

强于大市

化工行业周报 20210403

磷肥价格维持高位，“两化合并”打造化工巨头

旺季来临，需求继续修复。化工行业库存整体绝对水平仍然较低。预计四月份大部分化工品价格仍将维持高位。短期建议把握一季报超预期行情，中长期仍关注优质龙头企业。

行业动态：

■ 本周跟踪的 101 个化工品种中，共有 39 个品种价格上涨，33 个品种价格下跌，29 个品种价格稳定。涨幅前五的品种分别是磷矿石、纯苯、苯乙烯、离子膜烧碱（30%折百）、液氯；而跌幅前五的品种分别是电石、丁二烯、聚合 MDI、纯 MDI、软泡聚醚。

■ 本周原油价格整体波动幅度不大，前半周缺乏消息指引，等待 OPEC+ 会议对原油供应端的决议。美东时间 4 月 1 日，OPEC+ 意外决定逐步增产，国际油价一度转跌，但随后市场意识到了“克制性”增产以及夏季需求旺盛总体仍偏利好，WTI 原油、布伦特原油期货随后再度走高。WTI 原油收于 61.24 美元/桶，周涨幅 0.44%；布伦特原油收于 64.65 美元/桶，周涨幅 0.34%。

■ 4 月初一铵高端价格零星下滑，多数企业挺价运行。东北地区采购需求结束，价格疲软回调。夏肥需求方仍在观望当中，出口市场放缓。企业库存低位，加之成本支撑，一铵价格预计有望在高位维持。春耕期间西南地区云天化 60%粉状报价 2600 元/吨。贵州磷化 60 粉铵报价 2500 元/吨，供应紧张。

二铵市场类似，东北、新疆等地区春耕用肥进入尾声，今年整体二铵处于供应紧张状态。春耕期间，64%二铵工厂主流出厂成交价 3000-3100 元/吨，东北市场主流批发价 3250-3350 元/吨；新疆市场主流批发价 3250-3400 元/吨。相对 2020 年春播市场有 800 元/吨的涨幅。

一季度二铵国际 FOB 价格直线上涨，从季度初的 390-400 美元/吨，涨至 560-580 美元/吨，涨幅约 160-190 美元/吨左右；3 月中旬拐点出现，二铵 FOB 价格稳中下滑；季度末，中国二铵 FOB530-550 美元/吨。

■ 经报国务院批准，中国中化集团有限公司与中国化工集团有限公司实施联合重组，整体划入新设公司。新公司涵盖生命科学、材料科学、基础化工、环境科学、橡胶轮胎、机械装备、城市运营、产业金融等业务领域，此次联合重组将更好地整合资源、发挥协同效应，打造世界一流的综合性化工企业，合并后新公司企业规模有望跻身全球能化企业前十，两大集团旗下多家上市公司有望受益。

投资建议：

■ 本月观点：

3 月份，过半数产品价格上涨。截止 3 月 25 日，国际油价环比上个月下跌 3.9%，跟踪的产品中约 58% 化工产品价格环比上个月上涨，其中涨幅超过 10% 的产品占比 20%。与 2020 年同期相比，约 84% 的化工产品价格同比上涨。

旺季来临，需求继续修复。根据微观数据大致判断，随着开工率提升，大部分产品库存最低点已过，但库存绝对水平仍然较低。预计四月份绝大部分化工品价格仍将维持高位。

市场方向不明，且波动加剧。我们认为，经过前期调整，行业优秀一二线公司再次回到估值合理区间。短期建议把握一季报超预期行情，中长期仍关注优质龙头企业。

■ 本月金股：联化科技。

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 20210327：多数化工品价格高位调整，农资维持坚挺》 20210329

《化工行业周报 20210320：内蒙古能耗双控影响，氯碱行业价格上涨》 20210321

《化工行业周报 20210307：OPEC 延续减产，氨纶价格涨幅领先》 20210307

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

化工行业投资观点

行业观点：

3月份，过半数产品价格上涨。截止3月25日，国际油价环比上个月下跌3.9%，跟踪的产品中约58%化工产品价格环比上个月上涨，其中涨幅超过10%的产品占比20%。与2020年同期相比，约84%的化工产品价格同比上涨。

旺季来临，需求继续修复。根据微观数据大致判断，随着开工率提升，大部分产品库存最低点已过，但库存绝对水平仍然较低。预计四月份绝大部分化工品价格仍将维持高位。

投资建议，市场方向不明，且波动加剧。我们认为，经过前期调整，行业优秀一二线公司再次回到估值合理区间。短期建议把握一季报超预期行情，中长期仍关注优质龙头企业。

本月金股：联化科技

业绩基本符合预期。2020年1-9月公司实现营业收入34.24亿元，同比增长3.74%，归属于上市公司股东净利润2.22亿元，同比下降24.37%，扣非后净利润2.05亿元，同比下降37.94%。其中三季度单季度实现营业收入13.05亿元，同比提升42.76%，归属于上市公司股东净利润为1.14亿元，同比上升108.01%，扣非后归母净利润0.95亿元，同比下降2.44%，业绩基本符合预期。

事故与疫情影响逐渐过去，汇率波动带来一定影响。公司部分基地新建产能逐渐投产贡献业绩增量，加上医药CDMO业务持续高增长，业绩自2020年二季度开始反转。前三季度公司综合毛利率38.84%，同比基本持平。汇率波动较大导致大额的汇兑损失使得财务费用率同比提升2.43%，尤其是三季度单季度财务费用为0.65亿，为近年来最高水平。前三季度净利率7.07%，同比下降3.02%。

医药业务保持快速增长。公司2020年上半年医药中间体业务收入3.41亿元，同比增长66.38%。经过多年积累发展，公司江口工厂、英国工厂已通过FDA审计，江口工厂2019年通过了EMA的GMP审计。虽然2020年上半年受疫情影响，医药业务产能受限，但医药生产验证项目进展顺利，已成功完成3个新注册中间体/原料药项目的工艺验证。目前杜桥工厂及新设立的临海联化子公司有多个项目已通过环评，随着这些项目的陆续推进，医药业务有望维持高增速。

预计2021-2022年每股收益分别0.85元和1.02元。当前股价对应市盈率分别为30.44倍和25.27倍，考虑到业绩逐渐反转，且未来仍有多个产品建成投产贡献业绩，维持买入评级。

评级面临的主要风险：疫情影响幅度与时间超预期，新项目投产晚于预期。

本周关注

要闻摘录

3月31日，经国务院批准，中国中化集团有限公司与中国化工集团有限公司实施联合重组，新设由国务院国有资产监督管理委员会代表国务院履行出资人职责的新公司，中化集团和中国化工整体划入新公司。此次联合重组将更好地整合资源、发挥协同效应，打造世界一流的综合化工企业，促进我国化学工业高质量发展。

新公司涵盖生命科学、材料科学、基础化工、环境科学、橡胶轮胎、机械装备、城市运营、产业金融等业务领域，将扎实做好业务协同和管理提升，集聚创新资源、打通产业链条、提升行业竞争力，尤其在建筑、交通、新一代信息产业等应用领域，突破关键材料瓶颈，提供化工材料综合解决方案；在农业领域，提供高水平的农资与农业综合服务，推动我国农业转型升级；在化工环保业务领域，大力推进节能减排，为我国碳达峰、碳中和目标实现贡献化工行业力量。

-----中化集团官网，2021.3.31

近日，国内最大规模 15 万吨/年二氧化碳捕集和封存全流程示范工程（简称 CCS 示范工程）在国家能源集团国华电力锦界电厂受电一次成功，标志着该项目已完成安装建设工作，全面进入调试阶段。该工程是国华电力在节能减排、低碳发展道路上的创新实践，被列为陕西省 2018 年重点建设项目和集团公司重大科技创新项目，同时获得国家重点研发计划“用于 CO 捕集的高性能吸收剂/吸附材料及技术”的支持。

-----隆众资讯，2021.3.30

3月23日，内蒙古包钢钢联股份有限公司、金石资源集团股份有限公司、龙大食品集团有限公司和浙江永和制冷股份有限公司举行萤石资源合资合作项目签约仪式，这意味着内蒙古白云鄂博萤石资源正式开启大规模产业化利用。该项目投资概算 19.33 亿元，项目全部建成后将形成萤石产量 80 万吨，居世界第一，将形成世界最大的萤石氟化工生产基地。

-----隆众资讯，2021.4.1

3月26日，内蒙古自治区工业和信息化厅发布了《关于进一步严格高耗能高污染项目布局的通知》。严格项目审核审批，新上重化工项目必须入园，对布局在园区外的现有重化工企业，严禁在原址审批新增产能项目。严禁乌海及周边地区新增高耗能、高污染产能，海渤湾工业园区、蒙西高新技术工业园区不得新建重化工项目，阿拉善高新技术产业开发区巴音敖包工业园区不得新上焦化项目。不再审批铁合金、电石、电石法聚氯乙烯(PVC)、水泥(熟料)、超高功率以下石墨电极、普通平板玻璃等新增产能项目。

-----百川盈孚，2021.4.1

OPEC+将在5月、6月分别增产 35 万桶/日，7月增产 45 万桶/日。沙特也将逐步撤回 100 万桶/日的自愿减产，将在5月至7月分别减少 25 万、35 万、40 万桶/日，俄罗斯 5-7 月将增产 11.4 万桶/日。OPEC+在会议后的声明中表示，将继续每月召开 OPEC+部长级会议，评估市场环境并决定未来几个月的产量水平调整，每次调整将不超过 50 万桶/日，下一次的联合部长级监督委员会(JMMC)和 OPEC+部长级会议将于4月28日举行。早前市场普遍预期 OPEC+会将当前减产政策延续至5月底，高盛、摩根大通均认为 OPEC+会保持谨慎，会将减产措施再次延长一个月，但最终的结果令市场出乎意料。

-----新浪网，2021.4.2

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 39 个品种价格上涨，33 个品种价格下跌，29 个品种价格稳定。涨幅前五的品种分别是磷矿石、纯苯、苯乙烯、离子膜烧碱（30%折百）、液氯；而跌幅前五的品种分别是电石、丁二烯、聚合 MDI、纯 MDI、软泡聚醚。

本周原油价格整体波动幅度不大，前半周缺乏消息指引，等待 OPEC+会议对原油供应端的决议。美东时间 4 月 1 日，OPEC+意外决定逐步增产，国际油价一度转跌，但随后市场意识到了“克制性”增产以及夏季需求旺盛总体仍偏利好，WTI 原油、布伦特原油期货随后再度走高。WTI 原油收于 61.24 美元/桶，周涨幅 0.44%；布伦特原油收于 64.65 美元/桶，周涨幅 0.34%。

重点关注：

磷肥价格大幅上涨

孟加拉四月将招标磷肥，预计本次招标将发布 75-80 万吨磷酸二铵、15 万吨重钙和 5 万吨磷酸一铵，船期为第 2-3 季度，也有可能将持续到 2021 年年底。

4 月初一铵高端价格零星下滑，多数企业挺价运行。东北地区采购需求结束，价格疲软回调。夏肥需求方仍在观望当中，出口市场放缓。目前国内大企业主要以发运前期预收为主，企业库存低位，虽然近期库存底部开始累积，但仍在 2019 年以来最低水平。加之成本支撑，一铵价格预计有望在高位维持。春耕期间西南地区云天化 60%粉状 2600 元/吨。贵州磷化 60 粉铵报价 2500 元/吨，供应紧张。

二铵市场类似，东北、新疆等地区春耕用肥进入尾声，不过今年整体二铵处于供应紧张状态，但节后高价订单终端接受度不高，局部有高磷复合肥替代二铵的现象。春耕期间，64%二铵工厂主流出厂成交价 3000-3100 元/吨，东北市场主流批发价 3250-3350 元/吨；新疆市场主流批发价 3250-3400 元/吨。相对 2020 年春播市场有 800 元/吨的涨幅。

一季度二铵国际 FOB 价格直线上涨，从季度初的 390-400 美元/吨，涨至 560-580 美元/吨，涨幅约 160-190 美元/吨左右；3 月中旬拐点出现，二铵 FOB 价格稳中下滑；季度末，中国二铵 FOB530-550 美元/吨。

二季度，国际需求主要看印度招标；常规 4 月初印度新财年伊始，化肥补贴政策即将出台：根据印度现行的 MRP（最高零售价）30000 卢比，和可能实现的最高 NBS（国家补贴）13206 卢比，以及从进口到零售环节的运杂费约 85 美元计算：印度 DAP 进口商的盈亏平衡点（BEP）约为 510-515 美元/吨 CFR，折合中国约 490-500 美元/吨 FOB。

苯乙烯产业链反弹

本周原油价格涨跌互现，但纯苯及乙烯价格相对坚挺，纯苯周均价涨幅 6.75%，截止周五最新 FOB 韩国价格为 856.7 美元/吨。苯乙烯涨幅 6.1%，最新 FOB 韩国价格为 1151.5 美元/吨。月末交割，苯乙烯市场逼空带动期现行情抬涨积极，持货商低价惜售，华东港口库存持续降量。但是下游及终端需求未见明显改善，加之新增装置投产等利空面仍对市场行情涨幅存一定制约。

图表 1. 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 (%)
磷矿石	7.86	7.51	--
纯苯	6.75	5.84	--
苯乙烯	6.10	1.04	--
离子膜烧碱	5.87	(0.6)	18.6
液氯	5.86	41.7	--
软泡聚醚	(4.44)	5.20	--
纯 MDI	(5.82)	5.49	(11.9)
聚合 MDI	(6.22)	6.02	(14.2)
丁二烯	(7.97)	38.61	--
电石	(9.70)	27.57	--

资料来源：百川盈孚，万得，中银证券

本周磷肥及氮肥子行业涨幅靠前，部分上市公司如云天化、鲁西化工等一季度大幅度预增公告对市场提振效果显著。化纤行业维持景气，粘胶、氨纶及涤纶股价均有一定涨幅。

图表 2. 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
磷肥	15.69	云天化	玻纤	(0.41)	宏和科技
氮肥	6.54	ST 柳化	复合肥	(2.46)	新洋丰
粘胶	5.83	澳洋健康	维纶	(4.23)	皖维高新
氨纶	4.90	泰和新材	其他纤维	(4.64)	光威复材
涤纶	4.45	东方盛虹	合成革	(4.69)	华峰超纤

资料来源：百川盈孚，万得，中银证券

图表 3. 本周化工涨跌幅前五个股

代码	简称	涨幅 (%)	代码	简称	跌幅 (%)
600096.SH	云天化	22.19	300478.SZ	杭州高新	(13.87)
603078.SH	江化微	15.62	688659.SH	元琛科技	(10.97)
300910.SZ	瑞丰新材	15.11	000902.SZ	新洋丰	(10.91)
603580.SH	艾艾精工	13.61	000523.SZ	广州浪奇	(9.32)
000301.SZ	东方盛虹	13.34	300644.SZ	南京聚隆	(9.23)

资料来源：百川盈孚，万得，中银证券

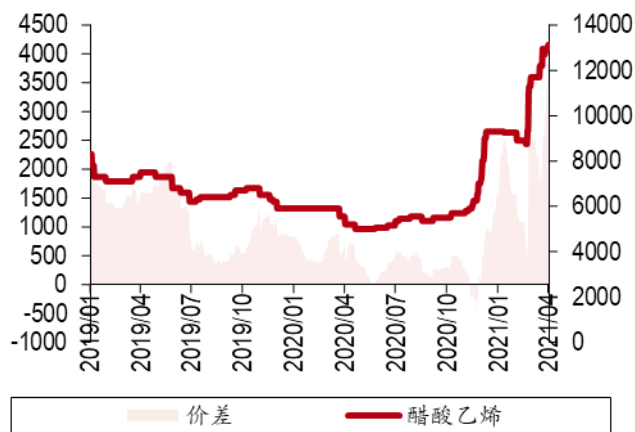
风险提示：

- 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。

附录:

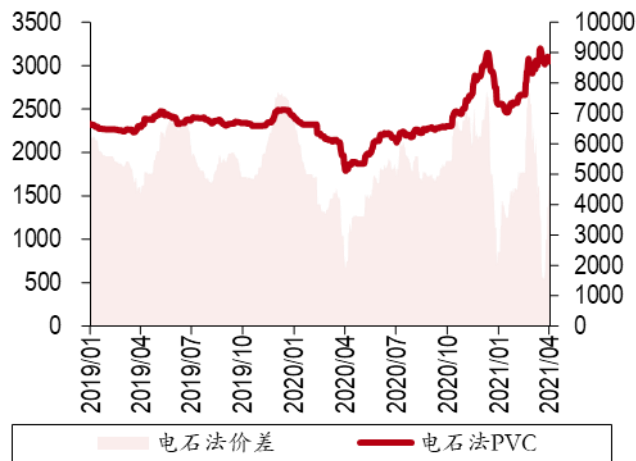
重点品种价差图（左轴：价差；右轴：价格）

图表 4. 醋酸乙烯价差（单位：元/吨）



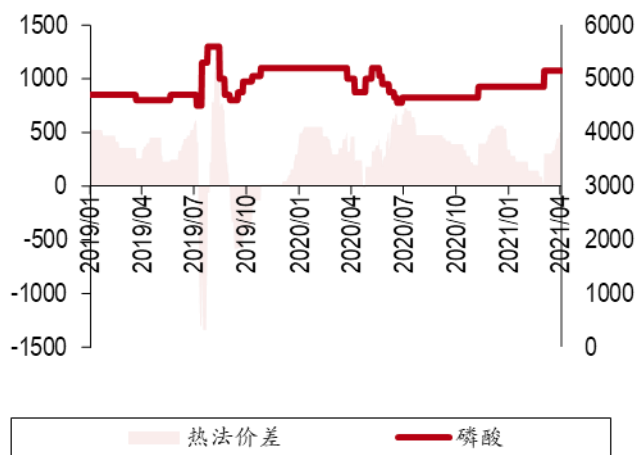
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 5. 电石法 PVC 价差（单位：元/吨）



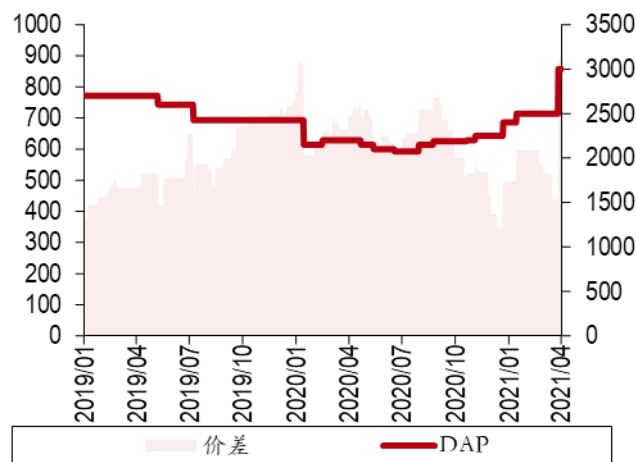
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 6. 磷酸（热法）价差（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 7. 磷酸二铵价差（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚，中银证券

附录图表 8. 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	
002258.SZ	利尔化学	买入	23.96	125.70	0.59	1.17	1.53	40.38	20.52	15.66	6.82
002250.SZ	联化科技	买入	25.78	238.01	0.16	0.42	0.85	161.13	61.24	30.44	6.64
002001.SZ	新和成	买入	38.69	831.32	1.01	1.66	2.16	38.31	23.31	17.90	8.70
603916.SH	苏博特	买入	27.62	96.74	1.14	1.60	2.06	24.23	17.28	13.44	8.79
002643.SZ	万润股份	买入	17.38	158.01	0.56	0.56	0.73	31.04	31.04	23.81	5.45
300285.SZ	国瓷材料	未有评级	44.18	443.48	0.52	0.59	0.77	84.96	74.88	57.30	4.16
002409.SZ	雅克科技	未有评级	60.35	279.33	0.63	0.83	1.04	95.45	72.71	58.03	9.98
300699.SZ	光威复材	买入	68.18	353.41	1.01	1.18	1.53	67.50	57.78	44.56	6.78
603181.SH	皇马科技	买入	18.70	75.92	0.92	1.14	1.51	20.33	16.46	12.35	4.35
002597.SZ	金禾实业	买入	39.40	221.00	1.45	1.56	1.81	27.17	25.34	21.78	8.22
600426.SH	华鲁恒升	买入	37.64	612.27	1.51	1.11	1.99	24.96	34.03	18.91	9.20
601233.SH	桐昆股份	买入	20.84	476.72	1.57	1.61	2.03	13.27	12.93	10.29	10.66
002648.SZ	卫星石化	买入	38.15	468.71	1.20	1.24	1.90	31.79	30.79	20.06	9.32
600309.SH	万华化学	买入	111.50	3,500.82	3.23	3.20	5.70	34.52	34.84	19.56	14.00
600346.SH	恒力石化	未有评级	29.70	2,090.61	1.44	1.70	2.05	20.63	17.47	14.49	6.19
002493.SZ	荣盛石化	未有评级	28.49	1,923.17	0.35	1.13	1.47	81.40	25.21	19.38	5.24
000703.SZ	恒逸石化	未有评级	14.63	538.62	1.13	1.12	1.34	12.95	13.06	10.92	6.81

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 4 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