公司仍具备发展空间。

**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,公司管理经营风险。

### 行业评级

持有

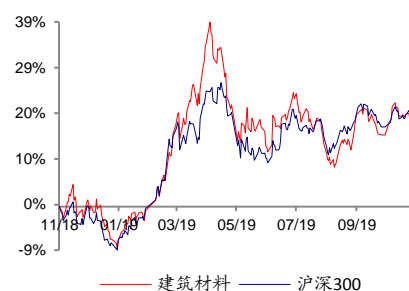
前次评级

持有

报告日期

2019-11-03

### 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

### 分析师:

赵勇臻



SAC 执证号: S0260519040002



021-60750614



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。

### 相关研究:

建筑材料行业:2019 年 9 月 2019-10-20

数据点评:建设需求仍然旺盛,地产竣工有望持续回升

建筑材料行业:全国水泥均价

连续 6 周上涨 2019-10-13

建筑材料行业:2019 年 8 月

数据点评:稳增长值得期待,水泥进入好时节 2019-09-22

数据点评:稳增长值得期待

水泥进入好时节

水泥进入好时节

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	43.47	2019/10/23	买入	46.01	6.27	5.70	6.93	7.63	3.86	3.86	24.5	19.5
海螺水泥	00914.HK	HKD	47.95	2019/10/23	买入	51.50	6.27	5.70	7.65	8.41	3.86	3.86	24.5	19.5
华新水泥	600801.SH	RMB	19.76	2019/10/27	买入	23.98	3.26	2.84	6.06	6.96	3.89	4.03	32.4	24.1
旗滨集团	601636.SH	RMB	4.05	2019/10/17	买入	4.20	0.42	0.39	9.64	10.38	4.64	4.41	14.2	12.6
山东药玻	600529.SH	RMB	25.44	2019/10/23	买入	29.70	0.78	0.99	32.62	25.70	20.94	16.18	11.1	12.4
中国巨石	600176.SH	RMB	8.17	2019/10/23	买入	10.44	0.58	0.65	14.09	12.57	10.66	9.52	12.6	12.3
中材科技	002080.SZ	RMB	9.56	2019/10/22	买入	14.85	0.84	0.99	11.38	9.66	8.35	6.99	12.1	13.0
长海股份	300196.SZ	RMB	8.66	2019/10/28	买入	11.25	0.73	0.84	11.86	10.31	7.52	6.16	11.2	11.4
东方雨虹	002271.SZ	RMB	24.46	2019/10/28	买入	26.79	1.41	1.77	17.35	13.82	11.00	8.46	21.4	21.6
三棵树	603737.SH	RMB	80.15	2019/10/23	买入	77.75	2.19	3.11	36.60	25.77	19.79	13.80	23.9	27.0
伟星新材	002372.SZ	RMB	13.41	2019/8/11	买入	19.32	0.84	0.97	15.96	13.82	13.91	12.04	28.7	31.6
北新建材	000786.SZ	RMB	19.70	2019/10/27	买入	21.84	0.22	1.68	89.55	11.73	10.70	9.17	2.7	18.4
帝欧家居	002798.SZ	RMB	23.03	2019/8/11	买入	27.60	1.38	1.77	16.69	13.01	9.37	7.33	14.6	16.3
石英股份	603688.SH	RMB	14.20	2019/3/20	买入	18.30	0.61	0.82	23.28	17.32	20.73	14.92	12.7	14.6
冀东水泥	000401.SZ	RMB	14.22	2019/10/27	买入	24.37	2.20	2.74	6.46	5.19	4.09	2.86	19.7	19.0
祁连山	600720.SH	RMB	10.19	2019/10/21	买入	12.72	1.53	1.67	6.66	6.10	4.17	3.52	16.8	17.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注1: 表中股价数据来源于Wind资讯统计2019年11月1日该公司收盘市值;

注2: 表中2019年和2020年估值和财务数据来自广发证券最新外发报告;

注3: 海螺水泥 H 股股价货币为港元, EPS 货币为人民币。

## 目录索引

1. 我们的观点：竣工好转将是未来行业最重要的投资主线 .....	5
2. 2019年10月第四周：水泥、平板玻璃价格环比上涨；熟料、光伏玻璃环比持平；玻 纤价格环比下跌 .....	6
3. 2019年10月第四周成本：原油、丙烯酸、PVC价格环比上涨；煤炭、天然气、固废 价格环比下跌；纯碱、沥青、钛白粉、PP环比上周持平 .....	8
4. 市场面：建材行业整体估值（PB）低于历史均值，行业跑输大盘.....	8
风险提示 .....	9

## 图表索引

表 1: 水泥、熟料、平板玻璃、光伏玻璃均价 .....	6
表 2: 全国水泥玻璃库存 .....	7
表 3: 水泥分区域价格 (价格单位: 元/吨 库存单位: % 出货率单位: %) .....	7

# 1. 我们的观点：竣工好转将是未来行业最重要的投资

## 主线

据数字水泥网，本周全国水泥平均价格环比上周上涨6.0元/吨，同比去年上涨2.2元/吨，自8月中旬以来水泥价格已经连续2个半月保持上涨，目前价格离年内最高点（1月4日）仅差6元/吨；库存比去年同期高出5.6个百分点，水泥出货率较去年同期低0.34个百分点。分区域来看，华北地区10月31日唐山再次发布重污染天气橙色预警，水泥熟料生产线和粉磨站停产，部分工程停工，预计后期企业以稳价为主；南部地区水泥企业为在最后旺季提升盈利，不断推动价格上涨，考虑到多数地区水泥价格已涨至相对高位，后期无外在因素影响情况下，上涨幅度或将逐渐收窄；西北地区水泥价格预计以维稳为主，后期随着天气转冷，水泥需求将会同步下滑，价格大幅推涨的可能性较小，以稳为主；整体来看，水泥价格预计年内都将保持高位震荡态势。

**竣工周期处于触底回升的阶段。** 房地产新开工数据2018年以来加速回升，到目前仍保持较好水平；施工数据（施工面积和建安投资）于2018年底开始回升，背后政策环境是“去杠杆”转向了“稳杠杆”，此后施工增速持续回升到现在；从房地产开发流程来看，下一阶段将进入施工向竣工转化的阶段，据国家统计局数据，2019年1-9月全国地产竣工面积同比增速-8.6%，降幅较1-8月收窄1.4个百分点，7、8、9三个月单月竣工增速分别为-0.6%、2.8%、4.8%，连续两个月回正，根据这轮地产周期中销售、新开工、施工的景气周期都持续较长时间，预计未来竣工的好转具备持续性，这将成为未来行业最重要的基本面主线和投资线索；结合子行业受益程度和公司业绩趋势来看，首选推荐涂料行业的三棵树和石膏板行业的北新建材，其次推荐玻璃行业的旗滨集团，关注瓷砖行业的蒙娜丽莎。

中线继续重点看好有定价能力或中期成长性好的优质公司：

**三棵树：**公司的中线逻辑有二：一是费用率趋势性下降，收入扩张和利润率趋势性上升，双轮驱动，未来三年盈利有望保持高增长，三季报业绩继续超预期；二是零售业务开始逆势回升，三季报收入增速进一步提速，使得公司更具 $\alpha$ 属性。涂料行业长期赛道好，国内目前仍处于“大行业小公司”格局，政策助力“旧改”存量属性开始显现（周期属性减弱），继续看好公司中期成长空间。

**北新建材：**我们认为今年是公司的基本面（业绩）底部，原因有二：一是中低端石膏板价格已经见底，中低端石膏板价格已经跌到小企业成本线，小企业开工率也已降到较低，回到2015年的状态；二是去年上半年的高基数和诉讼赔付，三季报扣非后盈利已经企稳显示业绩底部已探明。往后展望2-3年，公司具备 $\alpha$ 亮点，一是本次行业底部公司盈利能力明显比以往周期抬升说明了公司定价能力在加强，石膏板中高端市场有门槛，公司通过提升中高端产品量价实现定价力，二是新产品放量，龙骨协同效应开始体现、并购进入防水行业，未来这两个新产品将显著放量，成为新的增长极。

**中材科技：**公司具备业绩持续增长潜力，一是风电叶片目前供不应求，明年仍将持续高景气；中材叶片是全国最大的风电叶片制造商，竞争力突出，市占率超25%（集团旗下中材叶片+中复材市占率40%），行业紧缺带动公司产能利用率提升，使得毛利率持续提升。二是玻纤业务已在寻底，公司通过产品和产能升级，内在盈

利仍有改善空间，业绩表现也好于大部分同行，一旦玻纤行业景气走出低谷，届时将带动公司整体业绩继续增长。三是锂电已经扭亏为盈，不会再给整体业绩带来负贡献，公司在行业景气底部逆势扩张，巩固行业地位，未来具备较大发展空间。公司董监高自愿延长股权投资计划锁定期一年，也彰显对公司未来发展前景的信心。

**山东药玻：** 三季度公司整体业绩表现仍然很好，贸易摩擦背景下，主业在去年高基数的情况下仍保持稳健增长，现金流充沛；公司长期增长逻辑在加强，注射剂一致性评价政策将驱动一类瓶渗透率持续提升，公司开始扩建一类瓶产能，公司的资本支出明显增加，资本支出/折旧达到4倍（2012-2017年都只有1.2倍），由于下游行业比较稳定，公司经营风格也非常稳健，公司的资本支出长期不足导致过去的收入增速缓慢，资本支出提速是收入增长的领先信号；中长期来看公司仍具备发展空间。

## 2. 2019年10月第四周：水泥、平板玻璃价格环比上涨；熟料、光伏玻璃环比持平；玻纤价格环比下跌

**(1) 水泥：** 据数字水泥网，截至2019年11月1日，全国水泥均价450元/吨，环比上周上涨6.00元，同比去年上涨2.17元/吨；6-7月为水泥行业传统淡季，8月份以来价格持续走高。熟料均价393元/吨，环比上周持平，同比去年下跌53.60元/吨。水泥库容比54.13，环比上周持平，同比去年上涨5.56。水泥出货率81.71，环比上周上涨3.22，同比去年下跌0.34。

**(2) 平板玻璃：** 据玻璃信息网，截至2019年11月1日，全国白玻均价1672元，环比上周上涨7元，同比去年上涨53元。玻璃产能利用率为69.88%；环比上周持平，同比去年下跌2.60%。在产玻璃产能94050万重箱，环比上月增加1440万重箱，同比去年减少1650万重箱。行业库存3710万重箱，环比上周减少5万重箱，同比去年增加442万重箱。

**(3) 光伏玻璃：** 据卓创资讯，截至2019年11月1日，本周光伏镀膜玻璃均价27.90元/平米，环比上周持平，同比去年上涨6.40元/平米；国内光伏玻璃市场整体维持稳定。

**(4) 玻纤：** 据卓创资讯，截至2019年11月1日，玻纤纱价格环比下跌，粗纱价格同比去年下跌750元/吨（内江华原同比下跌650元/吨，巨石成都同比下跌1100元/吨），电子纱（泰玻）同比下跌4650元/吨。

表1：水泥、熟料、平板玻璃、光伏玻璃均价

全国均价	水泥 (元/吨)	熟料 (元/吨)	平板玻璃 (元/吨)	光伏玻璃 (元/平米)
最新价格	450	393	1672	27.90
去年同期价格	448	447	1619	21.50
上周价格	444	393	1665	27.90
年初以来均价	433	391	1552	26.07
去年全年均价	414	394	1644	25.19

去年最高价	450	457	1696	31.50
去年最低价	382	332	1604	20.50

数据来源：数字水泥网、玻璃信息网、卓创资讯、广发证券发展研究中心

注：最新价格指 2019 年 11 月 1 日价格；去年同期指 2018 年 11 月 2 日；上周指 2019 年 10 月 25 日。

表2：全国水泥玻璃库存

库存	水泥 (%)	平板玻璃 (万重箱)
最新库存	54.13	3710
去年同期 (同比)	48.56	3268
上周 (环比)	54.13	3715
去年全年平均	53.90	3230
去年最高	61.44 (2018.3.2)	3468 (2018.3.9)
去年最低	46.06 (2018.11.30)	2992 (2018.8.31)

数据来源：数字水泥网、玻璃信息网、广发证券发展研究中心

注：最新库存指 2019 年 11 月 1 日数据；去年同期指 2018 年 11 月 2 日；上周指 2019 年 10 月 25 日。

表3：水泥分区域价格 (价格单位：元/吨 库存单位：% 出货率单位：%)

水泥：分区域	江浙沪皖	京津冀	湖北	两广	陕甘	成渝地区
最新价格	495	487	570	503	408	480
上周价格	495	487	520	488	408	480
去年同期价格	548	437	520	478	393	500
2018-2019 年 高点价格	583 (2018.12.7)	487 (2019.6.6)	570 (2019.11.1)	503 (2019.11.1)	428 (2018.6.22)	480 (2018.10.26)
最新库存	50.33	47.50	52.50	50.00	58.00	57.50
上周库存	49.33	47.50	52.50	50.00	57.00	55.00
去年同期库存	38.33	45.83	36.25	48.13	57.00	50.00
最新出货率	93.08	65.83	97.50	99.29	83.00	75.00
上周出货率	94.23	55.00	72.50	99.29	83.00	75.00
去年同期出货率	93.46	90.83	97.50	98.57	74.00	82.50

数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

注：最新价格、最新库存、最新出货率指 2019 年 11 月 1 日；去年同期指 2018 年 11 月 2 日；上周指 2019 年 10 月 25 日。

### 3. 2019年10月第四周成本：原油、丙烯酸、PVC价格环比上涨；煤炭、天然气、固废价格环比下跌；纯碱、沥青、钛白粉、PP环比上周持平

- (1) **原油**：据Wind资讯，以WTI现货价格为例，2019年11月1日报价54.18美元/桶，环比上周下跌4.38%，同比上年下跌10.26%。
- (2) **煤炭（水泥主要变动成本）**：据Wind资讯，以山西优混为例，2019年11月1日报价567元/吨，环比上周下跌1.12%，同比上年下跌13.32%。
- (3) **天然气（玻璃玻纤主要变动成本）**：据Wind资讯，以济南LNG到货价为例，2019年11月1日，全国液化天然气市场价4150元/吨，环比上周上涨5.06%，同比去年下降12.63%。
- (4) **纯碱（玻璃主要变动成本）**：据Wind资讯，2019年11月1日全国重质纯碱中间价1729元/吨，环比上周下跌0.86%，同比上年下跌9.67%。
- (5) **固废（石膏板主要变动成本）**：据百川资讯，以广东黄板纸为例，2019年11月1日报价2076元/吨，环比上周上涨2.12%，同比上年下跌12.74%。
- (6) **沥青等（防水主要变动成本）**：据百川资讯，2019年11月1日华南改性沥青4740元/吨，环比上周下跌1.76%，同比上年下跌10.14%。
- (7) **丙烯酸、钛白粉等（建筑涂料主要变动成本）**：据百川资讯，2019年11月1日丙烯酸价格7800元/吨，环比上周持平，同比上年下跌23.53%；钛白粉价格15000元/吨，环比上周持平，同比上年下跌12.28%。
- (8) **PVC、PP等（塑料管道主要变动成本）**：据百川资讯，2019年11月1日华东电石法PVC树脂6590元/吨，环比上周上涨0.08%，同比上年上涨1.18%；2019年11月1日齐鲁石化PP树脂9000元/吨，环比上周持平，同比上年下跌17.43%。

### 4. 市场面：建材行业整体估值（PB）低于历史均值，行业跑输大盘

- (1) 2019年11月1日建材指数PB估值为1.75，2011年以来行业PB平均值为2.27，最高值4.44，最低值1.57。
- (2) 2019年10月25日至2019年11月1日建材指数下跌0.03%，上证综指上涨0.11%，深证成指上涨1.47%，沪深300上涨1.43%，创业板上涨0.70%，中小板上漲0.88%，中证500下跌0.65%。



## 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：资深分析师，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：联系人，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 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。