

# 强于大市

## 化工行业周报 20210118

尿素等农化品价格上涨，化纤板块维持强势

### 行业动态：

- 本周跟踪的 101 个化工品种中，共有 42 个品种价格上涨，34 个品种价格下跌，25 个品种价格稳定。涨幅前五的品种分别是 DMF、高效氯氟氰菊酯、尿素、维生素 E 及甲苯；而跌幅前五的品种分别是丁二烯、液氯、丙烯、NYMEX 天然气及纯苯。
- 当前国内尿素市场的价格远远超出了去年同期水平，尿素期货本周涨幅 7.68%，周末收盘价达 2033 元/吨。除尿素外，其他农化品种如菊酯也有显著涨幅。另外，维生素 A 及维生素 E 延续涨势。
- 粘胶短纤本周价格继续上涨 5.3% 至最新价格 13000 元/吨，本月均价较上月涨幅为 8.2%。本周粘胶短纤库存继续下跌至 7.3 万吨，环比降幅 7.88%，库存量仅去年同期一半左右。
- DMF 近 2 周价格大幅上涨，库存快速下跌，根据百川统计，本周工厂库存环比上周下降 38.25%。
- 受到扬子石化事故影响，本周橡胶板块价格普涨。另外，化纤板块整体表现较好，在节前备货期偏下游子行业如粘胶短纤、涤纶切片、短纤长丝等价格均相对坚挺，但中上游产品如石脑油、芳烃等受到原材料端价格下跌影响仍然疲软。

### 投资建议：

- **本月观点**  
对行业总体继续乐观，产品价格及企业盈利将继续修复，尤其是农历年后的旺季，或将迎来新一轮化工产品的涨价。  
一月份看好与油价直接相关的化纤等早周期品种，比如聚酯、粘胶等以及化肥，及明年增长性较为确定的部分新材料龙头。中期关注的子行业包括农药、维生素、基建相关化学品、新材料等，挑选各子行业优势龙头企业。
- **1 月金股：桐昆股份**  
织造市场进入春节前补库期，年底涤纶长丝装置亦存在检修、降负预期，1 月底涤纶长丝预计开工负荷降至 8 成附近。1 月底后，织造行业也将逐渐进入春节前放假，绝大部分将集中在 1 月下旬。  
涤纶上游 PTA 及乙二醇在 2021 年将持续进入产能扩张期，聚酯未来扩产速度将低于 PTA。而 2021 年随着疫苗逐渐推广，疫情得到控制，终端纺织服装行业消费需求及出口需求都有望继续恢复。因此从供求关系上分析涤纶聚酯企业未来盈利能力或将得到持续改善。  
我们预计桐昆股份 2020-2022 年每股收益分别为 1.61 元、2.03 元、2.42 元，对应 PE 分别为 14.14 倍、11.25 倍、9.42 倍。维持买入评级。

### 风险提示

- 1) 地缘政治因素变化引起油价大幅波动；2) 全球疫情形势出现变化。

### 相关研究报告

《化工行业周报：粘胶库存下降，价格上涨》  
20210105

《化工行业 2021 年策略：景气继续向上，龙头优势凸显》 20201130

《化工行业 2020 年三季度报综述：环比向好显著，莫负好时光》 20201111

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

化工

证券分析师：余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

证券分析师：王海涛

(8610)66229353

haitao.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020002

联系人：曹擎

(8621)20328621

qing.cao\_SH@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300120120046

## 目录

<b>1. 化工行业投资观点</b> .....	<b>4</b>
本月观点.....	4
1月金股：桐昆股份.....	4
中长期投资建议.....	5
<b>2. 本周关注</b> .....	<b>6</b>
要闻摘录.....	6
重要公告.....	6
重要数据.....	7
<b>3. 本周行业表现及产品价格变化分析</b> .....	<b>8</b>
重点关注：.....	8
风险提示：.....	9
<b>4. 附录：</b> .....	<b>10</b>
重点品种价差图.....	10

## 图表目录

图表 1 涤纶长丝价格及桐昆股份价格比较 (单位: 元/吨) .....	4
图表 2. 涤纶长丝价差及桐昆股份价格比较 (单位: 元/吨) .....	4
图表 3. 涤纶 POY 价差周期 (单位: 元/吨) .....	4
图表 4. 涤纶 FDY 价差周期 (单位: 元/吨) .....	4
图表 5. 本周价格涨跌幅前五化工品 .....	8
图表 6. 本周涨跌幅前五子行业 .....	8
图表 7. 本周化工涨跌幅前五个股 .....	9
附录图表 8. 粘胶短纤价差 (单位: 元/吨) .....	10
附录图表 9. DMF 价差 (单位: 元/吨) .....	10
附录图表 10. 气头尿素价差 (单位: 元/吨) .....	10
附录图表 11. 草甘膦价差 (单位: 元/吨) .....	10
附录图表 12. 报告中提及上市公司估值表 .....	11

## 1. 化工行业投资观点

### 本月观点

对行业总体继续乐观，认为产品价格及企业盈利将继续修复，尤其是农历年后的旺季，或将迎来新一轮化工产品的涨价。

一月份看好与油价直接相关化纤等早周期品种，比如聚酯、粘胶等以及化肥，及明年增长性较为确定的部分新材料龙头。中期关注的子行业包括农药、维生素、基建相关化学品、新材料等，挑选各子行业优势龙头企业。

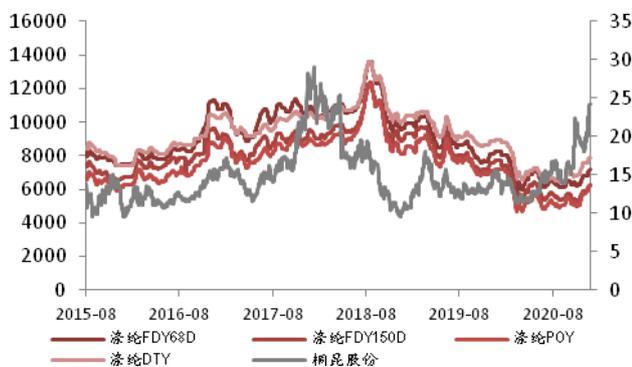
### 1月金股：桐昆股份

织造市场进入春节前补库期，年底涤纶长丝装置亦存在检修、降负预期，1月底涤纶长丝预计开工负荷降至8成附近。1月底后，织造行业也将逐渐进入春节前放假，绝大部分将集中在1月下旬。

涤纶上游PTA及乙二醇在2021年将持续进入产能扩张期，聚酯未来扩产速度将低于PTA。而2021年随着疫苗逐渐推广，疫情得到控制，终端纺织服装行业消费需求及出口需求都有望继续恢复。因此从供求关系上分析涤纶聚酯企业未来盈利能力或将得到持续改善。

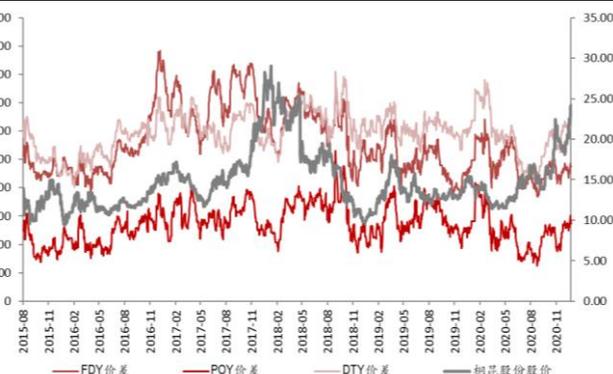
根据对涤纶长丝行业近10年及近5年价格价差数据测算，当前涤纶长丝价差水平处于历史偏低范围，其中长丝POY及FDY均处于5年均值以下，而DTY价差与均值水平基本相当。而根据理论计算，当前长丝产能较大的三大上市公司桐昆股份、恒逸石化及新凤鸣其EPS对长丝价差每上涨100元的弹性分别为0.2534元/股、0.1185元/股及0.2640元/股。而根据长丝价差的历史水平分析，其价差变动范围仍存在较大的弹性。

图表1 涤纶长丝价格及桐昆股份价格比较 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川盈孚, wind, 中银证券

图表2 涤纶长丝价差及桐昆股份价格比较 (单位: 元/吨)



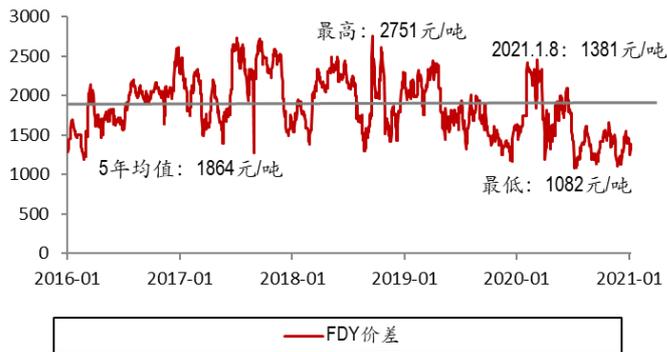
资料来源: 百川盈孚, wind, 中银证券

图表3 涤纶POY价差周期 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川盈孚, wind, 中银证券

图表4 涤纶FDY价差周期 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川盈孚, wind, 中银证券

我们预计桐昆股份 2020-2022 年每股收益分别为 1.61 元、2.03 元、2.42 元，对应 PE 分别为 14.14 倍、11.25 倍、9.42 倍。维持买入评级。

### 中长期投资建议

国内优秀龙头公司在建立某些产品在全国(乃至全球)竞争优势后，近年自产业链横向纵向延伸，涉足其他领域产品，降低单一产品周期大幅波动风险，向世界级优秀化工企业迈进。看好其穿越周期，走向全球的能力。长期推荐万华化学、华鲁恒升、新和成。

民营大炼化陆续投产，国内部分石化产品在全球产业链占比持续提升。民营炼化项目工艺成本优势明显，业绩持续超预期。推荐桐昆股份、卫星石化。关注：恒逸石化、荣盛石化、恒力石化等。

集中度提升，供给格局优化：一是农药随着小企业的退出，行业龙头公司有较大的资本开支及多个投扩产计划，未来行业集中度将持续提升。推荐联化科技、利尔化学等。需要指出的是，若 2021 年农产品价格持续走高，农化板块农药化肥以及棉花相关产品粘胶均有可能受益涨价。二是减水剂行业集中度提升，推荐苏博特。

自主可控，进口替代：一是电子化学品、关键新材料领域迎来发展良机。推荐万润股份、光威复材等，关注雅克科技、国瓷材料等。二是有能力进行进口替代或渗透率提升的方向。推荐皇马科技、金禾实业等。

## 2. 本周关注

### 要闻摘录

1月12日17时06分，位于江苏省南京市六合区的南京扬子石化橡胶有限公司顺丁装置发生火情。据扬子石化官方微博最新消息，当天19:50，经现场指挥部确认，火灾已被扑灭，无人员伤亡，应急响应结束。该意外造成厂内丁苯橡胶装置、顺丁橡胶装置全线停车，重启时间待定。扬子橡胶10万吨/年丁苯橡胶装置，约占中国丁苯橡胶总产能5.85%。另外其10万吨/年顺丁橡胶装置，约占中国顺丁橡胶总产能6.40%。2020年该公司丁苯、顺丁橡胶产量在19万吨附近，创造历史新高，占中国丁苯、顺丁橡胶总产量8.43%附近。

“1.12意外事件”突发后，扬子橡胶正在对相关影响进行评估，对厂内相关原料、回收物料进行合理内部协调。据隆众资讯合成橡胶团队了解，扬子橡胶1月份丁苯橡胶计划排产9100吨，顺丁橡胶计划排产9000吨，另外原计划2021年3-4月份对其合计20万吨/年合成橡胶装置进行为期40天左右的检修；初步预估1月份国内合成橡胶月度产量缩减1.5万吨左右，另外1月份中石化华东化销核心终端工厂客户以及核心供应商客户的现货供应造成明显短缺。-----网易，隆众资讯，2021.1.15

根据国家卫健委信息，截至2021年1月15日24时，据31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告，现有确诊病例1113例，尚在医学观察的密切接触者33409人。目前，国内疫情防控形势最为严峻的两个地区是石家庄藁城区和黑龙江望奎县惠七满族镇，也是目前仍存的两个高风险地区。此外，新冠病毒变异成为近期全球疫情的关注焦点。去年12月中旬，变异病毒在英国出现，导致感染人数剧增，英国全境封锁。-----腾讯网，南风窗记者何国胜2021.1.16

1月12日下午，河北省召开疫情防控新闻发布会，通报疫情防控最新情况。会上通报，为防止疫情输出，对石家庄市、邢台市、廊坊市全域实行封闭管理，人员、车辆非必要不外出。对三市在公路、铁路、城市客运、民航、水路等方面，采取最严格的管控措施。-----隆众资讯，2021.1.14

### 重要公告

【桐昆股份】公司拟定增募资不超20亿元，由磊鑫实业认购，拟用于“江苏省洋口港经济开发区热电联产扩建项目”和“年产15万吨表面活性剂、20万吨纺织专用助剂项目”。

【华鲁恒升】公司与湖北省荆州市、江陵县政府签署协议，建设荆州现代煤化工基地。决定成立控股子公司华鲁恒升（荆州）有限公司，并以此为投资主体，拟在湖北江陵经济开发区（煤电港化产业园）投资建设园区气体动力平台项目、合成气综合利用项目。项目1：园区气体动力平台项目。预计总投资59.24亿元，项目建设资金由荆州公司自有资金和银行贷款解决；建设期预计36个月。按照合成气0.88元/Nm<sup>3</sup>、蒸汽140元/吨价格计，如全部外售年可形成销售收入52亿元、年均利润总额7亿元。项目2：合成气综合利用项目。该项目以合成气为原料，采用先进的高效合成、低能耗尿素工艺技术，建设100万吨/年尿素生产装置；采用先进的甲醇羰基合成技术，建设100万吨/年醋酸生产装置；采用先进的低压法合成有机胺、接触法生产DMF技术，建设15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF生产装置；氨冷冻、硫回收和公用工程设施相应配套。该项目预计总投资56.04亿元；项目建设资金由荆州公司自有资金和银行贷款解决；建设期预计36个月。该项目建成投产后，预计年均实现营业收入59.68亿元，利润总额6.26亿元。

## 重要数据

12 月份，各地区各部门巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，居民消费需求持续增长，同时受特殊天气以及成本上升影响，CPI 由降转涨。从环比看，CPI 由上月下降 0.6% 转为上涨 0.7%。非食品价格由上月下降 0.1% 转为上涨 0.1%，影响 CPI 上涨约 0.11 个百分点。非食品中，受国际原油价格波动影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 5.2%、5.8% 和 3.0%，合计影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点。

12 月份，国内需求稳定恢复，加之部分国际大宗商品价格持续攀升，带动工业品价格继续上行。从环比看，PPI 上涨 1.1%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点。主要行业中，受国际原油价格上涨等因素影响，石油和天然气开采业价格上涨 7.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 5.3%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.3%，涨幅均有所扩大，合计影响 PPI 上涨约 0.37 个百分点。

（数据来源：国际统计局）

据乘联会 11 日消息，2020 年 12 月乘用车市场零售达到 228.8 万辆，同比去年 12 月增长 6.6%，实现了连续 6 个月 7% 左右的近两年最高增速。12 月环比 11 月的零售增长 9.9%，这相对历年的平均环比增速基本持平。新能源汽车方面，12 月新能源乘用车批发销量达 21 万辆，同比增长 53.6%，环比 11 月增长 15.6%。全年来看，2020 年累计零售 1928.8 万辆。2020 年 1-12 月的零售累计达到 1928.8 万辆，同比增速-6.8%，较 1-11 月累计增速-8.3% 提升 1.5 个百分点。2020 年，受疫情影响，全国乘用车市场一季度下降 41%，二季度下降 3.6%，之后 7-12 月增速保持在 8% 左右强势增长态势。

（数据来源：乘联会）

本周 1 月 18 日将发布中国 12 月发电量产量、钢材生铁天然气原油原煤产量、工业增加值、固定资产投资累计同比、社会消费品零售总额等，1 月 19 日将发布中国第四季度 GDP。

## 3. 本周行业表现及产品价格变化分析

本周跟踪的 101 个化工品种中，共有 42 个品种价格上涨，34 个品种价格下跌，25 个品种价格稳定。涨幅前五的品种分别是 DMF、高效氯氟氰菊酯、尿素、维生素 E 及甲苯；而跌幅前五的品种分别是丁二烯、液氯、丙烯、NYMEX 天然气及纯苯。

### 重点关注：

当前国内尿素市场的价格远远超出了去年同期水平，从元旦后价格开始拉涨，近两周河北山东河南安徽涨幅 100-150 元/吨，江苏涨幅达 210 元/吨，个别高端报价已突破 2000 元/吨。尿素期货本周涨幅 7.68%，UR2105 收盘价达 2033 元/吨。最初拉涨的动力来源于需求。苏皖山东以及河南等区域冬小麦追肥的需求，使得主流产区市场走货活跃，也是形成前期市场分化的主要原因。成本端动力煤与原料煤价格持续拉涨，强力支撑市场走高。另外，从 12 中下旬气头企业陆续停车开始，日产量持续维持在低位，在 2016 年至今的近 6 年中，仅略微高于 2018 年，明显低于其他年份的同期水平。最后，由于疫情的影响，部分区域运输受阻也推动了部分地区行情。除尿素外，其他农化品种如菊酯也有显著涨幅。另外，维生素 A 及维生素 E 延续上涨趋势。

粘胶短纤本周价格继续上涨 5.3% 至最新价格 13000 元/吨，本月均价较上月涨幅为 8.2%。本周粘胶短纤库存继续下跌至 7.3 万吨，环比降幅 7.88%，库存量仅去年同期一半左右。

DMF 近 2 周价格大幅上涨，库存快速下跌，根据百川统计，本周工厂库存环比上周下降 38.25%。山东主力厂家价格持续大涨，海外市场需求缺口加深，国内个别工厂装置停产，出口供应量相对集中跟进下，市场价格重心节节上推。年底下游备货订单集中跟进，浆料工厂开工率维持 6-7 成，电子、医药、农药等行业刚需支撑稳定。

图表 5. 本周价格涨跌幅前五化工品

产品	本周涨跌幅 (%)	月度变化 (%)	价差变化 (%)	相关上市公司
DMF (华东)	10.5	(7.3)	16.7	华鲁恒升
高效氯氟氰菊酯	9.8	3.5	--	--
尿素	5.5	1.8	7.4	华鲁恒升、阳煤化工
维生素 E	5.5	7.1	--	新和成、浙江医药
甲苯	5.4	3.6	--	--
纯苯 (韩国 FOB)	(12.0)	3.5	--	--
NYMEX 天然气	(12.0)	(5.0)	--	广汇能源、新奥股份、蓝焰控股
丙烯 (韩国 FOB)	(14.1)	(2.8)	--	--
液氯	(23.0)	(6.5)	--	--
丁二烯 (东南亚 CFR)	(25.1)	(24.0)	--	齐翔腾达

资料来源：百川盈孚，Wind，中银证券

受到扬子石化事故等影响，本周橡胶板块价格普涨，轮胎子行业延续涨幅第一。另外，化纤板块整体表现较好，在节前备货期偏下游子行业相对坚挺，但中上游受到原材料端价格下跌影响仍然疲软。

图表 6. 本周涨跌幅前五子行业

涨幅前五	涨幅 (%)	涨幅最高个股	跌幅前五	跌幅 (%)	跌幅最高个股
轮胎	7.91	赛轮轮胎	其他纤维	(9.41)	光威复材
涤纶	5.38	新凤鸣	氟化工及制冷剂	(6.30)	永太科技
维纶	4.84	皖维高新	无机盐	(6.01)	红星发展
其他塑料制品	3.01	洁特生物	民爆用品	(5.65)	宏大爆破
改性塑料	2.74	沃特股份	合成革	(4.26)	华峰超纤

资料来源：百川盈孚，Wind，中银证券

图表 7. 本周化工涨跌幅前五个股

代码	简称	涨幅 (%)	代码	简称	跌幅 (%)
603110.SH	东方材料	33.92	300568.SZ	星源材质	(19.01)
600319.SH	ST 亚星	27.64	300082.SZ	奥克股份	(17.03)
688026.SH	洁特生物	24.21	000523.SZ	广州浪奇	(16.33)
601058.SH	赛轮轮胎	23.74	300478.SZ	杭州高新	(16.27)
002805.SZ	丰元股份	22.09	002455.SZ	百川股份	(15.08)

资料来源：百川盈孚，Wind，中银证券

### 风险提示：

- 1) 地缘政治因素变化引起油价大幅波动；
- 2) 全球疫情形势出现变化。

## 4.附录:

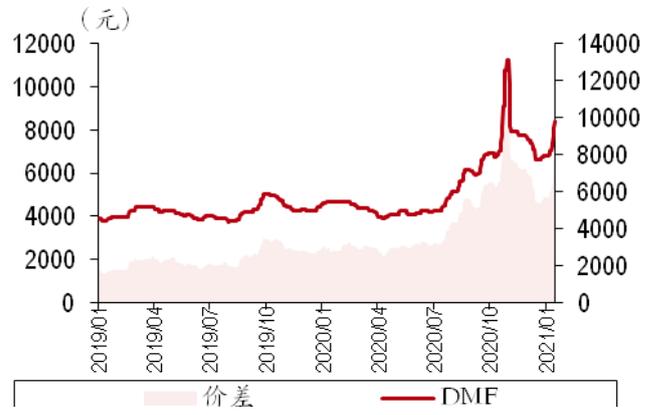
### 重点品种价差图

附录图表 8. 粘胶短纤价差 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

附录图表 9. DMF 价差 (单位: 元/吨)



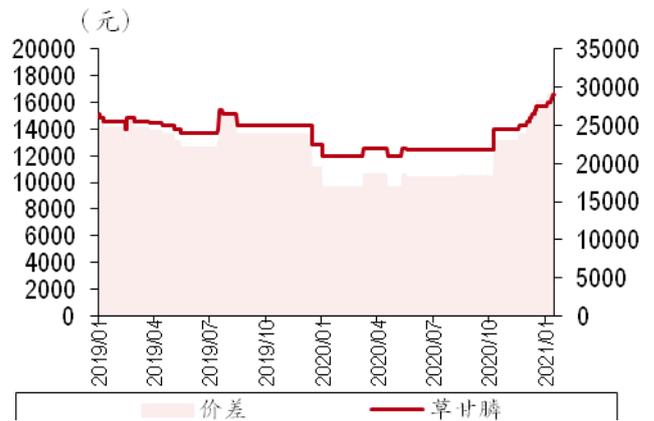
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

附录图表 10. 气头尿素价差 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

附录图表 11. 草甘膦价差 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

附录图表 12. 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)
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601233.SH	桐昆股份	买入	138.09	427.94	3.78	4.23	4.88	36.58	32.63	28.28	18.62
002258.SZ	利尔化学	买入	21.21	111.22	0.59	0.84	1.04	35.74	25.22	20.37	6.82
002250.SZ	联化科技	买入	23.09	213.18	0.16	0.42	0.63	144.31	54.85	36.59	6.64
002001.SZ	新和成	买入	37.77	811.55	1.01	1.76	2.00	37.40	21.44	18.87	8.70
603916.SH	苏博特	买入	24.51	85.85	1.14	1.60	2.06	21.50	15.34	11.93	8.79
002643.SZ	万润股份	买入	23.09	209.92	0.56	0.61	0.73	41.23	38.04	31.63	5.45
002409.SZ	雅克科技	未评级	67.60	312.89	0.63	0.83	1.04	106.91	81.45	65.00	9.98
300699.SZ	光威复材	买入	91.60	474.81	1.01	1.18	1.53	90.96	77.36	59.75	6.78
603181.SH	皇马科技	买入	21.91	88.95	0.92	1.14	1.51	23.82	19.29	14.47	4.35
002597.SZ	金禾实业	买入	37.47	210.14	1.45	1.56	1.81	25.84	24.10	20.71	8.22
600426.SH	华鲁恒升	买入	40.99	666.77	1.51	1.24	1.56	27.18	33.14	26.21	9.20
002648.SZ	卫星石化	买入	22.79	486.38	1.57	1.61	2.03	14.52	14.14	11.25	10.66
600309.SH	万华化学	买入	28.79	352.83	1.20	1.24	1.90	23.99	23.24	15.14	9.32
600346.SH	恒力石化	未评级	107.70	3,381.51	3.23	2.56	4.11	33.34	42.04	26.21	14.00
002493.SZ	荣盛石化	未评级	35.50	2,498.88	1.44	1.70	2.05	24.65	20.88	17.32	6.19
000703.SZ	恒逸石化	未评级	31.46	2,123.66	0.35	0.83	1.06	89.89	37.90	29.68	5.24
300285.SZ	国瓷材料	未评级	12.95	476.77	1.13	1.12	1.34	11.46	11.56	9.66	6.81

资料来源: Wind, 中银证券

注: 股价截止日 2021 年 1 月 15 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：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 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