



股票代码	600585.CH	0914.HK
评级	<b>买入</b>	<b>买入</b>
价格	人民币 17.04	港币 25.00
目标价	人民币 23.00	港币 33.00
原目标价	人民币 25.00	港币 36.00
上/下浮比例	35%	32%
目标价格基础	市盈率、吨企业价 值、企业价值/息税 折旧前利润	市盈率、吨企业价 值、企业价值/息税 折旧前利润
板块评级	中立	中立

# 海螺水泥

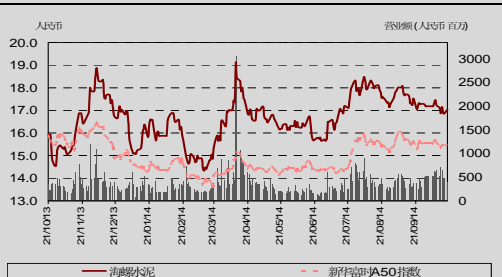
## 3季度盈利增长平平; H股对A股溢价的不利因素已消除

剔除投资收益, 14年3季度海螺水泥的主营业务净利润同比增长0.3%至23.4亿人民币, 1-9月主营业务净利润同比增长52%至81.4亿人民币, 占我们全年预测的64%, 符合我们的预期, 比市场预期高6%。过去三个月, 海螺水泥H股股价累计下跌15%, 目前仅比A股溢价16%, H股较A股溢价过高的问题已被消除。与此同时, 虽然我们假设14年4季度平均售价恢复节奏较慢, 并因此下调了盈利预测, 但是该股当前股价(A股和H股)的估值仅分别为6.4倍和7.6倍15年预期市盈率, 估值很有吸引力。我们对A、H股均维持买入评级, 将目标价调低至23.00人民币和33.00港币。

### 本报告要点

- 资产负债表出色, 能够很好地支撑公司未来的并购交易和扩张。
- 于资金问题, 东部地区的工程恢复情况不及预期, 因此我们将14-16年盈利预测下调5.0-8.7%。
- 对A、H股维持买入评级, 调低目标价至23.00人民币和33.00港币。

### 股价表现 — A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.7)	(2.6)	(0.1)	5.4
相对新华富时A50指数	(2.0)	(8.6)	(8.0)	6.6

发行股数(百万)	5,299
流通股(%)	53
流通股市值(人民币 百万)	90,300
3个月日均交易额(人民币 百万)	442
净负债比率(%) (2014E)	13
主要股东(%)	
安徽海螺集团	37

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2014年10月20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: 基础原材料

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

\*梁颖璋为本报告重要贡献者

### 14年3季度主营业务净利润同比增长0.3%, 超市场预期

- 剔除投资收益但计入政府补贴, 14年3季度海螺水泥的主营业务净利润同比增长0.3%至23亿人民币, 毛利率同比下滑3.3个百分点, 环比下滑6.3个百分点至29.3%。根据6,530万吨的销量预测(同比增长12.6%), 3季度吨毛利为66.8人民币(同比下滑12.0%), 高于市场65人民币的预测。我们估算, 3季度的平均售价为228人民币/吨, 同比增长1.3%, 环比下滑4.6%。
- 14年1-9月, 政府补贴同比增长45%至5.124亿人民币, 主要得益于并购活动步伐加快及资本性开支上升(上半年为45亿人民币)。政府补贴在税前利润中的占比仅为4.6%(13年1-9月为4.8%)。预计15年补贴将同比增长12%, 符合公司不断扩张的资本性开支计划。
- 公司的资产负债表非常出色。截至9月末, 现金余额同比增长54%至107亿人民币, 主要是因为公司剥离投资资产获得62.7亿人民币现金, 但是对此公司并未披露细节。净负债率从19%降至11%, 是有史以来的最低水平。

### 将2014-16年盈利预测下调5.0-8.7%

- 由于华东地区的工程恢复进度慢于预期及明年的基础设施建设资金到位情况尚不明确, 我们将14年4季度的吨毛利预测从93人民币下调至87人民币, 并将14-16年盈利预测下调5.0-8.7%。

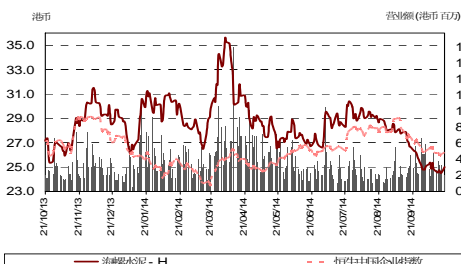
### 维持买入评级; 估值具有吸引力

- 海螺的A股和H股估值仅为6.4倍和7.6倍2015年预期市盈率。我们认为, 近期H股股价表现落后大市已经反映出投资者们对H股较A股溢价过高及经济增速放缓的担心, 目前H股较A股溢价幅度已从40%缩窄至16%, 下跌空间有限, 且我们预测4季度水泥价格不会下跌。我们对海螺水泥重申**买入**评级, 目标价调低至23.00人民币和33.00港币。

### 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)	45,766	55,262	62,083	69,746	76,862
变动(%)	(6)	21	12	12	10
净利润(人民币 百万)	6,308	9,392	12,130	14,032	15,969
全面摊薄每股收益(人民币)	1.190	1.772	2.289	2.648	3.013
变动(%)	(45.6)	48.9	29.2	15.7	13.8
市场预期每股收益(人民币)	-	-	2.251	2.490	2.840
先前预测每股收益(人民币)	-	-	2.423	2.787	3.189
调整幅度(%)	-	-	(5.5)	(5.0)	(5.5)
核心每股收益(人民币)	1.190	1.772	2.289	2.648	3.013
变动(%)	(45.6)	48.9	29.2	15.7	13.8
全面摊薄市盈率(倍)	14.3	9.6	7.4	6.4	5.7
核心市盈率(倍)	14.3	9.6	7.4	6.4	5.7
每股现金流量(人民币)	1.95	2.63	2.96	3.40	3.85
价格/每股现金流量(倍)	8.7	6.5	5.8	5.0	4.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.6	6.3	5.5	4.5	3.6
每股股息(人民币)	0.250	0.350	0.432	0.512	0.584
股息率(%)	1.5	2.1	2.5	3.0	3.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**股价表现—H股**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(14.8)	(9.4)	(14.6)	(9.1)
相对恒生中国企业指数	(9.4)	(3.4)	(12.4)	(5.9)

发行股数(百万)	5,299
流通股(%)	53
流通股市值(港币 百万)	132,483
3个月日均交易额(港币 百万)	291
净负债比率(%) (2014E)	13
主要股东(%)	
安徽海螺集团	37

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2014年10月20日收市价为标准

**投资摘要—H股**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	45,766	55,262	62,083	69,746	76,862
变动(%)	(6)	21	12	12	10
净利润(人民币 百万)	6,331	9,249	11,599	13,742	15,668
全面摊薄每股收益(人民币)	1.195	1.745	2.189	2.593	2.957
变动(%)	(45.4)	46.1	25.4	18.5	14.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	2.221	2.434	2.619
先前预测每股收益(人民币)	-	-	2.398	2.798	3.207
调整幅度(%)	-	-	(8.7)	(7.3)	(7.8)
核心每股收益(人民币)	1.195	1.745	2.189	2.593	2.957
变动(%)	(45.4)	46.1	25.4	18.5	14.0
全面摊薄市盈率(倍)	16.5	11.3	9.0	7.6	6.7
核心市盈率(倍)	16.5	11.3	9.0	7.6	6.7
每股现金流量(人民币)	1.95	2.63	2.96	3.40	3.85
价格/每股现金流量(倍)	10.1	7.5	6.7	5.8	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.8	7.2	6.0	4.9	4.1
每股股息(人民币)	0.250	0.350	0.432	0.512	0.584
股息率(%)	1.3	1.8	2.2	2.6	3.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 1. 14年3季度和14年1-9月业绩摘要**

(人民币, 百万)	14年1-9月	13年1-9月	14年1-9月 1-9月业绩 同比变动 (%)	13年1-9月 1-9月业绩 预计占全年比率(%)	13年1-9月 1-9月业绩 占比 (%)	14年 3季度	13年 3季度	14年3季 度环比(%)	14年3季 度同比(%)
收入	43,675	37,008	18	70	67	14,890	13,421	(8)	11
销售成本	(29,145)	(26,083)	12	71	70	(10,525)	(9,041)	1	16
毛利润	14,529	10,925	33	69	61	4,365	4,380	(24)	0
管理费用	(1,747)	(1,546)	13	68	60	(665)	(545)	24	22
销售和营销成本	(2,003)	(1,873)	7	70	70	(683)	(663)	(10)	3
其他收入	818	681	20	112	62	339	255	(28)	33
息税前利润	11,598	8,187	42	71	59	3,355	3,427	(32)	(2)
净利息收入/(费用)	(491)	(738)	(33)	82	64	(120)	(206)	(66)	(42)
应占联营公司利润	(41)	(29)	40	(102)	113	(14)	13	(62)	(205)
税前利润	11,066	7,293	52	70	58	3,221	3,232	(29)	0
所得税	(2,398)	(1,652)	45	70	58	(696)	(761)	(31)	(9)
年内利润	8,668	5,641	54	70	57	2,525	2,471	(28)	2
少数股东权益	495	257	93	67	60	174	147	(12)	18
可分配利润	8,173	5,384	52	70	57	2,352	2,324	(29)	1
主营业务可分配利润	8,144	5,348	52	70	57	2,344	2,337	(26)	0
	14年1-9月	13年1-9月	百分点同 比变动			14年 3季度	13年 3季度		百分点同 比变动
毛利率	33.3	29.5	3.75			29.3	32.6		(3.32)
管理成本	(4.0)	(4.2)	0.18			(4.5)	(4.1)		(0.41)
销售和营销成本	(4.6)	(5.1)	0.48			(4.6)	(4.9)		0.35
经营利润率	26.6	22.1	4.43			22.5	25.5		(3.00)
实际税率	(21.7)	(22.6)	0.98			(21.6)	(23.5)		1.94
净利率	18.7	14.5	4.16			15.8	17.3		(1.52)
主营业务盈利率	18.6	14.5	4.20			15.7	17.4		(1.68)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 2. 经营数据和预测**

	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	平均	同比(%)
<b>平均售价</b>						
<i>(人民币/吨)</i>						
2013	216.0	236.0	231.0	260.0	238.0	(1.80)
2014	253.0	239.4	228.0	248.0*	241.5*	1.44
<b>吨毛利(人民币)</b>						
2013	52.5	74.0	76.0	104.0	79.5	17.44
2014	92.0	88.7	66.8	86.8*	83.0*	4.50
<b>销量(百万吨)</b>						
2013	46.3	56.7	58.0	62.0	223.2	20.00
2014	48.0	66.1	65.3	74.2*	255.9*	14.67

资料来源：公司数据、中银国际研究

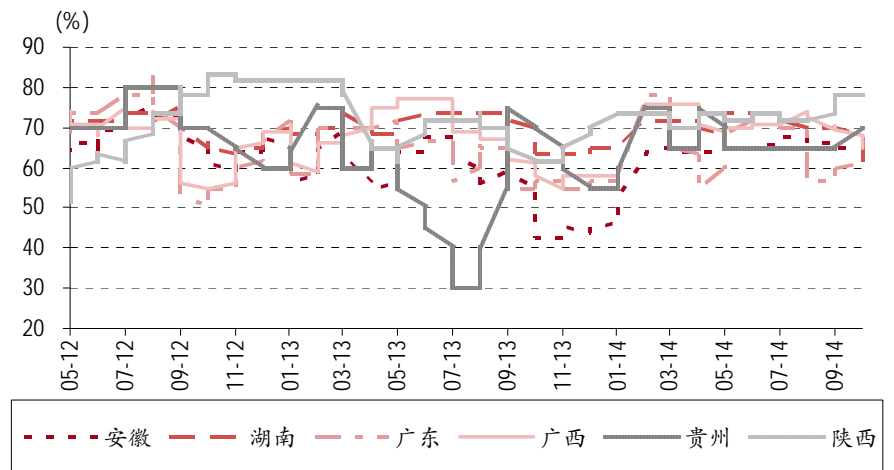
**图表 3. 远期市盈率趋势图(A 股)**


资料来源：公司数据、中银国际研究

**图表 4. 远期市盈率趋势图(H 股)**

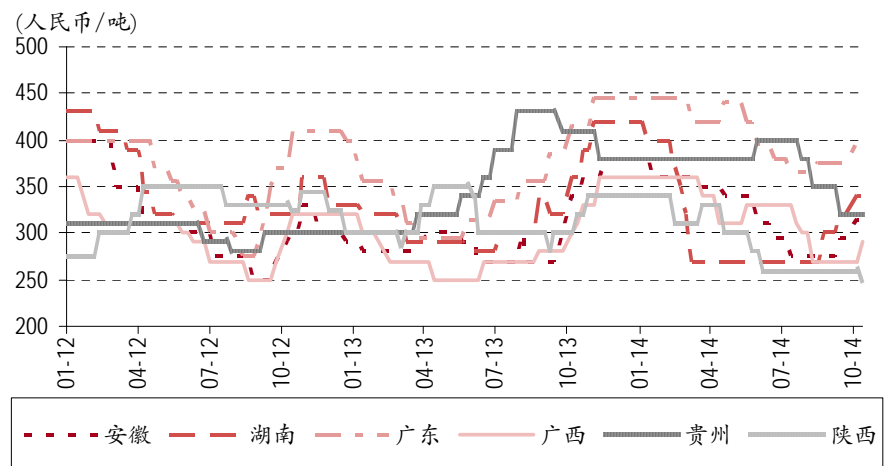

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 5. 海螺水泥主要市场的库存情况



资料来源: 数字水泥网、中银国际研究

图表 6. 海螺水泥主要市场的水泥价格



资料来源: 数字水泥网、中银国际研究

**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	45,766	55,262	62,083	69,746	76,862
销售成本	(33,302)	(37,315)	(41,170)	(45,598)	(49,472)
经营费用	(1,177)	(1,506)	(1,407)	(1,747)	(2,054)
息税折旧前利润	8,011	12,867	15,517	18,016	20,556
折旧及摊销	(3,276)	(3,574)	(3,989)	(4,385)	(4,780)
经营利润(息税前利润)	11,287	16,441	19,507	22,401	25,336
净利息收入/(费用)	(1,002)	(969)	(501)	(563)	(620)
其他收益/(损失)	1,079	746	783	822	863
税前利润	8,088	12,644	15,799	18,276	20,799
所得税	(1,626)	(2,820)	(3,424)	(3,960)	(4,507)
少数股东权益	(155)	(431)	(245)	(284)	(323)
净利润	6,308	9,392	12,130	14,032	15,969
核心净利润	6,308	9,392	12,130	14,032	15,969
每股收益(人民币)	1.190	1.772	2.289	2.648	3.013
核心每股收益(人民币)	1.190	1.772	2.289	2.648	3.013
每股股息(人民币)	0.250	0.350	0.432	0.512	0.584
收入增长(%)	(6)	21	12	12	10
息税前利润增长(%)	(48)	61	21	16	14
息税折旧前利润增长(%)	(37)	46	19	15	13
每股收益增长(%)	(46)	49	29	16	14
核心每股收益增长(%)	(46)	49	29	16	14

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	8,088	12,644	15,799	18,276	20,799
折旧与摊销	3,276	3,574	3,989	4,385	4,780
净利息费用	1,002	969	501	563	620
运营资本变动	1,920	504	(586)	(627)	(647)
税金	(2,773)	(2,675)	(3,413)	(3,960)	(4,515)
其他经营现金流	(1,176)	(1,060)	(587)	(604)	(624)
经营活动产生的现金流	10,336	13,955	15,703	18,033	20,413
购买固定资产净值	(6,157)	(6,426)	(10,000)	(9,000)	(9,000)
投资减少/增加	(573)	(416)	0	0	0
其他投资现金流	(1,739)	(5,635)	(1,500)	0	0
投资活动产生的现金流	(8,470)	(12,476)	(11,500)	(9,000)	(9,000)
净增权益	122	164	0	0	0
净增债务	953	(1,614)	0	0	0
支付股息	(1,926)	(1,481)	(2,291)	(2,715)	(3,095)
其他融资现金流	(648)	(115)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(1,499)	(3,046)	(2,291)	(2,715)	(3,095)
现金变动	368	(1,567)	1,912	6,318	8,318
期初现金	7,748	8,111	6,519	8,431	14,749
公司自由现金流	1,867	1,479	4,203	9,033	11,413
权益自由现金流	2,820	(135)	4,203	9,033	11,413

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	8,234	11,256	8,431	14,749	23,067
应收帐款	8,400	7,545	9,788	10,771	11,679
库存	4,039	3,693	4,149	4,661	5,136
其他流动资产	2,457	2,131	5,998	6,270	6,525
流动资产总计	23,129	24,624	28,365	36,451	46,407
固定资产	49,296	51,527	64,677	69,388	73,704
无形资产	5,110	6,048	1,535	1,435	1,336
其他长期资产	9,988	10,895	9,700	10,150	10,649
长期资产总计	64,394	68,470	75,912	80,974	85,689
总资产	87,524	93,094	104,277	117,424	132,096
应付帐款	10,459	9,864	7,579	8,786	9,843
短期债务	2,771	2,986	2,986	2,986	2,986
其他流动负债	1,292	1,696	4,158	4,158	4,158
流动负债总计	14,521	14,545	14,723	15,931	16,987
长期借款	21,080	19,207	19,207	19,207	19,207
其他长期负债	746	577	941	941	941
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
储备	43,605	50,819	60,686	73,560	87,214
股东权益	48,904	56,118	65,985	78,859	92,514
少数股东权益	2,275	2,647	3,422	2,487	2,447
总负债及权益	87,527	93,094	104,277	117,424	132,096
每股帐面价值(人民币)	9.23	10.59	12.45	14.88	17.46
每股有形资产(人民币)	8.26	9.45	12.16	14.61	17.21
每股净负债/(现金)(人民币)	2.95	2.06	2.60	1.40	(0.17)

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	24.7	29.8	31.4	32.1	33.0
息税前利润率(%)	17.5	23.3	25.0	25.8	26.7
税前利润率(%)	17.7	22.9	25.4	26.2	27.1
净利率(%)	13.8	17.0	19.5	20.1	20.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.6	1.7	1.9	2.3	2.7
利息覆盖率(倍)	8.0	13.3	31.0	32.0	33.2
净权益负债率(%)	30.5	18.6	19.8	9.2	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.4	1.6	2.0	2.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	14.3	9.6	7.4	6.4	5.7
核心业务市盈率(倍)	14.3	9.6	7.4	6.4	5.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	19.3	13.0	10.0	8.7	7.6
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.8	1.6	1.4	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	8.7	6.5	5.8	5.0	4.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.6	6.3	5.5	4.5	3.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	46.1	37.8	34.8	35.3	36.1
应收帐款周转天数	77.1	52.7	51.0	53.8	53.3
应付帐款周转天数	86.8	67.1	51.3	42.8	44.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	21.0	19.7	18.9	19.3	19.4
净资产收益率(%)	13.5	17.9	19.9	19.4	18.6
资产收益率(%)	7.5	11.1	12.3	12.7	12.9
已运用资本收益率(%)	11.1	16.5	18.0	18.5	18.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**损益表 - H股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	45,766	55,262	62,083	69,746	76,862
销售成本	(33,265)	(37,275)	(41,108)	(45,530)	(49,398)
经营费用	(1,182)	(1,673)	(1,407)	(1,747)	(2,054)
息税折旧前利润	8,044	12,739	15,579	18,085	20,630
折旧及摊销	(3,276)	(3,574)	(3,989)	(4,385)	(4,780)
经营利润(息税前利润)	11,319	16,313	19,568	22,470	25,410
净利息收入/(费用)	(1,137)	(1,161)	(600)	(674)	(743)
其他收益/(损失)	1,219	952	773	864	948
税前利润	8,126	12,531	15,752	18,274	20,835
所得税	(1,639)	(2,850)	(3,413)	(3,960)	(4,515)
少数股东权益	(156)	(432)	(740)	(573)	(653)
净利润	6,331	9,249	11,599	13,742	15,668
核心净利润	6,331	9,249	11,599	13,742	15,668
每股收益(人民币)	1.195	1.745	2.189	2.593	2.957
核心每股收益(人民币)	1.195	1.745	2.189	2.593	2.957
每股股息(人民币)	0.250	0.350	0.432	0.512	0.584
收入增长(%)	(6)	21	12	12	10
息税前利润增长(%)	(48)	58	22	16	14
息税折旧前利润增长(%)	(37)	44	20	15	13
每股收益增长(%)	(45)	46	25	18	14
核心每股收益增长(%)	(45)	46	25	18	14

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 - H股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	8,126	12,531	15,752	18,274	20,835
折旧与摊销	3,276	3,574	3,989	4,385	4,780
净利息费用	1,137	1,161	600	674	743
运营资本变动	1,920	504	(586)	(627)	(647)
税金	(2,773)	(2,675)	(3,413)	(3,960)	(4,515)
其他经营现金流	(1,349)	(1,139)	(639)	(714)	(783)
经营活动产生的现金流	10,336	13,955	15,703	18,033	20,413
购买固定资产净值	(6,157)	(6,426)	(10,000)	(9,000)	(9,000)
投资减少/增加	(573)	(416)	0	0	0
其他投资现金流	(1,739)	(5,635)	(1,500)	0	0
投资活动产生的现金流	(8,470)	(12,476)	(11,500)	(9,000)	(9,000)
净增权益	122	164	0	0	0
净增债务	953	(1,614)	0	0	0
支付股息	(1,926)	(1,481)	(2,291)	(2,715)	(3,095)
其他融资现金流	(648)	(115)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(1,499)	(3,046)	(2,291)	(2,715)	(3,095)
现金变动	368	(1,567)	1,912	6,318	8,318
期初现金	7,747	8,111	6,519	8,431	14,749
公司自由现金流	1,867	1,479	4,203	9,033	11,413
权益自由现金流	2,820	(135)	4,203	9,033	11,413

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 - H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	8,234	11,256	13,168	19,486	27,804
应收帐款	8,495	7,562	8,495	9,544	10,517
库存	4,039	3,693	4,149	4,661	5,136
其他流动资产	2,854	2,467	2,619	2,893	3,147
流动资产总计	23,622	24,977	28,430	36,583	46,605
固定资产	52,607	56,276	64,677	69,388	73,704
无形资产	2,114	2,845	1,834	1,735	1,635
其他长期资产	9,181	8,996	9,401	9,850	10,350
长期资产总计	63,902	68,117	75,913	80,973	85,689
总资产	87,524	93,094	104,343	117,556	132,293
应付帐款	10,840	10,183	11,230	12,437	13,494
短期债务	2,658	2,935	2,935	2,935	2,935
其他流动负债	1,023	1,428	558	558	558
流动负债总计	14,521	14,545	14,723	15,931	16,987
长期借款	21,080	19,207	19,207	19,207	19,207
其他长期负债	1,119	941	941	941	941
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
储备	43,238	50,464	60,795	72,228	85,255
股东权益	48,538	55,764	66,094	77,527	90,555
少数股东权益	2,266	2,638	3,379	3,951	4,604
总负债及权益	87,524	93,094	104,343	117,556	132,293
每股帐面价值(人民币)	9.16	10.52	12.47	14.63	17.09
每股有形资产(人民币)	8.76	9.98	12.12	14.30	16.77
每股净负债/(现金)(人民币)	2.93	2.05	1.69	0.50	(1.07)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率 - H股**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	24.7	29.5	31.5	32.2	33.1
息税前利润率(%)	17.6	23.1	25.1	25.9	26.8
税前利润率(%)	17.8	22.7	25.4	26.2	27.1
净利率(%)	13.8	16.7	18.7	19.7	20.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.6	1.7	1.9	2.3	2.7
利息覆盖率(倍)	7.1	11.0	26.0	26.8	27.8
净权益负债率(%)	30.5	18.6	12.9	3.3	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.5	1.6	2.0	2.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	16.5	11.3	9.0	7.6	6.7
核心业务市盈率(倍)	16.5	11.3	9.0	7.6	6.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	21.8	14.9	11.9	10.0	8.8
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.2	1.9	1.6	1.3	1.2
价格/现金流(倍)	10.1	7.5	6.7	5.8	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.8	7.2	6.0	4.9	4.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	46.2	37.9	34.8	35.3	36.2
应收帐款周转天数	77.8	53.0	47.2	47.2	47.6
应付帐款周转天数	90.0	69.4	62.9	61.9	61.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	20.9	20.1	19.8	19.8	19.8
净资产收益率(%)	13.6	17.7	19.0	19.1	18.6
资产收益率(%)	7.5	10.9	12.4	12.8	12.9
已运用资本收益率(%)	11.2	16.4	18.1	18.5	18.7

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 个月内在上下 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  
西单北大街 110 号 7 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