

股票代码	600801.CH	900933.CH
评级	买入	买入
原评级	谨慎买入	谨慎买入
收盘价	人民币 10.81	美元 1.32
目标价	人民币 13.50	美元 1.58
原目标价	人民币 15.30	美元 1.58
上/下浮比例	25%	20%
目标价格基础	8.8倍 14年市净率	6.3倍 14年市净率
板块评级	中立	中立

股价表现—A股



资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2014年3月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业：非金属建材

董馨谣

(8610) 6622 9353

xinyao.dong@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513070001

李攀，CFA

(8610) 6622 9073

pan.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120035

华新水泥

环保转型继续推进，促进长期发展

华新水泥公告2013年实现营业收入159.8亿人民币，同比增长27.7%，归属母公司股东净利润11.8亿人民币，同比增长112.5%，对应每股收益1.26元，与此前业绩预告一致。13年公司水泥销量增长20.5%，虽然水泥均价同比下降2.5%，但由于煤炭采购成本大幅下降以及产能利用率的提升，水泥吨成本下降约17元，吨毛利提升10元。13年公司新增水泥产能465万吨，总水泥产能约7,067万吨，区域控制力继续提升。公司13年加大在环保业务方面的投入，有多个环保处置项目在建及投产，目前运行和在建的环保处置能力达287万吨/年，其中生活垃圾处置能力228万吨，虽然目前占公司整体业务比重较小，但长期来看环保业务发展空间较大，有望成为公司新的业绩增长点。我们将A、B股评级上调至买入，A股目标价格下调至13.50元。

支撑评级的要点

- **水泥成本下降带来盈利提升。**2013年公司水泥熟料综合销量约5,103万吨，较上年同期增长约20.5%。全年水泥熟料综合均价257元/吨，较上年同期下跌7元/吨。水泥熟料综合成本为182元/吨，下降17元/吨。水泥熟料综合吨毛利为74元，吨净利27元。
- **全年毛利率提升，费用率下降：**公司2013年毛利率为27.9%，较上年同期提升3.5个百分点，其中4季度单季度毛利率32.9%，环比提升6.1个百分点，同比提升2.6个百分点。公司2013年期间费用率下降0.5个百分点到16.5%，其中销售费用率和管理费用率分别上升0.2、0.1个百分点，财务费用率下降0.8个百分点。
- **公司环保业务快速发展：**公司13年共有4个生活垃圾生态化处置项目投产，10个环保处置项目开工建设，签约生活垃圾及市政污泥处置项目12个。目前运行和在建的环保处置能力达287万吨/年，其中生活垃圾处置能力228万吨。13年环保业务收入1.1亿元，目前占比仍较小，未来有望快速提升。
- **2014年经营计划：**14年公司计划销售水泥及熟料5,105万吨，与13年基本持平；销售混凝土753万方，增长22%；销售骨料593万吨，增长67%；环保业务总处置量74万吨，增长48%。14年公司预计实现营业收入较13年增长15%左右。

评级面临的主要风险

- 需求低于预期导致价格下行的风险及成本大幅上升的风险。

估值

- 我们对公司2014-2015年的每股收益预测调整至1.538和1.888元，16年每股收益预测为2.298元人民币，A股目标价格由15.30元下调至13.50元，对应2014年8.8倍市盈率，考虑到B股价格的折让，维持B股1.58美元目标价，对应2014年6.3倍市盈率，评级均上调至买入。

投资摘要—A股

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	12,521	15,984	18,156	20,715	23,472
变动(%)	(1)	28	14	14	13
净利润(人民币 百万)	556	1,181	1,438	1,766	2,149
全面摊薄每股收益(人民币)	0.594	1.262	1.538	1.888	2.298
变动(%)	(48.3)	112.5	21.8	22.8	21.7
市场预期每股收益(人民币)		1.087	1.294	1.475	
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.468	1.789	
调整幅度(%)	-	-	4.8	5.5	
核心每股收益(人民币)	0.462	1.116	1.386	1.706	2.080
变动(%)	(56.5)	141.3	24.2	23.1	21.9
全面摊薄市盈率(倍)	18.2	8.6	7.0	5.7	4.7
核心市盈率(倍)	23.4	9.7	7.8	6.3	5.2
每股现金流量(人民币)	2.63	3.21	3.95	4.40	4.90
价格/每股现金流量(倍)	4.1	3.4	2.7	2.5	2.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.4	5.4	4.8	4.1	3.4
每股股息(人民币)	0.180	0.200	0.246	0.302	0.368
股息率(%)	1.7	1.9	2.3	2.8	3.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—B股



资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2014年3月28日收市价为标准

投资摘要—B股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	12,521	15,984	18,156	20,715	23,472
变动(%)	(1)	28	14	14	13
净利润(人民币 百万)	556	1,181	1,438	1,766	2,149
全面摊薄每股收益(人民币)	0.594	1.262	1.538	1.888	2.298
变动(%)	(48.3)	112.5	21.8	22.8	21.7
市场预期每股收益(人民币)		1.087	1.294	1.475	
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.468	1.789	
调整幅度(%)	-	-	4.8	5.5	
核心每股收益(人民币)	0.462	1.116	1.386	1.706	2.080
变动(%)	(56.5)	141.3	24.2	23.1	21.9
全面摊薄市盈率(倍)	13.8	6.5	5.3	4.3	3.6
核心市盈率(倍)	17.7	7.3	5.9	4.8	3.9
每股现金流量(人民币)	2.63	3.21	3.95	4.40	4.90
价格/每股现金流量(倍)	3.1	2.5	2.1	1.9	1.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.4	4.7	4.2	3.5	2.9
每股股息(人民币)	0.180	0.200	0.246	0.302	0.368
股息率(%)	2.2	2.4	3.0	3.7	4.5

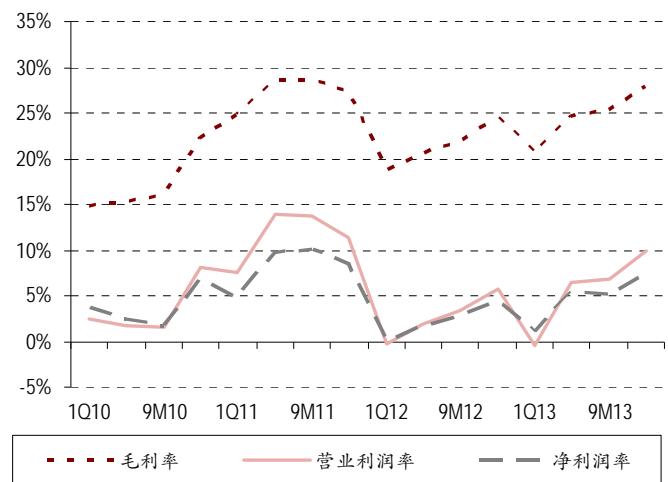
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表1.业绩摘要

(人民币, 百万)	FY12	FY13	同比变化(%)	4Q12	4Q13	同比变化(%)	9M12	9M13	同比变化(%)
营业收入	12,521	15,984	27.7	3,706	5,395	45.6	8,815	10,590	20.1
营业成本	(9,466)	(11,520)	21.7	(2,582)	(3,621)	40.2	(6,884)	(7,900)	14.8
营业税金及附加	(174)	(221)	26.7	(62)	(75)	21.2	(112)	(145)	29.7
销售费用	(838)	(1,107)	32.0	(239)	(358)	49.8	(599)	(749)	25.0
管理费用	(724)	(933)	28.9	(229)	(363)	58.5	(495)	(571)	15.3
财务费用	(576)	(603)	4.7	(143)	(155)	8.1	(433)	(449)	3.6
资产减值损失	(18)	(13)	(28.3)	(18)	(10)	(42.6)	(0)	(3)	642.1
公允价值变动	0	0	nm	0	0	nm	0	0	nm
投资收益	(1)	10	(917.9)	(1)	55	(5,291.1)	(0)	(46)	37,975.0
汇兑净收益	0	0	nm	0	0	nm	0	0	nm
营业利润	723	1,597	120.8	431	868	101.4	292	728	149.6
营业外收入	213	215	1.2	99	78	(21.2)	114	137	20.5
营业外支出	(31)	(27)	(12.2)	(17)	(18)	11.7	(14)	(8)	(40.3)
利润总额	905	1,785	97.2	513	928	80.7	392	857	118.9
所得税费用	(225)	(390)	73.7	(151)	(210)	39.6	(74)	(180)	143.0
净利润	680	1,395	105.0	363	717	97.8	318	677	113.2
少数股东损益	(125)	(214)	71.7	(49)	(95)	94.2	(76)	(119)	57.1
归属于母公司所有者的净利润	556	1,181	112.5	314	622	98.4	242	558	130.8

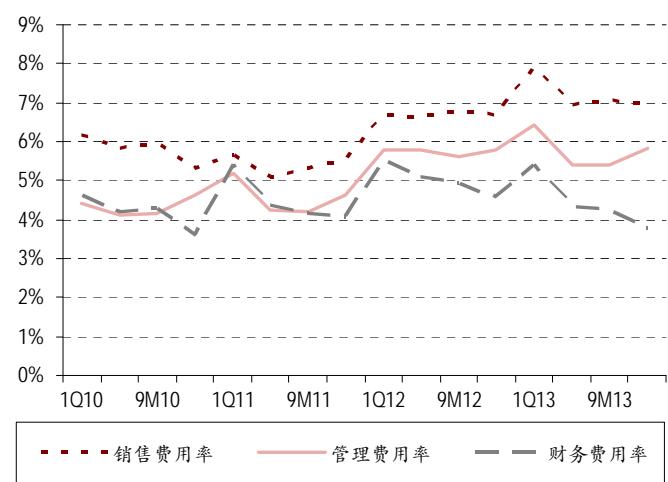
资料来源：公司数据

图表 2. 利润率指标走势



资料来源：公司数据

图表 3 费用率指标走势



资料来源：公司数据

图表 4. 湖北地区水泥价格走势



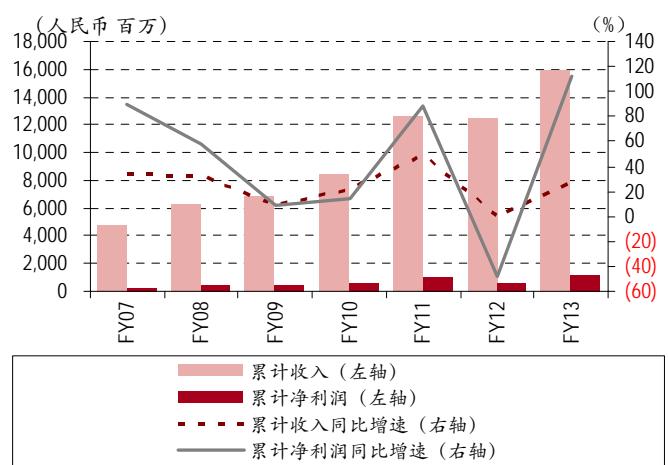
资料来源：数字水泥网

图表 5. 湖北地区水泥煤炭价格差



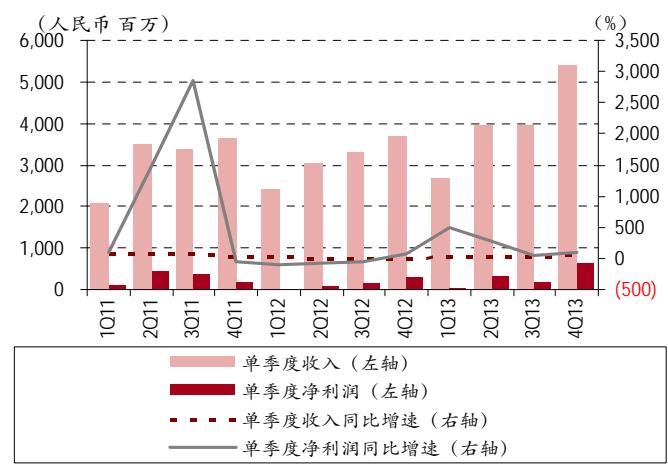
资料来源：数字水泥网

图表 6. 公司累计收入利润情况



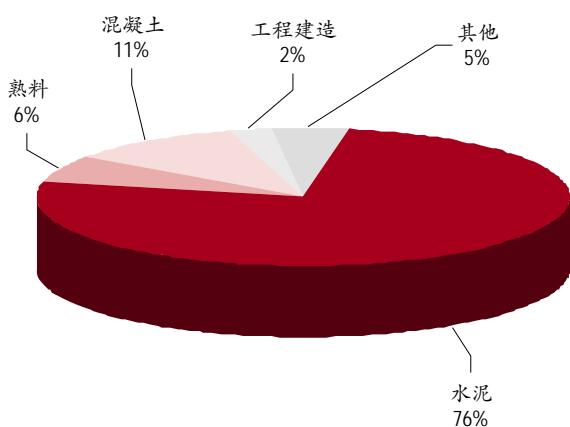
资料来源：公司数据

图表 7. 公司单季度收入利润情况



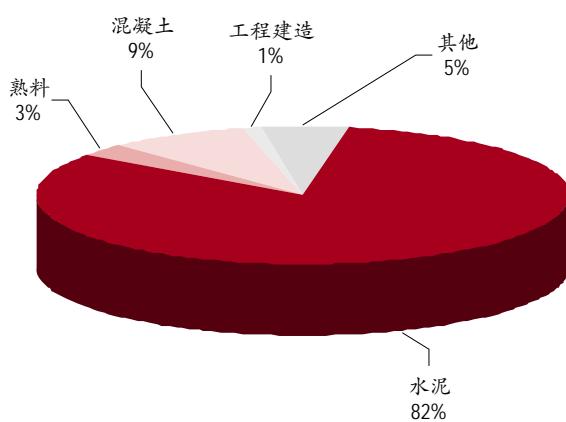
资料来源：公司数据

图表 14. 2013 年主营业务收入分布



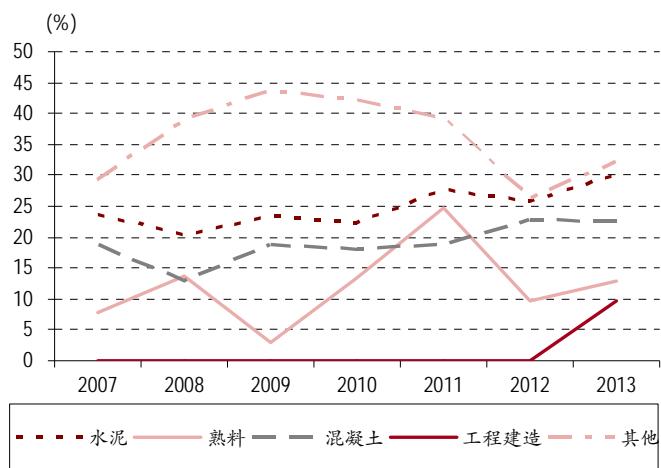
资料来源：公司数据

图表 15. 2013 年主营业务毛利分布



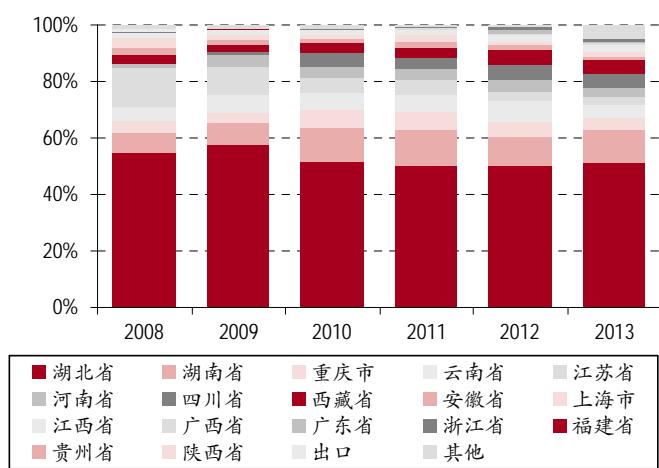
资料来源：公司数据

图表 16. 公司分产品毛利率走势



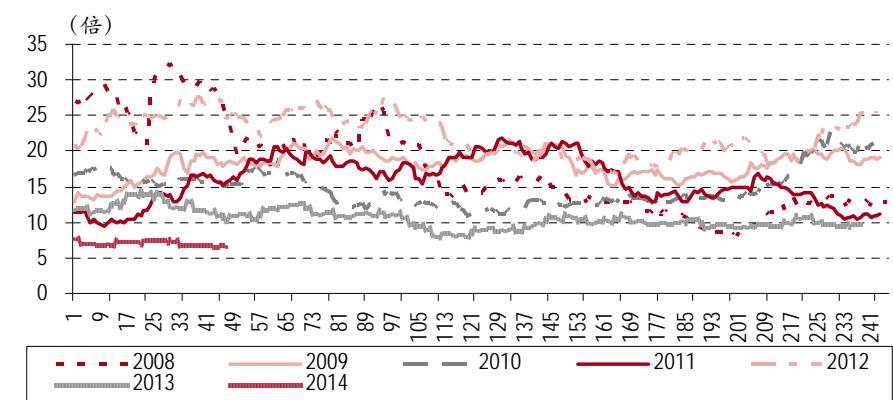
资料来源：公司数据

图表 17. 公司历年主要地区收入占比



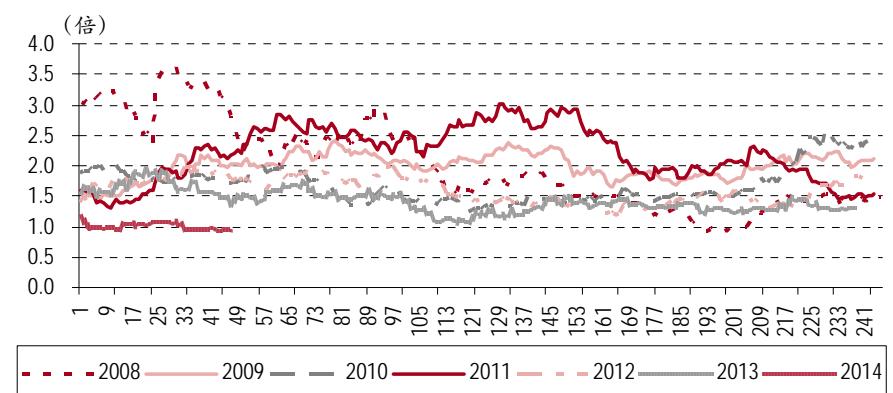
资料来源：公司数据

图表 20. 华新水泥市盈率走势 (A股)



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 21. 华新水泥市净率走势 (A 股)



损益表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	12,521	15,984	18,156	20,715	23,472
销售成本	(9,466)	(11,520)	(13,029)	(14,791)	(16,650)
经营费用	(596)	(943)	(1,234)	(1,540)	(1,884)
息税折旧前利润	1,319	2,204	2,543	2,989	3,495
折旧及摊销	(1,140)	(1,317)	(1,350)	(1,395)	(1,442)
经营利润(息税前利润)	2,459	3,521	3,893	4,384	4,937
净利润收入/(费用)	(576)	(603)	(558)	(545)	(515)
其他收益/(损失)	163	185	193	231	274
税前利润	905	1,785	2,178	2,674	3,254
所得税	(225)	(390)	(479)	(588)	(716)
少数股东权益	(125)	(214)	(261)	(320)	(389)
净利润	556	1,181	1,438	1,766	2,149
核心净利润	433	1,044	1,296	1,596	1,945
每股收益(人民币)	0.594	1.262	1.538	1.888	2.298
核心每股收益(人民币)	0.462	1.116	1.386	1.706	2.080
每股股息(人民币)	0.180	0.200	0.246	0.302	0.368
收入增长(%)	(1)	28	14	14	13
息税前利润增长(%)	(35)	67	15	18	17
息税折旧前利润增长(%)	(18)	43	11	13	13
每股收益增长(%)	(48)	112	22	23	22
核心每股收益增长(%)	(57)	141	24	23	22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	905	1,785	2,178	2,674	3,254
折旧与摊销	1,140	1,317	1,350	1,395	1,442
净利息费用	576	603	558	545	515
运营资本变动	23	(294)	94	99	99
税金	(225)	(390)	(479)	(588)	(716)
其他经营现金流	36	(15)	(11)	(12)	(13)
经营活动产生的现金流	2,456	3,006	3,690	4,112	4,581
购买固定资产净值	(2,094)	(1,669)	(2,213)	(2,368)	(2,399)
投资减少/增加	12	(397)	(5)	(5)	(5)
其他投资现金流	(337)	(234)	(6)	(6)	(5)
投资活动产生的现金流	(2,420)	(2,300)	(2,224)	(2,378)	(2,409)
净增权益	48	54	0	0	0
净增债务	1,417	(454)	(1,016)	(294)	(418)
支付股息	(140)	(168)	(187)	(230)	(283)
其他融资现金流	(1,335)	(766)	(562)	(541)	(512)
融资活动产生的现金流	(10)	(1,334)	(1,765)	(1,065)	(1,213)
现金变动	26	(628)	(298)	669	960
期初现金	2,769	2,795	2,161	1,863	2,532
公司自由现金流	47	717	1,470	1,735	2,180
权益自由现金流	877	(351)	(108)	895	1,239

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	2,795	2,161	1,863	2,532	3,491
应收账款	2,052	3,116	3,538	4,036	4,571
库存	904	954	1,084	1,236	1,401
其他流动资产	114	153	156	159	162
流动资产总计	5,865	6,384	6,641	7,963	9,625
固定资产	14,674	16,140	17,002	17,974	18,930
无形资产	1,908	2,403	2,410	2,417	2,424
其他长期资产	845	897	919	941	965
长期资产总计	17,426	19,440	20,331	21,332	22,319
总资产	23,291	25,825	26,972	29,295	31,944
应付帐款	3,511	4,294	4,858	5,518	6,216
短期债务	4,051	3,873	3,009	3,159	3,369
其他流动负债	516	890	969	1,062	1,166
流动负债总计	8,077	9,056	8,836	9,739	10,750
长期借款	6,357	6,464	6,311	5,867	5,239
其他长期负债	357	385	393	403	412
股本	935	935	935	935	935
储备	6,799	7,805	9,057	10,592	12,459
股东权益	7,735	8,740	9,992	11,528	13,394
少数股东权益	765	1,179	1,439	1,759	2,149
总负债及权益	23,291	25,825	26,972	29,295	31,944
每股帐面价值(人民币)	8.27	9.35	10.68	12.33	14.32
每股有形资产(人民币)	6.23	6.78	8.11	9.74	11.73
每股净负债/(现金)(人民币)	8.14	8.74	7.97	6.94	5.47

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - A股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	19.6	22.0	21.4	21.2	21.0
息税前利润率 (%)	10.5	13.8	14.0	14.4	14.9
税前利润率 (%)	7.2	11.2	12.0	12.9	13.9
净利率 (%)	4.4	7.4	7.9	8.5	9.2
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
利息覆盖率(倍)	2.2	3.5	4.4	5.3	6.5
净权益负债率(%)	89.6	82.4	65.2	48.9	32.9
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
估值					
市盈率(倍)	18.2	8.6	7.0	5.7	4.7
核心业务市盈率(倍)	23.4	9.7	7.8	6.3	5.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	29.2	12.1	9.7	7.9	6.5
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	4.1	3.4	2.7	2.5	2.2
企业价值/息税折旧前利润率(倍)	7.4	5.4	4.8	4.1	3.4
周转率					
存货周转天数	38.3	29.4	28.5	28.6	28.9
应收帐款周转天数	59.8	59.0	66.9	66.7	66.9
应付帐款周转天数	96.0	89.1	92.0	91.4	91.2
回报率					
股息支付率 (%)	30.3	15.8	16.0	16.0	16.0
净资产收益率 (%)	7.2	14.3	15.4	16.4	17.2
资产收益率 (%)	4.4	7.0	7.5	8.3	8.9
已运用资本收益率 (%)	7.3	11.4	12.5	14.0	15.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表-B股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	12,521	15,984	18,156	20,715	23,472
销售成本	(9,466)	(11,520)	(13,029)	(14,791)	(16,650)
经营费用	(596)	(943)	(1,234)	(1,540)	(1,884)
息税折旧前利润	1,319	2,204	2,543	2,989	3,495
折旧及摊销	(1,140)	(1,317)	(1,350)	(1,395)	(1,442)
经营利润(息税前利润)	2,459	3,521	3,893	4,384	4,937
净利润收入/(费用)	(576)	(603)	(558)	(545)	(515)
其他收益/(损失)	163	185	193	231	274
税前利润	905	1,785	2,178	2,674	3,254
所得税	(225)	(390)	(479)	(588)	(716)
少数股东权益	(125)	(214)	(261)	(320)	(389)
净利润	556	1,181	1,438	1,766	2,149
核心净利润	433	1,044	1,296	1,596	1,945
每股收益(人民币)	0.594	1.262	1.538	1.888	2.298
核心每股收益(人民币)	0.462	1.116	1.386	1.706	2.080
每股股息(人民币)	0.180	0.200	0.246	0.302	0.368
收入增长(%)	(1)	28	14	14	13
息税前利润增长(%)	(35)	67	15	18	17
息税折旧前利润增长(%)	(18)	43	11	13	13
每股收益增长(%)	(48)	112	22	23	22
核心每股收益增长(%)	(57)	141	24	23	22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-B股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	905	1,785	2,178	2,674	3,254
折旧与摊销	1,140	1,317	1,350	1,395	1,442
净利息费用	576	603	558	545	515
运营资本变动	23	(294)	94	99	99
税金	(225)	(390)	(479)	(588)	(716)
其他经营现金流	36	(15)	(11)	(12)	(13)
经营活动产生的现金流	2,456	3,006	3,690	4,112	4,581
购买固定资产净值	(2,094)	(1,669)	(2,213)	(2,368)	(2,399)
投资减少/增加	12	(397)	(5)	(5)	(5)
其他投资现金流	(337)	(234)	(6)	(6)	(5)
投资活动产生的现金流	(2,420)	(2,300)	(2,224)	(2,378)	(2,409)
净增权益	48	54	0	0	0
净增债务	1,417	(454)	(1,016)	(294)	(418)
支付股息	(140)	(168)	(187)	(230)	(283)
其他融资现金流	(1,335)	(766)	(562)	(541)	(512)
融资活动产生的现金流	(10)	(1,334)	(1,765)	(1,065)	(1,213)
现金变动	26	(628)	(298)	669	960
期初现金	2,769	2,795	2,161	1,863	2,532
公司自由现金流	47	717	1,470	1,735	2,180
权益自由现金流	877	(351)	(108)	895	1,239

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-B股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	2,795	2,161	1,863	2,532	3,491
应收账款	2,052	3,116	3,538	4,036	4,571
库存	904	954	1,084	1,236	1,401
其他流动资产	114	153	156	159	162
流动资产总计	5,865	6,384	6,641	7,963	9,625
固定资产	14,674	16,140	17,002	17,974	18,930
无形资产	1,908	2,403	2,410	2,417	2,424
其他长期资产	845	897	919	941	965
长期资产总计	17,426	19,440	20,331	21,332	22,319
总资产	23,291	25,825	26,972	29,295	31,944
应付帐款	3,511	4,294	4,858	5,518	6,216
短期债务	4,051	3,873	3,009	3,159	3,369
其他流动负债	516	890	969	1,062	1,166
流动负债总计	8,077	9,056	8,836	9,739	10,750
长期借款	6,357	6,464	6,311	5,867	5,239
其他长期负债	357	385	393	403	412
股本	935	935	935	935	935
储备	6,799	7,805	9,057	10,592	12,459
股东权益	7,735	8,740	9,992	11,528	13,394
少数股东权益	765	1,179	1,439	1,759	2,149
总负债及权益	23,291	25,825	26,972	29,295	31,944
每股帐面价值(人民币)	8.27	9.35	10.68	12.33	14.32
每股有形资产(人民币)	6.23	6.78	8.11	9.74	11.73
每股净负债/(现金)(人民币)	8.14	8.74	7.97	6.94	5.47

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-B股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.6	22.0	21.4	21.2	21.0
息税前利润率(%)	10.5	13.8	14.0	14.4	14.9
税前利润率(%)	7.2	11.2	12.0	12.9	13.9
净利率(%)	4.4	7.4	7.9	8.5	9.2
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
利息覆盖率(倍)	2.2	3.5	4.4	5.3	6.5
净权益负债率(%)	89.6	82.4	65.2	48.9	32.9
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
估值					
市盈率(倍)	13.8	6.5	5.3	4.3	3.6
核心业务市盈率(倍)	17.7	7.3	5.9	4.8	3.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	21.2	8.8	7.1	5.8	4.7
偿债能力					
市净率(倍)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
价格/现金流(倍)	3.1	2.5	2.1	1.9	1.7
企业价值/息税折旧前利润率(倍)	6.4	4.7	4.2	3.5	2.9
周转率					
存货周转天数	38.3	29.4	28.5	28.6	28.9
应收帐款周转天数	59.8	59.0	66.9	66.7	66.9
应付帐款周转天数	96.0	89.1	92.0	91.4	91.2
回报率					
股息支付率(%)	30.3	15.8	16.0	16.0	16.0
净资产收益率(%)	7.2	14.3	15.4	16.4	17.2
资产收益率(%)	4.4	7.0	7.5	8.3	8.9
已运用资本收益率(%)	7.3	11.4	12.5	14.0	15.2

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，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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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，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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

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