



中性

建材行业中报前瞻

水泥表现依然亮眼，细分板块表现均衡

建材板块中报预报总体好于预期，水泥板块受益于上半年地产新开工超预期，依然保持较快增长，对板块整体表现带动较大。其他细分板块也均有较好表现，减水剂、涂料、玻纤等保持较快增长。玻璃受上半年产品价格阴跌影响业绩或受到一定冲击。

- **业绩预增公司较多，板块整体表现较好，水泥带动力依然强大：**截至7月15日，建筑材料板块共有36家公司发布业绩预告，其中29家业绩预增，7家业绩预减。从已披露业绩预告公司口径来看，板块57.16%，保持较强的增长势头，上半年板块利润增速为93.87%，增速相比2018年下半年提升23.27pct，已公布业绩预告的公司合计利润100.65亿元，其中水泥板块盈利69.68亿元，对板块业绩仍有强大的带动力。其他细分板块上半年利润增速也均在30%以上，建材板块上半年基本面态势保持良好。
- **个股业绩存在分化，各个细分板块均有较好表现：**从业绩增速分布来看，个股业绩存在分化，大多数个股业绩增速预计集中在20%以上的区间，业绩增速低于20%个股仅8个。建材板块主要披露业绩预告的公司与建筑板块同样以民企为主。当前建材板块同样存在集中度提升的趋势。我们认为建筑行业集中度过高导致只有央企巨无霸才能享受行业集中的红利，但建材行业相对分散的特性以及相比建筑行业更强的议价能力导致建材板块民企表现更好。
- **玻璃、管材等波动较大；水泥、减水剂、涂料、玻纤等增速较快；防水、人造板业绩表现也相对较好：**从已披露业绩预告的公司来看，上半年玻璃板块公司盈利增速过百，这与上半年玻璃价格持续阴跌不符合，主要是嘉寓股份业绩有较大增长所致。管材与其他建材业绩增速相对也较高。玻纤、减水剂、水泥、涂料等板块业绩增速均超过50%，贸易战压力下，玻纤板块仍能保持较快增长则实属不易；防水、人造板企业上半年业绩增速也超过30%。总体看水泥、减水剂、防水等早周期产品上半年表现均比较好。

相关研究报告

《建材行业周报》20190709
《建材行业周报》20190703
《建材行业月报》20190628

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

重点推荐

- **建议从开工超预期、以及竣工回升两个主线选股：**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，东方雨虹、建研集团；三是仍有产能投放业绩增长确定性高的华新水泥。

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。**

建材行业上半年运行情况

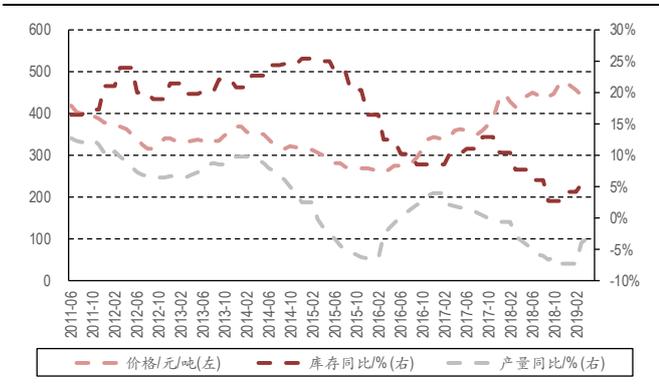
水泥及其上游

5月份以来价格稳定，华北小幅提升，东南地区有所下降：5月份至今全国水泥均价由418.16元/吨变为415.53元/吨，熟料价格由358.36元/吨变为359.48元/吨。价格总体保持平稳。其中华北价格有所调升，华东、华中、华南等热点地区因多雨有所调减。随着夏季雨季到来，预计水泥需求将出现季节性回落，但各省份夏季限产执行又将对需求形成约束，未来短期总体价格预计保持平稳。随着停产常态化，厂商一方面会主动削减无效产能，另一方面价格波动会逐步减小向发达国家靠拢，而企业业绩弹性将更多反映在量而非价格上。

水泥表现好于预期，需求共振下行业出货量提升：从当前时点来看，水泥板块表现要好于去年年底市场预期。2018年密集开工带来的存续项目为水泥需求形成强大的支撑，而2019年新开工数据也超乎市场预期，一季度水泥出货量同比增长16%，带动相关行业如减水剂等出货量提升。

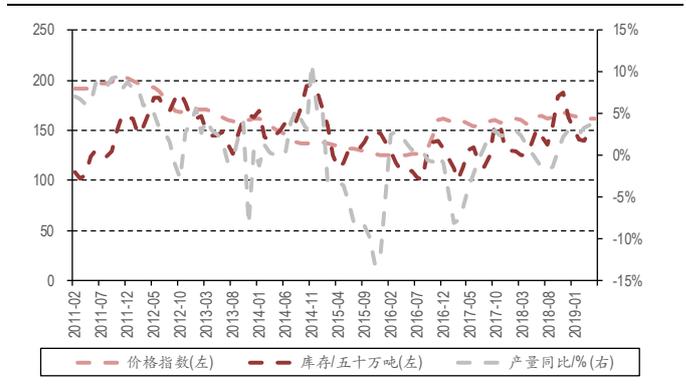
若政府土地供应不足，地产新开工大概率下降，预计中期对水泥价格造成影响：当前房企拿地是第一要务，开工回款是第二要务。因此导致地产数据开工竣工背离，拿地溢价率与拿地数量背离，基本面数据与地产销售相关性减弱。企业抢开工意愿依然存在，但未来若政府土地供应数量不足，则存量项目下降，未来仍有较大可能新开工面积增速下滑，特别是近期出台地产信托融资以及海外债发行均出现新的变化，新开工需求向下的概率更大。对应反映中期水泥需求下滑。

图表 1. 近年水泥价格、库存、产量



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 近年煤炭价格、库存、产量



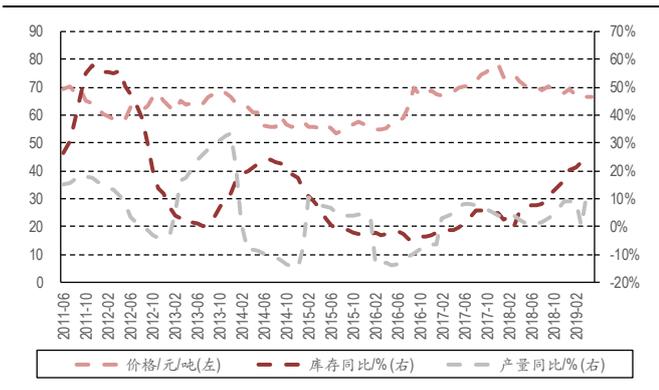
资料来源：万得，中银国际证券

玻璃及其上游

5月份玻璃行业基本面数据出现明显好转，但地产行业等下游需求仍未出现明显驱动力：5月初至今，全国浮法白玻均价由77.90元/重箱下跌到77.22元/重箱，后反弹到78.02元/重箱。价格企稳趋势进一步确认。最新重点省份平均库存为354.13万重箱，同比下降15.66%。5月份至今重点省份平均库存同比初现负增长，减少速度加快，表明当前行业厂商清库存到达一段落。6月份信义集团等公司集中冷修更是为短期玻璃价格企稳创造了条件。当前地产周期熨平拉长，趋势性的销售长期改善难以重新出现，地产销售持续下降，地产周期难有新变量，短期内，库存将是指导厂商行为和价格的重要指标。

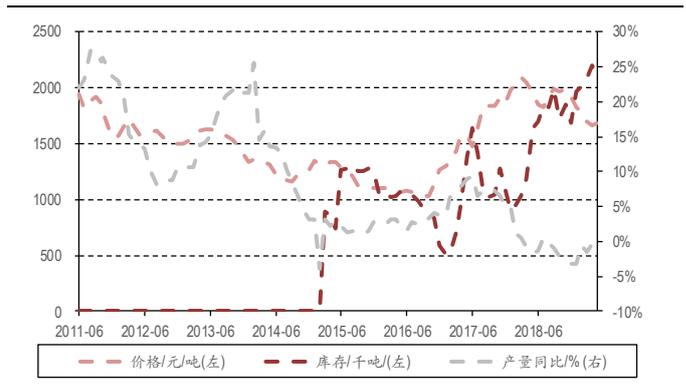
厂商冷修意愿不强，石油价格下滑对成本改善并不明显：冷修方面，厂商当前对于产能的控制力已经非常强，部分产能并不是已经到非冷修不可的程度，因此在价格高位条件下，当前厂商进行冷修意愿并不强。成本方面，去年四季度石油价格回调对玻璃行业成本压力有一定缓解，但并不是每个厂商都是，部分厂商采用天然气，由于四季度采暖期对冲后，成本改善并不明显。

图表 3. 近年玻璃价格、库存、产量



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 近年石油焦价格、库存、产量



资料来源：万得，中银国际证券

建筑行业需求

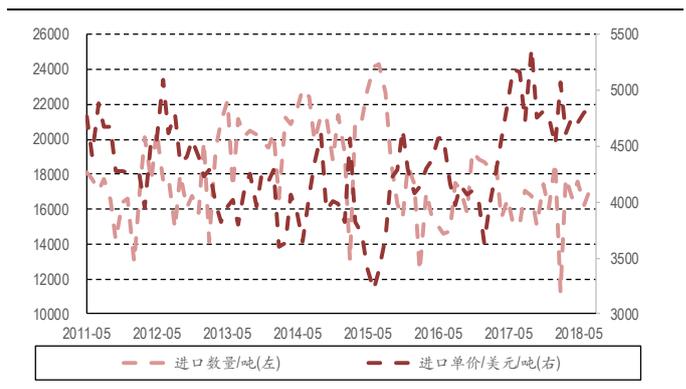
中国中冶增速较高，中国化学、中国电建波动较大；中国建筑新签订单增速相对较低：部分建筑央企 5 月份新签订单陆续公布。中国建筑 5 月份新签订单 1,929 亿元，同增 16.49%，但 ttm 同比仅为 2.40%，2019 年以来中国建筑新签订单增速波动较大，总体平均增速在 2%-3%。中国中冶保持较快增速，5 月份新签 692.30 亿元，同增 57.7%，ttm 同比 11.31%。中国化学订单增速下滑较大，5 月份新签 116.92 亿元，同减 58.72%，ttm 同比 19.27%。中国电建 5 月份新签 250.92 亿元，同减 13.86%，由于前几个月新签订单增速较快，ttm 同比仍保持 19.31%。总体看中国中冶订单增速较为强劲，中国化学、中国电建订单增速波动较大，总体平均增速依然较高；中国建筑新签订单增速有波动，平均增速相对平稳。

图表 5. 建筑行业施工数据



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 近年玻纤进口数据



资料来源：万得，中银国际证券

上半年基建投资总体不及预期，交运邮储高位但下滑，其他板块增速低位徘徊：从基建三大分项数据来看，电热气水、交运邮储、公用水利三大子板块上半年固定资产投资分别为 1.21 万亿元、2.87 万亿元、3.86 万亿元。同比增速分别为 0.50%、5.10%、2.50%。综合来看，三大板块中，交运邮储板块投资增速相对强劲，但增速下滑态势明显；电力投资增速有所提升，但目前依然是负增长。市政投资总体下滑。

地产与施工数据保持韧性，拿地溢价率回头反映小型房企生存空间被挤压，库存增速达到高位：近期地产开工竣工背离的情况仍未修复。上半年新开工同比增速 10.12%，尽管小幅回落，但仍处于高位。竣工面积累计同比仍然是-12.67%的低位。商品房销售面积 5 月份累计同比-1.6%，重现下滑趋势；房地产开发投资完成额同增 11.2%，依然处于高位。结合当前地产拿地溢价率抬头但拿地面积持续低迷的情况，我们认为当前地产行业已经进入加速集中的阶段。头部房企以更高的价格拿地挤压小房企的生存空间，同时加速项目周转，抢开工抢预售的行为依然存在。但目前终端需求较弱，销售总体依然下滑。随着销售下滑，开工高增，地产新增广义库存增速达到历史性高位，小型房企的生存空间被进一步挤压。



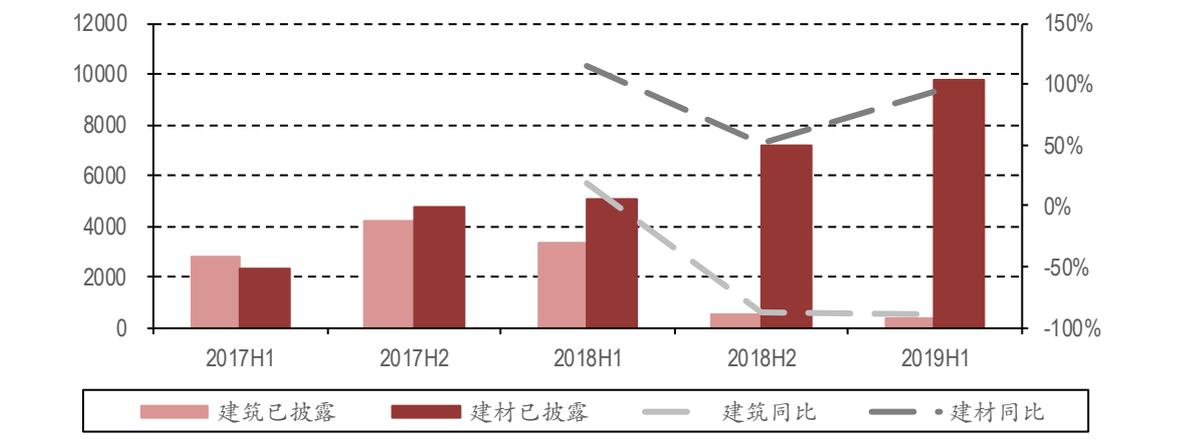
行业总量数据趋稳，但未较好实现经济托底的效果，政策操作空间有所缩小：从建筑业总体数据来看，行业新签订单、产值等关键数据仅仅是企稳未负增长，但并未实现强势提升对经济实现托底的作用。参考地方政府财政数据，2019年以来地方政府财政并未明显改善，减税降费以及巨额的地方政府债务偿还压力使得基建补短板的政策操作空间并不大，只能用来托底不能用来拉动，从2018年下半年以来政府对PPP项目监管态度的转变也可以体现政策操作空间的逐步减小。

2019年半年度上市公司业绩预告小结

总体情况：利润增速总体向好，细分行业表现均衡

业绩预增公司较多，板块整体表现较好，水泥带动力依然强大：截至7月15日，建筑材料板块共有36家公司发布业绩预告，其中29家业绩预增，7家业绩预减。从已披露业绩预告公司口径来看，板块57.16%，保持较强的增长势头，上半年板块利润增速为93.87%，增速相比2018年下半年提升23.27pct，已公布业绩预告的公司合计利润100.65亿元，其中水泥板块盈利69.68亿元，对板块业绩仍有强大的带动力。其他细分板块上半年利润增速也均在30%以上，建材板块上半年基本面态势保持良好。

图表 7. 建筑板块预告业绩增速分布情况



资料来源：万得、中银国际证券

个股业绩存在分化，各个细分板块均有较好表现：从业绩增速分布来看，个股业绩存在分化，大多数个股业绩增速预计集中在20%以上的区间，业绩增速低于20%个股仅8个。建材板块主要披露业绩预告的公司与建筑板块同样以民企为主。当前建材板块同样存在集中度提升的趋势。我们认为建筑行业集中度过高导致只有央企巨无霸才能享受行业集中的红利，但建材行业相对分散的特性以及相比建筑行业更强的议价能力导致建材板块民企表现更好。

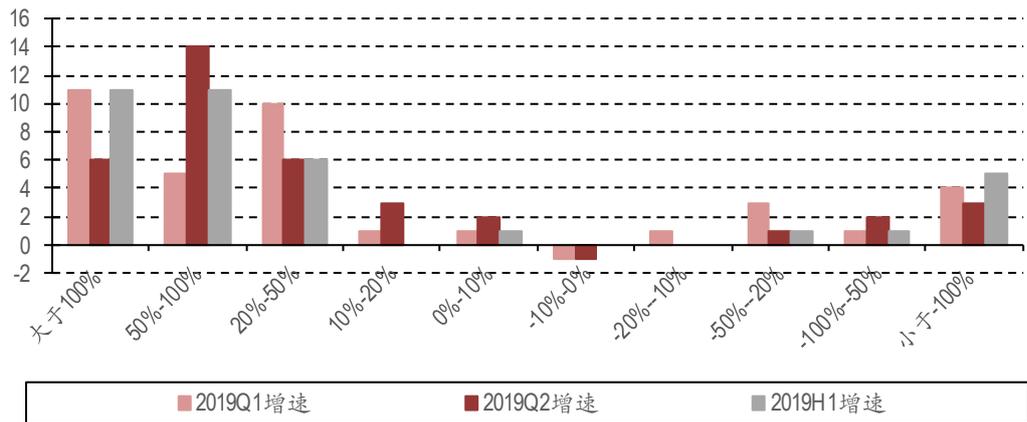
玻璃、管材等波动较大；水泥、减水剂、涂料、玻纤等增速较快；防水、人造板业绩表现也相对较好：从已披露业绩预告的公司来看，上半年玻璃板块公司盈利增速过百，这与上半年玻璃价格持续阴跌不符合，主要是嘉寓股份业绩有较大增长所致。管材与其他建材业绩增速相对也较高。玻纤、减水剂、水泥、涂料等板块业绩增速均超过50%，贸易战压力下，玻纤板块仍能保持较快增长则实属不易；防水、人造板企业上半年业绩增速也超过30%。总体看水泥、减水剂、防水等早周期产品上半年表现均比较好。

图表 8. 建筑板块预告业绩增速分布情况

	大于 100%	50%-100%	20%-50%	10%-20%	0%-10%	-10%-0%	-20%--10%	-50%--20%	-100%--50%	小于-100%
2019Q1 增速	11	5	9	1	1	0	1	3	1	3
2019Q2 增速	5	14	6	3	2	0	0	1	2	2
2019H1 增速	11	10	6	0	1	1	0	1	1	4

资料来源：万得、中银国际证券

图表 9. 建筑板块业绩预告增速分布情况



资料来源: 万得、中银国际证券

图表 10. 建筑板块上市公司业绩预告情况

代码	简称	细分行业	预报类型	利润底/百万	利润顶/百万	增速下限/%	增速上限/%	2018 增速/%	增速改善%
002623.SZ	亚玛顿	玻璃	不确定	(10.00)	5.00	(152.90)	(73.55)	444.61	(557.84)
300093.SZ	金刚玻璃	玻璃	略增	11.91	14.28	0.00	19.95	(29.35)	39.32
300117.SZ	嘉寓股份	玻璃	预增	360.20	365.35	542.84	552.03	(7.86)	555.30
300196.SZ	长海股份	玻纤	略增	130.00	156.00	20.41	44.50	30.28	2.18
002080.SZ	中材科技	玻纤	预增	615.03	691.91	60.00	80.00	21.75	48.25
300715.SZ	凯伦股份	防水	预增	40.36	45.41	60.00	80.00	46.07	23.93
300737.SZ	科顺股份	防水	略增	155.37	168.32	20.00	30.00	(14.89)	39.89
002457.SZ	青龙管业	管材	预增	23.00	33.50	268.71	437.04	283.01	69.87
002641.SZ	永高股份	管材	预增	166.16	207.71	100.00	150.00	27.00	98.00
002671.SZ	龙泉股份	管材	首亏	(40.00)	(25.00)	(606.31)	(416.44)	(276.58)	(234.80)
002694.SZ	顾地科技	管材	首亏	(23.00)	(15.00)	(305.41)	(233.97)	(201.73)	(67.96)
300198.SZ	纳川股份	管材	预增	378.50	386.00	1,401.19	1,430.94	(657.94)	2,074.01
300599.SZ	雄塑科技	管材	略增	100.94	128.47	10.00	40.00	52.60	(27.60)
002205.SZ	国统股份	管材	续亏	(5.00)	0.00	4.12	100.00	(78.96)	131.02
002398.SZ	建研集团	减水剂	预增	169.58	228.05	45.00	95.00	30.37	39.63
002809.SZ	红墙股份	减水剂	略增	56.72	65.45	30.00	50.00	(15.29)	55.29
002162.SZ	悦心健康	面砖	预增	13.00	16.00	55.50	91.40	20.70	52.75
300234.SZ	开尔新材	面砖	预增	60.00	65.00	8,559.26	9,280.86	(544.81)	9,464.87
000023.SZ	深天地A	其他	预增	29.00	34.00	3,272.00	3,853.00	(13.71)	3,576.21
000509.SZ	华塑控股	其他	续亏	(9.00)	(7.00)	(112.89)	(65.58)	(529.56)	440.33
002082.SZ	万邦德	其他	预增	46.52	60.31	35.00	75.00	(14.39)	69.39
002323.SZ	*ST百特	其他	首亏	(25.00)	(15.00)	(505.64)	(343.38)	(274.16)	(150.36)
002333.SZ	罗普斯金	其他	扭亏	35.00	50.00	179.63	213.76	(293.04)	489.73
002652.SZ	扬子新材	其他	预减	17.79	19.65	(52.00)	(47.00)	(53.57)	4.07
002791.SZ	坚朗五金	其他	预增	95.03	118.15	202.20	275.71	(9.93)	248.88
300374.SZ	恒通科技	其他	略减	23.00	25.00	(10.51)	(2.73)	1.35	(7.97)
002302.SZ	西部建设	其他	预增	230.00	310.00	189.67	290.43	186.92	53.13
002240.SZ	威华股份	人造板	预增	65.00	97.00	13.02	68.66	509.31	(468.47)
601996.SH	丰林集团	人造板	略增	88.56	95.37	30.00	40.00	15.32	19.68
000401.SZ	冀东水泥	水泥	预增	1,450.00	1,500.00	57.79	63.24	1,243.71	(1,183.19)
600801.SH	华新水泥	水泥	预增	3,009.92	3,216.92	46.00	56.00	149.39	(98.39)
000672.SZ	上峰水泥	水泥	预增	910.00	1,010.00	80.00	100.00	85.96	4.04
000877.SZ	天山股份	水泥	预增	650.00	650.00	111.05	111.05	368.48	(257.43)
600720.SH	祁连山	水泥	预增	500.00	500.00	128.00	128.00	13.93	114.07
600449.SH	宁夏建材	水泥	预增	260.00	280.00	82.00	96.00	26.97	62.03
603378.SH	亚士创能	涂料	预增	35.20	35.20	83.00	83.00	(48.36)	131.36

资料来源: 万得、中银国际证券



分行业：房建与工建表现较好，园林板块下滑明显

水泥：新开工超预期驱动下，板块业绩增速依然瞩目：水泥板块 19 家上市公司，6 家披露业绩预告，6 家全部预增，上半年平均利润增速为 85.15%。相比 2018 年有明显的下滑，但 2018 年业绩基数太高，2019 年在开工超预期驱动下，水泥板块上市公司取得如此业绩已经相当不容易。预计全板块上市公司上半年利润增速是达不到 85% 的。

玻璃：部分个股业绩波动较大，预计板块业绩增速下滑，但下半年有改善空间：玻璃板块上市公司 13 家，但仅有 3 家披露业绩预告，嘉寓股份业绩波动较大对板块整体业绩数据产生一定影响。另外两家金刚玻璃业绩增速约为 10%，亚玛顿业绩下滑严重。上半年玻璃价格持续阴跌，玻璃行业产品价格对企业业绩影响巨大，预计全板块实际业绩增速是下滑的，但仍可保持较高位置。近期玻璃价格企稳，基本面数据好转，下半年玻璃板块业绩有改善空间。

涂料：亚士创能业绩增速较快，行业整体仍有提升空间：涂料仅三家上市公司，亚士创能公布业绩预告，预计增速超过 80%。亚士创能本身有较多产能投放，业绩释放带动利润上升。从行业整体层面来看，未来旧改接力棚改，建筑外墙翻新，入户装修等将对涂料行业产生较大需求。

减水剂：行业需求提升叠加集中度提升利好减水剂板块上市公司：减水剂三家公司，三家均有业绩预告，但苏博特基本未提供业绩相关信息。建研集团与红墙股份上半年业绩均有较高增速。在小化工退城入园以及房屋新开工超预期下，行业层面与龙头集中两方面为减水剂板块上市公司提供了良好的成长驱动力。

防水：新开工强劲受益板块：防水材料 3 家上市公司 2 家披露业绩预告，均预增。预计上半年增速达到 32.34%，增速相比 2018 年全年均有改善。上半年强劲的新开工增速为防水材料提供了稳定的需求。

玻纤：业绩保持较高增长，未来仍有成长空间：玻纤板块 5 家上市公司，长海股份和中材科技披露业绩预告，预计上半年增速分别为 32.46% 和 70%。玻纤行业竞争格局较好，当前行业天花板仍在扩展，预计贸易战对行业业绩会有一定冲击，上半年实现 30% 以上增速实属不易。玻纤是建材板块内有望稳定实现 20% 以上较高速增长的分板块之一。

其他：细分板块表现均较好，预计旧改接力棚改利好相关建材：建材其他板块共有 20 家上市公司披露一季报预告，其中 14 家预计业绩增长。总体看建材各细分板块上半年业绩表现均较好。上半年收益新开工超预期，早周期板块表现更好。我们认为随着旧改接力棚改，小区翻新和入户装修成为未来建材的主要需求来源，预计防水、涂料、管材、瓷砖等细分板块将有更好的市场增量。

图表 11. 各细分行业业绩预告披露情况

	玻璃	玻纤	防水	管材	减水剂	面砖	其他	人造板	水泥	涂料	全体
公司数量	13	5	3	11	3	5	22	6	19	3	94
披露数量	3	2	2	7	2	2	9	2	6	1	36
预增数量	2	2	2	5	2	2	5	2	6	1	29
预减数量	1	0	0	2	0	0	4	0	0	0	7
增速中值%	329.95	61.77	32.34	198.91	69.82	750.58	210.75	37.68	85.15	82.58	93.87
同比改善%	198.68	58.87	10.38	(113.65)	40.45	780.24	257.02	(30.73)	(127.72)	129.45	(17.87)
环比改善%	127.85	18.14	61.68	354.14	62.68	2,136.40	337.79	(103.02)	(41.59)	131.64	43.63
比 18 改善%	173.19	38.24	36.87	312.53	53.00	1,369.23	307.13	(66.21)	(66.52)	130.94	23.27

资料来源：万得、中银国际证券

建材行业集中度相对低于建筑行业，上市公司尚能享受集中度提升红利：参考建筑行业与建材行业的业绩预告情况，随着资金压力越来越大，下游投资需求疲软，建筑建材行业都面临着行业加速集中的现状；建筑和建材板块披露业绩预告的公司均以民营企业为主，已披露公司中，建筑企业近年营收却逐步下滑，但建材企业近年营收却稳步上升。对此我们认为建筑行业集中的速度更快，大央企成为行业加速集中的受益者，作为行业“第二梯队”的建筑上市民营企业由于资金压力显现，订单下滑等原因市场份额或许已经受到大央企的挤压。建材行业同样处于行业加速集中，但目前集中度相对建筑企业更低，上市企业已经作为行业头部可以享受行业集中的红利了。

图表 12.各类型企业业绩预告披露情况

	央企	地方	民企	全体
公司数量	12	14	68	94
披露数量	6	2	28	36
预增数量	6	2	21	29
预减数量	0	0	7	7
增速中值%	107.38	77.59	112.00	93.87
同比改善%	39.96	(241.02)	84.54	(17.87)
环比改善%	32.32	(82.21)	165.50	43.63
比 2018 改善%	34.81	(127.01)	135.70	23.27

资料来源：万得、中银国际证券

附录图表 13. 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)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
600585.SH	海螺水泥	买入	41.23	2,189.23	5.63	5.76	7.3	7.2	22.42
600801.SH	华新水泥	买入	20.35	387.12	3.46	3.81	5.9	5.3	11.83
000789.SZ	万年青	买入	9.69	77.27	1.85	2.42	5.2	4.0	6.93
002233.SZ	塔牌集团	买入	11.20	133.53	1.45	1.44	7.7	7.8	7.88
002372.SZ	伟星新材	买入	16.63	261.61	0.62	0.85	26.7	19.6	2.89
600176.SH	中国巨石	买入	9.13	319.76	0.68	0.88	13.5	10.4	4.19
603737.SH	三棵树	买入	43.05	80.24	1.19	2.54	36.1	16.9	10.04
002398.SZ	建研集团	买入	6.27	43.43	0.36	0.50	17.4	12.5	3.70
603826.SH	坤彩科技	买入	14.91	69.78	0.39	0.60	38.7	24.9	2.76
601636.SH	旗滨集团	买入	3.67	98.65	0.45	0.51	8.2	7.2	2.89
002271.SZ	东方雨虹	增持	22.54	336.32	1.01	1.39	22.3	16.2	5.12
002043.SZ	兔宝宝	增持	6.19	47.96	0.43	0.60	14.5	10.3	2.20
000012.SZ	南玻 A	增持	4.15	104.02	0.15	0.32	28.5	13.0	3.23
000786.SZ	北新建材	未有评级	18.61	314.42	1.46	1.61	12.8	11.5	8.65
002088.SZ	鲁阳节能	未有评级	12.57	45.50	0.85	1.13	14.8	11.2	5.83

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 7 月 12 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