

强于大市

化工行业周报 20210409

醋酸价格大涨，PVC 利润随电石降价回暖

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 41 个品种价格上涨，34 个品种价格下跌，26 个品种价格稳定。涨幅前五的品种分别是液氯、三氯乙烯、硝酸、硫酸、环氧氯丙烷；而跌幅前五的品种分别是苯胺、电石、聚合 MDI、纯 MDI、丙烯腈。
- 本周 WTI 原油收于 59.34 美元/桶，周跌幅 3.43%；布伦特原油收于 63.05 美元/桶，周跌幅 2.79%。周内没有重大消息面指引市场，波动率有所下降。OPEC+ 担忧需求复苏缓慢并下调 2021 年原油需求增长预估导致油价承压，另外美伊重回伊核协议协商也使得市场对未来伊朗可能增加出口及 OPEC+ 增加的供应有所担忧。油价表现相对疲软。
- 本周醋酸价格高位再涨，主要原因在于供应偏紧且需求面坚挺顺畅消化厂家库存。全国各地区醋酸市场价格普遍上调，4 月 9 日，国内醋酸指数涨至 6926 元/吨，较上周上涨 16%。华东及华北地区部分存在醋酸厂家装置故障存停车情况，短期内市场资源供应紧张的局面难以扭转。下游醋酸酯类价格多随成本面上涨，短期内运行稳定。
- 硫酸价格稳中有升。本周多地区硫酸价格上调，如河北东部、江苏等，涨幅在 20-80 元/吨。供应方面多地均有设备检修计划，山东、四川、等地呈现硫酸资源紧张局面，硫酸供应端对价格支撑充分。硫酸成本面高位持稳。原料成本市场价格稳定在 1350-1380 元/吨之间。下游方面，随着磷肥春耕市场走弱，硫酸需求减弱，磷酸一铵、二铵价格持稳，多地市场价格倒挂明显，对硫酸价格上行形成阻力。
- 近期国内 PVC 现货市场行情延续了上涨的态势，上游库存及社会库存处于同期低位水平，本周社会库存存 29.14 万吨，环比减少 7.02%，同比去年同期减少 43.42%。而乌海地区电石价格已从 3 月高位 5000 元/吨逐渐回落，4 月后继续震荡下滑，截止目前主流出厂价格为 3750-3800 元/吨。因此在 PVC 价格坚挺而成本快速下跌的情况下，PVC 加工价差本周均值环比增加 49%。

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

目录

化工行业投资观点	4
行业观点:	4
本月金股: 联化科技	4
本周关注	5
要闻摘录	5
本周行业表现及产品价格变化分析	6
重点关注:	6
风险提示:	7
附录:	8

图表目录

图表 1. 本周价格涨跌幅前五化工品	7
图表 2. 本周涨跌幅前五子行业	7
图表 3. 本周化工涨跌幅前五个股	7
图表 4. 醋酸价差 (单位: 元/吨)	8
图表 5. 醋酸乙烯价差 (单位: 元/吨)	8
图表 6. 电石法 PVC 价差 (单位: 元/吨)	8
图表 7. 烧碱价差 (单位: 元/吨)	8
附录图表 8. 报告中提及上市公司估值表	9

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29.33倍和24.44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

4月5日，重庆市能源局发布消息，川渝两省市正在着力打造天然气千亿产能基地，今后将在全国的天然气保障中发挥出更加重要的“压舱石”作用。川渝天然气千亿立方米产能建设项目建设周期为2020年~2035年，总投资7100亿元，其中“十四五”投资2700亿元。2020年，两地天然气总产量547亿立方米，力争到2025年，实现两地天然气(页岩气)产量达630亿立方米；到2035年，建成中国第一个千亿级天然气生产基地。

-----中国化工报，2021.4.05

4月5日，以色列ICL宣布已与印度的印度钾肥有限公司(IPL)签署了一项钾肥合同，到2021年12月将供应总计600,000吨钾肥-并有50,000吨的相互选择权，到2021年12月为止。合同约定的销售价格为每吨印度到岸价格280美元，涨幅为每吨50美元。该合同是ICL和IPL在2018年签署的五年供应协议的一部分。在同一天，白俄罗斯钾肥公司方面表示，在白俄罗斯钾肥公司BPC与印度最大的矿物肥料进口商IPL密切合作的框架下，向印度交付钾肥的最新合同价格为到岸价280美元/吨。

-----隆众资讯，2021.4.06

美国能源信息署(EIA)周三公布的数据显示，上周美国原油库存降幅超预期，而汽油库存大幅飙升，炼厂产能利用率达到逾一年最高水平。截至4月2日当周，美国原油库存减少350万桶至4.98312亿桶，市场此前预期为减少140万桶。中西部原油库存减少120万桶，至2020年3月以来的最低水平。EIA数据显示，炼厂原油加工量增加10.3万桶/日。炼厂产能利用率增加0.1个百分点至84%，为2020年3月以来最高。美国东海岸炼油厂利用率上周升至81.2%，为2019年6月以来的最高水平。

-----生意社，2021.4.08

4月8日，中国石油天然气股份有限公司重大试验项目-新疆油田红浅火驱工业化传来喜讯，已累产油31.2万吨，目前日产油396吨。新疆油田红浅1井区八道湾组砾砂岩油藏在历经多轮次蒸汽吞吐和蒸汽驱开采后，效益低下几无开采价值，于1997年被废弃。2008年11月，新疆油田公司在红浅1井区探索开展火驱先导试验。在废弃的油藏上搞火驱试验，当时在国内外尚无先例。新疆油田陆相浅层砾砂岩稠油注蒸汽开采后期转火驱提高采收率技术目前已达到国际领先水平，力争早日突破日产油500吨以及2021年产油14万吨的产量目标。

-----新华社，2021.4.09

以EIG为首的投资者同意收购沙特阿美旗下输油管道的股份，总值124亿美元。EIG在一份声明中表示，该集团将收购沙特阿美石油管道49%的股权，并成立一家合资公司，名为沙特阿美石油管道公司，这家新公司有权收取管道的输油费用，为期25年。该交易意味着沙特阿美石油管道公司的总股本价值约为250亿美元。这笔交易是沙特向外国投资开放、并利用这笔资金实现经济多元化的举措。对该资产的出售也在一定程度上帮助这家能源巨头维持对股东的分红，以及对油田和炼油厂项目的投资。

-----金十数据，2021.4.10

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 41 个品种价格上涨，34 个品种价格下跌，26 个品种价格稳定。涨幅前五的品种分别是液氯、三氯乙烯、硝酸、硫酸、环氧氯丙烷；而跌幅前五的品种分别是苯胺、电石、聚合 MDI、纯 MDI、丙烯腈。

本周 WTI 原油收于 59.34 美元/桶，周跌幅 3.43%；布伦特原油收于 63.05 美元/桶，周跌幅 2.79%。周内没有重大消息面指引市场，波动率有所下降。OPEC+ 担忧需求复苏缓慢并下调 2021 年原油需求增长预估导致油价承压，另外美伊重回伊核协议协商也使得市场对未来伊朗可能增加出口及 OPEC+ 增加的供应有所担忧。油价表现相对疲软。

重点关注：

醋酸供应紧张，价格再度上升

本周醋酸价格高位再涨，主要原因在于供应偏紧且需求面坚挺顺畅消化厂家库存。

全国各地醋酸市场价格普遍上调，4 月 9 日，国内醋酸指数涨至 6926 元/吨，环比上涨 16%，华东地区市场价格一度突破 7000 元/吨大关，江苏地区主流厂家成交价格为 6850-6900 元/吨，山东、华北地区成交价格为 6250-6450 元/吨。

醋酸供应方面，4 月 5 日，华东及华北地区部分存在醋酸厂家装置故障存停车情况，且河南顺达装置周内并无货源提供，就目前来看，短期内市场资源供应紧张的局面难以扭转。本周醋酸整体开工开工率为 77.31%，与上周相比下降 6.50%。

醋酸需求方面，本周下游醋酸酯类价格多随成本面上涨，醋酸乙酯市场价格持续上涨，成交价格在 9400-9700 元/吨，均价水平上涨到 8735.71 元/吨，环比提升 5.19%。醋酸丁酯市场价格跌后反涨，成交价格为 11400-12000 元/吨，均价水平下降到 11461.9 元/吨，环比减少 4.77%。醋酸酐市场价格在 9000-9900 元/吨，均价水平至 9371 元/吨，环比下跌 0.76%。预计短期内酯类装置运行相对稳定；4 月 PTA 装置虽有部分检修，但对需求端影响相对有限；且上半年新增需求较多。综合来看，下游需求面相对坚挺。

硫酸价格稳中有升

本周多地区硫酸价格上调，如河北东部、江苏等，涨幅在 20-80 元/吨。

供应方面，内蒙古赤峰、山东、河南、福建等地均有设备检修计划，且山东、四川、云南、广西等地均呈现硫酸资源紧张局面，硫酸供应端对价格支撑充分。

下游需求方面，随着磷肥春耕市场进入末期，硫酸需求减弱，磷酸一铵、二铵价格持稳，多地市场价格倒挂明显，对硫酸价格上行形成阻力。钛白粉表现向好，企业宣涨较多，但实际成交价格落实仍有差距。

原料成本方面，局部地区中石化炼厂硫磺价格窄幅调整，市场价格稳定在 1350-1380 元/吨之间，硫酸成本面高位持稳。

三氯乙烯成本高位，价格上行

本周三氯乙烯市场以涨势为主，体现在各地送到价上涨 1000 元/吨左右。

供应方面，本周三氯乙烯供应有所下滑，运行产能约为 15 吨，开工率维持在 56%，山东滨化装置开启检修，企业装置开工良好，多维持平稳出货。下游需求方面，R134a 市场平稳运行，部分装置检修中，其余开工维持在 7 成以上，部分装置开工不满足制约三氯乙烯部分企业开工未见提升的原因。原料成本方面，电石周内采购价累计下调 200-300 元/吨，货源供应良好；山东液氯市场价格先跌后升，总体上下滑至 1550 元/吨，货源供应暂时稳定。本周三氯乙烯企业订单交付良好，当前三氯乙烯散水送到价维持在 8400-8800 元/吨。

电石价格回落, PVC 利润反弹

近期国内 PVC 现货市场行情延续了上涨的态势, 尽管上月在诸多利好作用下, 市场升至半年内的新高位, 而且部分下游制品企业对高位抵触, 就目前而言, 各地主流报盘水平已较上月底抬高近 100-150 元/吨, 尤其表现活跃的是各上游生产企业及局部市场商家。上游库存及社会库存处于同期低位水平, 本周社会库存在 29.14 万吨, 环比减少 7.02%, 同比去年同期减少 43.42%。

乌海地区电石价格从 3 月初的 3700 元/吨涨至 5000 元/吨, 后逐渐回落, 截止 3 月 31 日至 4100 元/吨。4 月后疲态尽显, 电石价格震荡下滑, 截止目前乌海地区主流出厂价格到 3750-3800 元/吨。

因此在 PVC 价格坚挺而成本快速下跌的情况下, PVC 加工价差本周均值环比增加 49%。

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 (%)
液氨	25.57	5.97	--
三氯乙烯	13.19	4.98	--
硝酸	10.27	(1.46)	--
硫酸	7.94	12.51	--
环氧氯丙烷	7.90	11.85	--
丙烯腈	(6.33)	13.80	--
纯 MDI	(7.08)	(5.32)	(6.4)
聚合 MDI	(8.75)	(6.15)	(10.5)
电石	(8.87)	24.50	--
苯胺	(9.41)	30.03	--

资料来源: 百川盈孚, 万得, 中银证券

本周粘胶及日用化学产品子行业涨幅靠前, 贝泰尼首次公开募股并在创业板上市对日化行业影响显著。其他化学原料、维纶、氯碱的股价均有一定涨幅。

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
粘胶	8.14	澳洋健康	涤纶	(1.85)	荣盛石化
日用化学产品	6.61	贝泰妮	农药	(2.02)	红太阳
其他化学原料	6.08	宝丰能源	改性塑料	(2.35)	金发科技
维纶	6.05	皖维高新	聚氨酯	(2.82)	上海天洋
氯碱	5.38	鸿达兴业	氨纶	(3.25)	华峰化学

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 (%)
002053.SZ	云南能投	35.15	000525.SZ	红太阳	(16.74)
003042.SZ	中农联合	33.14	300537.SZ	广信材料	(11.53)
002172.SZ	澳洋健康	27.27	300054.SZ	鼎龙股份	(9.71)
600746.SH	江苏索普	18.80	600470.SH	六国化工	(9.11)
688179.SH	阿拉丁	18.00	688005.SH	容百科技	(9.04)

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:

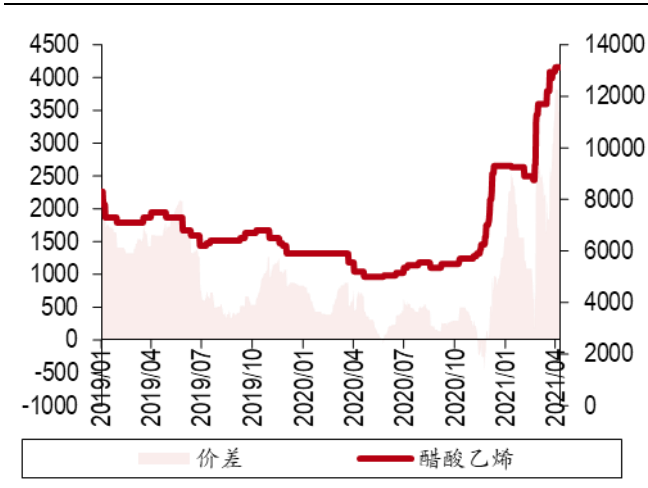
重点品种价差图 (左轴: 价差; 右轴: 价格)

图表 4. 醋酸价差 (单位: 元/吨)



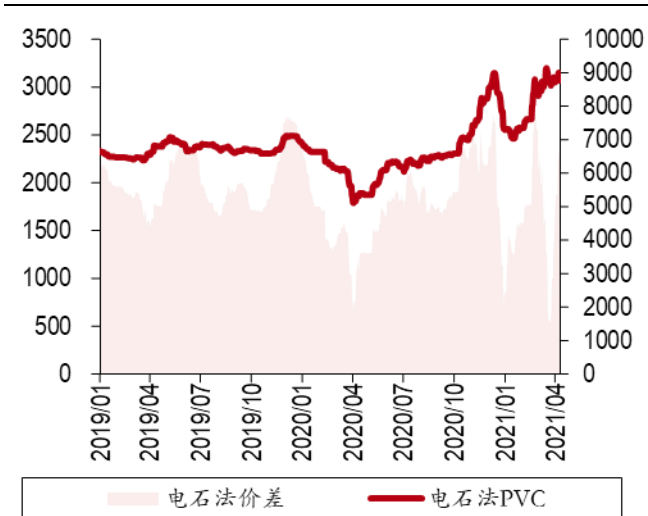
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 5. 醋酸乙烯价差 (单位: 元/吨)



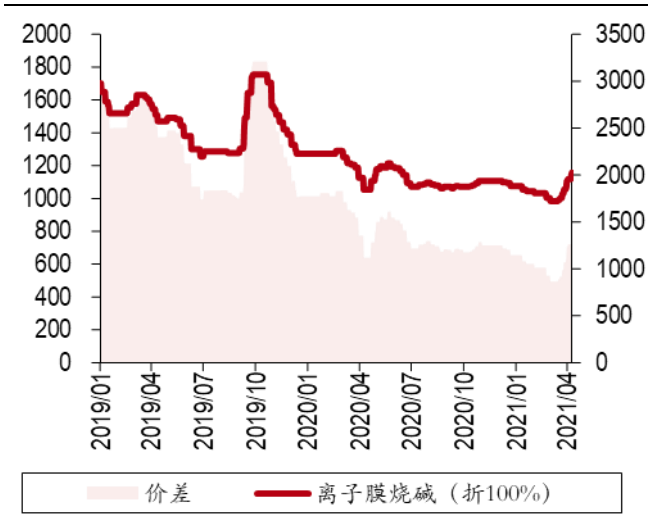
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 6. 电石法 PVC 价差 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 7. 烧碱价差 (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	23.39	122.71	0.59	1.17	1.53	39.42	19.99	15.29	6.82
002250.SZ	联化科技	买入	24.93	230.17	0.16	0.42	0.85	155.81	59.22	29.33	6.64
002001.SZ	新和成	买入	38.25	821.86	1.01	1.76	2.16	37.87	21.71	17.71	8.70
603916.SH	苏博特	买入	29.26	102.49	1.14	1.60	2.06	25.67	18.31	14.24	8.79
300398.SZ	飞凯材料	买入	15.92	82.12	0.50	0.58	0.72	31.84	27.26	22.17	5.02
002643.SZ	万润股份	买入	17.42	158.37	0.56	0.61	0.73	31.11	28.70	23.86	5.45
002838.SZ	道恩股份	买入	20.28	82.74	0.41	0.86	0.91	49.46	23.69	22.21	4.23
002409.SZ	雅克科技	未有评级	59.37	274.80	0.63	0.83	0.97	93.90	71.53	61.21	9.98
300699.SZ	光威复材	买入	68.28	353.93	1.01	1.24	1.56	67.60	55.06	43.77	6.78
603181.SH	皇马科技	买入	18.80	76.33	0.92	1.14	1.51	20.43	16.55	12.42	4.35
002597.SZ	金禾实业	买入	35.35	198.28	1.45	1.56	1.81	24.38	22.73	19.54	8.22
600426.SH	华鲁恒升	买入	35.48	577.14	1.51	1.24	1.99	23.53	28.68	17.83	9.20
601233.SH	桐昆股份	买入	20.37	465.97	1.57	1.61	2.03	12.97	12.64	10.06	10.66
002648.SZ	卫星石化	买入	37.65	462.57	1.20	1.24	1.90	31.38	30.39	19.79	9.32
600309.SH	万华化学	买入	106.90	3356.39	3.23	2.56	5.70	33.10	41.73	18.75	14.00
600346.SH	恒力石化	未有评级	29.05	2044.86	1.44	1.70	2.27	20.17	17.09	12.80	6.19
002493.SZ	荣盛石化	未有评级	27.39	1848.92	0.35	0.83	1.13	78.26	33.00	24.24	5.24
000703.SZ	恒逸石化	未有评级	14.55	535.68	1.13	1.12	1.16	12.88	12.99	12.54	6.81
300285.SZ	国瓷材料	未有评级	44.35	445.19	0.52	0.59	0.77	85.29	75.17	57.60	4.16

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日 2021 年 4 月 9 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