

山东药玻 (600529.SH)

细分龙头显现定价能力，结构升级值得期待

核心观点：

公司公布 2018 年年报和 2019 年一季报。

量价稳升，降本增效，税收利好，共促业绩持续强增长。一是公司中硼硅模制瓶、棕色瓶这几年都保持持续放量态势，得益于高端需求和日化瓶的放量；二是模制瓶结构性提价和棕色瓶高端产品占比提升带来单价提升；三是丁基胶塞和模制瓶车间改造带来生产效率提升和成本下降，尤其是丁基胶塞 2018 年成本下降显著；四是税收政策利好，2018 年 5 月 1 日后公司主体部分增值税税率由 17% 下调为 16%，2018 年 11 月份开始公司出口产品享受全额退税，公司议价能力强增值税下降有利于公司受益更多。

强劲的竞争力带来公司盈利能力持续提升。从近几年持续跟踪来看，我们观察到公司的盈利能力（毛利率、净利率）自 2014 年以来持续提升。毛利率和净利率提升带来公司 ROE 持续提升，从而驱动公司股价这几年持续向上；用 ROE 衡量仍然低估了公司的盈利能力；由于强劲的盈利能力和经营现金流，公司没有有息负债，同时还有大量的金融资产（理财产品），按照 ROIC 来衡量，2018 年的 ROIC 比 ROE 高出了 5 个百分点。

注射剂一致性评价带动玻璃药包材产品结构升级值得期待。注射剂一致性评价工作已经全面开始；而注射剂一致性评价有望带来中硼硅玻璃瓶的放量，对比欧美情况，玻璃药包材产品结构升级（中硼硅玻璃瓶占比提升）值得期待，由于中硼硅玻璃瓶技术门槛高，龙头公司将受益。

投资建议：维持“买入”评级。一是玻璃药包材下游需求稳定，受宏观经济周期影响很小，注射剂新的一致性评价推进将带来中硼硅玻璃产品渗透率提升，公司将充分受益；二是药用玻璃模制瓶供给格局稳定（山东药玻一家独大），同时有一定进入门槛，公司具备定价能力，2017 年底开始进行结构性提价，财务数据显示效果显著，目前公司模制瓶产品中仍然不少品种处于亏损状态，提价仍然具备可持续性；三是棕色瓶、丁基胶塞、海外市场存在放量预期；未来 3 年公司 ROE 和规模仍将处于扩张态势，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.15、1.48、1.75 元/股，按最新股价对应 PE 估值分别为 24、19、16 倍，考虑公司未来两年的业绩增速，我们认为可以给予公司 2019 年 PE28X 估值，对应合理价值为 32.20 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：限抗和塑料药包材替代带来玻璃药包材销量下行，带量采购挤压包材企业利润，注射剂一致性评价进度低于预期，纯碱、煤炭等上游成本大幅上涨，环保要求大幅加严。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,330	2,585	2,873	3,209	3,557
增长率(%)	13.3	10.9	11.2	11.7	10.8
EBITDA(百万元)	471	573	718	901	1,047
净利润(百万元)	263	358	488	628	746
增长率(%)	38.6	36.3	36.2	28.8	18.7
EPS（元/股）	0.87	0.84	1.15	1.48	1.75
市盈率（P/E）	25.60	22.54	24.39	18.94	15.96
市净率（P/B）	2.07	2.29	2.96	2.56	2.21
EV/EBITDA	12.76	12.64	14.94	11.34	9.10

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

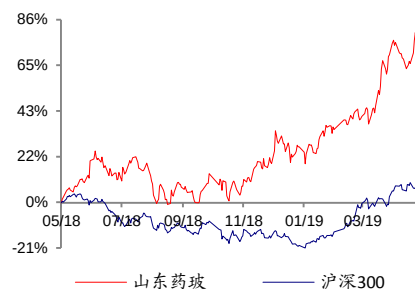
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	28.0 元
合理价值	32.20 元
前次评级	买入
报告日期	2019-05-05

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：

山东药玻 (600529.SH) : 毛利率继续扩张，汇兑收益产生贡献，公司是十足的“现金奶牛”	2018-10-30
山东药玻 (600529.SH) : 高质量的成长	2018-08-21
山东药玻 (600529.SH) : 产品结构升级和成本下降带来内生增长加速	2018-05-30

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
量价稳升，降本增效，税收利好，共促业绩持续强增长	4
强劲的竞争力带来公司盈利能力持续提升	5
注射剂一致性评价带动玻璃药包材产品结构升级值得期待	7
投资建议：维持“买入”评级	7
风险提示	9

图表索引

图 1: 公司年度营业收入及增速	5
图 2: 公司年度归母净利润及增速	5
图 3: 公司毛利率和净利润率	5
图 4: 公司分产品毛利率	6
图 5: 公司年度营业收入及增速	7
图 6: 公司年度归母净利润及增速	7

表 1: 公司本报告期主要财务指标	4
表 2: 业绩预测假设	8
表 3: 可比公司表	9

事件描述

山东药玻公布2018年年报及2019年一季报:

- 2018年公司实现营业收入25.85亿元，同比+11%，实现营业利润4.49亿元，同比+42%；实现利润总额4.28亿元，同比+38%。
- 归属于上市公司股东净利润3.58亿元，同比+36%；对应基本每股收益0.84元。扣非净利润3.43亿元，同比+40%。
- 拟以公司4.25亿股为基数，向全体股东每10股派发现金红利3.00元。
- 拟以公司4.25亿股为基数，向全体股东每10股转增股本4.00元。
- 2019年1季度公司实现营业收入7.1123亿元，同比增长10%，归属于上市公司股东净利润1.11亿元，同比增长33%。

表1: 公司本报告期主要财务指标

	本报告期末	上年度期末	增减变动
总资产（万元）	462,371	418,016	10.61%
归属上市公司股东的所有者权益（万元）	352,571	325,032	8.47%
归属上市公司股东的每股净资产（元/股）	8.30	10.71	-22.52%
	本报告期	上年同期	增减变动
营业总收入（万元）	258,463	233,049	10.90%
毛利率（%）	35.99	32.22	3.77
营业利润（万元）	44,854	31,654	41.70%
利润总额（万元）	42,766	31,024	37.85%
归属上市公司股东的净利润（万元）	35,821	26,276	36.33%
基本每股收益（元/股）	0.84	0.87	-0.03
经营活动产生的现金流量净额（万元）	46,577	41,196	13.06%
每股经营活动产生的现金流量净额（元/股）	1.10	1.36	-0.26

数据来源：公司2018年年报，广发证券发展研究中心

事件点评

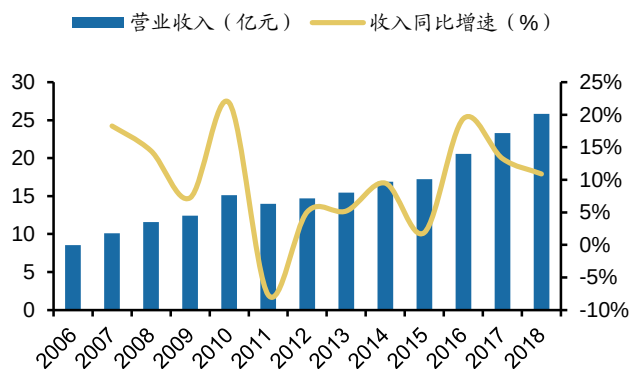
量价稳升，降本增效，税收利好，共促业绩持续强增长

公司2018年实现营业收入25.85亿元，同比+11%；归母净利润3.58亿元，同比+36%。2019年1季度，公司实现营业收入7.1123亿元，同比增长10%，归属于上市公司股东净利润1.11亿元，同比增长33%。自2016年以来，公司收入持续保持双位数增长，净利润持续保持30%以上增速。

一是公司中硼硅模制瓶、棕色瓶这几年都保持持续放量态势，得益于高端需求和日化瓶的放量；二是模制瓶结构性提价和棕色瓶高端产品占比提升带来单价提升；

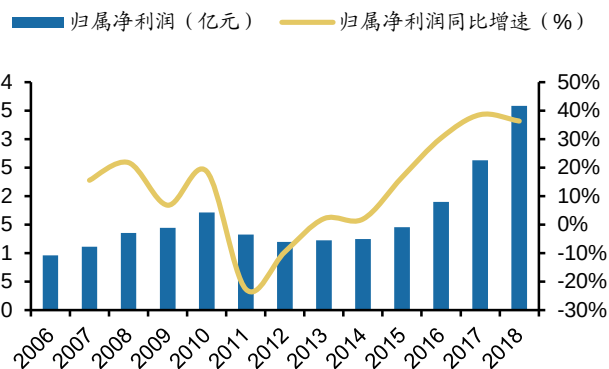
三是丁基胶塞和模制瓶车间改造带来生产效率提升和成本下降，尤其是丁基胶塞2018年成本下降显著；四是税收政策利好，2018年5月1日后公司主体部分增值税税率由17%下调为16%，2018年11月份开始公司出口产品享受全额退税，由于公司议价能力强、产品紧俏，使得增值税下降有利于公司受益更多。

图1：公司年度营业收入及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：公司年度归母净利润及增速

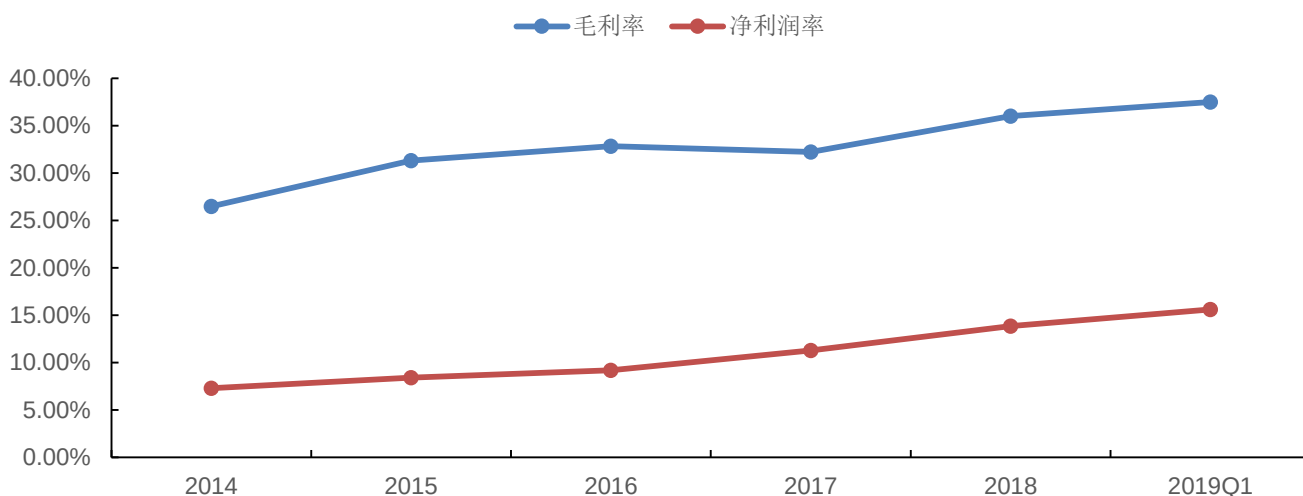


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

强劲的竞争力带来公司盈利能力持续提升

从近几年以来持续跟踪来看，我们观察到公司的盈利能力（毛利率、净利率）自2014年以来持续提升，一方面之所以2014年是底部，主要因为2012年“限抗令”（影响公司模抗瓶销售），另一方面更值得关注的是公司长期可持续的盈利能力提升背后的原因。

图3：公司毛利率和净利率

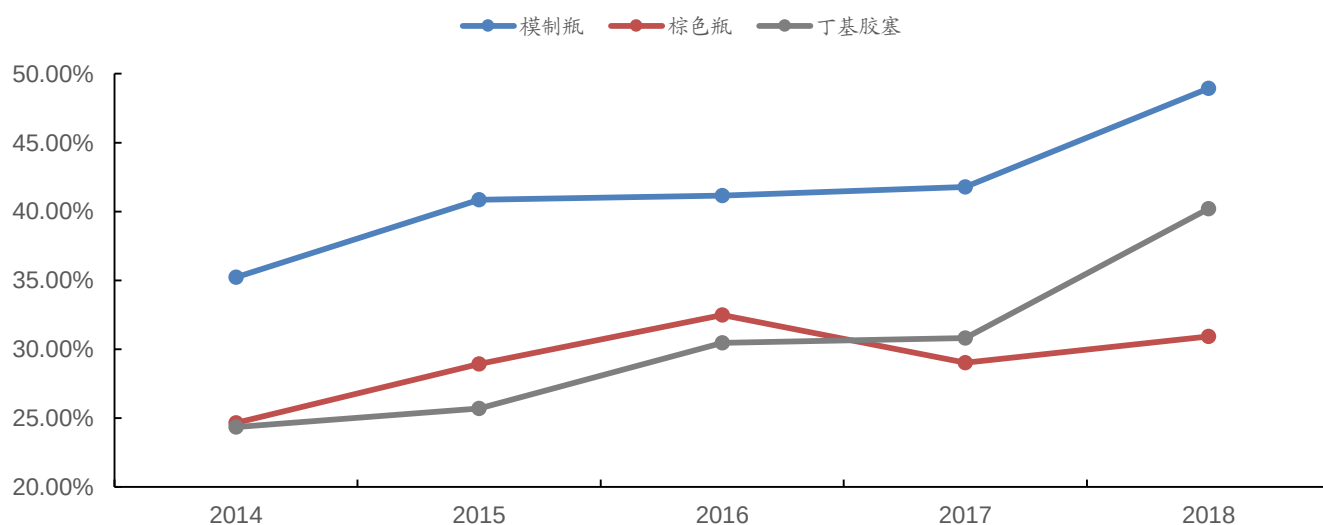


数据来源：公司年报和季报，广发证券发展研究中心

分产品来看，可以看到公司三个主要产品2014-2018年毛利率都持续提升，背后原因不一：

- 模制瓶是公司成熟优势产品，公司的市场占有率高，高份额带来定价能力提升，同时中硼硅模制瓶、耐碱中硼硅玻璃模制瓶等高端产品放量也带动毛利率提升；往后展望，总销量中目前仍有40%多的模制瓶处于亏损状态使得继续进行结构性提价阻力较小，今年4月1日开始增值税率继续从16%下调到13%，中硼硅占比持续提升，模制瓶毛利率仍有提升空间。
- 丁基胶塞是公司正在技术改造和扩张产能的产品，公司目前在国内的市场占有率较低，最近5年产品毛利率也在逐步提升，尤其是2018年同比2017年提升了9.39pct，毛利率提升主要来自公司对生产线技改，降本提效明显，优秀的成本控制力一直是公司核心竞争力，分拆财务数据来看，丁基胶塞单位成本2018年比2014年下降了30%，其中由于最大的二车间成功改造，2018年比2017年下降了17%，2019年一车间还需技改检修；往后展望，预计毛利率能稳中略升。
- 棕色瓶是这几年较快增长的产品，受益于下游化妆品和保健品需求稳步增长，出口市场打开；从毛利率来看，最近4年基本保持平稳（相比2014年提升），随着公司高端日用化妆品瓶占比提升和生产规模、效率提升（公司于2018年完成模抗瓶车间、棕色瓶车间的安装升级，推进生产的自动化，提高生产效率；公司生产规模明显高于同行，规模大不仅降低了单位生产成本和费用，也使得公司采购具备更强的议价能力），毛利率有提升空间；同时展望2019年，出口退税优惠有望带来毛利率提升。

图4：公司分产品毛利率（%）

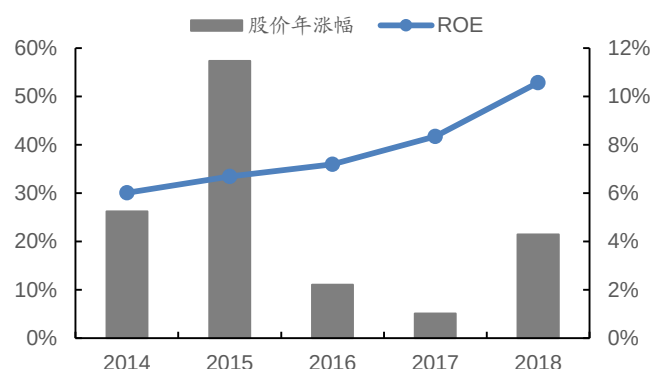


数据来源：公司年报和季报，广发证券发展研究中心

毛利率和净利润率提升带来公司ROE持续提升，从而驱动公司股价这几年持续向上；不过，我们想强调的是，用ROE衡量仍然低估了公司的盈利能力；由于强劲的盈利能力和经营现金流，使得公司没有有息负债，同时还有大量的金融资产（理财产品），按照ROIC来衡量，2018年的ROIC比ROE高出了5个百分点。

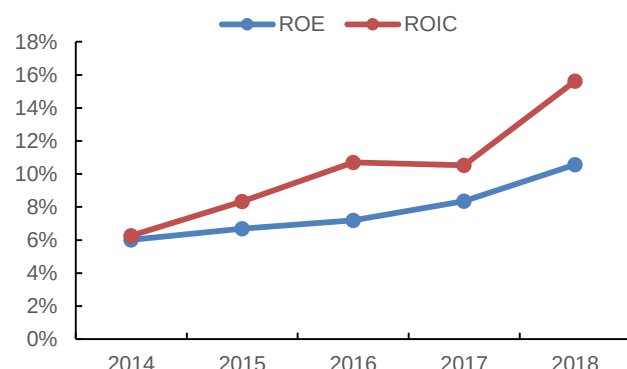
注：ROIC=EBIT*（1-税率）/（有息负债+权益-超额现金）

图5：公司年度营业收入及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：公司年度归母净利润及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注射剂一致性评价带动玻璃药包材产品结构升级值得期待

2017年12月22日，注射剂一致性评价征求意见稿发布，截止到目前，正式稿仍未出台；CDE已经承揽的注射剂一致性评价受理号235个，通过一致性评价的品种仍旧以口服固体制剂为主，从近期CDE公布的参比制剂情况看（第21批之前基本没有注射剂的参比，第21批则占比68.5%），注射剂一致性评价工作已经全面开始；而注射剂一致性评价有望带来中硼硅玻璃瓶的放量，对比欧美情况，中期来看，玻璃药包材产品结构升级（中硼硅玻璃瓶占比提升）值得期待，由于中硼硅玻璃瓶技术门槛高，龙头公司将受益更多。

投资建议：维持“买入”评级

整体来看，一是玻璃药包材下游需求稳定，受宏观经济周期影响很小，往后看3-5年，注射剂新的一致性评价推进将带来中硼硅玻璃产品渗透率提升，而中硼硅玻璃生产壁垒高，公司将充分受益，成为公司中期增长点；二是药用玻璃模制瓶供给格局稳定（山东药玻一家独大），同时有一定进入门槛，公司具备定价能力，2017年底开始进行结构性提价，财务数据显示效果显著，目前公司模制瓶产品中仍然不少品种处于亏损状态，提价仍然具备可持续性；三是棕色瓶、丁基胶塞、海外市场存在放量预期；未来3年公司ROE和规模仍将处于扩张态势，我们预计2019-2021年公司营业收入分别为287336万元、320894万元、355674万元，增速+11%、+12%、+11%；归母净利润分别为48863万元、62843万元、74401万元，增速+36%、+29%、+18%；EPS分别为1.15元、1.48元、1.75元，按最新收盘价对应PE分别为24倍、19倍、16倍，维持“买入”评级。

盈利预测关键假设：

- (1) **模制瓶业务：**该业务系公司传统优势业务，我们预计2019-2021年公司模制瓶收入分别为110370万元、121200万元、129200万元，成本分别为53204万元、54540万元、58140万元，毛利率分别为52%、55%、55%；
- (2) **棕色瓶业务：**随着新产能投产及产线自动化水平上升，我们预计2019-2021年公司棕色瓶业务收入分别为81699万元、94248万元、105746万元，成本分别为53179万元、60752万元、68163万元，毛利率分别为35%、36%、36%；
- (3) **丁基胶塞业务：**未来产能进一步释放，规模优势增强，我们预计2019-2021年公司丁基胶塞收入分别为26097万元、28707万元、31578万元，成本分别为15297万元、16827万元、18510万元，毛利率分别为41%、41%、41%；
- (4) **销售费用率：**公司规模持续扩张，我们预计2019-2021年销售费用率分别为8.90%、9.09%、7.30%；
- (5) **管理费用率：**公司规模持续扩张，未来规模优势有望显现，费用率将持续下降，我们预计2019-2021年管理费用率分别为6.00%、5.39%、4.81%。

合理价值分析：

公司业务成长性强，我们预计2019年公司净利润4.89亿元，同比增速36%，按最新收盘价对应PE为24X。综合考虑可比公司估值以及公司未来两年的业绩增速，我们当前给予公司PE28X估值，对应合理价值为32.20元/股，给予“买入”评级。

表 2：业绩预测假设

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
模制瓶	收入（万元）	91,040	100,899	110,370	121,200	129,200
	成本（万元）	53,012	51,521	53,204	54,540	58,140
	毛利率（%）	42%	49%	52%	55%	55%
棕色瓶	收入（万元）	57,947	70,140	81,699	94,248	105,746
	成本（万元）	41,133	48,450	53,179	60,752	68,163
	毛利率（%）	29%	31%	35%	36%	36%
丁基胶塞	收入（万元）	23,128	21,748	26,097	28,707	31,578
	成本（万元）	16,005	13,008	15,297	16,827	18,510
	毛利率（%）	31%	40%	41%	41%	41%
其他	收入（万元）	60,935	65,676	69,170	76,739	89,151
	成本（万元）	47,811	52,468	54,298	58,541	66,016
	毛利率（%）	22%	20%	22%	24%	26%
合计	营业收入（万元）	233,049	258,463	287,336	320,894	355,674
	营业成本（万元）	157,960	165,447	175,978	190,660	210,829
	毛利率（%）	32%	36%	39%	41%	41%

资料来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

表3: 可比公司表

股票简称	主营业务	股票代码	货币	股价	EPS (美元/股)		PE (X)	
				2019/04/30	2018	2019E	2018	2019E
南玻 A	玻璃	000012.SZ	CNY	4.90	0.16	0.28	25.22	17.72
旗滨集团	玻璃	601636.SH	CNY	4.19	0.45	0.48	8.46	8.70
正川股份	玻璃	603976.SH	CNY	17.67	0.55	--	29.78	--

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 注: 公司盈利取自 Wind 一致预期数据

风险提示

限抗和塑料药包材替代带来玻璃药包材销量下行, 带量采购挤压包材企业利润, 注射剂一致性评价进度低于预期, 纯碱、煤炭等上游成本大幅上涨, 环保要求大幅加严。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,750	2,992	3,560	4,310	4,984	经营活动现金流	412	466	555	744	879
货币资金	714	834	1,300	1,900	2,400	净利润	263	358	488	628	746
应收及预付	751	783	862	960	1,064	折旧摊销	146	147	159	172	186
存货	545	571	594	643	711	营运资金变动	-19	-58	-90	-65	-61
其他流动资产	740	804	805	807	808	其它	23	19	-2	8	8
非流动资产	1,430	1,632	1,712	1,770	1,784	投资活动现金流	-457	-700	-211	-201	-168
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-164	-347	-240	-230	-200
固定资产	1,220	1,217	1,262	1,293	1,331	投资变动	-321	-380	0	0	0
在建工程	56	101	141	171	151	其他	27	27	29	29	32
无形资产	113	153	149	146	142	筹资活动现金流	-59	-100	122	58	-210
其他长期资产	41	160	160	160	160	银行借款	-3	0	132	82	-185
资产总计	4,180	4,624	5,273	6,080	6,768	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	900	1,066	1,227	1,406	1,348	其他	-56	-100	-11	-24	-26
短期借款	0	0	132	214	30	现金净增加额	-104	-335	466	600	500
应付及预收	802	949	970	1,057	1,169	期初现金余额	1,109	988	834	1,300	1,900
其他流动负债	98	116	124	135	149	期末现金余额	988	674	1,300	1,900	2,400
非流动负债	30	32	32	32	32						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	30	32	32	32	32						
负债合计	930	1,098	1,259	1,438	1,380						
股本	304	425	425	425	425						
资本公积	1,205	1,083	1,083	1,083	1,083						
留存收益	1,699	1,966	2,454	3,082	3,828						
归属母公司股东权益	3,250	3,526	4,014	4,642	5,387						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	4,180	4,624	5,273	6,080	6,768						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,330	2,585	2,873	3,209	3,557	成长能力(%)					
营业成本	1,580	1,654	1,760	1,907	2,108	营业收入增长	13.3	10.9	11.2	11.7	10.8
营业税金及附加	33	39	40	45	50	营业利润增长	24.4	41.7	28.0	28.8	18.7
销售费用	196	219	256	260	260	归母净利润增长	38.6	36.3	36.2	28.8	18.7
管理费用	124	166	172	173	171	获利能力					
研发费用	73.23	80.23	86.20	96.27	106.70	毛利率	32.2	36.0	38.8	40.6	40.7
财务费用	16.74	-31.47	-0.10	8.25	4.11	净利率	11.3	13.9	17.0	19.6	21.0
资产减值损失	18.52	41.71	16.55	12.45	14.28	ROE	8.1	10.2	12.2	13.5	13.8
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	10.9	13.3	16.7	20.9	24.3
投资净收益	19.09	26.57	29.08	28.60	31.69	偿债能力(%)					
营业利润	316.54	448.54	573.95	739.00	877.34	资产负债率	22.2	23.7	23.9	23.7	20.4
营业外收支	-6.30	-20.88	0.00	0.00	0.00	净负债比率	0.0	0.0	2.5	3.5	0.4
利润总额	310	428	574	739	877	流动比率	3.06	2.81	2.90	3.07	3.70
所得税	47	69	86	111	132	速动比率	2.41	2.22	2.37	2.56	3.11
净利润	263	358	488	628	746	营运能力					
少数股东损益	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.59	0.58	0.57	0.55
归属母公司净利润	263	358	488	628	746	应收账款周转率	3.38	3.60	3.60	3.60	3.60
EBITDA	471.05	572.93	718.43	900.59	1047.12	存货周转率	2.99	2.96	2.96	2.96	2.96
EPS (元)	0.87	0.84	1.15	1.48	1.75	每股指标 (元)					
						每股收益	0.87	0.84	1.15	1.48	1.75
						每股经营现金流	1.36	1.10	1.31	1.75	2.07
						每股净资产	10.71	8.30	9.44	10.92	12.68
						估值比率					
						P/E	25.60	22.54	24.39	18.94	15.96
						P/B	2.07	2.29	2.96	2.56	2.21
						EV/EBITDA	12.76	12.64	14.94	11.34	9.10

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。
徐笔龙：分析师，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
赵勇臻：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。

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。