

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业：基础原材料

刘志成, CFA*

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019
(852) 3988 6418
lawrence.lau@bocigroup.com

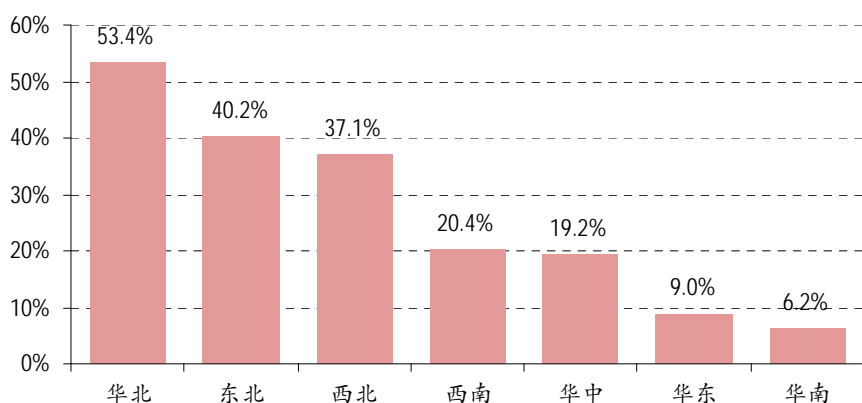
*韩挺为本报告重要贡献者

水泥行业周报

产能过剩压力减轻, 行业协同成功概率增加; 基础设施建设回暖

上周各地区均在行业协同作用下密集提价。我们认为此举在产能过剩压力较轻的华南和东南地区能够顺利实行。

图表 1. 各地区产能过剩率



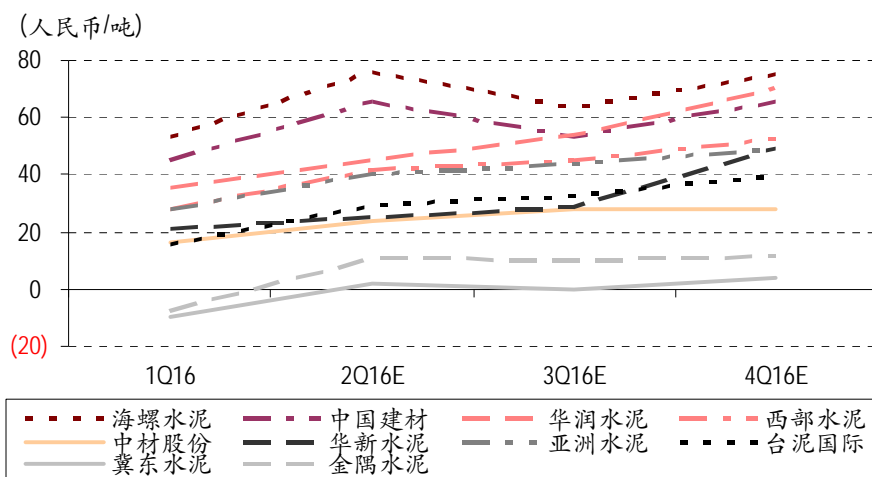
资料来源: 中银国际研究预测

5月8日止的一周, 全国水泥平均价格连续第二周上涨, 环比上涨 1.47%至 252.75 人民币/吨, 但是同比跌 8.43%, 而前一周同比下跌 10.00%。北京、天津、山西、江西、山东、广东、广西和四川地区价格环比上升 20-30 人民币/吨, 没有任何地区价格环比下跌。

密集涨价的主要动力来自行业协同, 而不是供需关系的实际改善, 受劳动节和阴雨天气影响, 需求下降。华东、华中、华南和西南地区的出货量只占产量的 70-80%。新价格的执行情况很大程度上取决于未来几周需求复苏的进程。

本研究报告是《Cement Weekly Update》的中文译本, 英文原稿已于2016年5月9日出版

图表 2. 行业吨毛利预测



资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 3. 主要建筑公司新基础设施订单

(%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
中国铁建	2	37	0	(22)	6	(37)	38	61	16
中国资源	3	30	6	(23)	(20)	(13)	23	35	16
中国城市建设	56	(5)	2	14	(9)	(3)	17	25	2
中国能源建设					73	(14)	7	67	75
中国建筑国际	248	72	74	(60)	(62)	277	125	217	226
葛洲坝	(35)	(14)	41	(77)	35	485	(99)	(88)	5

资料来源: 公司数据

从国内主要建筑公司的订单状况来看, 15 年 4 季度和 16 年 1 季度新基础设施合同正在增加, 预示基础设施建设或在加速。

华北地区: 宣布提价

- **北京和天津:** 主要生产企业宣布平均售价上调 20-50 人民币/吨, 从而提高盈利水平。鉴于市场上存在大量低价订单, 我们依然对新价格的执行情况持谨慎态度。

东北地区: 价格稳定

东北地区传统旺季的需求依然低迷。因此, 价格稳定或上涨的主要支持因素是行业协同。鉴于过去表现不佳, 我们对于行业协同在存在严重产能过剩问题的市场中的所能发挥的作用持谨慎态度。

- **辽宁:** 价格稳定。由于房地产需求不振, 整体需求依然低迷。企业出货量占产量的 30-40%。库存保持中位。
- **吉林:** 价格稳定。需求环比持平, 出货量占产量的 40-50%。
- **黑龙江:** 需求回升, 占产量的 60%。



华东：价格进一步上涨

- **江苏**：苏南地区价格保持不变。但是部分生产企业为刺激销量下调了价格。江苏西部地区受假日和阴雨天气影响，需求减弱。不过水泥和熟料库存状况良好，预计在此支持下价格持平。苏北地区价格不变。
- **浙江**：浙江省北部价格持平。需求受雨水天气的不利影响，导致库存微涨至中位线以上。浙江东部地区平均售价上调 20 人民币/吨，但执行情况尚不确定。在浙江南部，雨水天气导致需求下降，提价计划未能顺利执行。
- **安徽**：受雨水天气影响，安徽省中部和南部价格环比持平。库存环比上升，出货量占产量 60-70%。安徽省北部水泥价格攀升 10 人民币/吨，主要动力是：1) 天气良好，需求增加，出货量占产量 70-80%；以及 2) 低库存。
- **江西**：在江西省北部和东北部，受未来停产影响，水泥价格第三次上涨，幅度在 15 人民币/吨，价格累计上涨 50-65 人民币/吨。
- **福建**：在福建省西部，天气良好导致需求回升，水泥价格上涨 10 人民币/吨。福建东部价格保持稳定。出货量占产量 70%。
- **山东**：山东省中部，水泥平均售价第四次上调，幅度在 20 人民币/吨，带动价格累计上涨 50 人民币/吨。预计价格将继续上行，原因是：1) 需求强劲，出货量占产量 80%；2) 库存状况良好；3) 周边地区价格较高。山东省南部地区价格上涨 10 人民币/吨。

华南/华中：华南价格上涨

- **广东**：珠三角地区熟料价格上涨 20 人民币/吨（第三次上调），价格累计上涨 50 人民币/吨。水泥价格攀升 15 人民币/吨。涨价的主要原因是行业协同。鉴于该读取供需关系良好，我们对行业协同的效果更加有信心。
- **广西**：在广西省中/西/南部，水泥价格上涨 20 人民币/吨，价格累计上涨 50-60 人民币/吨。受雨水天气影响需求并没有太过强劲，出货比例在 70-80%，因此涨价的主要原因是行业协同。海螺水泥、华润水泥和红狮水泥等主要生产企业宣布提价。广西北部地区和东部地区，同样受行业协同影响价格上涨 15-20 人民币/吨。
- **湖南**：在湖南省东部和中部，受雨水天气的不利影响，价格承压，原因在于：1) 搅拌厂的水泥采购量大幅下降；2) 水泥和熟料库存环比上升至 70% 以上。湖南省东部价格呈下行趋势，主要原因有：1) 雨水天气导致需求低迷；2) 进口低价水泥；3) 市场份额竞争激烈。
- **湖北**：提价计划未能顺利实行，原因是雨水天气导致需求减弱，出货量环比下降 10%，库存环比上升。由于未出台产量限制政策，预计近期价格上涨空间有限。

西南地区：混合价格变动

- **四川**：四川省中部，在行业协同作用下，袋装水泥价格上调 20 人民币/吨。需求正在减弱。四川南部地区新价格执行顺利。
- **重庆**：价格保持稳定。雨水天气导致需求低迷，出货量占产量 60-70%。部分熟料生产线和粉磨站停产。
- **贵州**：价格保持稳定。
- **云南**：在云南省中部，部分生产企业为刺激销量降价 10 人民币/吨。雨水天气导致需求低迷，出货量环比下降，库存环比增加。云南西部地区价格下调 20 人民币/吨。



西北地区：价格稳定

- **青海**：库存环比增加，从之前价格下跌 10-20 人民币/吨。
- **陕西**：陕西省中部价格上调几率不大，原因是：1) 散装水泥需求低迷；2) 竞争激烈；3) 高库存，出货量占产量 70%。
- **甘肃**：价格保持稳定。

图表 4. 领先水泥企业模拟区域加权均价变动

(%)	海螺水泥	南方水泥	联合水泥	西南水泥	北方水泥	中国建材	华润水泥	中材股份	山水水泥	西部水泥
上周										
今年以来均价的同比变动	(13.4)	(17.1)	(13.6)	(13.6)	(20.6)	(15.3)	(23.0)	(14.7)	(14.8)	(16.0)
今年以来的变动	9.8	7.2	12.9	2.9	(2.7)	6.9	13.9	3.2	13.1	8.0
去年年初至今的变动	(12.9)	(15.7)	(12.7)	(15.4)	(5.4)	(14.0)	(18.1)	(9.0)	(11.5)	2.2
前一周										
今年以来均价的同比变动	(14.2)	(18.2)	(14.4)	(14.2)	(20.7)	(16.1)	(24.0)	(15.2)	(15.6)	(16.1)
今年以来的变动	8.6	6.6	8.6	2.9	(2.7)	5.5	8.0	3.0	7.5	8.0
去年年初至今的变动	(10.2)	(13.2)	(12.0)	(15.4)	(5.4)	(12.9)	(18.1)	(8.4)	(11.5)	2.2
均价周环比变动	1.0	0.5	3.9	0.0	0.0	1.3	5.2	0.2	5.1	0.0
价格趋势对比(百分点)										
今年以来均价的同比变动(上上周)	0.8	1.1	0.8	0.6	0.2	0.8	1.1	0.5	0.8	0.1
今年以来的变动(上上周)	1.2	0.6	4.2	0.0	0.0	1.5	5.9	0.2	5.6	0.0
今年以来的同比变动(上周)	22.7	22.9	25.6	18.4	2.6	21.0	32.0	12.2	24.7	5.8
今年以来的同比变动(前一周)	18.9	19.8	20.6	18.4	2.6	18.4	26.1	11.4	19.0	5.8

(%)	台泥国际	亚洲水泥	冀东水泥	华新水泥	红狮水泥	天瑞水泥	金隅水泥	拉法基	亚泰水泥
上周									
今年以来均价的同比变动	(17.4)	(16.8)	(22.2)	(14.0)	(17.3)	(15.0)	(25.2)	(15.0)	(22.2)
今年以来的变动	10.2	(1.4)	10.2	(1.6)	4.6	(1.7)	15.5	1.4	1.4
去年年初至今的变动	(20.8)	(10.1)	(6.5)	(9.8)	(14.4)	(2.3)	(7.8)	(16.9)	(6.2)
前一周									
今年以来均价的同比变动	(18.5)	(17.3)	(22.8)	(14.4)	(18.1)	(15.1)	(26.1)	(15.5)	(22.5)
今年以来的变动	7.6	(1.4)	9.1	(1.8)	3.8	(1.7)	12.8	1.4	1.4
去年年初至今的变动	(20.5)	(10.1)	(6.5)	(9.8)	(13.4)	(1.9)	(7.8)	(16.9)	(6.2)
均价周环比变动	2.4	0.0	1.0	0.2	0.6	0.0	3.0	0.0	0.0
价格趋势对比(百分点)									
今年以来均价的同比变动(上上周)	1.0	0.5	0.6	0.4	0.8	0.1	0.9	0.5	0.4
今年以来的变动(上上周)	2.6	0.0	1.1	0.2	0.7	0.0	2.7	0.0	0.0
今年以来的同比变动(上周)	31.0	8.7	16.7	8.3	19.0	0.5	23.2	18.3	7.6
今年以来的同比变动(前一周)	28.1	8.7	15.6	8.1	17.2	0.2	20.6	18.3	7.6

资料来源:中国水泥协会,中银国际研究预测

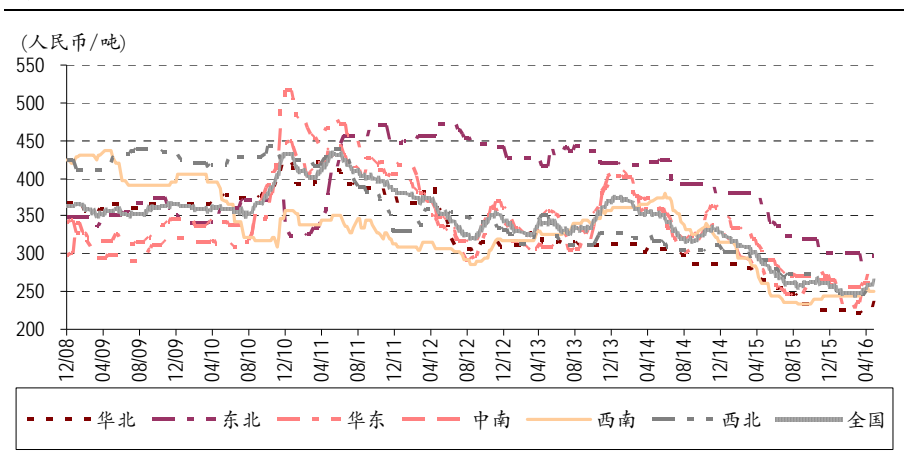


图表 5. 各省 P.O 42.5 水泥价格

地区	省	16年4月		2015年年初至今的均价 (人民币/吨)	2016年以来的均价 (人民币/吨)	今年以来		月环比 (%)	周环比 (%)	上周今	去年年初至今的变动 (%)	
		22日 (人民币/吨)	周均价 同比变动 (%)			来均价 的变动 (%)	来变动 (%)			年以来的均价的变动 (%)		年以来的变动 (%)
华北	北京	290	(3.3)	316	269	(15.0)	3.6	11.5	11.5	(15.8)	(7.1)	(6.3)
	天津	280	0.0	296	261	(11.8)	7.7	7.7	7.7	(12.6)	0.0	(12.5)
	河北	220	(12.0)	267	191	(28.6)	22.2	10.0	0.0	(29.7)	22.2	(9.1)
	山西	205	(18.0)	258	191	(26.0)	7.9	7.9	7.9	(26.5)	0.0	(3.8)
	内蒙古	210	(12.5)	248	217	(12.4)	(4.5)	(4.5)	0.0	(12.4)	(4.5)	(4.0)
东北	辽宁	260	(1.9)	278	243	(12.7)	8.3	8.3	0.0	(13.5)	8.3	(5.4)
	吉林	300	(23.1)	414	300	(27.6)	0.0	0.0	0.0	(27.9)	0.0	(7.1)
	黑龙江	330	(21.4)	436	346	(20.7)	(8.3)	0.0	0.0	(20.6)	(8.3)	(4.5)
华东	上海	300	7.1	294	260	(11.5)	25.0	15.4	0.0	(12.7)	25.0	(6.7)
	江苏	280	30.2	256	237	(7.4)	27.3	7.7	0.0	(9.5)	27.3	(23.2)
	浙江	280	0.0	311	246	(20.8)	7.7	7.7	0.0	(22.1)	7.7	(15.2)
	安徽	265	8.2	260	243	(6.6)	12.8	8.2	0.0	(7.5)	12.8	(10.9)
	福建	260	(13.3)	325	268	(17.6)	(10.3)	(3.7)	0.0	(17.9)	(10.3)	(11.8)
	江西	280	(8.2)	323	257	(20.6)	0.0	12.0	0.0	(21.4)	0.0	(14.1)
	山东	280	3.7	281	244	(13.1)	21.7	12.0	7.7	(14.2)	13.0	(18.2)
华中	河南	230	(20.7)	290	241	(16.8)	(8.0)	(4.2)	0.0	(16.5)	(8.0)	0.0
	湖北	270	(10.0)	314	265	(15.4)	(3.6)	0.0	0.0	(15.8)	(3.6)	(6.3)
	湖南	275	(1.8)	318	275	(13.4)	0.0	0.0	0.0	(14.1)	0.0	(17.6)
华南	广东	270	(6.9)	341	252	(26.0)	8.0	12.5	5.9	(27.1)	2.0	(27.5)
	广西	280	(1.8)	317	239	(24.6)	27.3	7.7	7.7	(26.0)	18.2	(16.2)
	海南	300	(3.2)	355	283	(20.4)	7.1	7.1	0.0	(21.4)	7.1	(18.4)
西南	重庆	220	(18.5)	299	236	(21.0)	(8.3)	(8.3)	0.0	(21.1)	(8.3)	(14.3)
	四川	265	(10.2)	307	265	(13.7)	0.0	0.0	0.0	(14.0)	0.0	(10.6)
	贵州	255	10.9	267	239	(10.4)	10.9	6.3	0.0	(11.7)	10.9	(17.9)
	云南	260	4.0	281	247	(12.3)	8.3	8.3	0.0	(13.3)	8.3	(25.4)
	西藏	600	0.0	600	600	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
西北	陕西	245	(15.5)	282	237	(15.9)	8.9	0.0	0.0	(16.0)	8.9	3.6
	甘肃	245	(5.8)	280	240	(14.3)	2.1	14.0	0.0	(14.8)	2.1	(13.3)
	青海	260	(25.7)	364	275	(24.5)	(7.1)	0.0	(7.1)	(24.4)	0.0	(5.4)
	宁夏	240	0.0	240	240	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	新疆	260	(18.8)	320	260	(18.8)	0.0	0.0	0.0	(18.8)	0.0	0.0
全国	平均	262	(8.1)	305	251	(17.5)	4.0	4.0	1.0	(18.1)	3.1	(11.2)

资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究

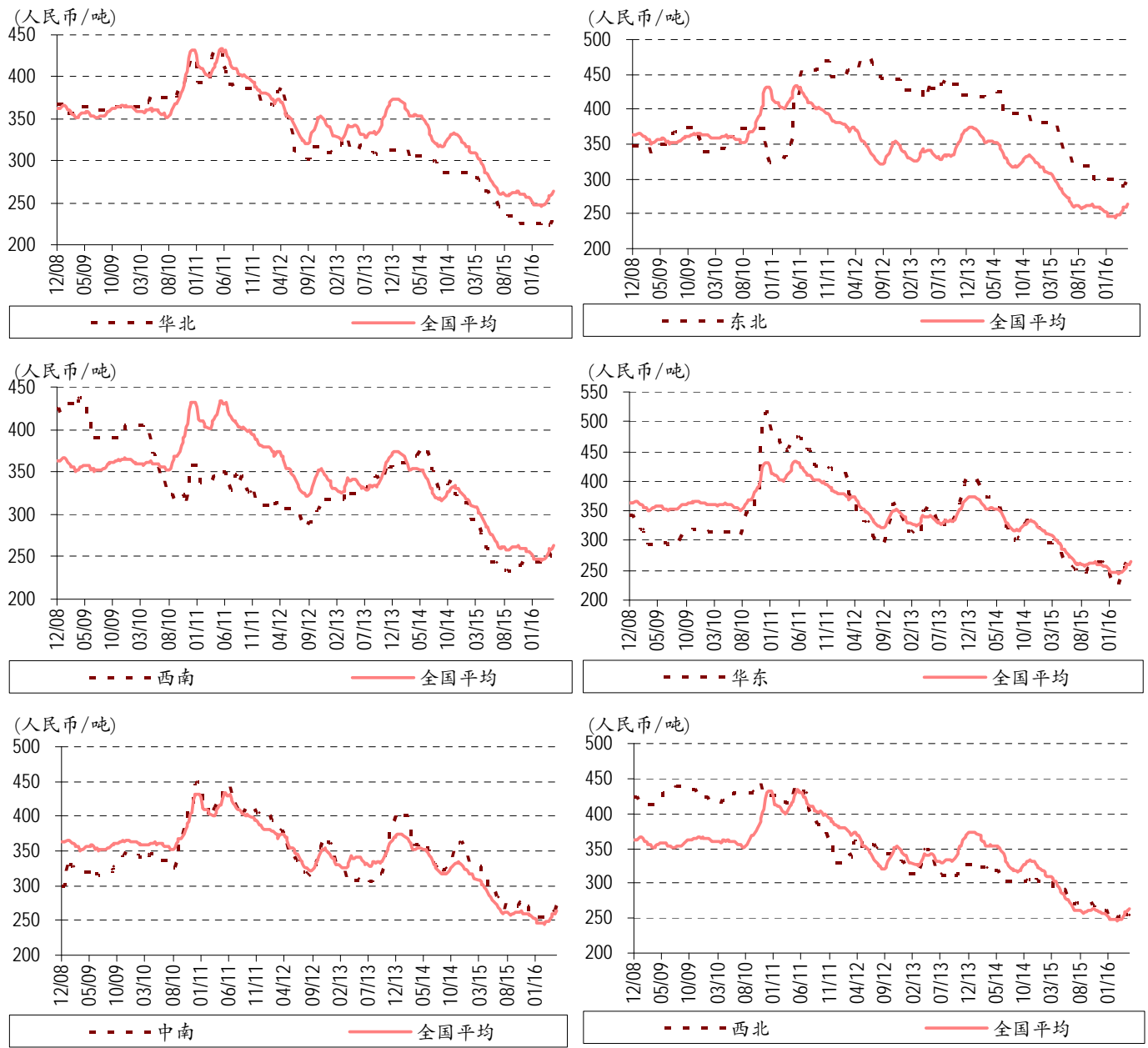
图表 6. 各地区 P.O 42.5 水泥价格



资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究

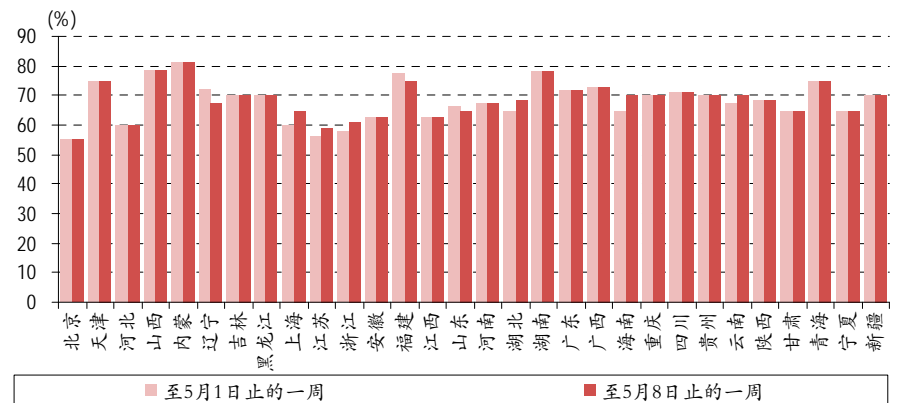


图表 7. 各地区水泥价格



资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究

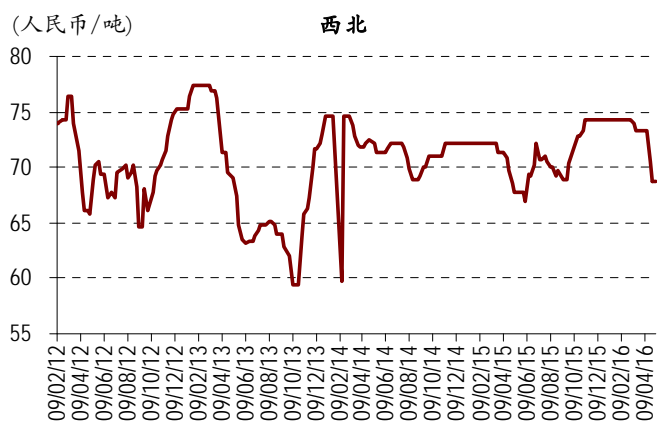
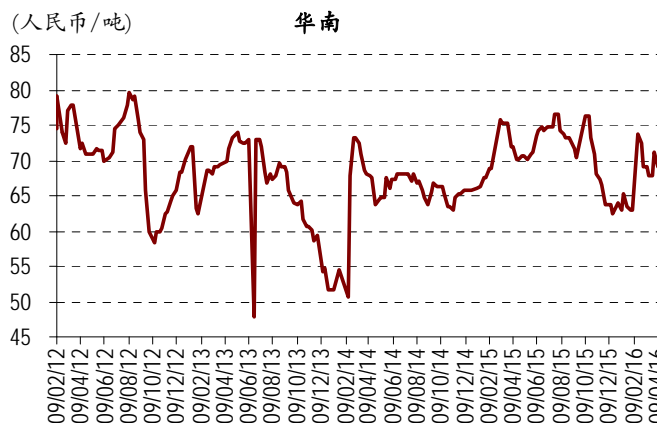
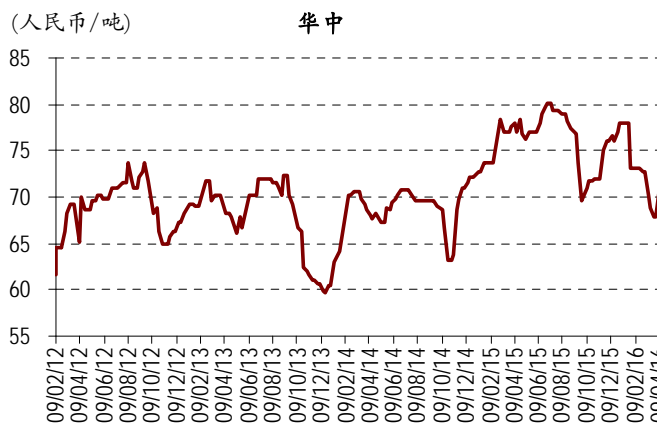
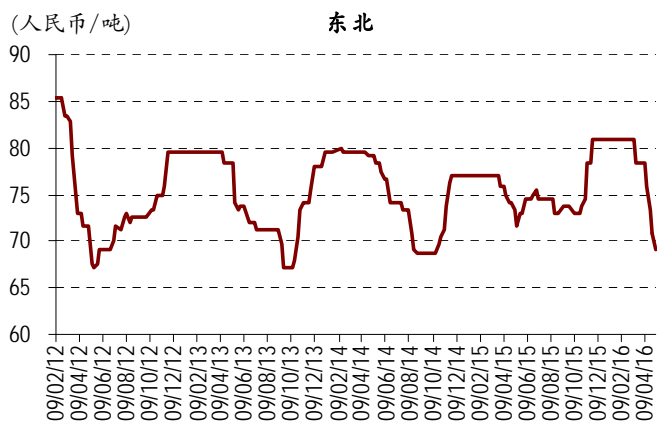
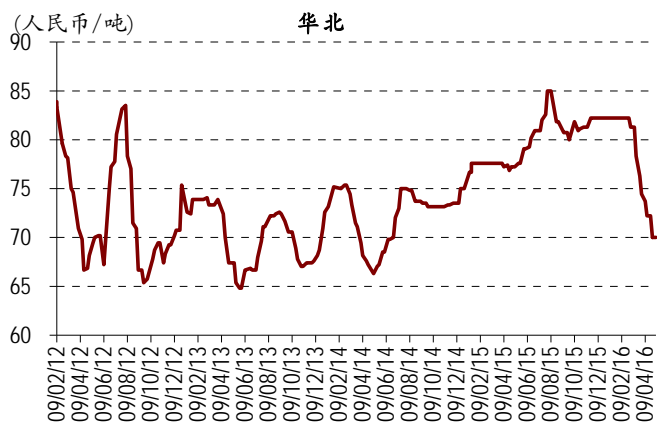
图表 8. 各省库存与产能之比



资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究



图表 9. 各地区库存



资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究



- 上周库存环比下降的地区包括：辽宁、福建和山东。
- 上周库存环比增加的地区包括：上海、江苏、浙江、湖北、海南和云南。

图 10. 公司的水泥产能分部

		海螺水	南方水	联合水	北方水	中国建	中材股	山水水	西部水	台泥国	亚洲水		
		泥	泥	泥	西南水泥	泥	材	华润水泥	份	泥	泥	际	泥
华北	北京	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	天津	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	河北	0%	0%	3%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
东北	山西	0%	0%	2%	0%	0%	0%	8%	0%	12%	0%	0%	0%
	内蒙古	0%	0%	10%	0%	6%	3%	0%	5%	12%	0%	0%	0%
	辽宁	0%	0%	0%	0%	19%	1%	0%	0%	16%	0%	3%	0%
华东	吉林	0%	0%	0%	0%	27%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	黑龙江	0%	0%	0%	0%	48%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	上海	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	江苏	2%	7%	13%	0%	0%	6%	0%	6%	0%	0%	7%	0%
	浙江	2%	32%	0%	0%	0%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
华南	安徽	34%	11%	3%	0%	0%	5%	0%	5%	0%	0%	0%	0%
	福建	0%	1%	0%	0%	0%	0%	12%	0%	0%	0%	0%	0%
	江西	4%	22%	0%	0%	0%	8%	0%	2%	0%	0%	0%	35%
	山东	1%	0%	47%	0%	0%	14%	0%	0%	54%	0%	0%	0%
	河南	0%	0%	21%	0%	0%	6%	0%	0%	4%	0%	0%	0%
	湖北	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	39%
	湖南	10%	20%	0%	0%	0%	7%	0%	4%	0%	0%	5%	0%
西南	广东	7%	2%	0%	0%	0%	1%	24%	8%	0%	0%	23%	0%
	广西	7%	5%	0%	0%	0%	2%	42%	0%	0%	0%	14%	0%
	海南	0%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	0%	0%	0%	0%	0%
	重庆	3%	0%	0%	13%	0%	4%	0%	0%	0%	0%	7%	0%
	四川	4%	0%	0%	46%	0%	13%	0%	0%	0%	0%	9%	26%
西北	贵州	8%	0%	0%	23%	0%	7%	2%	0%	0%	5%	9%	0%
	云南	3%	0%	0%	18%	0%	5%	5%	0%	0%	0%	24%	0%
	西藏	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	陕西	13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	85%	0%	0%
	甘肃	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	25%	0%	0%	0%	0%
总计(百万吨/年)	青海	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	0%	0%	0%	0%
	宁夏	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	9%	0%	0%	0%	0%
	新疆	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	29%	3%	10%	0%	0%
		309	154	130	128	31	443	81	128	73	29	77	37
		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究预测



续图表 10. 各公司水泥产能分部 (接上)

		冀东水	华新水	红狮水	天瑞水	金隅水	拉法基	亚泰水	江西水	同力水	福建水	青松水
		泥	泥	泥	泥	泥		泥	泥	泥	泥	泥
华北	北京	0%	0%	0%	0%	14%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	天津	0%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	河北	36%	0%	0%	0%	64%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	山西	10%	0%	0%	0%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	内蒙古	10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
东北	辽宁	3%	0%	0%	32%	0%	0%	30%	0%	0%	0%	0%
	吉林	7%	0%	0%	0%	2%	0%	56%	0%	0%	0%	0%
	黑龙江	0%	0%	0%	0%	0%	0%	14%	0%	0%	0%	0%
华东	上海	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	江苏	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	浙江	0%	0%	23%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	安徽	0%	0%	0%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	福建	0%	0%	12%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%
	江西	0%	0%	13%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%
	山东	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
华南	河南	0%	3%	0%	63%	5%	0%	0%	0%	100%	0%	0%
	湖北	0%	53%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	湖南	2%	15%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	广东	0%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	广西	0%	0%	8%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	海南	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
西南	重庆	9%	3%	0%	0%	0%	28%	0%	0%	0%	0%	0%
	四川	0%	6%	15%	0%	0%	30%	0%	0%	0%	0%	0%
	贵州	0%	0%	11%	0%	0%	11%	0%	0%	0%	0%	0%
	云南	0%	8%	7%	0%	0%	30%	0%	0%	0%	0%	0%
	西藏	0%	9%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
西北	陕西	18%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	甘肃	1%	0%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	青海	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	宁夏	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	新疆	0%	0%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
总计(百万吨/年)		101	59	53	45	48	34	28	19	18	11	24
		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371