

【广发海外】海螺创业 (00586.HK)

固废危废处置快速发展, 垃圾处置超预期

核心观点:

● 固废危废处置如期快速发展

2019 年上半年, 公司签约 5 个水泥窑协同处置固废危废项目。公司目前重点推进环保产业发展, 不断提升产能, 且储备项目较多, 未来将逐步得到盈利释放。因此我们上调了盈利预测, 我们预计公司固废危废产能 2019-2021 年末分别能达到 245/385/505 万吨/年, 收入为人民币 11.93/23.56/36.72 亿元, 同比增速为 202%/97%/56%。

● 垃圾处置上半年签约超预期, 毛利率略有下降

2019 年上半年公司垃圾处置签约项目超出预期, 新签约 13 个炉排炉项目, 超过 2018 年全年签约数。但由于公司建设成本上涨, 建设期毛利率略有下降。根据公司上半年发展情况, 我们轻微上调预测, 并预计公司 2019-2021 年末垃圾处置产能分别为 243/405/883 万吨/年, 收入为人民币 23.4/34.7/48.4 亿元, 同比增速为 36%/48%/39%。

● 海螺水泥 Q1 超预期, 奠定全年盈利基础

海螺水泥 2019Q1 年主营业务营收人民币 305.01 亿元, 同比增长 63%; 归母净利润 60.81 亿元, 同比增长 27%。行业需求景气, 海螺水泥 Q1 销量超预期, 为全年盈利奠定基础。根据广发建材团队预计, 2019-2021 年海螺水泥对公司利润贡献分别为人民币 50.40/48.82/54.77 亿元。

● 盈利预测与投资评级

2019 年 7 月 26 日, 海螺创业 (00586.HK) 收盘价为 27.30 港元, 我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为人民币 3.365/3.693/4.477 元。我们对公司的主营环保板块和联营的水泥板块分开估值, 由于 (1) 未来 3-5 年固废危废及垃圾处置业务的快速增长将带动环保板块业绩快速提升, 19-21 年环保板块净利润年复合增长率可达 58%; (2) 联营的海螺水泥为水泥行业龙头公司, 经营稳健, 业绩稳定。分别基于 2019 年环保板块 11 倍 PE 和水泥板块广发建材团队给予的 1.85 倍 PB, 公司环保板块和水泥板块合理价值分别为 7.45 和 27.11 港元/股, 合计 34.55 港元/股, 维持“买入”评级。

● 风险提示

危废、固废处置产能建设进度低于预期; 危废处置涨价幅度低于预期, 项目利用率不及预期, 炉排炉项目进度低于预期, 水泥价格下行等风险。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万RMB)	2,065	2,890	4,286	6,587	9,303
增长率(%)	1.6	39.9	48.3	53.7	41.2
净利润(百万RMB)	3,403	5,947	6,073	6,664	8,079
增长率(%)	71.8	74.8	2.1	9.7	21.2
主营净利润(百万RMB)	447.4	672.1	1075.7	1825.3	2644.7
增长率(%)	0.52	50.21	60.06	69.67	44.89
EPS (RMB元/股)	1.886	3.295	3.365	3.693	4.477
市盈率 (P/E)	8.4	6.2	7.1	6.5	5.4

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

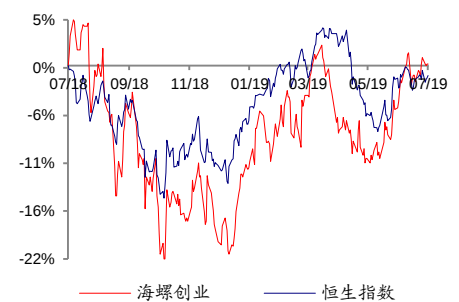
注: 港币兑人民币汇率为 0.8803; 主营净利润为扣除联营、合营公司利润后净利润

公司评级

买入

当前价格	27.3 港元
合理价值	34.55 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-07-28

相对市场表现



分析师: 韩玲



SAC 执证号: S0260511030002

SFC CE No. ARI073



021-60750603



hanling@gf.com.cn

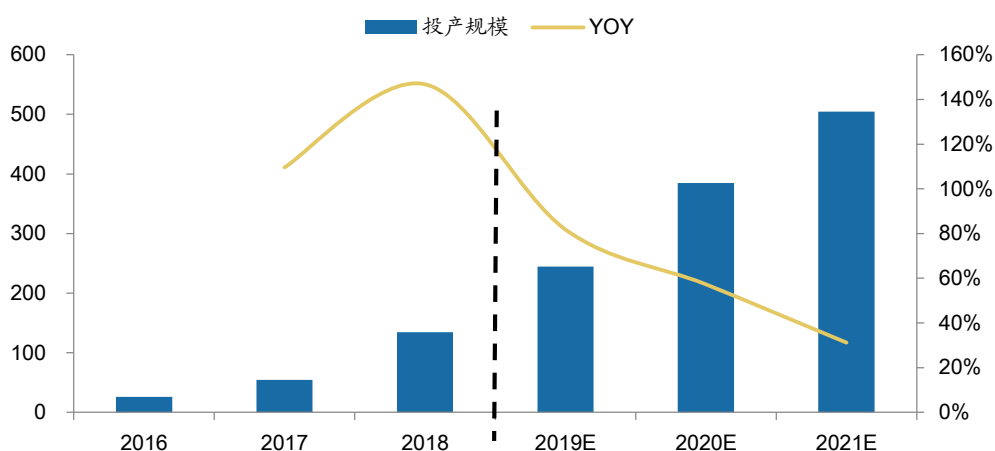
相关研究:

【广发海外】海螺创业 (00586.HK): 固废危废处置表现亮眼, 垃圾处置稳步增长	2019-04-02
【广发海外】海螺创业 (0586.HK): 主业进入扩张通道	2018-08-29

固废危废处置如期快速发展

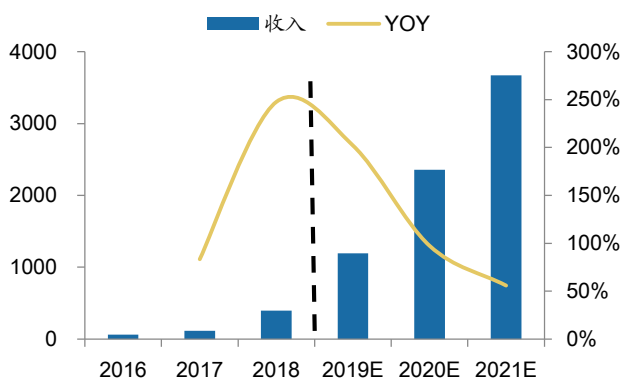
2019年固废危废板块如期快速发展，危废占比进一步扩大。目前，固废危废处置业务按照公司五年规划快速发展。公司重点推进环保产业发展，抢抓环保项目订单，不断提升产能，并且公司固废危废储备项目较多，未来将逐步得到盈利释放。因此，我们轻微上调了盈利预测，我们预计公司2019-2021年末固废危废处置产能分别为243/405/883万吨/年，收入分别为人民币11.93/23.56/36.72亿元，增速分别为202%/97%/56%。

图1：2016-2021E公司固废危废处置投产规模及其增速（单位：万吨/年）



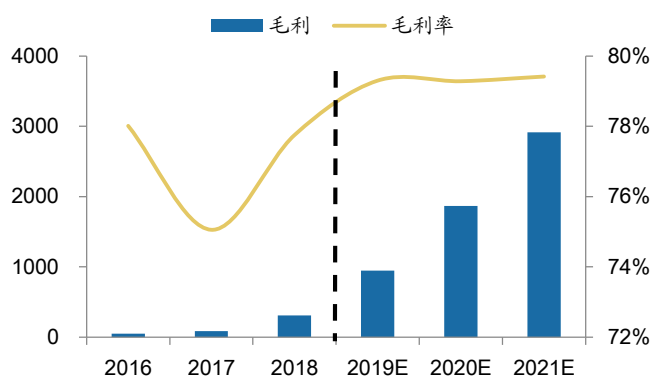
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图2：2016-2021E公司固废危废处置业务收入及其增速（单位：人民币百万元）



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图3：2016-2021E公司固废危废处置业务毛利及毛利率（单位：人民币百万元）



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

多渠道战略发展，快速提高产能。2019年上半年，公司成功签约5个水泥窑协同处置固废危废项目，分别为阳春（10万吨/年）、益阳（10万吨/年）、达州（20万吨/年）、宁国（10万吨/年）、隆安（10万吨/年）等固废项目共5个，产能规模约60

万吨/年。此外，公司努力开拓海螺以外的水泥窑协同处置和非水泥窑协同处置固废危废项目，与中国建材、蒙西水泥以及山水水泥签订合作协议，产能规划分别为300/60/200万吨。截止2019年6月，公司运营、在建、待建固废危废处置项目分别有12/10/9个。上半年重庆市忠县项目建成投运，新增垃圾处理能力20万吨/年。

表 1：公司固废危废处置项目列表

项目	状态	投运时间	危废资质（万吨/年）	年处理能力（万吨）
陕西西安蓝田县	运营	2015 年 1 月		9
陕西西安富平县	运营	2016 年 4 月	10	10
陕西咸阳乾县	运营	2017 年 4 月	6.36	7
安徽省怀宁县	运营	2017 年 9 月		7
陕西省勉县	运营	2017 年 10 月		4.5
安徽省淮北市	运营	2017 年 12 月		7
安徽省芜湖市	运营	2017 年 12 月	12.3	20
江西省弋阳县（一期）	运营	2018 年 5 月	8.5	10
广西省兴业县（一期）	运营	2018 年 8 月	9.5	10
安徽省宿州市（一期）	运营	2018 年 8 月	4.5	10
陕西省千阳县	运营	2018 年 10 月	10	10
重庆市忠县	运营	2019 年 6 月	4	20
小计			65.16	124.5
江西省弋阳县（二期）	在建	2019 年 6 月		10
云南省文山市（一期）	在建	2019 年 7 月		10
陕西省咸阳市	在建	2019 年 8 月		30
重庆市梁平区	在建	2019 年 10 月		10
广西省兴业县（二期）	在建	2019 年 10 月		10
陕西省铜川市	在建	2019 年 10 月		10
贵州省清镇市	在建	2019 年 10 月		10
山东省泗水县	在建	2019 年 11 月		10
四川省广元市	在建	2019 年 12 月		10
湖南省祁阳县	在建	2019 年 12 月		10
小计				120
安徽省宿州市（二期）	报批待建	2020 年 3 月		10
云南省文山市（二期）	报批待建	2020 年 3 月		10
云南省保山市	报批待建	2020 年 6 月		10
安徽省宁国市	报批待建	2020 年 8 月		10
广东省阳春市	报批待建	2020 年 8 月		10
湖南省临湘市	报批待建	2020 年 6 月		10
湖南省益阳市	报批待建	2020 年 10 月		10
四川省达州市	报批待建	2020 年 12 月		20

广西省隆安县

报批待建

2020年12月

10

小计

100

数据来源：公司股东大会介绍资料，广发证券发展研究中心

注：在建项目的预计投运时间为公司披露，待建审批项目的预计投运时间为我们的预测

垃圾处置上半年签约超预期，毛利率略有下降

2019年上半年公司垃圾处置新签约项目超出预期，新签约13个新的炉排炉项目，超过2018年全年签约数。但由于公司建设成本上涨导致建设期毛利率略有下降。根据公司上半年的发展情况，我们轻微上调了预测，我们预计公司2019-2021年末垃圾处置产能分别为243/405/883万吨/年，收入分别为人民币23.4/34.7/48.4亿元，同比增长36%/48%/39%。

图4：2016-2021E公司垃圾处置投产规模及其增速（单位：万吨/年）



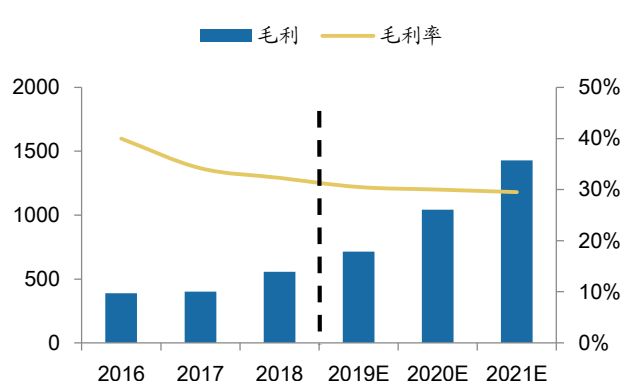
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图5：2016-2021E公司垃圾处置业务收入及其增速（单位：人民币百万元）



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图6：2016-2021E公司垃圾处置业务毛利及其毛利率（单位：人民币百万元）



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

截至2019年6月，公司炉排炉垃圾发电项目共建成投产10个，年处理能力143万吨；在建项目13个，年设计处理能力为212万吨；报批待建项目20个，年设计处理能力424万吨。

表 2：公司炉排炉垃圾焚烧发电项目列表

项目	状态	预计投运时间	年处理能力（万吨）
安徽省金寨县	运营	2016 年 1 月	10
贵州省铜仁市	运营	2017 年 7 月	20
云南省砚山县	运营	2017 年 8 月	7
安徽省霍邱县（一期）	运营	2018 年 1 月	14
湖南省澧县（一期）	运营	2018 年 4 月	10
云南省嵩明县	运营	2019 年 1 月	10
江西省上高县	运营	2019 年 2 月	14
安徽省霍邱县（二期）	运营	2019 年 3 月	14
江西省弋阳县（一期）	运营	2019 年 5 月	10
新疆区莎车县(一期)	运营	2019 年 6 月	10
新疆区莎车县(二期)	运营	2019 年 6 月	10
山东省泗水县	运营	2019 年 6 月	14
小计			143
新疆区博乐市	在建	2019 年 7 月	10
江西省弋阳县（二期）	在建	2019 年 7 月	10
陕西省洋县	在建	2019 年 9 月	10
湖南省澧县（二期）	在建	2019 年 10 月	14
云南省保山市	在建	2019 年 12 月	28
贵州省福泉市	在建	2019 年 12 月	10
安徽省庐江县（一期）	在建	2019 年 12 月	18
重庆石柱县	在建	2020 年 1 月	10
陕西省咸阳市（一期）	在建	2020 年 4 月	50
安徽省金寨县（二期）	在建	2020 年 6 月	10
贵州省习水县	在建	2020 年 7 月	14
内蒙古区满洲里市	在建	2020 年 10 月	14
安徽省霍山县	在建	2021 年 3 月	14
小计			212
陕西省咸阳市（二期）	报批待建	2020 年 6 月	50
贵州习水县（二期）	报批待建	2020 年 6 月	14
安徽省舒城县	报批待建	2021 年 3 月	14
陕西省铜川市	报批待建	2021 年 4 月	18
越南太原省	报批待建	2021 年 4 月	18
云南省镇雄县	报批待建	2021 年 10 月	36

安徽省庐江县二期	报批待建	2021 年 10 月	18
云南省芒市	报批待建	2021 年 10 月	20
安徽省宿州市	报批待建	2021 年 10 月	14
安徽省无为县	报批待建	2021 年 10 月	36
安徽省宁国市	报批待建	2021 年 10 月	14
贵州省绥阳县	报批待建	2021 年 10 月	10
湖南省汉寿县	报批待建	2021 年 12 月	14
云南省腾冲市	报批待建	2022 年 3 月	20
云南省泸西县	报批待建	2022 年 3 月	20
甘肃省酒泉市	报批待建	2022 年 3 月	36
云南省罗平县	报批待建	2022 年 3 月	20
广西省隆安县	报批待建	2022 年 3 月	10
吉林省磐石市	报批待建	2022 年 3 月	28
江西省德兴市	报批待建	2022 年 3 月	14
小计			424

数据来源：公司股东大会介绍资料，广发证券发展研究中心

注：在建项目的预计投运时间为公司披露，待建审批项目的预计投运时间为我们的预测

海螺水泥 Q1 超预期，奠定全年盈利基础

行业需求景气延续，公司2019年第一季度销量大增超出预期。公司2019Q1水泥熟料综合销量约8600万吨，同比大幅增长43%，其中贸易平台销量约2400万吨，助推公司份额加速提升，作为龙头对市场控制力进一步加强；自产自销量约6200万吨，同比增长5.98%；虽然2月份南方地区雨水天气较多，但3月中下旬以来出货节奏迅速恢复，需求景气高位依然延续较强韧性，使得公司一季度销量超出预期。

海螺水泥2019Q1年营收305.01亿，同比增长62.53%；归母净利润60.81亿元，同比增长27.27%。行业需求景气，海螺水泥Q1销量超预期，为全年业绩奠定良好基础。我们预计2019-2021年海螺水泥对公司利润贡献分别为人民币50.40/48.82/54.77亿元。

盈利预测与投资评级

2019年7月26日，海螺创业（00586.HK）收盘价为27.30港元，我们预测公司2019-2021年收入分别为人民币42.86/65.87/93.03亿元，2019-2021年公司EPS 分别为人民币3.365/3.693/4.477元，同比增长2.1%/9.7%/21.2%。扣除联营合营公司（海螺水泥）收益后的主营净利润为人民币10.97/18.51/27.00亿元，同比增长60.1%/69.7%/44.9%。

公司净利润来源主要分为两大部分：公司主营的环保板块和联营的水泥板块（海螺水泥）。2018年主营净利润和联营公司利润分别占比11%和89%，由于两板业务所

处行业不同且联营公司利润占比较高，我们对主营业务和联营水泥业务分开进行估值。我们分别选取了环保行业和水泥行业的几家可比公司进行比较（见表3、4），并对不同板块分别估值：（1）**环保板块**：公司固废危废业务及垃圾处置业务项目储备丰富，发展空间巨大，新项目的持续快速推进将为环保板块带来未来3-5年的高速增长。我们预计2019-2021年这3年主营收入的年复合增长率约为47%，主营净利润年复合增长率约为59%。我们预测2019年环保板块EPS为人民币0.596元，由于环保板块的高速增长预期，我们基于2019年11倍PE给予环保板块合理价值7.45港元/股；（2）**水泥板块**：公司参股的海螺水泥为水泥行业龙头公司，经营、管理能力较为稳健，业绩稳定。广发建材团队给予海螺水泥1.85倍PB，按照2019年每股净资产24.63元，并计算公司持股比例和汇率计算，水泥板块合理价值27.10港元/股。综合环保、水泥板块后，得出公司合理价值为34.55港元/股，维持“买入”评级。

表 3：可比港股环保公司估值情况（股价为 2019 年 7 月 26 日收盘价）

公司名称	公司代码	股价	EPS 单位	EPS (元)				PE (x)			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
中国光大绿色环保	01257.HK	5.19	港币	0.641	0.821	1.041	1.195	10.08	6.32	4.98	4.34
中国光大国际	00257.HK	7.15	港币	0.703	0.888	1.079	1.234	11.01	8.15	6.73	5.97
粤丰环保	01381.HK	4.07	港币	0.307	0.359	0.421	0.495	15.42	11.35	9.68	8.22
绿色动力环保	01330.HK	3.79	人民币	0.235	0.356	0.501		11.24	9.37	6.66	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：所列公司 EPS 均为 Wind 一致预测；表中股价货币为港币；港币兑人民币汇率为 0.8803

风险提示

危废、固废处置产能建设进度低于预期；危废处置涨价幅度低于预期，项目利用率不及预期，炉排炉项目进度低于预期，水泥价格下行等风险。

资产负债表

单位：百万元人民币

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,624	6,070	5,124	6,133	8,664
货币资金	1,458	2,674	2,571	2,306	3,256
应收及预付账款	993	1,101	2,143	3,294	4,652
存货	128	163	266	382	540
其他流动资产	45	2,133	144	152	217
非流动资产	20,552	27,146	34,525	36,911	41,809
固定资产	1,282	1,725	3,722	5,719	7,716
无形资产	704	1,604	2,000	2,000	2,000
其他长期资产	18,566	23,817	28,803	29,192	32,093
资产总计	23,176	33,216	39,648	43,044	50,473
流动负债	1,920	2,171	4,009	5,258	8,476
短期借款	482	72	1,535	1,856	3,981
应付及预收	1,045	1,646	2,021	2,949	4,041
其他流动负债	393	454	454	454	454
非流动负债	45	4,579	6,079	8,079	12,079
长期借款	45	4,579	6,079	8,079	12,079
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	1,965	6,750	10,089	13,337	20,555
股本	14	14	14	14	14
储备	20,563	25,740	28,740	28,742	28,744
母公司股东权益	20,578	25,755	28,754	28,756	28,758
少数股东权益	634	713	806	951	1,160
负债和股东权益	23,176	33,218	39,648	43,044	50,473

利润表

单位：百万元人民币

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,065	2,890	4,286	6,587	9,303
销售成本	(1,342)	(1,763)	(2,379)	(3,445)	(4,716)
经营费用	(1,559)	(2,001)	(2,731)	(3,985)	(5,461)
息税折旧前利润	737	1,012	1,347	2,245	3,134
折旧及摊销	(86)	(111)	(125)	(152)	(160)
经营利润	651	901	1,222	2,093	2,974
净利息收入	37	(4)	(160)	(248)	(427)
其他收益	2,942	5,354	5,424	5,443	6,397
税前利润	3,631	6,252	6,487	7,288	8,944
所得税	(126)	(189)	(298)	(502)	(737)
净利润	3,505	6,062	6,189	6,786	8,207
少数股东损益	(102)	(115)	(116)	(122)	(128)
归属母公司净利润	3,403	5,947	6,073	6,664	8,079
EPS (RMB 元)	1.886	3.295	3.365	3.693	4.477

现金流量表

单位：百万元人民币

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	67	397	473	1,065	2,479
税前利润	3,631	6,252	6,487	7,288	8,944
折旧与摊销	86	111	125	152	160
净利息费用	(37)	4	160	248	427
运营资本变动	(504)	(552)	(552)	(552)	(552)
税金	(126)	(189)	(298)	(502)	(737)
其他经营现金	(2,982)	(5,227)	(5,448)	(5,570)	(5,763)
投资活动现金	(144)	(3,212)	(5,212)	(5,212)	(5,212)
资本支出	(570)	(1,133)	(3,133)	(3,133)	(3,133)
投资变动	(25)	(2,079)	(2,079)	(2,079)	(2,079)
筹资活动现金	(631)	3,266	3,940	5,859	8,764
净增权益	2,865	5,256	3,092	147	211
净增债务	98	4,786	2,103	3,028	5,192
支付股息	(471)	(772)	(972)	(1,066)	(1,293)
现金变动	(708)	451	(799)	1,711	6,031

主要比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率	35.7	35.0	31.4	34.1	33.7
息税前利润率(%)	31.5	31.2	28.5	31.8	32.0
税前利润率(%)	175.8	216.3	151.4	110.	96.1
净利率(%)	164.8	205.8	141.7	101.	86.8
流动性					
流动比率(倍)	1.37	2.80	1.18	1.37	2.80
利息覆盖率(倍)	(17.44)	257.0	7.66	8.45	6.96
净权益负债率(%)	(2.54)	9.18	18.59	27.2	44.31
速动比率(倍)	1.30	2.72	1.21	1.09	0.96
估值比率					
市盈率(倍)	8.4	6.2	7.1	6.5	5.4
市净率(倍)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.7
EV/EBITDA	59.5	46.9	36.9	23.6	18.2
周转率					
存货周转天数	34	26	28	29	30
应收帐款周转天数	173	130	136	149	154
应付帐款周转天数	218	229	227	212	218
回报率					
股息支付率(%)	10.5	6.0	16.0	16.0	16.0
净资产收益率(%)	16.5	23.1	21.1	23.2	28.1
资产收益率(%)	14.7	17.9	16.2	16.7	18.5

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：广发证券海外宏观首席分析师。南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬件分析师，CFA。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外消费品高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略组研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019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。
- 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) 广发证券在过去 12 个月内与中国建材(03323)公司有投资银行业务关系。

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。