

# 海螺水泥(600585.SH/00914.HK)

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	51.65 元/49.2 港元
合理价值	72.42 元/70.03 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2020-11-04

已步入较低估区间，行业高景气持续有望驱动估值回归

## 核心观点:

- 公司主市场水泥价格已高于去年同期，今年旺季持续时间更长。短期来看，虽然全国水泥均价仍低于去年同期，但海螺水泥核心市场水泥价格已好于去年同期，库存及出货率情况也明显好于全国平均水平。展望年内，春节假期较去年延后意味着旺季涨价的时间窗口期较去年更长，更长的旺季时间带来更强劲的需求有望进一步推涨水泥价格。
- 水泥行业中长期逻辑并没有改变，新产能越来越稀缺；公司主市场的护城河在拓宽。需求端，领先指标（地产销售、社融）显示明年需求不会差。供给端，年内行业新增供给依旧较少，且错峰生产执行情况较好；行业产能置换政策在持续收紧，新产能越来越稀缺；行业中长期供给逻辑没变。海中贸易公司的设立进一步强化了行业自律，同时也拓宽了海螺水泥的护城河，让公司的大本营更加稳固。
- 从 PB 和 EV/EBITDA 的两大估值指标来看，公司已处于较低估区域，行业持续高景气将驱动估值回归。从最近一个交易日的估值情况来看，海螺水泥 2020 年 PB 估值仅 1.7x，EV/EBITDA 仅 3.9x（剔除在手现金后），处于较低估区域。行业景气度持续将驱动公司估值回归。
- 投资建议：进入四季度，前期积压的需求集中释放，全国核心区域长三角水泥价格已好于去年同期，考虑到今年春节较晚，旺季时间更长，价格仍值得期待。中期来看，水泥行业中长期逻辑并没有改变，新产能越来越稀缺；公司的主市场护城河在拓宽。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 6.7/6.9/6.8 元/股，最新收盘价对应 PE 分别为 7.7/7.5/7.6x 倍，PB 为 1.7/1.5/1.3 倍。根据上文 PB、EV/EBITDA 估值分析，公司已处于较为低估区间，我们维持公司 A 股合理价值 72.42 元/股、H 股合理价值 70.03 港元/股的判断，对应 2021 年 A 股 2x PB 估值、H 股 1.5x PB 估值，维持 A、H 股“买入”评级。
- 风险提示：新冠肺炎疫情影响持续，逆周期调控力度较弱等。

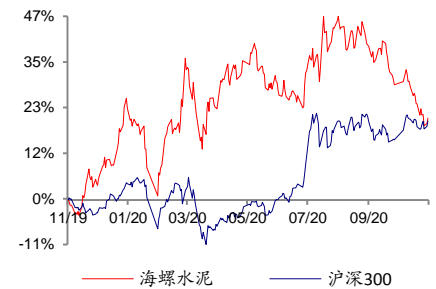
## 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	128,403	157,030	174,578	179,661	185,454
增长率（%）	70.5	22.3	11.2	2.9	3.2
EBITDA（百万元）	38,465	46,793	46,768	47,658	46,873
归母净利润（百万元）	29,814	33,593	35,585	36,406	36,043
增长率（%）	88.0	12.7	5.9	2.3	-1.0
EPS（元/股）	5.63	6.34	6.72	6.87	6.80
市盈率（P/E）	5.20	8.64	7.69	7.52	7.59
ROE（%）	26.5	24.5	21.8	19.2	16.7
EV/EBITDA	3.32	5.28	4.44	3.87	3.45

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

## 相对市场表现



分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

分析师:

李振兴



SAC 执证号: S0260520080003



SFC CE No. BPW071



010-59136627



lizhenxing@gf.com.cn

请注意，邹戈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:

海螺水泥	2020-10-28
(600585.SH/00914.HK):贸易	
业务拖累 Q3 毛利率，期待	
Q4 量价弹性	

请务必阅读末页的免责声明

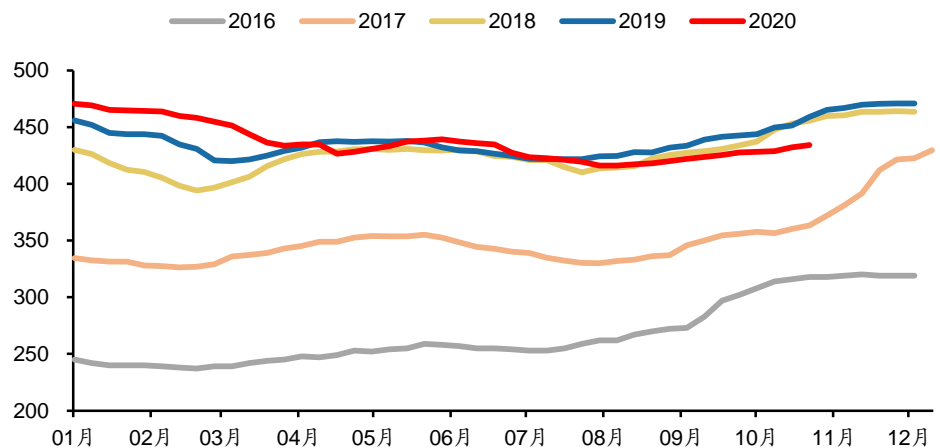
## 一、公司的主市场水泥价格已高于去年同期，今年旺季持续时间更长

短期来看，虽然全国水泥均价仍低于去年同期，但海螺水泥核心市场的水泥价格好于去年同期。据数字水泥网，截至2020年10月30日，全国水泥均价434.17元/吨，环比上周上涨1.83元/吨，同比去年同期（2019年10月25日，后同）下跌9.7元/吨。分核心区域来看，我们发现成渝地区水泥均价同比低87.5元/吨、京津冀地区水泥均价同比低21.7元/吨，是拖累全国整体均价的主要市场。但公司所在核心市场长三角（江浙沪皖）水泥均价同比已经高17.5元/吨，两广水泥均价同比低2.5元/吨，即将追平去年同期。

海螺水泥核心市场的库存及出货率情况也要明显好于全国平均水平。从水泥库存及出货率来看，截至10月30日全国水泥库容比54.44%，同比去年高0.31pct；水泥出货率85.97%，同比去年上升4.26pct。公司所在核心市场长三角（江浙沪皖）库容比47.7%，同比低1.7pct，出货率101.2%，同比高6.9pct；两广库容比55%，同比高5pct，出货率100%，同比高0.71pct。

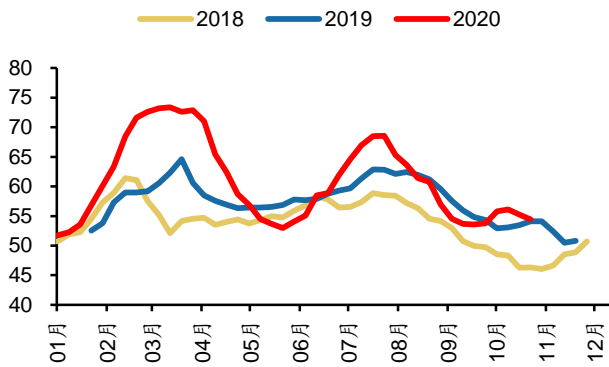
展望年内，由于2020年春节假期在2021年2月中旬，较2019年的春节延后半个月（2019年春节假期在2020年1月下旬），这也意味着南方水泥企业在春节之前有着更长的时间去进行水泥销售（北方已处于停工状态），也意味着旺季涨价的时间窗口较去年更长，更长的旺季时间带来更强劲的需求有望进一步推涨水泥价格。

图1：全国水泥均价（单位：元/吨）



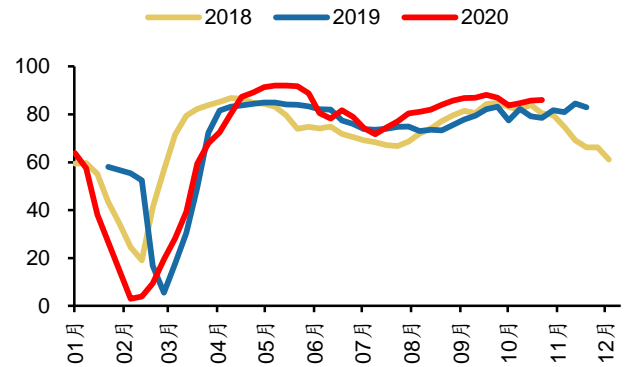
数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图 2: 全国水泥库容比 (%)



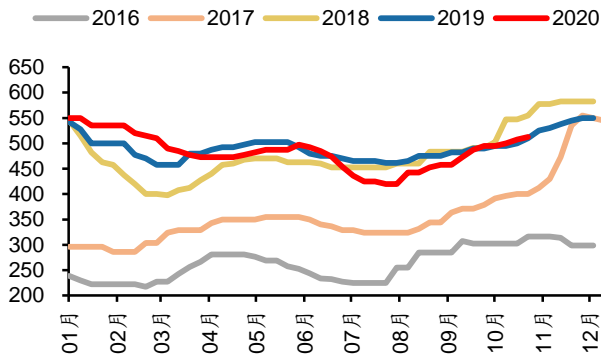
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图 3: 全国水泥出货率 (%)



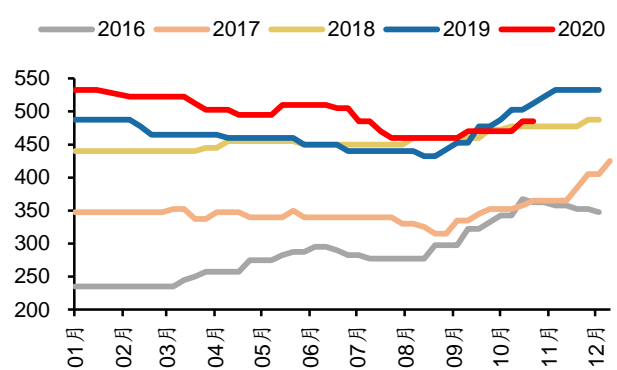
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图 4: 长三角水泥均价 (单位: 元/吨)



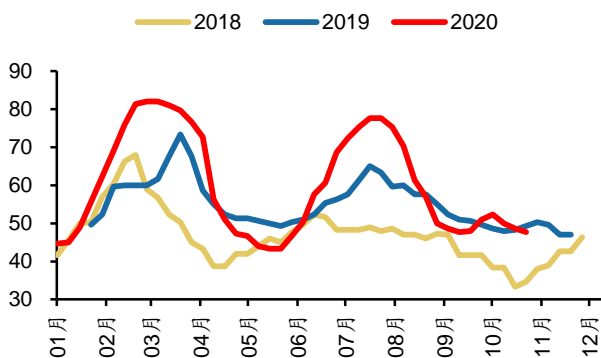
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图 5: 两广水泥均价 (单位: 元/吨)



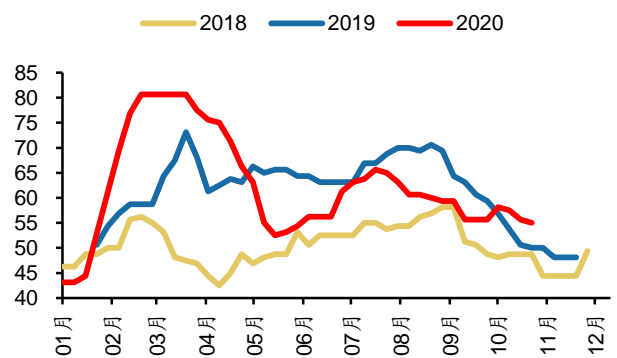
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图 6: 长三角水泥库容比 (%)



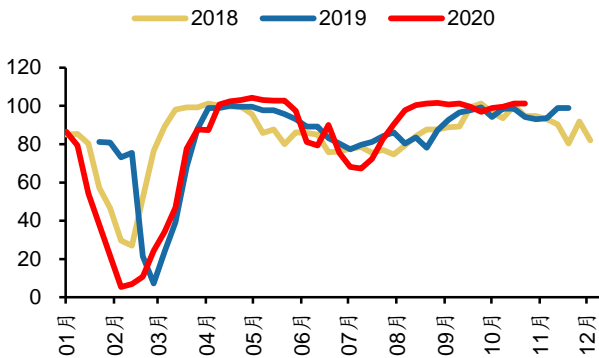
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图 7: 两广水泥库容比 (%)



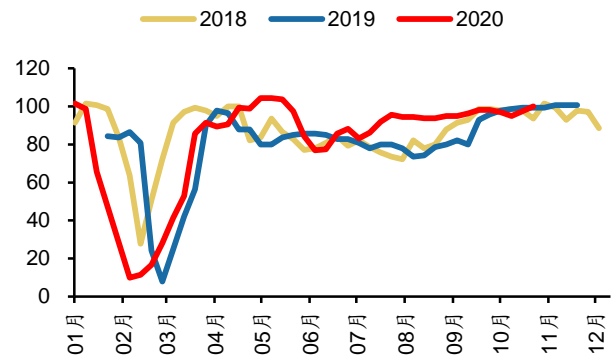
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图 8: 长三角水泥出货率 (%)



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图 9: 两广水泥出货率 (%)



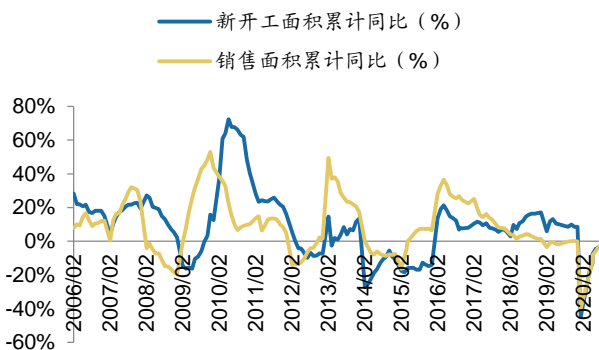
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

## 二、水泥行业中长期逻辑并没有改变, 新产能越来越稀缺; 公司的主市场护城河在拓宽

展望明年, 需求端来看, 领先指标 (地产销售、社融) 显示明年需求不会差。

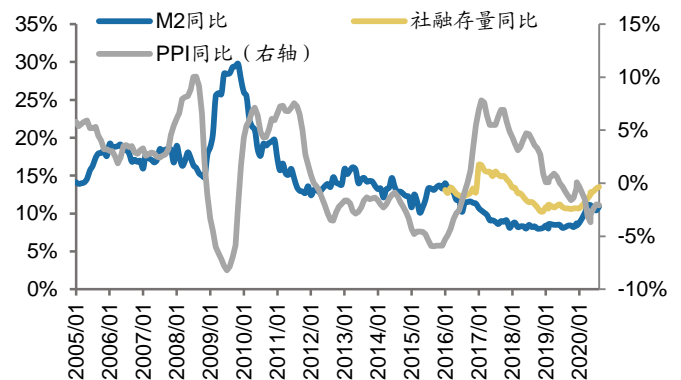
从历史经验来看, 房地产销售面积增速领先房地产新开工面积增速2-3个季度, 社融或M2增速领先PPI半年到1年; 截止到9月份, 房地产销售面积增速和社融、M增速都处于较好的态势; 根据我司宏观组观点, 预计年底社融存量增速大体在13%出头。回溯今年的经济表现和政策调控: 从宽货币宽信用 (1至4月) 到稳货币宽信用 (5至6月), 再到稳信用稳货币 (7月至今), 未来仍在稳信用环境之内, 央行表示“应当允许宏观杠杆率阶段性上升”, 预计短期内货币政策整体收紧的可能性较小; 这意味着明年行业需求不会差。

图 10: 商品房新开工和销售面积累计同比



数据来源: 国家统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: PPI和M2、社融增速



数据来源: 国家统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

从供给端来看, 年内行业新增供给依旧较少, 且错峰生产执行情况较好, 新增产能越来越稀缺, 行业供给端逻辑未发生变化。

一是行业新增供给被有效控制，盈利扩张没有带来新增供给扩张。行业自2016年以来每年表观新增熟料产能维持在2000-3000万吨之间，如果考虑到等量或减量置换关停掉的有效产能，实际新增供给比这个更少；行业盈利扩张并没有带来新增供给的扩张，使得以往的供需循环逻辑被破坏；而行业新增供给被有效控制主要来自行业产能政策被严格执行。

从近年来水泥行业产能置换方案的修订情况来看，行业产能置换政策在持续收紧，新增产能越来越稀缺，这也有利于行业盈利稳定性的保持。

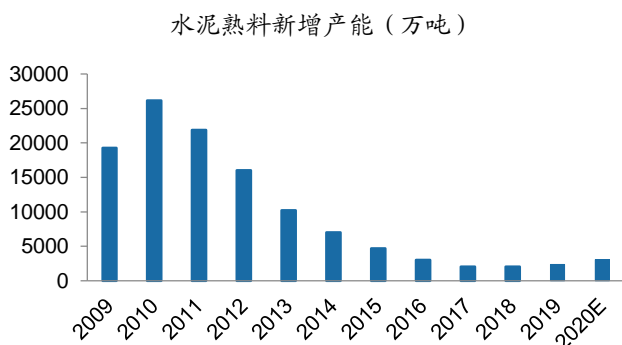
(1) 2015年，由工信部产业政策司印发的《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》指出水泥等产能过剩行业，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目产能的1.25倍予以核定，其他地区实施等量置换。同时，政策支持跨地区产能置换。

(2) 2018年，工信部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法》指出，除西藏地区执行等量置换外，位于国家规定的环境敏感区的水泥熟料建设项目，每建设1吨产能须关停退出1.5吨产能；位于其他非环境敏感地区的新建项目，每建设1吨产能须关停退出1.25吨产能，进一步加大了减量置换力度，且对于置换的产能限定更加严格、产能指标核定也更加严格。

(3) 2020年1月3日，工信部原材料司对水泥、玻璃行业产能置换政策具体操作进行了进一步的解答，并进一步明确了具体置换细则。对产能置换指标提出了更严格的要求，严格限制僵尸产能“死灰复燃”；产能置换比例维持不变，支持重点地区水泥行业磷石膏资源化利用；维持置换产能“投前先关”的规定，同时加大监督管理力度。

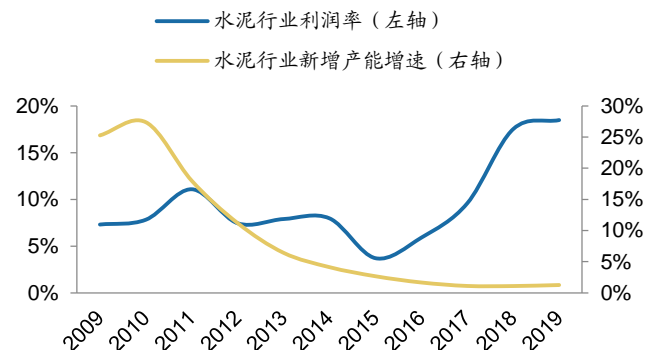
(4) 2020年10月16日，工信部办公厅发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》（下称“修订稿”）征求意见函，进一步强化了具体置换的细则，总基调趋严。水泥熟料置换比例由原政策环境敏感区至少水泥1.5:1，非环境敏感区至少水泥1.25:1，西藏地区1:1，调整为大气污染防治重点区域或跨省级辖区实施产能置换的水泥熟料为2:1，非大气污染防治重点区域的水泥熟料项目为1.5:1。此外，产能置换指标要求更加严格，限制僵尸产能“死灰复燃”。

图 12: 2009-2020年水泥行业新增产能



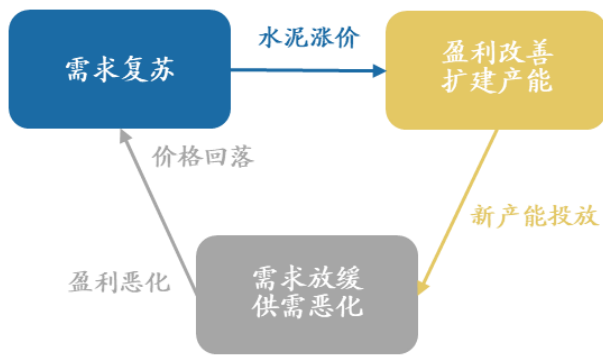
数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图 13: 2009-2019 年水泥行业新增产能增速与利润率



数据来源：工信部，数字水泥网，广发证券发展研究中心

图14: 水泥传统周期传导机制



数据来源: 广发证券发展研究中心

图15: 水泥新周期传导机制

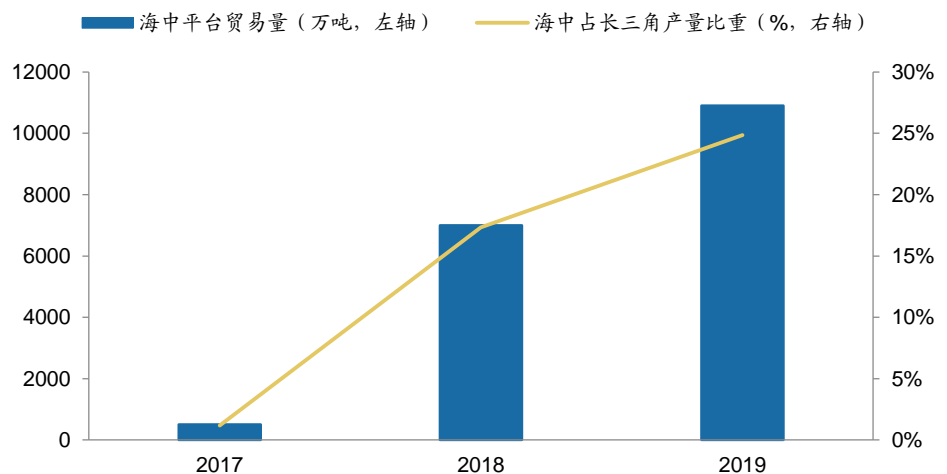


数据来源: 广发证券发展研究中心

二是行业存量产能被错峰生产政策有效压缩。错峰生产本来是水泥行业独有的协同行为，2016年开始被纳入行业供给侧改革范畴。早在2014年11月新疆地区率先实行水泥错峰生产；2014年12月晋冀鲁豫京津四省市行业协会联合发出《泛华北地区水泥企业错峰生产自律公约》；2015年升级为工信部和环保部发文要求北方十五省全部参与冬季错峰生产，2016年由国办发34号文件明确南北方冬季和夏季错峰，后工信部和环保部联合发文明确了2016-2020年错峰生产常态化。由于错峰生产较好执行，2016-2019年每年的实际存量产能被严格压缩，带来了持续的行业供给收缩，使得供需关系得以优化。

海螺水泥的主市场护城河还在拓宽。和过去行业周期相比，2016年以来行业格局发生最大变化的地方在于，2017年海螺水泥和中国建材从以往较强的竞争对抗转化为合作为主，而且成立了联合销售公司——安徽海中贸易平台。安徽海中贸易公司的设立进一步强化了行业自律，拓宽了海螺水泥在长三角市场的护城河，让公司的大本营更加稳固——2017年平台贸易量仅占长三角水泥产量的1.5%，这一比例在2018年提升至17.3%，2019年进一步提升至24.8%；熟料贸易公司一是更好控制销售渠道、占领市场，二是更好防止外来水泥和熟料的无序竞争，稳定长三角水泥价格，三是更好保障自己熟料产能充分发挥，巩固自己成本优势。

图16: 海螺水泥贸易量占长三角水泥产量的比例



数据来源: 公司年报、半年报、季报, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

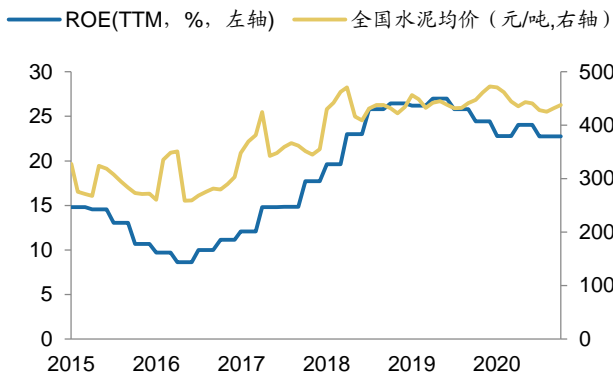
### 三、公司已处于较低估区域，行业持续高景气将驱动估值回归

我们从PB与EV/EBITDA两个指标来看海螺水泥目前的估值情况：

#### （一）PB(LF)估值

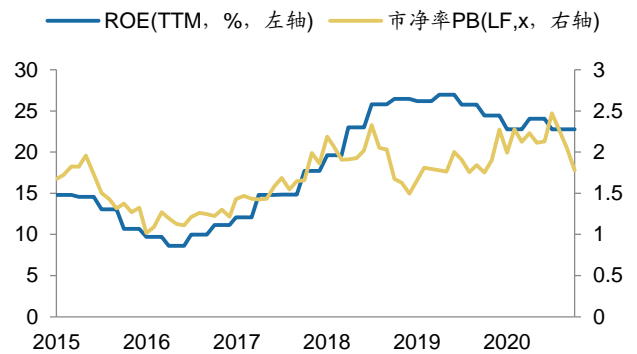
截至3季度末，公司归母净资产1515亿元，我们预计年底可以达到1629亿元，对应PB(2020E)估值1.7倍；按照上文分析，在需求环境不差、供给端逻辑未发生变化的背景下，水泥行业高景气大概率可以持续2-3年左右，意味着海螺水泥盈利中枢能保持稳定，那在当前市值不变的情况下，公司的PB估值有望降至1x以内。

图 17：海螺水泥ROE与全国水泥价格



数据来源：Wind，数字水泥网，广发证券发展研究中心

图 18：海螺水泥ROE与PB

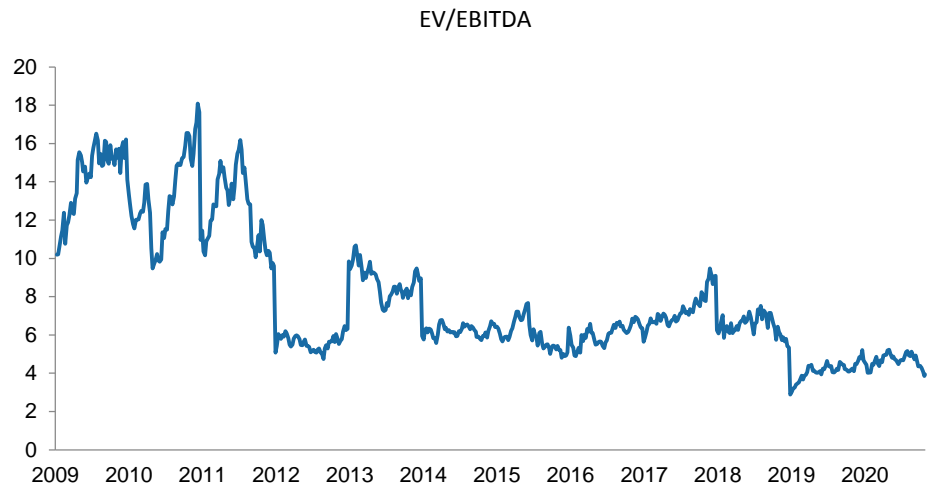


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

#### （二）EV/EBITDA

考虑到公司有息负债率很少、在手现金很多（截止到2020年三季报，公司有息负债130亿，在手现金840亿，归母净资产1515亿），选择EV/EBITDA估值更能反映公司的真实估值。在计算EV时，由于海螺水泥在手现金较多，我们进行了剔除，除了剔除货币资金外，还剔除了货币属性较强的交易性金融资产。截止今日，海螺水泥2020年的EV/EBITDA估值仅3.9x（剔除在手现金后），按照上文分析，如果水泥行业高景气能持续，意味着海螺水泥盈利中枢能保持稳定，那在当前市值不变的情况下，4年左右EBITDA就足以覆盖企业价值。

图19: 海螺水泥EV/EBITDA (单位: x)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、投资建议

受年初疫情及梅雨季节的影响,水泥需求释放的节奏放缓,但行业良好的供给格局仍能使价格维持在高位,进入四季度,前期积压的需求集中释放,全国核心区域长三角水泥价格已好于去年同期,考虑到今年春节较晚,旺季时间更长,价格仍值得期待。中期来看,水泥行业中长期逻辑并没有改变,新产能越来越稀缺;公司的主市场护城河在拓宽。我们预计公司2020-2022年EPS分别为6.7/6.9/6.8元/股,最新收盘价对应PE分别为7.7/7.5/7.6x倍, PB为1.7/1.5/1.3倍。根据上文PB、EV/EBITDA估值分析,公司已处于较为低估区间,我们维持公司A股合理价值72.42元/股、H股合理价值70.03港元/股的判断,对应2021年A股2x PB估值、H股1.5x PB估值,维持A、H股“买入”评级。

### 四、风险提示

**新冠肺炎疫情影响持续:** 若新冠疫情影响持续,或影响工程施工进度,对应下游需求可能存在大幅下滑的可能;

**逆周期调控力度较弱:** 若逆周期的财政、货币等政策调控力度较弱,或影响地产、基建等开工进度,对应下游需求存在大幅下滑可能。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>72,053</b>	<b>97,110</b>	<b>118,921</b>	<b>142,287</b>	<b>165,671</b>
货币资金	37,619	54,977	74,556	97,174	119,560
应收及预付	12,409	12,341	12,951	13,336	13,822
存货	6,023	5,572	6,962	7,182	7,537
其他流动资产	16,002	24,220	24,453	24,594	24,751
<b>非流动资产</b>	<b>77,494</b>	<b>81,668</b>	<b>85,838</b>	<b>90,008</b>	<b>94,178</b>
长期股权投资	3,182	3,821	4,221	4,621	5,021
固定资产	60,320	58,858	61,078	63,298	65,518
在建工程	3,458	6,238	6,738	7,238	7,738
无形资产	8,372	9,979	10,979	11,979	12,979
其他长期资产	2,162	2,772	2,822	2,872	2,922
<b>资产总计</b>	<b>149,547</b>	<b>178,777</b>	<b>204,759</b>	<b>232,295</b>	<b>259,848</b>
<b>流动负债</b>	<b>26,152</b>	<b>27,421</b>	<b>27,514</b>	<b>28,321</b>	<b>29,517</b>
短期借款	1,377	2,942	0	0	0
应付及预收	6,396	7,304	8,288	8,550	8,973
其他流动负债	18,379	17,176	19,226	19,770	20,544
<b>非流动负债</b>	<b>6,978</b>	<b>9,036</b>	<b>8,536</b>	<b>8,036</b>	<b>7,536</b>
长期借款	2,607	3,871	3,371	2,871	2,371
应付债券	3,499	3,498	3,498	3,498	3,498
其他非流动负债	872	1,666	1,666	1,666	1,666
<b>负债合计</b>	<b>33,129</b>	<b>36,457</b>	<b>36,049</b>	<b>36,356</b>	<b>37,052</b>
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
资本公积	10,585	10,587	10,587	10,587	10,587
留存收益	96,695	121,332	146,917	173,322	199,365
归属母公司股东权益	112,689	137,362	162,947	189,352	215,395
少数股东权益	3,729	4,959	5,763	6,586	7,401
<b>负债和股东权益</b>	<b>149,547</b>	<b>178,777</b>	<b>204,759</b>	<b>232,295</b>	<b>259,848</b>

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>128,403</b>	<b>157,030</b>	<b>174,578</b>	<b>179,661</b>	<b>185,454</b>
营业成本	81,230	104,760	121,002	124,836	131,007
营业税金及附加	1,458	1,403	1,422	1,463	1,510
销售费用	3,733	4,417	4,910	5,053	5,216
管理费用	3,752	4,741	5,271	5,424	5,599
研发费用	71	187	206	227	249
财务费用	-474	-1,338	-2,159	-2,279	-2,497
资产减值损失	207	-1,164	-220	-220	-220
公允价值变动收益	23	258	20	20	20
投资净收益	658	1,209	1,746	1,797	1,855
<b>营业利润</b>	<b>39,882</b>	<b>44,057</b>	<b>46,742</b>	<b>47,819</b>	<b>47,327</b>
营业外收支	-253	500	457	468	480
<b>利润总额</b>	<b>39,629</b>	<b>44,557</b>	<b>47,200</b>	<b>48,288</b>	<b>47,807</b>
所得税	8,993	10,205	10,810	11,059	10,949
<b>净利润</b>	<b>30,636</b>	<b>34,352</b>	<b>36,390</b>	<b>37,228</b>	<b>36,857</b>
少数股东损益	822	759	804	823	815
<b>归属母公司净利润</b>	<b>29,814</b>	<b>33,593</b>	<b>35,585</b>	<b>36,406</b>	<b>36,043</b>
EBITDA	38,465	46,793	46,768	47,658	46,873
EPS (元)	5.63	6.34	6.72	6.87	6.80

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>36,059</b>	<b>40,738</b>	<b>39,831</b>	<b>39,793</b>	<b>39,492</b>
净利润	30,636	34,352	36,390	37,228	36,857
折旧摊销	306	5,271	5,000	5,000	5,000
营运资金变动	6,380	2,312	821	80	218
其它	-1,264	-1,197	-2,380	-2,515	-2,584
<b>投资活动现金流</b>	<b>-25,670</b>	<b>-20,689</b>	<b>-6,737</b>	<b>-6,675</b>	<b>-6,606</b>
资本支出	-4,698	-8,651	-8,033	-8,022	-8,010
投资变动	-22,095	-13,606	-470	-470	-470
其他	1,123	1,568	1,766	1,817	1,875
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-10,980</b>	<b>-7,912</b>	<b>-13,515</b>	<b>-10,500</b>	<b>-10,500</b>
银行借款	1,389	5,697	-3,442	-500	-500
股权融资	182	758	0	0	0
其他	-12,551	-14,367	-10,074	-10,000	-10,000
<b>现金净增加额</b>	<b>-571</b>	<b>12,156</b>	<b>19,579</b>	<b>22,618</b>	<b>22,386</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>10,429</b>	<b>9,858</b>	<b>54,977</b>	<b>74,556</b>	<b>97,174</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>9,858</b>	<b>22,014</b>	<b>74,556</b>	<b>97,174</b>	<b>119,560</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	70.5%	22.3%	11.2%	2.9%	3.2%
营业利润增长	91.5%	10.5%	6.1%	2.3%	-1.0%
归母净利润增长	88.0%	12.7%	5.9%	2.3%	-1.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.7%	33.3%	30.7%	30.5%	29.4%
净利率	23.9%	21.9%	20.8%	20.7%	19.9%
ROE	26.5%	24.5%	21.8%	19.2%	16.7%
ROIC	23.3%	20.8%	18.2%	16.1%	14.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.2%	20.4%	17.6%	15.7%	14.3%
净负债比率	28.5%	25.6%	21.4%	18.6%	16.6%
流动比率	2.76	3.54	4.32	5.02	5.61
速动比率	2.44	3.24	3.95	4.66	5.24
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.86	0.88	0.85	0.77	0.71
应收账款周转率	104.17	123.29	146.00	146.00	146.00
存货周转率	21.32	28.18	25.08	25.01	24.60
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	5.63	6.34	6.72	6.87	6.80
每股经营现金流	6.80	7.69	7.52	7.51	7.45
每股净资产	21.26	25.92	30.75	35.73	40.65
<b>估值比率</b>					
P/E	5.20	8.64	7.69	7.52	7.59
P/B	1.38	2.11	1.68	1.45	1.27
EV/EBITDA	3.32	5.28	4.44	3.87	3.45

## 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。
- 李 振 兴：高级分析师，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。
- 张 乾：南京大学硕士，2020年6月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	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37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	gfzqyf@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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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。