



中性

建材行业周报

建材行业依旧景气，关注外部冲击

发改委调研建材价格触发市场情绪波动，未来基建需求反弹可能性大，建材依然景气，短期内限产松动或限价可能性低，但警惕外部冲击以及其他政策风险。

- 发改委调研建材价格触发市场情绪波动：**本周申万建筑指数收盘4601.95点，周跌幅5.02%，大幅跑输大盘。板块整体估值12.79倍PE，较上周有所下跌。本周受大盘情绪影响之外，发改委调研建材价格，引发市场对水泥限价与限产政策的担忧。细分板块中，水泥与管材、玻纤跌幅较大，分别下跌6.39%、5.09%、5.10%，其他板块均有不同程度下跌。建材相关概念板块亦均有不同程度下跌，其中西部水泥下跌4.04%，跌幅最大。本周消费属性较强的二线建材龙头有较强的抗跌能力，表现相对较好。
- 未来基建需求反弹可能性进一步加大：**8月份经济数据公布，固定资产投资进一步下行，2018年基建增速为负基本坐实，其主要原因是金融去杠杆导致非标与城投债等资金渠道缺位，积极的政策信号未能落地。根据宏观经济学理论，基建产出与人均资本存量，人均产出等变量密切相关，经过详细测算，我们认为2018-2020年全国基础设施建设的内在增长率分别为12.5%、12.1%、9.1%。而由于资金供给的非正常缺位，预计2018年基础设施建设实际增速为负，将导致基础设施建设实际供应的不足。我们认为随着国内经济下行压力进一步提升以及中美贸易战的进一步激化，政策与资金逐步开路，2018年四季度至2019年基建增长将有较大幅度反弹，对水泥需求的拉动将更上一个台阶。
- 环保限产松绑概率低，限价可能性小：**当前水泥价格高企，主要原因是错峰停窑导致供给不足，在供给不足的前提下限产只会激化供需矛盾，可能性并不大。从水泥行业角度来说，下游混凝土的成本主要来自于砂石，占比达到48.8%，而水泥占比仅19.9%。当前水泥单价超过400元，单吨涨价50元，反映到混凝土上的成本变化不到8块钱，通过环保松绑或者限价来减轻对混凝土企业的成本压力可能性不大。而近期环保限产的实施范围已经有所扩大，体现环保治理的决心，当前“开倒车”的可能性并不高。但我们认为“环保一刀切”的做法有可能出现微调，降低政策实行的冲击度。
- 外部熟料进口与政策调整是行业的主要风险点：**当前水泥价格较高，东南亚熟料由于成本低关税低进口量逐步增加，预计全年进口量将达到1000万吨，对市场造成一定冲击，水泥价格大幅上涨空间不大。而上游行业高度景气利润丰厚，中游制造业由于需求不足难以有效传导高企的PPI，未来恐有其他政策调整产业链利润的风险。
- 建议从区域景气度以及行业属性选股：**水泥行业依旧景气，业绩仍存释放空间，建议从区域景气度和行业属性的角度选股。推荐产业布局完善成本优势明显的**海螺水泥**，广东省内行业高景气度受益者**塔牌集团**，减水剂行业集中受益者**建研集团**，以及C端定价权凸显B端产品突出的**三棵树**。
- 风险提示：**环保政策转向，外来产品冲击、其他政策风险

相关研究报告

《水泥行业点评》20180912

《建筑建材行业周报》20180910

《建材行业2018年半年报总结》20180904

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100003

*余斯杰为本报告重要贡献者



目录

主要观点与策略.....	4
板块行情.....	5
建材指数.....	5
细分板块与概念指数.....	5
个股表现.....	6
公司事件.....	7
产能与供给.....	8
水泥产能变动.....	8
玻璃产能变动.....	8
玻纤产能变动.....	8
行业数据与新闻.....	9
行业数据与新闻.....	9
1.统计局公布固定资产投资数据.....	9
重点推荐.....	10
1.海螺水泥.....	10
2.塔牌集团.....	10
3.建研集团.....	10
4.三棵树.....	10
风险提示.....	11



图表目录

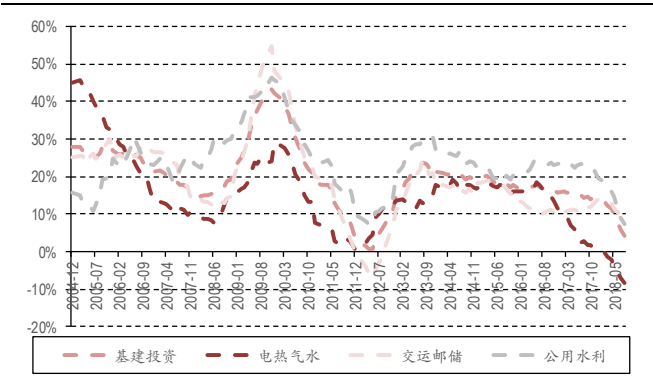
图表 1. 基建板块投资持续下行	4
图表 2. 基础设施建设增速预期	4
图表 3. 建材行业近期走势	5
图表 4. 主要板块本周涨跌幅与估值	5
图表 5. 相关概念指数涨跌幅与估值	5
图表 6. 本周建筑建材板块涨跌幅排名	6
图表 7. 本周停复牌情况	6
图表 8. 资金出入情况	6
图表 9. 近期限售解禁一览表	7
图表 10. 股东增减持一览表	7
图表 11. 本周质押一览表	7
图表 12. 行业定增预案	7
图表 13. 全国水泥错峰停窑情况一览	8
图表 14. 近期水泥价格与库存	9
图表 15. 近期玻璃价格与库存	9
图表 16. 近期煤炭价格与库存	9
图表 17. 近期石油焦价格与库存	9
附录图表：报告中提及上市公司估值表	12



主要观点与策略

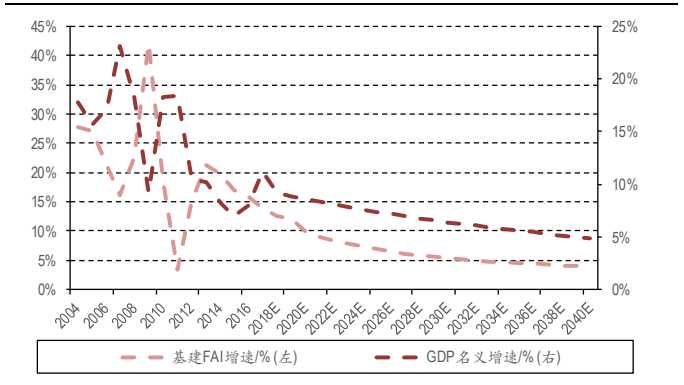
基建需求进一步下探：本周固定资产投资数据以及地产行业数据公布，基建投资增速持续下行。8月份基础设施建设固定资产投资完成额为1.49万亿元，其中电力热力完成额为0.25万亿元，交运邮储为0.52万亿元，公用水利为0.72万亿元；三大板块当月同比增速分别为-10.25%、-5.43%、-4.53%，基础设施建设总体增速为-5.85%。下游投资增速趋势持续下行。我们认为在2017年金融业去杠杆以来，基建投资资金持续缺位，预计全年非标、城投债等融资渠道将出现显著萎缩，导致基建资金供应不足。而在银行业MPA考核放开但信贷政策没有进一步放松的情况下，货币政策的边际宽松并未顺畅的传导到基建投资领域。总体来看，2018年基建投资增速负增长基本做实，2019年随着后续政策转向的体现以及2018年的低基数效应增速将有所回升。

图表 1. 基建板块投资持续下行



资料来源：万得数据及中银证券

图表 2. 基础设施建设增速预期



资料来源：万得数据及中银证券

未来基建需求反弹可能性进一步加大：根据宏观经济学理论，基建产出与人均资本存量，人均产出等变量密切相关，经过详细测算，我们认为2018-2020年全国基础设施建设的内在增长率分别为12.5%、12.1%、9.1%。而由于资金供给的非正常缺位，预计2018年基础设施建设实际增速为负，将导致基础设施建设实际供应的不足。我们认为随着国内经济下行压力进一步提升以及中美贸易中战的进一步激化，政策与资金逐步开路，2018年四季度至2019年基建增长将有较大幅度反弹，对水泥需求的拉动将更上一个台阶。

环保限产松绑概率低，但有可能初显微调：从水泥行业角度来说，下游混凝土的成本主要来自于砂石，占比达到48.8%，而水泥占比仅19.9%。当前水泥单价超过400元，单吨涨价50元，反映到混凝土上的成本变化不到8块钱，通过环保松绑或者限价来减轻对混凝土企业的成本压力可能性不大。而近期环保限产的实施范围已经有所扩大，体现环保治理的决心，当前“开倒车”的可能性并不高。但我们认为“环保一刀切”的做法有可能出现微调，降低政策实行的冲击度。

外部熟料进口与政策调整是行业的主要风险点：随着国内水泥价格持续高企，来自越南等地区的水泥持续进口国内，将对国内市场造成一定冲击。预计全年水泥熟料进口规模可以达到1000万吨，在外部冲击下，我们认为今年旺季水泥大幅度上涨的空间不大。当前水泥等上游行业由于环保限产的执行，普遍初显供给不足，原材料价格上涨的现象，行业整合、企业协同、龙头受益初显。在下游需求不足的环境下，价格难以传导，中游企业利润空间被进一步压缩。而社保新规的执行将进一步加重中游制造业人工成本。除了环保限产等短期见效快的政策，存在出台新政策进行产业链利润重新分配的风险。

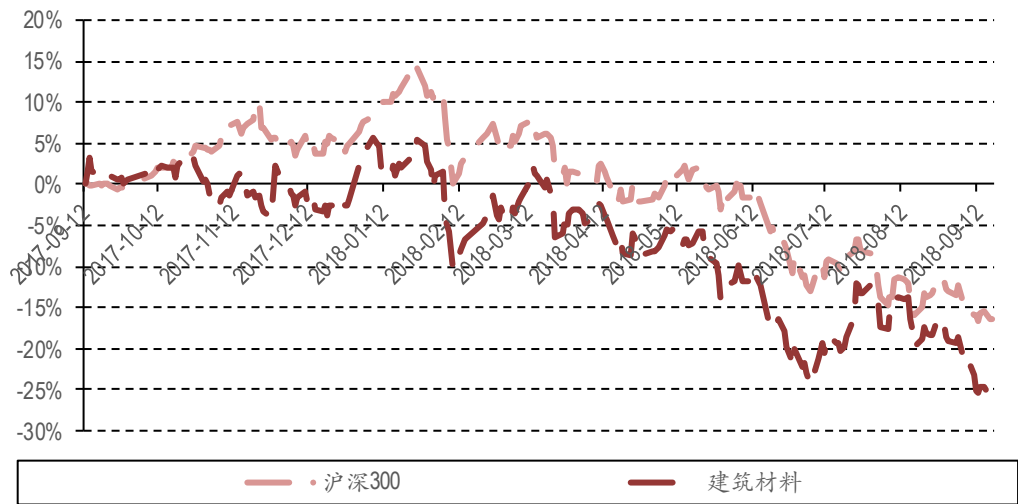


板块行情

建材指数

本周申万建材指数收盘 4601.95 点，周跌幅 5.02%，跑输大盘。板块整体估值 12.79 倍 PE，较上周明显下跌。本周受大盘情绪影响之外，发改委建材价格联合调研，固定资产投资数据的持续下滑对建材板块表现有较大影响。

图表 3. 建材行业近期走势

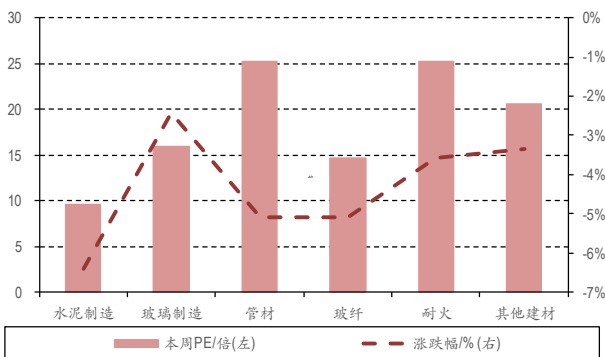


资料来源：万得数据及中银证券

细分板块与概念指数

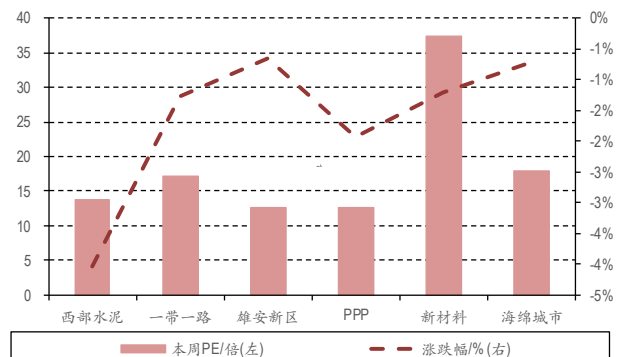
细分板块中，水泥与管材、玻纤跌幅较大，分别下跌 6.39%、5.09%、5.10%，主要因素是发改委调研建材价格引起市场情绪波动以及市场对中美贸易战的担忧。受水泥、管材、玻纤带动，其他板块均有不同程度下跌。建材相关概念板块亦均有不同程度下跌，其中西部水泥下跌 4.04%，跌幅最大。

图表 4. 主要板块本周涨跌幅与估值



资料来源：万得数据及中银证券

图表 5. 相关概念指数涨跌幅与估值



资料来源：万得数据及中银证券



个股表现

建材板块总体涨少跌多，市场情绪波动较大：受大盘以及建材板块整体影响，本周建材板块个股跌多涨少，78 个个股中下跌 63 个、上涨 11 个、持平 4 个。其中*ST 新亿、*ST 百特持续停牌，四川金顶因资产重组本周停牌。上涨个股中，扬子新材、东宏股份、顾地科技、冀东水泥、开尔新材涨幅居前。其中冀东水泥溢价要约收购提振基本面预期，上周逆势上涨。其他上涨个股涨幅均较小，主要为具有消费属性的二线龙头，业绩较为稳健。下跌个股中，伟星新材、塔牌集团、华新水泥、北新建材、坚朗五金跌幅较大。跌幅较大个股均为建材行业各细分板块龙头或业绩较为坚挺的个股。我们认为当前发改委调研建材事件影响有限，龙头个股业绩依然亮眼，未来有一定补涨预期。

图表 6. 本周建筑建材板块涨跌幅排名

上涨排名	公司简称	涨幅	下跌排名	公司简称	涨幅
1	扬子新材	10.78%	1	伟星新材	-15.29%
2	东宏股份	7.35%	2	塔牌集团	-10.96%
3	顾地科技	5.09%	3	华新水泥	-10.30%
4	冀东水泥	4.76%	4	北新建材	-9.39%
5	开尔新材	3.32%	5	坚朗五金	-9.24%

资料来源：万得数据及中银证券

图表 7. 本周停复牌情况

代码	简称	停复牌状态	停牌原因
600145.SH	*ST 新亿	持续停牌	重整事项
002323.SZ	*ST 百特	持续停牌	重大事项
600678.SH	四川金顶	持续停牌	重大资产重组
000401.SZ	冀东水泥	10 日复牌	

资料来源：万得数据及中银证券

水泥板块个股资金流出较多：本周东宏股份和扬子新材资金流入比率较高，市场表现较好，主要原因是建材板块调整，水泥等传统建材超跌，部分有消费属性的二线龙头有较好抗跌属性，成为机构调整仓位首选。本周个股资金流出较多的主要集中在水泥等大宗建材板块，与本周水泥板块领跌的情况相关。

图表 8. 资金出入情况

资金流入个股					
证券代码	证券简称	主力流入额/万	成交额/万	主力流入率/%	主力流入额占比/%
300198.SZ	纳川股份	14,128.35	71,947.58	19.64	5.38
603856.SH	东宏股份	5,223.02	30,189.10	17.30	4.55
002652.SZ	扬子新材	3,986.74	25,845.42	15.43	1.25
603725.SH	天安新材	658.00	6,875.70	9.57	0.54
002641.SZ	永高股份	113.37	1,852.76	6.12	0.04
资金流出个股					
证券代码	证券简称	主力流入额/万	成交额/万	主力流入率/%	主力流入额占比/%
600802.SH	福建水泥	(3,326.74)	26,590.86	(12.51)	(1.15)
600881.SH	亚泰集团	(1,361.88)	8,375.14	(16.26)	(0.12)
300093.SZ	金刚玻璃	(1,942.72)	11,822.61	(16.43)	(1.33)
600321.SH	*ST 正源	(477.60)	2,821.11	(16.93)	(0.18)
002398.SZ	建研集团	(987.09)	5,023.36	(19.65)	(0.40)

资料来源：万得数据及中银证券



公司事件

近期解禁、增减持、质押较少，本周无新发定增预案：近期建材板块限售解禁较少，海南瑞泽 10 月 10 日解禁数量占流通股 0.47%，抛压相对较小。本周友邦吊顶股东增持，是建材板块唯一增持个股，净买入量 57.29 万股，占流通股 2.201%，比重相对较大，对股价有一定提振作用。新增股东质押较少，总体质押率变动在 0.30%-0.50% 的范围内，其中濮耐股份股东本周质押 5000 万股，质押率提升 5.63%，质押比例较大，但净增加比率较小，主要是股东延长质押期限所致。本周建筑板块无新定增预案公告。

图表 9.近期限售解禁一览表

股票代码	股票简称	解禁日	解禁数量/万	流通股/万	占流通股/%	解禁类型
002596.SZ	海南瑞泽	2018-10-10	344.30	72,589.62	0.47	股权激励

资料来源：万得数据及中银证券

图表 10.股东增减持一览表

股票代码	股票简称	变动次数	涉及股东	总变动方向	净买入/万	参考市值/万	占流通股/%
002718.SZ	友邦吊顶	3	2	增持	57.29	1,517.71	2.201

资料来源：万得数据及中银证券

图表 11.本周质押一览表

股票代码	股票简称	本周累计质押	质押率变动
000546.SZ	金圆股份	300.00	0.42%
002225.SZ	濮耐股份	5,000.00	5.63%
300198.SZ	纳川股份	300.00	0.29%
300234.SZ	开尔新材	100.00	0.35%

资料来源：万得数据及中银证券

图表 12.行业定增预案

股票代码	股票简称	最新公告日	方案进度	增发价格	增发数量/万	募集资金/亿	定价方式	认购方式	定增目的
002742.SZ	三圣股份	2018-02-23	董事会预案		8,640.00	9.62	竞价	现金	项目融资
002694.SZ	顾地科技	2017-06-24	董事会预案		11,943.93	30.00	竞价	现金	项目融资
002082.SZ	万邦德	2018-07-19	董事会预案	12.55	27,075.70	33.98	定价	资产	融资收购其他资产
002225.SZ	濮耐股份	2018-04-20	股东大会通过		17,727.31	7.57	竞价	现金	项目融资
300117.SZ	嘉寓股份	2014-10-09	股东大会通过	2.26	37,689.54	8.60	定价	现金	补充流动资金
002596.SZ	海南瑞泽	2018-09-01	证监会核准		19,682.73	6.90	竞价	现金	配套融资
600876.SH	洛阳玻璃	2018-03-20	证监会核准		10,535.34	5.12	竞价	现金	配套融资

资料来源：万得数据及中银证券



产能与供给

图表 13. 全国水泥错峰停窑情况一览

区域	地区	限产时间	控制产能
东北	黑吉辽	2018年6月1日-9月30日	6、7、8、9每月停窑15天
华北	河北	2018年3月16日-11月14日	非采暖季石家庄、唐山限产30%；邢台、邯郸限产20%
华北	唐山	2018年7-9月	7-8月份限产30%-100%不等
	山西	2018年9月	太原、临汾、运城分两批停窑20天，吕梁停窑一个月
	内蒙古	2018年5月16日-11月15日	5月16日起隔一个月停窑30天，旺季总体停窑80-100天
华东	山东	2018年全年	全年停窑160天，其中1-3月75天、6月20天、8-9月20天、11-12月45天
	芜湖	2018年9月5日-11日	企业限产50%
	江苏	2018年全年	全年停窑60天，其中1-3月40天、8-9月10天、10-12月10天
	常州	2018年8-12月	熟料限产50%
	江西	2018年全年	熟料全年停窑55天，其中春节35天、夏季10天、环境敏感期10天
华中	河南	2018年8月25日-9月15日	停窑20天
	湖北	2018年全年	全年停产时间超过70天，其中非冬季错峰期要达到30天以上
	湖南	2018年全年	全年停窑85天，其中四个季度分别停产35天、15天、15天、20天
西南	四川	2018年全年	熟料全年停窑110天，1-12月分别停10、20、10、5、0、7、10、13、7、8、10、10天
	重庆	2018-2020年	主城区与渝西每年停窑110天，渝东每年停窑85天
	贵州	2018年全年	全年停窑80-120天，其中黔中120天

资料来源：卓创资讯、中银证券

水泥产能变动

供应面：山西部分地区开始执行错峰停窑，熟料供应短期趋紧。贵州计划9月份停窑限产10天。唐山暂时撤回9月工业企业限产方案。冀中南区域9月份并未公布及执行停药计划。9月5-11日，芜湖3程熟料线停窑限产。

玻璃产能变动

供应面：本周全国浮法玻璃生产线供给297条，在产243条，日熔量供给160980吨。本周新点火1条，改产1条，无冷修生产线。

新点火：武汉长利玻璃有限公司1000吨洪湖二线9月8日新点火，本线为原武昌搬迁线。

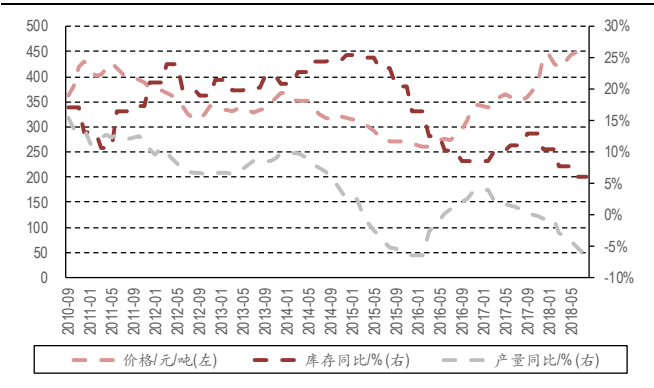
改产线：中玻咸阳玻璃有限公司350吨浮法一线原产蓝星灰，9月10日晚投料改产福特蓝。

玻纤产能变动

本周玻纤产能暂无变动。

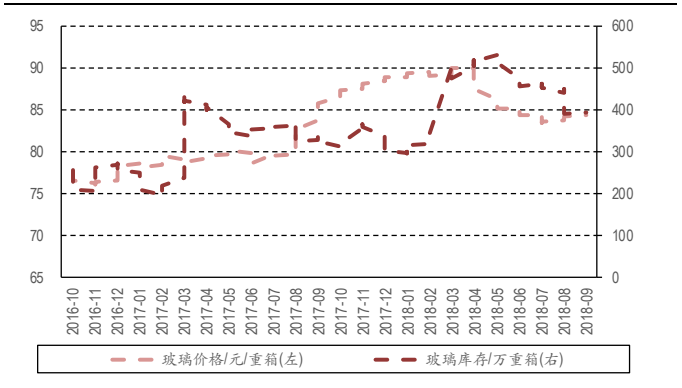
行业数据与新闻

图表 14. 近期水泥价格与库存



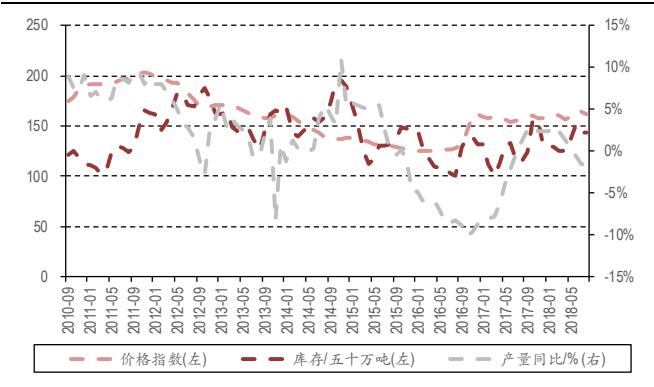
资料来源：万得数据及中银证券

图表 15. 近期玻璃价格与库存



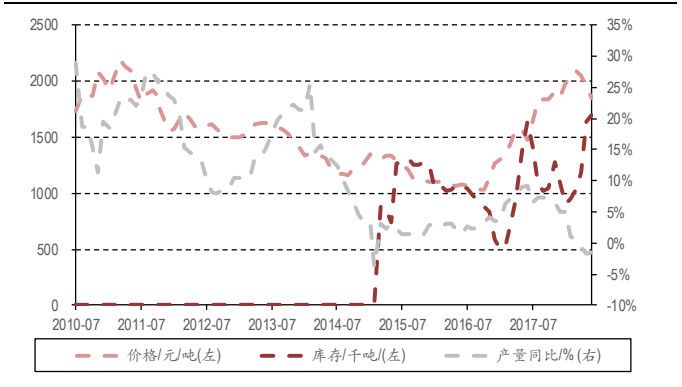
资料来源：万得数据及中银证券

图表 16. 近期煤炭价格与库存



资料来源：万得数据及中银证券

图表 17. 近期石油焦价格与库存



资料来源：万得数据及中银证券

水泥价格调升，成本稳定，业绩弹性较大：随着施工旺季到来，水泥价格持续调涨，各地涨幅 30-50 元不等。成本端煤炭价格库存和价格均保持稳定，未来水泥企业业绩弹性较大。但东南亚地区进口量逐步增加，预期全年进口熟料将达到 1000 万吨，对国内市场造成一定冲击，全面上涨空间有限。

玻璃短期仍有业绩释放空间，中长期价格将趋势性回落：近期玻璃价格随施工旺季小幅调升，库存有所下降，四季度还有一段业绩释放期。但成本端石油焦价格持续上涨，产量有所下降；而且玻璃产能持续上行，中长期价格将趋势性回落。

1. 统计局公布固定资产投资数据

近期，发改委价格司针对砂石骨料价格因为环保治理因素出现暴涨，对水泥、混凝土、砂石三行业展开联合调研。

点评：市场对本次建材调研反映较大，一方面处于对水泥限价的担忧另一方面是放松环保限产。我们认为当前水泥价格高企是供给不足，在限产的情况下限价会进一步激化供需矛盾。而当前环保限产只有进一步加大力度的可能。限产限价短期内不是行业的主要风险点。

来源：国家发改委



重点推荐

1. 海螺水泥

推荐理由：公司自有矿山并全产业链开发产品，降低材料成本；规模效应更提升成本优势。相比广东区域龙头，吨单价 354.79 元，吨成本 251.78 元。公司成本优势明显，尽管由于布局全国均价被拉低，但成本优势明显，吨毛利依然占优。近期公司收购广东广英水泥，当前广东省内景气度全国最高，收购广英水泥后省内熟料产能接近 1800 万吨，缩小与华润水泥差距，提升区域影响力。

业绩预测：预计 2018-2020 年公司营业收入为 1073.34、1238.54、1368.56 亿元，归母净利润 303.62、338.55、361.44 亿元。EPS 为 5.73、6.39、6.82 元。

2. 塔牌集团

推荐理由：受益于人口流入以及省内产能短缺，目前广东省内是全国水泥行业景气度最高的地区。根据数字水泥网和万得资讯，广东省内吨单价高位运行，毛利率接近 40%。库容率 51.67%，水平较低。投资增速抬头，需求持续旺盛，部分水泥由广西福建进口。2018 年 6 月产量达 1, 302.31 万吨，环比回落，供需持续紧张。公司作为区域主要供应商充分受益，未来文福万吨二线的建造将进一步释放产能，进一步体现区域优势。当前水泥成本端趋稳，需求端随着施工淡季进入尾声，下半年价格有望进一步上行，预计全年省内均价将达 370 元。量价同增驱动下，2018 年利润有望再创新高。

业绩预测：预计 2018-2020 年公司营业收入为 70.24、72.22、80.51 亿元，归母净利润 19.02、20.23、22.59 亿元。EPS 为 1.60、1.70、1.90 元。

3. 建研集团

推荐理由：受环保督察影响，减水剂行业集中度逐步提升，公司作为减水剂龙头，销售收入将有稳步增长。减水剂业务在 5-6 月份销量有较明显增长，是业绩提升的重要因素。减水剂行业价格传导较为通畅，2018 年以来受原油涨价影响，原材料价格上涨 5%，但公司通过产品涨价顺利转嫁成本波动，减水剂基本可以保持 25% 的毛利率。福建、重庆、贵州、浙江等传统区域依然是公司减水剂业务收入的主要来源。

业绩预测：预计 2018-2020 年公司营业收入为 25.41、28.56、31.40 亿元，归母净利润为 2.48、3.38、4.20 亿元。EPS 为 0.36、0.49、0.61 元。

4. 三棵树

推荐理由：零售端业务需求稳定与定价能力较高，盈利水平较高，现金流稳定。目前原材料价格依然处于高位，后期可能进入下行通道，而零售端价格保持上涨后的水平，预计零售端利润空间有望进一步扩大。工程端产品核心竞争力较强，工程渠道有望进一步下沉，以提前布局迎接重涂、精装修等企业客户为主的市场。

业绩预测：预计 2018-2020 年公司营业收入为 34.61、45.70、60.72 亿元，归母净利润为 2.53、3.51、4.43 亿元。EPS 为 1.92、2.65、3.35 元。



风险提示

- 1. 环保政策转向:** 环保限产导致的供给不足是当前建材板块业绩景气的根本原因。政策松绑将导致本轮行业景气基础不复存在。
- 2. 外来产品冲击:** 东南亚产品关税较低，成本也较低，当前进口量逐步加大以弥补供需缺口，预计对国内市场价格有一定冲击。
- 3. 其他政策风险:** 当前PPI较高而下游需求不足，导致建材等行业利润较高而中游产业难以转嫁成本压力，利润水平较低，未来警惕出现政策重新分配产业链利润的风险。

附录图表：报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
600585.SH	海螺水泥	买入	32.95	1,804.67	2.99	5.73	11.0	5.8	18.10
600801.SH	华新水泥	买入	17.60	232.81	1.39	3.04	12.7	5.8	9.05
000789.SZ	万年青	买入	11.15	68.39	0.75	1.93	14.8	5.8	5.55
002233.SZ	塔牌集团	买入	10.83	129.12	0.60	1.60	17.9	6.8	7.28
002372.SZ	伟星新材	买入	13.80	180.91	0.63	0.77	22.0	17.9	2.33
600176.SH	中国巨石	买入	9.57	335.17	0.61	0.80	15.6	12.0	3.72
002088.SZ	鲁阳节能	买入	12.09	43.76	0.59	0.73	20.5	16.6	5.12
603737.SH	三棵树	买入	42.48	56.43	1.32	1.92	32.1	22.1	8.57
002398.SZ	建研集团	买入	4.89	33.88	0.28	0.36	17.7	13.6	3.36
002043.SZ	兔宝宝	买入	6.59	54.71	0.44	0.57	15.0	11.6	2.00
601636.SH	旗滨集团	增持	4.04	108.63	0.42	0.51	9.5	7.9	2.64
000012.SZ	南玻A	增持	4.80	114.74	0.29	0.31	16.6	15.5	3.08
600660.SH	福耀玻璃	未有评级	24.20	603.64	1.26	1.54	19.3	15.7	7.57
002271.SZ	东方雨虹	未有评级	14.68	220.08	0.83	1.07	17.8	13.7	4.55
000786.SZ	北新建材	未有评级	15.53	262.38	1.39	1.81	11.2	8.6	7.33
603826.SH	坤彩科技	未有评级	12.47	58.36	0.25	0.39	49.4	31.8	2.58

资料来源：万得数据及中银证券

注：股价截止日2018年9月14日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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