



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

天气仍是制约短期需求的因素

6月26日止的一周内,全国水泥均价连续第三周下跌,环比下降0.45%至255.42人民币/吨。同比跌幅为1.45%,而前一周跌幅为2.04%。价格下滑主要是因为华东地区价格下调10-20人民币/吨,而所有地区均未上调价格。

受天气条件不利、农忙季和中考因素影响,6月底需求走软。同时,由于未执行限产计划,华东地区价格下调。

中银国际股票推荐

- **首选买入 - 华润水泥(1313.HK/港币 2.37, 买入)**。基建建设的推动,我们看到华南地区需求强劲反弹。随着华南地区水泥均价从3月的谷底回升,我们预测2016年剩余时间内上升趋势仍将延续。该股估值不贵,下行风险有限。短期而言,水泥价格上调可能成为该股股价反弹的催化剂。
- **买入 - 海螺水泥(0914.HK/港币 17.64, 买入)**。海螺水泥是中国水泥市场的成本领先者。其强劲的财务状况使其能以当前的低收购成本,通过收购来超越同业。管理层和经营团队的稳定性、发展战略的持续性以及新管理层的专业经验都可能影响到投资者对公司未来前景的判断。在公司核心市场——华南地区,近期水泥价格下跌可能对该股股价造成下行压力。
- **持有 - 西部水泥(2233.HK/港币 1.59, 持有)**。进一步的股价上涨需要新的催化剂。

华北：价格稳定

- **北京**：价格稳定。
- **河北**：价格保持稳定,主要是受到限产的支撑,在需求走软背景下库存维持在健康水平。

东北：报价较高,但执行不力

- **黑龙江**：价格稳定。
- **吉林**：受低价进口水泥拖累,价格承压。
- **辽宁**：由于需求同比走软,提价计划失败。实际执行价甚至低于2016年初的底部水平。生产商有30-50%的产量销往黑龙江和吉林,这两省的价格较高。

本研究报告是《Cement Weekly Update -- Weather still the swing factor for short-term demand》的中文译本,英文原稿已于2016年6月27日出版

华东：价格持续下跌

- **江苏：**在江苏省南部和东部，价格下降 10-20 人民币/吨，自 5 月以来的累计降幅达到 50 人民币/吨，主要原因包括：1) 多雨天气下需求走软，出货量为产量的 60-70%；2) 市场竞争激烈；以及 3) 由于企业维持产量水平，库存环比上升。江苏省北部，价格保持稳定。
- **浙江：**受高库存影响，浙江省北部价格下调 10-15 人民币/吨，而浙江省东部价格保持稳定，但存在一定的下行压力。
- **安徽：**安徽省中部价格下跌 10-20 人民币/吨，主要是受下列因素拖累：1) 多雨天气下需求走软（环比下降 20%），出货量为产量的 50%；2) 库存水平较高，达到产能的 80%；以及 3) 提升销量的举措。安徽省北部价格下跌 10-20 人民币/吨，主要受下列因素影响：1) 多雨天气导致需求萎缩，出货量为产量的 50-60%；以及 2) 库存环比上升。
- **江西：**在江西省北部，高标水泥价格下跌 20 人民币/吨，主要是因为：1) 多雨天气下需求疲软，出货量为产量的 70%；2) 高库存；以及 3) 与周边地区相比基数较高。在江西省东北部，由于天气条件改善，需求走强，价格稳定。
- **福建：**在福建省东部，价格出现下行走势，原因在于：1) 不利的天气条件下需求萎缩；2) 高库存；3) 竞争激烈；4) 高基数；以及 5) 进口水泥的低价格。
- **山东：**由于需求疲软和高库存，水泥价格承受下行压力。

华南和华中：价格稳定，略有变化

- **广东：**珠三角地区，水泥价格的第四轮上调在广东省中部得到有效执行，但在该省南部执行情况交叉。我们预测短期内价格将保持稳定。
- **广西：**在广西省西部和南部，水泥价格下降 5-10 人民币/吨，主要是因为：1) 多雨天气下需求复苏缓慢；2) 库存水平较高，达到产能的 80%；以及 3) 小规模产能复产后竞争激烈。广西省中部和东部的价格稳定，主要是因为天气条件改善后出货量上升。
- **湖南：**在湖南省中部，随着天气条件好转、需求改善，部分企业将水泥价格上调 5-10 人民币/吨，而其他生产商也提供了价格折扣以拉动销售。
- **湖北：**我们预测价格将保持稳定。

西南地区：价格呈下行趋势

- **四川：**在四川省北部和东部，水泥价格下调 20-30 人民币/吨，主要是因为出货量环比下降 5-10% 以及高库存。
- **重庆：**在重庆省东北部，受需求疲软的拖累，袋装水泥价格第三次下调，降幅 20-30 人民币/吨，累计降幅达到 70 人民币/吨。
- **贵州：**价格稳定。
- **云南：**在云南省中部，需求疲软导致价格出现下行趋势。

西北地区：价格稳定

- **陕西：**由于需求环比下降 10-15%，陕西省中部水泥价格下跌。为稳定价格，水泥企业计划在 6 月份将利用率降至 50% 以下。
- **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	(8.8)	(12.3)	(9.6)	(9.5)	(17.2)	(11.1)	(17.3)	(11.3)	(10.5)	(11.1)
今年以来的变动	7.7	(1.9)	11.6	2.2	7.1	3.9	18.6	6.3	15.9	21.0
去年年初至今的变动	(21.0)	(22.7)	(15.2)	(21.2)	(9.6)	(19.1)	(21.4)	(11.7)	(13.5)	(5.4)
前一周										
今年以来均价的同比变动	(9.5)	(12.8)	(10.1)	(10.0)	(17.7)	(11.5)	(18.2)	(11.7)	(11.0)	(11.8)
今年以来的变动	8.2	1.5	12.8	2.2	7.1	5.4	18.6	7.1	15.9	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	(0.5)	(3.4)	(1.0)	0.0	0.0	(1.5)	0.0	(0.7)	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	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.8	0.4	0.5	0.6
今年以来的变动(上上周)	(0.5)	(3.4)	(1.2)	0.0	0.0	(1.5)	0.0	(0.7)	0.0	0.0
今年以来的同比变动(上周)	28.7	20.8	26.8	23.4	16.7	23.0	39.9	18.0	29.4	26.4
今年以来的同比变动(前一周)	26.0	22.8	27.5	23.4	16.7	23.9	36.2	18.0	29.4	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

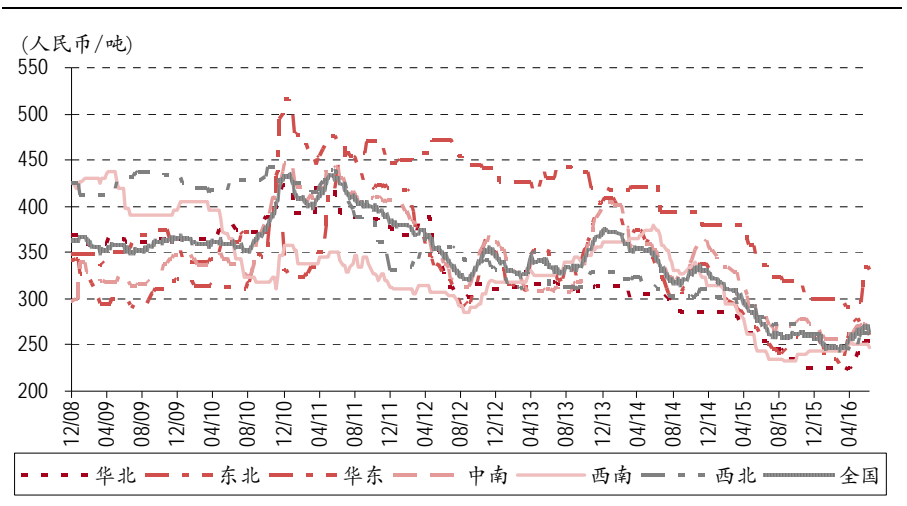
(%)	台泥国际	亚洲水泥	冀东水泥	华新水泥	红狮水泥	天瑞水泥	金隅水泥	拉法基	亚泰水泥
上周									
今年以来均价的同比变动	(12.0)	(13.0)	(17.0)	(11.1)	(13.0)	(13.7)	(18.8)	(11.1)	(16.8)
今年以来的变动	10.4	(4.2)	19.9	(3.7)	1.1	(2.2)	27.8	0.1	12.3
去年年初至今的变动	(24.6)	(18.4)	(12.5)	(15.7)	(18.8)	(7.9)	(12.0)	(23.3)	(14.6)
前一周									
今年以来均价的同比变动	(12.6)	(13.4)	(17.7)	(11.4)	(13.4)	(13.9)	(19.7)	(11.5)	(17.6)
今年以来的变动	11.0	(1.7)	19.9	(3.7)	2.9	(2.2)	27.8	0.1	12.3
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	(0.5)	(2.6)	0.0	0.0	(1.8)	0.0	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)	0.7	0.4	0.7	0.3	0.4	0.2	0.9	0.4	0.7
今年以来的变动(上上周)	(0.6)	(2.5)	0.0	0.0	(1.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
今年以来的同比变动(上周)	35.0	14.2	32.4	11.9	19.8	5.6	39.8	23.4	26.8
今年以来的同比变动(前一周)	34.3	16.7	32.4	11.9	20.9	5.3	39.8	23.4	26.8

资料来源:中国水泥协会,中银国际研究预测

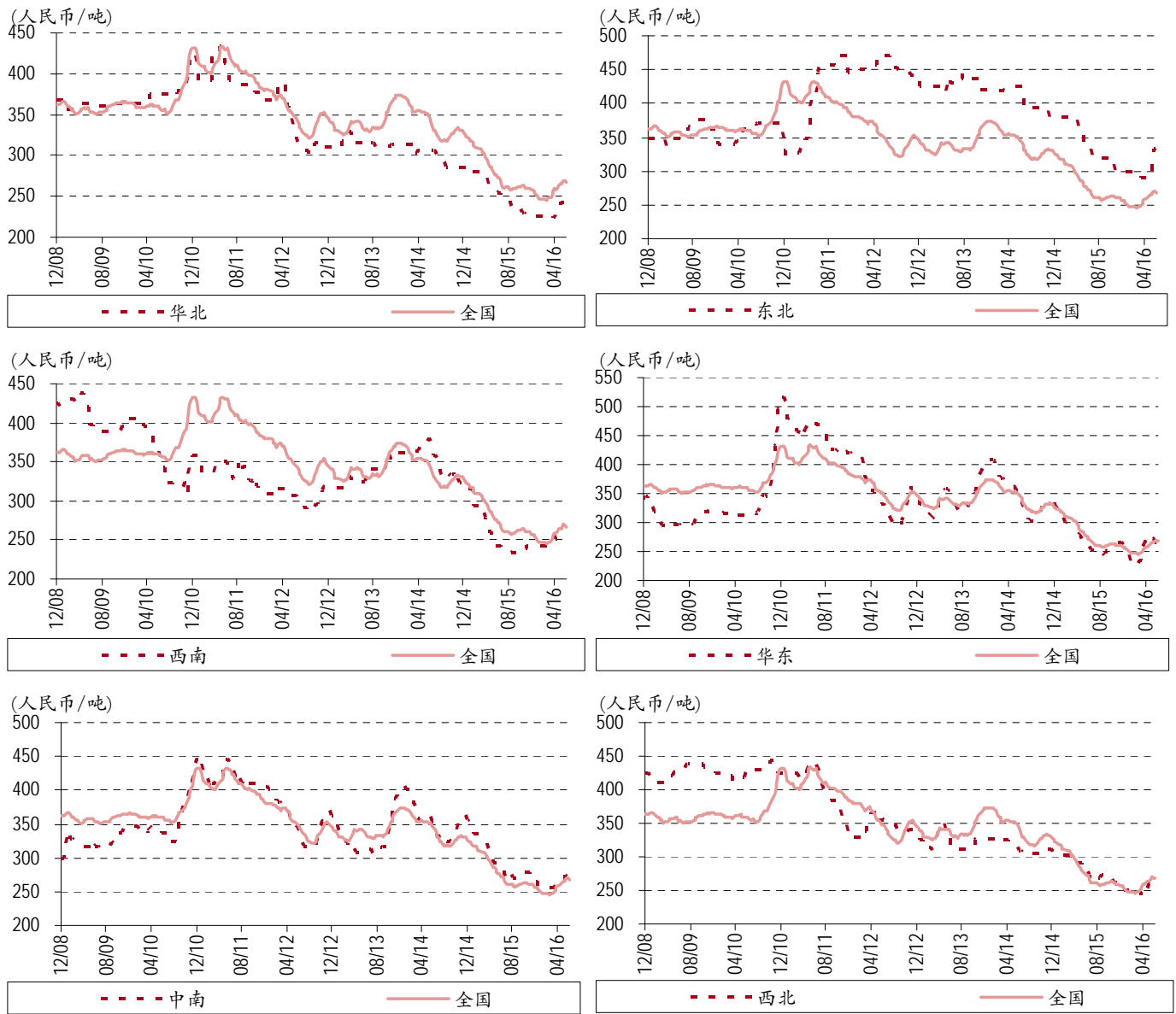
图表 2. 各省 P.O 42.5 水泥价格

地区	省	16年6月		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 (%)	上周今年以来均价的同比变动 (%)	上周今年以来的变动 (%)	去年年初至今的变动 (%)
		24日 (人民币/吨)	周均价 同比变动 (%)			来的均价 变动 (%)	来的变动 (%)					
华北	北京	310	6.9	309	279	(9.6)	10.7	6.9	0.0	(10.3)	10.7	(9.4)
	天津	300	11.1	290	271	(6.6)	15.4	7.1	0.0	(7.4)	15.4	(15.6)
	河北	250	4.2	260	205	(21.0)	38.9	13.6	0.0	(22.1)	38.9	(12.7)
	山西	205	(10.9)	250	195	(22.0)	7.9	0.0	0.0	(22.4)	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	260	4.0	272	250	(8.1)	8.3	0.0	0.0	(8.6)	8.3	(10.7)
	吉林	350	2.9	394	311	(21.0)	16.7	0.0	0.0	(21.9)	16.7	(19.0)
	黑龙江	370	(11.9)	431	348	(19.3)	2.8	12.1	0.0	(19.6)	2.8	(4.5)
华东	上海	240	(9.4)	288	264	(8.2)	0.0	(17.2)	(4.0)	(8.1)	4.2	(11.7)
	江苏	220	10.0	240	241	0.4	0.0	(15.4)	(8.3)	0.0	9.1	(28.6)
	浙江	235	(13.0)	300	250	(16.4)	(9.6)	(13.0)	(4.1)	(16.5)	(5.8)	(18.2)
	安徽	240	14.3	251	244	(2.9)	2.1	(5.9)	0.0	(3.5)	2.1	(23.6)
	福建	260	(10.3)	316	267	(15.5)	(10.3)	(3.7)	0.0	(15.8)	(10.3)	(14.7)
	江西	280	3.7	313	266	(15.1)	0.0	0.0	(6.7)	(15.8)	7.1	(23.9)
	山东	290	7.4	277	257	(7.4)	26.1	3.6	0.0	(8.1)	26.1	(18.2)
华中	河南	230	(16.4)	288	238	(17.5)	(8.0)	0.0	0.0	(17.5)	(8.0)	(5.2)
	湖北	250	(10.7)	303	264	(13.0)	(10.7)	(7.4)	0.0	(13.1)	(10.7)	(12.5)
	湖南	260	4.0	302	272	(9.9)	(5.5)	(5.5)	0.0	(10.4)	(5.5)	(26.5)
华南	广东	300	7.1	324	263	(19.0)	20.0	5.3	0.0	(20.0)	20.0	(30.0)
	广西	290	7.4	310	254	(18.2)	31.8	3.6	0.0	(19.3)	31.8	(20.6)
	海南	300	(6.3)	343	288	(15.9)	7.1	0.0	0.0	(16.3)	7.1	(15.8)
西南	重庆	220	(4.3)	280	231	(17.7)	(8.3)	0.0	0.0	(18.1)	(8.3)	(27.0)
	四川	265	0.0	296	265	(10.4)	0.0	0.0	0.0	(10.8)	0.0	(19.7)
	贵州	255	10.9	256	244	(4.5)	10.9	0.0	0.0	(5.2)	10.9	(17.9)
	云南	250	0.0	272	250	(8.0)	4.2	(3.8)	0.0	(8.3)	4.2	(25.4)
	西藏	760	26.7	600	616	2.7	26.7	24.6	0.0	1.6	26.7	0.0
西北	陕西	275	3.8	278	248	(11.0)	22.2	0.0	0.0	(11.7)	22.2	(5.4)
	甘肃	245	(5.8)	274	242	(11.8)	2.1	0.0	0.0	(12.1)	2.1	(13.3)
	青海	260	(7.1)	350	270	(22.8)	(7.1)	0.0	0.0	(23.3)	(7.1)	(24.3)
	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	(14.8)	15.4	0.0	0.0	(15.2)	15.4	0.0
全国	平均	265	(1.4)	296	256	(13.5)	5.3	(0.3)	(0.7)	(14.0)	6.0	(16.3)

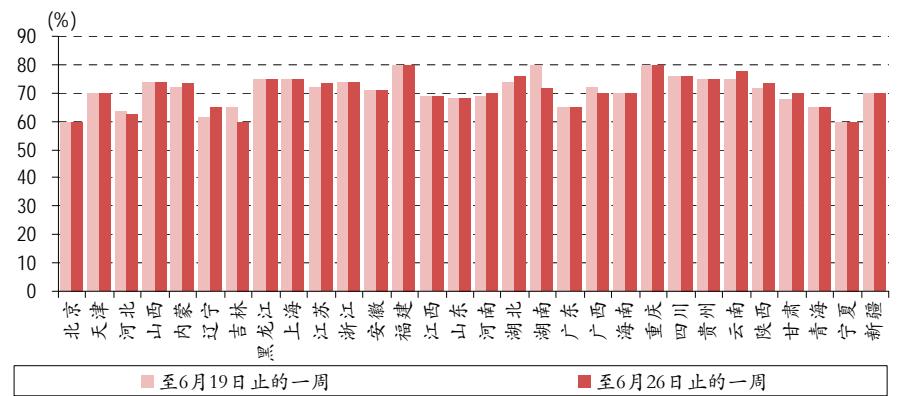
资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究

图表 3. 各地区 P.O 42.5 水泥价格


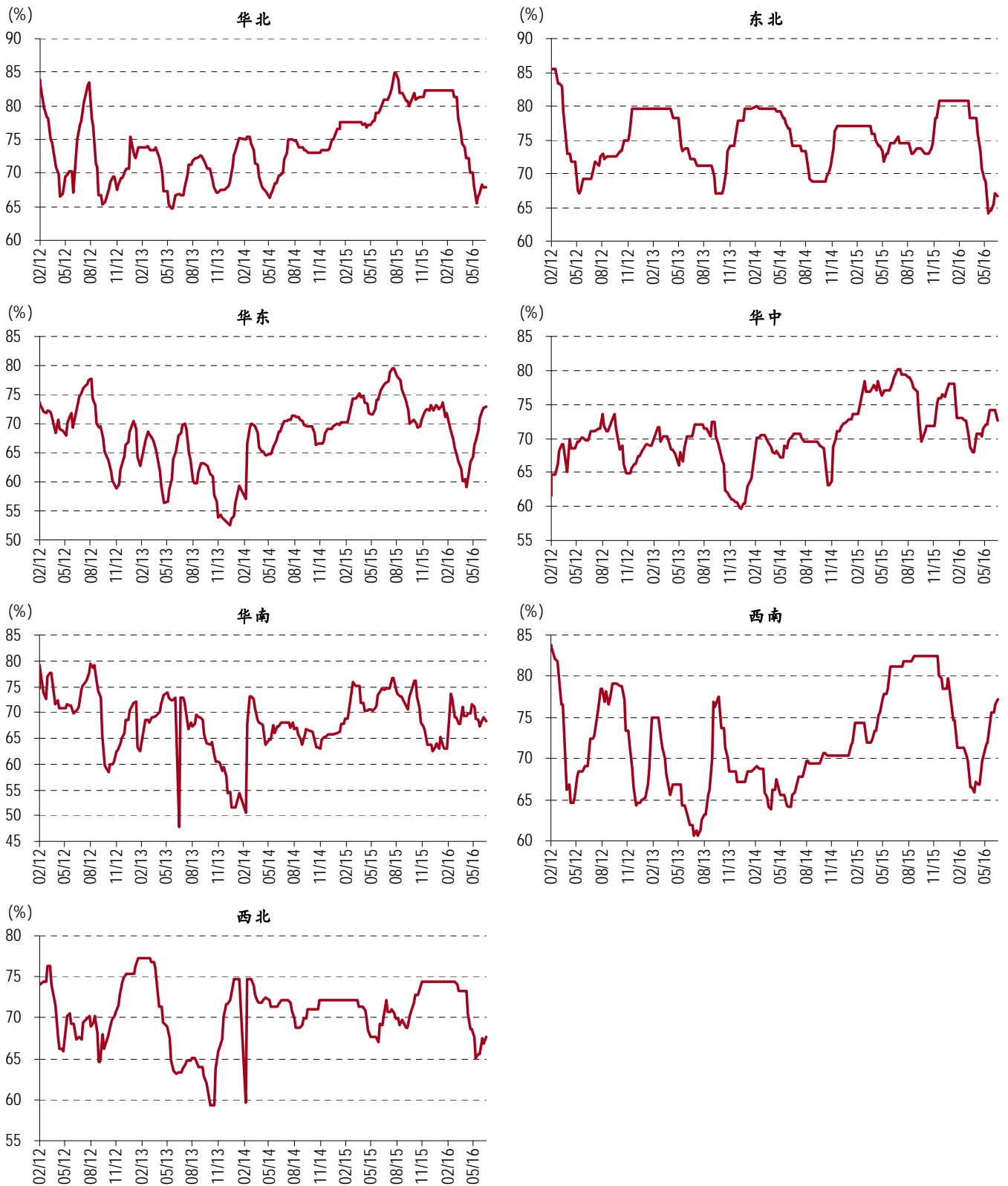
资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究

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

- 上周库存水平出现环比下降的地区包括河北、湖南、吉林和广西。
- 库存水平环比上升的地区包括内蒙古、辽宁、江苏、河南、云南、陕西、甘肃和湖北。

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%
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%
西南	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%
西北	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%
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