

其他建材
署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 高熠

S0960112050016

0755-82026912

gaoyi@cjis.cn

6-12个月目标价: 9.00元

当前股价: 7.53元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2106.96
总股本(百万)	360
流通股本(百万)	360
流通市值(亿)	27
EPS	0.23
每股净资产(元)	5.55
资产负债率	45.34%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海螺型材	-5.16	12.87	30.32
建筑建材	-1.57	-7.83	-8.09
沪深300指数	-4.18	-10.12	-8.81


相关报告

海螺型材 - 需求端受益于住房结构调整, 盈利端受益于PVC价格下降 2012-07-30

海螺型材
000619
推荐
盈利提升短期受益PVC价格下降, 中长期受益住房市场结构调整

公司今晚公布了12年半年度报告, 12年1-6月份实现营业收入19.73亿元, 同比增长9.89%, 归属于上市公司股东的净利润为9064万元, 同比增长162.67%, 归属于上市公司股东扣除非经常损益的净利润为7522万元, 同比增长153.51%, 基本每股收益0.25元。

投资要点:

- **2季度盈利6230万元, 同比增168.8%, PVC价格下降是上半年盈利同比大幅增长的主因。**上半年公司型材销量平稳增长, 预计普通和彩色型材合计销售23万吨(其中彩色型材5万吨), 同比增长10%左右。在销量平稳增长的背景下, 上半年盈利同比大幅增长主要得益于型材产品销售毛利率的显著提升, 而占生产成本75%的PVC价格下降则是销售毛利率同比大幅提升5个百分点的主因。此外, 高毛利率的彩色型材收入占比提升也在一定程度上推动了销售毛利率的提升。
- **中长期盈利提升将受益住房市场结构调整。**塑料型材在中低价商品房和保障房中的市场占有率达60%, 未来伴随住房市场结构小型化调整, 塑料型材需求将显著受益。06年《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》颁布后, 中低价商品房占比由之前的不到40%逐步提升至目前的60%左右, 未来这一占比仍将持续提升。此外自08年以来国家开展保障房建设以来, “十二五”期间计划将完成3600万套保障房建设, 预计至15年, 保障房竣工面积将占到当年房屋竣工面积的55%。根据我们的测算, 即便假定未来房屋竣工面积增速将逐年降低(15年的增速为6%), 受益于住房结构的小型化调整, 12-15年塑窗需求增速有望达15%。
- **产品结构持续优化, 产能布局趋于完善。**近年来公司大力发展毛利率更高的彩色型材, 上半年彩色型材销量占比提升至21.7%, 占比较11年提升6个百分点, 未来这一占比将持续提升, 产品结构的持续优化将持续增强公司型材产品的盈利能力。公司产能布局趋于完善, 目前, 全国除东北市场外, 公司都有生产基地覆盖。继11年新疆基地和成都基地投产, 山东东营基地将于12年9月投产, 截止12年底, 公司型材产能将提升至70万吨。未来公司将通过自建和整合进一步提升市场占有率。
- **给予推荐的投资评级。**我们预计12-14年公司的营业收入分别为45.65亿元、51.81亿元、58.49亿元, 归属于母公司的净利润分别为2.03亿、2.25亿元、2.52亿元, 每股收益分别为0.56元、0.63元、0.70元。当前股价对应12年13.5倍的PE, 考虑到公司未来仍具成长性, 给予推荐的投资评级。

风险提示:

- 1. 保障房建设不达预期; 2. 原材料价格大幅上涨。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4073	4565	5181	5849
收入同比(%)	3%	12%	13%	13%
归属母公司净利润	82	203	225	252
净利润同比(%)	-49%	147%	11%	12%
毛利率(%)	9.0%	12.8%	12.2%	12.2%
ROE(%)	4.1%	9.3%	9.4%	9.5%
每股收益(元)	0.23	0.56	0.63	0.70
P/E	33.33	13.50	12.15	10.88
P/B	1.37	1.25	1.14	1.03
EV/EBITDA	14	8	8	7

资料来源: 中投证券研究所

一、短期盈利提升主要靠 PVC 价格下降

1.1 上半年盈利 9065 万元，同比增长 162.67%

公司 1-6 月份实现营业收入 19.73 亿元，同比增长 9.89%，归属于上市公司股东的净利润为 9064 万元，同比增长 162.67%，归属于上市公司股东扣除非经常损益的净利润为 7522 万元，同比增长 153.51%，基本每股收益 0.25 元。

分季度来看，2 季度单季实现营收 12.7 亿元，同比增长 10.4%，归属于母公司股东的净利润为 6230 万元，同比增长 168.6%，每股收益 0.17 元。

表 1 海螺型材分季度经营情况

名称	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2
销售收入 (亿元)	7.3	10.7	12.1	9.6	6.5	11.5	11.9	10.9	7.0	12.7
营业利润 (亿元)	0.32	0.79	0.52	0.32	0.12	0.38	0.24	0.23	0.24	0.84
归属净利润 (亿元)	0.29	0.67	0.41	0.25	0.06	0.25	0.13	0.46	0.28	0.62
销售毛利率 (%)	12.13	11.85	9.91	10.24	9.37	8.86	7.83	10.17	13.72	14.3
销售净利率 (%)	4.63	7.19	3.89	2.73	1.00	2.64	1.48	5.63	4.30	4.90
ROE (%)	1.58	3.57	2.11	1.28	0.29	1.28	0.66	2.31	1.40	2.80

资料来源：公司公告、中投证券研究所

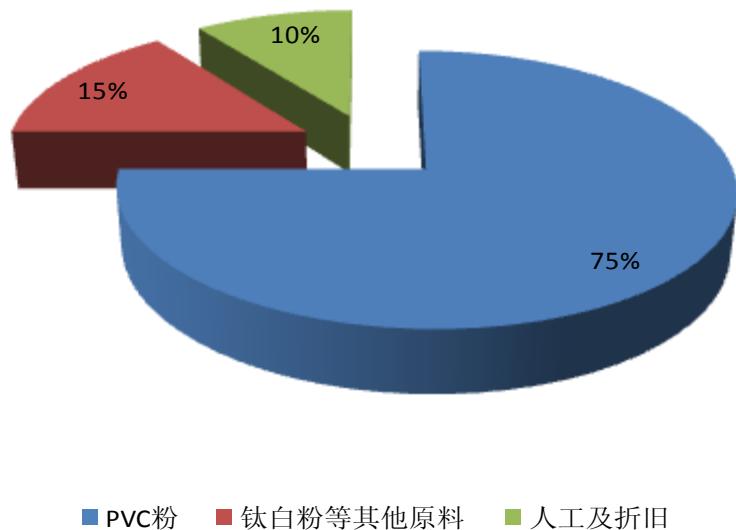
上半年公司型材销量稳步增长，预计型材销量合计 23 万吨（其中彩色型材估计 5 万吨左右），较 11 年同期增长 10% 左右。在销量平稳增长的背景下，盈利同比大幅增长 162.67%，主要在于主营业务的销售毛利率同比大幅提升 5.1 个百分点至 14.05%。

销售毛利率的提升来自两个方面：1、成本端 PVC 粉价格大幅下降；2. 毛利率较高的彩色型材占比提升。第一个原因是销售毛利率大幅提升的主因。

1.2 PVC 价格下降是短期盈利提升的主因

塑料型材的成本中 90% 为原材料成本，其中 PVC 作为最主要的原材料占到生产成本的 75% 左右，其它成本包括钛白粉等原料以及人工及折旧，成本占比分别为 15%、10%。因此 PVC 价格的波动将直接影响到公司的单位产品盈利水平。公司上半年的盈利的大幅提升正是显著受益于原材料 PVC 粉末价格的下降。

图 1 公司塑窗产品成本构成



资料来源：中投证券研究所

PVC 作为与石油相关的化学产品，其价格变动方向与油价高度一致。我们观察到从 10 年初至 12 年 7 月份，世界原油历年价格分明显：，10 年是原油价格的低点，11 年世界原油价格高位运行，12 年初至今，原油价格在低位盘整。作为和世界原油价格高度相关的化工品种，PVC 价格也经历了类似的波动：10 年是 PVC 价格低点，从 10 年 10 月份开始至 11 年的 10 月份，PVC 价格处于高位，11 年底至今，PVC 重回低位运行。

图 2 国内 PVC 价格走势图

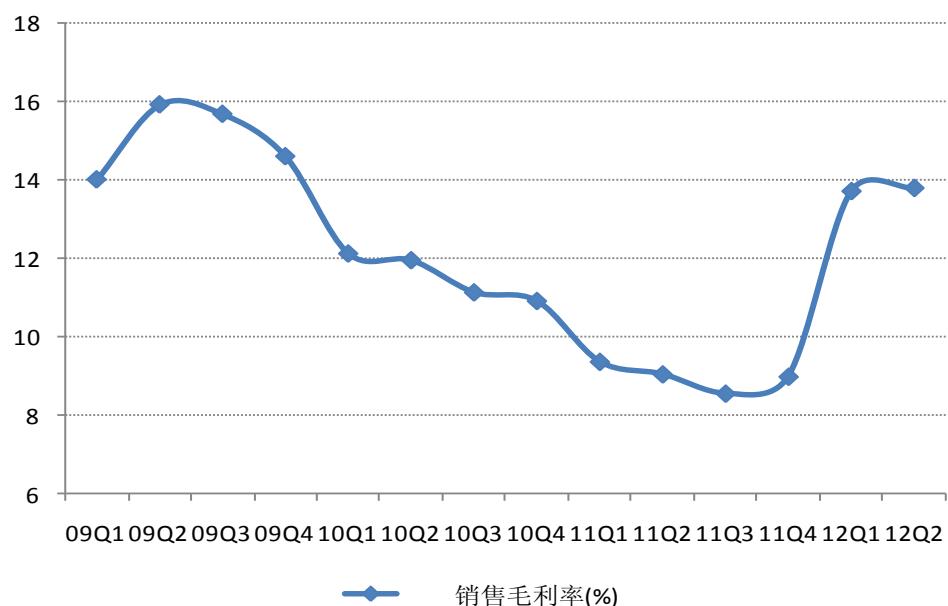


资料来源：百川资讯，中投证券研究所

注：电石法 PVC 树脂较乙稀法 PVC 树脂价格低 300 元/吨左右

作为在生产成本中占 75% 比重的主要原材料，PVC 价格成本的下降将直接降低公司塑窗产品的生产成本。简单计算表明，12 年上半年 PVC 均价同比下降了 20% 左右。考虑到品牌型材市场的集中度高，竞争相对有序，型材价格较为稳定，PVC 成本的下降将有利于产品毛利率的提升，12 年上半年公司塑料型材的毛利率水平同比提升 5.1 个百分点。

图 3 公司分季度盈利能力情况



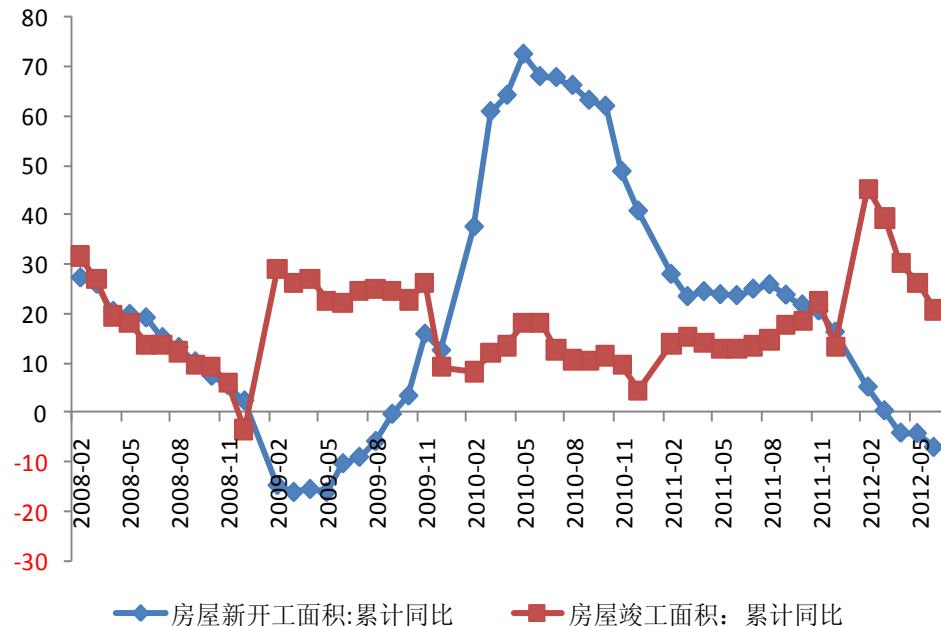
资料来源：公司公告，中投证券研究所

考虑到世界经济在短期内难以强力复苏，世界原油供需格局将在相当一段时间内处于供大于求的状态，在此背景下，预计原油价格将持续在低位盘整。作为和世界原油价格高度关联的 PVC 价格，也将持续在低位运行。基于以上判断，我们预计公司塑窗产品的毛利率在下半年也将保持在高位。

二、中长期盈利提升将受益住房市场结构调整

目前市场可能担心在房地产新开工面积逐步放缓的事实（12 年以来，新开工面积增速已经转为负增长）会在未来几年逐步在房屋竣工面积增速上得到反映，即未来几年房屋竣工面积增速会放缓至 10% 以内。经验规律表明新开工增速传递到竣工端需要两年左右时间。照此推算，竣工面积将于 12 年下半年开始明显放缓。

图 4 房屋新开工面积增速领先房屋竣工面积增速 2 年左右



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

虽然房地产竣工面积增速未来几年将逐步放缓是大概率事件，但我们认为塑窗市场将显著受益于房地产市场结构调整，未来增速仍将保持在 10%以上。房地产市场正在经历的结构调整体现为两个方面：1.中低价商品房的竣工面积在商品房总竣工面积中的占比将逐步提升；2.保障房竣工面积将逐年递增。

考虑到塑窗在上述两大市场的市场份额很高，伴随房地产结构向“小型化”调整，新增需求完全可以对冲房地产整体竣工面积逐步放缓的负面影响。

2.1 中低价位住房在商品房市场的比例快速上升

由于过去两年国内商品房价格的快速上涨，建设部已开始大力推进住房供应结构的调整，重点发展中低价位、中小套型普通住房。

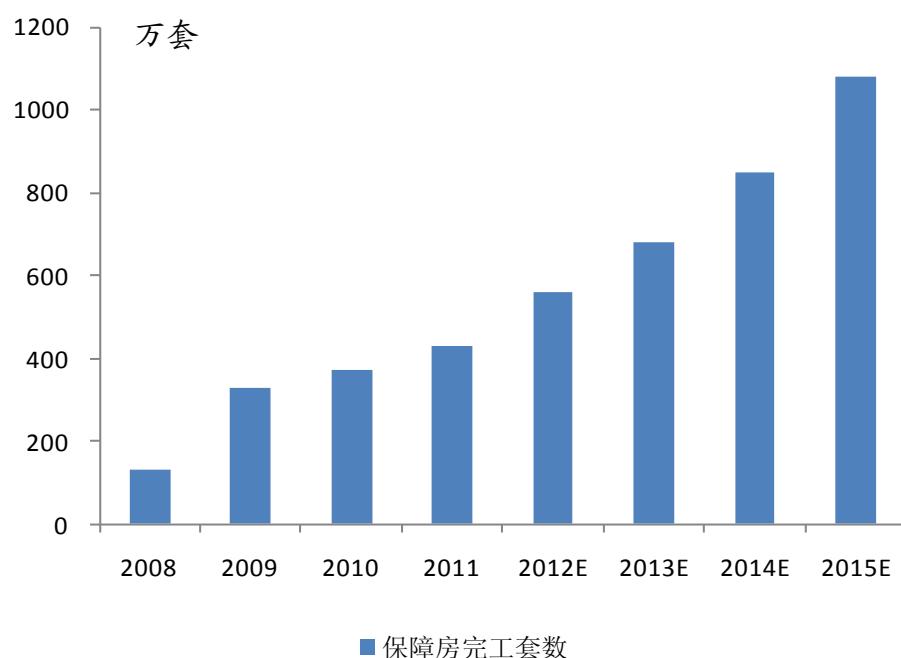
2006 年建设部、国土资源部等九部委联合发布的《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》中明确要求自 2006 年 6 月 1 日起，凡新审批、新开工的商品住房建设，套型建筑面积 90 平方米以下住房面积所占比重，必须达到开发建设总面积的 70%以上。直辖市、计划单列市、省会城市因特殊情况需要调整上述比例的，必须报建设部批准。据建设部对全国 36 个直辖市、计划单列市、省会（首府）城市的初步统计，在意见发布后的第二年，套型建筑面积 90 平方米以下的住房占总住房面积的比重已由之前不到 40%的水平迅速上升到 55.8%。

我们预计目前在新竣工的房屋中，90 平米以下住房面积的占比应该在 60%以上，伴随保障性住房建设的加码，占比很快就会达到 70%以上。

2.2 保障性住房竣工面积占比将持续提升，15年预计达到55%。

自07年国家决定开始大力建设保障以来，保障房建设在新开工套数、完工套数等指标方面呈现逐年加速的迹象。08-11年每年竣工的保障房套数分别达到了130万套、330万套、370万套、432万套。2012年全国计划新开工城镇保障性安居工程700万套、基本建成500万套。截止6月底，已经开工470万套，开工率为63%，基本建成260万套。按照十二五期间建设3600万套保障房的规划，预计12-15年保障房竣工套数分别为560万套、680万套、850万套、1080万套。

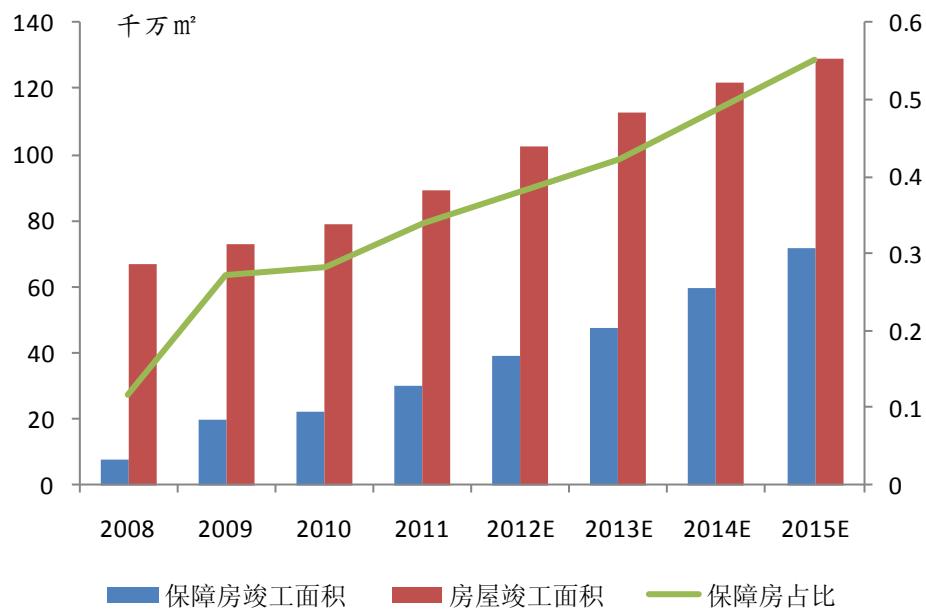
图 5 保障房竣工套数有望逐年递增



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

按照保障房套均面积60平米来估算（11年套均面积达到了70平米/套），那么08-11年以来每年竣工的保障房面积预计在7800万平米、1.98亿平米、2.22亿平米、3.02亿平米。保障房竣工面积占比从08年的11%逐步提升至11年的34%，平均每年提升7个百分点。十二五期间，占比提升将一步加速，预计至2015年，保障房竣工面积占比将提升至55%。

图 6 保障房竣工面积占房屋竣工面积的比重将提速



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

为了确保住房保障工作在“十二五”期间能够有条不紊推进，住房和城乡建设部敦促各地区着手准备2013年城镇保障性住房建设项目计划，并要求计划项目尽早预选地块，开展立项、规划工作，履行用地报批手续，各类棚户区改造项目要提前开始组织房屋征收补偿工作，力争计划下达后能马上开工建设。在宏观经济持续放缓，房地产严控不变的大背景下，加快保障房建设项目的开工建设是对冲经济下滑的有效手段之一，我们认为完成“十二五”3600万套保障房建设目标是比较有保障的。

2.3 地产调控下，12-15年塑窗需求增速仍将保持在10%以上

塑窗的新增需求将主要来自两个方面：1.中低价商品房（小户型房）以及保障房竣工面积占比不断提升带来的新增需求；2.建筑节能标准提高致塑窗替代普通铝合金窗带来的新增需求。下面我们就来测算一下12-15年塑窗需求的年均增速。

我们的测算基于以下几个假设：

1.12-15年房屋竣工面积增速分别为15%、10%、8%、6%；

2.12-15年保障房竣工套数分别为560万套、680万套、850万套、1080万套，单套面积为70平米；

3.12-15年90平米以下的普通商品房竣工面积占比分别为60%、65%、70%、70%；

4.12-15年塑窗在普通商品房中的使用比例分别为35%、36%、37%、38%；

5.12-15年塑窗在保障房中的使用比例分别为60%、62%、64%、66%、68%；

表 2 塑窗市场容量测算基于的主要假设

假设条件	2012	2013	2014	2015
房屋竣工面积增速	15%	10%	8%	6%
保障房竣工套数	560 万	680 万	850 万	1080 万
普通商品房占比	60%	65%	70%	70%
在普房中使用比例	35%	36%	37%	38%
在保障房中使用比例	60%	61%	62%	63%

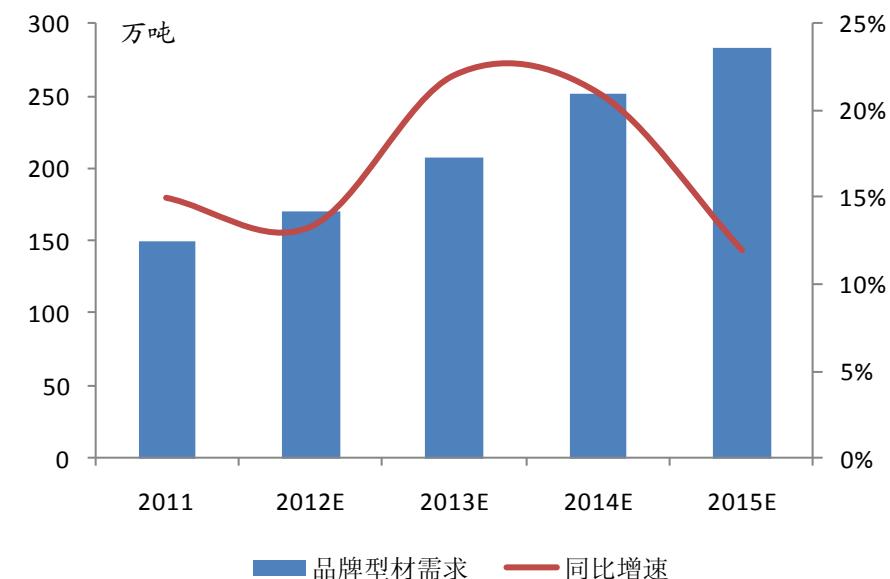
资料来源：中投证券研究所

随着建筑节能标准逐步提高，在建筑节能方面优势显著的塑窗对传统铝合金的替代效应将进一步加强。保守预计到 15 年塑料门窗在商品房市场的市场占有率将由目前 35% 的水平提高 3 个百分点，达到 38%。

保障性住房方面，由于这部分房屋的成本约束较强，在该细分市场塑料门窗的使用比例在 60%-70%，远高于其在普通商品房市场的应用比例；同时，政府主导的采购环节有利于屏蔽假冒伪劣型材产品的竞争，公司作为在品牌塑料型材市场占有率超过 30% 的市场领导者，将直接受益于保障房的建设。我们认为随着全国保障房计划的实施，保障房市场也将陆续成为公司在普通商品房市场之外的新的重要收入增长来源。

基于以上假设，我们的测算结果是，12-15 年品牌型材的需求量分别为 170 万吨、208 万吨、252 万吨、283 万吨，同比增速分别为 10%、22%、21%、12%。

图 7 品牌塑窗市场需求预测



资料来源：中国建筑金属结构协会，中投证券研究所

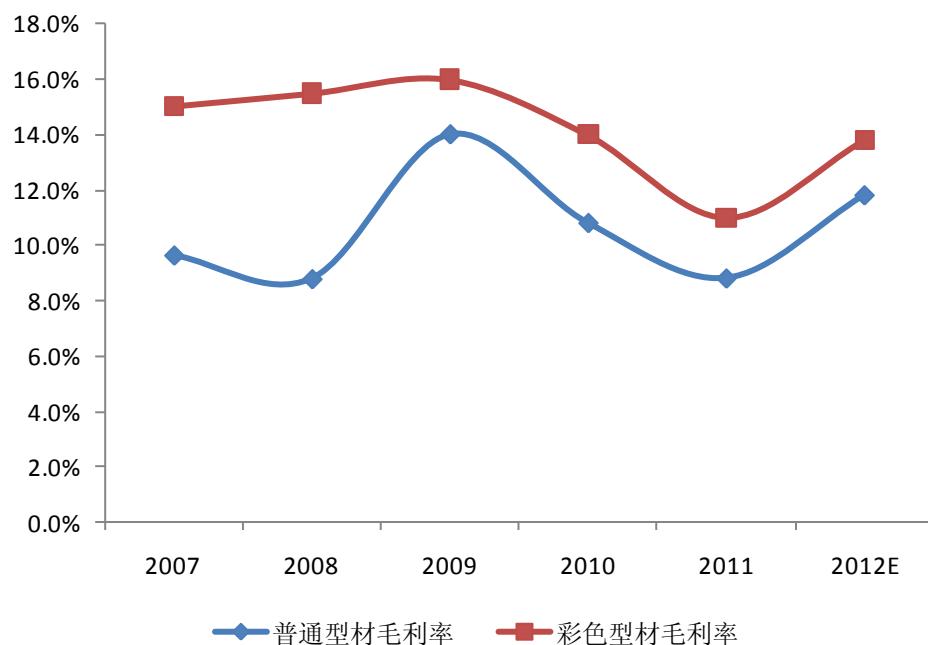
事实上，以上的分析我们仅是针对新建房屋的塑钢窗需求，如果考虑到塑钢窗在二手房装修等旧窗改造中的其他应用（在公司的经销比例中这部分需求可占到 20-30%），我们认为 12-15 年品牌型材的年均需求增速达到 15% 是大概率事件。

三、产品结构持续优化，产能布局趋于完善

3.1 高毛利率的彩色型材占比稳步提升

相对于传统白色塑料型材产品，彩色型材是通过复合共挤、表面覆膜等工艺使型材产品表面形成特定的颜色和纹理效果，使其更能适应多样的建筑风格和消费者的审美心理，较普通白色型材因而享有更高的利润空间。

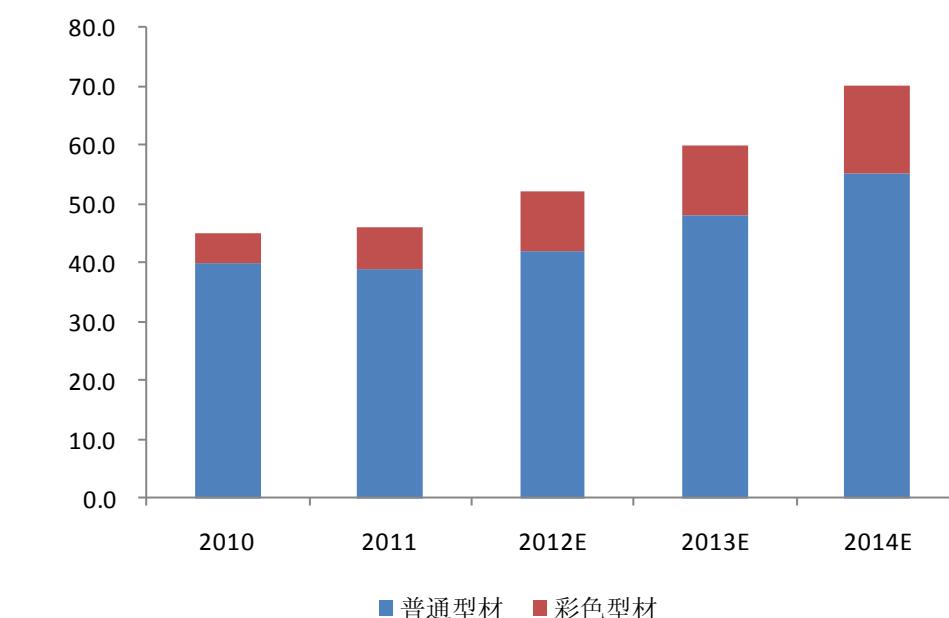
图 8 公司彩色型材与普通型材的毛利率对比



资料来源：中投证券研究所

自 2007 年实现批量生产以来，海螺型材的彩色型材产品其毛利率一直稳定在 12% 以上，较普通型材要高出 2-5 个百分点。鉴于良好的市场前景，公司正在逐步加大彩色型材产品的生产力度，12 年上半年彩色型材销量在 5 万吨，同期普通型材销量在 18 万吨，预计 2012 年彩色型材的产销量将进一步提高到 10 万吨，届时彩色型材在公司型材销量中的占比将达到 20%，较 11 年提升 4 个百分点。

图 9 彩色型材销量占比稳步提升



资料来源：中投证券研究所

3.2 公司产能分布趋于完善，新疆和成都基地逐步扭亏

经过多年来的不断发展，公司产能布局日趋完善。目前公司已经拥有安徽芜湖、浙江宁波、广东英德、新疆乌鲁木齐、四川成都六大生产基地，新建的山东基地预计12年9月开始试生产。从产能分布来看，芜湖基地辐射中部地区，宁波基地辐射华东地区，英德基地辐射华南地区，乌鲁木齐基地辐射西北地区，成都基地辐射地区，在建的山东基地辐射华北地区。全国各大区域中除了东北地区外，都有相应生产基地辐射，产能的地域布局趋于完善。

我们预计“十二五”期间公司的产能通过扩建和新建的方式还将有进一步扩张，目前公司销往东北的型材只能靠外运，运输成本较高，为了节省成本，抓住东北市场，东北基地的布局或已在规划中。

表 3 公司型材产品产能分布状况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
芜湖	28	28	34	34	34	34	34	34
宁波	4	4	4	4	4	4	4	4
唐山	8	8	12	12	12	12	12	12
英德	8	8	8	8	8	8	8	8
乌鲁木齐							4	4
成都							4	4
东营								4
产能合计	48	48	58	58	58	58	66	70
产量	42	48	52	50	49	45	46	52
产能利用率	87%	100%	90%	86%	84.5%	77.8%	70.0%	74.2%

资料来源：中投证券研究所

注：山东东营基地产能预计 12 年 9 月投产

10 年公司设立新疆海螺和成都海螺，开始进军新疆和成都市场。11 年受制于市场开拓初期产能得不到较好发挥，子公司新疆海螺和成都海螺都处于亏损状态。12 年上半年，受益于销量增长和毛利率提升，新疆海螺同比减亏 200 万元，成都海螺已经开始盈利，盈利同比增加 1497 万元。

伴随新疆和成都市场的逐步开拓，新疆海螺和成都海螺有望逐步成长为新的主要利润增长点。

表 412 年上半年子公司（型材类）盈利情况

单位：亿元	唐山海螺	英德海螺	新疆海螺	成都海螺
营业收入	4.7	2.0	0.91	1.4
营业利润	0.30	0.04	-0.08	0.03
净利润	0.22	0.03	-0.08	0.06

资料来源：公司公告，中投证券研究所

四、投资建议：推荐

我们对于 12-14 年的盈利预测主要基于以下几个基本假设，见表 7。

表 5 盈利预测表

	2011	2012E	2013E	2014E
塑料型材产能（万吨）	66	70	74	78
1、普通型材—产量（万吨）	39	42	48	54
销售单价（元/吨）	8350	8000	7900	7900
毛利率	8%	12.5%	12%	12%
2、彩色型材—产量（万吨）	7	10	12	14
销售单价（元/吨）	9800	9800	9700	9700
毛利率	11%	14%	13%	13%

资料来源：中投证券研究所

基于上述假设，我们预计 12-14 年公司的营业收入分别为 45.65 亿元、51.81 亿元、58.49 亿元，归属于母公司的净利润分别为 2.03 亿、2.25 亿元、2.52 亿元，每股收益分别为 0.56 元、0.63 元、0.70 元。当前股价对应 12 年 13.5 倍的 PE，考虑到公司未来仍具成长性，给予推荐的投资评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产				
现金	2250	3092	3580	4194
应收账款	418	916	1115	1407
其他应收款	19	172	195	220
预付账款	3	3	3	3
存货	84	112	119	138
其他流动资产	695	749	853	964
非流动资产				
长期投资	1030	1141	1295	1462
固定资产	1808	1760	1695	1639
无形资产	1625	1515	1405	1295
其他非流动资产	180	230	287	341
资产总计	4058	4851	5276	5834
流动负债				
短期借款	773	1171	1155	1241
应付账款	170	400	400	400
其他流动负债	175	192	219	246
非流动负债				
长期借款	428	579	536	595
其他非流动负债	1068	1268	1468	1668
负债合计	1068	1268	1468	1668
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1840	2439	2622	2908
股本	220	230	245	265
资本公积	360	360	360	360
留存收益	436	436	436	436
归属于母公司股东权益	1202	1387	1613	1865
负债和股东权益	1998	2183	2409	2661
	4058	4851	5276	5834

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-236	-17	128	134
净利润	108	213	240	272
折旧摊销	122	116	115	116
财务费用	46	84	99	110
投资损失	0	-80	-113	-113
营运资金变动	-517	-345	-225	-250
其他经营现金流	5	-5	11	0
投资活动现金流	-84	25	52	54
资本支出	85	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	1	25	52	54
筹资活动现金流	373	489	20	104
短期借款	-300	230	0	0
长期借款	758	200	200	200
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-85	59	-180	-96
现金净增加额	52	497	199	292

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4073	4565	5181	5849
营业成本	3707	3981	4548	5134
营业税金及附加	11	13	14	16
营业费用	104	160	171	181
管理费用	109	160	171	181
财务费用	46	84	99	110
资产减值损失	1	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	80	113	113
营业利润	96	246	289	338
营业外收入	63	70	70	70
营业外支出	1	20	25	30
利润总额	158	296	334	378
所得税	50	83	94	106
净利润	108	213	240	272
少数股东损益	26	10	15	20
归属母公司净利润	82	203	225	252
EBITDA	263	445	503	563
EPS (元)	0.23	0.56	0.63	0.70

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	2.8%	12.1	13.5	12.9
营业利润	-50.9	157.1	17.6	16.8
归属于母公司净利润	-49.5	146.9	11.1%	11.7%
盈利能力				
毛利率	9.0%	12.8	12.2	12.2
净利率	2.0%	4.4%	4.4%	4.3%
ROE	4.1%	9.3%	9.4%	9.5%
ROIC	3.2%	7.2%	8.0%	8.8%
偿债能力				
资产负债率	45.3	50.3	49.7	49.9
净负债比率	67.47	75.15	74.42	74.45
流动比率	2.91	2.64	3.10	3.38
速动比率	2.01	2.00	2.36	2.60
营运能力				
总资产周转率	1.10	1.02	1.02	1.05
应收账款周转率	315	45	27	27
应付账款周转率	21.03	21.75	22.15	22.07
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.56	0.63	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.66	-0.05	0.35	0.37
每股净资产(最新摊薄)	5.55	6.06	6.69	7.39
估值比率				
P/E	33.33	13.50	12.15	10.88
P/B	1.37	1.25	1.14	1.03
EV/EBITDA	14	8	8	7

相关报告

报告日期	报告标题
2012-7-30	需求端受益于住房结构调整，盈利端受益于 PVC 价格下降

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内

回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 7 年证券行业从业经验。

高熠, 中投证券研究所建材行业分析师, 经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务 中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际 大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434