

建筑材料行业

2019年10月数据点评：地产开工强韧性，地产竣工趋势性回升

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。

核心观点：

地产开工强韧性，地产竣工趋势性回升，基建需求有望回升。据国家统计局数据，2019年1-10月份，商品房销售面积同比增速0.1%，增速今年以来首次由负转正，环比2019年1-9月份上升0.2个百分点，销售表现出较强的韧性；2019年1-10月份全国新开工面积同比增速10%，增速环比2019年1-9月份上升1.4个百分点，10月份新开工增速为23.23%，环比9月份提升16.6个百分点，单月增速今年以来最高；1-10月建安投资增速6.7%，增速环比1-9月份提升0.2个百分点，较上一年同期高10.6个百分点；全国施工面积同比增长9%，环比2019年1-9月份上升0.3个百分点，10月份施工面积增速为20.19%，环比9月份提升12.6个百分点，单月增速半年以来最高；新开工和施工面积增速数据同步走高。竣工周期处于触底回升的阶段。2019年1-10月全国地产竣工面积同比增速-5.5%，降幅较1-9月收窄3.1个百分点，8、9、10三个月单月竣工增速分别为2.79%、4.81%、19.22%，连续三个月回正，10月单月竣工增速为2016年8月份以来最高。2018年初以来，房地产新开工持续回暖；2019年初以来房地产施工（施工面积和建安投资）开始上行；根据房地产“销售-新开工-施工-竣工”的传导链条逻辑，我们认为地产竣工将趋势性回升。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）1-10月同比增长4.2%，增速环比2019年1-9月份回落0.3个百分点，比上年同期上升0.5个百分点，10月基建投资基本保持平稳。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。1-9月与基建项目相关的财政支出类别合计增速为10.49%，较1-8月回落0.01个百分点，基本持平，增速比上年同期上升4.4个百分点。其中城乡社区支出增长12.6%，农林水支出增长8.7%，交通运输支出同比增长8.5%。3季度GDP增速继续下行，经济下行压力持续增加背景下，稳增长逆周期调控将持续发力，基建需求将保持回升态势。

全国来看，水泥行业继续高景气，玻璃行业景气上行。据国家统计局数据，2019年1-10月全国水泥产量19.07亿吨，同比增速5.8%（2019年1-9月累计增速6.9%，2018年同期增速2.6%），其中，10月份水泥单月产量2.18亿吨，同比增长-2.1%；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年年中淡季日出货率回落幅度比去年小，说明需求保持较好；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11月15日，全国水泥均价比去年高3.3元/吨（水泥价格更多由需求决定），熟料均价比去年低47.6元/吨（熟料价格受供给影响更大）。水泥的行业数据和宏观数据相匹配。1-10月全国平板玻璃产量7.76亿重箱，同比增速5.2%（2019年1-9月累计增速5.4%，上一年同期增速1.3%），同时近期玻璃库存持续下降、玻璃价格持续反弹已比去年同期高，显示行业需求有回升，我们判断受益于地产施工维持高位，地产竣工持续回暖。

分区域来看，长三角、甘肃需求持续高景气，两广地区8月以来需求持续回升，京津冀短期需求承压。

投资建议：竣工链是亮点，基建值得期待。我们继续看好行业结构性机会。具体而言：一是重点关注趋势刚回升不久的竣工链，结合子行业格局和公司内生增长，首选北新建材和三棵树，其次旗滨集团和兔宝宝，关注蒙娜丽莎。二是基建投资仍值得期待，水泥行业将继续高景气；看好区域需求好、估值低的祁连山和海螺水泥（600585.SH/00914.HK），关注底部的冀东水泥和塔牌集团。

风险提示：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。

相关研究：

建筑材料行业：竣工好转将是未来行业最重要的投资主线

2019-11-03

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	42.65	2019/10/23	买入	46.01	6.27	5.70	6.80	7.48	3.86	3.86	24.5	19.5
海螺水泥	00914.HK	HKD	47.45	2019/10/23	买入	51.50	6.27	5.70	7.57	8.32	3.86	3.86	24.5	19.5
华新水泥	600801.SH	RMB	19.44	2019/10/27	买入	23.98	3.26	2.84	5.96	6.85	3.89	4.03	32.4	24.1
旗滨集团	601636.SH	RMB	4.20	2019/10/17	买入	4.20	0.42	0.39	10.00	10.77	4.64	4.41	14.2	12.6
山东药玻	600529.SH	RMB	25.54	2019/10/23	买入	29.70	0.78	0.99	32.74	25.80	20.94	16.18	11.1	12.4
中国巨石	600176.SH	RMB	8.90	2019/10/23	买入	10.44	0.58	0.65	15.34	13.69	10.66	9.52	12.6	12.3
中材科技	002080.SZ	RMB	9.16	2019/10/22	买入	14.85	0.84	0.99	10.90	9.25	8.35	6.99	12.1	13.0
长海股份	300196.SZ	RMB	8.63	2019/10/28	买入	11.25	0.73	0.84	11.82	10.27	7.52	6.16	11.2	11.4
东方雨虹	002271.SZ	RMB	23.60	2019/10/28	买入	26.79	1.41	1.77	16.74	13.33	11.00	8.46	21.4	21.6
三棵树	603737.SH	RMB	79.88	2019/10/23	买入	77.75	2.19	3.11	36.47	25.68	19.79	13.80	23.9	27.0
伟星新材	002372.SZ	RMB	12.22	2019/8/11	买入	19.32	0.84	0.97	14.55	12.60	13.91	12.04	28.7	31.6
北新建材	000786.SZ	RMB	20.92	2019/10/27	买入	21.84	0.22	1.68	95.09	12.45	10.70	9.17	2.7	18.4
帝欧家居	002798.SZ	RMB	23.35	2019/8/11	买入	27.60	1.38	1.77	16.92	13.19	9.37	7.33	14.6	16.3
石英股份	603688.SH	RMB	15.55	2019/3/20	买入	18.30	0.61	0.82	25.49	18.96	20.73	14.92	12.7	14.6
冀东水泥	000401.SZ	RMB	14.05	2019/10/27	买入	24.37	2.20	2.74	6.39	5.13	4.09	2.86	19.7	19.0
祁连山	600720.SH	RMB	10.39	2019/10/21	买入	12.72	1.53	1.67	6.79	6.22	4.17	3.52	16.8	17.3

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
地产开工强韧性，地产竣工趋势性回升，基建需求有望回升	5
全国来看，水泥行业继续高景气，玻璃行业景气上行	8
分区域来看，长三角、甘肃需求保持高景气，两广需求回升	10
投资建议：竣工链是亮点，基建值得期待	12
风险提示	12

图表索引

图 1: 2019 年 1-10 月固定资产投资同比增长 5.2%	5
图 2: 2019 年 1-10 月商品房累计销售面积同比 0.1%.....	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	6
图 5: 2019 年 1-10 月商品房累计新开工面积同比+10%.....	7
图 6: 住宅模拟库存和去化情况.....	7
图 7: 2019 年 1-10 月商品房累计施工面积同比+9%.....	7
图 8: 2019 年 1-10 月房地产开发投资和建安投资	7
图 10: 2019 年 1-10 月基建固投（不含电力等公用事业部门）同比增长 4.2% ...	8
图 11: 2019 年 1-10 月基建相关财政支出同比增速.....	8
图 12: 2019 年 1-10 月水泥累计产量同比 5.8%.....	9
图 13: 2019 年 1-10 月平板玻璃累计产量同比 5.2%	9
图 14: 全国水泥价格高位震荡	9
图 15: 全国玻璃价格逐步向上（1679 元/吨）	9
图 16: 全国水泥库容比（%）	9
图 17: 全国水泥出货率（%）	9
图 16: 全国玻璃库存.....	10
图 17: 玻璃停产产能占比和价格	10
图 20: 北方三大区域水泥产量累计同比增速	10
图 21: 南方三大区域水泥产量累计同比增速	10
图 22: 北方三大区域库容比（%）	11
图 23: 南方三大区域库容比（%）	11
图 24: 北方三大区域水泥出货率（%）	11
图 25: 南方三大区域水泥出货率（%）	11

事件描述

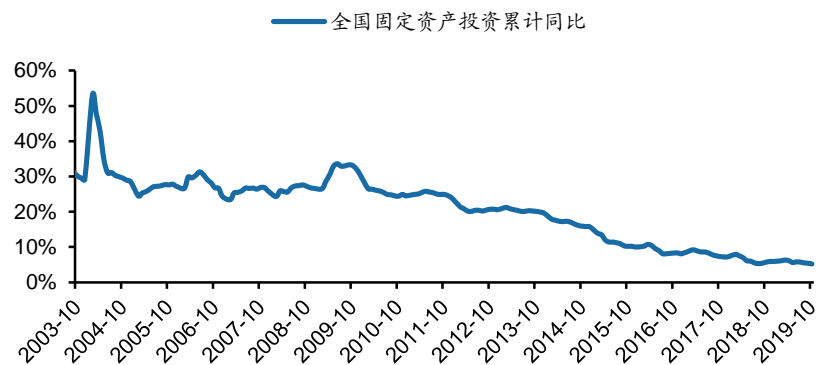
统计局公布2019年1-10月部分宏观和行业数据。

事件点评

地产开工强韧性，地产竣工趋势性回升，基建需求有望回升

据国家统计局数据，2019年1-10月份，全国固定资产投资同比增长5.2%，增速环比2019年1-9月份回落0.2个百分点，增速比上一年同期持平回落0.5个百分点。

图 1：2019年1-10月固定资产投资同比增长5.2%



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

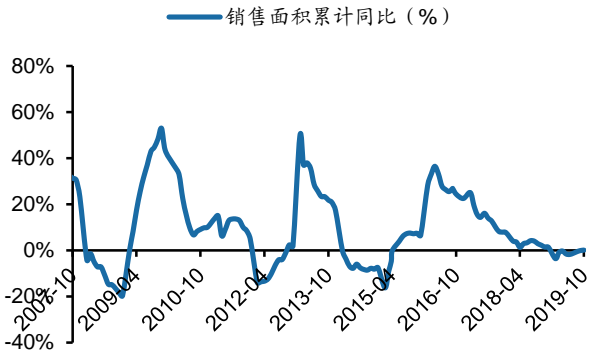
从影响建材行业需求的房地产和基建来看：

● 地产需求超预期

据国家统计局数据，2019年1-10月份，商品房销售面积同比增速0.1%，增速今年以来首次由负转正，环比2019年1-9月份上升0.2个百分点，增速比上一年同期回落2.1个百分点，销售继续表现出较强韧性；2019年1-10月份全国新开工面积同比增速10%，重回双位数增长，增速环比2019年1-9月份上升1.4个百分点，增速比上一年同期回落4.3个百分点，10月份新开工增速为23.2%，环比9月份提升16.6个百分点，单月增速今年以来最高；全国房地产开发投资同比增速10.3%，增速环比2019年1-9月份回落0.2个百分点，增速比上一年同期高0.6个百分点，其中1-10月建安投资增速6.7%，增速环比1-9月份提升0.2个百分点，较上一年同期高10.6个百分点；全国施工面积同比增长9.0%，环比2019年1-9月份上升0.3个百分点，增速比上一年同期高4.7个百分点，10月份施工面积增速为20.2%，环比9月份提升12.6个百分点，单月增速半年以来最高；新开工和施工面积增速数据同步走高。

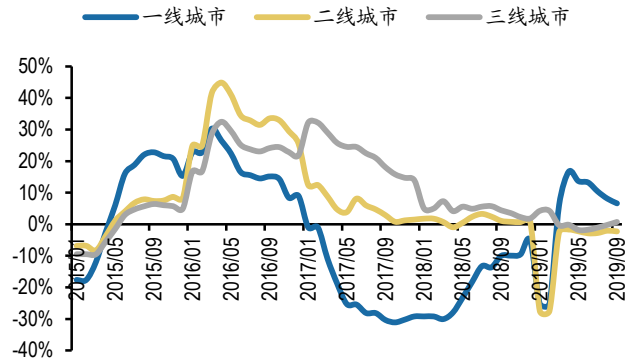
今年以来地产需求数据整体符合我们在此前判断，一是因城施策的政策基调、一二三四线城市地产销售的周期错位使得房地产销售回落速度较缓；二是本轮房地产周期“补库存”时间晚，低库存使得房地产新开工更有韧性；三是地产施工今年保持回升态势。

图 2: 2019年1-10月商品房累计销售面积同比 +0.1%



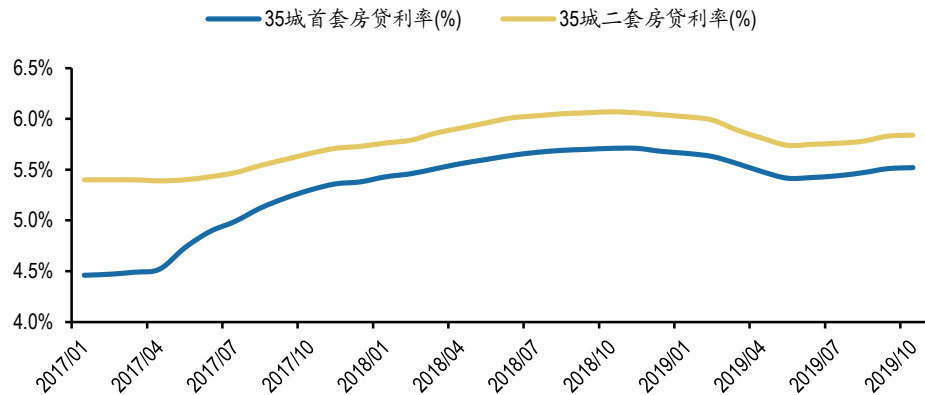
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 3: 一二三线城市地产销售面积增速出现分化



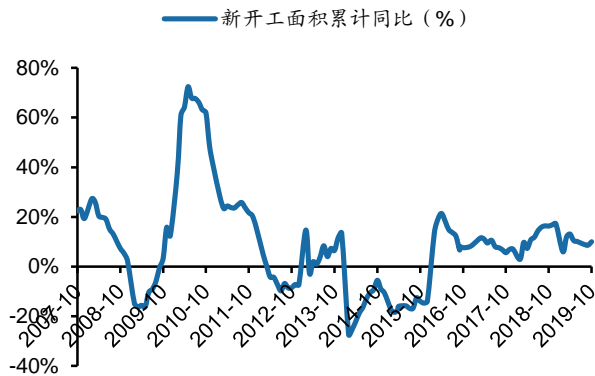
数据来源: 克而瑞、广发证券发展研究中心

图 4: 全国首套及二套房贷平均利率



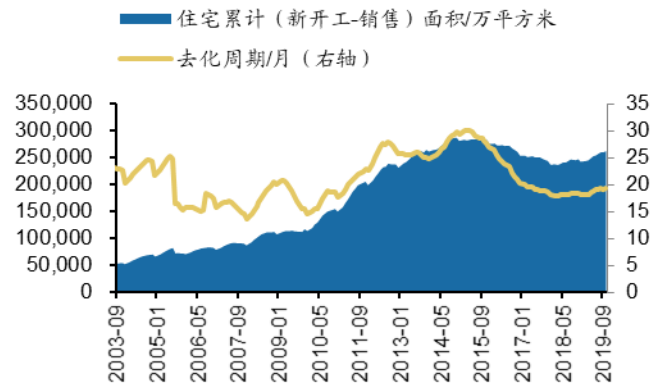
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 5: 2019年1-10月商品房累计新开工面积同比+10%



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



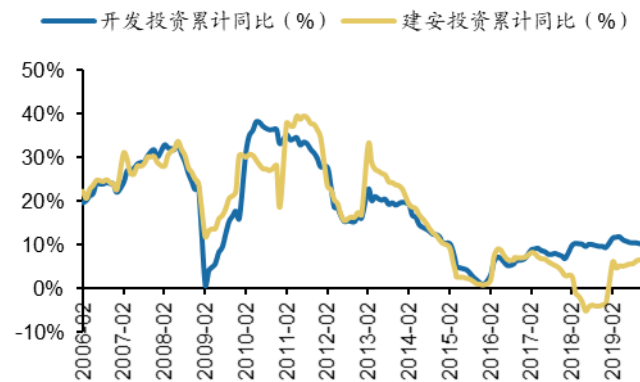
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 7: 2019年1-10月商品房累计施工面积同比+9%



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 8: 2019年1-10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

● 地产竣工底部趋势性回升, 10月单月竣工增速19.2%

2019年1-10月全国地产竣工面积同比增速-5.5%, 降幅较1-9月收窄3.1个百分点, 8、9、10三个月单月竣工增速分别为2.79%、4.81%、19.22%, 连续三个月回正, 单月竣工增速为2016年8月份以来最高。2018年初以来, 房地产新开工持续回暖; 2019年初以来房地产施工(施工面积和建安投资)开始上行; 根据房地产“销售-新开工-施工-竣工”的传导链条逻辑, 我们认为地产竣工将趋势性回升。

● 基建投资有望回升

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)1-10月同比增长4.2%, 增速环比2019年1-9月份回落0.3个百分点, 增速比上年同期上升0.5个百分点, 10月基建投资基本保持平稳。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。1-9月与基建项目相关的财政支出类别合计增速为10.49%, 较1-8月回落0.01个百分点, 基本持平, 增速比上年同期上升4.4个百分点。其中城乡社区支出增长12.6%, 农林水支出增长8.7%, 交通运输支出同比增长8.5%。3季度GDP增速继续下行, 经济下行压力持续增加背景下, 稳增长逆周期调控将持续发力(近期地方专项债大幅增加、降低部分基础设施项目最低资

本金比例)，基建需求将保持回升态势。

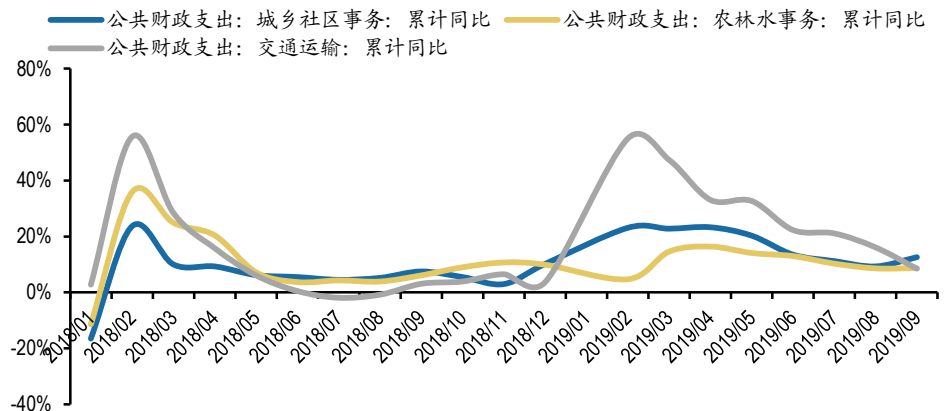
图 9：2019年1-10月基建固投（不含电力等公用事业部门）同比增长4.2%



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1-10月基建相关财政支出同比增速



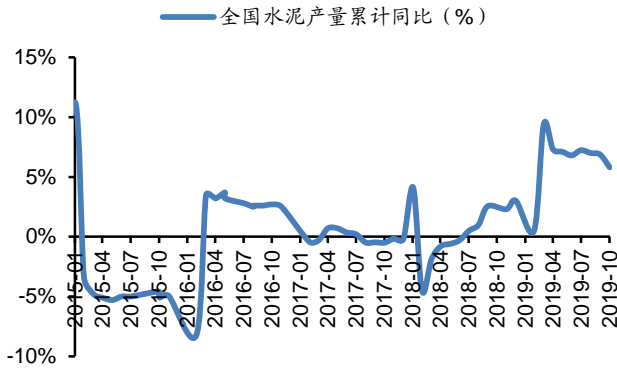
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

全国来看，水泥行业继续高景气，玻璃行业景气上行

从水泥产量数据来看，据国家统计局数据，2019年1-10月全国水泥产量19.07亿吨，同比增速5.8%（2019年1-9月累计增速6.9%，2018年同期增速2.6%）；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，到11月中旬，水泥日出货率略高于去年同期，2019年库容比虽然比2018年略高，但仍处于历史同期较低水平（比以往其他年份都低）；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11月15日，全国水泥均价比去年高3.3元/吨（水泥价格更多由需求决定），熟料均价比去年低47.6元/吨（熟料价格受供给影响更大）。水泥的行业数据和宏观数据相匹配。

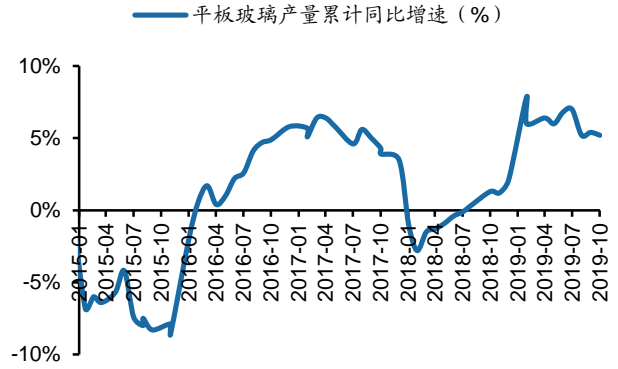
1-10月全国平板玻璃产量7.76亿重箱，同比增速5.2%（2019年1-9月累计增速5.4%，2018年同期增速1.3%），同时近期玻璃库存持续下降、玻璃价格持续反弹已比去年同期高，显示行业需求有回升，我们判断受益于地产施工维持高位，地产竣工开始回暖。

图 11: 2019年1-10月水泥累计产量同比5.8%



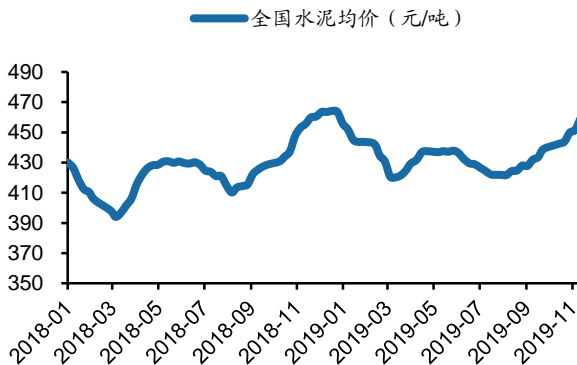
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 12: 2019年1-10月平板玻璃累计产量同比5.2%



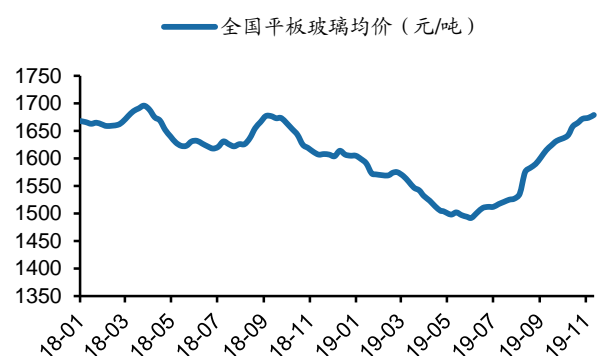
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 13: 全国水泥价格高位震荡



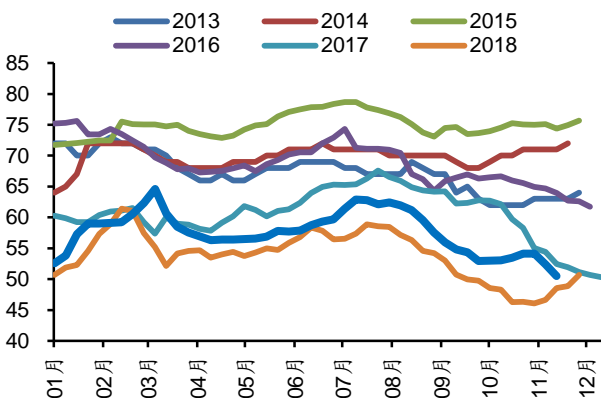
数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 14: 全国玻璃价格逐步向上 (1679元/吨)



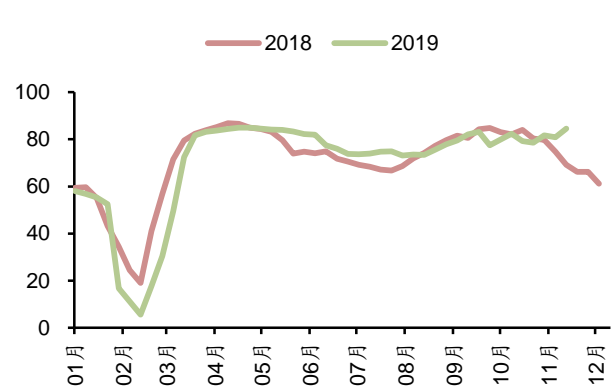
数据来源：中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心

图 15: 全国水泥库容比 (%)



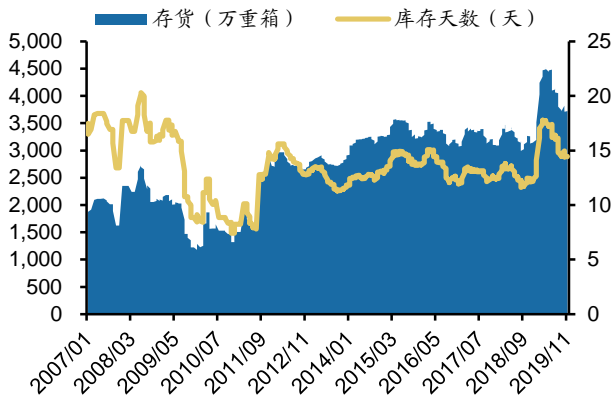
数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 16: 全国水泥出货率 (%)



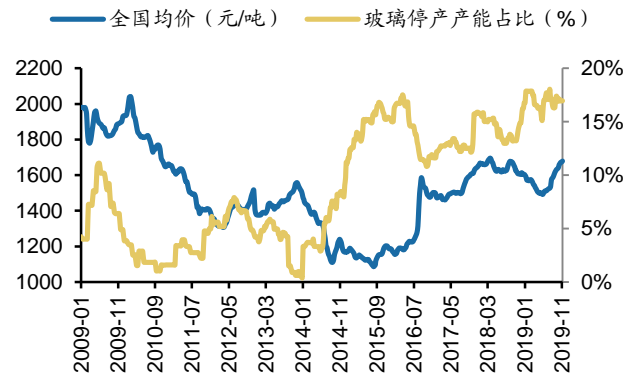
数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

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



数据来源：中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心

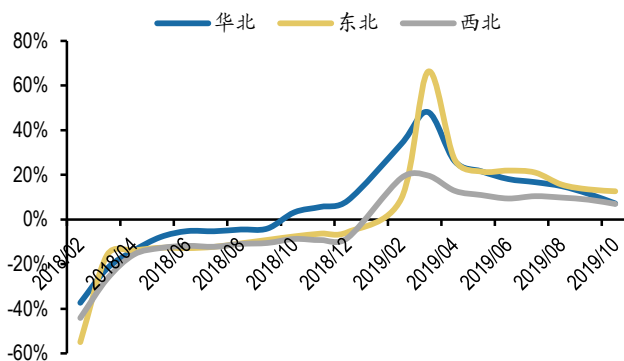
分区域来看，长三角、甘肃需求保持高景气，两广需求回升

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1-10月份累计产量数据来看，北方地区的水泥产量数据继续普遍大幅正增长，其中东北出货率略高于去年同期，库容比也略高于去年同期，产量大幅增长，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，库容比也低于去年同期，产量较快增长，反映当地需求不错；华北地区出货率低于去年同期，同时库容比略低于去年同期，产量增速环比回落。

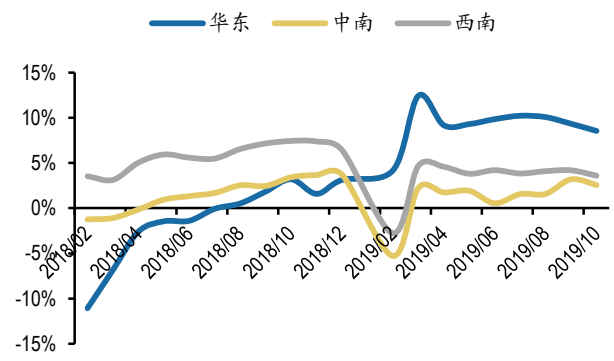
同时南方地区中，华东的水泥产量增长最为突出，六大区域单月增速只有华东和东北为正值，华东在去年高基数情况下仍有增长，进入旺季后出货率恢复情况较好，出货率和去年基本持平，库容比略高于去年同期；西南地区仍延续较高景气，发货率好于去年同期，库容比低于去年同期；中南地区产量、库存、出货率都比去年同期差，但8月下旬以来需求持续回升。

图 19: 北方三大区域水泥产量累计同比增速



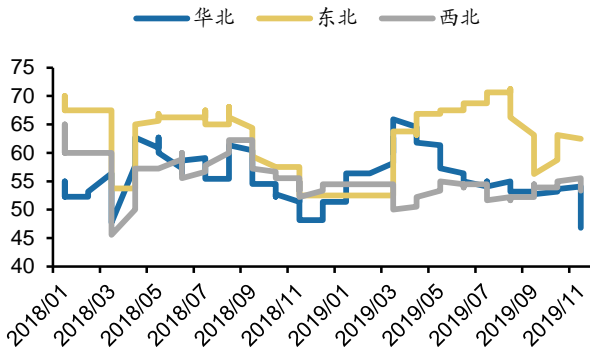
数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 20: 南方三大区域水泥产量累计同比增速



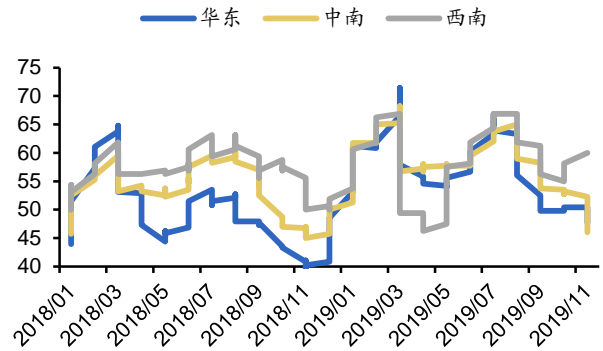
数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 21: 北方三大区域库容比 (%)



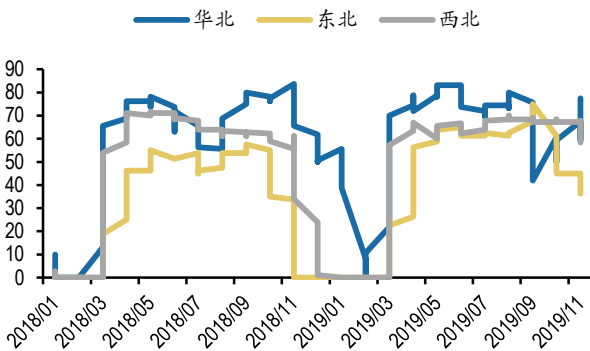
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 22: 南方三大区域库容比 (%)



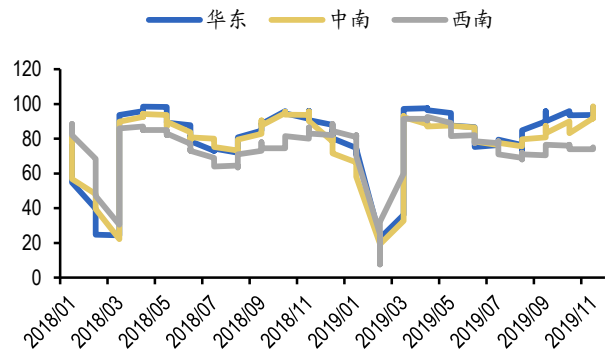
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 23: 北方三大区域水泥出货量 (%)



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量 (%)



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: 1-10月份累计增速来看, 除北京 (-19.94%) 外, 其余四个省份 (天津、河北、山西、内蒙古) 均为正增长, 其中山西实现两位数增长。

西北: 从1-10月累计增速来看, 除青海 (-1.59%) 外, 其余四个省份 (陕西、甘肃、宁夏、新疆) 均为正增长, 其中, 甘肃实现两位数增长 (12.42%)。

东北: 辽宁、吉林、黑龙江三省1-10月均累计正增长, 其中辽宁、吉林增长幅度较大, 增速分别为10.69%、26.44%, 黑龙江累计增速6.00%; 东北当地需求回升不明显, 主要是南运的影响。

华东: 1-10月山东、江苏、安徽、福建水泥产量同比增长分别为13.47%、10.33%、8.60%、7.29%, 表现较为突出; 其余三个省份 (上海、浙江、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: 10月份, 广东和广西产量增速回升, 河南受停产影响, 产量大幅下降。

西南: 表现最好的依然是西藏, 1-10月累计增速21.16%; 贵州需求最差, 1-10

月是负增长，川渝地区仍保持平稳态势，云南地区增速较快。

整体来看，长三角、甘肃需求持续高景气，两广地区8月以来需求持续回升，京津冀短期需求承压。

投资建议：竣工链是亮点，基建值得期待

从需求端来看，地产销售有韧性、地产补库存尚未结束，使得地产新开工有韧性，同时随着交房周期来临，地产景气从新开工往施工，施工往竣工传导；基建仍处于底部区域，在经济下行压力持续增加背景下，稳增长逆周期调控将持续发力（近期地方专项债大幅增加、降低部分基础设施项目最低资本金比例），基建需求将保持回升态势；行业整体需求仍然有保障，而竣工链正处于趋势回升的早期阶段。

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：

一是重点关注趋势刚回升不久的竣工链，结合子行业格局和公司内生增长，首选北新建材和三棵树，其次旗滨集团和兔宝宝，关注蒙娜丽莎。

二是基建投资仍值得期待，水泥行业将继续高景气；看好区域需求好、估值低的祁连山和海螺水泥（600585.SH/00914.HK），关注底部的冀东水泥和塔牌集团。

风险提示

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。

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。