



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

水泥行业周报

传统淡季南方平均售价持续上涨

截至6月19日的一周内,我国水泥平均售价连续第二周下跌,周环比下跌0.26%至257.25元/吨,同比下跌1.78%,上周同比下跌1.53%。价格下跌主要是因为东部地区的水泥价格每吨下跌10-20元,而珠三角地区价格每吨上涨15元。

6月中旬,国内大部分地区持续降雨对水泥需求产生了负面影响,妨碍了工程建设施工。

我们预计在需求复苏的支撑下,南方的水泥价格将持续上涨。我们预计南部的熟料平均售价第五轮上涨将对当地水泥价格形成支撑,并且有可能拉动新一轮小幅价格上涨。

中银国际个股推荐

- **首选买入—华润水泥(1313.HK/港币 2.32, 买入)**。我们看好基础设施建设拉动华南地区需求的强劲反弹。随着华南地区水泥平均售价走出3月以来的低谷,我们预计2016年水泥价格将延续上涨趋势。目前华润估值不贵,下跌风险有限。同时,我们预计水泥价格上涨将成为短期内股价上涨的催化剂。
- **买入—海螺水泥(0914.HK/港币 18.20, 买入)**。海螺水泥是中国水泥市场的成本领先者。其出色的财务状况使得公司能以较低的价格实施并购交易,因而其表现一直领先于同业。稳定的管理层和经营团队、坚定的发展战略和新管理层的专业化经验都有助于未来海螺水泥的发展。近期水泥价格下跌将对股价产生一定的负面影响。
- **持有—西部水泥(2233.HK/港币 1.54, 持有)**。新催化剂将拉动股价上涨,但是目前尚未看到。

北方：价格稳定，需求缩水

- **北京**：价格稳定,但是需求环比走软,主要是因为预计和即将开始的农忙期。
- **天津**：虽然每吨价格上浮30元,但是未能完全执行,主要是因为来自房地产和重点项目的需求低迷。
- **河北**：价格稳定。需求环比缩窄10-20%。企业在淡季纷纷推迟了维修限产,主要是为了将库存保持在健康水平。

本研究报告是《Cement Weekly Update -- Continued ASP hike in south a good sign in low season》的中文译本,英文原稿已于2016年6月20日出版

北方：高报价但执行情况较差

- **黑龙江**：虽然处于旺季但价格稳定，出货量为产量的 50-60%，库存水平较高。
- **吉林**：价格稳定，需求稳定，出货量为产量的 60-70%。
- **辽宁**：提价计划失败，主要是因为同比需求低迷。实际执行价格比 2016 年初的低谷期价格还低。生产企业将 30-50%的产量销往价格略高的黑龙江和吉林。

东部：价格持续下跌

- **江苏**：在江苏的东部和东部地区，水泥价格每吨下跌 10-20 元，从 5 月以来平均售价每吨已累计下跌 40 元，主要是因为：1) 雨季和农忙季需求低迷；2) 价格上涨之后小型水泥厂复产导致需求增加；及 3) 库存较高，出货量仅为产量的 50-60%。水泥企业采取了减产计划，以便能够控制供应并稳定价格。在江苏北部，价格保持稳定。
- **浙江**：浙江北部的水泥价格每吨下跌 15 元，由于雨季到来及水泥厂商试图扩大销量，需求环比收窄 5-10%。浙江东部的低标号水泥价格每吨下跌 15 元，导致进口水泥价格走低。我们预计短期内水泥价格将继续承压。
- **安徽**：在安徽中部，现金折扣后的水泥价格每吨下跌 10-15 元，主要是因为：1) 雨季需求低迷，出货量仅占产量的 60%；及 2) 库存产量高达 80%。在安徽省东部，水泥价格每吨下跌 10-20 元。在安徽省北部，每吨价格下跌 10-15 元。
- **江西**：在江西北部，行业整合使提价计划得到了较好的贯彻。雨季需求环比缩窄 20-30%。我们预计近期内价格可能会回落，主要是因为出货量低迷和库存水平高。
- **山东**：进入淡季后，库存开始上升。水泥厂商计划 6、7 月份停产 40 天，以稳定水泥价格。

南部/中部：价格上涨

- **广东**：国内水泥价格每吨上涨 10-15 元（2016 年以来的第四次涨价），主要得益于行业整合和 6 月初熟料价格第五次上涨。需求环比缩水 10-20%，主要是因为天气环境较差。
- **广西**：广西中部水泥需求持续低迷，主要是因为雨季和农耕期来临，出货量占产量的 70%。库存水平为产能的 70%。广西南部，需求环比缩窄，主要是因为天气条件恶劣，出货量占产量的 60-80%。
- **湖南**：湖南中部的的水泥价格保持稳定，需求量持续低迷。湖南南部水泥价格每吨下跌 10-20 元。
- **湖北**：水泥价格疲软，因为：1) 需求走软，出货量占产量的 50%；2) 高库存水平；及 3) 行业整体实施减产计划后竞争激烈。

西南地区：价格下行趋势

- **四川**：价格稳定。主要生产企业计划下周上调低标号水泥价格每吨 30 元，由于需求疲软和高库存，实际执行情况有待进一步观察。
- **重庆**：持续低价。
- **贵州**：价格稳定。

- **云南:** 云南中部的的水泥价格每吨下跌 5-10 元, 主要是因为: 1) 受雨季影响出货量环比下跌 25%; 2) 高库存。为了缓解库存压力, 水泥企业计划 6-9 月每个月停产 10-15 天。

西北地区: 价格稳定

- **山西:** 山西中部的的水泥价格下跌主要是因为需求环比缩窄 10-20%。6 月企业普爆利用率降至 50% 以下, 以便稳定价格。
- **甘肃:** 价格稳定。

图表 1. 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	(9.4)	(12.8)	(10.1)	(10.0)	(17.7)	(11.5)	(18.2)	(11.5)	(10.9)	(11.7)
今年以来的变动	8.2	1.5	12.8	2.2	8.7	5.5	18.6	7.1	17.3	21.0
去年年初至今的变动	(17.8)	(21.3)	(14.7)	(21.2)	(9.6)	(18.5)	(17.6)	(10.9)	(13.5)	(5.4)
前一周										
今年以来均价的同比变动	(10.0)	(13.4)	(10.6)	(10.5)	(18.3)	(12.1)	(18.9)	(11.9)	(11.5)	(12.4)
今年以来的变动	8.1	3.5	13.4	2.9	8.7	6.6	17.3	6.9	17.3	21.0
去年年初至今的变动	(17.8)	(21.3)	(14.7)	(21.2)	(9.6)	(18.5)	(17.6)	(10.9)	(13.5)	(5.4)
均价周环比变动	0.2	(1.9)	(0.5)	(0.7)	0.0	(1.0)	1.1	0.2	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	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5	0.7	0.4	0.6	0.7
今年以来的变动(上上周)	0.1	(2.0)	(0.6)	(0.8)	0.0	(1.1)	1.2	0.2	0.0	0.0
今年以来的同比变动(上周)	26.0	22.8	27.5	23.4	18.3	24.0	36.2	18.0	30.8	26.4
今年以来的同比变动(前一周)	25.9	24.8	28.1	24.2	18.3	25.1	35.0	17.8	30.8	26.4

资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究预测

续图表 1. 领先水泥企业模拟区域加权均价变动

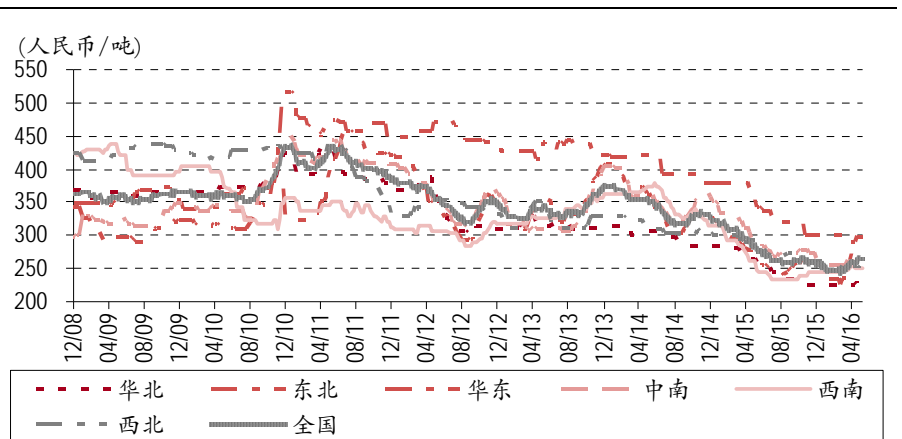
(%)	台泥国际	亚洲水泥	冀东水泥	华新水泥	红狮水泥	天瑞水泥	金隅水泥	拉法基	亚泰水泥
上周									
今年以来均价的同比变动	(12.6)	(13.4)	(17.7)	(11.4)	(13.4)	(13.8)	(19.7)	(11.5)	(17.5)
今年以来的变动	11.3	(1.7)	20.1	(3.7)	2.9	0.4	27.8	0.1	14.8
去年年初至今的变动	(23.2)	(18.4)	(12.5)	(15.7)	(18.1)	(7.5)	(12.0)	(23.3)	(14.6)
前一周									
今年以来均价的同比变动	(13.3)	(14.0)	(18.5)	(11.7)	(13.9)	(14.2)	(20.7)	(12.0)	(18.4)
今年以来的变动	11.2	(1.7)	20.1	(5.8)	4.5	0.4	27.8	1.4	14.8
去年年初至今的变动	(23.2)	(18.4)	(12.5)	(15.7)	(18.1)	(7.5)	(12.0)	(23.3)	(14.6)
均价周环比变动	0.1	0.0	0.0	4.6	(1.5)	0.0	0.0	(1.2)	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)	0.7	0.5	0.8	0.3	0.5	0.3	1.0	0.5	0.9
今年以来的变动(上上周)	0.0	0.0	0.0	2.1	(1.6)	0.0	0.0	(1.3)	0.0
今年以来的同比变动(上周)	34.5	16.7	32.6	11.9	20.9	7.9	39.8	23.4	29.3
今年以来的同比变动(前一周)	34.4	16.7	32.6	9.9	22.5	7.9	39.8	24.6	29.3

资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究预测

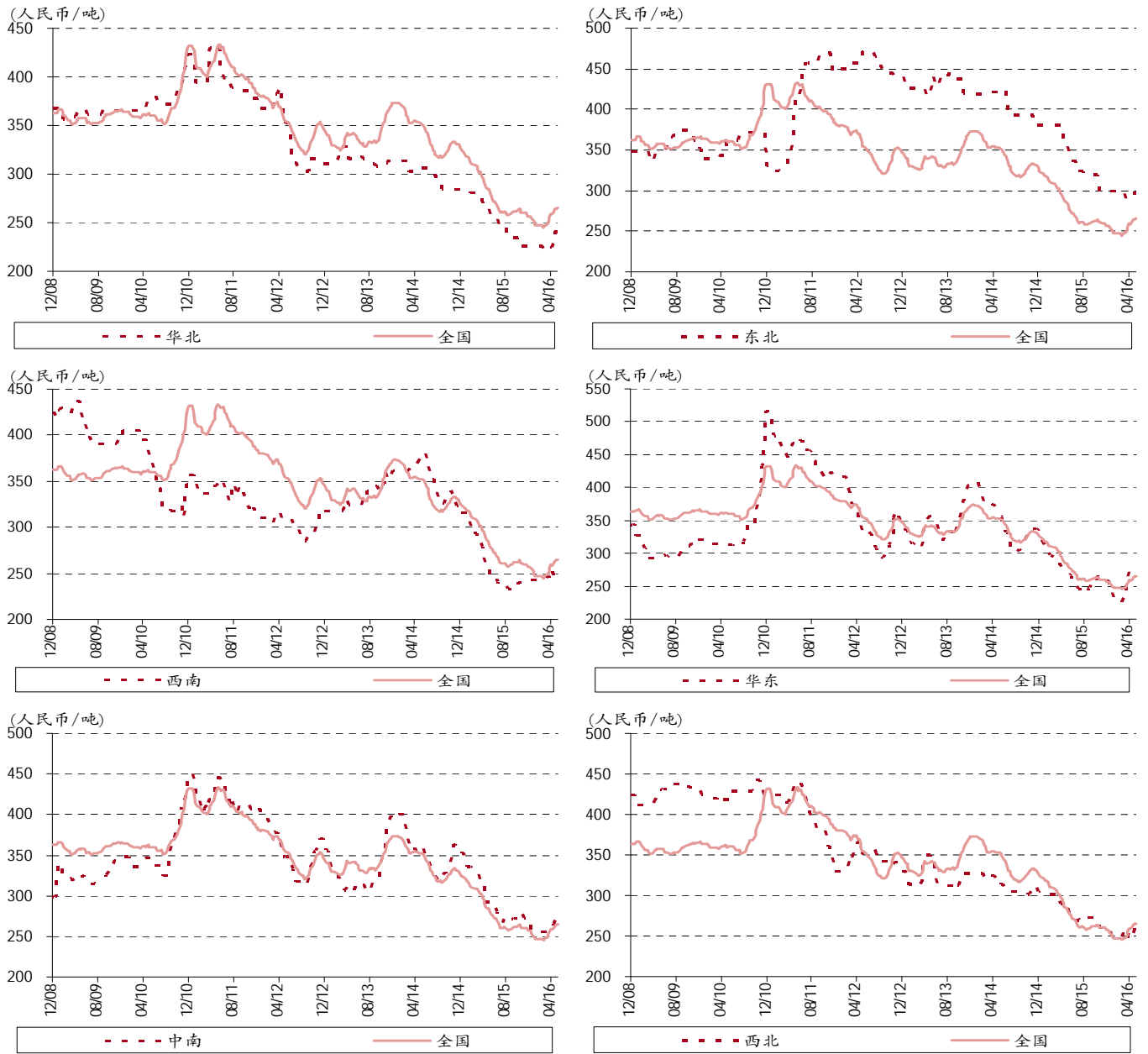
图表 2. 各省 P.O 42.5 水泥价格

地区	省	16年6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 (%)
		17日 (人民币/吨)				来均价 的同比 变动 (%)				年以来的 均价的 同比变动 (%)		
华北	北京	310	6.9	310	278	(10.3)	10.7	0.0	0.0	(11.1)	10.7	(9.4)
	天津	300	11.1	291	270	(7.4)	15.4	0.0	0.0	(8.2)	15.4	(15.6)
	河北	250	4.2	261	203	(22.1)	38.9	0.0	0.0	(23.3)	38.9	(12.7)
	山西	205	(10.9)	251	195	(22.4)	7.9	0.0	0.0	(22.9)	7.9	(11.5)
	内蒙古	210	(12.5)	246	215	(12.5)	(4.5)	0.0	0.0	(12.5)	(4.5)	(4.0)
东北	辽宁	280	12.0	273	250	(8.2)	16.7	0.0	0.0	(9.1)	16.7	(10.7)
	吉林	350	2.9	396	310	(21.9)	16.7	0.0	0.0	(22.9)	16.7	(19.0)
	黑龙江	370	(11.9)	432	347	(19.6)	2.8	0.0	0.0	(20.0)	2.8	(4.5)
华东	上海	250	(5.7)	289	265	(8.1)	4.2	(10.7)	(3.8)	(8.2)	8.3	(11.7)
	江苏	240	17.1	242	242	0.0	9.1	(4.0)	(4.0)	(0.6)	13.6	(26.8)
	浙江	245	(9.3)	301	251	(16.5)	(5.8)	(5.8)	(5.8)	(16.8)	0.0	(18.2)
	安徽	240	4.3	253	244	(3.5)	2.1	0.0	0.0	(3.9)	2.1	(16.4)
	福建	260	(10.3)	317	267	(15.8)	(10.3)	(3.7)	0.0	(16.0)	(10.3)	(14.7)
	江西	300	11.1	315	265	(15.8)	7.1	7.1	0.0	(16.9)	7.1	(23.9)
	山东	290	7.4	278	255	(8.1)	26.1	3.6	0.0	(8.8)	26.1	(18.2)
华中	河南	230	(16.4)	289	238	(17.5)	(8.0)	0.0	0.0	(17.6)	(8.0)	(5.2)
	湖北	250	(10.7)	305	265	(13.1)	(10.7)	(7.4)	0.0	(13.2)	(10.7)	(12.5)
	湖南	260	4.0	305	273	(10.4)	(5.5)	0.0	0.0	(11.0)	(5.5)	(26.5)
华南	广东	300	7.1	326	261	(20.0)	20.0	5.3	5.3	(21.1)	14.0	(30.0)
	广西	290	(3.3)	312	252	(19.3)	31.8	0.0	0.0	(20.0)	31.8	(11.8)
	海南	300	(6.3)	344	288	(16.3)	7.1	0.0	0.0	(16.8)	7.1	(15.8)
西南	重庆	220	(4.3)	283	231	(18.1)	(8.3)	0.0	0.0	(18.7)	(8.3)	(27.0)
	四川	265	0.0	297	265	(10.8)	0.0	0.0	0.0	(11.2)	0.0	(19.7)
	贵州	255	10.9	257	244	(5.2)	10.9	0.0	0.0	(5.8)	10.9	(17.9)
	云南	250	0.0	273	250	(8.3)	4.2	(3.8)	(3.8)	(8.7)	8.3	(25.4)
	西藏	760	26.7	600	610	1.7	26.7	24.6	24.6	0.5	1.7	0.0
西北	陕西	275	3.8	279	246	(11.7)	22.2	0.0	0.0	(12.4)	22.2	(5.4)
	甘肃	245	(5.8)	275	241	(12.1)	2.1	0.0	0.0	(12.3)	2.1	(13.3)
	青海	260	(16.1)	353	270	(23.3)	(7.1)	0.0	0.0	(23.6)	(7.1)	(16.2)
	宁夏	240	0.0	240	240	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	新疆	300	(6.3)	320	273	(14.6)	15.4	0.0	0.0	(15.0)	15.4	0.0
全国	平均	267	(1.6)	297	255	(13.9)	6.3	(0.3)	(0.3)	(14.5)	6.5	(15.3)

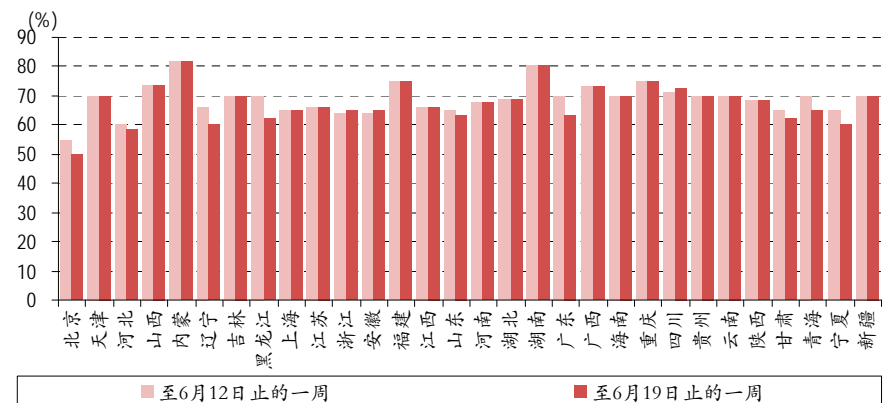
资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究

图表 3. 各地区 P.O 42.5 水泥价格


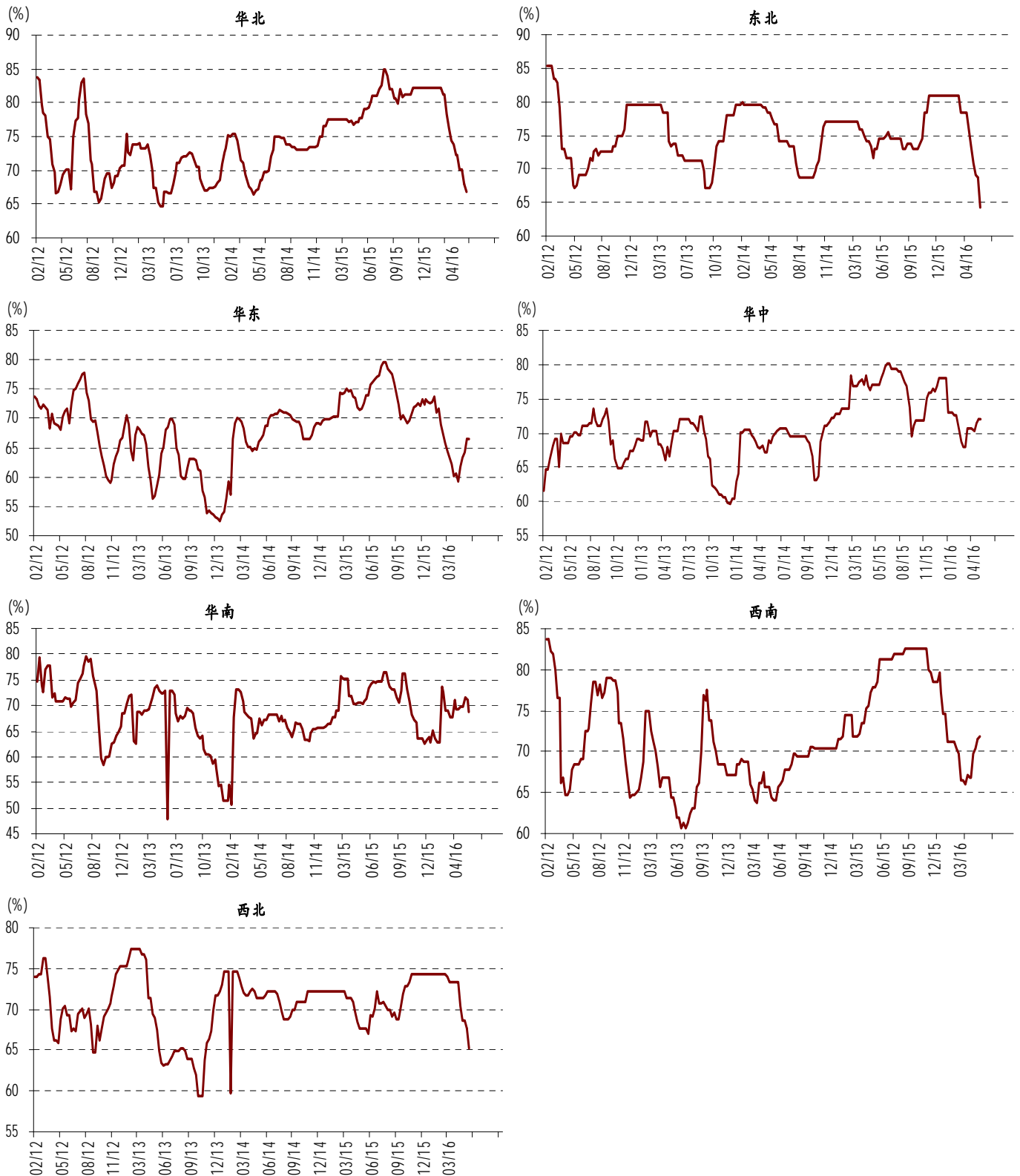
资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究

图表 4. 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 5. 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 6. 各地区库存


资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究

- 上周库存水平环比下降的地区包括河北、内蒙和青海。
- 上周库存水平环比上升的地区包括黑龙江、浙江、广东、四川、云南和陕西。

图表 7. 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%
华南	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%
	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%
西南	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%
	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%
西北	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%
	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 7. 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%
	河南	0%	3%	0%	63%	5%	0%	0%	0%	100%	0%	0%
华南	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%
	重庆	9%	3%	0%	0%	0%	28%	0%	0%	0%	0%	0%
西南	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%
	陕西	18%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
西北	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
		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