

# 格力地产(600185.sh)

## 唐家湾项目超预期, NAV 被低估的成长股

沈爱卿 研究员

电话: 020-87555888-637

eMail: [sag@gf.com.cn](mailto:sag@gf.com.cn)

### 唐家湾项目(格力海岸)超预期

总建面达 121 万平米的唐家湾项目是公司 09 年底获得项目,其成交价格高达 66 亿元(公司净资产的 4 倍),荣登珠海地王。机构普遍认为该地块盈利空间不大。近期,我们对该项目进行实地调研,我们发现其潜在价值超出我们的预期。我们估计该项目将为公司带来 257.1 亿元的收入, 41.5 亿元的净利润, NAV 增加值为 37.1 亿元, 折算每股为 6.42 元。公司计划下半年开工 20 万平米或 40 万平米, 年前部分别墅单元将全球发售, 其进程之快超过了我们的预期。我们看好该项目的销售前景。

### 市值较 NAV 折价 9.9%, 股价被低估

通过对各个项目仔细测算,我们认为公司 2010 年的 NAV 为 71 亿元, 公司目前 64 亿元的总市值较 NAV 折价 10%, 相对房地产股普遍较 NAV 的溢价状态(按我们的口径计算), 公司的价值被低估。

### 业绩额外保障: 市值 6 亿元的格力电器流通股

公司持有 2292 万格力电器流通股, 原始成本仅 276 万元, 目前市值已达到 6 亿元, 增值率达 215 倍。此外, 公司对“海星集团的 1.8 亿元借款”有望收回, 这都是公司业绩的额外保障。

### 珠海房地产市场超预期, 正向全国性市场转变

今年以来珠海市场的表现超出了我们的预期。诸如华发世纪城等典型楼盘销售依旧火爆。1-2 月, 全市成交量同比大幅增长 135.3%。受港珠澳大桥、横琴岛大开发等多重利好刺激, 最近一年来, 除香港、深圳、广州等地购房人群明显增加外, 内地如温州、东北等省市购房者比例也在逐步上升, 珠海房地产市场正逐步由区域市场向全国性市场转变。

### 盈利预测与评级

我们预计公司 2010 年和 2011 年的每股收益分别为 1.05 元和 1.18 元, 目前股价对应 2010 年和 2011 年的动态 PE 分别为 10.8 倍和 9.6 倍; 从绝对估值角度看, 公司的市值已较 NAV 折价 10%, 具备一定的安全边际。更重要的是, 公司目前正处在快速发展的成长期, 我们看好公司的发展前景。维持对公司的“买入”评级。

### 公司评级

**买入**

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 11.30 |
| 目标价格(元) | 16.00 |
| 前次评级    | 无评级   |

### 股价走势



| 市场表现 | 1 个月   | 3 个月    | 12 个月   |
|------|--------|---------|---------|
| 股价涨幅 | -8.57% | -25.99% | 123.05% |
| 上证综指 | -.16%  | -8.76%  | 41.55%  |

### 股票数据

|            |            |
|------------|------------|
| 总股本(万股)    | 57,759.44  |
| 流通 A 股(万股) | 33,759.44  |
| 主要股东:      |            |
|            | 珠海格力集团有限公司 |
| 主要股东持股比例   | 51.94%     |
| 流通 A 股比例   | 58.45%     |

### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 14.17% |
| ROA      | 4.36%  |
| 资产负债率    | 69.23% |
| 每股净资产(元) | 2.87   |

2009 年报数据。

## 唐家湾项目（格力海岸）超预期

总建筑面积为121万平米的唐家湾项目是公司2009年12月通过竞拍获得项目，其成交价格高达66亿元（公司净资产的4倍），荣登珠海地王。机构普遍认为该地块盈利空间不大。近期，我们对该项目进行实地调研，我们发现其潜在价值超出我们的预期。而且，公司的开工计划和销售计划也超出了我们的预期。

### 格力海岸价值几何？

格力海岸地块位于珠海市唐家石坑山东侧与南侧，石坑山环绕其后，紧邻珠江海域，背山面海，拥有较长的海岸线，东、西两边皆为规划的公园或城市绿地。该地块为珠海市区稀缺的大面积海景地块，一线南向海景资源，具有极佳的观景效果。项目所处区域为高等学府、高科技园区、高尚住宅、高尚娱乐集聚地，是珠海传统的豪宅区域，客户认可度极高，项目周边为规划新区，规划起点高，拟建的配套设施全。交通便利，临海边为新建成的情侣路延长线，与进出珠海的必经之路港湾大道相连，距离珠海检查站约10公里，距澳门18公里，距广州110公里，临近京珠高速公路、粤西沿海高速公路的交汇处。

图1： 格力海岸区位图



数据来源：Google、搜房网、广发证券发展研究中心

格力海岸是公司继格力广场之后计划重点打造的精品工程。国内某知名开发商曾打算和公司溢价合作开发此地块，但被公司婉拒，由此可见公司对该地块前景的看好程度。通过实地考察，我们认为该区域别墅豪宅市场成熟，而且此地块具备无与伦比的一线南向海景资源，此项目有望打造为珠海一线海景别墅的标杆。

表 1： 格力海岸周边在售楼盘

|       | 目前价格                                          | 地段与景观特点              |
|-------|-----------------------------------------------|----------------------|
| 格力海岸  | 高层、别墅。年前开售。售价未定。                              | 唐家湾板块。一线南向海景，无主干道干扰。 |
| 远大美域  | 小高层在售：1.2 万元/平米。无折扣。（别墅已售完，售价 2 万 - 2.8 万/平米） | 唐家湾板块，靠近格力海岸。无一线海景。  |
| 凤凰山一号 | 高层在售：3 万元/平米。折扣：总价减 10 万。                     | 唐家湾板块，一线海景，但有主干道。    |
| 凤凰海域  | 高层在售：3 万元/平米。无折扣。                             | 老香洲板块，一线海景，但有主干道。    |

数据来源：搜房网、广发证券发展研究中心

格力海岸附近的远大美域别墅售价已达到2.8万/平米，目前已售完（该项目无一线海景）；距格力海岸10分钟车程的凤凰山一号高层售价已达到3万元/平米（该项目有一线海景，但有主干道干扰）。我们估计拥有稀缺的一线南向海景资源的格力海岸别墅售价将在3.5万元/平米以上，高层售价在2.3万元/平米以上。该项目的可售面积超过100万（公司公告的89.4万总建筑面积为地上建筑面积，而公司地下建筑面积达33万，包含9057个车位，此一项亦增加约11万平米的可售面积）。静态计算，该项目将为公司带来257.1亿元的收入，41.5亿元的净利润。按9%的贴现率对该项目未来现金流贴现，得出该项目2010年的NAV增加值为37.1亿元，折算每股为6.42元。

公司计划下半年开工20万平米或40万平米，年前部分别墅单元将全球发售，其进程之快超过了我们的预期。我们看好该项目的销售前景。

## 市值较NAV折价10%，股价被低估

通过对各个项目仔细测算，我们认为公司2010年的重估净资产为71亿元，公司目前64亿元的总市值较NAV折价10%，相对房地产股普遍较NAV的溢价状态（按我们的口径计算），公司的股价存在一定程度的低估。

以下是公司的NAV估算表以及各项目分析。

| 表 2: 公司 NAV 估算表（假设折现率为 9%） |      |            |               |              | 单位：万平米、百万元        |               |
|----------------------------|------|------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|
|                            | 权益   | 可结算面积      | 静态总收入         | 静态净利润        | NAV 增加值<br>(2010) | 占比            |
| 格力海岸                       | 100% | 101        | 25,709        | 4,152        | 3,706             | 70.1%         |
| 格力广场                       | 100% | 43         | 7,817         | 1,118        | 1,062             | 20.1%         |
| 格力香樟                       | 100% | 14         | 1,739         | 257          | 255               | 4.8%          |
| 夏湾 C 区                     | 100% | 9          | 1,515         | 275          | 263               | 5.0%          |
| <b>合计</b>                  |      | <b>167</b> | <b>36,780</b> | <b>5,802</b> | <b>5,286</b>      | <b>100.0%</b> |
| 公司净资产（2009）                |      |            |               | 1,659        |                   |               |
| 重估净资产（2009）                |      |            |               | 6,509        |                   |               |
| 重估净资产（2010）                |      |            |               | 7,095        |                   |               |
| NAVPS(2010)(元/股)           |      |            |               | 12.28        |                   |               |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 项目分析

### 格力广场

该项目是大股东资产注入项目，总建筑面积达57.1万平米，项目位于珠海市吉大石花西路，在香洲区与拱北区之间，是连接两个区域的纽带。项目占有珠海市区罕有大片优质土地，周边自然环境优美，生活配套设施完善，项目定位于成为一个珠海市标杆式的高品质楼盘，营造一个自然景观、人文环境良好、生活方便的现代化和谐、健康社区。

目前格力广场在售部分为一期A区，售价已达到1.75万元/平米，销售比例超过80%。剩余1号楼王尚未开售，估计售价至少2万元/平米以上。一期B区处于基础施工阶段，估计今年10月开售，二期将于年底开工建设。静态估算，格力广场未结算部分可贡献收入78.2亿元，净利润11.2亿元。按9%的贴现率对该项目未来现金流贴现，得出该项目2010年的NAV增加值为10.6亿元，折算每股为1.84元。

### 格力香樟

该项目是大股东资产注入项目。项目占地面积4.6万平米，建筑面积13.7万平米，其中住宅建筑面积11.0万平米。项目地处拱北、前山、吉大的辐射区域，位于九州大道和迎宾南路的交汇点，具有良好的交通通达性。

格力香樟首期于09年10月底开盘，目前所有12栋高层住宅均已开售，均价为1.33万元/平米，销售比例超过50%。该项目将于2011年全部交房。静态估算，格力香樟可贡献收入17.4亿元，净利润2.6亿元。按9%的贴现率对该项目未来现金流贴现，得出该项目2010年的NAV增加值为2.6亿元，折算每股为0.44元。

### 拱北夏湾C区

该项目是大股东资产注入项目。项目占地面积4.5万平方米，建筑面积9.1万平方米，拟规划住宅6.1万平米，商业3.0平方米。项目位于珠海市拱北夏湾，紧邻城市交通要道港昌路和昌盛路，和广珠轻轨，距离拱北海关不足5分钟车程，交通极为便利，在项目周边有大量成熟生活社区，去拱北商贸区购物也极为方便，附近还有夏湾果菜批发市场等便民生活设施，购物、餐饮、休闲、医疗、学校等生活配套设施较为齐全。

目前该项目部分用地已被广珠轻轨珠海终点站占用，目前公司正与政府协商补偿方案，是另行划地补偿还是提高容积率尚未确定。尽管该土地面积较少，但是商业占比较高，随着广珠轻轨亚运前通车，该地块的商业价值将逐步提升。目前，地块附近的新盘春泽上湾和蔚蓝东岸的高层售价分别达到1.2万元/平米和9500元/平米，其中蔚蓝东岸商铺价格售价在2.7万-3.6万/平米之间。我们预计夏湾C区项目高层售价在1.0万/平米以上，商铺售价在2.7万/平米以上。静态估算，夏湾C区项目可贡献收入15.2亿元，净利润2.8亿元。按9%的贴现率对该项目未来现金流贴现，得出该项目2010年的NAV增加值为2.6亿元，折算每股为0.45元。

图2：拱北夏湾C区位图





数据来源：Google、搜房网、广发证券发展研究中心

### 洪湾项目

洪湾项目占地面积23.6万平方米，总建筑面积58.9万平方米，其中住宅建筑面积47.2平方米。项目位于湾仔，与澳门只有一水之隔，距湾仔码头两公里。目前，该项目所有权因国资审批原因尚未划归公司名下。因此暂不考虑此地块对公司的利润贡献。

### 业绩额外保障：市值6亿元的格力电器流通股

公司持有2292万可流通的格力电器股票，原始成本仅276万元，按照目前格力电器的股价计算，其市值已达到6亿元，增值率达215倍。该流通股将可为公司提供约0.77元的每股收益。仅此投资收益也足以保持2010年的业绩增长。值得说明的是，该可流通股在资产负债表中已经作为可供出售金融资产按公允价值计量，因此，对公司的价值重估不能再考虑此增值部分，否则会造成重复计算。

此外，公司在09年对“海星集团的1.8亿元借款”计提了5400万的坏账准备，根据我们的了解，此借款问题不大，坏账准备有望被冲回。

表 3: 公司持有格力电器股份情况

| 持有格力电器股份 (万股) | 持有成本 (百万元) | 单位成本 (元/股) | 格力电器股价 (元/股) | 持有市值 (百万元) | 扣税后收益 (百万元) | 对 EPS 的贡献 (元/股) |
|---------------|------------|------------|--------------|------------|-------------|-----------------|
|---------------|------------|------------|--------------|------------|-------------|-----------------|

2,292 3 0.12 26.01 596 445 0.77

数据来源：聚源数据、广发证券研发中心

## 珠海房地产市场超预期，正向全国性市场转变

今年来，珠海房地产市场的表现超出了我们的预期。受去年12月份港珠澳大桥开工刺激，12月中旬以来珠海房地产市场气氛明显转好，12月珠海商品房成交54.8万平米，创历史新高。1月和2月，尽管成交量较12月有所回落，但同比仍然大幅增长135.3%。今年1月1号，华发世纪城四期首推902套住宅，当日全部售罄并成交15亿元，创下珠海楼市单日销售新纪录，3月20号世纪城四期将推盘1000套住宅，目前已获得5000份认购卡，即使剔除重复部分，超额认购比例仍然非常高，这说明需求仍然比较旺盛。

珠海市场外地人购房比例一直比较高，据当地中介的不完全统计，该比例在30% - 50%以上，其中高端住房的外地人购房比例更高。早期珠海的外地购房者主要是澳门以及周边城市的居民，但是受港珠澳大桥、横琴岛大开发等多重利好刺激，最近一年来，除香港、深圳、广州等地购房人群明显增加外，内地如温州、东北等省市的购房者比例也在逐步上升，珠海房地产市场正逐步由区域市场向全国性市场转变。

表 4: 2010 年 1 - 2 月部分城市商品房成交情况

|    | 销售面积（万平方米） | 同比增长   |
|----|------------|--------|
| 珠海 | 33.46      | 135.3% |
| 上海 | 321.68     | -4.8%  |
| 北京 | 214.4      | 46.3%  |
| 广州 | 134.84     | 22.3%  |
| 杭州 | 27.6       | -25.2% |

数据来源：各城市统计局、房管局网站、广发证券发展研究中心

表 5: 珠海利好因素一览

| 因素           | 简要说明                                                                        |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| 珠江西岸核心城市定位   | 2009 年 1 月国家出台的《珠三角地区改革发展规划纲要》明确了珠海作为珠江口西岸核心城市的战略定位                         |
| 港珠澳大桥        | 总投资 727 亿，2009 年 12 月已经开工。建成后香港至珠海的车程将由目前的 3 个半小时缩短至半小时。                    |
| 横琴新区         | 2009 年 8 月，国务院正式批准《横琴总体发展规划》，将横琴岛纳入珠海经济特区范围，要逐步把横琴建设成为“一国两制”下探索粤港澳合作新模式的示范区 |
| 十字门商务区开发     | 珠海建设珠江西岸核心城市的战略性举措和开发横琴的启动项目                                                |
| 重点省内市内道路交通工程 | 广珠轻轨、广珠西线高速、机场高速、高栏杆高速公路、金港路、金凤路等                                           |

数据来源：珠海市政府部门网站、广发证券发展研究中心

图3: 珠海市综合交通规划



数据来源：珠海市政府网站、广发证券发展研究中心

## 盈利预测与评级

我们预计公司2010年-2012年的收入分别为18.8亿元、35.7亿元、55.0亿元，增长率分别为266.85%、89.7%、54.9%；净利润分别为6.1亿元、6.8亿元、7.5亿元，增长率分别为158.1%、13.4%、9.7%；每股收益分别为1.05元、1.18元、1.30元。

按我们测算的每股收益计算，目前股价对应2010年和2011年的动态PE分别为10.8倍和9.6倍；从绝对估值角度看，公司的市值已较NAV折价10%，具备一定的安全边际。更重要的是，公司目前正处在快速发展的成长期，我们看好公司的发展前景。维持对公司的“买入”评级。



| 资产负债表           |              |              |               |               | 利润简表                  |            |            |            |            |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|-----------------------|------------|------------|------------|------------|
| 单位: 百万元         |              |              |               |               | 单位: 百万元               |            |            |            |            |
| 报表项目            | 2009         | 2010E        | 2011E         | 2012E         | 报表项目                  | 2009       | 2010E      | 2011E      | 2012E      |
| 货币资金            | 906          | 282          | 536           | 825           | 营业收入                  | 513        | 1,882      | 3,571      | 5,499      |
| 应收账款            | 0            | 300          | 270           | 608           | 营业成本                  | 319        | 859        | 2,036      | 3,218      |
| 预付款项            | 76           | 430          | 769           | 1,126         | 营业税金及附加               | 61         | 433        | 382        | 665        |
| 应收利息            | 0            | 0            | 0             | 0             | 销售费用                  | 28         | 94         | 179        | 275        |
| 应收股利            | 0            | 0            | 0             | 0             | 管理费用                  | 20         | 72         | 136        | 209        |
| 其他应收款           | 134          | 615          | 806           | 1,382         | 财务费用                  | 14         | 26         | 129        | 234        |
| 存货              | 3,360        | 6,240        | 16,516        | 19,461        | 资产减值损失                | 55         | 0          | 0          | 0          |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>4,476</b> | <b>7,867</b> | <b>18,897</b> | <b>23,402</b> | 公允价值变动收益              | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 长期股权投资          | 0            | 0            | 0             |               | 投资收益                  | 287        | 400        | 200        | 100        |
| 固定资产            | 19           | 36           | 58            | 86            | <b>营业利润</b>           | <b>304</b> | <b>799</b> | <b>909</b> | <b>998</b> |
| 在建工程            | 2            | 0            | 0             | 0             | 营业外收入                 | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 无形资产            | 0            | 0            | 0             | 0             | 营业外支出                 | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 长期待摊费用          | 5            | 3            | 0             | 0             | <b>利润总额</b>           | <b>303</b> | <b>799</b> | <b>909</b> | <b>998</b> |
| 递延所得税资产         | 21           | 30           | 40            | 50            | 所得税费用                 | 68         | 192        | 227        | 249        |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>691</b>   | <b>299</b>   | <b>158</b>    | <b>86</b>     | <b>净利润</b>            | <b>235</b> | <b>607</b> | <b>682</b> | <b>748</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>5,167</b> | <b>8,166</b> | <b>19,055</b> | <b>23,489</b> | 归属于母公司净利润             | 235        | 607        | 682        | 748        |
| 短期借款            | 0            | 585          | 7,804         | 9,470         | 少数股东损益                | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 应付票据            | 0            | 0            | 0             | 0             | EPS (元)               | 0.407      | 1.051      | 1.181      | 1.295      |
| 应付账款            | 405          | 952          | 2,265         | 2,821         | 数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心 |            |            |            |            |
| 预收款项            | 420          | 1,179        | 1,854         | 2,818         | <b>现金流量简表</b>         | 单位: 百万元    |            |            |            |
| 应付职工薪酬          | 8            | 10           | 10            | 10            | 报表项目                  | 2009       | 2010E      | 2011E      | 2012E      |
| 应交税费            | 0            | 0            | 0             | 0             | 经营活动现金流量              | (914)      | (2,067)    | (7,967)    | (1,703)    |
| 应付利息            | 0            | 0            | 0             | 0             | 投资活动现金流量              | 267        | 385        | 130        | 60         |
| 应付股利            | 0            | 0            | 0             | 0             | 筹资活动现金流量              | 1,358      | 1,059      | 8,090      | 1,932      |
| 其他应付款           | 1,111        | 1,101        | 1,101         | 1,101         | 现金及现金等价物净增加额          | 710        | (623)      | 253        | 289        |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>1,935</b> | <b>3,827</b> | <b>13,034</b> | <b>16,220</b> | 期末现金余额                | 906        | 282        | 536        | 825        |
| 长期借款            | 1,193        | 1,693        | 2,693         | 3,193         | 每股经营活动现金流(元)          | -1.58      | -3.58      | -13.79     | -2.95      |
| 应付债券            | 0            | 0            | 0             | 0             | 数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心 |            |            |            |            |
| 长期应付款           | 364          | 364          | 364           | 364           | <b>主要财务指标</b>         |            |            |            |            |
| 预计负债            | 15           | 15           | 15            | 15            | 指标项目                  | 2009       | 2010E      | 2011E      | 2012E      |
| 递延所得税负债         | 0            | 0            | 0             | 0             | 营业收入增长率               | 21.7%      | 266.9%     | 89.7%      | 54.0%      |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>1,573</b> | <b>2,073</b> | <b>3,073</b>  | <b>3,573</b>  | 营业利润增长率               | N/A        | 163.0%     | 13.9%      | 9.7%       |
| <b>负债合计</b>     | <b>3,508</b> | <b>5,900</b> | <b>16,107</b> | <b>19,793</b> | 毛利率                   | 37.8%      | 54.4%      | 43.0%      | 41.5%      |
| 股本              | 578          | 578          | 578           | 578           | 营业利润率                 | 59.2%      | 42.4%      | 25.5%      | 18.1%      |
| 资本公积            | 110          | 110          | 110           | 110           | 净利率                   | 45.9%      | 32.3%      | 19.1%      | 13.6%      |
| 盈余公积            | 92           | 100          | 100           | 100           | 净资产收益率                | 14.2%      | 26.8%      | 23.1%      | 20.2%      |
| 未分配利润           | 879          | 1,478        | 2,160         | 2,909         | 总资产收益率                | 6.1%       | 10.1%      | 5.5%       | 5.2%       |
| 少数股东权益          | 0            | 0            | 0             | 0             | 流动比率                  | 2.31       | 2.06       | 1.45       | 1.44       |
| <b>负债股东权益总计</b> | <b>5,167</b> | <b>8,166</b> | <b>19,055</b> | <b>23,489</b> | 资产负债率                 | 67.9%      | 72.3%      | 84.5%      | 84.3%      |
| 每股净资产(元)        | 2.87         | 3.92         | 5.10          | 6.40          | 所得税税率                 | 22.4%      | 24.0%      | 25.0%      | 25.0%      |

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心



## 广发证券—公司投资评级说明

|           |                                       |
|-----------|---------------------------------------|
| 买入 (Buy)  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有 (Hold) | 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 (Sell) | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

格力地产(600185)行情走势



## 相关研究报告

|      | 广州                      | 深圳                      | 北京                          | 上海                       |
|------|-------------------------|-------------------------|-----------------------------|--------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号大都会广场 36 楼 | 深圳市深南东路 5045 号深业中心 20 楼 | 北京市月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                  | 518010                  | 100045                      | 200120                   |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn          |                         |                             |                          |
| 服务热线 | 020-87555888-612        |                         |                             |                          |

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

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，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。