



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

*韩挺为本报重要贡献者

水泥行业周报

天气是水泥价格的制约因素；长期信号好坏不一

5月15日止的一周内，全国水泥均价环比下跌0.13%至252.42人民币/吨，同比跌幅为8.27%，而上一周为8.31%。

价格下跌主要是因为多雨天气导致江苏省西部、安徽省中部及贵州东部和南部降价10-15人民币/吨，而安徽省北部和贵州省北部提价10-20人民币/吨。受需求回升及行业合作的推动，京津冀及华中和华南地区的价格出现上升走势。

5月底和6月份，我们预测受农忙期、高考和多雨天气加剧的影响，水泥需求将开始走软。我们预计水泥价格近期内将出现波动。

图表 1. 月度宏观数据摘要及分析

类别	详情	分析
基建	■ 受高水泥消耗类基建行业的推动，16年1-4月基建固定资产投资同比增长19.7%	■ 利好 ■ 未来1-1.5年基建复苏或带来需求的持续反弹
	■ 16年1-4月来自全国财政预算和银行的融资同比分别增长22.9%和11.4%，反映出政府为拉动GDP对基建投资的支持态度	■ 我们预计基建需求将占到2016年总需求的40%左右
	■ 16年1-4月其他来源的融资同比增长37.5%，我们认为这主要是得益于公私合营吸引了更多私人资本	
	■ 16年1-4月新固定资产投资项目数量同比增长38%	
房地产	■ 受销售畅旺的推动(同比增长55.9%)，16年1-4月房地产固定资产投资同比增长7.2%	■ 利好 ■ 现有项目加快和更多新项目的推出有利于需求的改善
	■ 16年1-4月新开工建筑面积同比增长21.4%，快于1-3月的19.2%	■ 由于对房地产销售即将出台严格控制，需求的可持续性不及基建增长
	■ 16年1-4月已完工建筑面积同比增长20.1%，快于1-3月的17.7%	■ 假如销售放缓，投资可能受到负面影响
	■ 16年1-4月土地收购面积同比下滑6.5%，好于1-3月11.7%的同比降幅	■ 房地产市场的正面信号(包括新开工建筑面积同比增长和销售的畅旺)实际上预示着房地产需求大幅下滑的风险极小
总社会融资	■ 4月份新增贷款5,556亿人民币，低于8,000亿人民币以上的预期值	■ 利空 ■ 本轮需求反弹是由流动性驱动，可持续性高度取决于货币政策的持续宽松
	■ M2同比增长12.8%，低于预期同比增幅13.5%	
	■ 总社会融资7510亿人民币，低于1.3万亿人民币的预期值	■ 流动性的意外收紧可能对水泥需求产生显著的负面影响

资料来源：国家统计局，中国人民银行

本研究报告是《Cement Weekly Update》的中文译本，英文原稿已于2016年5月16日出版

中银国际股票推荐

- **首选买入-华润水泥(1313.HK/港币 2.32, 买入)**。我们看到，受基建建设的推动，华南地区的需求反弹强劲。随着华南地区水泥均价从3月份的最低点反弹，我们预测 2016 年剩余时间内上升趋势仍将延续。该股估值比较吸引。短期内价格上涨或成为股价反弹的催化剂。
- **买入-海螺水泥(0914.HK/港币 18.20, 买入)**。鉴于公司在华东地区庞大的产能，我们认为该公司是该地区价格上涨的主要受益者。对管理层和经营团队稳定性的担忧、发展战略的延续性以及新管理层的专业能力影响着投资者对公司未来前景的判断。我们担忧的问题包括近期公司区域销售团队的轮换以及“以量为先”销售策略的转变。
- **持有-西部水泥(2233.HK/港币 1.54, 持有)**。未来股价上涨需要新的催化剂。

华北：价格稳定

- **北京**：价格稳定。
- **天津**：由于熟料价格上涨，新价格得到较好执行。
- **河北**：在河北省中部，价格保持稳定。生产商计划在近期提价，主要是受下列因素驱动：1) 生产和销售实现平衡；以及 2) 库存水平中等。在河北省南部，新熟料价格得到执行，主要得益于：1) 农村市场需求走强，出货量达到产量的 80-90%；以及 2) 库存健康。

东北：价格稳定

- **黑龙江**：价格保持稳定。出货量达到产量的 60%，库存维持在中等水平以上。
- **吉林**：价格保持稳定。需求不振，同比持平。
- **辽宁**：尽管需求疲软，但我们预测受行业生产限制的支撑，价格将保持稳定。

华东：价格稳定，略有变化

在长三角地区，熟料价格下降 15-20 人民币/吨，主要是因为多雨天气导致库存上升。

- **江苏**：在江苏省南部，为推动多雨天气下的销售，水泥价格通过现金返还下降 10-15 人民币/吨。库存环比上升。在江苏省西部，水泥价格通过现金返还下降 10-20 人民币/吨，主要是受低价进口水泥的拖累。出货量达到产量的 80-90%。在江苏省北部，价格小幅下降，主要是为了推动阴雨天气下的销售。
- **浙江**：在浙江省北部，价格保持稳定，主要是受下列因素支撑：1) 天气条件良好，需求复苏，出货量达到产量的 90%；2) 库存处于健康水平。在浙江省南部，需求复苏受到多雨天气的制约。浙江省东部需求不稳定，在多雨天气下出货量达到产量的 70-90%。

- **安徽:** 在安徽省中部, 水泥价格下滑 10-15 人民币/吨, 主要是受到下列因素拖累: 1) 多雨天气下需求走软; 2) 库存环比上升; 以及 3) 为推动销售, 价格下调。在安徽省南部, 天气条件改善后价格保持稳定。需求复苏, 出货量达到产量的 80%, 库存水平为 60%。在安徽省北部, 价格上涨 10 人民币/吨, 主要是得益于: 1) 需求走强, 出货量达到产量的 90-100%; 以及 2) 库存水平健康。
- **江西:** 在江西省北部, 第三轮提价计划受阻, 主要是因为: 1) 不利天气条件下需求走软; 以及 2) 库存环比上升。我们预测天气条件改善后价格将会上调。在江西省东北部, 价格保持稳定, 主要是受下列因素支撑: 1) 良好的天气条件下需求有所回升, 出货量达到产量的 80-90%; 2) 库存水平健康; 以及 3) 5 月份生产暂停。
- **福建:** 价格保持稳定。在福建省东部, 需求回升, 出货量达到产量的 70-80%。在福建省西部, 由于需求不振和高库存, 行业合作失败。
- **山东:** 在山东省中部, 由于需求走软, 第四轮提价未得到有效执行。我们预测近期价格将面临下行压力。

华南和华中: 价格稳定

- **广东:** 在珠三角地区, 水泥和熟料价格上调 15-20 人民币/吨, 海螺水泥和华润水泥成功执行新价格, 主要是因为天气条件好转后需求走强, 出货量达到产量的 80-100%。紧随珠三角地区的提价, 广东省西部和东部价格也上调 10-20 人民币/吨。
- **广西:** 在广西省中部和南部, 尽管受多雨天气影响, 但新价格仍得到顺利执行。出货量达到产量的 70-80%, 库存水平为 70%。在广西省北部, 新价格执行的结果将于随后公布。
- **湖南:** 在湖南省东部和中部, 水泥价格承受下行压力, 原因包括: 1) 多雨天气下需求走软; 2) 水泥库存高于 65%, 熟料库存高于 80%; 以及 3) 激烈竞争。
- **湖北:** 在湖北省中部, 第三轮提价计划的执行受阻, 原因在于: 1) 多雨天气下需求走软, 出货量达到产量的 70-80%; 以及 2) 库存环比上升。在湖北省东部, 我们预测受新产能投放的拖累, 价格将进入下行轨道。

西南: 价格出现下行趋势

- **四川:** 在四川省北部, 水泥价格降至提价前的低位, 原因在于: 1) 需求疲软, 仅为正常水平的 60%; 2) 高库存; 以及 3) 激烈竞争。在四川省中部, 新价格执行仍面临不确定性, 主要是因为房地产行业的散装水泥需求疲软。
- **重庆:** 价格保持稳定。袋装水泥需求回升, 散装水泥需求仍疲软。出货量达到产量的 70%, 库存处于较高水平。
- **贵州:** 由于房地产需求不振以及基建建设进程的放缓, 水泥需求同比持平。在贵州省东部和南部, 价格面临下行压力, 原因在于: 1) 需求疲软; 2) 高库存; 以及 3) 竞争激烈。
- **云南:** 在云南省北部, 多雨天气导致需求疲软。但是, 我们预测天气条件改善后, 受主要基建项目的支撑, 需求将回升。

西北：价格稳定

- **陕西：**价格保持稳定。库存仍维持高位。
- **甘肃：**需求同比持平。但是，我们预测新基建项目开工建设后，需求将有所回升。在甘肃省西南部，价格上涨 15 人民币/吨。我们预测甘肃省西北部价格未来将出现上升趋势。

图表 2. 领先水泥企业模拟区域加权均价变动

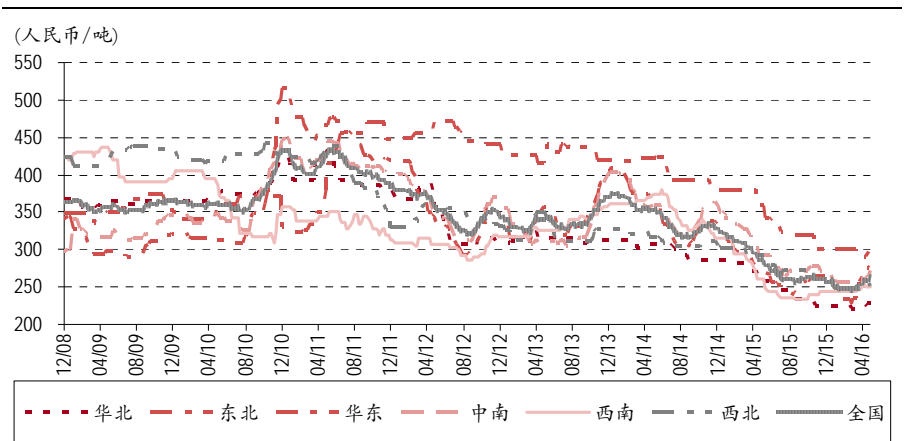
(%)	海螺水泥	南方水泥	联合水泥	西南水泥	北方水泥	中国建材	华润水泥	中材股份	山水水泥	西部水泥
上周										
今年以来均价的同比变动	(12.7)	(16.2)	(12.8)	(13.1)	(20.4)	(14.6)	(22.1)	(14.3)	(14.1)	(15.9)
今年以来的变动	8.3	6.4	12.1	2.9	(2.7)	6.4	13.9	2.7	13.1	8.0
去年年初至今的变动	(12.6)	(15.7)	(13.2)	(15.4)	(5.4)	(14.2)	(16.2)	(9.2)	(11.5)	2.2
前一周										
今年以来均价的同比变动	(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
均价周环比变动	(1.4)	(0.6)	(0.6)	0.0	0.0	(0.4)	0.0	(0.5)	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)	0.6	0.9	0.7	0.5	0.2	0.7	0.9	0.4	0.7	0.1
今年以来的变动(上上周)	(1.5)	(0.8)	(0.7)	0.0	0.0	(0.5)	0.0	(0.5)	0.0	0.0
今年以来的同比变动(上周)	20.9	22.1	25.3	18.4	2.6	20.6	30.2	11.9	24.7	5.8
今年以来的同比变动(前一周)	22.7	22.9	25.6	18.4	2.6	21.0	32.0	12.2	24.7	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	(16.5)	(16.2)	(21.7)	(13.4)	(16.6)	(14.9)	(24.4)	(14.5)	(21.8)	
今年以来的变动	9.9	(1.4)	10.2	(1.6)	4.6	(1.9)	15.5	1.4	1.4	
去年年初至今的变动	(20.4)	(12.6)	(6.5)	(13.1)	(14.1)	(2.3)	(7.8)	(16.9)	(6.2)	
前一周										
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)	
均价周环比变动	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.2)	0.0	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)	0.9	0.5	0.5	0.5	0.7	0.1	0.8	0.5	0.3	
今年以来的变动(上上周)	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0	
今年以来的同比变动(上周)	30.3	11.2	16.7	11.6	18.6	0.3	23.2	18.3	7.6	
今年以来的同比变动(前一周)	31.0	8.7	16.7	8.3	19.0	0.5	23.2	18.3	7.6	

资料来源:中国水泥协会,中银国际研究预测

图表 3. 各省 P.O 42.5 水泥价格

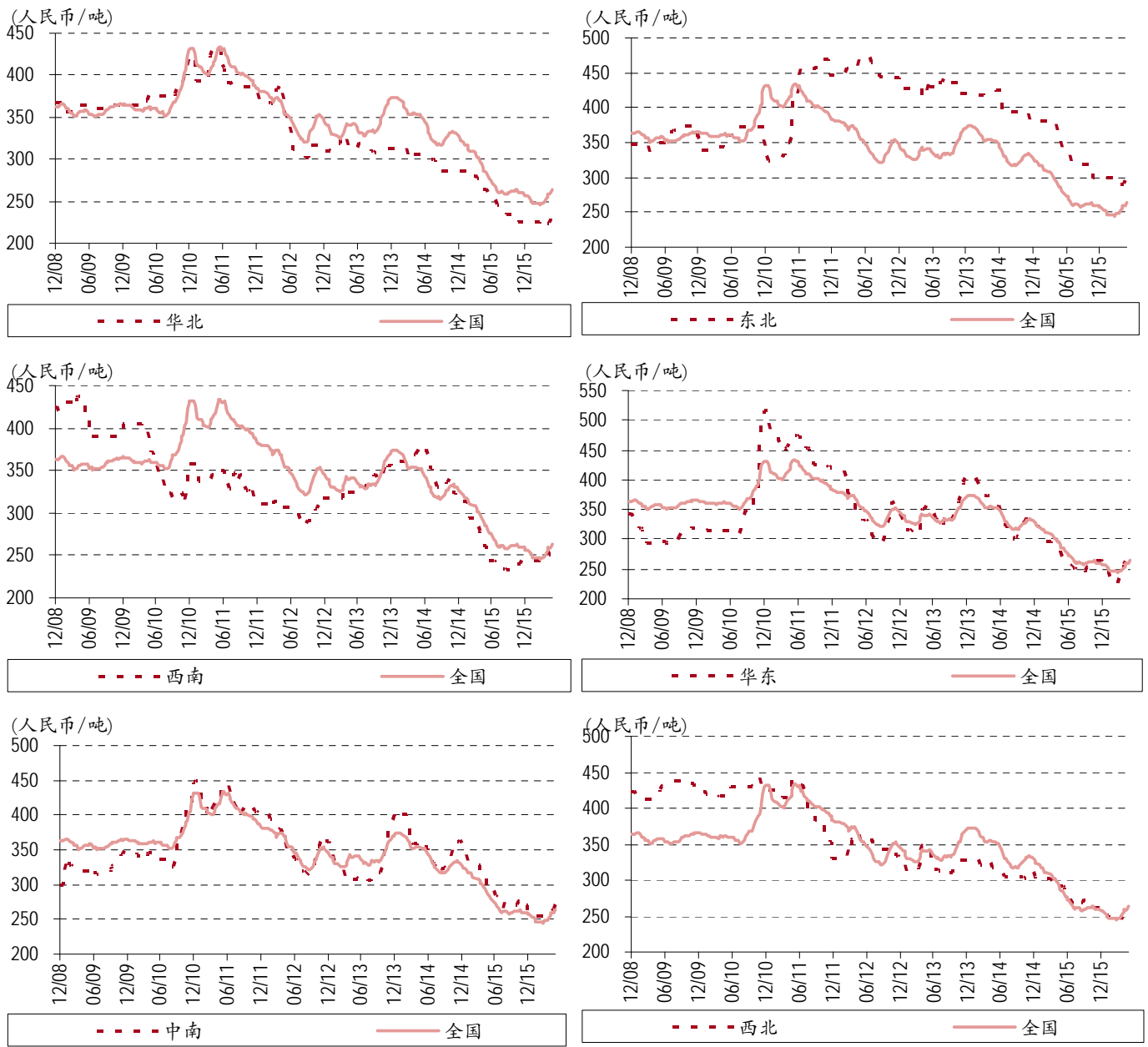
地区	省	16年5月	周均价 同比变动 (%)	2015年年初 至今的均价 (人民币/吨)	2016年以 来的均价 (人民币/吨)	今年以	今年以 来的变动 (%)	月环比 (%)	周环比 (%)	上周今	上周今 年以来的 变动 (%)	去年年 初至今 的变动 (%)
		13日 (人民币/吨)				来均价 的同比 变动 (%)				年以来的 同比变 动 (%)		
华北	北京	290	(3.3)	315	270	(14.4)	3.6	11.5	0.0	(15.0)	3.6	(6.3)
	天津	280	0.0	295	263	(11.1)	7.7	7.7	0.0	(11.8)	7.7	(12.5)
	河北	220	(12.0)	266	193	(27.7)	22.2	10.0	0.0	(28.6)	22.2	(9.1)
	山西	205	(18.0)	258	192	(25.5)	7.9	7.9	0.0	(26.0)	7.9	(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)	277	244	(12.1)	8.3	8.3	0.0	(12.7)	8.3	(5.4)
	吉林	300	(23.1)	413	300	(27.4)	0.0	0.0	0.0	(27.6)	0.0	(7.1)
	黑龙江	330	(21.4)	435	345	(20.7)	(8.3)	0.0	0.0	(20.7)	(8.3)	(4.5)
华东	上海	300	7.1	293	263	(10.4)	25.0	15.4	0.0	(11.5)	25.0	(6.7)
	江苏	270	31.7	253	239	(5.5)	22.7	3.8	(3.6)	(7.4)	27.3	(26.8)
	浙江	280	0.0	309	248	(19.7)	7.7	7.7	0.0	(20.8)	7.7	(15.2)
	安徽	255	4.1	259	243	(5.9)	8.5	4.1	(3.8)	(6.6)	12.8	(10.9)
	福建	260	(13.3)	324	267	(17.4)	(10.3)	(3.7)	0.0	(17.6)	(10.3)	(11.8)
	江西	280	(8.2)	322	258	(19.9)	0.0	12.0	0.0	(20.6)	0.0	(14.1)
	山东	280	3.7	280	246	(12.1)	21.7	12.0	0.0	(13.1)	21.7	(18.2)
华中	河南	230	(20.7)	290	241	(17.0)	(8.0)	(4.2)	0.0	(16.8)	(8.0)	0.0
	湖北	270	(3.6)	312	266	(14.8)	(3.6)	0.0	0.0	(15.4)	(3.6)	(12.5)
	湖南	275	(1.8)	315	275	(12.8)	0.0	0.0	0.0	(13.4)	0.0	(17.6)
华南	广东	270	(6.9)	338	253	(25.0)	8.0	12.5	0.0	(26.0)	8.0	(27.5)
	广西	280	(6.7)	316	241	(23.6)	27.3	7.7	0.0	(24.6)	27.3	(11.8)
	海南	300	(3.2)	352	284	(19.5)	7.1	7.1	0.0	(20.4)	7.1	(18.4)
西南	重庆	220	(18.5)	297	235	(20.9)	(8.3)	(8.3)	0.0	(21.0)	(8.3)	(14.3)
	四川	265	(10.2)	306	265	(13.5)	0.0	0.0	0.0	(13.7)	0.0	(10.6)
	贵州	255	10.9	265	240	(9.3)	10.9	6.3	0.0	(10.4)	10.9	(17.9)
	云南	260	4.0	279	248	(11.4)	8.3	8.3	0.0	(12.3)	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	238	(15.9)	8.9	0.0	0.0	(15.9)	8.9	3.6
	甘肃	245	(5.8)	279	240	(13.8)	2.1	14.0	0.0	(14.3)	2.1	(13.3)
	青海	260	(25.7)	363	274	(24.6)	(7.1)	0.0	0.0	(24.5)	(7.1)	(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	261	(8.3)	305	251	(17.5)	3.8	3.7	(0.3)	(18.1)	4.0	(11.2)

资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究

图表 4. 各地区 P.O 42.5 水泥价格


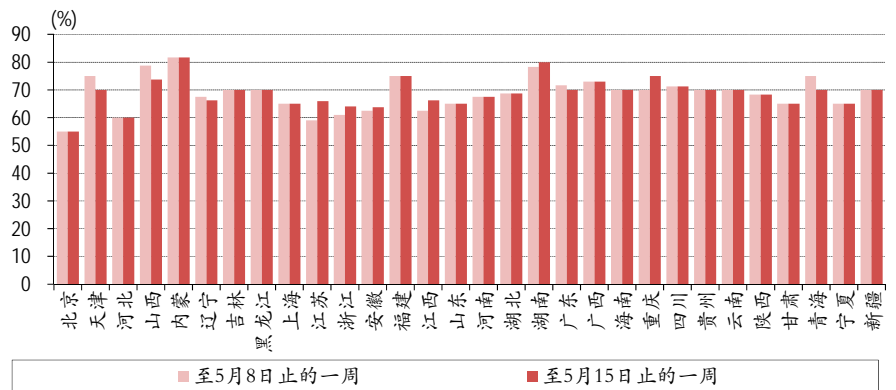
资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究

图表 5. 各地区水泥价格

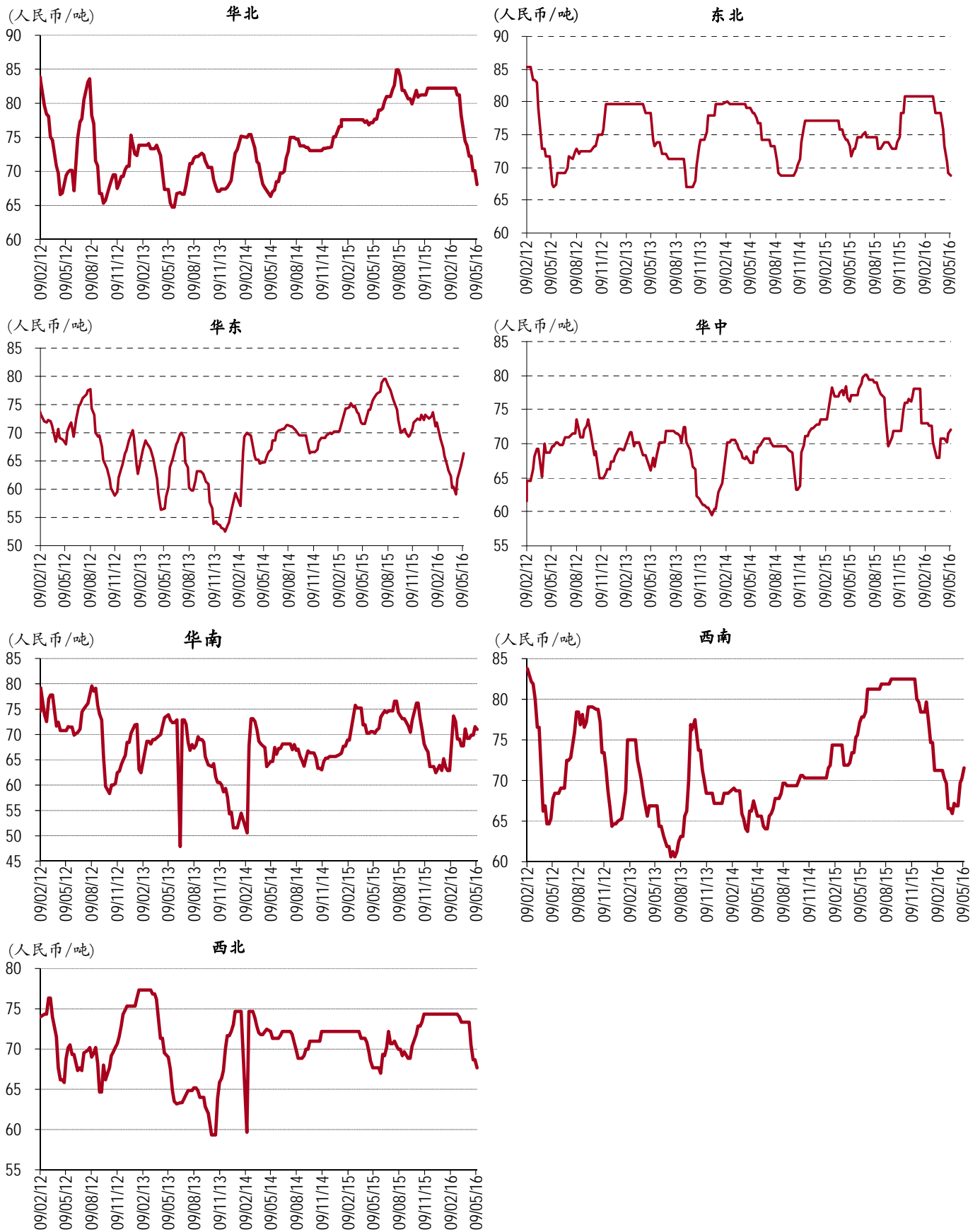


资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究

图表 6. 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 7. 各地区库存


资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究

- 库存水平出现环比下降的地区包括天津、山西、辽宁、广东和青海。
- 库存水平出现环比上升的地区包括江苏、浙江、安徽、江西、湖南和重庆。

图表 8. 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%
	山西	0%	0%	2%	0%	0%	0%	8%	0%	12%	0%	0%	0%
东北	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%
	吉林	0%	0%	0%	0%	27%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
华东	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%
	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%
华南	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%
	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%
西南	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%
	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%
西北	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%
	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%
总计(百万吨/年)		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 8. 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