

中性

建材行业 5 月数据点评

水泥景气度高位回落，玻璃价格再创历史新高

5 月建材行业数据陆续发布。水泥产量较去年同期下滑 2.3%，两年复合增速 3.5%。水泥产量下滑主要由基数效应、雨水天气、限电限产、以及大宗商品涨价抑制施工现金流造成，对此应理性看待，要看到诸多利好因素正在逐渐体现；玻璃 5 月量价齐升，景气持续；玻纤价已出现松动，预计 6 月以稳为主，下半年回调；原油价格在此抬头，5 月 PVC、沥青、废纸等原材料价格相应上升，检修结束 6 月 PVC 或迎来累库降价。

- **水泥行业：应理性看待水泥产量下滑：**5 月份全国水泥产量 2.43 亿吨，同比下降 2.3%，环比上涨 1.6，以 2019 年同期为基数，复合增长率 3.5%，产量同比下滑但总体仍保持稳定。5 月通常是水泥行业上半年的旺季，2021 年 5 月份水泥行业遇到较多变化，但仍呈现韧性。基数效应、雨水天气、限电限产、大宗商品涨价是水泥产量下降的主要因素。对水泥产量下滑不应过分悲观，应看到：1 水泥价格仍好于近年均值；2 龙头企业海外战略布局稳步推进；3 错峰生产执行情况较好，行业自律水平较高；4 强化进口水泥熟料质量监管，有利于进一步优化市场格局。我们仍然相信近年是水泥大年，看好水泥在雨季过后的行情反弹。
- **玻璃行业：5 月高景气持续，低库存或成常态：**5 月全国平板玻璃产量 8813.0 万重箱，同增 12.3%，两年复合增速 6.1%，增速仍然较高。但考虑到去年同期玻璃库存快速累计，部分企业停工减产，仍存在基数效应。环比看，玻璃产量比 4 月份增加 208 万重箱，增长 2.4%，产能约束仍较强。在产产能基本较 4 月份维持稳定，新增产能冲击较少。5 月底全国平板玻璃均价 141.4 元/重箱，比月初上升 23.5 元，涨幅较大；库存天数 4.5 天，比月初下降 3.3 天，超高景气度持续。5 月全国竣工竣工数 4,847.5 万平，同比增长 10.1%，竣工数据扭转了 3 月与 4 月的颓势，强势反弹，这是玻璃景气度提高的重要支撑。我们认为这轮玻璃的景气周期在竣工数据的强力支撑下或有望持续。
- **玻纤行业：直接纱价格稍有松动，预计六月份仍以稳为主：**5 月玻纤价格持续保持高位，除重庆三磊价格稍有松动外，其余厂商直接纱价格均已保持多周不变，全国均价从 6216.7 元回落为 6208.3 元。结合 6 月份数据来看，直接纱价格基本稳定。5 月底主要玻纤龙头在产产能合计 402.3 万吨，与年初基本持平；库存 19.48 万吨。随着新产能逐步落地，我们预计六月份玻纤价格仍以稳为主，下半年玻纤价将有所回落。
- **原材料：涨势依旧，拐点或将到来：**5 月份建材行业主要原材料仍然以上涨为主，其中 PVC、废纸、沥青涨势最明显，分别上涨 203.0 元/吨、175.7 元/吨与 167.9 元/吨。5 月份原油价格再次抬头，是推动沥青与 PVC 价格上涨的重要因素。5 月底检修高峰后，6 月检修强度大幅回落至历史同期较低水平，供应增加，价格或有所回落。环氧乙烷 5 月份价格下跌，或为下游需求不足，7 月份行业较多产能检修，价格有望企稳。

相关研究报告

《建材行业周报：雨虹密集投资，华新迈出海外布局关键一步》20210615

《建材行业周报：玻璃出现南北分化，库存天数止跌回升》20210607

《建材行业周报：瓷砖行业年产量回升，防水行业政策再趋严》20210531

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

证券分析师：余斯杰
(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

证券分析师：陈浩武

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

重点推荐

- 推荐业绩有望反弹的华中水泥龙头**华新水泥**。

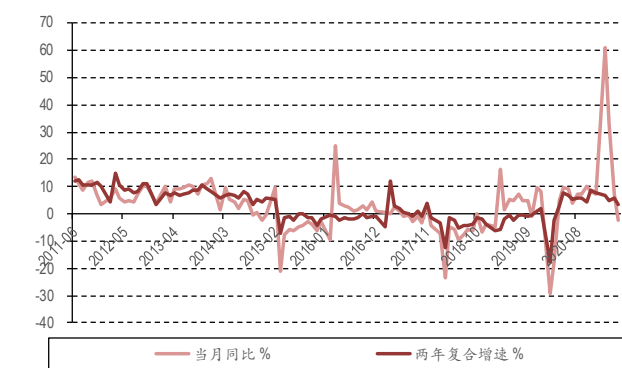
评级面临的主要风险

- 风险提示：水泥行业景气度复苏不及预期、原材料价格超预期波动、行业政策风险、海外疫情持续蔓延。

5 月份数据点评

水泥行业：产量同比下降，景气度高位回落：5 月份全国水泥产量 2.43 亿吨，同比下降 2.3%，环比上涨 1.6，以 2019 年同期为基数，复合增长率为 3.5%，产量同比下滑但总体看仍然保持稳定。5 月通常是水泥行业上半年的旺季，2021 年 5 月份水泥行业遇到较多变化，但仍呈现韧性。根据卓创资讯数据，5 月底全国水泥熟料、P·O42.5 粉末和 P·S32.5 粉末均价分别为 352.9、433.6、411.0 元/吨，比 4 月底分别上涨 3.5、下降 0.7、3.9 元/吨。5 月份，水泥行情出现较明显的南北分化，北方好于南方。华北、西北地区熟料价格上涨幅度较大，西南、华北地区粉末价格有所上涨；华中、华东、华南地区受阴雨天气影响，价格有所下滑。5 月底，磨机开工率和熟料库容比小范围波动后维持四月底水平，分别为 76.7%与 51.8%，基本稳定。总体来看，5 月份水泥缩量跌价，景气度稍有下滑。

图表 1. 当月产量增速下滑，同比 2019 年增速保持平稳



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 2. 5 月份水泥行业综合景气度高位回落



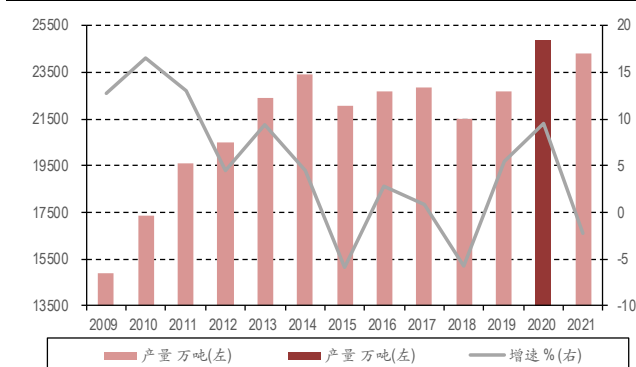
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 3. 2021 年 5 月分区域水泥行业数据

		华北	东北	华东	华中	华南	西南	西北
熟料	元/吨	321.1	377.5	432.4	346.3	354.0	286.3	290.0
比月初变化	元/吨	30.0	(5.0)	(2.2)	(5.0)	(10.0)	1.3	8.8
P·O42.5	元/吨	392.0	426.7	480.0	413.3	483.3	420.0	410.0
比月初变化	元/吨	14.0	3.3	(7.9)	(35.0)	(3.3)	22.0	(8.0)
P·S32.5	元/吨	356.0	406.7	450.7	403.3	448.3	413.0	401.0
比月初变化	元/吨	10.0	(6.7)	(2.9)	(20.0)	(16.7)	4.0	(8.0)
磨机开工率	%	56.50	62.50	75.63	58.13	67.50	76.67	66.67
比月初变化	pct	(7.5)	(2.5)	(6.9)	(5.0)	(9.2)	0.0	(6.7)
熟料库容比	%	46.1	31.7	54.1	65.0	53.0	54.4	47.8
比月初变化	pct	0.6	(1.7)	12.7	9.3	(9.0)	(12.8)	0.0

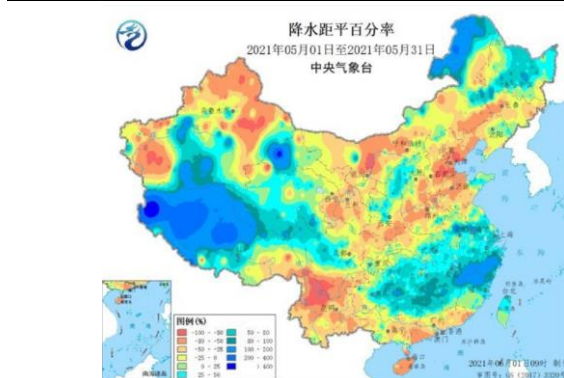
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 4. 2020 年 5 月水泥产量是历年 5 月最高



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 5. 2021 年 5 月南方降水高于历史同期平均



资料来源：中央气象台，中银证券

注：降水距平反应的是降水偏离平均值的量

我们认为5月水泥景气度下滑原因有四：

1.2020年5月基数较高：由于疫情影响，到了去年5月份，行业复工复产加速推进，疫情时累积的水泥需求迅速释放，2020年5月产量是历年同期水泥产量最高的一个月。只看绝对值，2021年5月的水泥产量并不算低，两年复合增速3.5%也印证了这一点。

2.气候因素抑制南方水泥需求：距中央气象台2021年5月平均降雨量较常年同期偏多70%，为1961年以来同期最多。2020年南方5月降水量并不多，超长雨季是从6月份开始。今年雨季的提前到来一定程度抑制了水泥需求。

图表 6. 今年部分省份限电情况一览

省份 限电情况

广东	按照“先日常错峰，后日常轮休错峰，再紧急错峰，最后强制错峰”的原则，华润、塔牌、光大三大水泥企业首先被压缩用电。
云南	5月13日，滇西丽江等地陆续限电；5月22日，昆明、文山等地限电加大，部分水泥熟料线停窑，此轮限电到6月10日。
四川	国网四川阿坝州公司发布限电停电告知书：5月以来，四川电网用电负荷高速增长，来水偏少，电煤供应短缺，供电形势严峻。
陕西	不考虑跨省外送，预留100万千瓦事故备用情况下，夏季和冬季高峰时段电力缺口分别为150和290万KW，电力保障形势严峻。
湖南	前4个月广东用电量同比增长接近30%。国网湖南电力组织工业负荷和部分商业负荷采取错峰生产、错峰让电等措施。
西藏	西藏山南地区2500t/d熟料线因供电系统问题，5月内并未按计划正式投产。
河南	豫南地区限电导致熟料减产，库位下降。

资料来源：卓创资讯，数字水泥，各政府网站，北极星电力网，中银证券

3.多区域供电紧张影响水泥供给：二季度以来，全国多地用电紧张，用电紧张很大程度限制了水泥的生产。据我们测算，一吨水泥的生产要消耗91度电，电力成本通常占到水泥生产总成本的27%，水泥的生产无法摆脱对电力的依赖，多地限电影响了水泥的供给。

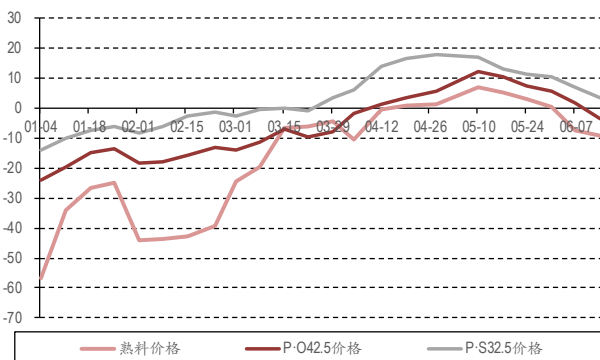
4.大宗商品价格上涨，一定程度抑制了工程端现金流，从而间接限制了水泥的需求。今年以来，由于宏观经济形势与海外资源国疫情影响，大宗商品价格普遍上涨，这一定程度影响了建筑业施工的成本，带来了一定的现金流压力，从而间接抑制了水泥需求。

站在当前时点，我们仍然看好水泥企业：

1.5月份水泥行业数据多数优于2018-2020年平均水平，行业韧性凸显：虽然5月水泥价格有下探趋势，但数据上看，5月水泥行情大多时间好于前三年均值，景气度仍然较高。而开工率几乎是近年最高，库容比又低于历史均值，水泥行业韧性充分体现。

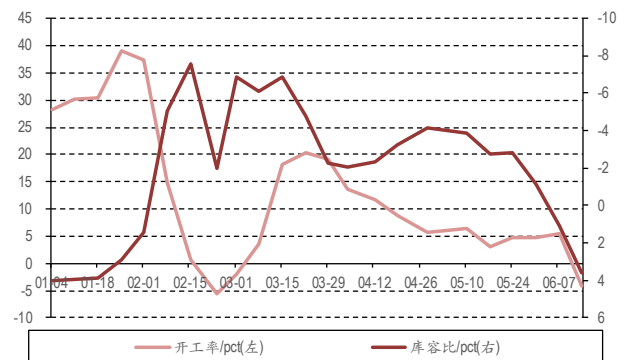
2.龙头企业海外战略布局稳步推进：近年来，中国水泥企业走出去步伐不断加快，海外战略进程虽然遭到了疫情的影响而有所中断，但随着疫苗的普及，海外疫情逐渐得到控制，龙头企业重拾海外战略，将带来新的业绩增长点。

图表 7. 5月份水泥价格仍好于2018-2020年平均



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 8. 5月份开工率和库容比相比2018-2020年表现尚可



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 9. 中国水泥协会对进口水泥的质量标准的建议

角度	建议内容
企业资质	进出口水泥（熟料）的生产企业和贸易公司，应当符合我国和当地法律法规要求，并且至少通过 ISO9000 质量管理体系认证和产品质量认证，对进出口水泥（熟料）产品质量承担责任。
商品检验	进口熟料不宜混装，初次进入我国的熟料产品，需由海关指定质检机构进行全部的型式试验检验（含 28d 强度），检验合格后方可通关。连续出口至我国的水泥熟料产品，也需每 12 个月进行一次全部型式试验检验（含 28d 强度）。
质量监督	到中国流通的进口熟料，须符合 GB/T 21372 等相关标准的全部要求，流通前应当由国内有资质的第三方质检机构出具全项型式试验报告。市场监管部门委托行业协会和技术机构共同对进口熟料开展风险监测，定期向社会公布结果。
行业协会	进出口水泥熟料的生产企业和贸易企业应当接受中国水泥协会的业务指导，定期如实地提供相关生产数据，由协会委托技术机构定期对进口水泥熟料及产品品质进行评价并对社会公布。

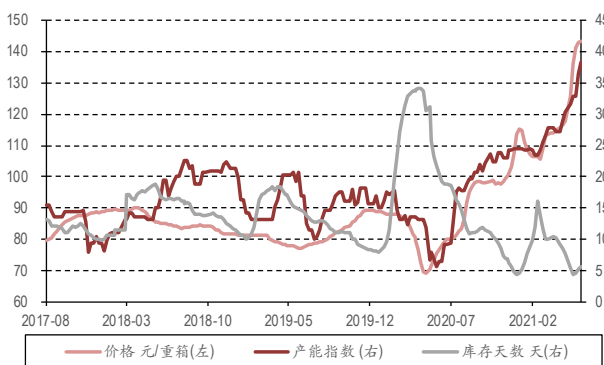
资料来源：数字水泥，中国水泥协会，中银证券

3.错峰生产执行情况较好，行业自律水平较高：市场进入六月淡季，多省安排错峰生产，停窑检修，错峰生产的执行情况仍然较好，行业自律水平较高，我们认为这将有利于水泥供给改善，提振水泥走势。

4.强化进口水泥熟料质量监管，有利于进一步优化市场格局：5月25日，七部委联合印发《关于提升水泥产品质量，规范水泥市场秩序的意见》，对进口水泥熟料在企业资质、商品检验、质量监督等方面做出严格要求，提升进口门槛，利于减少进口熟料对行业冲击，并进一步优化市场格局。

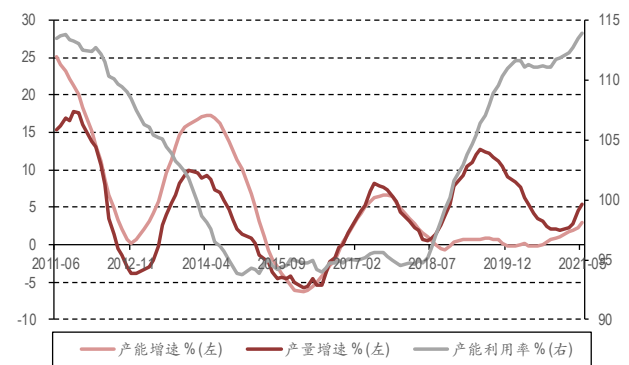
玻璃行业：竣工支撑，5月高景气持续，低库存或成常态：5月全国平板玻璃产量8,813.0万重箱，同增12.3%，两年复合增速6.1%，增速仍然较高。但考虑到去年同期玻璃库存快速累计，部分企业停工减产，仍存在基数效应。环比看，玻璃产量比4月份增加208万重箱，增长2.4%，产能约束仍较强。在产产能基本较4月份维持稳定，新增产能冲击较少。在竣工下降但降幅收窄的情况下，玻璃销售保持供不应求态势。5月底全国平板玻璃均价141.4元/重箱，比月初上升23.5元，涨幅较大；库存天数4.5天，比月初下降3.3天，超高景气度持续。目前玻璃行业库存较低，价格达到历史新高，景气度持续。5月全国竣工竣工数4,847.5万平，同比增长10.1%，竣工数据扭转了3月与4月的颓势，强势反弹，这是玻璃景气度提高的重要支撑。我们认为本轮玻璃的景气周期在竣工数据的强力支撑下或有望持续。

图表 10. 玻璃均价与库存



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 11. 玻璃产能、产量与产能利用率



资料来源：卓创资讯，中银证券

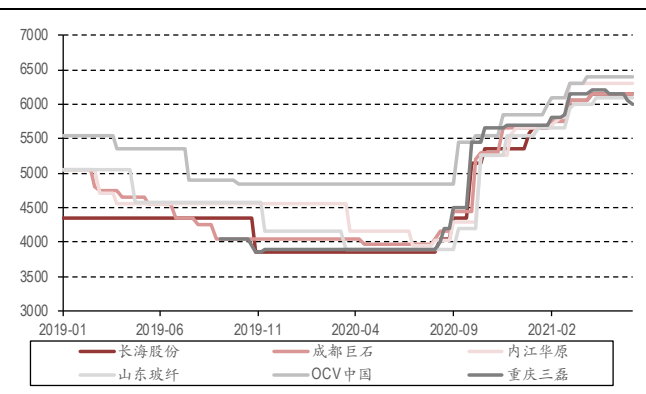
图表 12. 分省份玻璃行业数据

	库存/万重箱	库存变动/%	产能/吨日熔量	产能变动/%	价格	价格变动/元
河北	76	(54.8)	23,900	2.6	136.3	20.7
山西	32	(52.9)	3,200	0.0	141.3	30.3
辽宁	91	(27.2)	9,350	0.0	136.4	24.6
江苏	59	(45.4)	10,130	0.0	152.4	24.8
浙江	80	(49.0)	7,300	0.0	146.3	23.3
安徽	97	(44.3)	6,900	7.8	147.3	20.3
福建	145	(37.0)	10,050	7.5	137.0	10.0
山东	112	(38.5)	12,150	0.0	142.2	20.9
湖北	125	(13.8)	15,700	0.0	140.2	19.3
湖南	30	(56.5)	3,665	0.0	141.0	21.0
广东	222	(44.2)	14,400	(3.4)	140.6	15.1
四川	228	(39.4)	8,900	0.0	146.9	21.7
陕西	13	(67.5)	3,350	0.0	145.9	34.4

资料来源：卓创资讯，中银证券

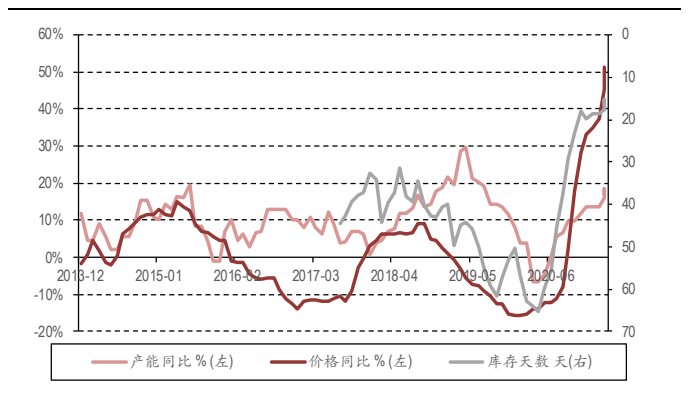
玻纤行业：直接纱价格稍有松动，预计六月份仍以稳为主：5月玻纤价格持续保持高位，除重庆三磊价格稍有松动外，其余厂商直接纱价格均已保持多周不变，全国均价从6216.7元回落为6208.3元。结合6月份数据来看，直接纱价格基本稳定。5月底主要玻纤龙头在产产能合计402.3万吨，与年初基本持平；库存19.48万吨。5月份，四川内江华原6线冷修结束，点火复产后产能5万吨；中国巨石桐乡总部基地粗纱智能三线15万吨/年，5月16日上午已点火；6月8日，黄石宏和电子级玻璃纤维维纱厂举行二期点火仪式，预计7月份将进入试产期，未来产能将从现有一期的250吨/月倍增至500吨/月以上。随着新产能逐步落地，我们预计六月份玻纤价格仍以稳为主，下半年玻纤价将有所回落。

图表 13. 玻纤缠绕直接纱价格走势



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 14. 玻纤产能变动与库存天数



资料来源：国家统计局，中银证券

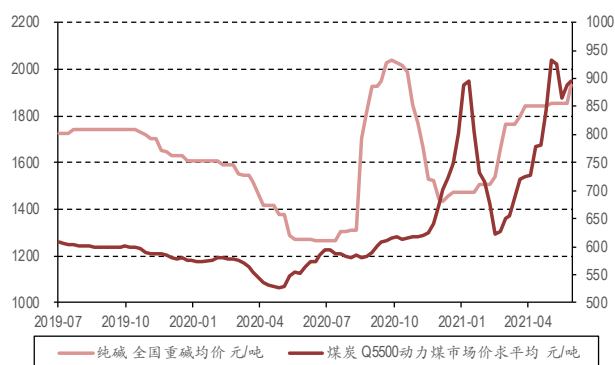
图表 15. 预计 2021-2022 年有望投产产能

公司	基地	名称	产品	预计点火	预计产能	备注
中国巨石	桐乡	智能 3 线	无碱纱	2021-05	15.0	新建
中国巨石	桐乡	电子智能 3 线	电子纱	2021Q3	6.0	新建
泰山玻纤	满庄	F09	无碱纱	2021Q4	10.0	新建
泰山玻纤			超细纱	未知	0.5	新建
重庆国际	长寿	F08	无碱纱	2021-03	12.0	冷修复产
长海股份	本部	3 线	无碱纱	2021 年	10.0	新建
大华玻纤	江西	1 线	电子纱	未动工	3.0	新建
重庆三磊	黔江区	2 线	无碱纱	未知	10.0	新建
邢台金牛	邢台	3 线	无碱纱	2021-03	10.0	新建
邢台金牛	邢台	4 线	无碱纱	未动工	10.0	新建
中国巨石	印度	1 线		未知	10.0	新建
重庆国际	巴林	2 线	无碱纱	未知	8.0	新建
黄石宏和	黄石		电子纱	2021-06	0.6	扩产
泰山玻纤	马来	1 线	无碱纱	未动工		新建
内江华原	威远	6 线	无碱纱	2021-05	5	冷修复产

资料来源：卓创资讯，玻纤情报网，中银证券

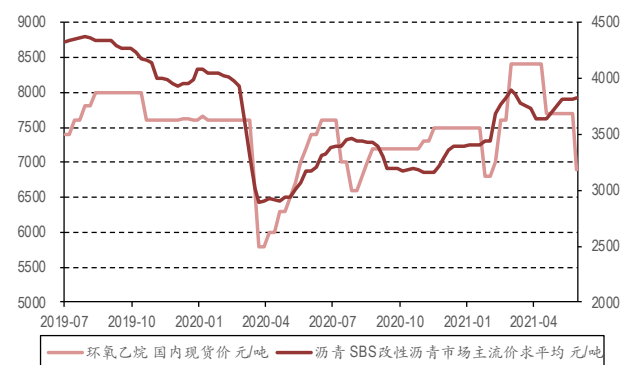
原材料：原油煤炭相关产品继续上涨，环氧乙烷价格回落：2021 年以来，多数原材料价格上涨。5 月份建材行业主要原材料仍然以上涨为主，煤炭价格再次出现上涨势头，5 月份涨幅达到 11.8%。原油、废纸、沥青、PVC 价格均有上涨，涨幅分别为 7.2%、7.9%、4.6%、2.1。5 月份原油价格再次抬头，是推动沥青与 PVC 价格上涨的重要因素。环氧乙烷价格有所下滑，平均价从高点 8,400 元/吨下降为 7,700 元/吨，部分跌至 6,900 元/吨，主要原因是下游需求不足。考虑 7 月份行业有较多产能检修，后续价格有望维稳。

图表 16. 纯碱与煤炭价格走势（纯碱左轴）



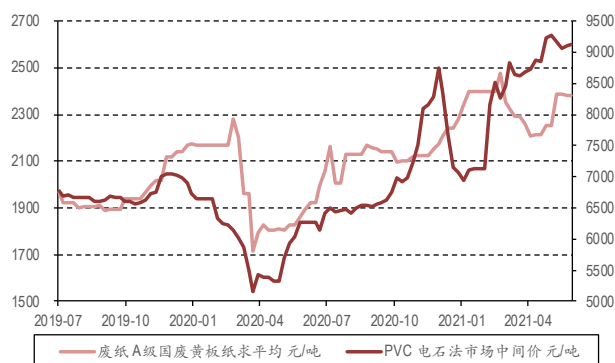
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 17. 环氧乙烷与沥青价格走势（环氧乙烷左轴）



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 18. PVC 与废纸价格走势（废纸左轴）



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 19. 原油价格走势



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 20.主要原材料价格

	废纸 A 级国废黄板纸 求平均 元/吨	PVC 电石法市场中间价 元/吨	原油 OECD 一揽子原 油均价 美元/桶	纯碱 全国重碱均价 元/吨	煤炭 Q5500 动力煤市 场价求平均 元/吨	环氧乙烷 国内现货价 元/吨	沥青 SBS 改性沥青市 场主流价求平均 元/吨
2020-04-30	2,211.4	8,882.0	63.6	1,843.0	777.8	8,400.0	3,642.9
2021-05-31	2,387.1	9,065.0	68.2	1,854.0	866.2	7,700.0	3,810.7
价格涨幅/%	7.9	2.1	7.2	0.6	11.4	(8.3)	4.6

资料来源：万得，中银证券

风险提示

- 水泥景气度复苏不及预期：**当前水泥行业景气度处于较低水平，2021 年景气度有望复苏。但考虑 2021 年新开工需求恢复以及新增产能仍有不确定性，行业景气度改善或将不及预期。
- 原材料价格波动风险：**全球经济复苏带动下，大宗商品特别是原油系工业原料价格集体上涨，包括煤炭、沥青、PVC、PE、PP、环氧乙烷等都有提升。若原油价格大幅上涨，则有可能对建材行业利润空间造成冲击。
- 行业政策风险：**市场预期国家颁布政策法规推动防水施工标准提升，对防水材料的用量和质量都有所提升，新增的市场份额将大部分为龙头获取。但政策法规颁布时间进度有不确定性，若政策无法按时落地则龙头业绩增长或将不及预期。
- 海外疫情持续蔓延：**海外需求是玻纤需求不可忽略的一部分。当前海外特别是美国、拉美、印度地区疫情仍有加速态势，预计对海外需求和相应区域产能生产造成较大影响。

附录图表 21. 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	
601636.SH	旗滨集团	买入	17.24	463.1	0.68	0.71	25.4	24.3	3.87
002233.SZ	塔牌集团	买入	10.45	124.6	1.49	1.60	7.0	6.5	9.01
002398.SZ	垒知集团	买入	7.02	50.6	0.52	0.58	13.6	12.1	4.52
000786.SZ	北新建材	买入	43.83	740.5	1.69	2.15	25.9	20.4	10.15
600801.SH	华新水泥	买入	20.48	377.7	2.69	3.50	7.6	5.9	11.61
002271.SZ	东方雨虹	买入	57.00	1,438.4	1.34	1.75	42.4	32.6	9.76
002641.SZ	永高股份	买入	6.43	79.4	0.62	0.71	10.3	9.1	3.80
600720.SH	祁连山	买入	11.47	89.0	1.85	2.15	6.2	5.3	10.13
300737.SZ	科顺股份	买入	33.90	215.4	1.40	1.74	24.2	19.5	7.18
600585.SH	海螺水泥	未有评级	47.08	2,336.3	6.63	6.95	7.1	6.8	31.61
002372.SZ	伟星新材	未有评级	22.36	356.0	0.75	0.86	29.9	25.9	2.81
600176.SH	中国巨石	未有评级	14.88	595.7	0.60	1.14	24.7	13.0	5.29
603737.SH	三棵树	未有评级	169.30	637.3	1.33	2.18	127.0	77.6	9.36
603826.SH	坤彩科技	未有评级	38.35	179.5	0.34	0.88	114.3	43.7	3.43
002043.SZ	兔宝宝	未有评级	9.45	73.2	0.52	0.78	18.2	12.1	2.33
000012.SZ	南玻 A	未有评级	9.84	225.0	0.25	0.61	38.8	16.0	3.51
002918.SZ	蒙娜丽莎	未有评级	28.60	117.1	1.38	1.85	20.7	15.5	8.62
000789.SZ	万年青	未有评级	11.84	94.4	1.86	2.13	6.4	5.6	8.23
603378.SH	亚士创能	未有评级	56.98	117.5	1.53	2.33	37.2	24.5	9.81
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	11.97	65.5	1.14	1.37	10.5	8.8	10.38
000672.SZ	上峰水泥	未有评级	19.67	160.0	2.49	3.07	7.9	6.4	8.77
002798.SZ	帝欧家居	未有评级	16.24	63.2	1.46	1.98	11.1	8.2	11.16
600660.SH	福耀玻璃	未有评级	54.24	1,337.6	1.00	1.50	54.4	36.2	8.98

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 6 月 16 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