

建筑材料行业

12月行业数据点评：2014年供需关系恶化，2015年将迎来转机

分析师：邹戈 S0260512020001

分析师：谢璐 S0260514080004



021-60750616



021-60750630



zouge@gf.com.cn



xielu@gf.com.cn

● 地产投资增速继续下行探底，基建投资连续小幅回落

1-12月份，全国固定资产投资（不含农户）同比名义增长15.7%，增速与1-11月份相比回落0.1个百分点，相比去年同期回落3.9个百分点。1-12月我们统计的水泥相关需求投资增速（房地产开发投资+基建投资）同比增长15.3%，增速与1-11月份相比回落0.8个百分点，增速继续进一步回落，幅度亦有所扩大；分项目来看，房地产投资增速下滑幅度扩大明显，地产需求依旧低迷；基建投资增速也连续小幅回落。

● 12月水泥玻璃产量继续负增长，2014年行业供需关系恶化

1-12月水泥产量累计同比增长1.8%（1-11月产量累计同比增长1.9%，2013年1-12月产量累计同比增长9.6%），其中12月单月产量同比减少1.4%；1-12月玻璃产量累计同比增长1.1%（1-11月产量累计同比增长2.4%，2013年1-12月产量累计同比增长11.2%），其中12月单月产量同比下降0.3%；水泥、玻璃单月产量已连续4个月双双负增长，显示行业整体需求疲弱。全年来看，2014年水泥产量增速1.8%，产能增速4.1%；2014年玻璃产量增速1.1%，产能增速9.6%；2014年需求持续下滑导致行业供需关系恶化（玻璃行业由于新增供给较大更是雪上加霜）。

● 区域：淡季价格齐跌，华北、西北、东北需求依旧疲弱

华北地区（京津冀）地区需求进一步减弱，水泥价格依然盘踞底部，京津冀一体化的推进，将改善供需端状况，预计未来价格有上行空间；西北、东北地区需求疲弱依旧，未来价格仍以底部持稳为主；中南、华东地区仍拥有全国范围内较好的市场格局，旺季需求环比有所改善之下，价格有所回升，但未来几个月的淡季价格有下行压力。

● 煤价12月份继续小幅回升，玻璃成本同比下滑

从成本端来看，水泥的主要变动成本——煤炭价格12月份继续回升，煤炭价格回升趋势已经延续了近五个月，未来随着环保能源战略方针政策的出台，煤炭行业将迎来新一轮的整合，预计后续国内煤炭价格下行空间有限。玻璃的主要变动成本为原材料纯碱、燃料重油或天然气，整体来看同比处于下滑态势。

● 投资建议：维持行业“买入”评级

2014年回头看，水泥和玻璃行业供需关系恶化，需求持续下滑（尤其是房地产方面需求大幅下滑）是主因（当然玻璃行业新增供给较大导致雪上加霜）；展望2015年，我们在年度策略报告里分析到行业供需关系有望在上半年见底好转；从投资角度我们提出整体思路——不必悲观，寻找高弹性品种；并给出了三条路径：一是估值在底部优质龙头或盈利从底部好转的周期股（比如，海螺水泥、天山股份、冀东水泥）；二是发展空间依然很大的白马成长股（比如，东方雨虹、长海股份）。三是国企改革或主业转型使得基本面发生“化学变化”的黑马股（比如，洛阳玻璃、方兴科技、龙泉股份）。

短期来看，周期股（主要是水泥）需要择时，经过2014年10月底-12月底持续2个月超额受益表现，估值得以修复，而基本面短期不会有超预期情况，未来一段时间整体看法偏中性，重点关注有政策预期的金隅股份和冀东水泥（京津冀一体化）；相比周期股，目前时点我们更看好有业绩的白马成长股和黑马股，具体标的推荐东方雨虹（白马）和洛阳玻璃（黑马）。

● 风险提示：行业需求持续大幅恶化，上游原材料价格上涨。
识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

事件描述	4
事件点评	4
地产投资增速继续下行探底，基建投资增速连续小幅回落	4
12月水泥玻璃产量继续负增长，2014年供需关系恶化	6
区域：华北、西北、东北依旧疲弱，淡季价格齐跌	8
煤价继续小幅回升，玻璃成本小幅回落	14
维持行业“买入”评级	15
风险提示	16

图表索引

图 1: 1-12 月水泥相关需求投资增速与 1-11 月相比下降 0.8 个百分点	4
图 2: 1-12 月销售面积同比降 7.6%	5
图 3: 1-12 月新开工面积同比降 14.0%	5
图 4: 1-12 月房地产开发投资同比增 10.5%	5
图 5: 1-12 月土地购置面积同比降 14.0%	5
图 6: 1-12 月基建投资累计增速 21.0%	6
图 7: 1-12 月铁路固定资产投资增速 16.6%	6
图 8: 交运仓储物流固投增速上升 0.1%	6
图 9: 水利环境固定资产投资增速下降 1.4%	6
图 10: 1-12 月水泥累计产量同比增长 1.8%	7
图 11: 1-12 月玻璃累计产量同比增长 1.1%	7
图 12: 1-12 月粗钢累计产量同比增长 0.9%	7
图 13: 全国 PO42.5 水泥均价 (单位: 元/吨)	8
图 14: 全国玻璃均价 (单位: 元/重箱)	8
图 15: 华北地区 1-11 月固定资产投资累计上涨 15.5 %	8
图 16: 华北地区 1-11 月水泥累计产量同比降 9.67%	9
图 17: 京津冀 1-11 月水泥累计产量同比降 16.10%	9
图 18: 华北地区水泥均价低位平稳	9
图 19: 京津冀水泥均价低位徘徊	9
图 20: 东北地区 1-11 月固定资产投资累计下降 1.1%	10
图 21: 东北 1-11 月水泥累计产量同比下降 2.59%	10
图 22: 东北地区水泥均价同比下降 9.52%	10
图 23: 华东地区 1-11 月固定资产投资累计上涨 15.9%	11
图 24: 华东 1-11 月水泥累计产量同比上涨 3.55%	11
图 25: 华东地区水泥均价稳中有降	11
图 26: 中南地区 1-11 月固定资产投资累计上涨 18.6%	12
图 27: 中南地区 1-11 月水泥累计产量同比上涨 5.82%	12
图 28: 两广地区 1-11 月水泥累计产量同比上涨 6.91%	12
图 29: 中南地区水泥价格走低	12
图 30: 两广地区水泥价格先升后降	12
图 31: 西南地区 1-11 月固定资产投资累计上涨 17.6%	13
图 32: 西南地区 1-11 月水泥累计产量同比上涨 8.49%	13
图 33: 西南地区水泥均价大幅下降	13
图 34: 西北地区 1-11 月固定资产投资累计上涨 19.5%	14
图 35: 西北地区 1-11 月水泥累计产量同比上涨 5.34%	14
图 36: 西北地区水泥价格低位趋稳	14
图 37: 12 月秦皇岛中转地煤价继续回升 (元/吨)	15
图 38: 12 月全国纯碱平均价格高位持平 (元/吨)	15
图 39: 12 月重油价格维持低位 (单位: 元/吨)	15
图 40: 12 月燃料天然气价格继续回升 (单位: 元/吨)	15

事件描述

统计局公布1-12月部分宏观和行业数据。

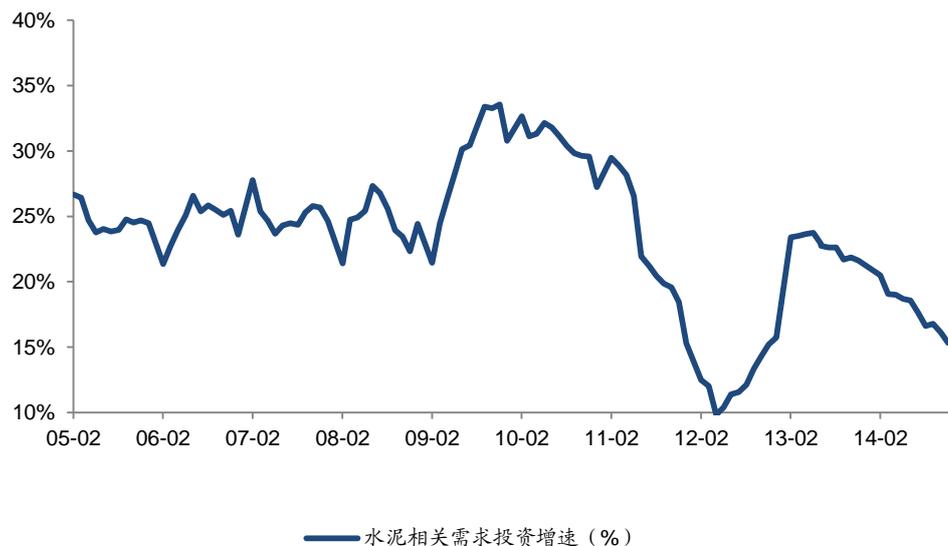
事件点评

地产投资增速继续下行探底，基建投资增速连续小幅回落

1-12月份，全国固定资产投资（不含农户）同比名义增长15.7%，继续下探，增速与1-11月份相比回落0.1个百分点，相比2013年全年的19.6%回落3.9个百分点。

1-12月我们统计的水泥相关需求投资增速（房地产开发投资+基建投资）同比增长15.3%，增速与1-11月份相比回落0.8个百分点，增速继续进一步回落；分项目来看，房地产投资增速下滑幅度扩大，地产方面需求依旧低迷，基建投资增速也连续小幅回落。

图1：1-12月水泥相关需求投资增速与1-11月相比下降0.8个百分点



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

● 地产投资仍然疲弱，地产销售已有改善

1-12月，商品房累计销售面积同比下降7.6%，降幅较1-11月缩小了0.6个百分点，自10月份以来，由于地产限购限贷政策放松和降息的刺激，地产销售已进入回升期。

1-12月份房屋新开工面积同比下降10.7%，降幅较1-11月份扩大1.7个百分点，全年都处于负增长状态；1-12月份房地产开发投资同比增长10.5%，增速较1-11月份回落1.4个百分点，全年以来一直处于下滑态势。

总的来看，2014年四季度地产销售已经开始好转，在地产政策放松和货币政策宽松预期下，地产销售回升态势有望持续；考虑到地产投资一般滞后销售2-3个季度，预计房地产开发投资在2015年1-2季度见底。

图2: 1-12月销售面积同比降7.6%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图3: 1-12月新开工面积同比降14.0%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图4: 1-12月房地产开发投资同比增10.5%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图5: 1-12月土地购置面积同比降14.0%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

● 基建投资增速继续小幅回落

1-12月份,我们统计的基建投资(交运仓储固定资产投资+水利环境固定资产投资)同比增21.0%,增速与1-11月份相比小幅回落了0.3个百分点,增速继续小幅回落。具体分项目来看,水利环境固定资产投资增速达到23.6%,与1-11月相比下降了1.4个百分点;交运仓储固投增速达到18.6%,较1-11月上升了0.1个百分点。

重大水利工程投资增速有所回落,主要是临近年底进入施工淡季;2014年水利建设投资达到4881亿元,其中中央投资1627亿元,分别较2013年增长11%和15.6%;未来国务院确定的172项重大水利工程将加快推进,目前已有57项开工建设,预计2015年将有27项工程再开工。铁路建设投资增速环比下降幅度较大,全年铁路投资7800亿,略低于之前计划的8000亿;2015年上半年相关基建项目将迎来密集开工期,另外“一带一路”规划已获批即将正式出台,其沿线基础设施的互通互联,包括边境口岸设施和中心城市市政基础建设将是铁路基建重大利好。

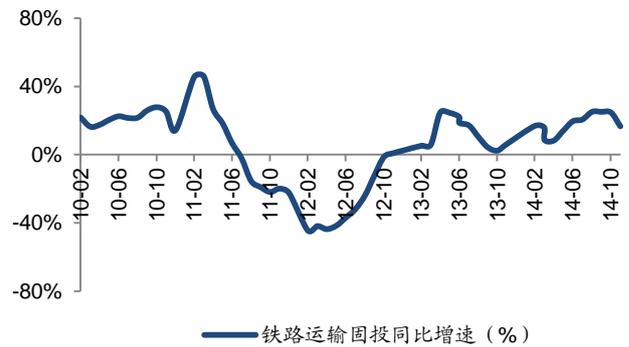
整体来看,下半年财政支出增速大幅度滑落是基建投资下滑的主要原因;随着新预算的实施以及稳增长措施,2015年财政支出大概率将回升,从而带动基建投资回升。

图6：1-12月基建投资累计增速21.0%



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图7：1-12月铁路固定资产投资增速16.6%



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图8：交运仓储物流固投增速上升0.1%



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图9：水利环境固定资产投资增速下降1.4%



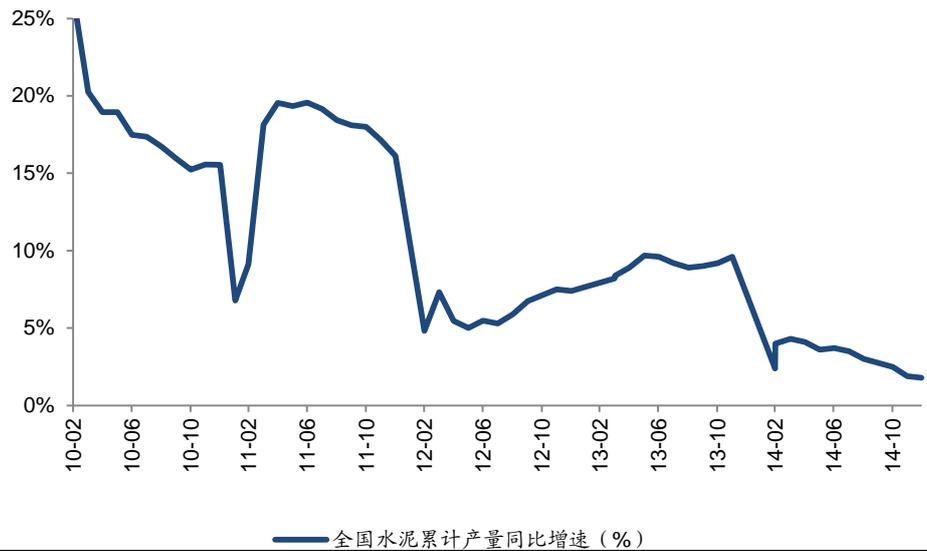
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

12月水泥玻璃产量继续负增长，2014年供需关系恶化

从产量来看，1-12月水泥产量累计同比增长1.8%（1-11月产量累计同比增长1.9%，2013年1-12月产量累计同比增长9.6%），其中12月单月产量同比减少1.4%；1-12月玻璃产量累计同比增长1.1%（1-11月产量累计同比增长2.4%，2013年1-12月产量累计同比增长11.2%），其中12月单月产量同比下降0.3%；1-12月粗钢累计产量同比增长0.9%（1-11月产量累计同比增长1.9%，2013年1-12月产量累计同比增长7.5%）。水泥、玻璃单月产量已连续4个月双双负增长，显示行业整体需求趋弱。

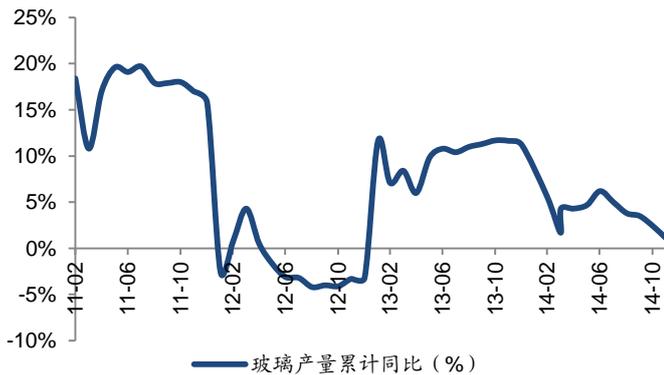
就全年而言，2014年水泥产量增速1.8%，产能增速4.1%；2014年玻璃产量增速1.1%，产能增速9.6%；2014年需求持续下滑导致行业供需关系恶化，而玻璃行业由于新增供给较大，使得恶化雪上加霜。

图10: 1-12月水泥累计产量同比增长1.8%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图11: 1-12月玻璃累计产量同比增长1.1%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图12: 1-12月粗钢累计产量同比增长0.9%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

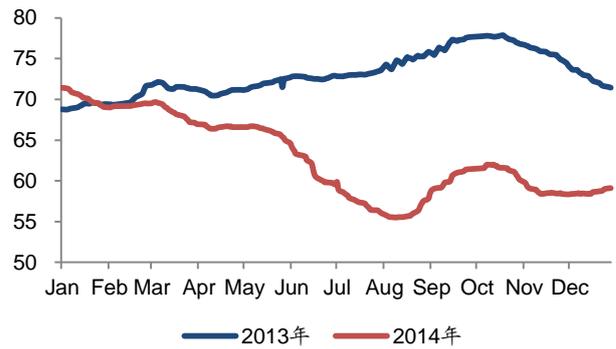
从价格来看,水泥价格继上个月出现反弹后略有下降,从具体数据来看,12月份全国水泥均价323元/吨,环比11月下降3.10%,与2013年同期相比下降10.72%;玻璃价格12月份迎来小幅反弹,12月全国玻璃均价环比上升1.62%,而从同比数据来看,玻璃价格与去年同期相比大幅下降16.77%,反应出玻璃市场景气程度仍然低迷。

图13: 全国PO42.5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14: 全国玻璃均价 (单位: 元/重箱)



数据来源: 中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心

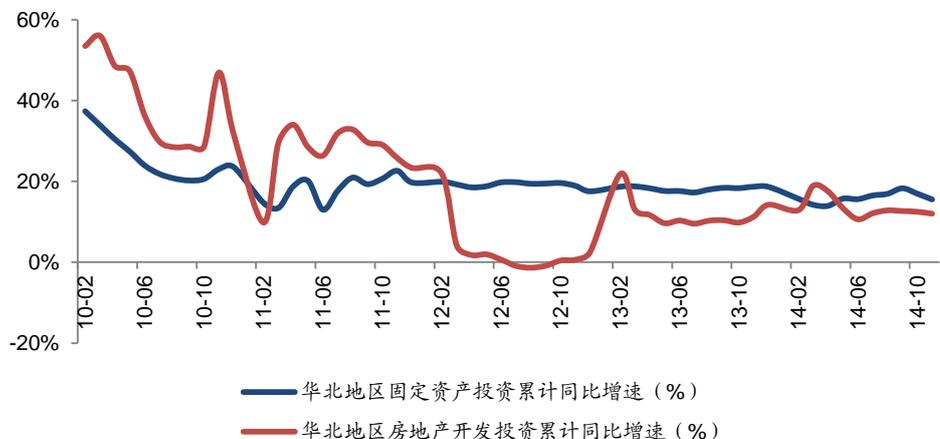
区域: 华北、西北、东北依旧疲弱, 淡季价格齐跌

● 华北地区(京津冀)需求进一步萎缩, 价格下跌

华北地区(京津冀)地区下游需求进一步趋弱, 1-11月华北地区水泥累计产量同比下降9.67%, 其中京津冀地区1-11月水泥累计产量同比下降16.10%, 产量持续负增长的颓势继续恶化。一方面, 临近年底, 各企业对于提升销量的积极性不大, 另一方面, 随着气温不断下降, 下游需求继续萎缩, 华北地区(京津冀)的水泥价格依然底部运行, 截止目前, 华北地区水泥均价为285元/吨, 同比下降9.23%。

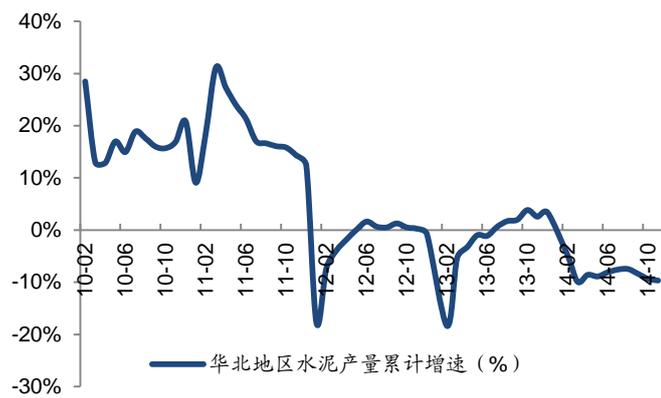
12月末, 泛华北地区(六省市)水泥企业达成错峰生产自律公约, 京津冀等地区自1月15日至3月15日停窑, 实行错峰生产, 供给端预期会有所改善; 同时预计一带一路、京津冀一体化政策在2015年将进入实质性推进阶段, 带来的基建投资集中释放将刺激水泥需求出现较好恢复。在供给收缩需求增加的背景下, 预计2015年华北地区水泥行业景气将于底部逐步回升。

图15: 华北地区1-11月固定资产投资累计上涨15.5%



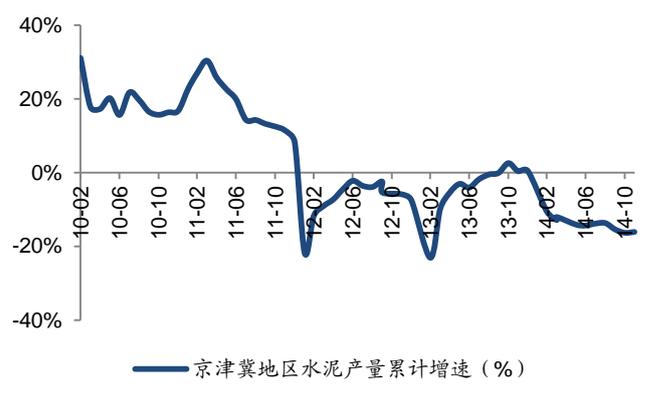
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图16: 华北地区1-11月水泥累计产量同比降9.67%



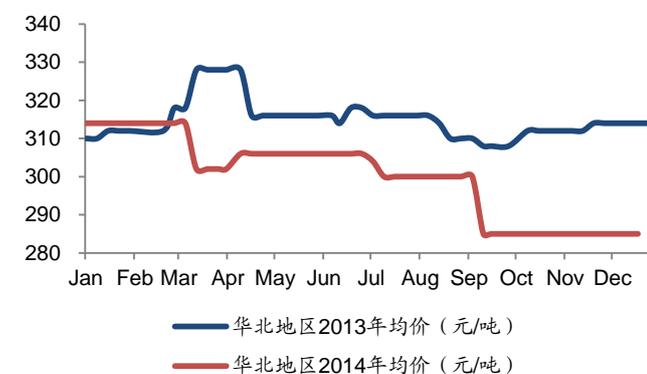
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图17: 京津冀1-11月水泥累计产量同比降16.10%



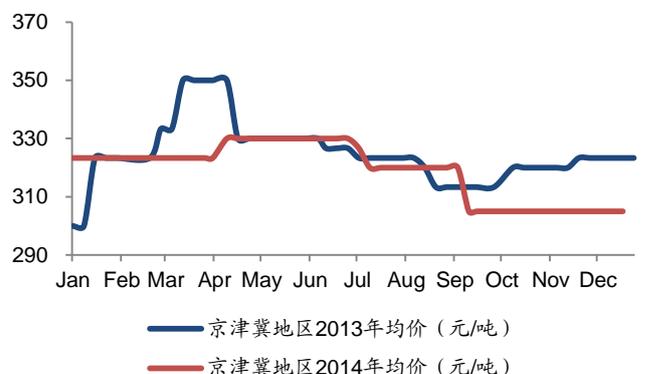
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图18: 华北地区水泥均价低位平稳



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图19: 京津冀水泥均价低位徘徊



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

● 东北地区需求持续不振，价格盘踞低位

东北地区需求持续不振，受气温下降影响，东北三省工程项目陆续停工，市场成交基本结束。1-11月东北地区水泥累计产量同比下降2.59%，环比1-10月增速继续下跌。价格方面，进入12月份，东北地区水泥均价维持在380元/吨的低位上，同比下跌9.52个百分点。

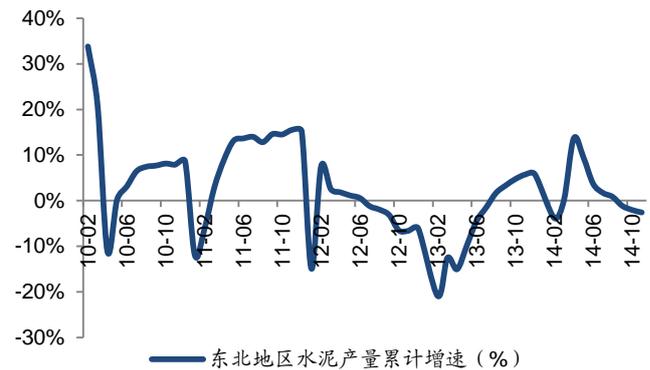
东北地区的水泥企业也自12月1日起全面实施错峰，持续至2015年4月1日。停窑涉及103条水泥熟料生产线，共计4000万吨水泥产能。将对东北地区的水泥市场供需平衡等产生积极的效果，预期价格会有上行空间。

图20: 东北地区1-11月固定资产投资累计下降1.1%



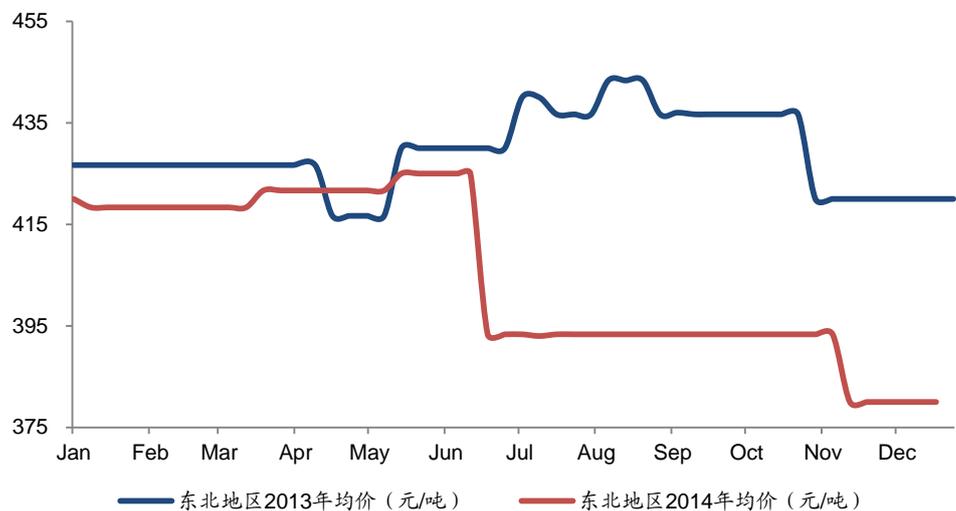
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图21: 东北1-11月水泥累计产量同比下降2.59%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图22: 东北地区水泥均价同比下降9.52%



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

● 华东地区价格淡季来临价格下行

1-11月份华东地区水泥累计产量同比增长3.55%，增速环比1-10月提高2.3个百分点，表明华东地区旺季需求端进一步改善。在价格方面，进入12月份以来，一方面长三角地区年末赶工现象目前还未出现，主要是受下游资金紧张，需求疲软运行的影响；另一方面企业为在春节前消化库存，采取降价销售。导致华东地区水泥均价有所下降，截止12月底华东地区水泥均价已经达到329元/吨，较11月份均价下跌2.1%。

进入1月份，一方面下游搅拌站资金较为紧张，下游需求逐渐走弱，另一方面淡季临近，企业为增加自身销量、扩大份额会采取降价方式，预计价格会继续下行。

图23: 华东地区1-11月固定资产投资累计上涨15.9%



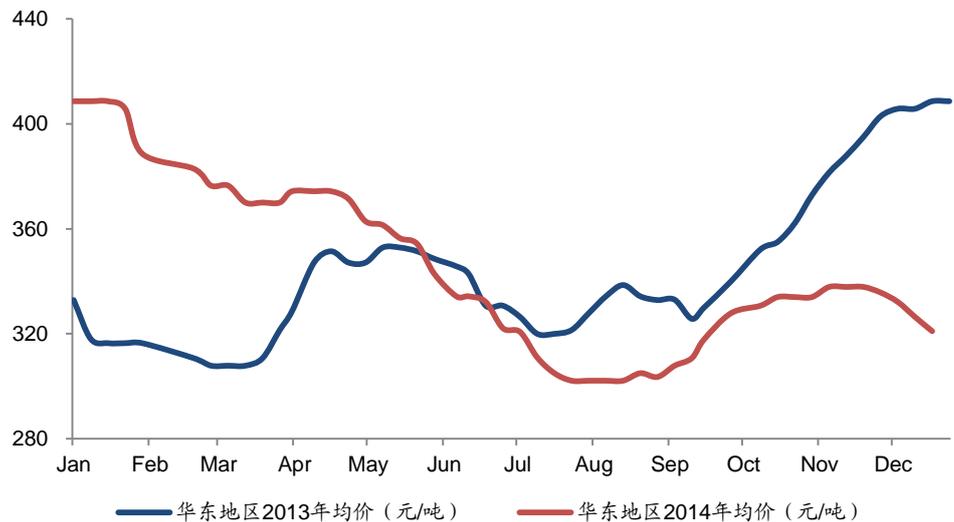
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图24: 华东1-11月水泥累计产量同比上涨3.55%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图25: 华东地区水泥均价稳中有降



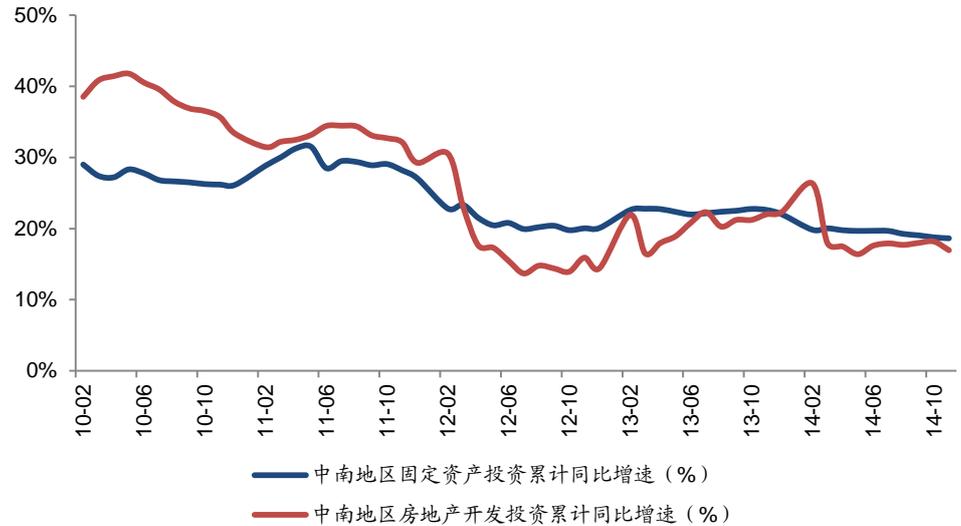
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

● 中南地区（两广）需求减弱，价格下滑

1-11月中南地区水泥累计产量同比上涨5.82%，其中两广地区水泥累计产量同比上涨6.91%，环比增速1-10月均有所下降，表明下游需求面开始减弱。价格方面，因前期主导企业推动价格上涨夭折，加之春节临近，下游需求明显减少，企业纷纷在淡季前争抢客户，导致价格下跌，以12月份的均价来看，中南地区环比下跌1.38%；两广地区价格较平稳，近期的雨水天气影响了需求释放，12月两广地区均价从390元/吨回落至380元/吨。

进入1月份，中南地区雨水天气频繁，将对下游需求产生不利影响，进而导致企业库存快速上升，加之企业对1月淡季市场走势均不看好，预计中南地区均价会有下行压力。

图26: 中南地区1-11月固定资产投资累计上涨18.6%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图27: 中南地区1-11月水泥累计产量同比上涨5.82%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图28: 两广地区1-11月水泥累计产量同比上涨6.91%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图29: 中南地区水泥价格走低



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图30: 两广地区水泥价格先升后降



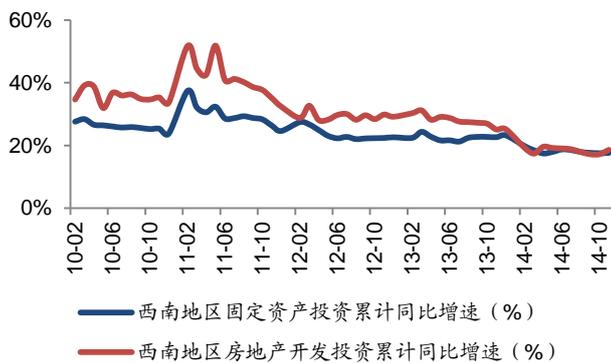
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

● 西南地区涨价执行不达预期，价格以稳为主

1-11月西南地区水泥产量累计同比上涨8.49%，环比1-10月增速小幅下滑，表明下游需求出现减弱的态势。价格方面，进入12月份伊始，西南地区水泥均价跌至315元/吨，下跌4.26个百分点。导致价格下跌的原因有两个方面，一方面是受周边地区价格连续下滑影响，另一方面是该地区阴雨天气较多，下游需求明显不足，库存持续上升。

进入1月份，考虑到淡季来临，下游需求将继续走弱，但区域内企业根据销量控制生产，库存基本稳定，短期无上升压力，预计中南地区水泥均价将保持稳定。

图31：西南地区1-11月固定资产投资累计上涨17.6%



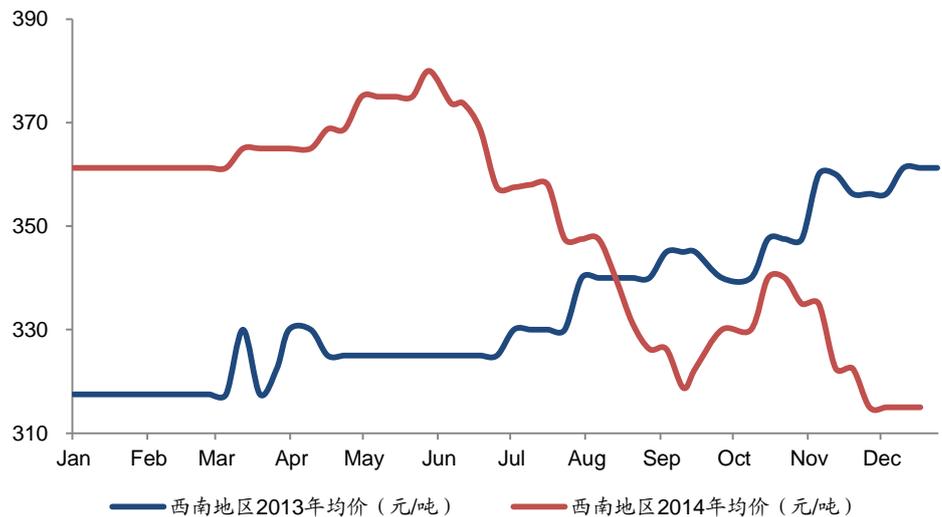
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图32：西南地区1-11月水泥累计产量同比上涨8.49%



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图33：西南地区水泥均价大幅下降



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

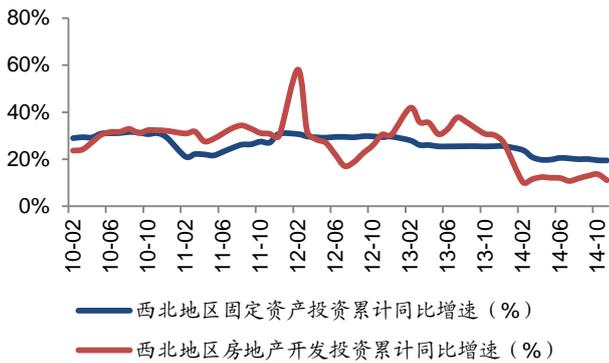
● 西北地区需求不足，价格稳中有跌

1-11月西北地区水泥累计产量同比增长5.34%，环比1-10月增速提高了2.5个百分点，原因是新疆前两年新增产能建设项目过多，造成今年产能集中产能释放，虽

然开始实施错峰生产，但由于今年整体市场需求不足，又临近年末，进入冬季施工淡季，导致价格下滑。价格方面，进入12月份后，区域水泥价格从311元/吨再次跌回历史低位302元/吨，之后保持低位稳定运行。

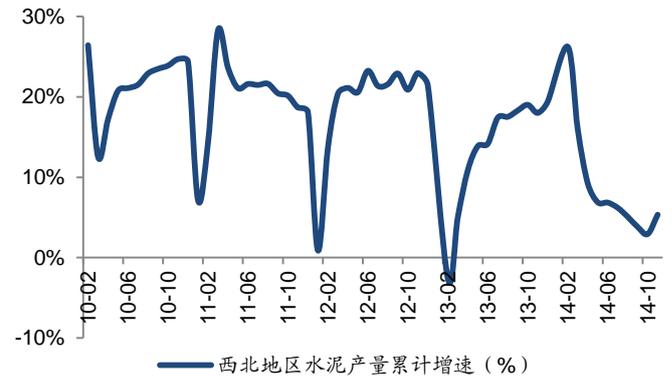
随着年关将至、淡季临近，价格上调可能性较小，后续更倾向于底部持稳。从中长期来看，“一带一路”战略将带动西北地区需求的发展，同时目前错峰生产的实施有利于提高旺季产能利用率，对旺季水泥价格带来正面作用。

图34: 西北地区1-11月固定资产投资累计上涨19.5%



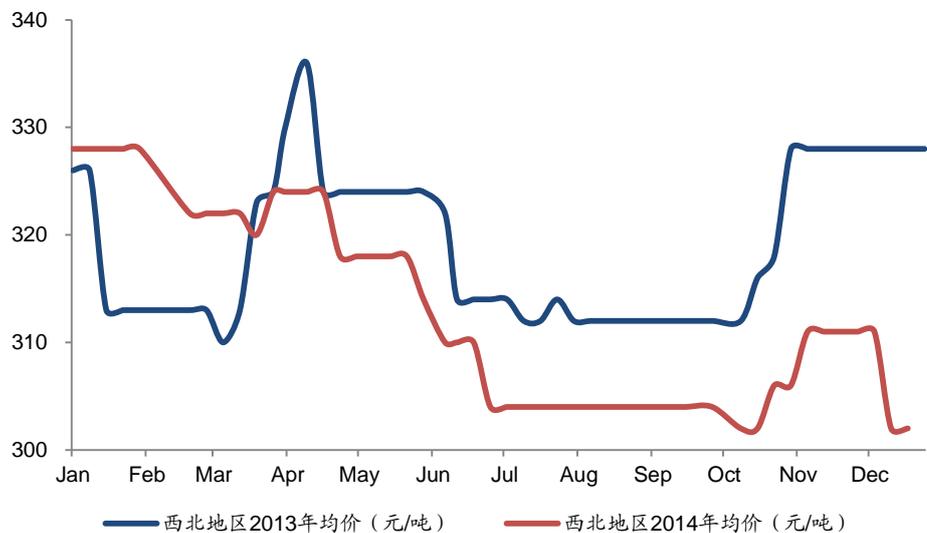
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图35: 西北地区1-11月水泥累计产量同比上涨5.34%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图36: 西北地区水泥价格低位趋稳



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

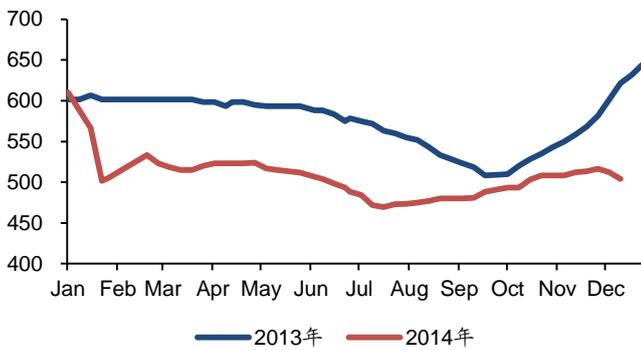
煤价继续小幅回升，玻璃成本小幅回落

从成本端来看，水泥的主要变动成本——煤炭价格12月份继续回升，以秦皇岛中转地煤价山西优混为例，12月份均价为519元/吨，环比11月份继续上涨了1.76%，煤炭价格回升趋势已经延续了近五个月。但从近日表现来看煤价已经开始有所回落。山西优混截止目前价格已经回落至515元/吨，未来随着环保能源战略方针政策的出

台，煤炭行业将迎来新一轮的整合，预计后续国内煤炭价格下行空间有限。

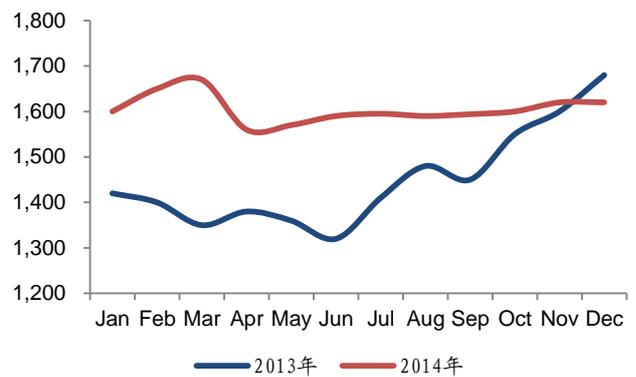
玻璃的主要变动成本为纯碱、燃料重油或天然气，12月份，纯碱价格环比持平，同比下跌3.57%，重油价格仍然徘徊在低位，同比依然维持20.75%的较大跌幅，而燃料天然气价格同比上涨7.14%。

图37: 12月秦皇岛中转地煤价继续回升(元/吨)



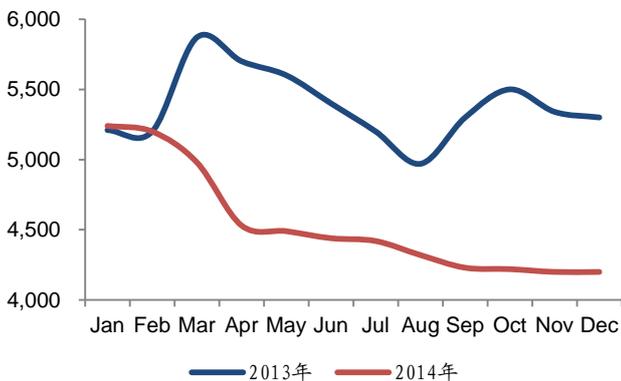
数据来源: 煤炭信息网、广发证券发展研究中心

图38: 12月全国纯碱平均价格高位持平(元/吨)



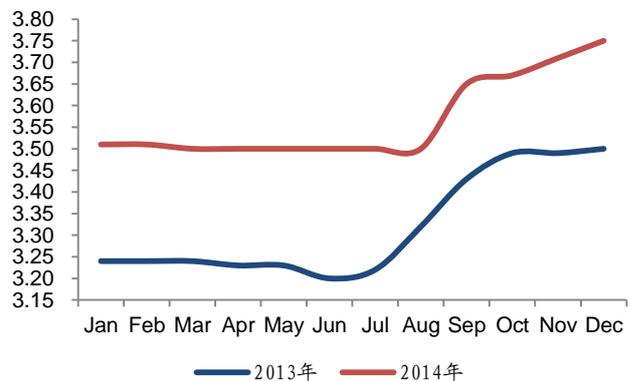
数据来源: 中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心

图39: 12月重油价格维持低位(单位: 元/吨)



数据来源: 中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心

图40: 12月燃料天然气价格继续回升(单位: 元/吨)



数据来源: 中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心

维持行业“买入”评级

2014年回头来看，水泥和玻璃行业供需关系恶化，需求持续下滑（尤其是房地产方面需求大幅下滑）是主因（当然玻璃行业新增供给较大导致雪上加霜）；展望2015年，我们在年度策略报告里分析到行业供需关系有望在上半年见底好转；从投资角度我们提出提出整体思路——不必悲观，寻找高弹性品种；并给出了三条路径：一是估值在底部优质龙头或盈利从底部好转的周期股（比如，海螺水泥、天山股份）；二是发展空间依然很大的白马成长股（比如，东方雨虹、长海股份）。三是国企改革或主业转型使得基本面发生“化学变化”的黑马股（比如，洛阳玻璃、方兴科技、龙泉股份）。

短期来看，周期股（主要是水泥）需要择时，经过2014年10月底-12月底持续2个月超额受益表现，估值得以修复，而基本面短期不会有超预期情况，未来一段时间整体看法偏中性，重点关注有政策预期的金隅股份和冀东水泥（京津冀一体化）；相比周期股，目前时点我们更看好有业绩的白马成长股和黑马股，具体标的推荐东方雨虹（白马）和洛阳玻璃（黑马）。

风险提示

行业需求持续大幅恶化，上游原材料价格上涨。

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：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。

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。

谨慎增持：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
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。