

价格大幅提升，推动公司业绩高增长

海螺水泥（600585.SH）

推荐

分析师：洪亮 电话：(8610) 6656 8750 邮箱：hongliang@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511010005

特别鸣谢：张婧 电话：(8610) 66568757 邮箱：zhangjing_yj@chinastock.com.cn

1. 事件

海螺水泥发布了2011年年度报告。2011年公司实现营业收入486.54亿元，同比增长了40.99%；归属于上市公司股东净利润115.90亿元，同比增长了87.80%，EPS为2.19元。其中四季度实现营业收入136.79亿元，同比增长了12.58%，实现归属于上市公司股东净利润为25.35亿元，同比负增长了15.83%，EPS为0.48元。分红预案为每股派发股息0.35元（含税）。

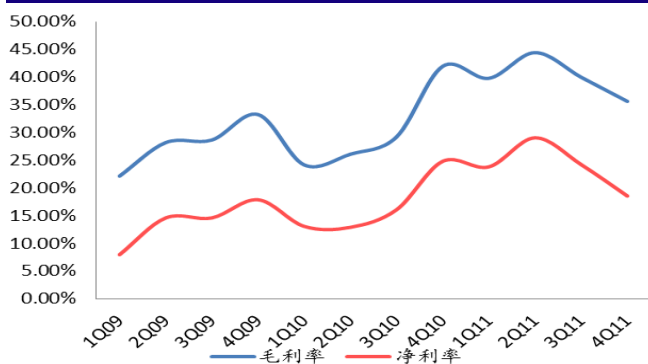
2. 我们的分析与判断

（一）、价格提升推动净利润大幅增长

公司2011年盈利增长的主要来源是依靠水泥业务的价格的提升。公司2011年水泥熟料销量为1.58亿吨，同比增长了15.22%。2011年水泥销售综合均价为307.94元/吨，较2010年251.89元/吨上涨了56.05元/吨，但综合成本也有所增加，由2010年的171.07元/吨上升到185.10元/吨，公司水泥业务的综合毛利率较上年提高了7.81个百分点。吨毛利达到了122.84元/吨，较去年同期提高了42.03元/吨，吨净利达到了73.35元/吨，较去年提高了28.3元/吨。

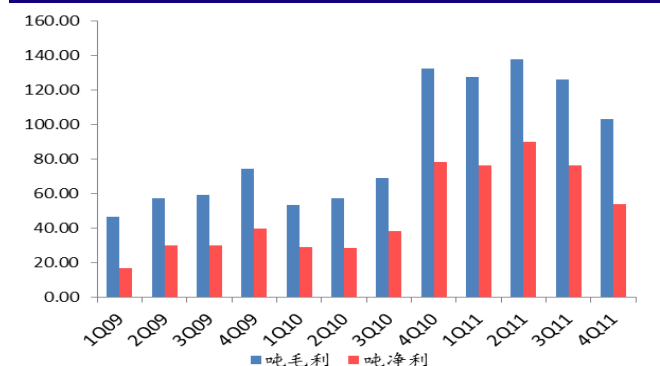
四季度水泥价格回落，导致吨毛利出现大幅下滑。公司四季度综合毛利率为35.61%，同比下滑了6.32个百分点，环比三季度下滑了4.35个百分点，主要是受到四季度货币政策紧缩和基建项目停建缓建的影响，公司水泥价格逐月回落，由三季度的316.19元/吨下滑至290.06元/吨，吨毛利回落至103.29元/吨。

图1：四季度毛利率和净利率大幅下滑



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图2：公司吨毛利和吨净利



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

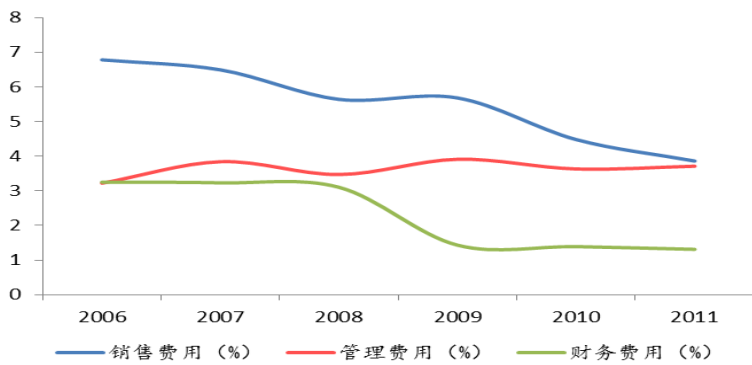
表 1: 公司分季度销量

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
营业收入	607005.00	779822.40	849007.49	1214993.28	931,451.97	1,301,274.49	1,264,754.93	1,367,899.49
环比 yoy	-17.19%	28.47%	8.87%	43.11%	-23.34%	39.70%	-2.81%	8.16%
同比 yoy	17.98%	28.03%	32.00%	65.75%	53.45%	66.87%	48.97%	12.58%
销量	2740	3540	3580	3840	2900	4184	4000	4716
价格	221.53	220.29	237.15	316.40	321.19	311.01	316.19	290.06
营业成本	460,444.00	576,487.27	601,186.33	705,549.35	561,028.00	723,448.62	759,334.47	880,771.45
吨成本	168.05	162.85	167.93	183.74	193.46	172.91	189.83	186.76
吨毛利	53.49	57.44	69.22	132.67	127.73	138.10	126.36	103.29
毛利率	24.14%	26.07%	29.19%	41.93%	39.77%	44.40%	39.96%	35.61%
净利润	79,231.96	100,436.20	136,257.59	301,214.53	221,607.97	377,797.02	306,115.92	253,461.78
吨净利	28.92	28.37	38.06	78.44	76.42	90.30	76.53	53.75

资料来源: 中国银河证券研究部

三项费用占比减少 0.76 个百分点, 体现公司良好的管理水平和费用控制能力。公司 2011 年三项费用占主营业务收入比重降低至 8.88%, 比去年同期 9.64% 继续降低 0.76 个百分点, 其中销售费用降低了 0.68 个百分点, 管理费用增加了 0.03 个百分点, 主要是由于管理人员的工资和福利费有所增加, 财务费用降低了 0.76 个百分点。

表 3: 公司三项费用逐年递减



资料来源: 中国银河证券研究部

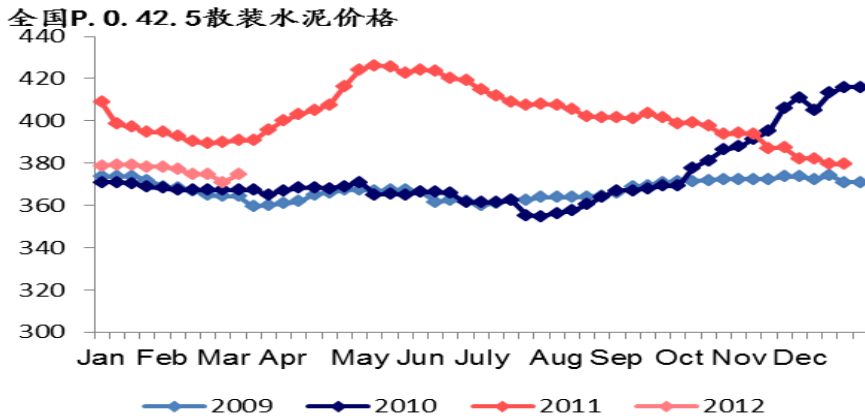
应收票据大幅增加吞噬了公司部分现金流。公司 2011 年经营性现金流与净利润比为 0.91, 较 2010 年 0.97 下滑了 0.06 个百分点, 主要是由于公司 2011 年应收票据占销售收入比例持续增加, 由 2010 年的 17.15% 提高到了 2011 年的 21.78%, 但我们发现应收账款比例有所减少, 由去年的 1.45 下降到 2011 年的 0.71, 我们认为是公司这一部分的回款能更好的变现, 将为公司 2012 年提供不少的现金流。

(二)、2012 年前低后高, 行业数据拐点将在 2 季度末显现

淡季即将过去, 水泥价格逐渐企稳回升。由于 1 季度是水泥需求的传统淡季, 全国 P.O.42.5 散装水泥价格较去年年底在持续下行。但进入 3 月底, 淡季即将过去, 目前的水泥价格已经逐渐的企稳, 水泥企业的出货量有所增加, 从近期的价格数据来看, 华北、西北、西南地区的水泥价格已经开始逐步回升。华东、华南地区由于雨水天气持续不断,

水泥库位依然较高，目前该区域主要以停窑的方式来稳定价格。

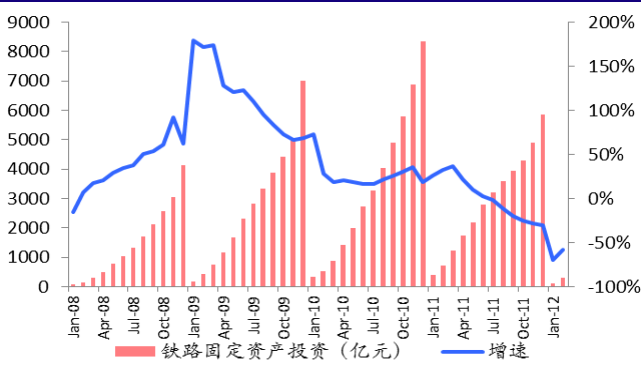
图 4: 全国水泥价格开始企稳回升



资料来源: 数字水泥网、中国银河证券研究部

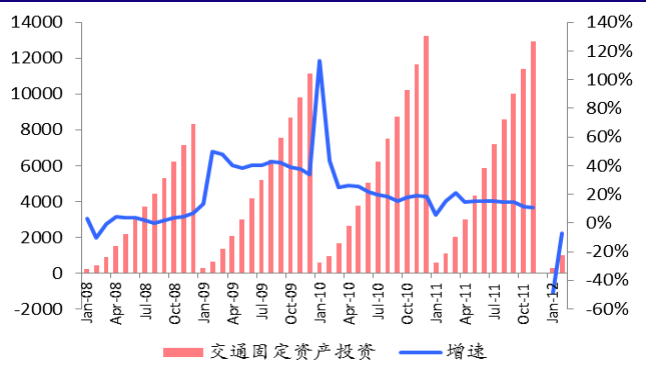
今年上半年水泥需求难以有所起色，预计下半年将会好转。由于受到房地产调控和基建投资增幅放缓的影响，从去年四季度开始水泥需求增速逐渐下滑，今年一季度水泥产量仅增长了 4.8%。我们预计今年的房地产投资增速将会下滑至 15%左右，基建投资方，由于铁路资金的短缺，今年投资下滑已成为不争的事实，目前从调研的情况来看，除了一些急需的交通项目开工之外，其他的大部分项目并没有大规模的复工。今年前两个月铁路基本建材投资仅完成了 207.97 亿元，比去年同期负增长了 67.5%。按照计划今年的铁路投资将会达到 4000-5000 亿元，公路投资将和去年持平。按照我们宏观小组的预测，认为经济需要到二季度末才能见底，三季度有望企稳，四季度回升。目前 CPI 已经回落，今年调控目标已经在可实现的范围内，伴随着通胀压力的减轻，如果国家要保持经济平稳较快的发展，货币政策或存在一定的调整空间。因此我们预计今年的水泥需求量将会在下半年逐渐回升。

图 5: 铁路固定资产投资下滑



资料来源: 铁道部、中国银河证券研究部

图 6: 公路固定资产投资下滑



资料来源: 交通部、中国银河证券研究部

表 2: 对基建和房地产投资增速的预测

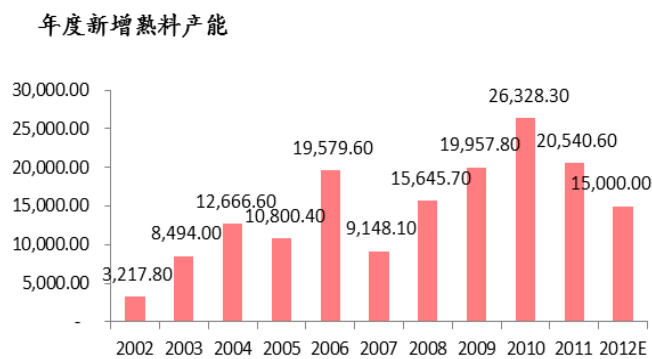
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
公路	6881	9669	11482	12000	12500	12500
yoy		40.52%	18.75%	4.51%	4.17%	0.00%
铁路	3372	6006	7075	5863	4000	5000
yoy		78.11%	17.80%	-17.13%	-31.78%	25.00%

内河及沿海	987	1060	1171	1336	1450	1500
yoy		7.40%	10.47%	14.09%	8.53%	3.45%
机场	568	595	647	712	783	846
yoy		4.75%	8.74%	10.05%	9.97%	8.05%
水利	1604	1703	2328	3500	4200	4800
yoy		6.17%	36.70%	50.34%	20.00%	14.29%
城市轨道交通	1274	2034	2250	2610	3002	3362
yoy		59.65%	10.62%	16.00%	15.02%	11.99%
基建投资累计	14686	21067	24953	26021	25935	28008
yoy		43.45%	18.45%	4.28%	-0.33%	7.99%
房地产(万平方米)						
新开工面积	102553.37	116422.05	163646.87	201285.65	231478.5	277774.2
yoy		13.52%	40.56%	23%	15%	20%

资料来源: 铁道部、交通部、国家统计局、中国银河证券研究部

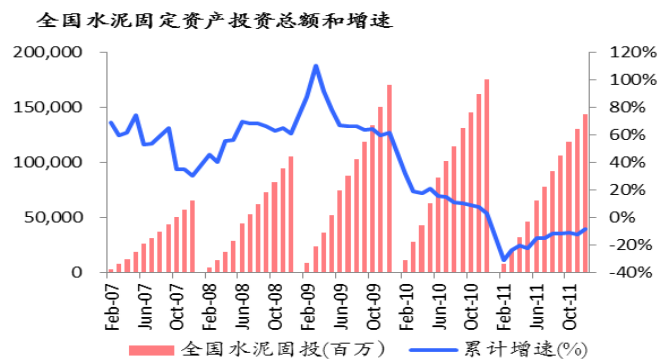
供给关系逐渐改善, 新增产能压力有所减缓。受到国家严格限制新建水泥生产线的政策, 水泥行业固定资产投资持续下滑, 使得水泥新增产能压力有所减缓。去年我国水泥固定资产投资为 1439.2 亿元, 同比负增长了 8.29%, 我们预计今年水泥新增产能大约在 1.5 亿吨左右, 加上淘汰落后产能 1 亿吨, 新增净供给为 5000 万吨, 产能将进一步得到了释放。

图 7: 历年水泥新增产能



资料来源: 数字水泥, 中国银河证券研究部

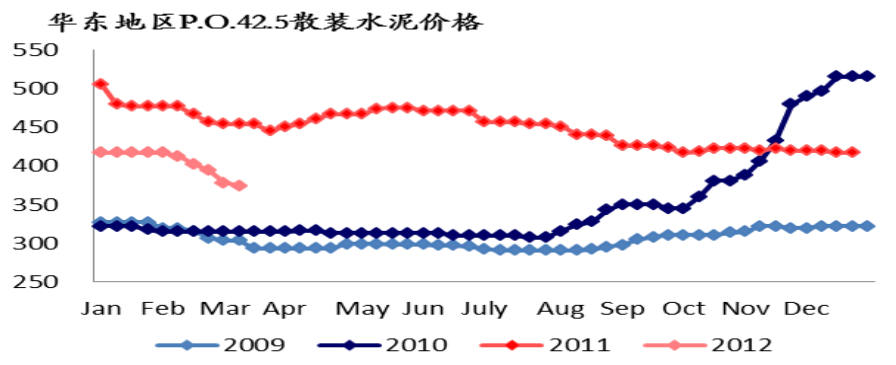
图 8: 水泥固定资产投资额和增速



资料来源: 数字水泥, 中国银河证券研究部

华东地区需求不确定性较大, 协同是关键。华东地区是海螺水泥的主要区域之一, 占据了全公司 56% 的水泥产能。2011 年, 华东地区也是全国取得利润最好的地区, 而今年春节之后, 由于持续的阴雨天气, 华东长三角地区出现了需求不旺和库存压力较大的现象, 水泥价格持续下跌。目前各大企业依靠停窑限产来平衡供需关系, 但如果需求持续不振, 而新增产能不断的释放, 那么价格下行的压力依然较大。

图 9: 华东地区价格持续下行



资料来源: 数字水泥, 中国银河证券研究部

华东地区一直是我国经济发展的火车头, 特别是以上海为龙头的江苏、浙江经济带组成的长三角地区, 是我国目前经济发展最快, 最具有发展潜力的经济板块。华东地区的水泥市场是我国最为成熟的地区, 它已经经历过快速发展、产能过剩、市场角逐的一轮回行情。华东地区今年的水泥需求我们认为存在着较大的不确定性。主要是由于该地区目前城镇化水平较高, 固定资产投资增速一直处于 20%-25% 平稳增长的水平, 水泥需求很难出现爆发性的增长。

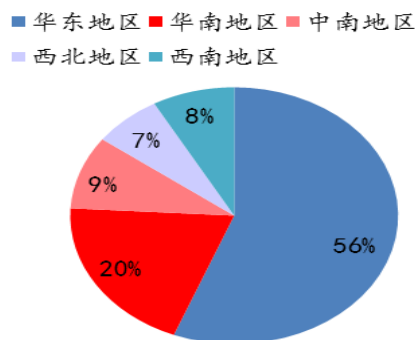
华东地区目前行业集中度较高, 海螺水泥和中建材旗下的南方水泥、中联水泥占据了华东市场 42.37% 的市场份额, 控制力较强, 其他企业如山水集团、红狮水泥、溧阳金峰等也占有一席之地。在该地区水泥价格低迷的前几年, 中国建材和山水集团在华东地区展开了一系列的收购和兼并, 已经取得了一些成效, 目前华东地区是我国水泥市场协同最好的一个区域。

由于 2011 年华东地区水泥价格上涨过快, 我们对于今年华东地区水泥价格上涨幅度保持谨慎的态度。在货币政策持续紧缩, 需求端上不明朗的情况下, 我们认为华东地区价格将较去年有所下滑, 如果大企业之间协同关系没有破裂, 那么水泥价格将保持在相对高位。

(三)、公司加大外延式扩张, 全国布局基本形成

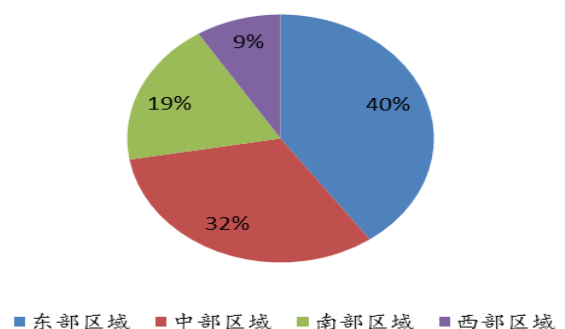
公司的主要产能集中在华东地区和中南地区, 占据了公司 85% 的水泥产能, 同时也成为了当地当之无愧的水泥龙头企业。近几年公司在稳住原有的市场外, 通过自建生产线和兼并收购并举的方式快速的进入了西南和西北市场。目前公司全国布局已经基本形成。

图 10: 公司水泥产能区域分布



资料来源: 数字水泥, 中国银河证券研究部

图 11: 公司 2011 年水泥销售区域分布



资料来源: 数字水泥, 中国银河证券研究部

公司经过多年由新建生产线的内生增长方式不断扩张后，熟料产能在 2010 年达到了 1.5 亿吨，由于 38 号文件之后，新建水泥生产线日益严格，海螺水泥开始在资源条件好、区域位置和物流条件优越的地方选择水泥企业进行并购重组，从而实现集团在 2015 年产销水泥 2 亿吨的目标。2011 年经过在贵州、广西、陕西、云南的一系列收购，截止到 2011 年底，海螺水泥已经拥有水泥产能 17700 万吨，并且自建和并购的在建产能还有 3600 万吨左右，即到明年底，公司总水泥产能将会超过 2 亿吨。

表 3:2011 年海螺水泥并购事件

	企业名称	生产线规模	产能(万吨)	股权
2011.11.30	贵州黔东南州安龙县	2500(在建)	100	100%
2011.10.14	贵州六盘水六矿瑞安水泥	2500、4500 在建	300	
2011.8.27	广西隆安四合工贸	4000.00	165	80%
	宝鸡凤凰山众喜水泥	5000.00	200	
2011.8.27	陕西众喜	宝鸡众喜金陵河	5000.00	200
		蔡家坡水泥	3*1000、2500	200
		咸阳乾县众喜	5000.00	200
2011.6.7	云南壮乡水泥	2000.00	100	100%

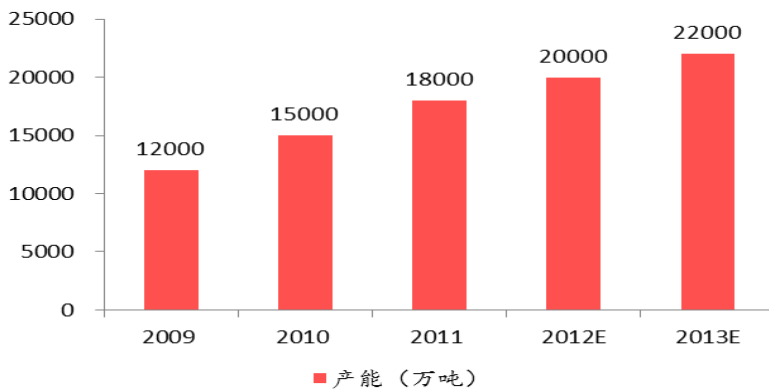
资料来源：数字水泥，中国银河证券研究部

表 4: 公司 2011 年底在建拟建生产线

企业	地点	生产线规模	熟料产能(万吨)	投产日期
重庆海螺	重庆	4500*2	310	2012.20
贵阳盘江	贵州贵阳	4500.00	155	2012.40
遵义海螺	贵州遵义	4500*2	310	
平凉海螺	甘肃平凉	4500*2	310	
济宁海螺	山东济宁	4500.00	155	
龙陵海螺	云南保山	2500.00	78	2012
全椒海螺	安徽滁州	4500*2	310	2012
祁阳海螺	湖南永州	4000.00	120	2012
池州海螺	安徽池州	4500.00	155	2012
礼泉海螺	陕西咸阳	4500.00	155	
铜仁海螺盘江	贵州铜仁	4500*2	310	拟建
巴中海螺	四川巴中	4500.00	155	拟建
阳春海螺	广东阳江	5500、12000	530	拟建
益阳海螺	湖南益阳	4500*2	310	拟建
化州海螺	广东化州	5000*2	310	拟建

资料来源：数字水泥，中国银河证券研究部

图 12: 公司历年来水泥产能情况



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

3. 盈利预测、估值和投资评级

明年公司计划资本开支约为 80 亿 (不含并购项目支出), 以自有资金为主, 银行贷款为辅, 以完成宿州海螺、江华海螺等新建水泥熟料生产线项目及其配套的余热发电项目的建设。我们预计公司 12/13 年的净利润为 10309.21/12041.93 百万元, 摊薄后的 EPS 为 1.95/2.27 元, 目前 15.72 股价对应 2012 年的 PE 为 8/7 倍, 给予“推荐”的投资评级。

表 5: 盈利预测主要假设

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
熟料产能	8,586	10,206	13,000	16,400	18,000	20,000	22,000
水泥产能	9,460	10,550	15,000	18,000	20,000	22,500	25,000
销售量	10,206	11,838	13,700	15,800	17,064	18,770	20,647
yoy	17.06%	15.99%	15.73%	15.33%	8.00%	10.00%	10.00%
均价	234.44	211.17	251.89	307.94	295.00	305.00	310.00
主营业务收入	2,392,699.10	2,499,800.67	3,450,828.17	4,865,380.88	5,033,880.00	5,724,972.00	6,400,706.40
yoy	27.43%	4.48%	38.04%	40.99%	3.46%	13.73%	11.80%
平均吨成本	178.24	150.92	171.07	185.10	190.00	195.00	200.00
主营业务成本	1,819,165.64	1,786,540.28	2,343,666.99	2,924,582.54	3,242,160.00	3,660,228.00	4,129,488.00
毛利率	23.97%	28.53%	32.08%	39.89%	35.59%	36.07%	35.48%
吨毛利	56.20	60.25	80.81	122.84	105.00	110.00	110.00

资料来源: 中国银河证券研究部

表 5: 财务预测表

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	利润表	2010A	2011A	2012E	2013E
流动资产	13228.43	25849.94	24147.32	39074.88	营业收入	34508.28	48653.81	50338.80	57249.72
现金	2735.87	8027.81	12577.28	25687.59	营业成本	23436.67	29245.83	32421.60	36602.28
应收账款	499.48	343.47	383.83	1697.97	营业税金及附加	162.73	277.33	276.86	314.87
其它应收款	352.35	1180.29	386.05	758.95	营业费用	1546.45	1858.58	1761.86	2003.74
预付账款	507.98	619.58	551.18	916.76	管理费用	1254.15	1790.46	1837.37	2089.61
存货	2493.13	4378.42	3316.39	4141.65	财务费用	480.99	629.09	760.50	842.46
其他	6639.63	4481.24	6932.59	5871.95	资产减值损失	40.42	4.87	5.03	5.72
非流动资产	47183.42	58153.48	64955.57	70670.59	公允价值变动	1.75	-14.89	0.00	0.00
长期投资	1027.89	398.67	1081.96	1108.96	投资净收益	27.25	128.74	77.00	77.00
固定资产	32751.83	43034.95	52014.41	57982.93	营业利润	7615.88	14961.52	13352.58	15468.03
无形资产	2767.90	4467.90	3810.33	4232.06	营业外收入	489.47	703.33	500.00	500.00
其他	10635.80	8714.06	8048.87	7346.64	营业外支出	27.02	11.43	11.00	10.00
资产总计	60411.85	88451.25	89102.89	109745.47	利润总额	8078.33	15653.42	13841.58	15958.03
流动负债	13077.03	16991.33	22691.17	34597.18	所得税	1724.00	3828.83	3321.98	3670.35
短期借款	2030.00	845.80	5000.00	5000.00	净利润	6354.33	11824.59	10519.60	12287.68
应付账款	4004.71	5051.09	5592.59	12708.55	少数股东损益	182.92	236.49	210.39	245.75
其他	7042.32	13768.67	12098.58	16888.63	母公司净利润	6171.40	11588.10	10309.21	12041.93
非流动负债	11703.00	20170.37	11160.46	9258.82	EBITDA	10908.55	18280.83	16850.43	19248.89
长期借款	10971.39	9773.11	10180.46	8278.82	EPS (摊薄)	1.75	2.19	1.95	2.27
其他	731.62	931.62	980.00	980.00	主要财务比率				
负债合计	24780.03	37161.70	33851.63	43856.00	营业收入增长率	38.04%	40.99%	3.46%	13.73%
少数股东权益	628.54	2002.21	1075.42	1321.18	营业利润增长率	78.77%	96.45%	-10.75%	15.84%
归属母公司股东	35003.28	44839.51	54175.84	64568.29	净利率增长率	74.12%	87.77%	-11.04%	16.81%
负债和股东权益	60411.85	84003.42	89102.89	109745.47	毛利率	32.08%	39.89%	35.59%	36.07%
ROE					ROIC	17.83%	25.38%	19.04%	18.65%
净利率					净利率	18.41%	24.30%	20.90%	21.46%
资产负债率					资产负债率	41.02%	47.33%	37.99%	39.96%
净负债比率					净负债比率	39.91%	41.71%	33.39%	25.63%
流动比率					流动比率	1.01	1.02	1.06	1.13
速动比率					速动比率	0.82	0.90	0.92	1.01
总资产周转率					总资产周转率	0.64	0.65	0.57	0.58
应收账款周转率					应收账款周转率	73.27	50.00	55.00	55.00
应付账款周转率					应付账款周转率	6.38	4.00	4.00	4.00
每股收益					每股收益	1.75	2.19	1.95	2.27
每股经营现金流					每股经营现金流	1.31	4.93	1.17	4.93
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	ROE	17.83%	25.38%	19.04%	18.65%
经营活动现金流	6957.28	10491.81	6173.88	26107.77	ROIC	14.14%	18.29%	14.54%	14.97%
净利润	6354.33	11824.34	10519.60	12287.68	净利率	18.41%	24.30%	20.90%	21.46%
折旧摊销	2019.33	2571.06	2852.41	3307.15	资产负债率	41.02%	47.33%	37.99%	39.96%
财务费用	480.99	646.41	760.50	842.46	净负债比率	39.91%	41.71%	33.39%	25.63%
投资损失	-27.25	-128.74	-77.00	-77.00	流动比率	1.01	1.02	1.06	1.13
营运资金变动	-2069.06	-4247.93	-7899.34	9747.48	速动比率	0.82	0.90	0.92	1.01
其它	198.95	-95.00	17.71	0.00	总资产周转率	0.64	0.65	0.57	0.58
投资活动现金流	-12103.24	-10162.26	-9138.34	-8945.17	应收账款周转率	73.27	50.00	55.00	55.00
资本支出	7822.66	11098.28	6338.40	5688.02	应付账款周转率	6.38	4.00	4.00	4.00
长期投资	-546.53	-27.07	-27.00	-27.00	每股收益	1.75	2.19	1.95	2.27
其他	-4827.11	-2662.89	-2826.93	-3284.15	每股经营现金流	1.31	4.93	1.17	4.93
筹资活动现金流	4352.42	4728.48	-3566.77	-4052.29					
短期借款	324.28	2970.00	0.00	0.00					

长期借款	5577.76	575.06	-1365.99	-1901.64
其他	-1549.63	453.74	-2200.78	-2150.65
现金净增加额	-793.54	5058.04	-6531.22	13110.31

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

洪亮，建材行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：海螺水泥（0914.HK）、中国建材（3323.HK）、中材股份（1893.HK）、中国玻璃（3300.HK）

A 股：海螺水泥（600585.SH）、华新水泥（600801.SH）、冀东水泥（000401.SZ）、金隅股份（601992.SH）、祁连山（600720.SH）、天山股份（000877.SZ）、青松建化（600425.SH）、赛马实业（600449.SH）、巢东股份（600318.SH）、南玻 A（000012.SS）、中国玻纤（600176.SH）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908