

# 强于大市

## 化工能耗政策追踪

辽宁、河南等新增有序用电通知，液碱9月开工率下降明显

“能耗双控”政策或短中期影响部分子行业与产品开工率，长期看好龙头公司在碳中和背景下的发展。

### 重点关注：

- 进入9月以来，全国多地出台“能耗双控”或限电相关政策、通知，部分化工企业生产受到影响。
- 我们认为本轮限电限产主要原因有三点：能耗政策目标的趋紧、电力供应缺口与煤炭价格的不断走高。2021年上半年全国能耗水平增长显著，在经济增速放缓的背景下，单位GDP能耗下降率等政策目标完成难度逐渐增大。同时，根据中电联数据，2021年1-8月份，全国发电量53,894亿千瓦时，2021年1-8月份，全国发电量53,894亿千瓦时，全国全社会用电量54,704亿千瓦时，电力供应存在一定缺口。而我国仍主要以火力发电为主，煤炭价格不断走高，供应偏紧也加剧了各地用电紧张的局面，截至10月15日，动力煤市场均价为1,555元/吨，环比上月同期涨幅高达58.03%。
- 各地来看，10月8日至10月17日，辽宁、河南、浙江新增有序用电通知。其中，辽宁省实施有序用电后仍存在较大用电缺口。截至10月8日，辽宁全省最大电力缺口达到462万千瓦，达到严重缺电Ⅱ级橙色预警信号。预警信号发布后，有序用电措施逐步升级，辽宁省工信厅决定10月8日00:00-24:00启动实施有序用电Ⅱ级措施。各地有序用电逐渐“常态化”，部分省市措施升级。
- 上市公司方面，10月8日至10月15日，同大股份、洪汇新材、诚志股份和沈阳化工公告有序用电相关停产措施。沈阳化工股份下属子公司沈阳石蜡化工有限公司收到通知，对电压等级为10kV及以上的化学原料和化学制品制造业企业实施有序用电措施。另外，蓝丰生化和晨化股份恢复生产。
- 化工品来看，根据百川盈孚数据，黄磷子行业9月开工率为43.75%，环比下降9.66pcts；液碱子行业9月开工率为72.86%，环比下降8.11pcts。受全国多省市限电政策影响，氯碱厂家普遍处于开工低位。

### 投资建议：

- 在“双控”背景下，多种化工产品开工受限，不排除磷化工产业链、硅产业链、纯碱、氯碱等产品价格等继续走高。“能耗双控”有望淘汰一部分高耗能的落后产能，提高化工行业整体集中度，长期看好龙头公司在碳中和背景下的发展。
- 在“双控”背景下，具备成长属性的新材料公司关注度持续提升。首先，半导体材料国产化在最近两年可能会有比较大的提升；其次，在某些产品上，今年也是阶段性供不应求，或者由于原料端影响，部分产品出现了涨价；考虑到之前的业绩基数较低，部分半导体材料公司的业绩弹性非常大。另一方面，受益于下游新能源汽车行业高速发展，上游部分材料（如DMC/NMP/PVDF/金属硅等）同样供给偏紧持续涨价，且景气持续时间预计较长。
- 投资建议：展望十月，关注天然气、纯碱、磷化工、硅产业链、氯碱等高能耗化工品价格维持高位甚至继续走高带来的投资机会，另一方面，半导体、新能源材料等子行业关注度持续提升。中长期来看，随着盈利持续性超预期，优质化工资产有望迎来价值重估。推荐个股：万华化学、荣盛石化、新和成、皇马科技、雅克科技、华鲁恒升、联化科技、桐昆股份、晶瑞电材、万润股份等，关注东方盛虹、国瓷材料、合盛硅业、兴发集团等。
- 10月金股：晶瑞电材

### 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

《化工能耗政策追踪：有序用电措施升级，磷、硅开工率受限明显》 20211007

《化工行业周报 20211007：原油、天然气大涨，草铵膦、草甘膦价格上调》 20211007

《供应紧张大幅推涨制冷剂价格：制冷剂行业点评》 20210928

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：余嫒嫒

(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

## 限电限产原因分析

### 政策目标趋紧

**单位国内生产总值 (GDP) 能耗下降率:** 根据国家发改委的预期目标, 2021 年单位国内生产总值能耗下降率应达 3%。从 2020 年该指标的完成情况来看, 内蒙古、辽宁、浙江、安徽、河南、广西、云南 7 个省份的单位 GDP 能耗较 2019 年不降反升, 除西藏外的 30 个省份中有 22 个省份单位 GDP 能耗下降率不足 3%。随着经济增速的放缓, 能耗下降目标的完成难度将越来越大。

**用电量同比增速:** 从 2021 年 1-8 月份的用电量同比增速来看, 湖北、陕西和浙江的全社会用电量增速较高, 分别达到 19.4%、18.8% 和 18.3%。随着疫情影响减弱, 企业开工率逐渐恢复正常, 2021 年上半年能耗水平较 2020 年同期有较大增长, 下半年能耗目标完成的形势严峻。

根据《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》, 能耗强度与总量控制目标预警等级亮“双红灯”的省份有青海、宁夏、广西、广东、福建、云南、江苏, 能耗调控具有一定必要性。

图表 1. 政府预期能耗下降目标



资料来源: 国家发改委, 中银证券

图表 2. 各省市历史单位 GDP 能耗同比下降率与 2021 年 1-8 月用电量同比 (%)

	万元GDP能耗同比下降率						用电量同比增速 (增速超过全国平均增速的省份)
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021年1-8月
北京	6.17	4.79	3.99	3.82	4.53	9.18	
天津	7.21	8.41	6.24	1.54	1.33	3.07	
河北	6.14	5.05	4.42	5.89	5.28	3.01	
山西	5.31	4.22	3.37	3.23	2.72	2.88	13.8
内蒙古	4	4.06	1.57	-10.86	-4.49	-6.89	
辽宁	3.52	0.41	1.61	1.15	-0.9	-3.96	
吉林	10.69	7.91	5	2.56	1.04	1.57	
黑龙江	4.01	4.5	4.02	2.76	2.49	1.7	
上海	3.92	3.7	5.28	5.56	3.61	6.64	
江苏	6.73	4.68	5.54	6.18	3.05	3.1	16.7
浙江	3.53	3.82	3.74	3.72	3.22	-6.34	18.3
安徽	5.58	5.3	5.28	5.45	2.91	-2.03	14.9
福建	7.7	6.42	3.5	3.41	2.85	1.83	16.4
江西	3.92	4.93	5.54	4.76	3.59	2.27	16.7
山东	3.72	5.15	6.94	4.87	3.27	2.41	
河南	6.57	7.64	7.9	5.01	7.98	-0.76	
湖北	7.66	4.97	5.54	4.32	3.41	1.17	19.4
湖南	6.98	5.34	5.24	5.12	4.29	1.98	14.2
广东	5.71	3.62	3.74	3.38	3.52	1.16	17.3
广西	5.11	3.64	3.39	3.05	1.72	-1.05	15.9
海南	1.27	3.71	2.03	1.32	1.32	3.12	
重庆	6.31	6.9	5.12	2.52	2.21	3.88	14.9
四川	7.25	4.98	5.18	4.06	2.84	1.79	18
贵州	7.46	6.96	7.01	6.54	4.06	2.45	14.2
云南	8.83	5.35	4.92	4.8	2.91	-2.71	
陕西	3.21	3.83	4.19	4.88	1.39	1.89	18.8
甘肃	7.46	9.42	0.75	1.97	5.85	0.2	
青海	4.26	7.94	4.71	2.88	8.67	3.47	16.9
宁夏	-1.2	4.3	-7.65	-2.35	-1.19	0.16	17.4
新疆	3.63	3.2	0.89	4.04	1.56	0.7	

资料来源: 国家统计局, 中电联, 中银证券

## 电力供应存在缺口

**供给:** 根据中电联数据, 2021年1-8月份, 全国规模以上电厂发电量 53,894 亿千瓦时, 同比增长 11.3%, 增速比上年同期提高 11.0 个百分点。

图表 3. 全国 2021 年 1-8 月份发电情况

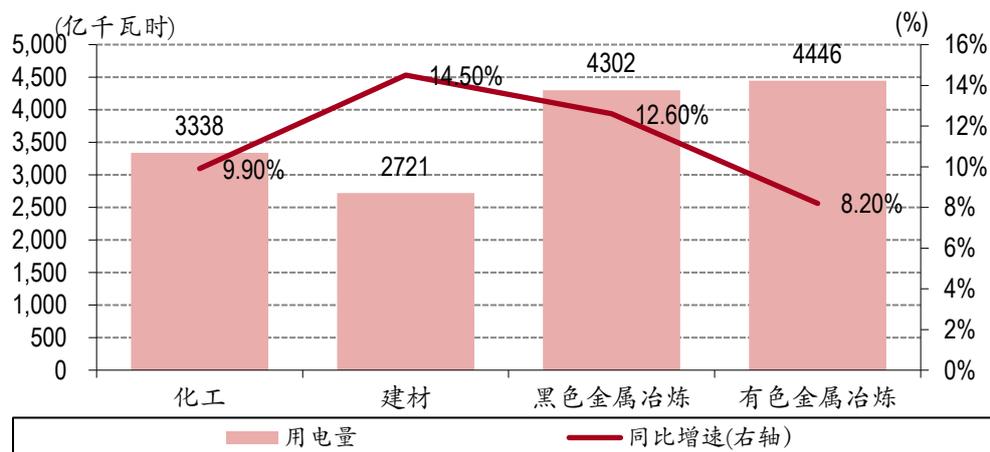
发电类型 (亿千瓦时)	1-8月发电量	同比 (%)	重点省份
水电	7,617	(1)	全国水电发电量前三位的省份为四川 (1984 亿千瓦时)、云南 (1792 亿千瓦时) 和湖北 (967 亿千瓦时), 其合计水电发电量占全国水电发电量的 62.3%, 同比分别增长 -4.6%、9.3%和-5.8%。
火电	38,723	12.60	除西藏、吉林和河北同比下降 13.3%、3.6%和 1.5%外, 其他省份火电发电量均同比增长, 其中, 增速超过 30%的省份有青海 (36.5%)、四川 (34.4%) 和广东 (32.3%)。
核电	2,699	13.30	
并网风电	4,301	42	
光伏	554		
<b>合计</b>	<b>53,894</b>	<b>11.30</b>	

资料来源: 中电联, 中银证券

注: 光伏发电量由合计发电量减去其他类型发电量计算得出

**需求:** 根据中电联数据, 2021年1-8月份, 全国全社会用电量 54,704 亿千瓦时, 同比增长 13.8%。其中, 8月份全国全社会用电量 7,607 亿千瓦时, 同比增长 3.6%, 全国用电量存在一定缺口。从高耗能行业看, 2021年1-8月份, 化工行业用电量达 3,338 亿千瓦时, 同比增加 9.9%, 增幅仅次于建材及黑色金属冶炼行业, 作为受到重点关注的四个高耗能行业之一, 部分化工企业开工率或在此轮限电中受到影响。

图表 4. 2021 年 1-8 月高耗能行业用电量与同比增速

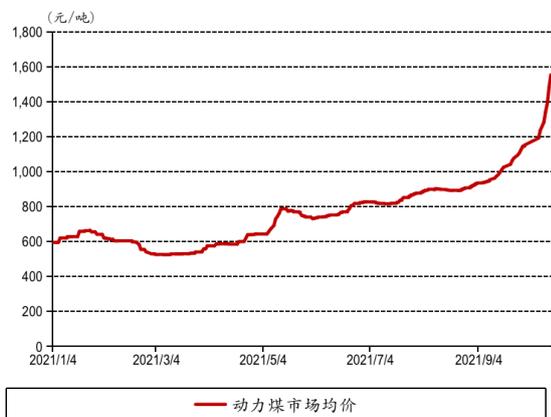


资料来源: 中电联, 中银证券

## 动力煤价格继续上涨

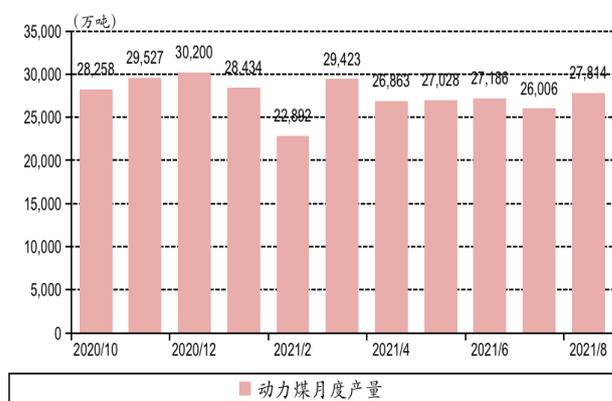
我国发电结构仍主要以火电为主，进入2021年以来，动力煤价格不断攀升，供应持续偏紧。根据百川盈孚数据，截至10月15日，动力煤市场均价达1,555元/吨，周均价涨幅达16.12%。9月底内蒙地区少数煤矿受安全事故影响，生产受限。榆林停产煤矿陆续开始复产，动力煤新增产能虽有释放，但增产效果不达预期，供应形势依旧严峻。下游冶金、化工等行业需求强烈，整体市场呈现供不应求局面，煤价或持续偏强运行。

图表 5. 动力煤市场均价



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 6. 动力煤月度产量



资料来源：百川盈孚，中银证券

## “能耗双控”政策追踪

10月8日至10月17日，辽宁、河南、浙江新增有序用电通知。其中，辽宁省实施有序用电后仍存在较大用电缺口。截至10月8日，辽宁全省最大电力缺口达到462万千瓦，达到严重缺电Ⅱ级橙色预警信号。预警信号发布后，有序用电措施逐步升级，辽宁省工信厅决定10月8日00:00-24:00启动实施有序用电Ⅱ级措施。

河南郑州市制定了2021年迎峰度冬轮停轮休方案，要求省内64户“双高”企业全部停产，2118户企业采取“开三停四”进行轮停轮休。水泥、钢铁、砖瓦窑企业，继续执行电量调控工作要求持续停产。浙江省银保监会则下发了能耗“双控”金融工作通知，要求各银保机构对符合条件能源供应企业优先安排；严格控制“两高”项目和高耗低效企业信贷投放；严禁银保资金违规参与煤炭等大宗商品投资炒作；要求各银保机构评估能耗“双控”等政策风险敞口。

图表 7. 部分省市能耗双控、限电政策/通知

地区	上半年能耗双控目标完成情况晴雨表			下半年能耗双控、限电相关政策通知		
	能耗强度目标预警等级	总量控制目标预警等级	政策或通知日期	发布单位	政策或通知名称	主要内容
青海	红	红	8月20日	国网西宁	限电预警通知	提醒企业提前做好有序用电准备。
宁夏	红	红	7月	吴忠市工信局和发改委	关于对部分高耗能企业实施限停产的通知	电石、铁合金、工业硅、水泥等行业，停产时间暂为一个月。
广西	红	红	8月23日	广西政府办公厅	关于加强节约用电工作的通知	各企业制定并严格落实有序用电方案，主动错峰避峰用电。要求区域内的电解铝企业自9月开始月度用电负荷在1-6月的平均月度用电负荷的基础上全时段压减35%。
广东	红	红	9月16日	广东电网公司	有序用电方案	从9月16日起执行每周“开二停五”的五级有序用电方案。在错峰日，保安负荷保留在总负荷的15%以下。错峰时间为7:00至23:00。
福建	红	红	9月28日	福建省工信厅	有序用电方案	9月28日起，福建省启动阶段性有序用电，全力以赴保民生、保抗疫、促发展、保安全。
新疆	红	黄	8月25日	新疆昌吉州发改委	关于严管严控电解铝产能产量工作的提醒函	按照合规产能生产要求，自8月份开始，全区5家电解铝企业月产量合计不得超过23.8万吨。
云南	红	红	9月11日	云南省发改委	关于坚决做好能耗双控有关工作的通知	明确了钢铁、水泥、黄磷、电解铝、工业硅等行业的减产目标。
陕西	红	黄	9月13日	陕西榆林市发改委	关于确保完成2021年度能耗双控目标任务的通知	新建成“两高项目”不得投入生产，本年度新建已投产的“两高”项目，在上月产量基础上限产60%。
江苏	红	红			1.限电预警通知 2.日能耗双减控制方案	1.江苏部分地区实行限电，时间暂定15天，9月15日0点起执行。 2.要求企业按照分级进行限产。A类不得超过去年同期用电；B类要下降10%；1096家C类企业全部按照“开二停二”的措施进行限产，分为两批，轮流生产；143家D类地块上的企业进行全部停产；28家印染企业全部按照“开二停二”的措施进行限产，分为两批，轮流生产。（“开二停二”的措施自2021年9月19日晚17时起执行，分为甲乙两批。）
浙江	黄	黄	9月27日(1) 10月13日(2)	浙江省发改委(1) 银保监会浙江监管局(2)	关于启动有序用电方案的通知(1) 关于做好能源保供和能耗“双控”金融工作的通知(2)	1.为有效应对近期浙江外来用电减少、发电用煤和天然气资源紧张出现的供电缺口，必须遏制不合理用电需求，切实保障民生、学校、医院、养老院等重要用户的民生用电、重点单位、重点企业生活生产用电，从9月28日起启动2021年B级有序用电方案，确保全省经济社会平稳有序。 2.要求各银保机构对符合条件能源供应企业优先安排贷款审批投放；严格控制“两高”项目和高耗低效企业信贷投放；严禁银保资金违规参与煤炭等大宗商品投资炒作；要求各银保机构评估能耗“双控”等政策风险敞口。
河南	黄	绿	10月14日	河南省电力公司	郑州市2021年迎峰度冬轮停轮休方案	要求省内64户“双高”企业全部停产，2118户企业采取“开三停四”进行轮停轮休。水泥、钢铁、砖瓦窑企业，继续执行电量调控工作要求持续停产。
甘肃	黄	绿				
四川	黄	黄				暂停非必要性生产、照明、办公负荷。
安徽	黄	黄	9月22日	安徽省发改委		根据电力供需形势，安徽省9月22日开始出现电力缺口，预计国庆期间仍有缺口。为保障全省电力安全稳定供应，已于9月21日晚启动有序用电方案。

资料来源：2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表，云南省发改委，贵州省能源局，新浪财经，金十数据，中银证券

注：1.西藏自治区数据暂缺，不纳入预警范围，地区排序的依据为各地区能耗强度降低率

2.红色为一级预警，表示形势十分严峻；橙色为二级预警，表示形势比较严峻；绿色为三级预警，表示进展总体顺利

续图表 7. 部分省市能耗双控、限电政策/通知

地区	上半年能耗双控目标完成情况晴雨表			下半年能耗双控、限电相关政策通知		
	能耗强度目标预警等级	总量控制目标预警等级	政策或通知日期	发布单位	政策或通知名称	主要内容
贵州	黄	绿	9月10日	贵州省能源局	2021年贵州省有序用电方案	电网企业按预警响应等级和有序用电响应企业序位表,并结合实际情况合理安排有关企业错峰、避峰生产。
山西	黄	绿				
黑龙江	黄	绿	9月10日	黑龙江发改委	有序用电方案	9月10日至22日,黑龙江全省共启动Ⅲ级(负荷缺口5%—10%)和Ⅳ级(负荷缺口5%及以下)有序用电13次。9月23日开始,由于东北电网水电减少、新能源发电不及预期等因素影响,日内电力平衡形势进一步严峻,黑龙江全省开始启动Ⅱ级(负荷缺口10%—20%)有序用电措施,但仍存在较大供电缺口。
辽宁	黄	绿	9月28-29日(1&2) 10月4日(3) 10月7日(4) 10月8日(5&6&7)	辽宁省工业和信息化厅	1.有序用电限制电力明细表 2.严重缺电Ⅱ级橙色预警 3.有序用电Ⅲ级措施 4.有序用电措施 5.有序用电Ⅱ级措施 6.对全省水泥行业企业实施有序用电 7.严重缺电Ⅱ级橙色预警	1.各时段辽宁省限制电力情况:0:00-5:00限制电力378万千瓦,5:00-9:00限制电力516万千瓦,9:00-14:00限制电力378万千瓦,14:00-22:00限制电力530万千瓦,22:00-24:00限制电力421万千瓦。 2.由于负荷缺口较大,实施有序用电后,仍存拉闸限电风险。 3.10月4日16:00-23:00启动实施有序用电Ⅲ级措施。 4.10月7日6:00-8:00启动实施Ⅳ级有序用电措施,15:00-23:00启动实施有序用电Ⅲ级措施。 5.10月8日00:00-24:00启动实施有序用电Ⅱ级措施。 6.自2021年10月9日8:00起,对全省水泥行业企业实施有序用电措施,期间水泥熟料生产停止用电。有序用电时间预计不低于15天。 7.10月8日辽宁省最大电力缺口为462万千瓦,用电缺口大。
江西	黄	绿				
上海	绿	绿				
重庆	绿	绿	10月5日	重庆市经济和信息化委员会	有序用电方案	电力供应有缺口,10月5日11时至21时,重庆启动有序用电方案。
北京	绿	绿				
天津	绿	绿				
湖南	绿	绿				
山东	绿	绿				
吉林	绿	绿	9月10日	吉林省能源局	有序用电方案	从9月10日起启动有序用电方案。
海南	绿	绿				
湖北	绿	红				
河北	绿	绿				
内蒙古	绿	绿	8月31日	内蒙古电力集团	关于内蒙古电网2021年8月有序用电分解指标的报 告	建议8-12月有序用电。严格控制企业限电时间,电价上浮不超过10%。

资料来源:2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表,云南省发改委,贵州省能源局,新浪财经,金十数据,中银证券

注:1.西藏自治区数据暂缺,不纳入预警范围,地区排序的依据为各地区能耗强度降低率

2.红色为一级预警,表示形势十分严峻;橙色为二级预警,表示形势比较严峻;绿色为三级预警,表示进展总体顺利

## 本周限电限产公告摘录

【**同大股份**】近日，受山东省电力供应紧张的影响，昌邑市将进行有序用电。公司将降低用电负荷，减少设备运行时间，限电预计将对公司超细纤维人工革产量造成一定程度的影响。

【**洪汇新材**】近日，公司接到当地相关政府部门通知，要求降低用电负荷。相关限电政策的实施，将导致公司部分生产设施运行时间减少，且后续是否继续实施限电要求存在不确定性；根据公司生产工艺特点判断，预计将给公司生产带来一定程度的影响。

【**诚志股份**】南京诚志永清能源科技有限公司是诚志股份有限公司全资子公司南京诚志清洁能源有限公司的全资子公司。上级政府部门提出“能耗双控”的要求，建议企业实施“临时限产”和“临时停产”等措施。为全力配合政府“能耗双控”的举措，诚志永清制定了60万吨/年MTO装置临时停产方案，暂定停产时间为2021年10月14日至2021年12月。诚志永清的停产将极大的缓解南京诚志的限产压力，有利于南京板块两家公司“能耗双控”总目标的达成，降低了南京诚志限产对公司业绩影响的风险。本次临时限产停产对公司业绩的具体影响尚无法准确预测。

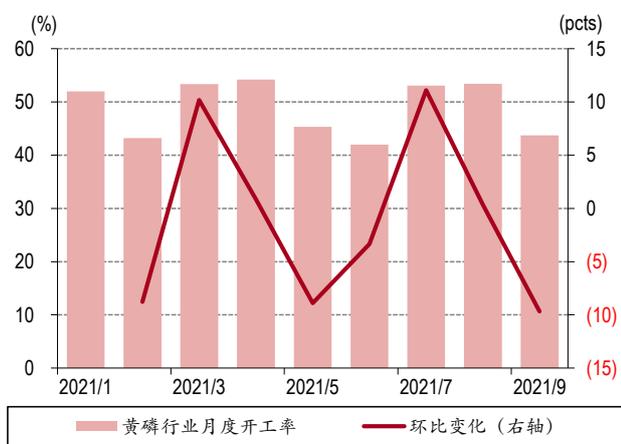
【**晨化股份**】公司于2021年9月22日披露了《关于全资子公司受限电限产影响的公告》（公告编号：2021-089），公司全资子公司淮安晨化新材料有限公司（以下简称“淮安晨化”）积极响应政府部门限电限产的要求实施临时停产。近日，经向有关政府部门备案，淮安晨化于10月8日起全面有序恢复生产。

【**蓝丰生化**】公司于2021年9月24日披露了《关于公司受限电影响临时停产的公告》（公告编号2021-064）公司积极响应政府临时停产的要求，全力配合当地政府临时停产。自2021年10月1日起，公司此前涉及临时停产的甲基硫菌灵、表面活性剂、丁硫克百威等生产装置已有序恢复生产。

【**沈阳化工**】近日，沈阳化工股份有限公司全资子公司沈阳石蜡化工有限公司收到当地电业部门的限电通知，受电力供应紧张影响，对电压等级为10kV及以上的化学原料和化学制品制造业企业实施有序用电措施，停止生产用电。本次限电会造成沈阳蜡化的主要生产装置临时停产。由于电力恢复正常的时间不确定，具体影响产量和效益情况暂无法准确预计。

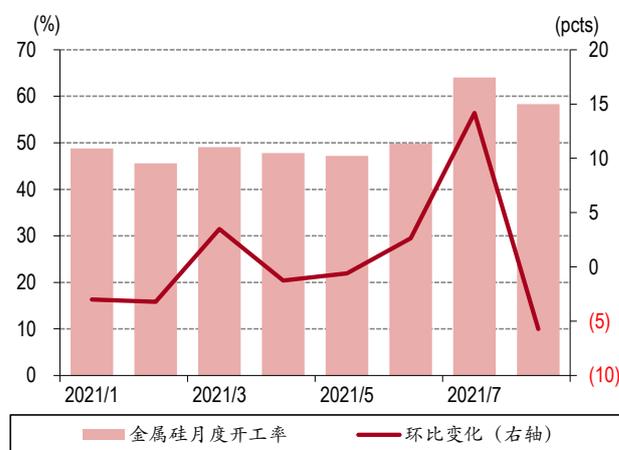
## 重点品种开工率

图表 8. 黄磷月度开工率



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 9. 金属硅月度开工率



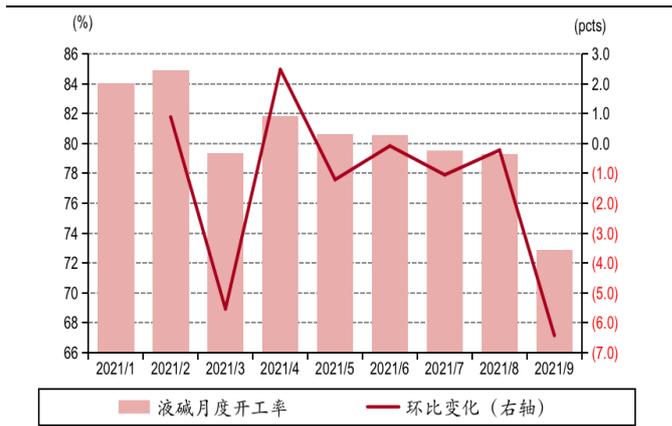
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 10. 纯碱周度开工率



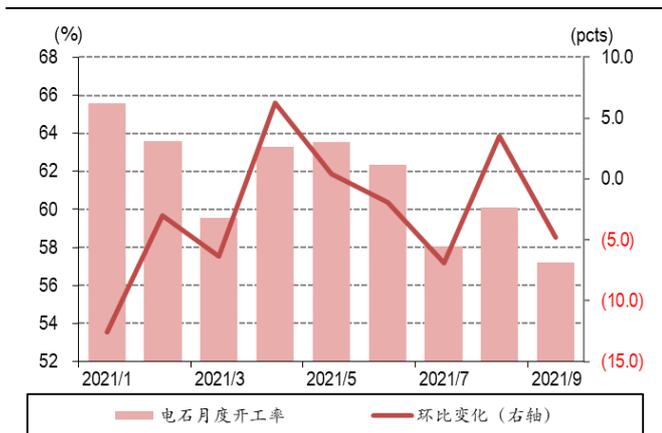
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 11. 液碱月度开工率



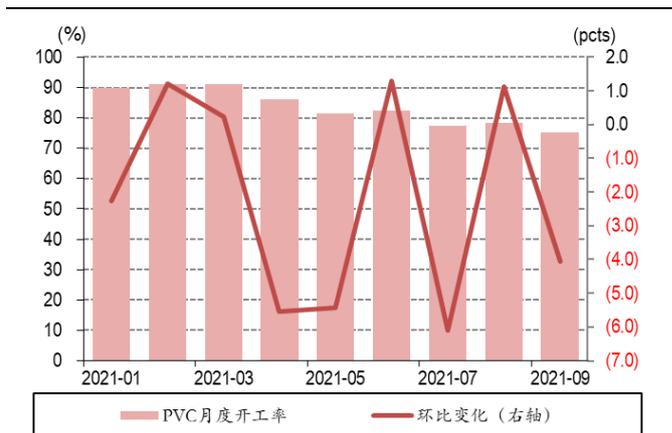
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 12. 电石周度开工率



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 13. PVC 月度开工率



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

## 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 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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公开发表。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