

證券業務部每周證券評論

安徽海螺水泥股份有限公司 (股份代號:00914)

Anhui Conch Cement Co., Ltd.

30 JULY 2018

目標價 \$56.25

公司簡介

重點財務數據 (截至31/12/2016止)

每股基本盈利	人民幣3.00元
全年每股股息	人民幣1.2元
市盈率 (x)	10.20
市帳率 (x)	1.82
派息比率	40.0%

資料來源:
彭博、安徽海螺水泥股份有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)
kathy.wong@icbcasia.com

安徽海螺水泥股份有限公司(以下稱“海螺水泥”或“集團”),於1997年9月1日成立,並於1997年10月21日於香港聯合交易所主板上市,創了中國水泥行業境外上市的先河。集團亦於上海證券交易所上市,股份代號:600585。集團主要從事水泥及商品熟料的生產和銷售,是世界上最大的單一品牌供應商。集團經過多年的快速發展,產能持續增長,工藝技術裝備水準不斷提升,發展區域不斷擴大,集團先後建成了銅陵、英德、池州、樅陽、蕪湖等5個千萬噸級特大型熟料基地,並在安徽蕪湖、銅陵興建了代表當今世界最先進技術水準的3條12000噸生產線。海螺旗下的生產線全採用先進的新型幹法水泥工藝技術,具有產量高、能耗低、自動化程度高、勞動生產率高、環境保護好等特點。截至2017年底止,集團熟料產能達2.46億噸,水泥產能達3.35億噸,骨料產能2,890萬噸,商品混凝土60萬立方米。現時海螺水泥產品已銷售至全國,並遠銷海外:下屬140多家子公司,分佈在省內基地和十四個區域,橫跨華東、華南和西部18個省、市、自治區和印尼、緬甸、老撾、柬埔寨等國多個國家和地區。主要依靠完備的鐵路、公路及水路運輸系統,形成了專業化生產體系和龐大的市場行銷網絡。

業績回顧 (截至31/03/2018止)

按照中國會計準則,截至2018年3月31日止三個月,集團營業收入同比增長37.6%至187.67億元(人民幣;下同),股東應佔溢利同增長1.21倍至47.78億元;每股基本盈利同比增長1.21倍至0.9016元。於2017年3月31日,集團持有現金及現金等價物為262.17億元,較上期增加5.89%。

財務方面,截止2017年12月31日止,集團的資產總值為1,221.43億元,較2016年12月31日的1,095.14億元增長11.5%;負債總額為304.53億元,較2016年12月31日的295.36億元增長3.1%;集團持有銀行結餘及現金為104.28億元,較2016年12月31日的57.6億元增加79.8%;而集團累計的銀行貸款為79.81億元;淨負債率[(有息負債-現金及現金等價物)/股東權益]為4%,與去年同期的10%下跌6個百分點;集團的流動比率為2.18x,較2015年12月31日的1.74x的流動比率提升了0.44x。

圖表一

業績	截至3月31日止3個月		
	2018	2017	變動%
人民幣千元			
收入	18,766,521	13,638,977	37.6%
股東應佔利潤	4,778,069	2,153,217	121.9%
每股基本盈利(人民幣元)	0.9016	0.4063	121.9%
人民幣千元	2017年12月31日	2016年12月31日	變動
總資產	122,142,585	109,514,121	11.5%
總負債	30,453,291	29,536,289	3.1%
流動比率(x)	2.18	1.74	0.44
現金及現金等價物	10,428,932	5,799,566	79.8%
淨負債率(%)	4.0%	10.0%	-6.0%

資料來源: 安徽海螺水泥股份有限公司

投資要點及利好因素

圖表二

分支收入及業績	截至12月31日止12個月				
	2017		2016		變動%
分服務及產品收入(人民幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	
銷售熟料及水泥製品	97.7%	73,592,382	98.0%	54,830,637	34.2%
銷售材料及其他產品	1.8%	1,386,572	1.0%	555,191	149.7%
服務收入	0.4%	331,866	1.0%	546,073	-39.2%
總計	100.0%	75,310,820	100.0%	55,931,901	34.6%
分地區收入(人民幣千元)	截至12月31日止12個月				
	2017		2016		變動%
佔比%	金額	佔比%	金額	變動%	
中國東部	31.0%	23,349,307	26.3%	14,705,007	58.8%
中國中部	31.4%	23,682,948	32.1%	17,939,532	32.0%
中國南部	15.2%	11,432,969	18.9%	10,597,502	7.9%
中國西部	21.0%	15,841,142	21.3%	11,887,347	33.3%
海外	1.3%	1,004,454	1.4%	802,513	25.2%
總計	100.0%	75,310,820	100.0%	55,931,901	34.6%
分地區溢利(人民幣千元)	截至12月31日止12個月				
	2017		2016		變動%
佔比%	金額	佔比%	金額	變動%	
中國東部	11.3%	2,916,270	9.0%	1,352,427	115.6%
中國中部	63.7%	16,459,038	62.3%	9,383,547	75.4%
中國南部	11.9%	3,074,583	17.0%	2,559,452	20.1%
中國西部	13.4%	3,465,786	11.0%	1,662,728	108.4%
海外	-0.3%	(81,666)	0.7%	102,245	-179.9%
總計	100.0%	25,834,011	100.0%	15,060,399	71.5%
產品毛利率(%)	截至12月31日止12個月				
	2017		2016		變動%
毛利率(%)	金額	毛利率(%)	金額	變動%	
42.5級水泥		35.00		32.11	2.89
32.5級水泥		37.89		37.37	0.52
熟料		30.03		23.89	6.14
骨料及石子		63.98		46.12	17.86
商品混凝土		17.80		-	N/A
總計		33.89%		31.35%	2.54%

資料來源: 安徽海螺水泥股份有限公司

1.分部表現及營運數據。集團 2017 年營業收入同比增長 34.6% 至 753.11 億元。集團的業務按產品及服務和地區分類去年的收入及營運如下(圖表二):

按產品及服務劃分的收入表現:

銷售熟料及水泥製品: 佔集團整體收入 97.7% 的銷售熟料及水泥製品分部, 其去年的收入同比增長 34.2% 至 735.92 億元;

銷售材料及其他產品: 佔集團整體收入 1.8% 的銷售材料及其他產品分部, 其去年的收入同比增長 1.5 倍至 13.87 億元;

服務收入: 佔集團整體收入 0.4% 的服務收入分部, 其去年的收入同比下跌 39.2% 至 3.32 億元。

按地區劃分的收入表現:

中國東部: 佔集團整體收入 31.0% 的中國東部市場, 其去年的收入同比增長 58.8% 至 233.49 億元, 分部溢利同比增長 1.16 倍至 29.16 億元;

中國中部: 佔集團整體收入 31.4% 的中國中部市場, 其去年的收入同比增長 32.0% 至 236.83 億元, 分部溢利同比增長 75.4% 至 164.59 億元;

中國南部: 佔集團整體收入 15.2% 的中國南部市場, 其去年的收入同比增長 7.9% 至 114.33 億元, 分部溢利同比增長 20.1% 至 30.75 億元;

中國西部: 佔集團整體收入 21.0% 的中國西部市場, 其去年的收入同比增長 33.3% 至 158.41 億元, 分部溢利同比增長 1.08 倍至 34.66 億元;

海外: 佔集團整體收入 1.3% 的海外市場, 其去年的收入同比增長 25.2% 至 10.04 億元, 分部利潤由盈轉虧錄得 8166.7 萬元虧損。

去年集團各產品的毛利率均有不同程度的提升, 主要由於受益於產品價格上升及成本下降, 產品綜合毛利率為 33.89%, 較上年同期上升 2.54 個百分點; 其中 42.5 級水泥、32.5 級水泥、熟料及骨料及石子的毛利率分別同比上升 2.89 個百分點、0.52 個百分點、6.14 個百分點及 17.86 個百分點, 而商品混凝土的毛利率則為 17.8%。

截至 2017 年底止, 集團熟料產能達 2.46 億噸, 水泥產能達 3.35 億噸, 骨料產能 2,890 萬噸, 商品混凝土 60 萬立方米。

2017 年, 集團繼續做好國內項目建設和併購, 全椒海螺水泥有限責任公司、安徽宣城海螺水泥有限公司、南通海螺水泥有限責任公司等 8 台水泥磨順利建成投產; 平涼海螺水泥有限責任公司、濟寧海螺水泥有限責任公司骨料項目以及遵義海匯新材料商混項目建成投產。並收購了陝西鳳凰建材, 增加熟料產能 180 萬噸, 水泥產能 220 萬噸, 骨料產能 200 萬噸, 還收購了貴州區域 5 家子公司少數股東權益。

而集團亦積極推進海外項目建設, 印尼孔雀港粉磨站二期工程順利建成投產, 印尼北蘇海螺、柬埔寨馬德望海螺主體工程已完工, 預計 2018 年投產, 老撾琅勃拉邦海螺等項目工程建設進入施工高峰期, 伏爾加海螺、老撾萬象、緬甸曼德勒等項目前期工作正在有序推進。

2. 水泥行業的供給面與需求面。

需求面: 國內的水泥產能嚴重過剩的時代已過, 現時水泥市場需求已回升, 水泥產銷量均呈正增長。數字水泥網的資料顯示, 2017 年, 中國固定資產投資增速呈現緩中趨穩的態勢, 基建投資

投資要點及利好因素

維持高位運行，房地產投資增速同比有所提升。而水泥市場需求保持相對穩定，全國水泥產量約為 23.2 億噸，同比下降 0.2%。據國家統計局的數據顯示，2018 年 1-6 月份，基礎設施投資(不含電力、熱力、燃氣及水生產和供應業)同比增長 7.3%，增速比 1-5 月份回落 2.1 個百分點；而房地產投資表現不俗，增速較 2017 年同期有明顯回升。上半年全國房地產開發投資 55531 億元，同比名義增長 9.7%，較去年增速提高 1.2 個百分點。其中，住宅投資 38990 億元，增長 13.6%；2018 年 1-6 月份，全國固定資產投資(不含農戶) 297316 億元，同比增長 6%。而在第三產業中，基礎設施投資(不含電力、熱力、燃氣及水生產和供應業)同比增長 7.3%。其中，水利管理業投資增長 0.4%；公共設施管理業投資增長 5.8%；道路運輸業投資增長 10.9%；鐵路運輸業投資下降 10.3%。分地區看，東部地區投資同比增長 5.5%；中部地區投資增長 9.1%；西部地區投資增長 3.4%；東北地區投資增長 6.3%。各基礎設施及地區的固定投資較去年同期有較明顯的增長；今年頭六個月全國的水泥需求維持在 10 億噸左右規模。從數據上看，今年上半年國內的房地產投資的回升和去年基建投資延續項目，共同支撐了上半年水泥的總體需求，加上水泥供應在環保加壓、淘汰落後產能、推行錯峰生產的情況下，整體供求關係相對地平穩，所以對集團經營收入的影響有限。

另外，在中美貿易戰不斷升溫下，內地出口面臨下跌的危機，亦為國內的經濟增長埋下隱憂，為保經濟國務院總理李克強於 7 月 23 日主持召開的國務院常務會議上，提出部署更好發揮財政金融政策作用，支援擴內需調結構促進實體經濟發展。當中提出積極財政政策要更加積極，穩健的貨幣政策要鬆緊適度。要加快今年 1.35 萬億元地方政府專項債券發行和使用進度，在推動在建基礎設施項目上早見成效。更積極的財政政策，有利加快推動基建項目投資回升，更會進一步帶動對水泥的需求。

在加快基建投資以保增長之外，近年國家亦積極推動以區域為單位的發展，如長江經濟帶、京津冀、雄安新區、大灣區等的區域，該等區域的基建項目將會增加，亦同時增加了對水泥的需求。另外，除國內的基建資產投資外，國家級戰略的“一帶一路”亦為過剩的水泥產能提供走出去的機遇。因基礎設施互聯互通是“一帶一路”建設的優先領域，沿線基礎設施建設亦為水泥市場需求提供支撐。而集團早於 2011 年已開始部署“走出去”的戰略，佈局海外發展。現時集團已於印尼、緬甸、老撾、柬埔寨等東南亞國家部署好。相信隨著“一帶一路”各沿線國家及地區的基礎工程開展，加上集團海外產能相繼建成投產，集團的收入及利潤將會進一步得到提升。

供給面。根據發改委公佈的資料顯示，2017 年，全國水泥產量 23.16 億噸，較 2016 年下降 0.2%。今年上半年，全國累計水泥產量 9.97 億噸，同比下降 0.6%。6 月份，全國單月水泥產量 2 億噸，環比下降 7.02%。而今年上半年，因國家供給側結構性改革和環保督查力度的不斷加大，國內絕大部分省份出臺並執行了包括“錯峰生產”、“環保限產”在內的多項限產措施，引致水泥供給面發生明顯變化，尤其是南部市場在需求表現相對較好背景下，市場供需關係得到持續改善，庫存水平大幅低於 2017 年，令水泥價格和盈利於高位穩定運行。

從水泥價格看，今年上半年全國平均水泥價位達到 419 元/噸，較 2016 年同期上升 79 元/噸。上半年水泥價格呈現出同比較大幅度上升、環比持續穩定的特徵。分季度看，今年一季度雖然處於水泥消費淡季，價格出現環比回落，但跌幅相對 2016 年較小，而 PO42.5 市場價格維持在 410 元左右。二季度價格整體升幅明顯，高位穩定在 430 元/噸左右。分區域看，今年上半年國內六大區域水泥價格均高於去年同期的水平，其中，華東表現最好，其漲幅為居全國榜首，價格同比上升 116 元/噸，平均成交價為 453 元/噸。其次是西南和中南地區，升幅亦達到 83 和 82 元/噸。東北、西北和華北較 2016 年亦有明顯上漲，分別增長 70、66 和 33 元/噸。

內地的水泥價格由去年第四季開始已有明顯上升的趨勢，主要因為國內水泥的供求已出現平衡，甚至乎求多於供的情況。而水泥供應的下降，主要因此近年中央重點去除水泥的過剩產能，去年由中國水泥協會發布的《水泥工業“十三五”發展規劃》中提到，要加快淘汰落後產能優化結構，推進企業聯合重組，化解產能過剩，實現壓減淘汰過剩熟料產能 4 億噸。並同時要著力推動兼併

投資要點及利好因素

重組減少企業數量，推進行成一批大型集團企業。運用政策推動兼併重組，以改變水泥行業企業數量多、管理水準低、眾多企業效益差和行業集中度低、資源能源利用效率及勞動生產率低的局面。致力減少企業數量，“十三五”末在現有企業總數基礎上減少四分之一以上，增加區域市場和全國市場產業集中度，作為推動和調整行業組織結構的主要任務。“十三五”末，水泥產業生產集中度達到80%。推進行各主要產業一批骨幹企業的形成。致力於有利兼併重組的優惠、補貼政策的出臺與實施，創立基金補貼、碳交易、退出補貼等機制。用好用足淘汰落後產能的政策，鼓勵優勢企業帶頭兼併與收購企業。從總體上提升水泥行業的整體市場競爭力。

而去年底由中國水泥協會發佈《水泥行業去產能行動計畫(2018至2020)》提出，實行去產能與節能減排量雙控制目標。其中，三年壓減熟料產能39270萬噸，關閉水泥粉磨站企業540家，使全國熟料產能平均利用率達到80%，水泥產能平均利用率達到70%，水泥產能集中度達到60%。設立去產能專項資金（基金），形成政府主導和市場機制結合的去產能機制。2017年試點、2018年啟動。2017年達到政策基本明確與出臺、方案成立、家底基本摸清，準備就緒。2018年上半年正式啟動運行。三年計劃中提出，2018年目標任務，全國範圍內完成壓減熟料產能13580萬噸，關閉水泥粉磨站企業210家；2019年的目標任務，全國範圍內壓減熟料產能11640萬噸，關閉水泥粉磨站企業150家；2020年目標任務，全國範圍內壓減熟料產能14050萬噸，壓減水泥粉磨站企業180家。計畫已明確，自發佈日一律停止新增產能項目建設。

另外，環保限產亦為中央去除水泥過剩產能的另一重要手段，工信部副部長王江平在7月13日會見中國建築材料聯合會會長喬龍德一行，其間表示要認真推進行《水泥平板玻璃產能置換實施辦法》，堅決防止通過置換產能來增加產能的現象，進一步研究禁止產能異地置換，力爭所有產能置換項目召開聽證會。而工部部於今年7月23日發佈《堅決打好工業和通信業污染防治攻堅戰三年行動計畫的通知》，通知中提出調整產業結構。加大過剩產能壓減力度，重點區域嚴禁新增鋼鐵、水泥、平板玻璃、焦化、電解鋁、鑄造等產能。嚴格執行鋼鐵、電解鋁、水泥、平板玻璃等行業產能置換實施辦法。指導和督促地方政府積極推動鋼鐵、水泥、平板玻璃等行業過剩產能有序退出。

再加上錯峰限產的政策亦正在加強，工信部在最新的《關於水泥行業錯峰生產規則認定的復函》中表示，會支援中國水泥協會制定錯峰生產的行規行約，引導督促企業加強自律，履行社會責任，協助地方有關部門平穩推進行錯峰生產。現時錯峰生產已由過去的局部區域逐步擴展至全國20多個省市自治區，令水泥產量下降，庫存亦逐步減少。今年多地特別是過往較少進行錯峰限產的南方地區不論在淡旺季下亦採取錯峰生產的措施。顯示出內地水泥行業在政策規定之外亦在進行自行調節供應，令水泥的供應及需求保持平衡。相信在多方面及多手段去水泥產能下，內地水泥的價格在淡旺季下亦會保持上升的趨勢，為水泥行業及企業帶來正面盈利的作用。

股價走勢

集團於7月27日的收市價為\$49.10，股價按年升69.02%。走勢上，集團股價由去年底35元附近的水平一路向上升至上周五收市49.10元的水平，上升的幅度達40%。現時14天相對強弱指數亦已升至63.0577的水平，股價亦升至10天、20天及50天移動平均線以上。而MACD線及訊號線亦已攀升至近利好的區間內，短期相信集團的股價會有上升的動力，但亦要留意大市氣氛。在供給則改革下，近兩年內地的水泥價格已由低位回升，水泥行業的利潤已出現明顯的增長，主要原因是國內的水泥供求失衡已漸趨平衡。現時中央亦繼續積極去除水泥的過剩產能，提升行業的集中度，但同時為保經濟加快基建的投資，增加對水泥的需求，而供應的減少，加上庫存的下降，有利水泥價格上升，建議投資可於45元附近的位置增持或吸納，相信集團今年的業績將會隨著國內的基建投資及動工加快而增長加快。資料來源: 彭博

估值預測

以7月27日的收市價\$49.1計算，其市盈率及市帳率分別為14.25及2.54倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏高的水平。但集團7月9日發佈上半年盈利預測公告，預計2018年上半年度實現歸屬於上市公司股東的淨利潤與上年同期相比增加53.73億元-67.17億元，同比增加80%-100%。盈喜主要受益於集團水泥產品銷價同比漲幅較大，營業收入同比大幅增長，使集團歸屬於上市公司股東的淨利潤同比大幅上升。雖然今年上半年國內水泥的供求均有所下降，但因為集團的主要區域市場的華東地區及中南地區供應短缺，該等地區的水泥價格上升明顯，帶動集團水泥產品價格上漲。在水泥產品運輸困難的獨特性下，在發展上水泥企業的區域佈局更為重要，2018年，國家將堅持實施區域協調發展戰略，推動長江經濟帶、雄安新區、粵港澳大灣區等城市群建設發展，繼續推進西部大開發，推動中部地區崛起，實現地區間的基礎設施、基本公共服務相對均衡，將帶動基建投資維持高位穩定運行。集團於7月18日成功收購廣東廣英水泥，廣東清遠廣英水泥有限公司位於廣東省清遠市清新區石潭鎮大洛管理區與浸潭鎮黃殿管理區交界處。擁有3條水泥熟料生產線和5條水泥粉磨生產線。收購完成後集團於清遠市將擁有9條熟料生產線，15條粉磨生產線。集團完成收購廣英後使海螺在廣東的產能進一步提升，前四家集中度也由54%提升至57%，並可為大灣區發展提早佈局。除區域佈局外，集團亦預計2018年國內的房地產新開工面積和土地購買面積均保持增長，加上近日國務院要求部署更好發揮財政金融政策作用，提出加快今年1.35萬億元人民幣地方政府專項債券發展和使用進度，加大對基建投資，進一步為水泥市場需求提供有力支撐。集團亦積極響應國家「一帶一路」倡議，積極穩妥推進國際化發展戰略，在「一帶一路」沿線國家尋求新的發展機遇。同時，把握行業供給側結構性改革的有利時機，不斷完善國內市場佈局，尋找合適的併購機會，探索股權合作新模式；積極延伸產業鏈，加快發展骨料產業，進一步拓展混凝土產業。而國家將繼續深化供給側結構性改革，堅持用市場化、法治化手段，嚴格執行環保、質量、安全等法規標準，化解過剩產能、淘汰落後產能；加上錯峰生產的持續推行，以及行業兼併重組的持續深入推進，市場集中度將穩步提升，行業經營環境有望持續改善。在水泥供求平衡下，水泥價格會繼續在穩定中上升，更相信在踏入下半年水泥傳統旺季的日子後，水泥價格可望進一步向上，有助帶動收入繼續增加。所以會將海螺水泥的目標價定在\$56.25即相當於11.4市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有14.56%的潛在升幅。資料來源: 彭博

風險因素

- 水泥行業對建築及基建行業的依賴性較強，與固定投資的增速關聯度較高，而今年國內的房地產投資增速有下行的機會，還有國內房地產的政策存在較大的不確定性，這會對水泥的需求量和價格有影響，繼而影響集團的收入
- 水泥的生產過程中最主要的是能源消耗為煤炭和電力，約佔集團的生產成本 60%。所以若能源價格由於政策變動或市場供求等因素出現較大幅度的上漲的話，集團將面臨生產成本增加的壓力
- 隨著國家環保法規不斷完善，執法力度不斷加大，對水泥工業氮氧化物、二氧化硫及顆粒物等污染物的排放監管越來越嚴，水泥企業的運行成本有所增加，一定程度上加重集團在成本上的負擔。

利益披露及免責聲明

利益披露：本報告的作者為香港證監會持牌人，分析員本人及其聯繫人仕並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務。

免責聲明：本研究報告由工銀亞洲的分析員所編制。閣下在收取及閱讀本研究報告時，即表示同意以下所述的條款及限制所約束。

本研究報告只提供與工銀亞洲的客戶，在未經工銀亞洲事先以書面同意前，本報告所載的資料不得以任何形式、任何理由複製、分發或公佈本研究報告的全部或部分的內容。工銀亞洲不會對任何經由利用本刊物所載的資料所構成直接或間接的損失而負責。

工銀亞洲、其有關聯及附屬公司，可能持有本研究報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。並且，工銀亞洲、其有關聯及附屬公司可能與本研究報告內所述或有關公司不時會進行業務往來，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽出其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供銀行投資銀行、顧問、包銷、融資或其他的服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本研究報告時，應該要留意任何或上述的情況，因有可能導致真正或潛在的利益衝突。

本研究報告的內容及所載的資料均由公開的渠道所獲得，並相信為正確及可靠的來源，報告內所覆蓋的內容、分析、預期及意見是基於該等資料而作出的，只屬個人的意見分析。工銀亞洲不會作出明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。本報告所載的任何意見、預測、假設、估值及價格，全屬指定的日期，而在無提前通知的情況下，或可能會隨時變更。本研究報告所載的任何資料或研究會隨時變更，工銀亞洲並無任何責任更改公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在以上所提及的情況下，工銀亞洲並不會對任何使用經公開的資料或研究而帶來直接或間接的損失所負責。

本研究報告只為提供一般數據之性質及提供給客戶作閱覽之用，並沒有考慮及照顧任何某特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本研究報告所提及的產品並非適合所有的投資者，投資者不應依賴本研究報告作出任何投資決定，並應尋求獨立的財務、法律及稅務專業意見。本研究報告內的任何資料或意見均不構成或被視作為邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究報告所論述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料。