



中性

## 建材行业周报

### 水泥周期尾声渐至，估值有望触底回升

历史上水泥板块经历过三轮完整估值周期，当前处于第三轮末期，预计后续行业估值将有所回升，但业绩将小幅回落。

- **2009年至今水泥板块估值经历三轮完整周期：**我们将水泥板块指数拆分为三项相乘：水泥业绩指数×大盘估值×水泥相对估值，其中大盘估值×水泥相对估值即为水泥板块估值，水泥业绩指数×水泥相对估值则可以衡量水泥指数相对于大盘的走势。可以发现2009年来，水泥板块估值经历了三个完整的周期，每轮周期中，基本上业绩增速和水泥板块的相对估值都是反向的。
- **水泥板块周期性明显，相对大盘走势基本稳定：**由于水泥板块相对估值与业绩增速基本保持反向的关系，因此水泥业绩指数×水泥相对估值基本稳定，从2011年6月到2016年6月份，水泥板块相对于大盘一直处于一个相对稳定的位置，周期属性明显。历史上水泥板块走势相对于大盘有明显提升的阶段有两次一次是2009年6月至2011年6月，第二次是2016年6月至2018年8月。第一次是四万亿宽松政策后大量基建项目落地，水泥需求提升明显，企业业绩与估值同时提升形成“戴维斯双击”，第二次是由于环保限产以及房地产开工周期上升导致水泥企业量价齐升业绩增长超过估值回落幅度。总体来看，除去政策层面的驱动，水泥板块的周期性波动基本在市场的预期以内，相对大盘走势基本稳定。
- **当前处于第三轮周期末期，行业估值将有所回升：**当前水泥板块处于第三轮周期末期，相对估值水平处于底部，业绩处于高位。考虑到2019年开工率库存率等数据稍微滞后于往年，预计开工需求有所回落，未来板块业绩将有所下滑，但估值将有所回升。由于错峰限产以及行业自律将维持水泥价格保持高位，短期看未来行业相对大盘走势依然将维持相对稳定。但长期来看，由于错峰限产等措施效果边际递减，未来行业相对大盘走势预计将呈缓慢下行的态势。

#### 相关研究报告

《建材行业2018年报前瞻》20190304  
《建材行业周报》20190225  
《建材行业周报》20190221

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

田世欣

(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

#### 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**。



## 目录

主要观点与策略.....	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
1. 工信部：2018年水泥化解过剩产能取得初步成效.....	9
重点推荐.....	10
风险提示.....	11



## 图表目录

图表 1. 2009 年以来水泥板块走势.....	4
图表 2. 2009 年 10 月-2012 年 1 月水泥板块指标.....	4
图表 3. 2012 年 1 月-2015 年 1 月水泥板块指标.....	4
图表 4. 2015 年 1 月-2019 年 2 月水泥板块指标.....	4
图表 5. 建材行业近期走势.....	5
图表 6. 主要板块本周涨跌幅与估值.....	5
图表 7. 相关概念指数涨跌幅与估值.....	5
图表 8. 本周建筑建材板块涨跌幅排名.....	6
图表 9. 本周停复牌情况.....	6
图表 10. 资金出入情况.....	6
图表 11. 近期限售解禁一览表.....	7
图表 12. 股东增减持一览表.....	7
图表 13. 本周质押一览表.....	7
图表 14. 行业定增预案.....	7
图表 15. 全国水泥错峰停窑情况一览.....	8
图表 16. 近期水泥价格与库存.....	9
图表 17. 近期玻璃价格与库存.....	9
图表 18. 近期煤炭价格与库存.....	9
图表 19. 近期石油焦价格与库存.....	9
附录图表 20. 报告中提及上市公司估值表.....	12

## 主要观点与策略

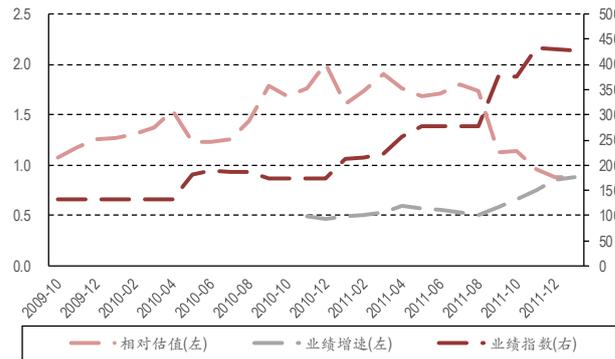
**2009 年至今水泥板块估值经历三轮完整周期：**我们将水泥板块指数拆分为三项相乘：水泥业绩指数×大盘估值×水泥相对估值，其中大盘估值×水泥相对估值即为水泥板块估值，水泥业绩指数×水泥相对估值则可以衡量水泥指数相对于大盘的走势。可以发现 2009 来，水泥板块估值经历了三个完整的周期，每轮周期中，基本上业绩增速和水泥板块的相对估值都是反向的。

图表 1. 2009 年以来水泥板块走势



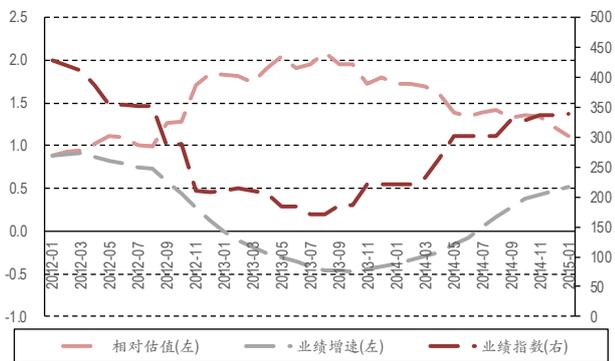
资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 2009 年 10 月-2012 年 1 月水泥板块指标



资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 2012 年 1 月-2015 年 1 月水泥板块指标



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 2015 年 1 月-2019 年 2 月水泥板块指标



资料来源：万得，中银国际证券

**水泥板块周期性明显，相对大盘走势基本稳定：**由于水泥板块相对估值与业绩增速基本保持反向的关系，因此水泥业绩指数×水泥相对估值基本稳定，从 2011 年 6 月到 2016 年 6 月份，水泥板块相对于大盘一直处于一个相对稳定的位置，周期属性明显。历史上水泥板块走势相对于大盘有明显提升的阶段有两次一次是 2009 年 6 月至 2011 年 6 月，第二次是 2016 年 6 月至 2018 年 8 月。第一次是四万亿宽松政策后大量基建项目落地，水泥需求提升明显，企业业绩与估值同时提升形成“戴维斯双击”，第二次是由于环保限产以及房地产开工周期上升导致水泥企业量价齐升业绩增长超过估值回落幅度。总体来看，除去政策层面的驱动，水泥板块的周期性波动基本在市场的预期以内，相对大盘走势基本稳定。

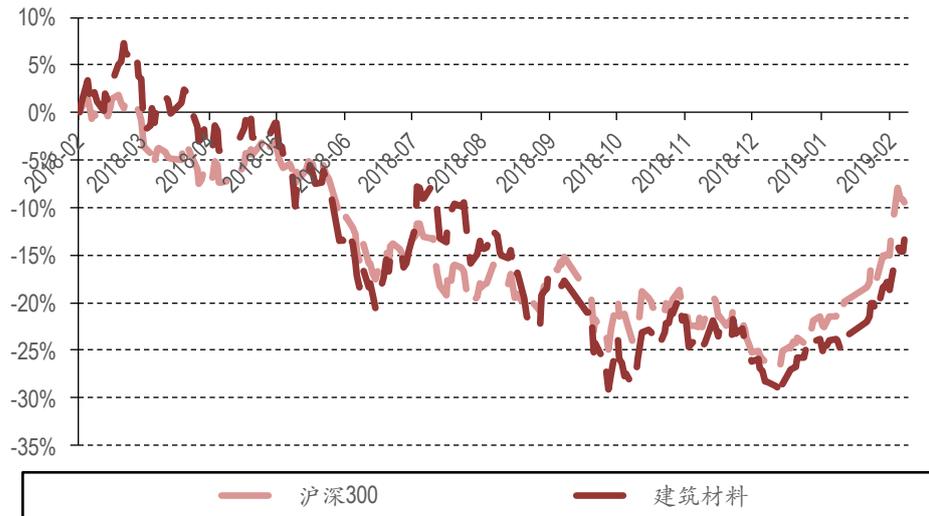
**当前处于第三轮周期末期，行业估值将有所回升：**当前水泥板块处于第三轮周期末期，相对估值水平处于底部，业绩处于高位。考虑到 2019 年开工率库存率等数据稍微滞后于往年，预计开工需求有所回落，未来板块业绩将有所下滑，但估值将有所回升。由于错峰限产以及行业自律将维持水泥价格保持高位，短期看未来行业相对大盘走势依然将维持相对稳定。但长期来看，由于错峰限产等措施效果边际递减，未来行业相对大盘走势预计将呈缓慢下行的态势。

## 板块行情

### 建材指数

板块整体提升，表现基本跟上大盘：本周申万建材指数收盘 5,049.88 点，周涨幅 6.55%，涨幅接近大盘指数。板块整体估值 12.45 倍 PE，相比上周提升 0.79 倍。受益本周市场情绪修复，板块整体表现较好，涨幅基本跟上大盘。

图表 5. 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

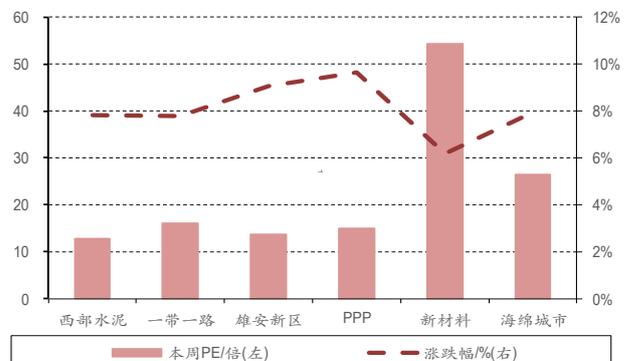
细分板块与概念板块普涨，其他类建材变现突出，水泥、玻璃、耐火表现较好：本周建材各细分板块均有上涨，其中耐火类建材板块表现突出，涨幅达到 9.43%，其他建材中小市值个股占比较高，本周市场偏好转向中小创，板块表现较好或与市场风格的转换有关。水泥、玻璃、耐火三板块也有较好的表现，涨幅在 5%-10% 不等。建材相关细分板块全数上涨，耐火板块表现最好，涨幅达到 9.43%。

图表 6. 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 7. 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

大部分个股有所上涨，福莱特青松建化涨幅居前：本周建材板块 81 个股，上涨个股 77 支，下跌 2 支，\*ST 新亿与\*ST 百特持续停牌，大部分个股均有上涨。新股福莱特领涨，本周涨幅为 60.99%。青松建化、天山股份、四川金顶、冀东水泥等个股表现较好。其中青松建化周涨幅 23.40%。扬子新材、坤彩科技等个股有所回调，本周建材板块个股最大跌幅为 6.79%。

图表 8.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	福莱特	60.99%	1	扬子新材	-6.79%
2	青松建化	23.40%	2	坤彩科技	-1.61%
3	天山股份	20.92%	3	*ST 百特	0.00%
4	四川金顶	16.72%	4	*ST 新亿	0.00%
5	冀东水泥	16.38%	5	永和智控	0.31%

资料来源：万得，中银国际证券

图表 9.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

本周资金流入未有明显分化，流出资金同样并未明显集中：福莱特、纳川股份、亚泰集团、开尔新材、坚朗五金等个股资金流入比例相对较高；恒通科技、\*ST 正源、东方雨虹、太空智造、塔牌集团等个股资金流出较多。主要资金流入个股未有明显集中板块，资金流出个股同样并未明显集中于某个板块。

图表 10.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/%
601865.SH	福莱特	420.81	643.50	65.39	0.55
300198.SZ	纳川股份	7,725.84	63,155.69	12.23	3.04
600881.SH	亚泰集团	4,052.23	42,435.44	9.55	0.31
300234.SZ	开尔新材	853.30	11,111.25	7.68	0.86
002791.SZ	坚朗五金	1,469.40	20,555.33	7.15	1.42
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/%
300374.SZ	恒通科技	(2,803.33)	24,368.65	(11.50)	(1.64)
600321.SH	*ST 正源	(1,322.21)	13,781.42	(9.59)	(0.39)
002271.SZ	东方雨虹	(17,770.91)	203,411.17	(8.74)	(0.94)
300344.SZ	太空智造	(2,777.84)	33,563.02	(8.28)	(1.95)
002233.SZ	塔牌集团	(16,519.90)	201,628.30	(8.19)	(1.18)

资料来源：万得，中银国际证券

## 公司事件

**近期解禁个股数量出现下降：**近期建材板块限售解禁个股有所下降，近一个月仅有 1 所公司预计解禁。兔宝宝于 3 月 1 日限售解禁，解禁份额占当前流通股本份额 15%，相对较高，预计会对公司股票价格产生波动。

图表 11.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
002043.SZ	兔宝宝	2019-03-01	10,162.60	66,144.75	15.36	定增

资料来源：万得，中银国际证券

**本周增减持以及股权质押个股数量较少：**东宏股份有大股东减持，减持份额 1.95 万股，占当前流通股本 0.03%，减持份额较小。本周建材板块未有股权质押以及新增公司定增预案或进展。

图表 12.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/%
603856.SH	东宏股份	1.00	1.00	减持	(1.95)	(23.78)	(0.03)
000546.SZ	金圆股份	1.00	1.00	增持	0.74	7.59	0.00

资料来源：万得，中银国际证券

图表 13.本周质押一览表

股票代码	股票简称	质押次数	本周累计质押	质押率变动	股份质押比例
000546.SZ	金圆股份	1.00	2862.00	4.00	20.23
002271.SZ	东方雨虹	1.00	1600.00	1.07	15.85

资料来源：万得，中银国际证券

图表 14.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
600876.SH	洛阳玻璃	2018-03-20	证监会核准		10,535.34	5.12	竞价	现金	配套融资
300117.SZ	嘉寓股份	2014-10-09	股东大会通过	2.26	37,689.54	8.60	定价	现金	补充资金
002225.SZ	濮耐股份	2018-12-25	发审委通过		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
002694.SZ	顾地科技	2017-06-24	董事会预案		11,943.93	30.00	竞价	现金	项目融资
002082.SZ	万邦德	2019-01-28	董事会预案	7.18	47,325.90	33.98	定价	资产	融资收购

资料来源：万得，中银国际证券

## 产能与供给

图表 15. 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	1月10日-3月15日停产35天
	江西	2019年一季度	全省停窑检修30-35天, 集中在1月底至2月
	华中	河南	2018年11月-2019年3月
华中	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	2019年一季度	一季度停窑40-45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: 北方处于错峰生产期间, 南方多数省份集中进行停窑检修。

### 玻璃产能变动

截至本周四, 全国浮法玻璃生产线共计289条, 在产234条, 日熔量共计155,620吨。本周暂无生产线变化。

### 玻纤产能变动

本周暂无玻纤产能变动。

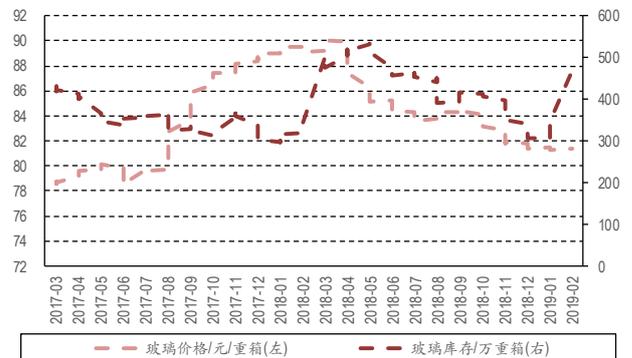
## 行业数据与新闻

图表 16. 近期水泥价格与库存



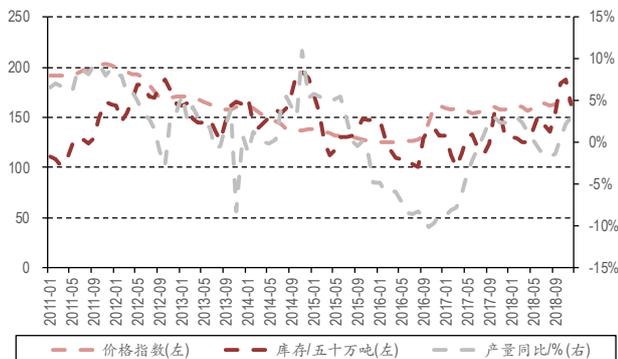
资料来源：万得，中银国际证券

图表 17. 近期玻璃价格与库存



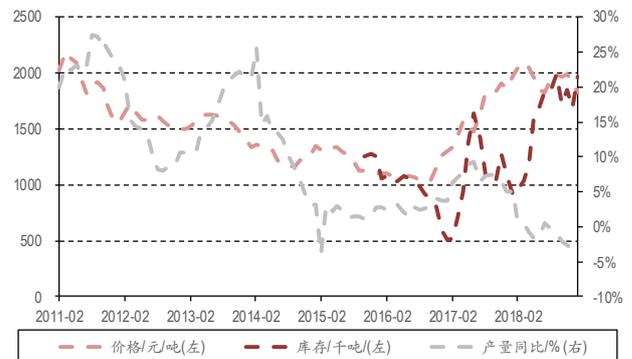
资料来源：万得，中银国际证券

图表 18. 近期煤炭价格与库存



资料来源：万得，中银国际证券

图表 19. 近期石油焦价格与库存



资料来源：万得，中银国际证券

**水泥价格稳中有降，玻璃价格微升，库存同比继续下滑：**本周水泥价格总体保持稳定，其中熟料价格石家庄、济南、广州等部分城市下调 10-20 元/吨不等；P·O42.5 散装南京、杭州、郑州、长沙四省份下调 30-40 元/吨不等；P·C32.5 袋装杭州、郑州、长沙下调 20-40 元/吨不等。本周冀中南地区重污染天气影响仍较大，持续红色预警措施导致从石家庄往南区域水泥需求基本无恢复。本周全国玻璃价格稳中有升，华中玻璃市场普遍上调 1 元/重量箱，区域会议的召开以及后市预期好转起到重要提振作用，但市场需求有限，市场上涨不理想，企业库存维持偏高位。本周库存相比上周依然有所提升，本周重点监测省份生产企业库存总量为 4,742 万重量箱，较上周四增加 37 万重量箱，增幅 0.79%。

### 工信部：2018 年水泥化解过剩产能取得初步成效

工信部 3 月 2 日消息，2018 年，工业和信息化部认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，深入推进水泥行业供给侧结构性改革，化解过剩产能取得初步成效。一是产能得到有效控制。二是运行质量明显改善。三是产业结构逐步优化。四是去产能长效机制初步建立。

**点评：**水泥行业必须按照中央经济工作会议要求，继续以供给侧结构性改革为主线，以质量和效益为中心，牢固树立新发展理念，巩固化解过剩产能来之不易的成果，促进全行业迈向高质量发展。

**来源：**万得

## 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 20. 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	36.68	1,977.01	2.99	5.84	12.3	6.3	19.56
600801.SH	华新水泥	买入	19.75	264.54	1.39	3.04	14.2	6.5	9.95
000789.SZ	万年青	买入	12.95	79.43	0.75	1.77	17.2	7.3	6.14
002233.SZ	塔牌集团	买入	12.04	143.55	0.60	1.52	19.9	7.9	7.17
002372.SZ	伟星新材	买入	17.35	227.45	0.63	0.77	27.7	22.5	2.53
600176.SH	中国巨石	买入	11.27	394.71	0.61	0.78	18.4	14.4	3.90
002088.SZ	鲁阳节能	买入	11.20	40.54	0.59	0.73	19.0	15.3	5.37
603737.SH	三棵树	买入	47.99	63.89	1.32	1.92	36.3	25.0	9.16
002398.SZ	建研集团	买入	5.23	36.22	0.28	0.42	19.0	12.5	3.50
603826.SH	坤彩科技	买入	16.54	77.41	0.25	0.42	65.6	39.4	2.69
601636.SH	旗滨集团	增持	4.47	120.16	0.43	0.49	10.5	9.1	2.76
000012.SZ	南玻 A	增持	4.97	116.35	0.29	0.31	17.2	16.0	3.13
002271.SZ	东方雨虹	增持	19.84	296.03	0.83	1.04	23.9	19.1	4.91
002043.SZ	兔宝宝	增持	6.15	47.65	0.47	0.49	13.1	12.6	2.12
000786.SZ	北新建材	未有评级	19.04	321.68	1.39	1.65	13.7	11.5	8.20

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 3 月 1 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