

建筑材料行业

水泥价格创新高，地产竣工趋势性回暖

核心观点：

水泥价格再创新高，低估值优质周期股进入好的区间。据数字水泥网，本周全国水泥平均价格环比上周上涨 6.33 元/吨，同比去年上涨 5.47 元/吨，目前价格 465 元/吨，创近两年新高，也创历史新高。往后看半年，剔除季节波动，供需关系仍将保持稳定，企业盈利具备一定超预期基础；经济下行压力加大背景下，稳增长力度将加大，有利于行业估值提升，未来几个月低估值优业绩的水泥股进入好的投资区间；首推塔牌集团、海螺水泥，其次推荐祁连山、冀东水泥。

地产竣工趋势性回暖是未来最重要的投资主线，地产后周期最受益。本轮地产景气大周期，地产销售、地产新开工都已经高景气（从景气回升到保持较高位置）了 3 年以上，今年以来地产施工（包括建安投资）也持续回升，从房地产开发流程来看，下一阶段将进入竣工阶段。根据我司地产小组测算，预计 2019-2021 年实际竣工增速分别为 0.2%、10.4%和 5.9%，底部拐点在 2019 年 Q3，增速高点在 2020 年 Q3。竣工趋势性好转，这将成为未来行业最重要的基本面主线和投资线索，首选推荐涂料行业的三棵树、石膏板行业的北新建材、板材行业的兔宝宝，其次推荐玻璃行业的旗滨集团，关注瓷砖行业的蒙娜丽莎。

三棵树：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；二是零售业务开始趋势性回升，三季报收入增速进一步提速，使得公司更具 α 属性和长期价值。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：今年是公司的基本面（业绩）底部：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 α 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，同时公司 2019 年 8 月收购四川蜀羊防水、10 月联合重组禹王防水、河南金拇指防水进入防水行业，未来这两个新产品将显著放量，成为新的增长极。

兔宝宝：一是公司基本面和估值底部都已出现，受精装房、定制家具、需求周期下行三重影响，公司 2018 年以来业绩增长明显放缓，2019 年下半年已企稳回升，主要来自公司渠道继续异地拓展和下沉，随着竣工需求回升，公司的业绩也将持续回升。二是对于精装修业务，公司拟以 7 亿元收购青岛裕丰汉唐木业公司 70% 股权；汉唐木业在精装修领域定制家具品类先发优势明显，供应链关系体系完善，收入规模领先同行，成功切入头部开发商，未来将处于快速增长期，且有望带来业务协同。三是对于成品零售业务，公司今年加快推进易装业务，易装差异化定位、突出产品性价比，现有密集零售网点是其拓展基础，预计 2020 年开始将逐步成为新增长点。整体来看，公司今年是业绩底部，业绩增速未来将趋势性回升，具备中线机会。

旗滨集团：2019Q3 玻璃行业受益于地产竣工开始回暖及沙河冷修，价格环比回升，公司三季度业绩增速明显提速，随着竣工趋势性好转，行业景气也将回升。公司未来内生增长亮点在于：据公司 2019-2024 年发展战略规划纲要，一方面，公司实施“一体两翼”战略规划，积极扩张产能规模，2024 年末原片产能规模比 2018 年增加 30% 以上、节能玻璃产能规模增加 200% 以上，同时实现产品的优质化与高端化；另一方面，公司实施事业合伙人及员工持股计划，作为长效激励机制，将经营管理团队与公司利益保持一致。这些举措将显著提升公司的竞争力和业绩内生增长性。

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。

识别风险，发现价值

行业评级 持有

前次评级 持有
报告日期 2019-11-24

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:美国建筑涂料 2019-11-18
行业研究及对中国的启示
建筑材料行业:2019 年 10 月 2019-11-16
数据点评:地产开工强韧性,地产竣工趋势性回升
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

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

请务必阅读末页的免责声明

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
华新水泥	600801.SH	RMB	20.40	2019/10/27	买入	23.98	3.26	2.84	6.26	7.18	3.89	4.03	32.4	24.1
山东药玻	600529.SH	RMB	23.33	2019/10/23	买入	29.70	0.78	0.99	29.91	23.57	20.94	16.18	11.1	12.4
中国巨石	600176.SH	RMB	9.36	2019/10/23	买入	10.44	0.58	0.65	16.14	14.40	10.66	9.52	12.6	12.3
中材科技	002080.SZ	RMB	9.05	2019/10/22	买入	14.85	0.84	0.99	10.77	9.14	8.35	6.99	12.1	13.0
长海股份	300196.SZ	RMB	8.91	2019/10/28	买入	11.25	0.73	0.84	12.21	10.61	7.52	6.16	11.2	11.4
东方雨虹	002271.SZ	RMB	24.01	2019/10/28	买入	26.79	1.41	1.77	17.03	13.56	11.00	8.46	21.4	21.6
伟星新材	002372.SZ	RMB	12.43	2019/8/11	买入	19.32	0.84	0.97	14.80	12.81	13.91	12.04	28.7	31.6
北新建材	000786.SZ	RMB	21.84	2019/10/27	买入	21.84	0.22	1.68	99.27	13.00	10.70	9.17	2.7	18.4
帝欧家居	002798.SZ	RMB	23.99	2019/8/11	买入	27.60	1.38	1.77	17.38	13.55	9.37	7.33	14.6	16.3
石英股份	603688.SH	RMB	15.08	2019/3/20	买入	18.30	0.61	0.82	24.72	18.39	20.73	14.92	12.7	14.6
冀东水泥	000401.SZ	RMB	14.46	2019/10/27	买入	24.37	2.20	2.74	6.57	5.28	4.09	2.86	19.7	19.0
祁连山	600720.SH	RMB	10.44	2019/10/21	买入	12.72	1.53	1.67	6.82	6.25	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22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;

目录索引

1. 我们的观点：水泥价格创新高，地产竣工趋势性回暖	5
2. 2019 年 11 月第三周：水泥价格创历史新高、熟料和平板玻璃价格环比上涨；光伏玻璃和玻纤价格环比持平	6
3. 2019 年 11 月第三周成本：原油、天然气、PVC 价格环比上涨；煤炭价格环比下跌 ...	8
4. 市场面：建材行业整体估值（PB）低于历史均值，行业跑赢大盘	8
风险提示	8

图表索引

表 1: 水泥、熟料、平板玻璃、光伏玻璃均价	7
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：水泥价格创新高，地产竣工趋势性回暖

水泥价格再创新高，低估值优质周期股进入好的区间。据数字水泥网，本周全国水泥平均价格环比上周上涨6.33元/吨，同比去年上涨5.47元/吨，自8月中旬以来水泥价格已经连续3个月保持上涨，目前价格465元/吨，创近两年新高，也创历史新高；库存比去年同期高出4.5个百分点，水泥出货率较去年同期高3.08个百分点；行业整体需求保持旺盛，和统计局的宏观数据相匹配。分区域来看，8月份以来广东地区异军突起，价格已高于去年同期，库存和出货率也比去年好；湖北和陕甘地区价格也高于去年同期，库存和出货率也比去年好；长三角和成渝地区价格低于去年同期，库存也比去年同期高，去年停产力度大，使得价格也高；京津冀地区价格高于去年同期，不过量（出货率）低于去年同期。整体看，进入12月后，水泥价格将进入平稳阶段，再大幅上涨的可能性不大，不过今年四季度水泥价格上涨是超预期的，主要还是源于地产开工具有韧性、地产施工持续回升。往后看半年，剔除（淡旺）季节波动，供需关系仍将保持稳定，水泥企业盈利仍具备一定超预期基础；而经济下行压力加大背景下，稳增长力度将加大，有利于行业估值提升，未来几个月低估值优业绩的水泥股进入好的投资区间；首选推荐塔牌集团、海螺水泥，其次推荐祁连山、冀东水泥。

地产竣工趋势性回暖是未来最重要的投资主线，地产后周期最受益。本轮地产景气大周期，地产销售（预售）、地产新开工都已经高景气（从景气回升到保持较高位置）了3年以上，今年以来地产施工（包括建安投资）也持续回升，从房地产开发流程来看，下一阶段将进入竣工阶段。据国家统计局数据，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，开始趋势性回升。根据我司地产小组测算，预计2019、2020、2021年实际竣工增速分别为0.2%、10.4%和5.9%，底部拐点在2019年Q3，增速高点在2020年Q3。竣工趋势性好转，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、石膏板行业的北新建材、板材行业的兔宝宝，其次推荐玻璃行业的旗滨集团，关注瓷砖行业的蒙娜丽莎。

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；二是零售业务开始趋势性回升，三季报收入增速进一步提速，使得公司更具 α 属性和长期价值。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：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 α 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二是新产品放量，龙骨协同效应开始体现，同时2019年8月收购四川蜀羊防水、10月联合重组禹王防水、河南金拇指防水进入防水行业，未来这两个新产品将显著放量，成为新的增长极。

兔宝宝：一是公司基本面和估值底部都已出现，受精装房、定制家具、需求周期下行三重影响，公司2018年以来业绩增长明显放缓，2019年下半年已企稳回升（前三季度单季度如果剔除公允价值变动损益影响的营业利润增速分别为-24%、-6%、51%），主要来自公司渠道继续异地拓展和下沉，随着竣工需求回升，公司的业绩也将持续回升。二是对于精装修业务，公司拟以7亿元收购青岛裕丰汉唐木业公司70%股权，同时裕丰汉唐木业承诺2019-2021年净利润不低于0.7/1.05/1.4亿元；汉唐木业在精装修领域定制家具品类先发优势明显，供应链关系体系完善，收入规模领先同行，成为万科（000002.SZ）等龙头房企的A、B级供应商，未来将处于快速增长期，完善公司在工程领域的业务布局，且有望带来业务协同。三是对于成品零售业务，公司今年加快推进易装业务，易装差异化定位、突出产品性价比，现有密集零售网点是其拓展基础，预计2020年开始将逐步成为新增长点。整体来看，公司今年是业绩底部，业绩增速未来将趋势性回升，具备中线机会。

旗滨集团：2019Q3玻璃行业受益于地产竣工开始回暖及沙河冷修，库存持续下降，价格环比回升，公司三季度业绩增速明显提速，随着竣工趋势性好转，行业景气也将回升。公司未来内生增长亮点在于：据公司2019-2024年发展战略规划纲要，一方面，公司实施“一体两翼”战略规划，积极扩张产能规模，2024年末原片产能规模比2018年增加30%以上、节能玻璃产能规模增加200%以上，同时实现产品的优质化与高端化；另一方面，公司实施事业合伙人及员工持股计划（实控人拟无偿赠与合伙人股份、员工半价回购），作为长效激励机制，将经营管理团队与公司利益保持一致。这些举措将显著提升公司的竞争力和业绩内生增长性。

2. 2019年11月第三周：水泥价格创历史新高、熟料和平板玻璃价格环比上涨；光伏玻璃和玻纤价格环比持平

（1）水泥：据数字水泥网，截至2019年11月22日，全国水泥均价465.33元/吨，环比上周上涨6.33元，同比去年上涨5.47元/吨，创历史新高，价格上涨地区主要集中在河北、内蒙、山东、上海、浙江、湖南和广西等地；熟料均价401元/吨，环比上周上涨2元/吨，同比去年下跌51元/吨；熟料价格和水泥价格表现差别较大，主要因为水泥价格受需求影响大，熟料价格受供给影响大，水泥企业为了抵制外来熟料（主要是进口熟料），把熟料价格控制较低。水泥库容比50.81，环比上周上涨0.31，同比去年上涨4.5；水泥出货率82.88，环比上周下跌1.71，同比去年上涨3.08。

（2）平板玻璃：据玻璃信息网，截至2019年11月22日，全国白玻均价1683元，环比上周上涨4元，同比去年上涨77元。剔除僵尸产能后玻璃产能利用率为82.72%，环比上周上涨-0.32%，同比去年上涨-2.67%。在产玻璃产能93690万重箱，环比上月减少360万重箱，同比去年减少960万重箱。行业库存3737万重箱，环比上周增加21万重箱，同比去年增加587万重箱；库存天数14.56天，环比上周增加0.14天，同比去年增加2.41天。

（3）光伏玻璃：据卓创资讯，截至2019年11月22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22日, 玻纤纱价格环比持平, 粗纱价格同比去年下跌667元/吨(内江华原同比下跌500元/吨, 巨石成都同比下跌1000元/吨), 电子纱(泰玻)同比下跌3450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	465	401	1683	27.90
去年同期价格	460	452	1608	21.50
上周价格	459	399	1679	27.90
年初以来均价	435	392	1554	26.19
去年全年均价	428	394	1644	25.19
去年最高价	464	457	1696	31.50
去年最低价	394	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22日价格; 去年同期指2018年11月23日; 上周指2019年11月15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	50.81	3737
去年同期(同比)	46.31	3150
上周(环比)	50.50	3716
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22日数据; 去年同期指2018年11月23日; 上周指2019年11月15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	525	507	570	523	423	465
上周价格	510	493	570	513	423	465
去年同期价格	578	453	550	478	400	500
2018-2019年 高点价格	583 (2018.12.7)	507 (2019.11.22)	570 (2019.11.1)	523 (2019.11.22)	428 (2018.6.22)	500 (2018.10.26)
最新库存	47.00	38.33	46.25	48.13	56.00	57.50
上周库存	47.00	38.33	46.25	48.13	54.00	57.50
去年同期库存	34.67	40.00	36.25	48.75	55.00	50.00
最新出货率	98.85	77.50	101.25	100.71	65.00	75.00
上周出货率	98.85	81.67	101.25	100.71	75.00	75.00
去年同期出货率	94.62	81.67	97.50	101.43	66.00	85.00

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22日; 去年同期指2018年11月23日; 上周指2019年11月15日。

3. 2019年11月第三周成本：原油、天然气、PVC价格环比上涨；煤炭价格环比下跌

(1) 原油：据Wind资讯，以WTI现货价格为例，2019年11月22日报价58.58美元/桶，环比上周上涨3.19%，同比上年上涨12.59%。

(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18日报价545元/吨，环比上周下跌0.26%，同比上年下跌13.27%。

(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22日，全国液化天然气市场价4150元/吨，环比上周上涨3.11%，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22日全国重质纯碱中间价1701元/吨，环比上周持平，同比上年下跌16.17%。

(5) 国废（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22日报价2071元/吨，环比上周持平，同比上年上涨4.81%。

(6) 沥青等（防水主要变动成本）：据百川资讯，2019年11月22日华南改性沥青4625元/吨，环比上周持平，同比上年下跌9.31%。

(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22日丙烯酸价格7800元/吨，环比上周持平，同比上年下跌14.29%；钛白粉价格14500元/吨，环比上周持平，同比上年下跌15.20%。

(8) PVC、PP等（塑料管道主要变动成本）：据百川资讯，2019年11月22日华东电石法PVC树脂6775元/吨，环比上周上涨1.04%，同比上年上涨4.80%；2019年11月22日齐鲁石化PP树脂9000元/吨，环比上周持平，同比上年下跌8.16%。

4. 市场面：建材行业整体估值（PB）低于历史均值，行业跑赢大盘

(1) 2019年11月22日建材指数PB估值为1.80，2011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11月18日至2019年11月22日建材指数上涨3.62%，上证综指下跌0.21%，深证成指下跌0.22%，沪深300下跌0.70%，创业板上涨0.30%，中小板下跌0.35%，中证500上涨0.73%。

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：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。