



中性

建材行业周报

水泥行情望保持高位，关注基建补短板启动

主要水泥企业发布业绩预告，四季度业绩增速有所下滑，主要原因是 2017 年四季度高基数效用，2018 全年利润处于高位。2019 年主要投资机会关注春节后基建补短板启动带来的增量需求以及对价格的支撑。

- **三大水泥企业发布预告，四季度利润增速均有下滑：**海螺、华新、万年青三家水泥行业龙头发布 2018 年业绩预告，海螺全年利润增长区间为 80%-100%；华新为 139%-159%；万年青为 130%-170%。相比海螺前三季度 110%以上，华新、万年青前三季度 200%以上的同比增长率，全年业绩预告的利润增速有所下滑。按照业绩预告给的增速区间，四季度海螺利润增速区间为 29.38%-81.83%，中位数 55.60%；华新为 51.20%-91.62%，中位数为 71.41%；万年青为 -15.96%-64.99%，中位数为 24.51%。总体来看，三大企业四季度业绩增速均有明显下滑，海螺增速较为稳健，万年青业绩波动较为明显。
- **水泥行业四季度增速下滑的主要原因是 2017 年四季度的高基数作用：**2017 年底水泥行业环保限产和错峰停窑开始逐步落地，单吨水泥价格明显提升，直接逼近 400 元平台并居高不下。2018 年四季度相比 2017 年接近 400 元的均价下的利润，还能保持约 60% 的增长，主要贡献来自于：1、新开工面积的持续增长：2018 年新开工面积持续超预期提升，全年保持接近 20% 的水平，贡献了行业需求增量；2、四季度水泥价格进一步增长，单吨价格提升接近 40 元，平均单吨利润增长 20-30 元。
- **预期 2019 年行业盈利有所下降，但总体依然较高：**我们认为 2019 年全年水泥行业需求端受地产开工预期下降，基建补短板预期落地，全年需求小幅回落 3%；价格受供给端产能投放，全年价格水平小幅下滑 5%。环保限产以及错峰停窑进入常态化运行，出现明显边际放松或执行力度超预期加强的可能性较小。因行业盈利弹性较高，预计利润水平将回落 15%-25%，总体盈利依然处于较高水平，行业景气度依然保持。
- **建议关注基建补短板启动对行业量的带动以及价的支撑：**2019 年水泥行业投资机会建议关注春节后，房地产新开工预计短期内仍将处于高位，基建补短板启动情况对水泥价格水平和需求增量的支撑作用，重点从行业库容率动态跟踪以及固定资产投资验证。

评级面临的主要风险

- **上游原材料价格调整不及预期，房屋竣工未有改善，地产需求进一步下探，环保限产放松。**

重点推荐

- **建议从竣工、原材料下调、内生增长三个主线选股：**一是竣工增速释放后，受益装修需求提升的伟星新材；二是基本面稳健，石化系原料下调后短期内有超预期盈利的建研集团，东方雨虹；三建议关注企业内生性增长能力较强的坤彩科技。

相关研究报告

- 《建材行业周报》20190115
- 《建材行业月报》20190115
- 《建材行业 2019 年投资策略》20190103

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

(8621)20328519
shixin.tian@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者



目录

主要观点与策略.....	4
主要水泥企业业绩预告点评.....	4
板块行情.....	5
建材指数.....	5
细分板块与概念指数.....	5
个股表现.....	6
公司事件.....	7
产能与供给.....	8
水泥产能变动.....	8
玻璃产能变动.....	8
玻纤产能变动.....	8
行业数据与新闻.....	9
浙江省出台 2019 年水泥行业错峰停窑计划.....	9
重点推荐.....	10
1. 坤彩科技.....	10
2. 建研集团.....	10
3. 伟星新材.....	10
4. 东方雨虹.....	10
风险提示.....	11



图表目录

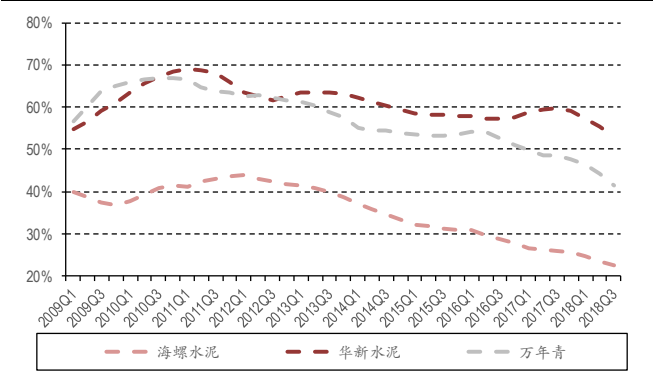
图表 1. 主要企业负债率下行.....	4
图表 2. 主要企业 ROIC 提升.....	4
图表 3. 主要企业业绩预告情况.....	4
图表 4. 建材行业近期走势.....	5
图表 5. 主要板块本周涨跌幅与估值.....	5
图表 6. 相关概念指数涨跌幅与估值.....	5
图表 7. 本周建筑建材板块涨跌幅排名.....	6
图表 8. 本周停复牌情况.....	6
图表 9. 资金出入情况.....	6
图表 10. 近期限售解禁一览表.....	7
图表 11. 股东增减持一览表.....	7
图表 12. 本周质押一览表.....	7
图表 13. 行业定增预案.....	7
图表 14. 全国水泥错峰停窑情况一览.....	8
图表 15. 近期水泥价格与库存.....	9
图表 16. 近期玻璃价格与库存.....	9
图表 17. 近期煤炭价格与库存.....	9
图表 18. 近期石油焦价格与库存.....	9
附录图表 19. 报告中提及上市公司估值表.....	12

主要观点与策略

主要水泥企业业绩预告点评

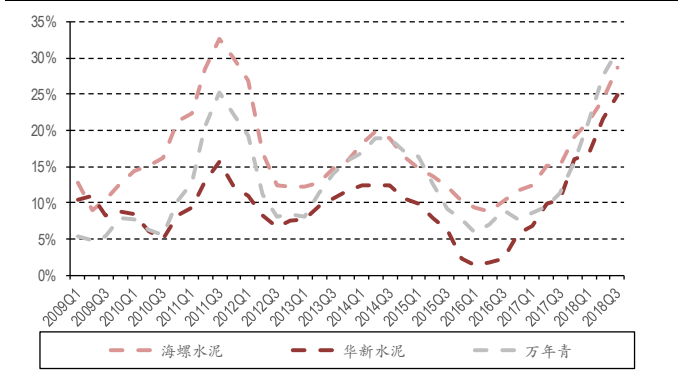
三大水泥企业发布预告，四季度利润增速均有下滑：海螺、华新、万年青三家水泥行业龙头发布 2018 年业绩预告，海螺全年利润增长区间为 80%-100%；华新为 139%-159%；万年青为 130%-170%。相比海螺前三季度 110%以上，华新、万年青前三季度 200%以上的同比增长率，全年业绩预告的利润增速有所下滑。按照业绩预告给的增速区间，四季度海螺利润增速区间为 29.38%-81.83%，中位数 55.60%；华新为 51.20%-91.62%，中位数为 71.41%；万年青为-15.96%-64.99%，中位数为 24.51%。总体来看，三大企业四季度业绩增速均有明显下滑，海螺增速较为稳健，万年青业绩波动较为明显。

图表 1. 主要企业负债率下行



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 主要企业 ROIC 提升



资料来源：万得，中银国际证券

水泥行业四季度增速下滑的主要原因是 2017 年四季度的高基数作用：2017 年底水泥行业环保限产和错峰停窑开始逐步落地，单吨水泥价格明显提升，直接逼近 400 元平台并居高不下。2018 年四季度相比 2017 年接近 400 元的均价下的利润，还能保持约 60%的增长，主要贡献来自于：1、新开工面积的持续增长：2018 年新开工面积持续超预期提升，全年保持接近 20%的水平，贡献了行业需求增量；2、四季度水泥价格进一步增长，单吨价格提升接近 40 元，平均单吨利润增长 20-30 元。

图表 3. 主要企业业绩预告情况

	2018 增速下限	2018 增速上限	Q4 下限	Q4 上限	Q4yoy 下限	Q4yoy 上限	Q4yoy 中位数	Q1-Q3yoy
海螺水泥	80.00%	100.00%	7,822.28	10,993.21	29.38%	81.83%	55.60%	111.20%
华新水泥	139.00%	159.00%	1,554.18	1,969.70	51.20%	91.62%	71.41%	224.98%
万年青	130.00%	170.00%	192.10	377.16	-15.96%	64.99%	24.51%	272.58%
合计	87.92%	108.42%	9,568.56	13,340.07	31.03%	82.68%	56.85%	125.37%

资料来源：万得，中银国际证券

预期 2019 年行业盈利有所下降，但总体依然较高：我们认为 2019 年全年水泥行业需求端受地产开工预期下降，基建补短板预期落地，全年需求小幅回落 3%；价格受供给端产能投放，全年价格水平小幅下滑 5%。环保限产以及错峰停窑进入常态化运行，出现明显边际放松或执行力度超预期加强的可能性较小。因行业盈利弹性较高，预计利润水平将回落 15%-25%，总体盈利依然处于较高水平，行业景气度依然保持。

建议关注基建补短板启动对行业量的带动以及价的支撑：2019 年水泥行业投资机会建议关注春节后，房地产新开工预计短期内仍将处于高位，基建补短板启动情况对水泥价格水平和需求增量的支撑作用，重点从行业库容率动态跟踪以及固定资产投资验证。

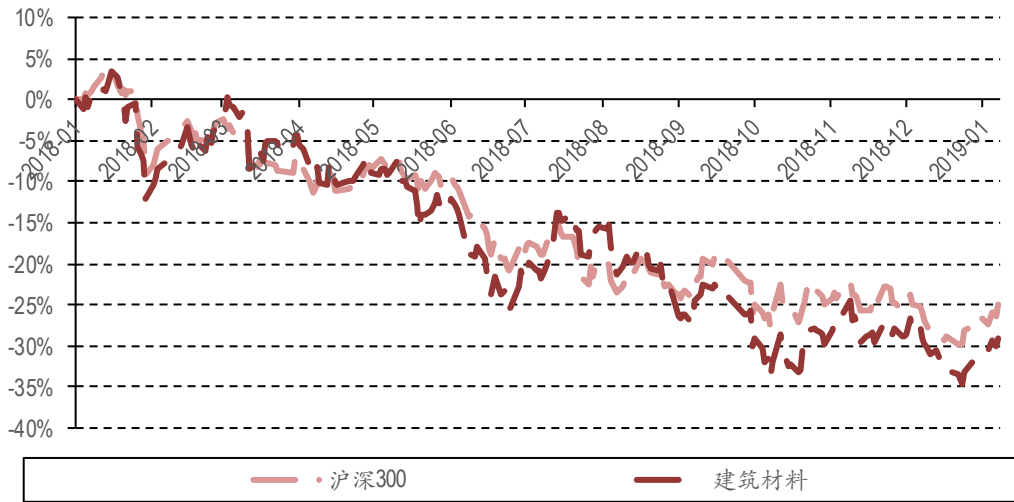


板块行情

建材指数

板块整体提升，但表现不及大盘：本周申万建材指数收盘 4,424.38 点，周涨幅 2.27%，相比上周同样有所回升，但表现稍低于大盘。板块整体估值 10.48 倍 PE，较上周提升 0.52 倍。

图表 4. 建材行业近期走势

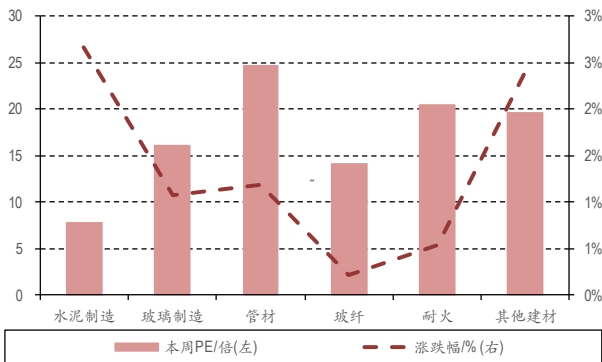


资料来源：万得，中银国际证券

细分板块与概念指数

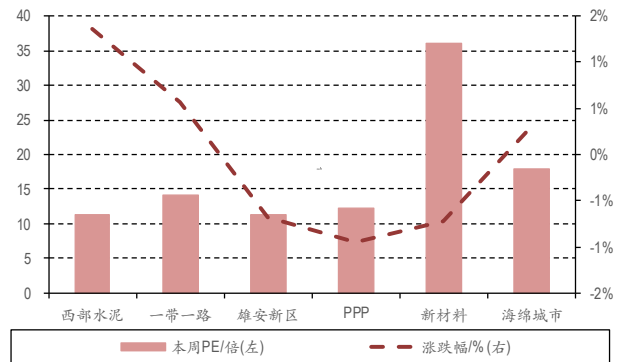
水泥与其他领跑板块，概念板块涨跌互现：细分板块均有明显上涨，除玻纤与耐火材料仅为 0.22% 与 0.54% 外，其他板块涨幅均超过 1%。水泥制造与其他建材涨幅分别为 2.67% 与 2.41%，领跑建材行业。本周建材相关概念板块涨跌互现，西部水泥表现较好，涨幅为 1.36%，其他板块涨跌幅在 -1%-0.6% 的范围之内。建材行业本周依然上涨，但势头整体不及上周。

图表 5. 主要板块本周涨跌幅与估值



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 相关概念指数涨跌幅与估值



资料来源：万得，中银国际证券



个股表现

本周个股涨多跌少，上涨个股数量有所回落，中后端建材表现相对较好：本周建材板块 78 个股，上涨个股 34 支，下跌 12 支，涨跌持平 2 个股，*ST 新亿与*ST 百特持续停牌，上涨个股数量占比有所减少。海南瑞泽涨幅达到 14.62%，主要受益海南板块驱动。东方雨虹、凯伦股份、伟星新材等中后端相关建材本周涨幅可观。从宏观数据上，12 月份竣工面积回升也印证了中后端建材基本面的边际改善。柘中股份、深天地、友邦吊顶、再升科技等个股本周跌幅相对板块较大，但总体跌幅均不超过 10%。

图表 7.本周建筑建材板块涨跌幅排名

上涨排名	公司简称	涨幅(%)	下跌排名	公司简称	涨幅(%)
1	海南瑞泽	14.62	1	柘中股份	(9.43)
2	东方雨虹	10.86	2	深天地 A	(8.53)
3	凯伦股份	7.70	3	友邦吊顶	(7.16)
4	伟星新材	5.87	4	再升科技	(7.05)
5	丽岛新材	5.75	5	嘉寓股份	(6.90)

资料来源：万得，中银国际证券

图表 8.本周停复牌情况

代码	简称	停复牌状态	停牌原因
600145.SH	*ST 新亿	持续停牌	重整事项
002323.SZ	*ST 百特	持续停牌	重大事项

资料来源：万得，中银国际证券

本周资金流向未有明显分化：海南瑞泽受益海南板块驱动有较多资金流入，除此之外，三圣股份、纳川股份、天山股份等均有较多资金流入。万里石、韩建河山、金晶科技等个股资金流出较多。本周资金流向并未集中与某细分板块或主题，未有明显分化。

图表 9.资金出入情况

资金流入个股					
证券代码	证券简称	主力流入额/万	成交额/万	主力流入率/%	主力流入额占比/%
002742.SZ	三圣股份	1,749.87	12,557.76	13.93	0.79
300198.SZ	纳川股份	2,499.38	26,708.08	9.36	1.11
000877.SZ	天山股份	3,702.49	42,260.81	8.76	0.54
002596.SZ	海南瑞泽	11,340.06	158,266.38	7.17	1.80
600321.SH	*ST 正源	158.83	2,320.64	6.84	0.05
资金流出个股					
证券代码	证券简称	主力流入额/万	成交额/万	主力流入率/%	主力流入额占比/%
002785.SZ	万里石	(442.64)	3,985.20	(11.11)	(0.23)
603616.SH	韩建河山	(5,235.83)	44,168.31	(11.85)	(1.65)
600586.SH	金晶科技	(1,661.81)	13,879.39	(11.97)	(0.38)
000023.SZ	深天地 A	(1,949.81)	12,787.74	(15.25)	(1.19)
600668.SH	尖峰集团	(3,777.90)	22,475.94	(16.81)	(0.91)

资料来源：万得，中银国际证券



公司事件

友邦吊顶有较大份额解禁，解禁个股数量明显减少：近期建材板块限售解禁个股有所减少。友邦吊顶分别将于1月28日与2月11日限售解禁，解禁份额分别占当前份额81.77%与60.62%，合计为142.39%，预计对公司股票价格将产生一定影响。海南瑞泽与科顺股份未来一个月均有限售解禁，解禁份额分别为48.44%与25%。

图表 10. 近期限售解禁一览表

股票代码	股票简称	解禁日	解禁数量/万	流通股/万	占流通股/%	解禁类型
300737.SZ	科顺股份	2019-01-25	17,641.01	14,620.16	120.66	IPO
002718.SZ	友邦吊顶	2019-01-28	2,493.29	2,603.19	95.78	追加承诺
002596.SZ	海南瑞泽	2019-02-11	9,013.05	86,243.85	10.45	定增
002718.SZ	友邦吊顶	2019-02-11	3,666.71	2,603.19	140.85	追加承诺

资料来源：万得，中银国际证券

本周股东增减持、质押数量明显减少：本周顾地科技股东减持，占流通股0.01%，影响甚小。质押股票个数也明显减少，上峰水泥与金圆股份本周质押率分别为2.15%与1.63%。永和智控本周质押3,000万股，占总股本15%，质押比例较高。本周建材板块未有新定增预案或进展。

图表 11. 股东增减持一览表

股票代码	股票简称	变动次数	涉及股东	总变动方向	净买入/万	参考市值/万	占流通股/%
002694.SZ	顾地科技	1	1	减持	-5.00	-22.35	(0.010)

资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 本周质押一览表

股票代码	股票简称	本周累计质押	质押率变动
002795.SZ	永和智控	3,000.00	15.00%
000672.SZ	上峰水泥	1,750.00	2.15%
000546.SZ	金圆股份	1,162.00	1.63%

资料来源：万得，中银国际证券

图表 13. 行业定增预案

股票代码	股票简称	最新公告日	方案进度	增发价格	增发数量/万	募集资金/亿	定价方式	认购方式	定增目的
002596.SZ	海南瑞泽	2018-09-01	证监会核准		19,682.73	6.90	竞价	现金	配套融资
002225.SZ	濮耐股份	2018-04-20	股东大会通过		17,727.31	7.57	竞价	现金	项目融资
002742.SZ	三圣股份	2018-02-23	董事会预案		8,640.00	9.62	竞价	现金	项目融资
002082.SZ	万邦德	2018-07-19	董事会预案	12.55	27,075.70	33.98	定价	资产	融资收购其他资产

资料来源：万得，中银国际证券



产能与供给

图表 14. 全国水泥错峰停窑情况一览

区域	地区	限产时间	控制产能
东北	辽宁	2018年11月1日-2019年4月5日	错峰停窑, 大连11月5日开始错峰停窑, 辽中曾复窑
	吉林	2018年11月-2019年3月	错峰停窑
	黑龙江	2018年10月20日-2019年4月20日	错峰停窑
华北	河北	2018年3月16日-11月14日	非采暖季石家庄、唐山限产30%; 邢台、邯郸限产20%, 邯郸实际未停产
	唐山	2018年10月-2019年3月	除供暖等民生熟料线外, 其他全部秋冬季停产, 1月上旬要求全部停窑
	山西	2018年9月	太原、临汾、运城分两批停窑20天, 吕梁停窑一个月
	内蒙古	2018年11月15日-2019年4月15日	呼伦贝尔、兴安盟、通辽、赤峰停产至4月15日, 其他停产至3月15日
华东	山东	2018年11月15日-2019年3月15日	错峰生产
	芜湖	2018年11-12月	企业限产40%
	安徽	2018年12月	部分生产线复产
	江苏	2018年11月-2019年2月	限产30%-50%
	常州	2018年8-12月	熟料限产50%
	浙江	2019年1-3月	停产35天
	江西	2018年全年	熟料全年停窑55天, 其中春节35天、夏季10天、环境敏感期10天
华中	河南	2018年11月-2019年3月	11-12月停窑, 1-2月复产, 3月再停窑
	湖北	2018年全年	全年停产时间超过70天, 其中非冬季错峰期要达到30天以上
	湖南	2018年全年	全年停窑85天, 其中四个季度分别停产35天、15天、15天、20天
华南	广西	2019年全年	全年停窑20天, 其中1-4月份停窑20天
西南	四川	2019年全年	全年停窑100天, 其中一季度50天
	重庆	2018-2020年	主城区与渝西每年停窑110天, 渝东每年停窑85天, 实际并未执行
	贵州	2018年全年	协同处置停窑90天, 其他产能全年停窑120天

资料来源: 卓创资讯、中银国际证券

水泥产能变动

供应面: 浙江正式公布2019年错峰计划, 1月10日-3月15日错峰停窑35天。安徽水泥协会在合肥熟料贸易大会中未提及春节停窑计划。

玻璃产能变动

本周全国浮法玻璃生产线共计289条, 在产352条, 日熔量共计155620吨, 本周2条, 改产2条, 无点火生产线。

冷修:

广州富明玻璃有限公司650t/d浮法线1月10日放水冷修, 预计春节前后将该换为天然气燃料

广东新大明玻璃厂170t/d浮法线已于1月12日放水冷修

改产:

河北海生玻璃有限公司600t/d一线原产欧茶, 1月10日投料改产白玻

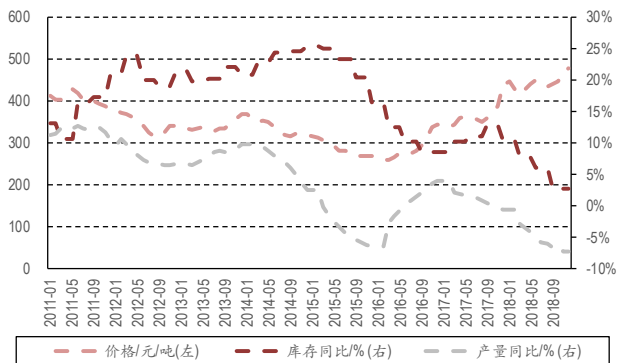
中玻陕西新技术有限公司500t/d二线原产普白, 1月10日投料改产福特蓝

玻纤产能变动

本周暂无玻纤产能变动

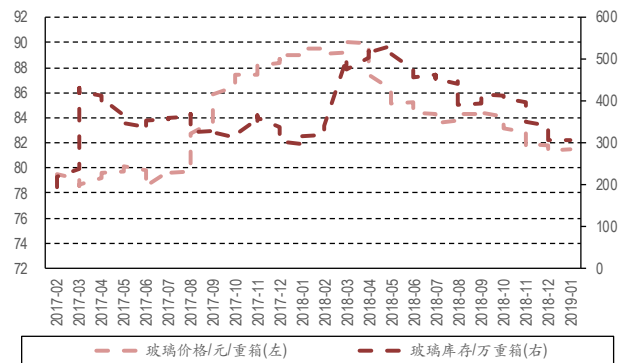
行业数据与新闻

图表 15. 近期水泥价格与库存



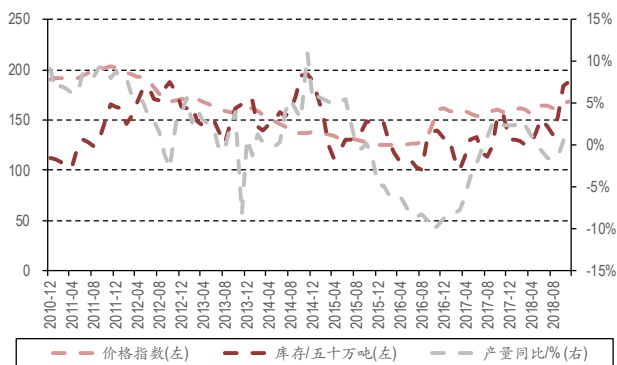
资料来源：万得，中银国际证券

图表 16. 近期玻璃价格与库存



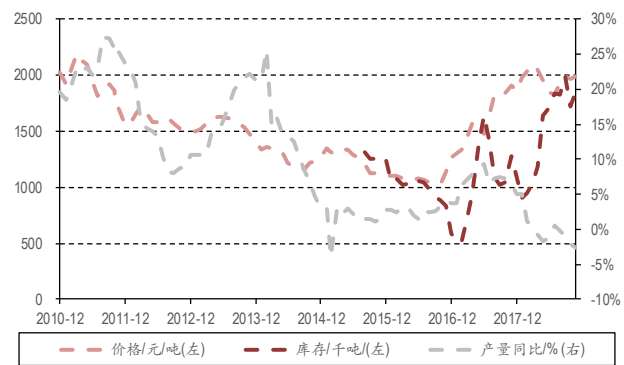
资料来源：万得，中银国际证券

图表 17. 近期煤炭价格与库存



资料来源：万得，中银国际证券

图表 18. 近期石油焦价格与库存



资料来源：万得，中银国际证券

玻璃行业情况边际好转：12月份以来，浮法玻璃在产产能持续减少，部分产能集中冷修；尽管有季节性因素，但重点省份库存下滑依然较为明显。需求端2019年建议关注房屋竣工面积好转，玻璃作为中后端建材，预计需求端有边际改善。成本端关注四季度石油价格下降，利好燃料成本下降，利润空间提升。但石油价格影响因素较多，未来利润空间走势依然有不确定性。

浙江省出台 2019 年水泥行业错峰停窑计划

浙江省水泥协会稳健关于引发《2019年浙江省水泥行业错峰生产实施方案》中提出，为积极落实大气污染防治工作、缓解浙江省水泥产能过剩矛盾、促进行业节能减排、提质增效，要求2019年浙江省境内设计熟料生产的36家企业，50条生产线都必须分春节、高温梅雨、四季度三个阶段参与执行错峰停窑，每条线年错峰停窑时间65天。

点评：总体来看，2019年浙江省错峰停窑计划与2018年实际执行的情况大致相同，四季度全省停窑10天对产能的影响与2018年四季度浙江省突发停窑的影响大致相同。全省错峰停窑未出现边际放松或加紧的迹象，地区水泥供需紧平衡的情况将常态化运行。

来源：数字水泥



重点推荐

1. 坤彩科技

推荐理由：高端产品壁垒突破，高毛利高端产品有望放量，未来三年内市场占有率向 20%-30% 看齐，复合增长率接近 100%；毛利率也有结构性提升机会。自建天然云母产能，对冲海外采购波动；自建前驱体产能实现自给自足，毛利率有内生性提升空间。金融性负债为零，杠杆提升空间较高，未来有充分扩充潜力，随着未来需求稳步提升，2020 年后将有年均万吨的新的产能扩充计划。

业绩预测：预计未来三年公司收入为 6.98、9.33、12.21 亿元；归母净利润为 1.94、2.93、4.00 亿元；对应 EPS 分别为 0.42 元、0.63 元和 0.85 元。

2. 建研集团

推荐理由：公司是国内减水剂行业龙头，通过并购与新建产能，已经建成遍布全国的生产与营销网络。近期上游原材料价格下滑，公司成本优势凸显。而基建补短板以及新开工增速的持续高企更推动了减水剂产品的需求。同时公司通过全国范围内收购检测站开展监测业务，毛利与现金流情况较好。双主业运行，公司盈利能力强劲；上游原材料价格下行条件下，公司业绩放量可期。

业绩预测：预计 2018-2020 年，公司营收分别为 29.79、33.44、36.70 亿元；归母净利润分别为 2.91、3.94、4.87 亿元；EPS 为 0.42、0.57、0.70。

3. 伟星新材

推荐理由：公司渠道优势明显，“工程+零售”双轮驱动战略为公司提供新的业绩增长点。产品结构上，公司持续加大 PE、PVC 等产品线以及渠道的建设，产品结构持续优化。区域结构上，西部、华南等非优势区域持续发力，区域收入趋于均衡，公司通过产品、区域、渠道等方面的开拓不断寻找新的业务增长点。

业绩预测：预计 2018-2020 年，公司营收分别为 46.93、55.79、65.58 亿元；归母净利润分别为 10.09、12.20、14.57 亿元；EPS 为 0.77、0.93、1.11。

4. 东方雨虹

推荐理由：公司成本端近期将受益于石油产品价格下调，需求端将受益房企开工超预期上行以及基建补短板加持，供给端受益于 2019 年大部分募投项目将进入投产，总体盈利提升确定性较高。

业绩预测：预计 2018-2020 年，公司营收分别为 138.96、180.64、225.80 亿元；归母净利润分别为 15.52、21.13、25.63 亿元；EPS 为 1.04、1.42、1.72。



风险提示

1. **上游原材料价格调整不及预期**：石油价格回调，但相关原材料价格调整机制并不通畅。或产品价格端较为透明，下游调整更为迅速，毛利率并无明显改善空间。
2. **房屋竣工未有改善**：房企资金趋紧，尽管存在合同约定，不排除部分项目“力不从心”，未能竣工，相关产业需求难有改善。
3. **地产需求进一步下探**：居民现金余额进一步下滑，终端需求并不充足，即使地产政策放开，部分地区需求依然不振；而地产政策放开目前也仅仅是市场预期。
4. **环保限产放松**：环保限产是导致当前水泥行业供不应求局面的根本原因，放松环保限产将导致当前水泥价格支撑因素荡然无存，水泥板块基本面将发生根本性变化。

附录图表 19. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
600585.SH	海螺水泥	买入	31.05	1,685.32	2.99	5.84	10.4	5.3	19.56
600801.SH	华新水泥	买入	17.85	235.96	1.39	3.04	12.9	5.9	9.95
000789.SZ	万年青	买入	11.29	69.25	0.75	1.77	15.0	6.4	6.14
002233.SZ	塔牌集团	买入	10.39	123.88	0.60	1.52	17.2	6.8	7.17
002372.SZ	伟星新材	买入	16.40	214.99	0.63	0.77	26.2	21.3	2.53
600176.SH	中国巨石	买入	9.63	337.27	0.61	0.78	15.7	12.3	3.90
002088.SZ	鲁阳节能	买入	9.10	32.94	0.59	0.73	15.4	12.5	5.37
603737.SH	三棵树	买入	38.80	51.65	1.32	1.92	29.4	20.2	9.16
002398.SZ	建研集团	买入	4.69	32.48	0.28	0.42	17.0	11.2	3.50
603826.SH	坤彩科技	买入	15.02	70.29	0.25	0.42	59.6	35.8	2.69
601636.SH	旗滨集团	增持	4.02	108.07	0.43	0.49	9.5	8.2	2.76
000012.SZ	南玻 A	增持	4.21	100.10	0.29	0.31	14.6	13.6	3.13
002271.SZ	东方雨虹	增持	15.21	226.95	0.83	1.04	18.3	14.6	4.91
002043.SZ	兔宝宝	增持	5.27	42.46	0.45	0.49	11.6	10.8	2.12
000786.SZ	北新建材	未有评级	14.77	249.54	1.39	1.67	10.6	8.8	8.20

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 1 月 18 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371