

中性

建材行业数据点评

水泥价涨量缩供需缺口仍大，原材料压力陡增

9月建材行业数据陆续发布。水泥产量同比下滑环比增长12.2%，价格涨幅显著，覆盖成本后利润水平仍在上升；玻纤价格上升印证供需格局长期向好；竣工依然环比回落，玻璃价格下滑，库存逐渐累积；原材料价格迅速上涨，成本压力陡增。

- **水泥行业：限产影响显著，价格持续上涨，产量下跌12.2%：**9月份全国水泥产量2.05亿吨，同比下滑12.2%，环比8月下滑4.7%。9月份全国多地出台较为严格的限产政策，在此背景下水，水泥产量显著下滑，价格大幅上升。据卓创资讯数据，9月底全国水泥熟料、P·O42.5粉末和P·S32.5粉末均价分别为468.6、556.3、531.9元/吨，比8月底分别上升118.5、151.5、142.1元/吨，单月涨幅创多年新高。9月份，全国主要地区的熟料与粉末价格均较大幅度上升，华南华中地区尤其。9月底，磨机开工率和熟料库容比分别为51.1%和51.4%，分别比8月下降10.6pct和7.6pct，开工率与库容比均呈现下降趋势。
- **玻璃行业：竣工环比回落，价格稳中有降，库存逐渐接近正常水平：**9月全国平板玻璃产量8,423万重箱，同增3.7%，环比下降5.2%。玻璃行业产能约束仍较强，在产产能基本较8月份维持稳定，重点玻璃生产省份中，湖北与广东有所收缩。9月份，地产竣工4274.0万平，环比下滑13.8%，同比增长1.0%。竣工端连续多个月的上涨趋势暂告段落，玻璃价格冲高回调，库存逐渐累积接近正常水平：9月底全国平板玻璃均价150.6元/重箱，比月初下降4.7元，十月第二周价格为143.0元/重箱；库存天数11.3天，比月初上升3.5天，逐渐靠近正常水平。目前玻璃行业处于上下游博弈期，但今年年底的竣工高峰期产生的玻璃需求仍有望为玻璃注入涨价动力。
- **玻纤行业：价格上升印证供需格局持续向好：**9月玻纤价格再现上涨趋势，主要厂商直接纱均价向上调整88元至6025元/吨。结合10月底前两周数据来看，新一轮涨价已开始，目前均价为6250元/吨。玻纤价格再次上涨印证了我们一直的观点：行业供需缺口存在，需求增速大于供给增速。2.能耗双控下，能耗指标趋严，电价、天然气以及铈粉价格的上涨都推高了行业新产能投放的门槛，行业格局有望持续向好。
- **原材料：价格整体上行，压力趋于强烈：**2021年以来，大宗商品持续上涨对制造业企业形成较强成本端冲击。9月份，建材相关的上游原材料压力急剧上升。煤炭、PVC、纯碱、环氧乙烷等原材料与燃料价格均有较大的涨幅，其中煤炭、纯碱、PVC价格最为显著。

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。

相关研究报告

《建材行业周报：成本端压力提升凸显，玻纤水泥瓷砖涨价持续》20211018

《建材行业周报：水泥限产涨价持续，原材料压力陡增》20211011

《建材行业周报：北新一体两翼加速，水泥价格涨至新高》20210927

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

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

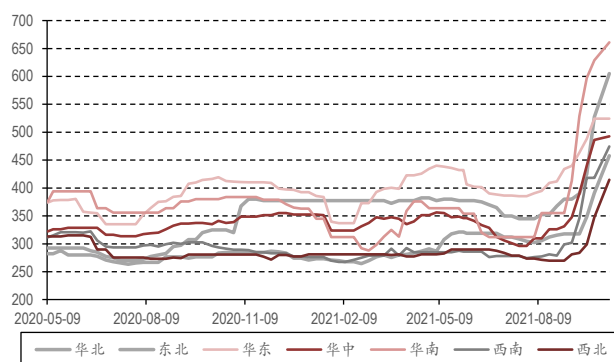
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

水泥行业

水泥行业：限产影响显著，价格持续上涨，产量下跌 12.2%：9 月份全国水泥产量 2.05 亿吨，同比下滑 12.2%，环比 8 月下滑 4.7%。9 月份全国多地出台较为严格的限产政策，在此背景下水泥产量显著下滑，价格大幅上升。据卓创资讯数据，9 月底全国水泥熟料、P·O42.5 粉末和 P·S32.5 粉末均价分别为 468.6、556.3、531.9 元/吨，比 8 月底分别上升 118.5、151.5、142.1 元/吨，单月涨幅创多年新高。9 月份，全国主要地区的熟料与粉末价格均较大幅度上升，华南华中地区尤其。9 月底，磨机开工率和熟料库容比分别为 51.1%和 51.4%，分别比 8 月下降 10.6pct 和 7.6pct，开工率与库容比均呈现下降趋势。

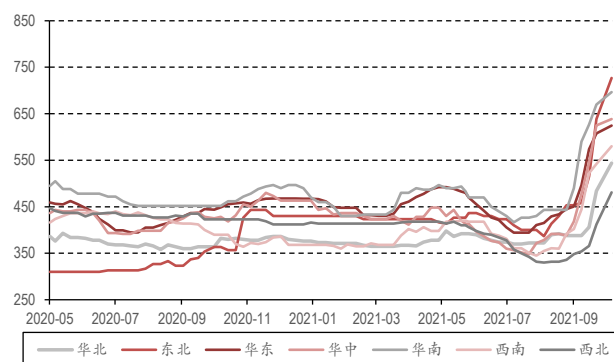
限电导致供给减少、成本上升，水泥价格持续上行，水泥仍然值得看好：近期水泥行业遭遇了几大显著的变化：1.限产大幅度抑制供给；2.煤炭价格持续上升，作为高耗能行业水泥的电价浮动范围不再受限，成本上行；3.水泥价格快速上升；4.价格上升导致需求有所下滑，下游观望情绪增加。对此我们认为水泥行情仍值得坚定看好：1.水泥作为无替代品的施工材料，需求存在刚性，下滑幅度有限，目前供需缺口仍偏向供不应求；2.一吨水泥需要 91 度电和 115kg 标准煤，9 月初至 10 月中旬煤炭价格上涨幅度为 1055.6 元/吨，单吨水泥的煤炭成本上升约 120 元，而电力成本上涨约 10-15 元，同期水泥价格涨幅为 195 元/吨，产品价格上升幅度大于成本上升幅度，利润空间仍在上行；3.9 月专项债发行加速，年底有望产生实际的水泥需求。

图表 1. 全国熟料价格走势



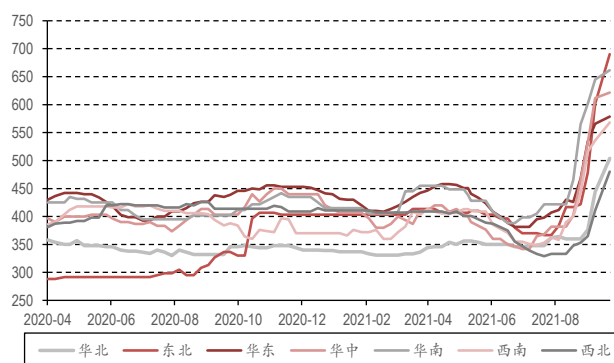
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 2. 全国 P·O42.5 价格走势



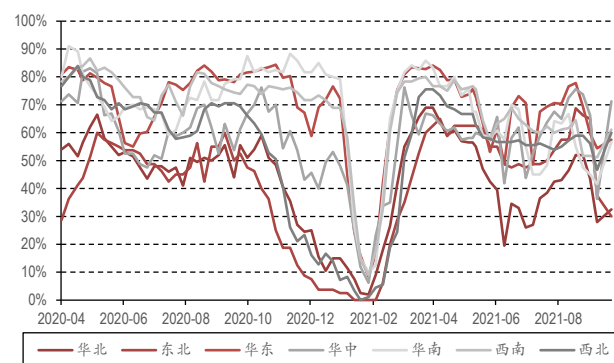
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 3. 全国 P·S32.5 价格走势



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 4. 全国磨机开工率走势



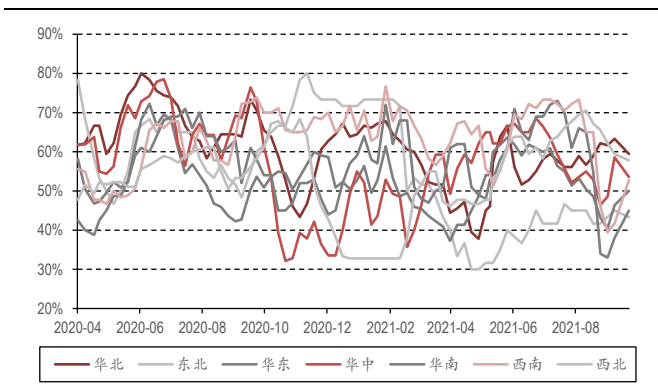
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 5. 2021 年 9 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	391.1	527.5	524.3	486.3	629.0	418.1	347.5
比月初变化	元/吨	73.3	147.5	90.0	155.0	274.0	119.4	77.5
P-O42.5	元/吨	484.0	638.3	607.9	625.0	670.0	542.0	412.0
比月初变化	元/吨	96.0	185.0	162.9	236.7	226.7	150.0	76.0
P-S32.5	元/吨	444.0	601.7	565.7	611.7	645.0	536.0	411.0
比月初变化	元/吨	84.0	185.0	135.7	230.0	223.3	146.0	78.0
磨机开工率	%	28.0	37.5	54.4	36.3	41.7	51.1	46.7
比月初变化	pct	(18.5)	(20.0)	(22.2)	(36.3)	(25.0)	(10.6)	(10.6)
熟料库容比	%	63.3	45.0	46.4	58.6	38.0	41.7	59.4
比月初变化	pct	6.7	0.0	(4.1)	3.6	(27.0)	(23.3)	(11.1)

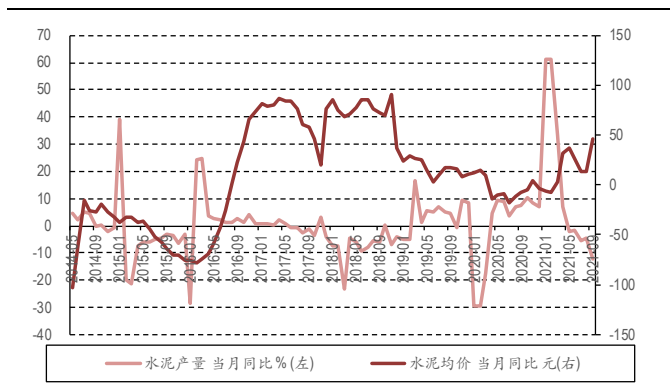
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 6. 全国熟料库容比走势



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 7. 水泥产量增速与价格变动趋势

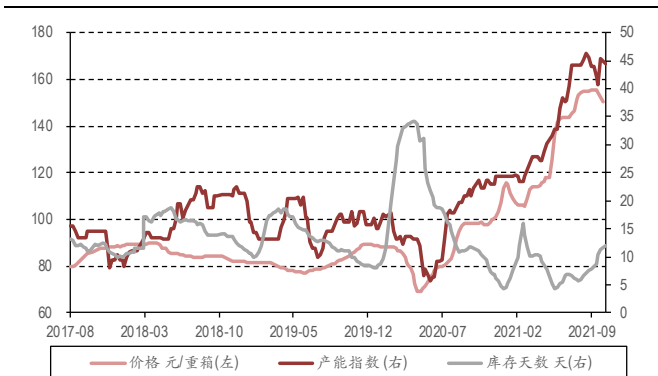


资料来源：卓创资讯，中银证券

玻璃行业

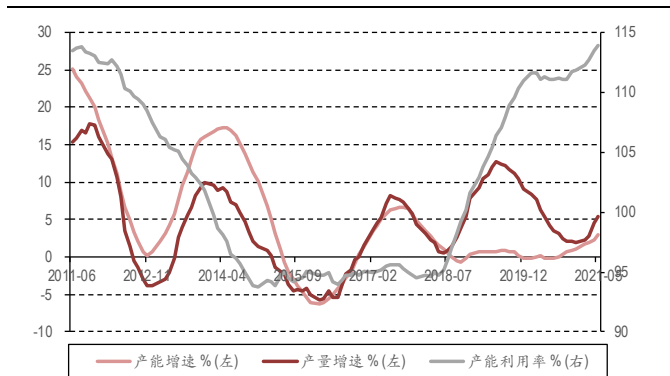
玻璃行业：竣工环比回落，价格稳中有降，库存逐渐接近正常水平：9月全国平板玻璃产量 8,423 万重箱，同增 3.7%，环比下降 5.2%。玻璃行业产能约束仍较强，在产产能基本较 8 月份维持稳定，重点玻璃生产省份中，湖北与广东有所收缩。9 月份，地产竣工 4274.0 万平，环比下滑 13.8%，同比增长 1.0%。竣工端连续多个月的上涨趋势暂告段落，玻璃价格冲高回调，库存逐渐累积接近正常水平：9 月底全国平板玻璃均价 150.6 元/重箱，比月初下降 4.7 元，十月第二周价格为 143.0 元/重箱；库存天数 11.3 天，比月初上升 3.5 天，逐渐靠近正常水平。目前玻璃行业处于上下游博弈期，但今年年底的竣工高峰期产生的玻璃需求仍有望为玻璃注入涨价动力。

图表 8. 玻璃均价与库存天数（价格左轴）



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 9. 玻璃产能、产量与产能利用率（产能利用率右轴）



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 10. 分省份玻璃行业数据

9月30日	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	634.0	114.9	26100.0	0.0	150.1	(1.3)
山西	66.0	37.5	3200.0	0.0	148.0	0.0
辽宁	133.0	33.0	9350.0	0.0	149.9	0.0
江苏	217.0	75.0	9930.0	0.0	152.6	(7.6)
浙江	275.0	75.2	7300.0	0.0	141.8	(13.9)
安徽	254.0	78.9	6900.0	0.0	151.0	(7.9)
福建	122.0	(2.4)	10650.0	0.0	154.0	(4.9)
山东	520.0	57.6	12950.0	0.0	154.3	(4.2)
湖北	460.0	34.9	15000.0	(4.5)	144.3	(9.0)
湖南	74.0	34.5	3665.0	0.0	146.0	(7.6)
广东	330.0	6.1	14050.0	(6.6)	155.5	(0.6)
四川	244.0	(1.2)	10100.0	0.0	153.5	(1.4)
陕西	81.0	24.6	3750.0	0.0	150.8	0.0

资料来源：卓创资讯，中银证券

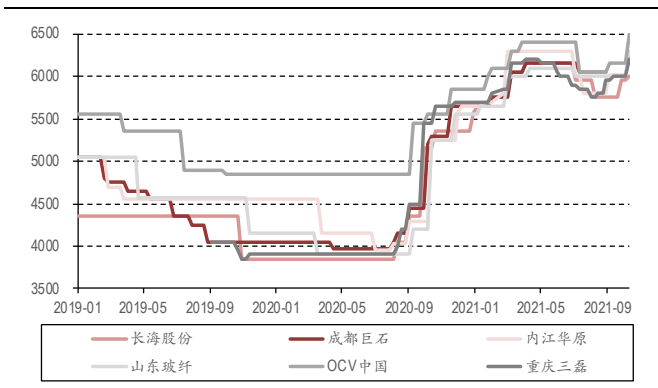
玻纤行业

玻纤行业：价格上升印证供需格局持续向好：9月玻纤价格再现上涨趋势，主要厂商直接纱均价向上调整88元至6025元/吨。结合10月底前两周数据来看，新一轮涨价已开始，目前均价为6250元/吨。玻纤价格再次上涨印证了我们一直的观点：行业供需缺口存在，需求增速大于供给增速。2.能耗双控下，能耗指标趋严，电价、天然气以及铈粉价格的上涨都推高了行业新产能投放的门槛，行业格局有望持续向好。

天然气价格上涨影响总体可控：近期天然气价格持续上涨，交易电价浮动范围扩大至20%，对玻纤行业的成本端产生一定影响。据我们测算，生产一吨玻纤大约需要天然气140立方米，920度电。天然气占玻纤生产总成本的8%-10%，今年天然气最高价至最低价涨幅约83.3%，以液化天然气价格计算，今年的均价较2020年增长39.3%，较2019年增长12.9%。考虑到玻纤龙头普遍拥有的天然气储备罐和购买协议等，预计今年天然气成本上升至总成本的11%-13%，总体影响不大。

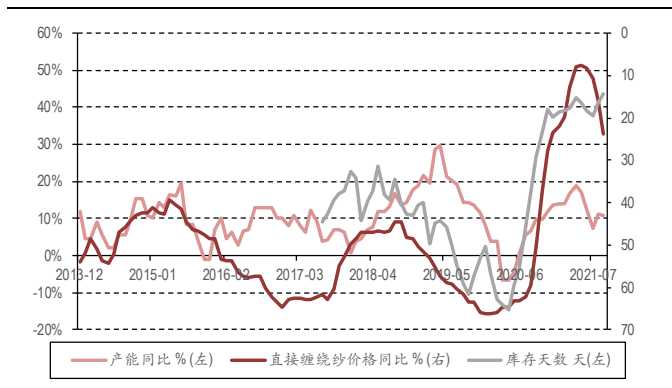
长期需求增速有望保持：长期看，除了风电韧性之外，热塑短切及电子布需求持续旺盛，新能源车放量、汽车轻量化以及手机加速迭代之下，我们认为热塑短切及电子布需求仍将大概率增长；传统建材及工业纱需求韧性仍存，且替代效应将持续显现；玻纤需求仍维持旺盛，玻纤行业景气度仍然有望持续。

图表 11. 玻纤缠绕直接纱价格走势



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 12. 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 13. 预计 2021-2022 年有望投产产能

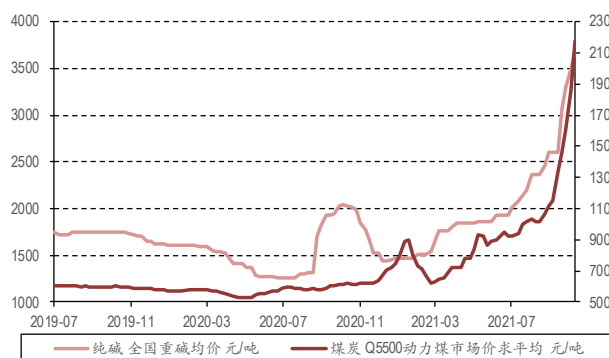
公司	基地	名称	产品	预计产能	备注
中国巨石	桐乡	6 线	无碱纱/环保废丝	3.5	冷修改造
中国巨石	桐乡	智能电子 3 线	电子纱	10.0	新建
中国巨石	埃及	1 线	无碱纱	12.0	冷修升级
泰山玻纤	邹城	6 线	电子纱	6.0	新建
泰山玻纤	马来西亚		无碱纱		规划中
重庆国际	长寿	F12	无碱纱	15.0	新建
重庆国际	巴林	2 线	无碱纱	8.0	新建
山东玻纤	沂水	3/4 线	无碱纱	10.0	3、4 线合并冷修
邢台金牛	邢台	4 线	无碱纱	10	拟建
邢台金牛	邢台	5 线	无碱纱	15	立项中
邢台金牛	邢台	6 线	无碱纱	15	立项中
大华玻纤	江西	1 线	无碱纱	3	中碱改无碱
三磊玻纤	黔江	2 线	无碱纱	10	厂房在建
丹凤集团	桐城	3 线	电子纱	3	在建

资料来源：卓创资讯，中银证券

上游原料情况

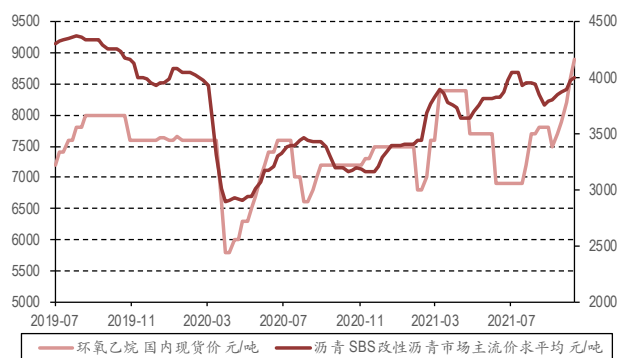
原材料价格整体上行，压力趋于强烈：2021 年以来，大宗商品持续上涨对制造业企业形成较强成本端冲击。9 月份，建材相关的上游原材料压力急剧上升。煤炭、PVC、纯碱、环氧乙烷等原材料与燃料价格均有较大的涨幅，其中煤炭、纯碱、PVC 价格最为显著。

图表 14. 纯碱与煤炭价格走势（纯碱左轴）



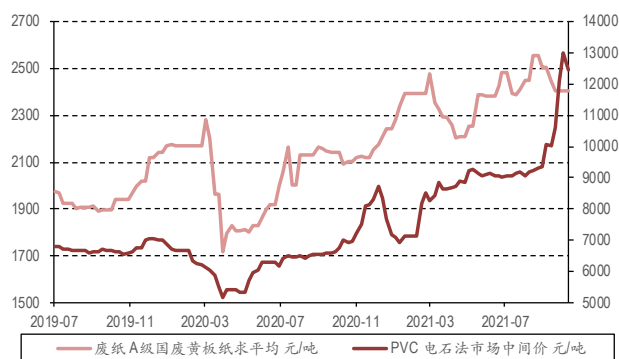
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 15. 环氧乙烷与沥青价格走势（环氧乙烷左轴）



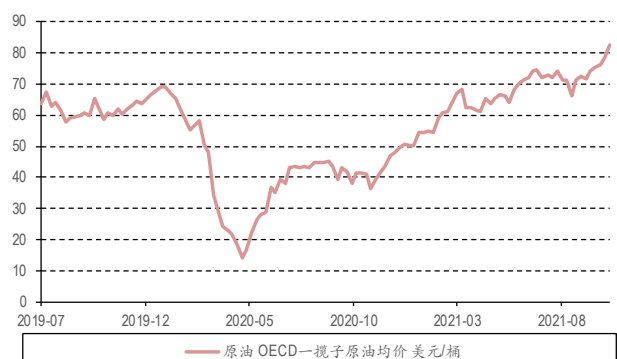
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 16. 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 17. 原油价格走势



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 18.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
2021-09-05	2,508.6	9,352.0	72.6	2,600.0	1,118.7	7,800.0	3,789.3
2021-10-03	2,407.1	12,103.0	76.4	3,300.0	1,611.2	8,200.0	3,899.3
价格变化	(101.4)	2,751.0	3.8	700.0	492.5	400.0	110.0

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 19. 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	18.22	489.43	0.68	1.66	26.8	11.0	4.57
002233.SZ	塔牌集团	买入	10.67	127.22	1.49	1.60	7.1	6.7	9.05
002398.SZ	垒知集团	买入	6.34	45.68	0.52	0.58	12.3	10.9	4.55
603916.SH	苏博特	买入	18.06	75.91	1.05	1.29	17.2	14.0	8.48
000786.SZ	北新建材	买入	32.90	555.85	1.69	2.49	19.4	13.2	10.23
600801.SH	华新水泥	买入	18.79	344.83	2.69	3.50	7.0	5.4	11.34
002271.SZ	东方雨虹	买入	45.99	1,160.59	1.34	1.76	34.2	26.1	9.29
002641.SZ	永高股份	买入	4.61	56.95	0.62	0.62	7.4	7.4	3.83
600720.SH	祁连山	买入	10.56	81.98	1.85	1.91	5.7	5.5	10.17
300737.SZ	科顺股份	买入	14.77	169.24	0.78	1.74	19.0	8.5	4.19
002372.SZ	伟星新材	买入	17.89	284.83	0.75	0.80	23.9	22.3	2.51
600176.SH	中国巨石	买入	17.17	687.34	0.60	1.26	28.4	13.6	4.80
002080.SZ	中材科技	买入	32.09	538.51	1.22	2.14	26.2	15.0	7.61
300196.SZ	长海股份	增持	16.19	66.17	0.66	1.33	24.4	12.2	7.54
605006.SH	山东玻纤	增持	13.59	67.95	0.34	1.39	39.4	9.7	4.07
600585.SH	海螺水泥	买入	40.30	2,067.40	6.63	6.55	6.1	6.2	31.20
000789.SZ	万年青	增持	12.35	98.48	1.86	2.02	6.7	6.1	8.17
000401.SZ	冀东水泥	增持	12.92	182.64	2.02	2.12	6.4	6.1	11.13
000672.SZ	上峰水泥	未有评级	18.00	146.45	2.49	2.94	7.2	6.1	8.74
603737.SH	三棵树	未有评级	107.80	405.80	1.33	2.14	80.9	50.5	6.56
603826.SH	坤彩科技	未有评级	44.00	205.92	0.34	0.76	131.1	57.7	3.54
002043.SZ	兔宝宝	未有评级	9.79	72.83	0.54	0.86	18.1	11.4	2.26
000012.SZ	南玻A	未有评级	9.94	229.11	0.25	0.90	39.2	11.1	3.67
002918.SZ	蒙娜丽莎	未有评级	21.68	89.82	1.37	1.81	15.9	12.0	8.73
603378.SH	亚士创能	未有评级	23.19	69.33	1.06	1.51	22.0	15.4	9.84
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	12.45	68.15	1.14	1.40	10.9	8.9	10.62
000672.SZ	上峰水泥	未有评级	18.00	146.45	2.49	2.94	7.2	6.1	8.74
002798.SZ	帝欧家居	未有评级	13.31	51.50	1.46	1.78	9.1	7.5	11.54

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 10 月 18 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 6-12 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