

2011年8月10日

# 江西水泥

## 区域景气提升 盈利能力改善明显

**A**
**买入**

000789.SZ - 人民币 17.85

目标价格: 人民币 20.70

李攀\*

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

江西水泥上半年实现销售收入 25.77 亿元, 同比增长 88.3%; 上半年归属于母公司净利润 2.97 亿元, 而去年同期是处于亏损状态。公司受益于区域景气度提升, 在区域新增供给有限的条件下水泥价格同比大幅提升, 水泥产能发挥也明显比去年充分。展望全年, 江西省今年全年新增供给非常有限, 而落后产能淘汰的力度很大, 我们认为江西省水泥供求关系在今年全年仍处于持续改善的过程当中, 此外公司收购盈利能力很强的锦溪水泥 40% 股权对公司整体盈利能力的提升效果也比较明显。公司现处于行业景气程度较高的区域, 在区域供求关系持续改善过程中盈利的确定性较强, 且具有较强的业绩弹性, 首次评级为买入, 目标价 20.70 元, 对应 16 倍 2011 年市盈率。

### 支持评级的要点

- 公司今年上半年的业绩提升得益于水泥销售量和销售价格大幅度提升, 上半年销售水泥、熟料共 796.03 万吨, 同比增长 30.17%。从水泥售价来看, 上半年水泥和熟料综合销售价格为 323 元/吨, 吨价格较去年同期提升近百元。
- 今年江西省水泥供求关系仍然处于改善的进程中, 预计今年江西省新投放产能 400 万吨, 而新增需求为 600 万吨以上, 同时还有 700 万吨的落后水泥产能淘汰计划, 总体供求关系向好的趋势十分明显, 供求关系持续改善。

### 风险

- 受紧缩政策影响, 需求低于预期。

### 估值

- 我们首次覆盖公司, 考虑到非公开增发对股本的影响后, 2011-2013 年盈利预测分别为每股 1.291 元、1.547 元和 1.838 元人民币。基于 16 倍 2011 年市盈率, 给予目标价 20.70 元及买入评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	2,865	3,847	5,753	6,584	7,437
变动(%)	49	34	50	14	13
净利润(人民币 百万)	66	153	595	713	847
全面摊薄每股收益(人民币)	0.167	0.387	1.291	1.547	1.838
变动(%)	34.9	131.9	233.4	19.8	18.8
核心每股收益(人民币)	0.042	0.306	1.239	1.497	1.789
变动(%)	(66.3)	624.4	305.1	20.8	19.5
全面摊薄市盈率(倍)	106.9	46.1	13.8	11.5	9.7
核心市盈率(倍)	425.0	58.3	14.4	11.9	10.0
每股现金流量(人民币)	1.28	2.00	2.03	1.47	2.21
价格/每股现金流量(倍)	13.9	8.9	8.8	12.2	8.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.2	14.2	6.3	5.6	4.9
每股股息(人民币)	0.000	0.080	0.323	0.387	0.459
股息率(%)	0.0	0.4	1.8	2.2	2.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	44	(2)	6	123
相对新华富时A50指数(%)	54	8	18	134

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	396
流通股(%)	56
流通股市值(人民币 百万)	40
3个月日均交易额(人民币 百万)	202
净负债比率(%) (2011E)	14
主要股东(%)	44
江西水泥有限责任公司	

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*李攀为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
 具备证券投资咨询业务资格

**图表 2.业绩摘要**

(人民币, 百万)	10 年上半年	11 年上半年	同比变化(%)
营业收入	1,369	2,577	88.3
营业成本	(1,204)	(1,772)	47.1
营业税金及附加	(7)	(20)	193.0
销售费用	(65)	(78)	20.1
管理费用	(67)	(100)	48.1
财务费用	(69)	(94)	36.8
资产减值损失	(1)	(3)	230.8
公允价值变动	0	(0)	n.m
投资收益	0	81	n.m
汇兑净收益	0	0	n.m
<b>营业利润</b>	<b>(44)</b>	<b>591</b>	<b>n.m</b>
营业外收入	26	31	16.3
营业外支出	(1)	(7)	562.9
利润总额	(19)	614	n.m
所得税费用	(11)	(153)	n.m
净利润	(30)	462	n.m
少数股东损益	1	(165)	n.m
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>(29)</b>	<b>297</b>	<b>n.m</b>

资料来源：公司数据

**盈利预测及估值：**公司上半年实现销售收入 25.77 亿元，同比增长 88.3%；上半年归属于母公司净利润 2.97 亿元，而去年同期是处于亏损状态。公司受益于区域景气度提升，在区域新增供给有限的条件下水泥价格同比大幅提升，水泥产能发挥也明显比去年充分。江西省今年全年的新增供给非常有限，而落后产能淘汰的力度很大，我们认为江西省水泥供求关系在今年全年仍处于持续改善的过程当中，此外公司收购盈利能力很强的锦溪水泥 40% 股权对公司整体盈利能力的提升效果也比较明显。我们首次覆盖公司，考虑到非公开增发对股本的影响后，2011-2013 年盈利预测分别为每股 1.291 元、1.547 元和 1.838 元人民币。公司现处于行业景气程度较高的区域，在区域供求持续改善过程中盈利的确定性较强，且具有较强的业绩弹性，首次评级为**买入**，目标价 20.70 元，对应 16 倍 2011 年市盈率。

**图表 3. 板块估值表**

公司名称	每股收益(元)			市盈率(倍)			市净率(倍)			净资产收益率(%)		
	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
A 股												
海螺水泥	1.747	2.434	3.035	14.3	10.2	8.2	2.5	2.8	2.2	19.4	31.5	30.2
华新水泥	1.419	1.945	2.609	19.1	14.0	10.4	2.2	3.4	2.6	12.0	27.2	28.4
祁连山	1.035	1.212	1.546	14.7	12.6	9.9	2.8	2.4	1.9	21.0	20.4	21.5
赛马实业	2.879	2.918	3.392	9.9	9.8	8.4	2.2	2.1	1.7	24.1	23.8	22.5
冀东水泥	1.153	1.926	2.606	18.8	11.2	8.3	3.2	2.5	2.0	18.9	25.3	27.1
青松建化	0.637	1.208	1.774	28.8	15.2	10.3	3.6	3.1	2.6	15.5	22.1	27.2
天山股份	1.299	2.217	2.988	22.8	13.4	9.9	3.2	2.7	2.2	20.2	21.7	24.2
金隅股份	0.701	1.087	1.443	18.7	12.1	9.1	3.1	2.6	2.1	16.3	24.5	25.4
A 股平均				18.4	12.3	9.3	2.9	2.7	2.2	18.4	24.6	25.8
江西水泥	0.387	1.291	1.547	46.1	13.8	11.5	5.8	3.4	2.8	13.4	32.8	26.5

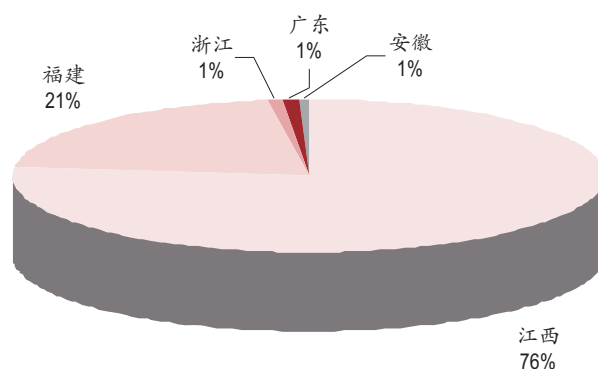
资料来源：公司数据

### 水泥业务量价齐升，上半年盈利大幅增长

江西水泥公布 2011 年中期业绩，公司今年上半年实现销售收入 25.77 亿元，同比增长 88.3%；上半年归属于母公司净利润 2.97 亿元，而去年同期是处于亏损状态。

公司今年上半年的业绩提升得益于水泥销售量和销售价格大幅度提升，今年上半年公司产能发挥比较充分，共生产水泥 665.83 万吨，熟料 569.29 万吨，同比分别增长 32.3% 和 20.5%；销售水泥、熟料共 796.03 万吨，同比增长 30.17%。从水泥售价来看，上半年水泥和熟料综合销售价格为 323 元/吨，吨价格较去年同期提升近百元。

公司目前拥有玉山、万年、瑞金、赣州、乐平五大熟料基地，形成了赣东北、赣南两块核心利润市场的战略布局，目前控制的水泥产能超过 1,700 万吨，占江西省水泥产能总量超过 20%，从 2010 年的情况来看，南方水泥、江西水泥和海螺水泥(600585.SS/25.54 人民币，买入)三家企业的水泥产能占整个江西省全部产能约三分之二。

**图表 4. 公司 2011 年上半年区域收入占比**


资料来源：公司公告

## 华东区域行业景气度提升推动水泥价格上涨

公司主要产能均处于江西省，销售的区域 70%以上处于江西省内，20%左右分布在福建。公司上半年价格提升的原因主要在于所处区域供给端的控制带来的区域景气度提升。受国家限制水泥新建产能政策的影响，近两年整个华东区域新增水泥供给较少，我们根据数字水泥网公布的新投产生产线情况统计了 2010 年新投放水泥产能占 2010 年水泥产量比重的数据，从数据上来看，江西是 2010 年华东区域新增水泥产能最多的省份，但是由于周边省份新增均比较少，对改善公司所在区域的竞争环境有比较积极的影响，以往有一部分水泥从浙江进入江西省，而浙江省从去年四季度起由于水泥供给受限，进入江西的水泥很少，外部省份水泥价格大幅上升也推动江西省水泥价格的上涨。

图表 5. 截止到 2011 年 7 月各地区新开工与新投产水泥生产线情况

截至 2011 年 7 月	华北	东北	华东	中南	西南	西北	全国
新开工生产线条数	3	0	0	2	3	17	25
新开工水泥产能 (万吨)	1,068	0	0	363	494	3,172	5,096
投产生产线条数	11	4	5	5	17	9	51
投产水泥产能 (万吨)	1,611	442	530	820	2,501	1,453	7,357
10 年各地水泥产量 (万吨)	23,142	12,415	61,754	49,717	26,995	12,367	186,390
截至目前投产占 10 年产量比重(%)	7	4	1	2	9	12	4

资料来源：公司数据

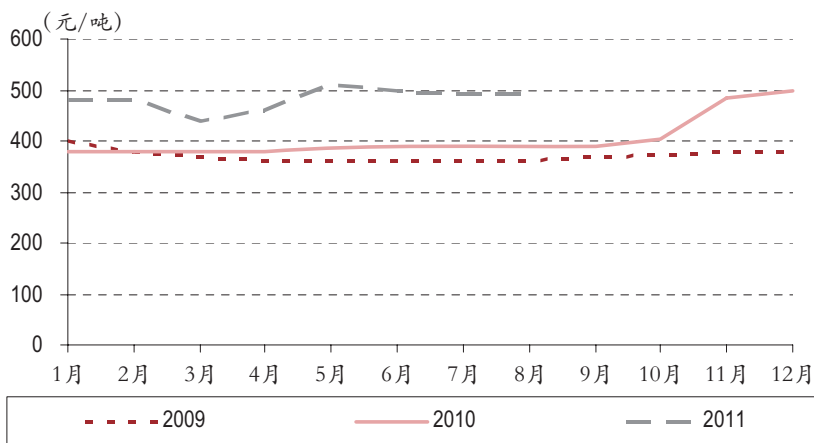
除区域新增产能较少这一因素外，区域大水泥企业竞争战略的改变是价格提升的另外一个重要因素。在 2010 年以前，华东地区企业以扩张产能为主要目标，过分依靠产能增加的结果是导致价格竞争，水泥价格长期徘徊在低位，经过多年的价格战，部分小企业在竞争中被淘汰或是被兼并，市场集中度逐渐提高，价格协同具备了条件，大企业的竞争战略也从过去低价挤占市场的方式转向提高自身盈利能力，江浙等地区上半年多次的停窑限产对区域内价格的维护起到较重要作用，在此条件下，今年上半年公司水泥价格同比提升幅度十分明显。

图表 6. 南昌水泥价格(P.O 42.5 散装)



资料来源：数字水泥网

图表 7. 福州水泥价格(P.O 42.5 散装)



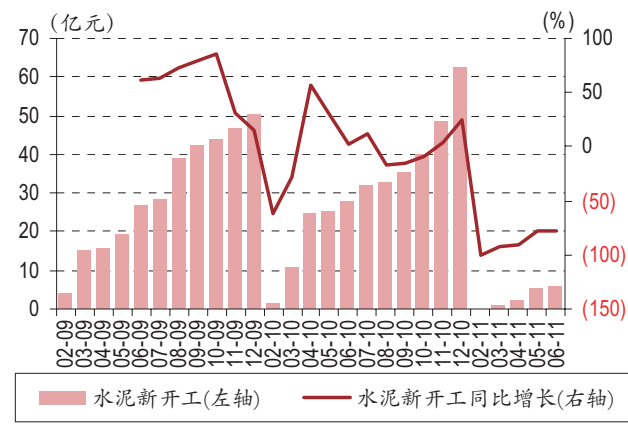
资料来源：数字水泥网

## 2011 年区域供求关系继续改善，预计下半年价格仍维持较高水平

从供求关系对比来看，今年江西省水泥供求关系仍然处于改善的进程中，截止到 2011 年 6 月底，水泥行业固定资产投资同比下降 19%，水泥投资计划中新开工项目金额同比下降了 78%。具体从供给端来看，预计今年江西省仅会投产两条 5,000t/d 的生产线，总产能近 400 万吨。而从需求端来看，江西省 2010 年的销量在 6,221 万吨，按照需求增长 10% 计算，新增需求为 622 万吨，同时今年江西省计划淘汰的水泥产能达到 700 万吨，即使考虑到实际执行的力度要略低于 700 万吨，总体供求关系向好的趋势也十分明显，供求关系持续改善。

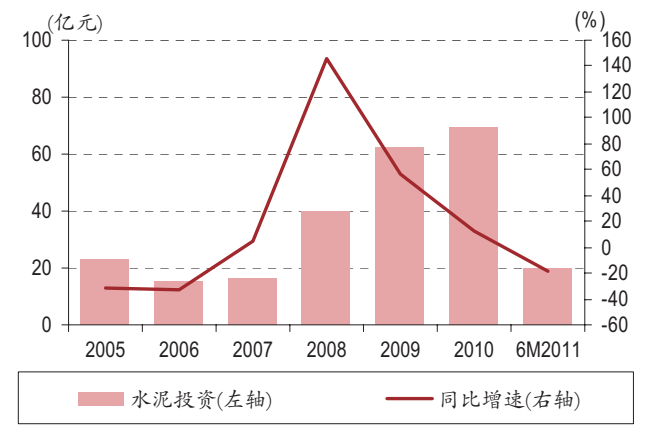


图表 8.江西省水泥投资计划中新开工金额及同比增幅



资料来源：数字水泥网

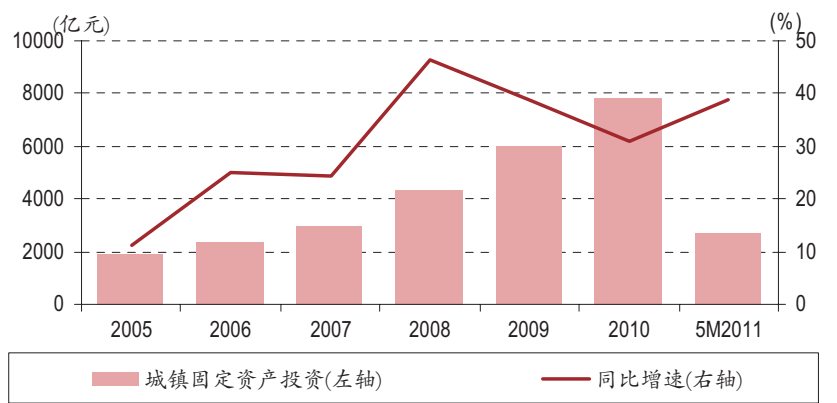
图表 9.江西省水泥固定资产投资暨同比增幅



资料来源：数字水泥网

需求方面来看，随着鄱阳湖生态经济区建设上升为国家战略，以及我国海峡西岸经济区建设的加速，预计公司主要销售区域江西和福建需求会比较旺盛。从具体项目来看，2010年已经开工了沪昆铁路，今年继续施工，今年新开工的项目包括赣州-龙岩的铁路、赣州地铁、九江-景德镇-衢州铁路等，公司过去每年供给重点工程的水泥在 200-300 万吨，随着重点工程开工量的增加，销售给重点工程部分有望进一步提升。

图表 10. 江西省城镇固定资产投资及同比增速



资料来源：国家统计局

## 收购锦溪水泥将进一步提升公司盈利能力

截止到 2010 年年底，公司控制产能超过 1,700 万吨，权益产能约 1,097 万吨。其中锦溪水泥的总产能为 391 万吨，但公司控制的权益产能只有 98 万吨，预计今年公司将完成对锦溪水泥 40% 的股权收购，持有的锦溪水泥权益产能将达到 254 万吨，总权益产能将达到 1,253 万吨（公司公告的产能与我们统计的产能因统计口径不同有细微差异）。

图表 11.江西水泥产能情况

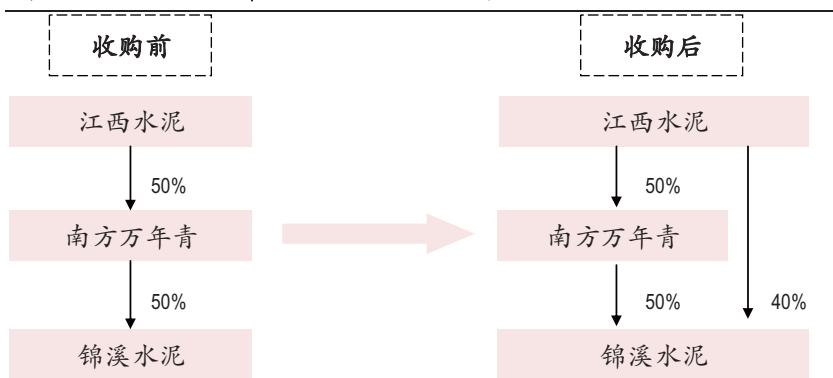
公司名称	权益	生产线	产能(万吨)	权益产能(万吨)
江西玉山	40%	2*2500	231	92
江西万年	100%	2*2500	231	231
		1*3000	139	139
		1*5000	231	231
江西瑞金	46%	1*5000	231	106
		1*5000	231	106
江西国兴	40%	1*1500	69	28
		1*2500	116	46
江西锦溪	65%	1*2500	116	75
		1*2750	127	83
合计			1,721	1,137

资料来源：公司数据

注：产能以年生产 330 天熟料，熟料与水泥比为 1:1.4 计算

2010 年锦溪水泥归属母公司所有者的净利润为 1.03 亿元，而同期江西水泥归属母公司所有者的净利润仅为 1.53 亿元，锦溪水泥具有良好的盈利水平，也是上市公司重要的利润来源，此次收购完成后，上市公司直接和间接持有锦溪水泥 90% 的股权，江西水泥股东能够分享锦溪水泥 65% 的净利润。通过对锦溪水泥的部分股权收购，公司权益产能明显提高，盈利能力的提升也十分明显。

图表 12. 收购前后锦溪水泥股权结构情况



资料来源：公司公告

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	2,865	3,847	5,753	6,584	7,437
销售成本	(2,346)	(3,059)	(3,934)	(4,421)	(4,901)
经营费用	(65)	(43)	(218)	(282)	(347)
息税折旧前利润	455	745	1,602	1,881	2,189
折旧及摊销	(225)	(296)	(338)	(354)	(371)
经营利润(息税前利润)	230	449	1,263	1,527	1,818
净利息收入(费用)	(124)	(153)	(140)	(122)	(133)
其他收益/(损失)	67	90	116	81	80
税前利润	173	386	1,239	1,485	1,764
所得税	(37)	(96)	(310)	(371)	(441)
少数股东权益	(70)	(137)	(335)	(401)	(476)
净利润	66	153	595	713	847
核心净利润	17	121	571	690	825
每股收益(人民币)	0.167	0.387	1.291	1.547	1.838
每股收益(人民币)	0.042	0.306	1.239	1.497	1.789
每股股息(人民币)	0.000	0.080	0.323	0.387	0.459
收入增长(%)	49	34	50	14	13
息税前利润增长(%)	23	95	181	21	19
息税折旧前利润增长(%)	36	64	115	17	16
每股收益增长(%)	35	132	233	20	19
核心每股收益增长(%)	(66)	624	305	21	20

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	496	717	1,528	1,263	1,400
应收帐款	461	344	1,033	2,272	3,408
库存	444	443	570	640	710
其他流动资产	68	202	248	273	298
流动资产总计	1,469	1,707	3,378	4,448	5,815
固定资产	3,488	3,945	4,122	4,233	4,319
无形资产	561	600	603	606	607
其他长期资产	276	335	354	375	398
长期资产总计	4,325	4,880	5,079	5,214	5,325
总资产	5,793	6,587	8,457	9,661	11,140
应付帐款	1,024	1,402	1,689	1,995	2,289
短期债务	1,330	1,686	1,694	1,634	1,538
其他流动负债	194	261	328	389	458
流动负债总计	2,548	3,349	3,710	4,017	4,284
长期借款	1,160	479	379	252	260
其他长期负债	21	424	505	565	623
股本	396	396	461	461	461
储备	670	822	1,950	2,515	3,183
股东权益	1,066	1,218	2,411	2,976	3,644
少数股东权益	999	1,116	1,451	1,852	2,328
总负债及权益	5,793	6,587	8,457	9,661	11,140
每股帐面价值(人民币)	2.69	3.08	5.23	6.46	7.91
每股有形资产(人民币)	1.27	1.56	3.92	5.14	6.59
每股净负债/(现金)(人民币)	5.04	3.66	1.18	1.35	0.86

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	173	386	1,239	1,485	1,764
折旧与摊销	225	296	338	354	371
净利息费用	124	153	140	122	133
运营资本变动	21	108	(427)	(909)	(810)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(35)	(150)	(354)	(376)	(441)
经营活动产生的现金流	508	792	936	676	1,018
购买固定资产净值	(690)	(507)	(558)	(513)	(509)
投资减少/增加	(223)	(27)	0	0	0
其他投资现金流	(23)	1	65	29	27
投资活动产生的现金流	(936)	(534)	(493)	(484)	(482)
净增权益	0	7	630	0	0
净增债务	747	10	(92)	(187)	(88)
支付股息	0	0	(32)	(149)	(178)
其他融资现金流	12	(54)	(139)	(121)	(132)
融资活动产生的现金流	758	(37)	367	(457)	(398)
现金变动	330	222	810	(265)	137
期初现金	166	496	717	1,528	1,263
公司自由现金流	(429)	289	461	220	551
权益自由现金流	192	137	211	(117)	314

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	15.9	19.4	27.8	28.6	29.4
息税前利润率(%)	8.0	11.7	22.0	23.2	24.4
税前利润率(%)	6.0	10.0	21.5	22.6	23.7
净利率(%)	2.3	4.0	10.3	10.8	11.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.6	0.5	0.9	1.1	1.4
利息覆盖率(倍)	1.7	2.6	7.8	9.1	10.6
净权益负债率(%)	96.6	62.0	14.1	12.9	6.7
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.8	0.9	1.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	106.9	46.1	13.8	11.5	9.7
核心业务市盈率	425.0	58.3	14.4	11.9	10.0
目标价对应核心业务					
市盈率	492.9	67.6	16.7	13.8	11.6
市净率(倍)	6.6	5.8	3.4	2.8	2.3
价格/现金流(倍)	13.9	8.9	8.8	12.2	8.1
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	24.2	14.2	6.3	5.6	4.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	67.7	52.9	47.0	50.0	50.3
应收帐款周转天数	38.5	38.2	43.7	91.6	139.4
应付帐款周转天数	110.5	115.1	98.1	102.1	105.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	20.7	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	6.4	13.4	32.8	26.5	25.6
资产收益率(%)	3.7	5.5	12.6	12.6	13.1
已运用资本收益率(%)	6.4	10.4	24.6	24.9	25.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



## 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，其本人或其关联人士都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其本人或其关联人士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声明，其员工均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；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；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中银国际证券有限责任公司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。

## 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转载或转发的，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  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 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) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371