



中性

## 建材行业周报

### 煤荒出现影响建材板块，短期成本压力上升

因内蒙矿难导致华北地区安检力度加大，影响区域供给。预计对水泥行业成本将造成一定压力。三月后预计一部分产能投产以及取暖季结束后煤炭供需矛盾将有所缓解，水泥板块成本压力将有所减小。

- **煤炭市场再现“煤荒”，建材板块成本端受到影响：**正常情况下，年后是煤炭市场的传统消费淡季，但今年年后由于受到内蒙重大矿难的影响，山西、陕西、内蒙等产地煤矿安检力度加大，间接影响了年后煤炭市场的供给，导致了近期出现“煤荒”的现象。据卓创资讯数据表明，陕西榆林地区开工率最高不超过30%，部分地区甚至低于5%。相较于同期鄂尔多斯地区则开工率达到了70%，因此可以判断陕西榆林地区还是因此受到了较大影响。相反，在供给端不断收缩的背景下，需求端如钢铁、火电、建材等行业在年后逐步复苏启动，需求量稳步增加，其中由于目前还在北方供暖阶段，因此在3月中旬之前火电行业依然处在需求旺季，这也在一定程度上恶化了“煤荒”的局面，水泥、玻璃等建材细分板块将不可避免的受到影响。
- **动力煤在水泥等建材板块中起到不可忽视的影响：**从成本结构的角度来看，燃料是水泥成本中变动最大的部分。燃料和动力成本占水泥生产的50%左右，而工业用电价格变动受到政府管制，因此年度成本的变动主要来自燃料动力煤的价格变化。目前动力煤价格出现了明显上涨，2018年底动力煤的期货结算价为562元/吨，但截止到2019年3月6日动力煤的期货结算价上升到了613元/吨，动力煤价格的较大波动将在一定程度上影响建材行业企业的利润。
- **预计3月中旬以后，供应紧张的局面也会因此得到缓解：**两会结束以后，煤炭市场供应的情况就会出现明显好转。首先产地如果没有其他特殊原因在三月中旬左右会相继投产，供给方面会有所增加。其次需求方面，3月15号北方供暖季结束以后，北方供暖需求则会减少，因此对煤炭的需求也会相应减弱。供求两方的一增一减则会大幅度缓解当前阶段性供应紧张的局面，我们预期三月份以后随着部分产能投产煤炭价格会出现相应下跌。如果没有其他意外情况的发生，由于前期下游库存量一直保持较高的水平，预计今年煤炭市场应该处在相对宽松的局面，未来2019年全年不会出现大幅度涨价的情况，整体均价应小于去年。

#### 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》20190306
- 《建材行业2018年报前瞻》20190304
- 《建材行业周报》20190225

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



## 目录

主要观点与策略.....	4
板块行情.....	5
个股表现.....	6
公司事件.....	7
产能与供给.....	8
行业数据与新闻.....	9
重点推荐.....	10
风险提示.....	11



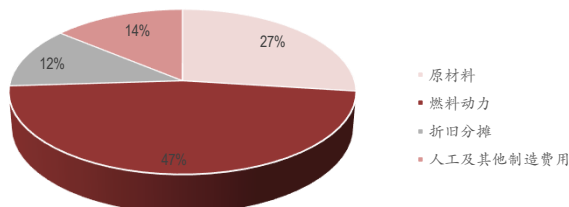
## 图表目录

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

## 主要观点与策略

**煤炭市场再现“煤荒”，建材板块成本端受到影响：**正常情况下，年后是煤炭市场的传统消费淡季，但今年年后由于受到内蒙重大矿难的影响，山西、陕西、内蒙等产地煤矿安检力度加大，间接影响了年后煤炭市场的供给，导致了近期出现“煤荒”的现象。据卓创资讯数据表明，陕西榆林地区开工率最高不超过30%，部分地区甚至低于5%。相较于同期鄂尔多斯地区则开工率达到了70%，因此可以判断陕西榆林地区还是因此受到了较大影响。相反，在供给端不断收缩的背景下，需求端如钢铁、火电、建材等行业在年后逐步复苏启动，需求量稳步增加，其中由于目前还在北方供暖阶段，因此在3月中旬之前火电行业依然处在需求旺季，这也在一定程度上恶化了“煤荒”的局面，水泥板块成本将不可避免的受到影响。

图表 1. 水泥的成本构成



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 近 5 年动力煤期货结算价格



资料来源：万得，中银国际证券

**动力煤在水泥等建材板块中起到不可忽视的影响：**从成本结构的角度来看，燃料是水泥成本中变动最大的部分。燃料和动力成本占水泥生产的50%左右，而工业用电价格变动受到政府管制，因此年度成本的变动主要来自燃料动力煤的价格变化。目前动力煤价格出现了明显上涨，2018年底动力煤的期货结算价为562元/吨，但截止到2019年3月6日动力煤的期货结算价上升到了613元/吨，动力煤价格的较大波动将在一定程度上影响建材行业企业的利润。

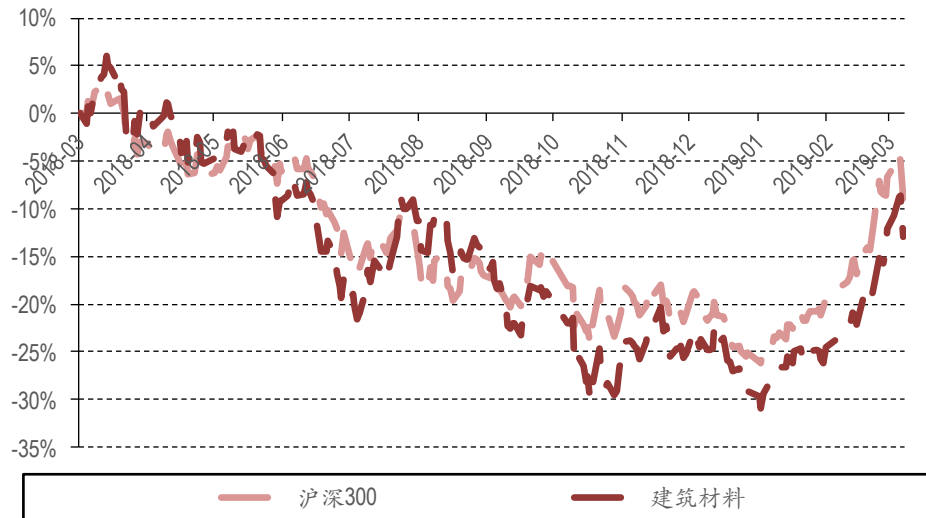
**预计3月中旬以后，供应紧张的局面也会因此得到缓解：**两会结束以后，煤炭市场供应的情况就会出现明显好转。首先产地如果没有其他特殊原因在三月中旬左右会相继投产，供给方面会有所增加。其次需求方面，3月15号北方供暖季结束以后，北方供暖需求则会减少，因此对煤炭的需求也会相应减弱。供求两方的一增一减则会大幅度缓解当前阶段性供应紧张的局面，我们预期两会之后煤炭价格会出现相应下跌。如果没有其他意外情况的发生，由于前期下游库存量一直保持较高的水平，预计今年煤炭市场应该处在相对宽松的局面，未来2019年全年不会出现大幅度涨价的情况，整体均价应小于去年。

## 板块行情

### 建材指数

板块略微下降，表现优于大盘：本周申万建材指数收盘 5,139.17 点，周涨幅-0.87%，跌幅小于大盘指数。板块整体估值 12.67 倍 PE，相比上周下降 0.11 倍。由于受到本周周五市场情绪波动，板块整体略微下降，但表现优于大盘。

图表 3. 建材行业近期走势

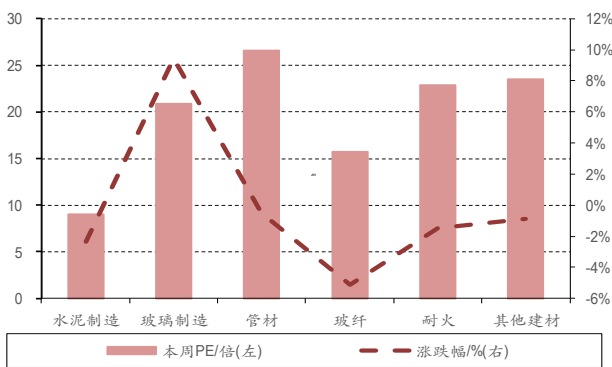


资料来源：万得，中银国际证券

### 细分板块与概念指数

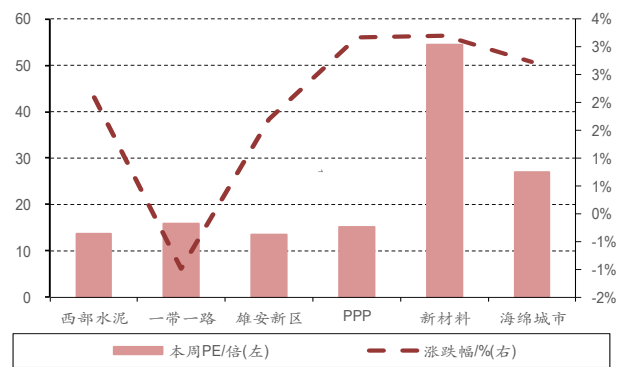
细分板块与概念板块部分略微下降，玻璃制造、PPP 板块表现较好：本周建材各细分板块部分略有下降，其中玻璃制造板块表现突出，涨幅达到 9.46%。玻纤、水泥制造等细分行业出现了明显的下滑，分别下降 5.1%和 2.36%。概念板块基本保持稳定增长，除一带一路概念下降 1%，其他概念板块涨幅均在 1.5%-3.5%之间。

图表 4. 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 5. 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

部分个股有所上涨，福莱特涨幅居前：本周建材板块 81 个股，上涨个股 36 支，下跌 43 支，\*ST 新亿与\*ST 百特持续停牌，部分个股有所上涨。新股福莱特领涨，本周涨幅为 60.19%。罗普斯金、青松建化、纳川股份、南玻 A 等个股表现较好。中国巨石、祁连山、伟星新材等个股有所回调，本周建材板块个股最大跌幅为 7.63%。

图表 6.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	60.91	1	中国巨石	(7.63)
2	罗普斯金	26.84	2	祁连山	(6.87)
3	青松建化	25.12	3	伟星新材	(6.86)
4	纳川股份	17.46	4	西部建设	(6.49)
5	南玻 A	16.50	5	万年青	(5.41)

资料来源：万得，中银国际证券

图表 7.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、冀东水泥、纳川股份、华塑控股、坚朗五金等个股资金流入比例相对较高；金圆股份、东宏股份、开尔新材、华立股份、东方雨虹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 8.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	1,697.69	1,783.98	95.16	1.38
000401.SZ	冀东水泥	24,725.09	612,356.91	4.04	1.12
300198.SZ	纳川股份	2,715.19	116,154.03	2.34	0.98
000509.SZ	华塑控股	1,219.16	66,891.44	1.82	0.47
002791.SZ	坚朗五金	354.94	19,630.54	1.81	0.34
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/%
000546.SZ	金圆股份	(4,988.33)	42,460.28	(11.75)	(0.74)
603856.SH	东宏股份	(4,046.35)	34,730.22	(11.65)	(3.69)
300234.SZ	开尔新材	(1,550.95)	14,558.41	(10.65)	(1.55)
603038.SH	华立股份	(1,054.99)	11,287.85	(9.35)	(1.50)
002271.SZ	东方雨虹	(21,947.39)	236,199.42	(9.29)	(1.10)

资料来源：万得，中银国际证券

## 公司事件

**坚朗五金即将解禁，解禁个股保持较低水平：**近期建材板块限售解禁个股有所减少，仅有一家。坚朗五金将于3月28日限售解禁，解禁份额占当前流通股本份额300%，相对较大，预计对公司股票价格产生较大影响。

图表 9.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
002791.SZ	坚朗五金	2019-03-28	24,115.50	8,038.50	300.00	IPO

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增加：**顾地科技有大股东减持，减持份额83.79万股，占当前流通股本0.17%，减持份额较小。本周深天地A和建研集团由股东进行质押，本周累计质押数分别为3,800万和2,400万，质押率变动分别为27.39%和3.47%。本周未有新的行业定增预案。

图表 10.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/%
603725.SH	天安新材	1	1	减持	(0.30)	-3.78	(0.00)
002694.SZ	顾地科技	2	2	减持	(83.79)	-394.33	(0.17)

资料来源：万得，中银国际证券

图表 11.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
000023.SZ	深天地A	1	3,800	27.39	0.07
002398.SZ	建研集团	1	2,400	3.47	2.63

资料来源：万得，中银国际证券

图表 12.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 13. 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	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	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:** 河南3月2日召开行业会议, 落实3月全月停窑一事, 本周河南熟料线停窑率达90%。

### 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。本周生产线改产2条, 无冷修及点火生产线。

#### 改产:

山东金晶科技股份有限公司600t/d六线投料改色A绿, 初步计划生产1个月; 河北海生玻璃有限公司600t/d海生二线原产白玻, 6日改产蓝灰。

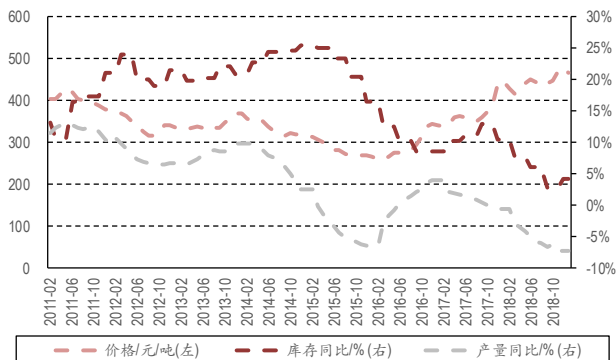
### 玻纤产能变动

本周暂无玻纤产能变动。



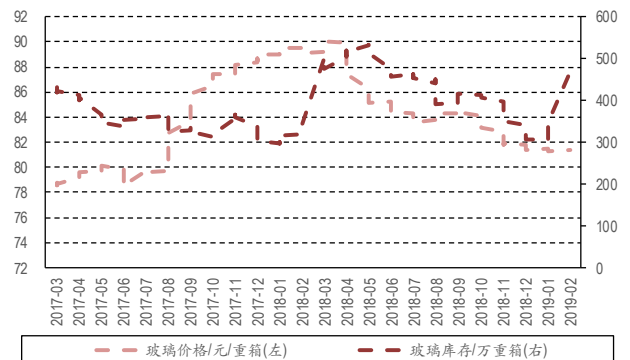
行业数据与新闻

图表 14. 近期水泥价格与库存



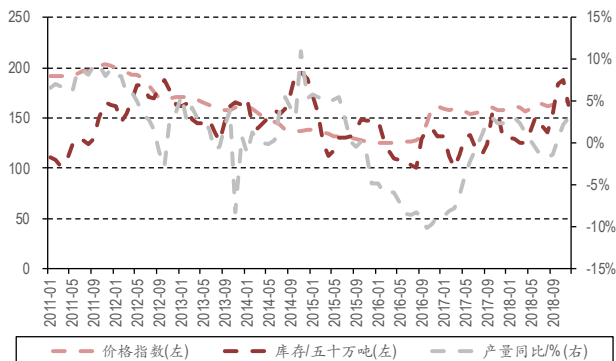
资料来源：万得，中银国际证券

图表 15. 近期玻璃价格与库存



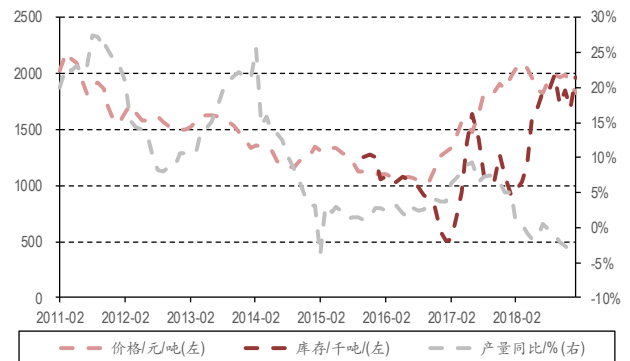
资料来源：万得，中银国际证券

图表 16. 近期煤炭价格与库存



资料来源：万得，中银国际证券

图表 17. 近期石油焦价格与库存



资料来源：万得，中银国际证券

**水泥价格普遍下降，玻璃价格微降，库存同比出现上升：**本周水泥价格总体稳中有降，其中熟料价格天津上调 20 元/吨，长沙下调 20-30 元/吨不等，其他城市基本保持不变；P·O42.5 散南京、南昌、杭州、福州四城市下调 10-30 元/吨不等；P·C32.5 袋华东与中南区域省份普遍下调 20 元/吨。因春节开工后，磨机开工率有所回升，与上周相比，本周全国熟料库存水平略有下降，均值为 59.93%，下降 0.83 个百分点。西北地区由于水泥需求逐步恢复，但错峰尚未结束，库存下降较多。本周全国玻璃价格稳中有升，较上周价格相比下跌 0.44 元/吨。本周整体走货一般，厂家库存上涨。截至 3 月 7 日，卓创资讯浮法玻璃出厂价格指数为 1,252.10，较 2 月 28 日缩减 3.79，依然同比下滑。

**1. 央视：产能过剩，水泥价格不断走高，建筑工地还早早订货，为哪般？**

水泥价格合理上升，原本可以给产业自身与上下游产业都带来积极影响。在当前的环保高压下，由于错峰限产造成的供需不平衡，给行业带来了较高的利润，但这绝不是行业脱困增效的捷径。对于水泥行业来说，化解产能过剩的形势依然严峻。

**点评：**对于水泥行业来说，化解产能过剩的形势依然严峻。然而，为水泥行业“瘦身”不能靠限产来“节食”，唯有淘汰落后的产能，才能让这个行业摆脱有害的脂肪，拥有真正健康的体态。

**来源：**中央电视台

## 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 18. 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	35.15	1,887.88	2.99	5.84	11.7	6.0	19.56
600801.SH	华新水泥	买入	18.89	254.01	1.39	3.04	13.6	6.2	9.95
000789.SZ	万年青	买入	12.25	75.14	0.75	1.77	16.2	6.9	6.14
002233.SZ	塔牌集团	买入	11.60	138.30	0.60	1.52	19.2	7.6	7.17
002372.SZ	伟星新材	买入	16.16	211.85	0.63	0.77	25.8	21.0	2.53
600176.SH	中国巨石	买入	10.41	364.59	0.61	0.78	17.0	13.3	3.90
603737.SH	三棵树	买入	51.85	69.03	1.32	1.92	39.2	27.0	9.16
002398.SZ	建研集团	买入	5.20	36.02	0.28	0.42	18.8	12.4	3.50
603826.SH	坤彩科技	买入	16.53	77.36	0.25	0.42	65.5	39.4	2.69
601636.SH	旗滨集团	增持	4.46	119.89	0.43	0.49	10.5	9.1	2.76
002271.SZ	东方雨虹	增持	18.81	280.66	0.83	1.04	22.7	18.1	4.91
002043.SZ	兔宝宝	增持	6.18	47.88	0.47	0.49	13.1	12.6	2.12
000786.SZ	北新建材	未有评级	18.44	311.55	1.39	1.65	13.3	11.2	8.20

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 3 月 8 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