



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

水泥行业 16 年上半年业绩情况将在 8 月初公布

7月24日为止的一周内, 全国水泥均价为 253 人民币/吨, 环比持平。从同比来看, 本周上涨 0.4%, 比上周同比增长 0.53%略有回落。

需求:

- 南方: 天气转好, 需求同比回升 20%, 在交通系统没有被洪水影响的地区, 库存大幅下降。
- 北方: 暴雨导致需求环比减少 10-30%。但价格暂时平稳。

供应:

- 为稳定水泥价格, 大量企业在淡季执行力强制或自愿停产。

图表 1. 16 年上半年利润预警摘要

公司	代码	地区	正面/负面
金隅水泥	2009 HK	华北	正面, 利润增长 60-80%
西部水泥	2233 HK	西北	负面, 净亏损
华润水泥	1313 HK	华南	负面, 利润大幅下降
冀东水泥	000401 CH	华北	负面, 净亏损
亚洲水泥	743 HK	华东、华中、西南	负面, 从去年同期的净盈利转为净亏损
中国建材	3323 HK	全国	负面, 利润大幅下降
宁夏建材	600449 CH	华北、西南	负面, 净亏损
台泥国际	1136 HK	华南、西南	负面, 净亏损

资料来源: 公司数据

- 大多数水泥公司都发布了负面盈利预警, 预示 16 年上半年业绩惨淡。主要原因是 2015 年水泥价格持续下行导致 2016 年的基础价格同比较低, 而 15 年上半年基数相对较高。但是, 我们认为盈利增长动力将在 16 年 3 季度恢复, 原因是: (1) 大多数省份水泥价格迎来拐点, 以及 (2) 需求同比回升。

华北: 价格稳定

- 北京、天津及河北: 价格稳定。上周暴雨导致水泥需求大幅收缩 (同比减少 20%)。前两轮提价并未全面执行。我们认为“唐山大地震纪念活动”期间河北东部地区强制停产将带动水泥价格在 7 月底之前呈上行趋势。

本研究报告是《Cement Weekly Update — Cement 1H16 results season kicks off in early August》的中文译本, 英文原稿已于 2016 年 7 月 25 日出版

趋势。东北：价格稳定

- **辽宁**：价格稳定。需求低迷，出货量仅占产量的 60-70%，其中半数运至外省。
- **吉林**：价格稳定。需求低迷，出货量仅占产量的 40-60%，库存维持在高位。
- **黑龙江**：价格稳定。

华东：价格有涨有跌

- **江苏**：江苏省南部，散装水泥和熟料价格上调 10 人民币/吨，袋装水泥价格上涨 20 人民币/吨。价格反弹的主要原因是：(1) 天气好转，需求回升，发货量环比增长 20%；(2) 密集停工导致库存水平较低；以及 (3) 雨水天气里持续降价，基数较低。但是在江苏省北部，由于进口水泥价格较低，水泥价格下跌 10 人民币/吨。
- **浙江**：浙江省北部价格稳定。当地企业生产活动将持续至 G20 峰会之前，但会议召开期间建筑工地和生产企业都将停工。浙江省东部，因需求低迷且进口水泥价格较低，水泥价格下跌 10-20 人民币/吨。浙江省南部需求回升且库存压力减轻，价格平稳。
- **安徽**：天前好转之后需求回升，水泥价格稳定。在安徽省中部，虽然出货量环比增加，但全面恢复仍需时日，原因是：(1) 洪水完全退去之前建筑工地无法复工；(2) 交通系统瘫痪，特别是水路交通；以及 (3) 从停工到复工需要一定时间。在安徽省南部，库存减少至 50-60%，带动熟料价格回升 10 人民币/吨。安徽省北部，雨水天气依然抑制需求。
- **江西**：江西省北部价格稳定，动力来自：(1) 天气好转，出货量环比增加 10-30%，以及 (2) 库存降至 60-70%。江西省东北部，雨水天气导致库存较高，为刺激销售，价格下调 10-20 人民币/吨。
- **福建**：福建省东部，价格下调 15 人民币/吨，原因在于：(1) 雨水天气导致需求低迷，出货量占产量的 50%；(2) 进口水泥价格较低。福建省西部水泥价格稳定。

华南及华中：价格微涨

- **广东**：珠三角地区价格稳定。虽然**华润水泥**(1313.HK/港币 2.75, 买入)增加产能，但淡季价格保持稳定，原因在于：(1) 行业整合；(2) 限产计划，要求熟料窑在 7 月和 8 月期间停产 10 天。
- **广西**：广西省中部和南部价格下降 10 人民币/吨，原因是：(1) 市场中产能增加；(2) 农忙时节再加上雨水影响，需求减少；以及 (3) 库存较高。熟料窑将从 7 月底开始停产 15 天。
- **河南**：受到行业整合以及低基数影响，水泥和熟料价格上涨 20 人民币/吨。
- **湖南**：湖南省东部价格稳定，但需求持续低迷。湖南省北部，由于库存较高，30%的熟料窑被迫停产。
- **湖北**：价格持续低位。需求低迷，库存维持在 80-90%的水平。预计天气好转之后库存压力将会减轻。

西南地区：价格呈下行趋势

- **四川**：受雨水和高库存拖累，四川省中部价格呈下行趋势。四川省南部水泥价格在淡季下跌 10 人民币/吨。
- **重庆**：在重庆中部和西北部，需求低迷导致价格下跌 5-10 人民币/吨。
- **贵州**：价格稳定。出货量占产量的 60-70%，库存占产能的 70%。
- **云南**：价格稳定。虽然需求低迷已经限产，但库存持续增加。

西北：价格稳定

- **陕西**：陕西省中部价格稳定。企业将继续停产维修，以缓解库存压力。农村市场的需求环比下降，但基础设施市场保持稳定。
- **甘肃**：在甘肃省中部，农忙季结束后需求快速回升，出货量占到产量的 80-90%。企业计划近期上调价格。

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	(6.8)	(10.7)	(7.8)	(7.8)	(15.1)	(9.3)	(15.0)	(9.8)	(8.6)	(9.3)
今年以来的变动	3.9	(4.8)	12.5	(1.1)	7.1	2.2	12.5	5.2	16.2	21.0
去年年初至今的变动	(21.9)	(25.8)	(19.5)	(24.2)	(13.5)	(22.6)	(22.3)	(13.8)	(15.6)	0.7
前一周										
今年以来均价的同比变动	(6.3)	(10.1)	(7.7)	(7.3)	(15.1)	(8.9)	(14.7)	(9.6)	(8.7)	(9.7)
今年以来的变动	4.3	(4.5)	10.8	(0.8)	7.1	1.9	15.1	5.2	15.9	21.0
去年年初至今的变动	(22.8)	(25.8)	(19.5)	(24.2)	(13.5)	(22.6)	(22.3)	(14.0)	(15.6)	(5.4)
均价周环比变动	(0.4)	(0.3)	1.7	(0.3)	0.0	0.3	(2.2)	0.0	0.3	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)	(0.5)	(0.6)	(0.1)	(0.5)	(0.1)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	0.1	0.4
今年以来的变动(上上周)	(0.4)	(0.3)	1.7	(0.3)	0.0	0.3	(2.6)	0.0	0.3	0.0
今年以来的同比变动(上周)	25.8	21.0	32.0	23.0	20.6	24.8	34.8	19.1	31.8	20.3
今年以来的同比变动(前一周)	27.1	21.3	30.3	23.3	20.6	24.5	37.3	19.2	31.5	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 (续)

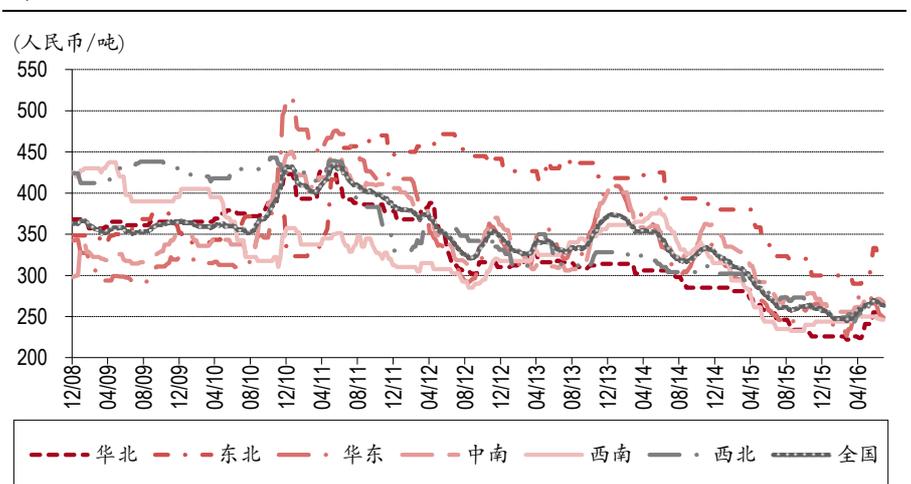
(%)	台泥国际	亚洲水泥	冀东水泥	华新水泥	红狮水泥	天瑞水泥	金隅水泥	拉法基	亚泰水泥
上周									
今年以来均价的同比变动	(10.0)	(11.0)	(14.3)	(9.5)	(11.5)	(12.3)	(15.3)	(9.4)	(14.2)
今年以来的变动	6.3	(5.7)	19.7	(4.2)	(2.1)	2.5	28.2	(2.8)	12.3
去年年初至今的变动	(26.3)	(25.0)	(14.8)	(20.0)	(21.4)	(15.5)	(17.8)	(26.4)	(16.8)
前一周									
今年以来均价的同比变动	(9.5)	(10.5)	(14.3)	(9.1)	(11.1)	(12.0)	(15.4)	(8.9)	(14.1)
今年以来的变动	7.1	(5.7)	19.9	(4.4)	(1.2)	(2.6)	27.8	(2.2)	12.3
去年年初至今的变动	(26.3)	(25.0)	(16.0)	(20.0)	(21.4)	(15.5)	(17.8)	(26.4)	(16.8)
均价周环比变动	(0.7)	0.0	(0.2)	0.2	(1.0)	5.3	0.4	(0.6)	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)	(0.4)	(0.6)	0.0	(0.4)	(0.4)	(0.3)	0.1	(0.6)	(0.1)
今年以来的变动(上上周)	(0.8)	0.0	(0.2)	0.2	(1.0)	5.0	0.4	(0.6)	0.0
今年以来的同比变动(上周)	32.6	19.3	34.4	15.8	19.3	18.0	46.0	23.6	29.1
今年以来的同比变动(前一周)	33.4	19.3	35.9	15.6	20.3	13.0	45.7	24.2	29.1

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

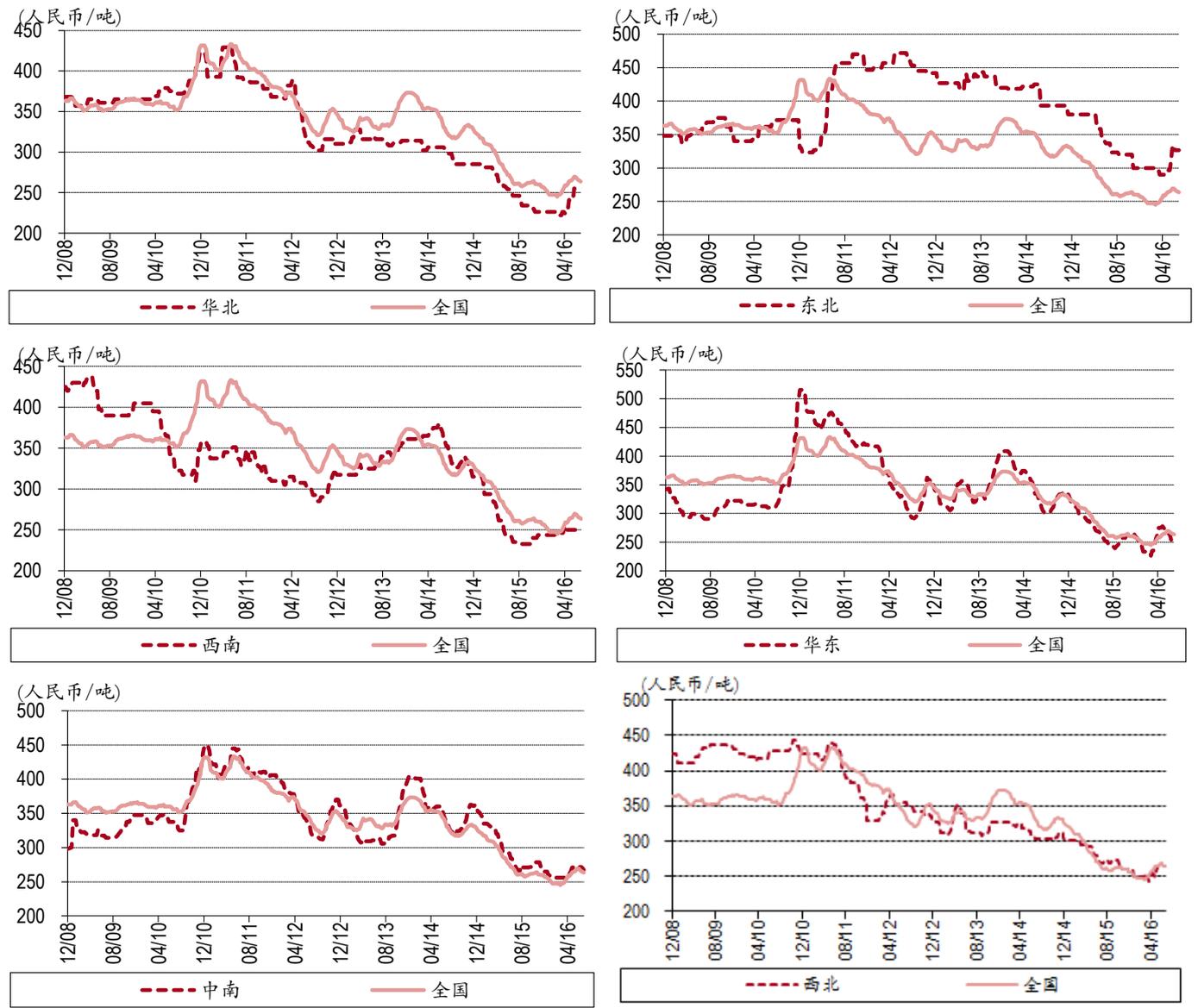
地区	省	16年7月		2015年年初至今的均价 (人民币/吨)	2016年以来的均价 (人民币/吨)	今年以来均价的同比变动 (%)	今年以来的变动 (%)	月环比 (%)	周环比 (%)	上周今年以来均价的同比变动 (%)	上周今年以来的变动 (%)	去年年初至今的变动 (%)
		22日 (人民币/吨)	周均价同比变动 (%)									
华北	北京	310	10.7	305	284	(6.9)	10.7	6.9	0.0	(7.0)	10.7	(12.5)
	天津	300	15.4	286	275	(3.7)	15.4	7.1	0.0	(3.7)	15.4	(18.8)
	河北	250	13.6	255	212	(16.7)	38.9	13.6	0.0	(16.9)	38.9	(20.0)
	山西	205	(10.9)	247	197	(20.4)	7.9	0.0	0.0	(20.3)	7.9	(11.5)
	内蒙古	210	(12.5)	245	214	(12.5)	(4.5)	0.0	0.0	(12.4)	(4.5)	(4.0)
东北	辽宁	260	4.0	269	252	(6.4)	8.3	0.0	0.0	(6.3)	8.3	(10.7)
	吉林	350	6.1	385	317	(17.5)	16.7	0.0	0.0	(17.5)	16.7	(21.4)
	黑龙江	370	(5.1)	426	352	(17.5)	2.8	12.1	0.0	(17.5)	2.8	(11.4)
华东	上海	240	(9.4)	284	260	(8.4)	0.0	(17.2)	0.0	(7.9)	0.0	(11.7)
	江苏	210	5.0	234	237	1.1	(4.5)	(19.2)	0.0	2.1	(4.5)	(28.6)
	浙江	225	(13.5)	294	247	(15.9)	(13.5)	(16.7)	0.0	(15.3)	(13.5)	(21.2)
	安徽	225	9.8	244	242	(1.0)	(4.3)	(11.8)	0.0	(0.2)	(4.3)	(25.5)
	福建	245	(15.5)	312	265	(15.0)	(15.5)	(9.3)	(5.8)	(14.6)	(10.3)	(14.7)
	江西	280	16.7	304	268	(11.9)	0.0	0.0	0.0	(11.4)	0.0	(32.4)
	山东	290	11.5	276	262	(4.9)	26.1	3.6	0.0	(5.2)	26.1	(21.2)
华中	河南	250	4.2	283	237	(16.1)	0.0	8.7	8.7	(15.9)	(8.0)	(17.2)
	湖北	250	(3.8)	297	262	(11.8)	(10.7)	(7.4)	0.0	(11.3)	(10.7)	(18.8)
	湖南	260	4.0	294	270	(8.2)	(5.5)	(5.5)	0.0	(7.5)	(5.5)	(26.5)
华南	广东	285	7.5	316	267	(15.6)	14.0	0.0	0.0	(15.2)	14.0	(33.8)
	广西	270	0.0	304	257	(15.4)	22.7	(3.6)	(3.6)	(15.3)	27.3	(20.6)
	海南	300	(6.3)	339	290	(14.5)	7.1	0.0	0.0	(14.5)	7.1	(15.8)
西南	重庆	215	2.4	271	229	(15.4)	(10.4)	(2.3)	(2.3)	(14.5)	(8.3)	(33.3)
	四川	250	0.0	289	264	(8.7)	(5.7)	(5.7)	0.0	(8.0)	(5.7)	(24.2)
	贵州	255	10.9	252	246	(2.4)	10.9	0.0	0.0	(2.3)	10.9	(17.9)
	云南	245	(2.0)	269	249	(7.2)	2.1	(5.8)	0.0	(6.9)	2.1	(25.4)
	西藏	760	26.7	600	638	6.4	26.7	24.6	0.0	5.6	26.7	0.0
西北	陕西	275	(3.5)	277	252	(9.1)	22.2	0.0	0.0	(9.5)	22.2	1.8
	甘肃	245	2.1	269	242	(10.0)	2.1	0.0	0.0	(9.7)	2.1	(20.0)
	青海	260	(7.1)	339	268	(20.9)	(7.1)	0.0	0.0	(20.3)	(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	277	(13.5)	15.4	0.0	0.0	(13.8)	15.4	0.0
全国	平均	261	0.5	291	257	(11.6)	4.0	(1.5)	(0.1)	(11.4)	4.1	(18.8)

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


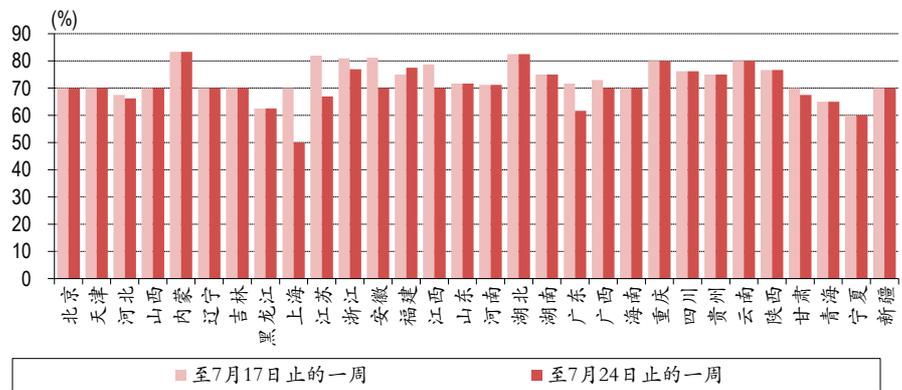
资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究

图表 4. 各地区水泥价格



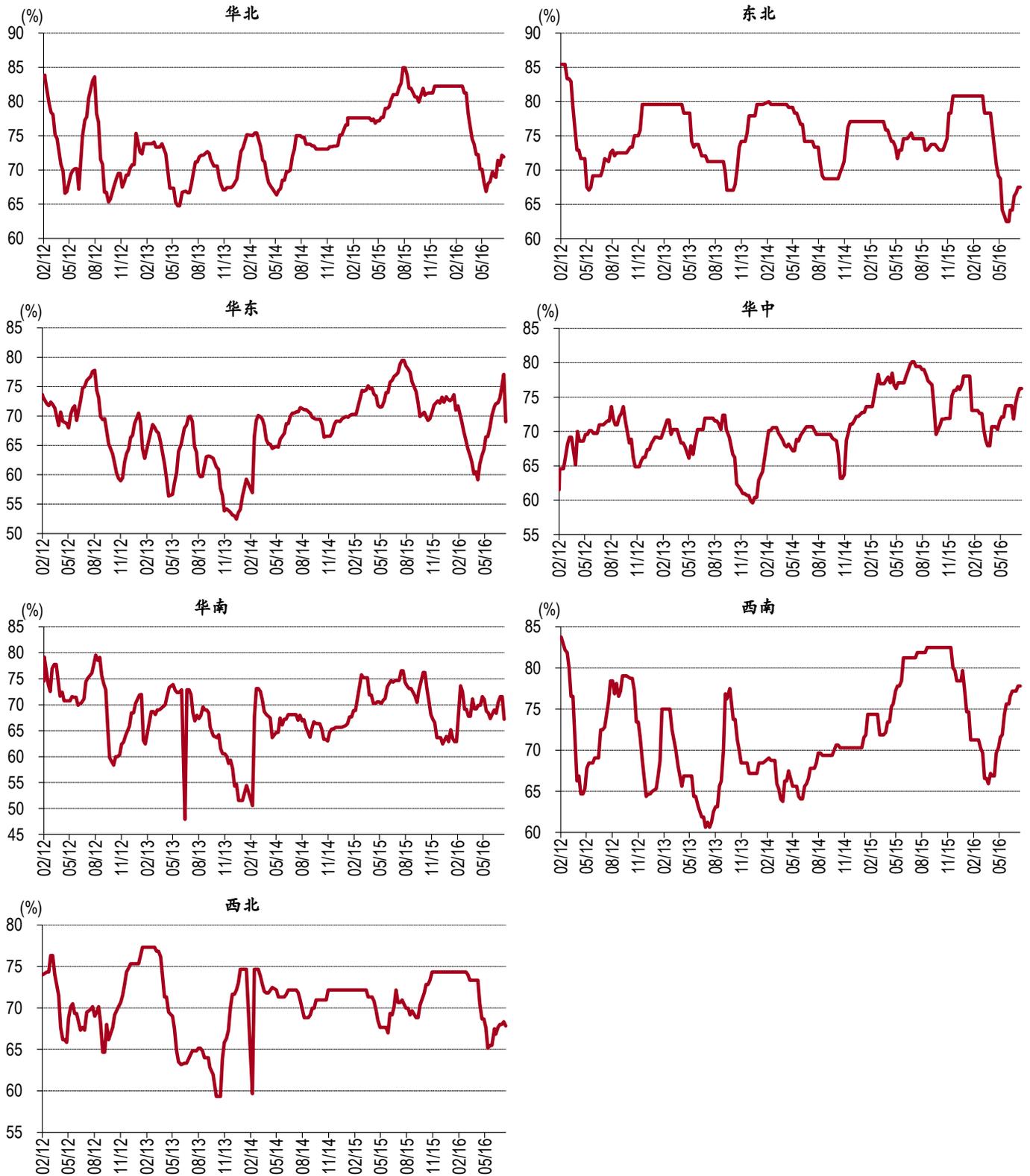
资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究

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：河北、上海、江苏、浙江、安徽、江西、广东、广西和甘肃。
- 库存水平环比上升的地区：福建。

图表 7. 各公司水泥产能分布情况

		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%
	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%											

资料来源: 中国水泥协会, 中银国际研究预测

续图表 7. 各公司水泥产能分布情况 (续)

		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%										

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，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