



中性

建筑行业周报

地方债发行接近限额，基建投资亟需利好政策

1-7 月份全国地方政府累计新增一般债 0.87 万亿元，占全年限额 93.5%；新增专项债 1.69 万亿元，占全年限额 78.6%。考虑下半年地方债发行放缓或将减少基建投资资金来源，目前基建投资仍需要政策利好推动。

- **地方政府债券年累计发行量已经接近全年限额：**截至 7 月底，各地已组织发行地方政府债券 33,932 亿元，其中，新增地方政府债券 25,534 亿元，占全年新增地方政府债务限额的 83%，再融资债券 8,073 亿元；置换债券 325 亿元。在新增地方债中，新增一般债总额接近 0.87 万亿元，占全年限额约为 93.5%；新增专项债总额 1.69 万亿元，占全年限额的 78.6%。随着专项债发行总量逐步接近限额，在无其他政策支撑的前提下，预计地方政府提振基建能力有限。
- **地产收紧，基建投资不及预期，亟需政策利好推动：**2019 年 7 月份以来，地产融资政策全面收紧，预计下半年地产产业链相关需求将明显收缩；因此基建将进一步成为托底建筑行业需求的工具。2019 年上半年，全国基建投资增速仅为 3%，低于市场预期，我们认为上半年基建投资增速不及预期的重要原因即为地方政府资本金不足，基建项目承接信贷能力有限。考虑新增一般地方政府债已经达到全年限额的 93.5%，预计下半年地方政府债发行将明显下滑，进而导致地方政府一般预算收入减少，从而减少基建项目资金来源。因此下半年基建投资增速回升只有两种可能，一是地方政府提高用于基建投资的支出比例，二是下调部分基建项目最低资本金要求。
- **人民币汇率“破七”或将利好海外工程板块：**随着贸易战升级，人民币汇率历史性破 7，我们认为尽管“一带一路”有部分任务在于推进人民币结算，但是工程项目支付将依旧以美元为主。随着人民币汇率贬值，海外工程板块公司部分工程项目收入以美元计价将带来部分汇兑收益。

重点推荐

- 预计下半年基建依然是建筑行业相对有机会的细分板块，推荐基本面稳健的基建大央企**中国铁建**。

评级面临的主要风险

- **基建项目资本金未有变化，新开工面积增速下滑导致板块关注度进一步下降。**

相关研究报告

《建筑行业周报》20190806

《建筑行业周报》20190730

《建筑行业周报》20190716

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*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
个股表现.....	6
公司事件.....	7
工程中标一览	9
行业数据与新闻	10
重点推荐.....	11
风险提示.....	12

图表目录

图表 1.1-7 月份地方债券发行情况	4
图表 2. 基建资金流向结构图	4
图表 3. 建筑行业近期走势	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. 未来一个月限售解禁一览表	7
图表 10. 股东增减持一览表	7
图表 11. 个股质押一览表	7
图表 12. 行业定增预案	8
图表 13. 本周中标企业与中标项目一览	9
图表 14. 近期建筑行业开工情况	10
图表 15. 地产行业投融资数据	10
附录图表 16. 报告中提及上市公司估值表	13

主要观点与策略

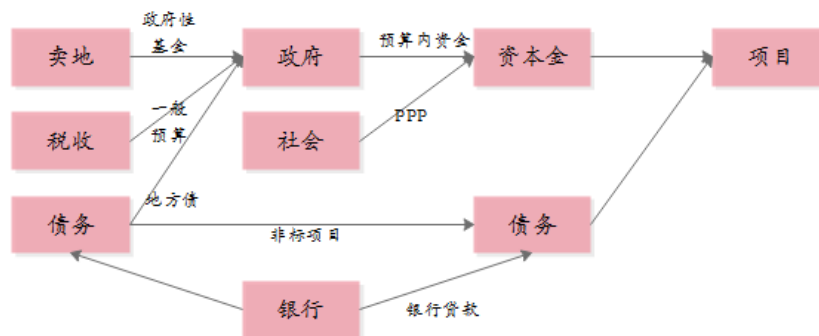
地方政府债券年累计发行量已经接近全年限额：截至 7 月底，各地已组织发行地方政府债券 33,932 亿元，其中，新增地方政府债券 25,534 亿元，占全年新增地方政府债务限额的 83%，再融资债券 8,073 亿元；置换债券 325 亿元。在新增地方债中，新增一般债总额接近 0.87 万亿元，占全年限额约为 93.5%；新增专项债总额 1.69 万亿元，占全年限额的 78.6%。随着专项债发行总量逐步接近限额，在无其他政策支持的前提下，预计地方政府提振基建能力有限。

图表 1.1-7 月份地方债券发行情况

	新增	再融资	置换债	合计
一般债	8,668.97	5,667.55	142.00	14,478.52
专项债	16,864.59	2,405.77	183.00	19,453.36
合计	25,533.56	8,073.32	325.00	33,931.88

资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 基建资金流向结构图



资料来源：万得，中银国际证券

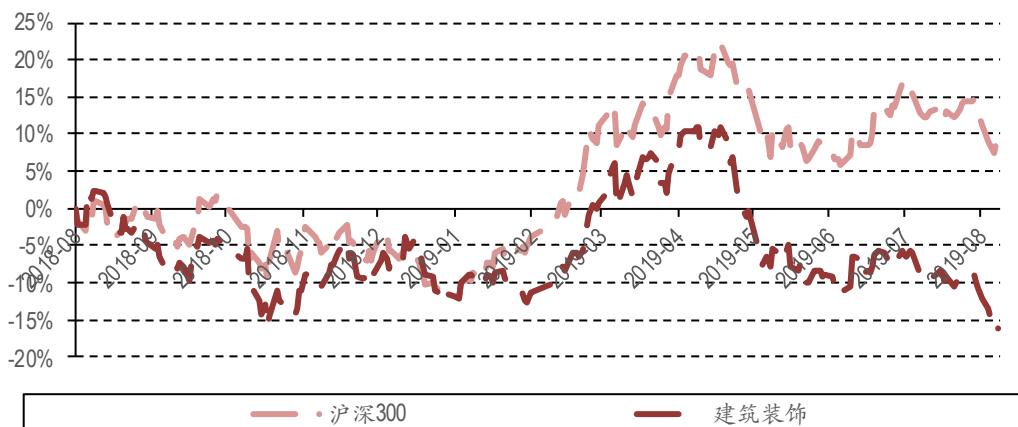
地产收紧，基建投资不及预期，亟需政策利好推动：2019 年 7 月份以来，地产融资政策全面收紧，预计下半年地产产业链相关需求将明显收缩；因此基建将进一步成为托底建筑行业需求的工具。2019 年上半年，全国基建投资增速仅为 3%，低于市场预期，我们认为上半年基建投资增速不及预期的重要原因即为地方政府资本金不足，基建项目承接信贷能力有限。考虑新增一般地方政府债已经达到全年限额的 93.5%，预计下半年地方政府债发行将明显下滑，进而导致地方政府一般公共预算收入减少，从而减少基建项目资本金来源。因此下半年基建投资增速回升只有两种可能，一是地方政府提高用于基建投资的支出比例，二是下调部分基建项目最低资本金要求。

板块行情

建筑指数

板块小幅下跌，跌幅高于大盘：本周申万建筑指数收盘 2,015.80 点，本周下跌 4.86%，跌幅大于大盘指数，跑输大盘。板块整体估值 1.01 倍 PB，与上周下跌 0.05。受贸易战升级影响，本周市场情绪继续低迷，建筑板块表现依然疲弱。

图表 3. 建筑行业近期走势

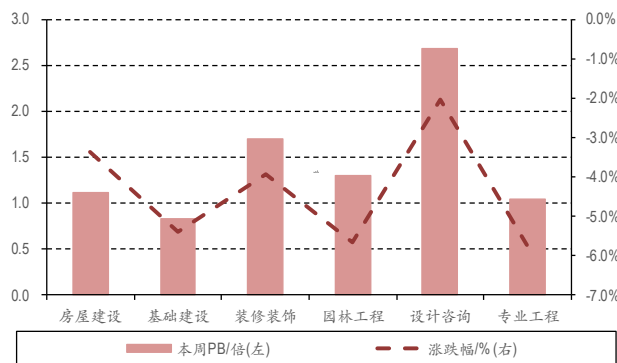


资料来源：万得，中银国际证券

细分板块与概念指数

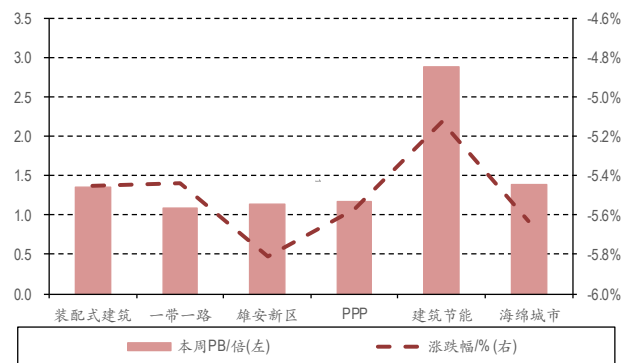
细分板块全数下跌，基建、园林、专业工程跌幅居前：本周建筑行业细分板块全部下跌，跌幅在 2%-6% 之间。基建、园林、专业工程跌幅较大，分别下跌 5.39%、5.66%、5.73%。设计咨询板块表现相对较好。建筑相关概念板块跌幅均在 5%-6% 之间。

图表 4. 主要板块本周涨跌幅与估值



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 相关概念指数涨跌幅与估值



资料来源：万得，中银国际证券

个股表现

建筑行业普遍下跌，东方园林复牌后继续下跌明显：本周建筑板块个股普遍下跌，126 个股中，上涨 9 个股，下跌 116 个股，*ST 毅达继续因未如期披露年报持续停牌。东方园林 8 月 7 日复牌，但市场并未消化解读为利好，板块情绪低迷环境下，东方园林本周继续下跌 10.34%。本周风雨筑、山鼎设计、永福股份、诚邦股份等个股涨幅居前，正平股份、东湖高新、浦东建设、东方园林、中恒设计下跌幅度较大。

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	祥龙电业	5.06	1	正平股份	(11.13)
2	风语筑	4.43	2	东湖高新	(10.35)
3	山鼎设计	3.33	3	浦东建设	(10.34)
4	永福股份	2.53	4	东方园林	(10.34)
5	诚邦股份	2.35	5	中衡设计	(10.24)

资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. 本周停复牌情况

代码	简称	停复牌状态	停牌原因
600610.SH	*ST 毅达	持续停牌	未公布年报
002310.SZ	东方园林	8 月 7 日复牌	

资料来源：万得，中银国际证券

美尚生态大额资金流入，园林板块资金流出较为集中：本周美尚生态继续存在较高比例助力资金流入，山鼎设计也有较多资金流入，或与 8 月 9 日涨停有关。城发环境、维业股份、乾景园林等均有较高比例主力资金流入。浦东建设、东方园林、中国海诚、蒙草生态、ST 云投等个股有较多资金流出，本周资金流出较多集中在园林板块。

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/%
300495.SZ	美尚生态	34,193.48	125,642.68	27.21	4.02
300492.SZ	山鼎设计	1,733.58	12,976.55	13.36	0.84
000885.SZ	城发环境	2,379.55	26,574.69	8.95	0.47
300621.SZ	维业股份	521.00	4,478.50	11.63	0.25
603778.SH	乾景园林	947.06	12,530.07	7.56	0.39
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/%
600284.SH	浦东建设	(13,266.69)	63,624.56	(20.85)	(2.16)
002310.SZ	东方园林	(28,616.14)	151,841.81	(18.85)	(2.01)
002116.SZ	中国海诚	(3,130.95)	15,250.07	(20.53)	(0.93)
002200.SZ	*ST 云投	(757.37)	3,358.47	(22.55)	(0.75)
300355.SZ	蒙草生态	(4,398.41)	30,252.40	(14.54)	(0.81)

资料来源：万得，中银国际证券

公司事件

未来一个月接近较为集中，重点关注亚泰国际、正平股份、花王股份 IPO 解禁：未来一个月，建筑板块共有 6 个股限售解禁，较为集中。其中亚泰国际、正平股份、花王股份因 IPO 解禁，份额占当前流通股本较大。城地股份和东易日盛有股权激励解禁，占流通股比例相对较小，分别为 2.48% 和 0.36%。

图表 9.未来一个月限售解禁一览表

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
002811.SZ	亚泰国际	2019-09-09	13,500.00	4,500.00	300.00	IPO 解禁
603843.SH	正平股份	2019-09-05	29,003.33	26,997.09	107.43	IPO 解禁
603007.SH	花王股份	2019-08-26	13,901.30	19,436.20	71.52	IPO 解禁
600545.SH	卓郎智能	2019-09-05	44,854.13	67,578.58	66.37	定增解禁
603887.SH	城地股份	2019-09-09	205.80	8,296.65	2.48	激励解禁
002713.SZ	东易日盛	2019-08-15	142.50	40,028.26	0.36	激励解禁

资料来源：万得，中银国际证券

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/%
002310.SZ	东方园林	2	1	持平	0.00	(0.10)	0.00
002421.SZ	达实智能	3	2	减持	(554.94)	(1,889.90)	(0.34)
300675.SZ	建科院	1	1	减持	(87.82)	(1,473.49)	(1.09)

资料来源：万得，中银国际证券

建科院减持超 1%，花王股份等四个股质押，本周无新增定增预案或进展：本周 2 个股有重要股东减持，其中建科院减持份额较大，占流通股 1.09%。本周花王股份、天域生态、达实智能、宝鹰股份四个股有大股东股权质押，其中花王股份质押率变动 2.53%，累计质押率达到 44.33%。本周建筑板块公司无新定增预案或进展。

图表 11.个股质押一览表

股票代码	股票简称	质押次数	本周累计质押	质押率变动(%)	股份质押比例(%)
603007.SH	花王股份	3	864.00	2.53	44.33
603717.SH	天域生态	1	419.00	1.73	36.50
002421.SZ	达实智能	1	600.00	0.32	22.33
002047.SZ	宝鹰股份	1	200.00	0.15	33.11

资料来源：万得，中银国际证券

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	认购方式	定增目的
300746.SZ	汉嘉设计	2019-06-11	证监会核准	19.75	1,533.83	3.03	定价	资产	融资收购
002663.SZ	普邦股份	2017-04-01	证监会核准		1,867.11	1.27	竞价	现金	配套融资
603887.SH	城地股份	2018-11-15	证监会核准		2,884.00	4.40	竞价	现金	配套融资
600133.SH	东湖高新	2019-06-01	证监会核准		14,515.59	2.20	竞价	现金	配套融资
600133.SH	东湖高新	2019-06-27	证监会核准	8.47	2,802.30	2.37	定价	资产	融资收购
601390.SH	中国中铁	2019-05-30	证监会核准	6.87	169,646.83	116.55	定价	资产	融资收购
603388.SH	元成股份	2019-05-16	股东大会通过		5,600.00	5.20			
002081.SZ	金螳螂	2015-07-04	股东大会通过	18.38	21,616.59	40.81	定价	现金	项目融资
002856.SZ	美芝股份	2019-05-21	股东大会通过		2,432.16	4.50	竞价	现金	项目融资
603959.SH	百利科技	2019-07-03	股东大会通过		8,780.80	10.00	竞价	现金	项目融资
603778.SH	乾景园林	2019-06-07	股东大会通过		10,000.00	5.10	竞价	现金	项目融资
002374.SZ	丽鹏股份	2019-06-28	股东大会通过		17,548.55	4.80	竞价	现金	项目融资
603955.SH	大千生态	2019-07-13	发审委通过		2,262.00	6.00	竞价	现金	项目融资
300506.SZ	名家汇	2019-05-27	董事会预案	9.14	3,313.39	3.03	定价	资产	融资收购
300592.SZ	华凯创意	2019-07-10	董事会预案		2,447.62		竞价	现金	配套融资
300492.SZ	山鼎设计	2019-04-09	董事会预案	20.50	6,267.57	12.85	定价	资产	融资收购
300492.SZ	山鼎设计	2019-04-09	董事会预案			8.00	竞价	现金	配套融资
002307.SZ	北新路桥	2019-03-19	董事会预案		17,964.13		竞价	现金	配套融资
002781.SZ	奇信股份	2018-11-23	董事会预案		4,500.00	10.00	竞价	现金	补充资金
300592.SZ	华凯创意	2019-07-10	董事会预案	9.80			定价	资产	融资收购
002307.SZ	北新路桥	2019-03-19	董事会预案	5.38			定价	资产	融资收购
002628.SZ	成都路桥	2019-06-19	董事会预案		15,213.32	10.00	定价	现金	补充资金

资料来源：万得，中银国际证券

工程中标一览

图表 13. 本周中标企业与中标项目一览

中标公司	中标项目	项目类型	项目进度	中标金额/亿	工期/合作期
中国中冶	贵州省纳雍至兴义国家高速公路	PPP	中标	354.00	
中国铁建	建设 2 万套保障房项目	EPC	签署合同	69.92	24 个月
中国铁建	山西运城颐和嘉年城项目	EPC	中标	49.67	1096 天
铁汉生态	博罗县沙河流域国洲镇中心排渠环境综合治理工程	EPC	中标	7.13	270 天
隧道股份	S317 线郑州境新郑机场至新密改建	PPP	中标	22.42	2.5+13 年
山东路桥	京台高速公路德州至齐河段改扩建工程二标段	施工	签署合同	16.71	1260 天
山东路桥	京台高速公路德州至齐河段改扩建工程三标段	施工	签署合同	22.12	1260 天
华电重工	国家电投滨海南区 H3#300MW 海上风电工程一标段	施工	签署合同	7.74	306 天
华电重工	国家电投滨海南区 H3#300MW 海上风电工程二标段	施工	签署合同	8.82	245 天
宏润建设	九环路（钱江变-艮山东路）电力隧道工程	施工	中标	1.14	180 天
城发环境	新安生活垃圾焚烧发电项目	BOT	中标	4.80	30 年

资料来源：公司公告，中银国际证券

中标与新签订单的数量有所下降，金额有所上升：

建筑行业本周订单小幅减少，以施工总包为主：本周建筑行业上市公司新签订单 5 项，新中标订单 6 项。剔除掉中国中冶和中国铁建的大额订单，则剩余 4 项新中标订单总额 35.49 亿元，剩余 4 项新签订单总额 55.40 亿元。新签订单和中标订单的数量和金额都相比上周有所减少。从中标和新签订单总口径来看，本周订单以施工总包类型为主。

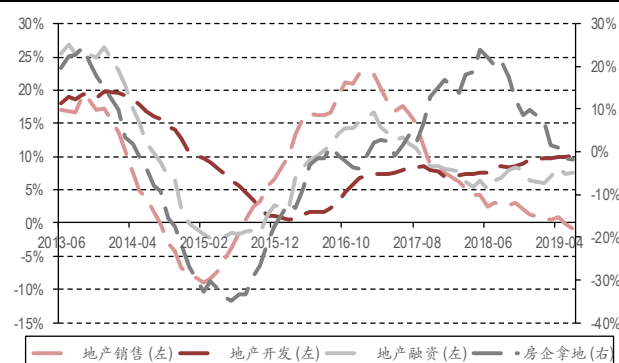
行业数据与新闻

图表 14. 近期建筑行业开工情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 15. 地产行业投融资数据



资料来源：万得，中银国际证券

本周暂无行业数据发布：本周建筑行业暂无行业数据发布，目前房屋建筑开工和施工依然成交较为明显背离；地产销售和拿地依然呈现下滑态势，房企开发投资增速保持较强韧性。

1. 财政部：1-7 月份组织发行地方政府债券 3.39 万亿元

财政部近日公布的数据显示，截至 7 月底，各地已组织发行地方政府债券 33931 亿元，其中，新增地方政府债券 25529 亿元，占全年新增地方政府债务限额的 83%（一般债券 8667 亿元、占 93%，专项债券 16862 亿元，占 78%），占全年新增债券发行额度的 83.6%（一般债券占 95.9%，专项债券占 78.4%）；再融资债券 8077 亿元（一般债券 5669 亿元，专项债券 2408 亿元）；置换债券 325 亿元（一般债券 142 亿元，专项债券 183 亿元）。

点评：地方政府是进行基建投资的主要力量，上半年基建投资增速较低的主要原因或为地方政府资本金不足承接负债能力较低。1-7 月份新增地方政府债券已经达到 2.55 万亿元，占全年新增限额 83%，预计下半年地方政府债新增空间有限，基建发力需要进一步依赖预算内的税收收入，同时期待基建投资资本金比例的下调预期。

来源：财政部

重点推荐

1. 中国铁建

推荐理由：铁路建设领域市场参与者少，业绩提升确定性高，政府控制能力强，政策有望最先体现。公司作为全国性布局龙头，业绩有望明显释放。2018 年房地产行业资金趋紧，土地购置下半年以来下滑明显。公司主营业务规模巨大，资金优势明显，在行业竞争对手战略收缩的情况下，公司有充分能力逆周期增加土地储备，提升市场占有率。

业绩预测：预计 2019-2021 年，公司营收分别为 7,938.65、8,486.14、8,988.86 亿元；归母净利润分别为 218.53、239.49、259.72 亿元；EPS 为 1.61、1.76、1.91 元。

风险提示

1. **基建项目资本金比例未能调降：**目前中美贸易战缓和，外部压力减小，基建刺激托底紧迫性或下降。且当前资本金比例调降仅仅是发改委调研与征求意见阶段，是否实施，调降比例有多少仍有非常大的不确定性。
2. **生态园林基本面进一步恶化：**2019年后，生态园林板块业绩加速下滑，目前风险尚未充分释放。当前的市场偏好下，生态园林板块现金流相对较差，并不受市场青睐，未来板块风险是否充分释放，释放后市场关注度是否提升仍有较大不确定性。
3. **新开工增速回落：**工业企业投资高企和新开工超预期是2018年以来建筑建材板块投资的两大亮点。目前工业企业投资已经回落，新开工未来大概率下降，而基建投资尚未明显回升。未来若新开工增速下降，则建筑板块几大需求均疲软，行业整体市场关注度恐进一步下滑。

附录图表 16. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
			(元)	(亿元)	2018A	2019E	2018A	2019E	
002717.SZ	岭南股份	买入	4.71	72.40	0.51	1.16	9.3	4.1	4.32
603359.SH	东珠生态	买入	15.87	50.57	1.02	1.63	15.5	9.7	8.46
601117.SH	中国化学	买入	5.38	265.40	0.39	0.55	13.7	9.8	6.18
601668.SH	中国建筑	增持	5.55	2,329.96	0.91	0.99	6.1	5.6	5.50
601186.SH	中国铁建	增持	9.10	1,207.97	1.32	1.61	6.9	5.7	11.32
002081.SZ	金螳螂	增持	10.10	270.32	0.79	1.00	12.7	10.1	5.17
002482.SZ	广田集团	增持	4.99	76.71	0.23	0.38	22.0	13.1	4.52
300284.SZ	苏交科	增持	8.53	82.86	0.64	0.97	13.3	8.8	5.34
300197.SZ	铁汉生态	增持	3.02	70.86	0.13	0.31	23.3	9.7	2.71
300495.SZ	美尚生态	增持	12.62	85.10	0.57	0.79	22.0	16.0	6.09
000498.SZ	山东路桥	增持	4.60	51.53	0.59	0.67	7.8	6.9	4.57
600039.SH	四川路桥	增持	3.19	115.18	0.32	0.46	9.8	6.9	3.98
601800.SH	中国交建	未有评级	10.24	1,442.87	1.22	1.38	8.4	7.4	11.09
601390.SH	中国中铁	未有评级	5.92	1,301.60	0.75	0.86	7.9	6.9	7.17
600068.SH	葛洲坝	未有评级	5.51	253.72	1.01	1.13	5.4	4.9	5.98
600502.SH	安徽水利	未有评级	4.16	71.60	0.46	0.56	9.0	7.4	4.05
002713.SZ	东易日盛	未有评级	8.20	34.46	0.60	0.76	13.6	10.8	4.24
002310.SZ	东方园林	未有评级	5.29	142.06	0.59	0.60	8.9	8.8	4.65
300355.SZ	蒙草生态	未有评级	3.38	54.22	0.13		26.6		2.30
603017.SH	中衡设计	未有评级	10.87	29.90	0.61	0.82	17.8	13.3	6.51
603018.SH	中设集团	未有评级	11.15	51.78	0.85	1.11	13.1	10.1	8.04
600477.SH	杭萧钢构	未有评级	2.88	61.89	0.26	0.24	10.9	12.1	1.85
000928.SZ	中钢国际	未有评级	5.12	64.34	0.35	0.44	14.6	11.6	3.74
002051.SZ	中工国际	未有评级	10.09	124.85	0.97	1.12	10.4	9.0	8.33

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 8 月 9 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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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