

## 强于大市

# 建材行业五月数据点评

水泥产量环比改善，同比仍弱，静待基建落地

2022 年 5 月，全国单月水泥产量 2.03 亿吨，同比下降 17.0%；5 月全国平板玻璃产量 8818 万重量箱，同比减少 0.2%。房地产数据出现环比回升，前期宽松政策正逐渐显效果。水泥行业仍然有弱现实和强预期。

- **水泥：产量环比上升，同比跌幅仍大。**2022 年 1-5 月，全国累计水泥产量 7.83 亿吨，累积同比下降 15.3%。5 月，全国单月水泥产量 2.03 亿吨，同比下降 17.0%（前值-18.9%），环比上升 4.2%。上周（6 月 6 日-12 日）全国水泥熟料、P·O42.5 粉末和 P·S32.5 粉末均价分别为 362.06、392.14、410.71 元/吨，延续 3 月以来的下滑趋势。目前磨机开工率与熟料库容比分别为 52.5%与 74.55%，熟料库容比远高于往年同期。**弱现实下仍有较强的恢复预期：一是地产环比恢复有望带动水泥需求。二是基建高增速实物工作量落地可期。**
- **玻璃：价格下降，库存累积。**5 月全国平板玻璃产量 8818 万重量箱，同比减少 0.2%，环比增加 3.0%。目前全国平均玻璃价格 94.87 元/重量箱，同比下降 33.6%。玻璃整体产能维持在高位稳定状态，在产产线 258 条。库存天数持续上升，当前为 23.2 天，行业库存压力较大。浮法玻璃开工率小幅上升，目前为 87.88%。目前玻璃的理论利润持续下探，三种燃料生产工艺均已出现亏损，但行业开工率并未下降，也未出现行业集中冷修，主要原因是行业内仍预期三四季度竣工改善，需求提升。
- **玻纤：电子纱触底回升，粗纱仍有高韧性。**电子纱价格在 3 月连续回落 5 月较为稳定，6 月份已呈现环比向上触底回升趋势，G75 电子纱的吨均价最新一周为 9500 元/吨。粗纱价格近期小幅回落，目前 2400tex 缠绕直接纱、2400tex 毡用合股纱、2400texSMC 合股纱、2400tex 喷射合股纱价格分别是 6,010、8,425、8,467、9,567 元/吨，环比上月同期分别回落 100-300 元/吨。成本端目前铂金属单价 218 元/克；铈金属价格 3,396 元/克，铈金属价格环比回落较多，回落幅度为 20.5%。
- **原材料：整体压力不减，原油支撑下沥青涨价较多。**建材行业原材料压力整体未减。与 5 月初相比，原油、纯碱、煤炭、沥青价格分别上涨 14.1%、11.6%、8.9%、16.1%，涨幅较大，与之相关性较高的玻璃、水泥及防水材料行业的成本压力提升较多。环氧乙烷、PVC 价格有所回落，废纸价格基本稳定。

### 重点推荐

- 首推兼顾基建发力以及地产开工端的水泥行业，个股推荐兼具成长与价值属性的**华新水泥**、重组后治理改善的**冀东水泥**、低 PB 的行业龙头**海螺水泥**。地产端复苏逻辑推荐防水与减水剂，个股推荐低估值的**科顺股份**、行业龙头**东方雨虹**；减水剂推荐**垒知集团**、**苏博特**。预期差角度推荐玻纤与药用玻璃，玻纤推荐三重发力的**中材科技**、成本与规模优势的**中国巨石**，业绩弹性大的小龙头**山东玻纤**以及产业链一体化布局的**长海股份**。药用玻璃推荐产能布局加速客户资源强大的**山东药玻**。

### 评级面临的主要风险

- 玻纤需求不及预期，产能投放节奏加快；基建实物工作量持续滞后；防水新规出台不及预期；原材料价格居高不下；疫情干扰。

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：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

联系人：林祁桢

(8621)20328621

qizhen.lin@bocichina.com

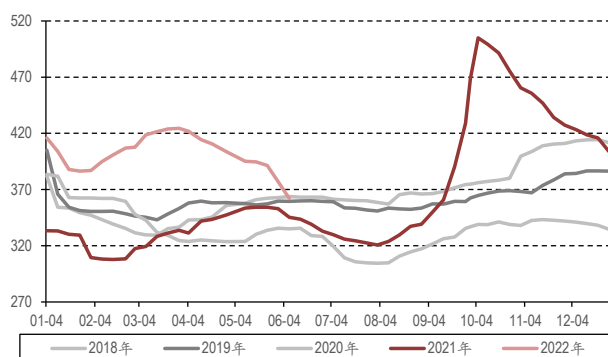
一般证券业务证书编号：S1300121080012

## 水泥行业：弱现实仍有强预期

产量环比上升，同比跌幅仍大。2022年1-5月，全国累计水泥产量7.83亿吨，累积同比下降15.3%。5月，全国单月水泥产量2.03亿吨，同比下降17.0%（前值-18.9%），环比上升4.2%。上周（6月6日-12日）全国水泥熟料、P·O42.5粉末和P·S32.5粉末均价分别为362.06、392.14、410.71元/吨，延续3月以来的下滑趋势。目前磨机开工率与熟料库容比分别为52.5%与74.55%，熟料库容比远高于往年同期。年初至今水泥粉末价格总体延续下行趋势，熟料价格在2-3月上涨后也持续走低，一方面是去年四季度能耗双控水泥价格飞涨后的补跌，另一方面今年地产新开工弱势，基建实物工作量滞后叠加疫情影响导致了行业目前的低迷。叠加今年梅雨季节或延续至7月中旬，今年施工淡季或相对较长。

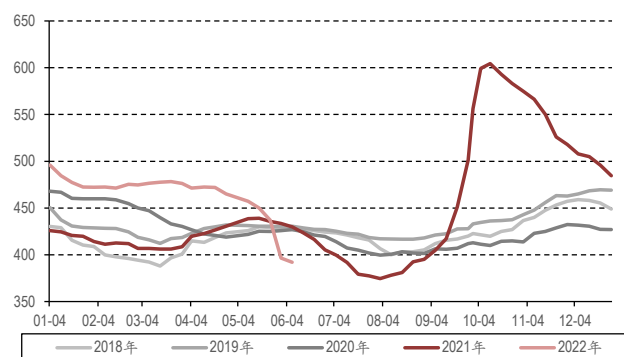
**弱现实下仍有较强的恢复预期：一是地产恢复带动水泥需求。**在疫情的不利条件下5月份地产销售已环比回升，新开工与拿地也呈现环比恢复的态势，我们认为前期逐渐放宽的销售限制以及下调的房贷利率对销售的刺激产生了作用，而这一作用随着全国疫情逐渐得到控制，预计在下半年能够延续。**二是基建高增速实物工作量落地可期。**基建投资增速单月同比上升7.9%，1-5月的累积增速为8.2%。基建投资与实物工作量仍然存在滞后，沥青消费量、挖机开工小时数等与基建相关性较强的指标在5月仍然低迷。我们认为随着稳增长迫切性上升，基建相关的实物工作量有望在三季度逐渐落地，届时雨热天气消散，施工旺季带动水泥需求仍然可期。

图表 1. 全国熟料均价 362.06 元/吨，持续回落



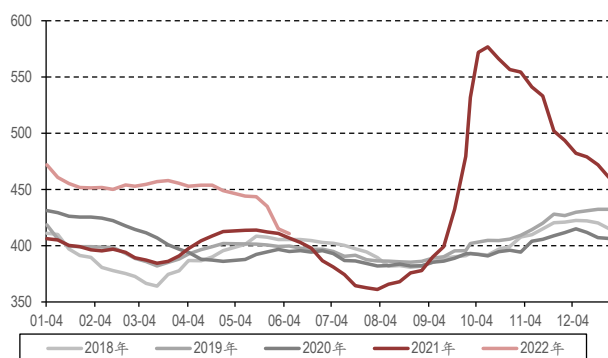
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 2. 全国 P·O42.5 均价 392.14 元/吨，低于往年同期



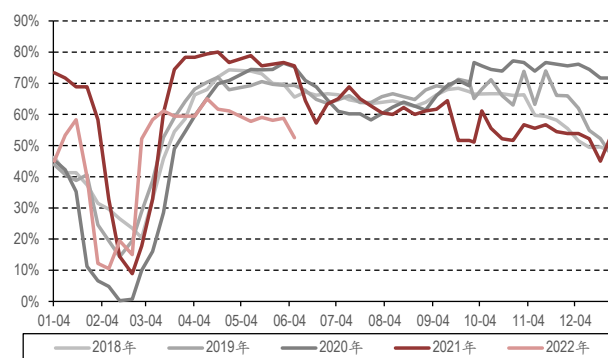
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 3. 全国 P·S32.5 均价 410.71 元/吨，持续回落



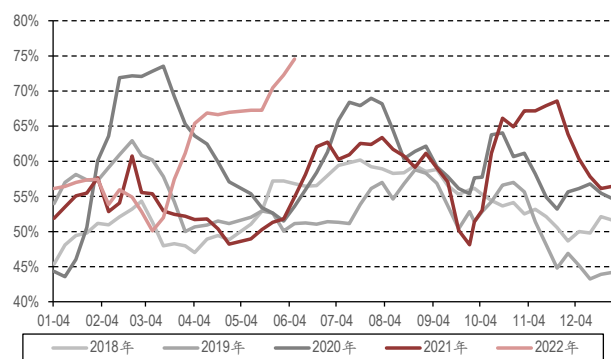
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 4. 全国磨机开工率继续回落，目前为 52.5%



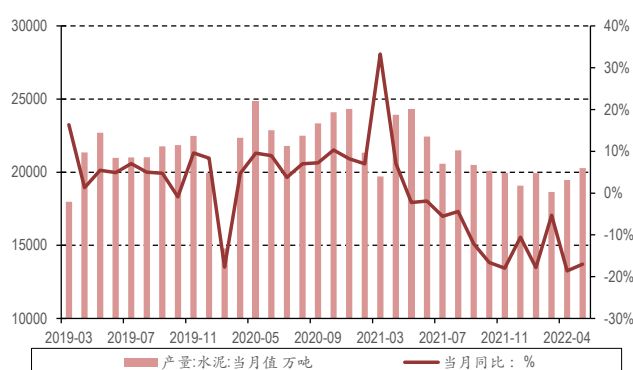
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 5. 熟料库容比压力高于往年同期



资料来源：卓创资讯，中银证券

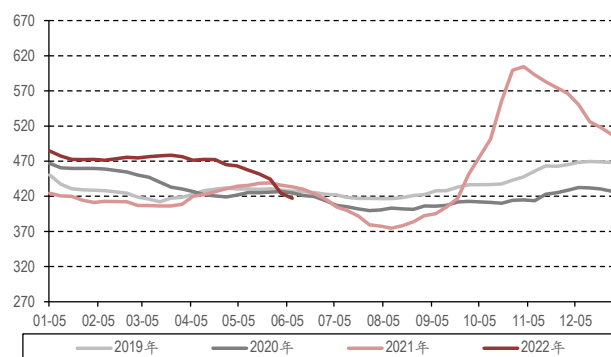
图表 6. 5 月水泥产量同降 17%，降幅收窄



资料来源：卓创资讯，中银证券

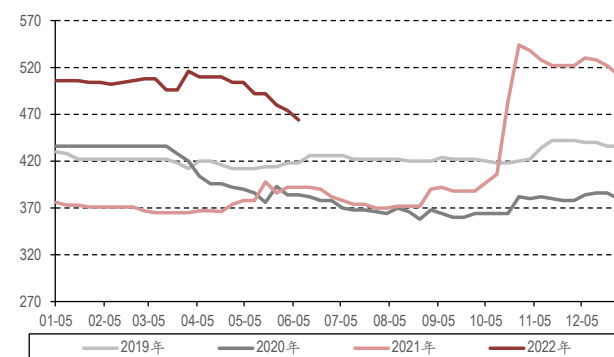
全国水泥价格普跌，西南、华东地区降幅较大。整体而言，近期全国各地水泥均价都有不同程度下滑，目前均价为 417.26 元/吨。分区域来看，西南、华东、东北、华南地区本月降幅较大，价格分别是 424.0、392.1、406.7、443.3 元/吨，降幅为 17.4%、14.4%、12.2%、10.0%。

图表 7. 全国水泥均价下滑（元/吨）



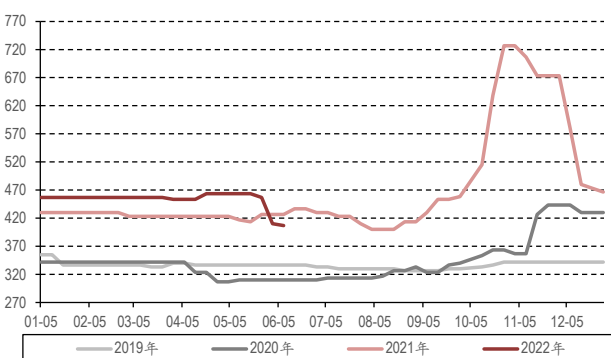
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 8. 华北地区水泥价格下滑（元/吨）



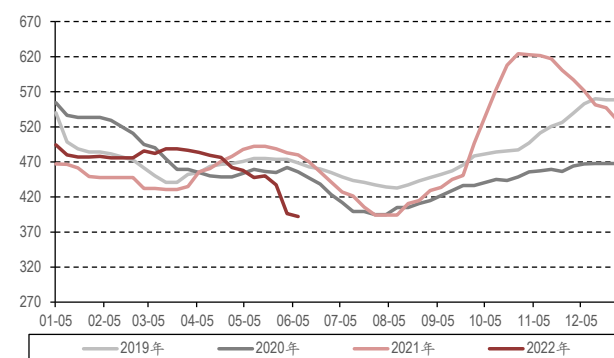
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 9. 东北地区水泥价格小幅下滑（元/吨）



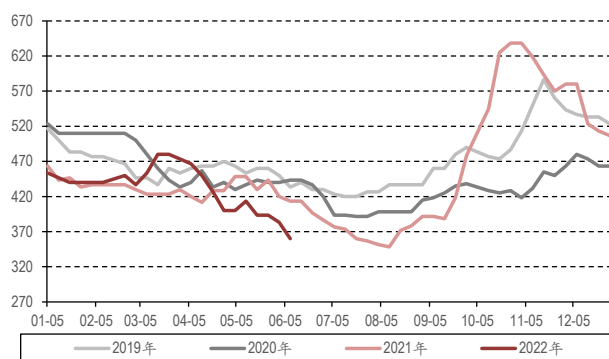
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 10. 华东地区水泥价格低于往年同期



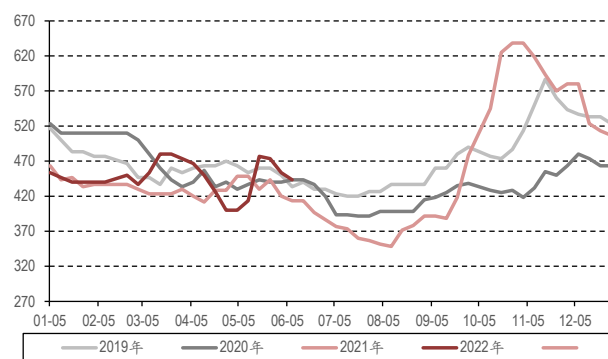
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 11. 华中地区水泥价格持续下滑 (元/吨)



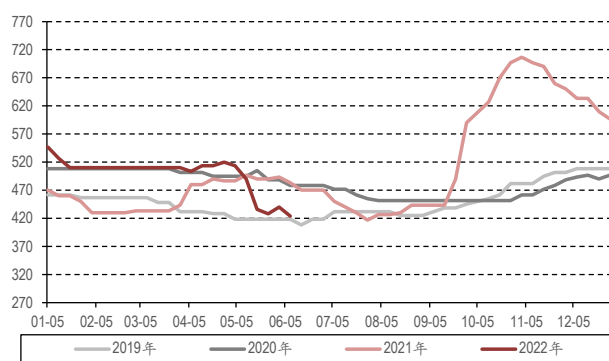
资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表 12. 华南水泥价格小幅上调 (元/吨)



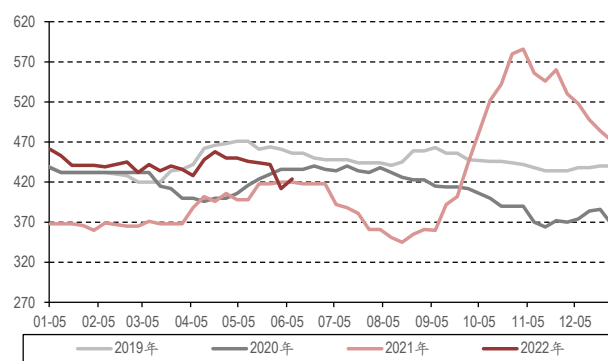
资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表 13. 西南地区水泥价格相对下行 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表 14. 西北地区水泥价格小幅下滑 (元/吨)

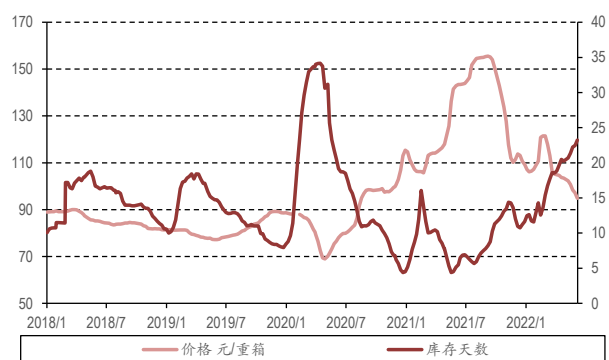


资料来源: 卓创资讯, 中银证券

## 玻璃行业: 利润转负, 厂商仍博弈竣工改善

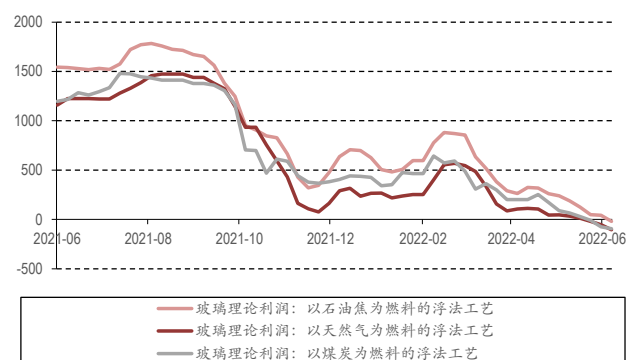
**玻璃行业: 价格下降, 库存累积:** 5月全国平板玻璃产量 8818 万重量箱, 同比减少 0.2%, 环比增加 3.0%。目前全国平均玻璃价格 94.87 元/重量箱, 同比下降 33.6%。从生产端来看, 玻璃整体产能维持在高位稳定状态, 在产产线 258 条。库存天数持续上升, 当前为 23.2 天, 行业库存压力较大。浮法玻璃开工率小幅上升, 目前为 87.88%。目前玻璃的理论利润持续下探, 三种燃料生产工艺均已出现亏损, 但行业开工率并未下降, 也未出现行业集中冷修, 主要原因是行业内仍预期三四季度竣工改善, 需求提升。

图表 15. 玻璃价格回落, 库存累积



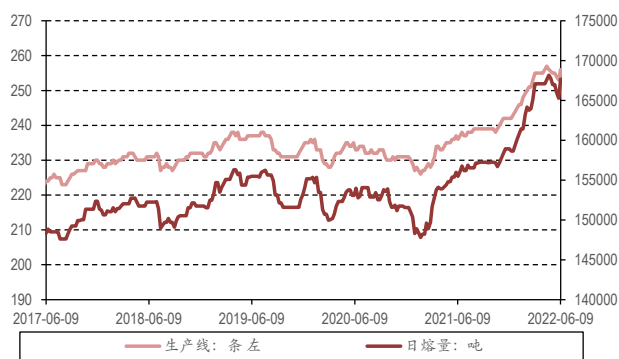
资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表 16. 行业亏损, 理论利润进一步下探 (元/吨)



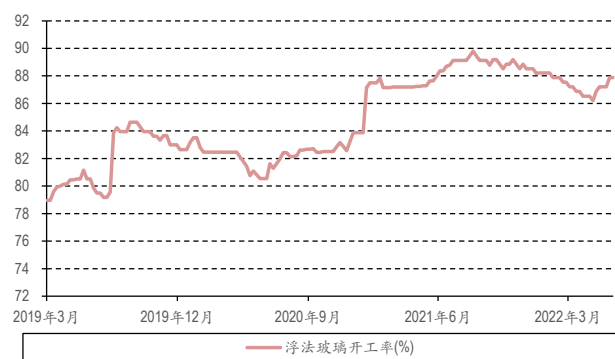
资料来源: 钢联数据, 中银证券

图表 17. 玻璃产能高位稳定，新增较少



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 18. 浮法玻璃开工率小幅上升

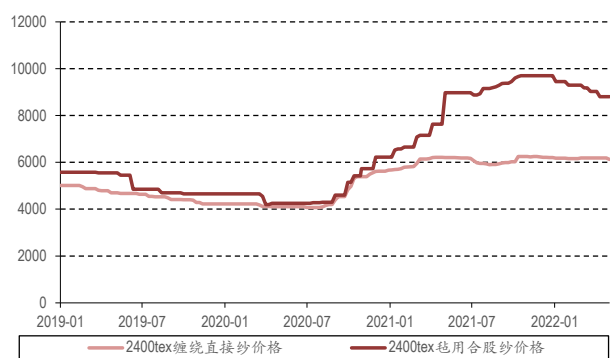


资料来源：卓创资讯，中银证券

## 玻纤行业：电子纱触底，粗纱小幅回落

电子纱触底回升，粗纱仍有高韧性。电子纱价格在 3 月连续回落后 5 月较为稳定，6 月份已呈现环比向上触底回升趋势，G75 电子纱的吨均价最新一周为 9500 元/吨。玻纤粗纱价格近期小幅回落，目前 2400tex 缠绕直接纱、2400tex 毡用合股纱、2400tex SMC 合股纱、2400tex 喷射合股纱价格分别是 6,010、8,425、8,467、9,567 元/吨，环比上月同期分别回落 100-300 元/吨。成本端目前铂金属单价 218 元/克；铑金属价格 3,396 元/克，铑金属价格环比回落较多，回落幅度为 20.5%。

图表 19. 缠绕直接纱 2400 与毡用合股纱价格（元/吨）



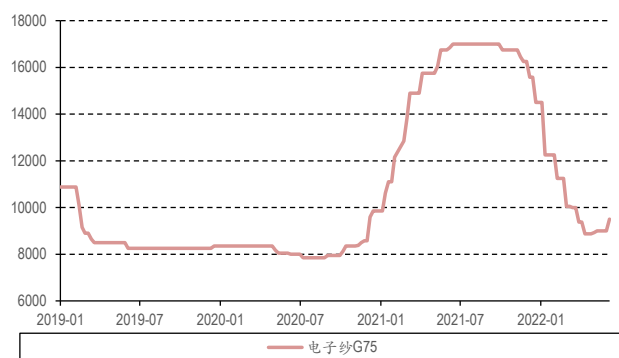
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 20. SMC 合股纱与喷射合股纱价格韧性较强（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 21. 电子纱 G75 价格触底回升（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中银证券

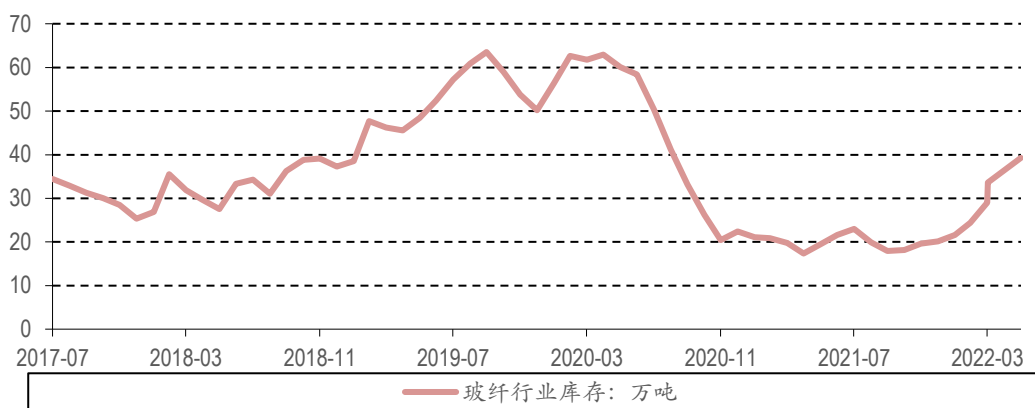
图表 22. 铑金属价格环比回落较多



资料来源：万得，中银证券

库存连续多月累积，目前仍相对较低：5月底全国玻纤库存 39.3 万吨，已连续多月累积且近期累积速度较快。分区域来看，川渝、山东、浙江区分别有库存 7.6 万吨、13.3 万吨、16.8 万吨。

图表 23. 玻纤库存连续累积，但仍出于较低位置（万吨）



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 24. 2022 年-2023 年新增产能靠后，预估国内产能冲击 33 万吨

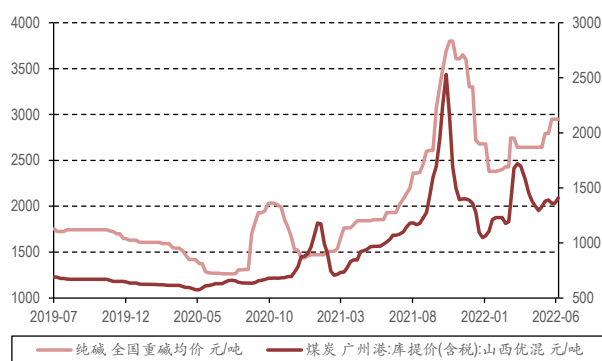
| 企业名称 | 地区/基地 | 生产线       | 产能：万吨 | 产品品类 | 点火日期                       | 新增产量：万吨 |
|------|-------|-----------|-------|------|----------------------------|---------|
| 四川裕达 | 四川德阳  | 1 线       | 3     | 无碱粗纱 | 2022 年 5 月 20 日            | 1.5     |
| 邢台金牛 | 河北邢台  | 4 线       | 10    | 合股纱  | 2022 年 3 月 28 日点火，5 月初出纱   | 5       |
| 建滔化工 | 广东连州  | 6 线       | 6     | 电子纱  | 2022 年 1 月点火               | 5       |
| 中国巨石 | 浙江桐乡  | 智能电子纱 3 线 | 10    | 电子纱  | 计划 2022 年投产                | 5       |
| 中国巨石 | 四川成都  | 3 线       | 15    | 无碱粗纱 | 2022 年 5 月 28 日点火          | 8       |
| 中国巨石 | 埃及苏伊士 | 4 线       | 12    | 无碱粗纱 | 2021.10.6 上午该产线动工开始建设      | 3       |
| 安徽丹凤 | 安徽桐城  | 3 线       | 3     | 电子纱  | 点火时间暂不确定                   | 0       |
| 邢台金牛 | 河北邢台  | 5 线       | 15    | 无碱粗纱 | 正在立项募资                     | 0       |
| 邢台金牛 | 河北邢台  | 6 线       | 15    | 无碱粗纱 | 正在立项募资                     | 0       |
| 重庆国际 | 重庆长寿  | F12 线     | 15    | 无碱粗纱 | 12 月 20 日前后已动工，2022 年存点火计划 | 1       |
| 泰山玻纤 | 山东邹城  | 邹城 2 线联合  | 6     | 电子纱  | 2022 年 4 月公告，建设期 6 个月，预计年底 | 0       |
| 内江华原 | 泰国基地  | 泰国 1 线    | 5     | 无碱粗纱 | 4 月已进入调试阶段，预计 5 月点火        | 2.5     |
| 重庆三磊 | 重庆黔江  | 2 线       | 10    | 无碱粗纱 | 计划 2022 年 4 月点火，缺资金推迟      | 5       |
| 江西元源 | 江西赣州  | 2 线       | 8     | 无碱粗纱 | 在建，预计年内投产                  | 2       |
| 合计   |       | 14        | 125   |      |                            | 37      |
| 国内合计 |       | 12        | 108   |      |                            | 33      |

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

## 上游原料情况：原油支撑沥青涨价

整体压力不减，原油支撑下沥青涨价较多。建材行业原材料压力整体未减。与 5 月初相比，原油、纯碱、煤炭、沥青价格分别上涨 14.1%，11.6%，8.9%，16.1%，涨幅较大，与之相关性较高的玻璃、水泥及防水材料行业的成本压力提升较多。环氧乙烷、PVC 价格有所回落，废纸价格基本稳定。

图表 25. 纯碱与煤炭价格走势



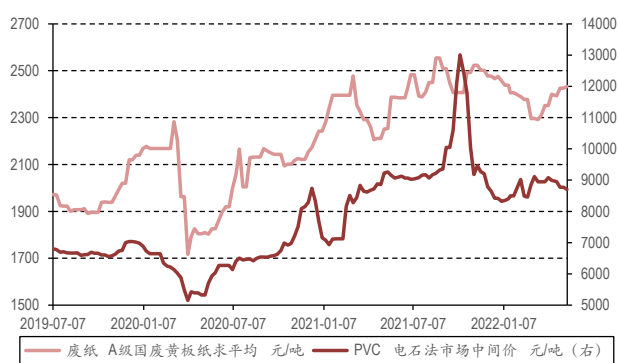
资料来源：万得，中银证券

图表 26. 环氧乙烷与沥青价格走势



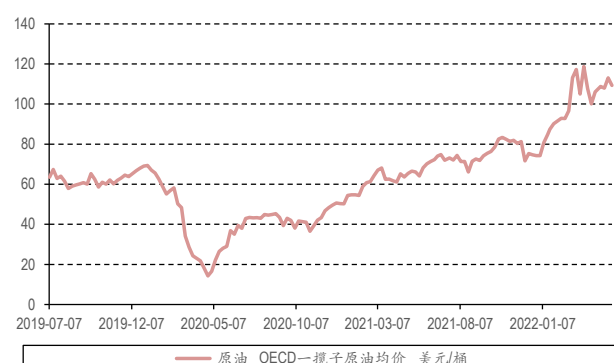
资料来源：万得，中银证券

图表 27. PVC 与废纸价格走势



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 原油价格走势



资料来源：万得，中银证券

图表 29. 主要原材料价格

|            | 废纸<br>A 级国废黄板纸<br>求平均<br>元/吨 | PVC<br>电石法市场中间<br>价<br>元/吨 | 原油<br>OECD 一揽子原<br>油均价<br>美元/桶 | 纯碱<br>全国重碱均价<br>元/吨 | 煤炭<br>Q5500 动力煤市<br>场价求平均<br>元/吨 | 环氧乙烷<br>国内现货价<br>元/吨 | 沥青<br>SBS 改性沥青市<br>场主流价求平均<br>元/吨 |
|------------|------------------------------|----------------------------|--------------------------------|---------------------|----------------------------------|----------------------|-----------------------------------|
| 2022-05-01 | 2,425.7                      | 8,774.0                    | 108.0                          | 2,643.0             | 1,295.0                          | 8,200.0              | 4,632.1                           |
| 2022-06-12 | 2,404.3                      | 8,584.0                    | 123.2                          | 2,950.0             | 1,410.0                          | 7,700.0              | 5,378.6                           |
| 价格变化       | (21.4)                       | (190.0)                    | 15.2                           | 307.0               | 115.0                            | (500.0)              | 746.4                             |
| 涨幅：%       | (0.9)                        | (2.2)                      | 14.1                           | 11.6                | 8.9                              | (6.1)                | 16.1                              |

资料来源：万得，中银证券

### 风险提示

1. **玻纤需求不及预期，产能投放节奏加快：**玻纤出口目前处于超预期高位，但后续欧洲天然气价格走势存在不确定性。国内部分需求存在不确定性，若需求不及预期，玻纤行业景气度或进一步回落。
2. **基建实物工作量落地不及预期：**今年基建投资增速与实物工作量存在滞后，若无法得到快速弥补，建材行业相关需求或相对受阻。
3. **防水新规出台不及预期：**市场预期国家新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。
4. **原材料成本居高不下：**中央政策多次提及要做好大宗商品保供稳价，但目前建材行业主要原材料价格仍居于高位，成本转嫁存在一定困难。若上游大宗商品再次遭遇限产或海运受阻等外生因素，仍将继续中游的建材行业利润。
5. **疫情干扰：**疫情仍然是当前经济发展的最主要不确定性因素之一，若后续新冠病毒加速变异，疫情防控难度增加，或再次对企业正常生产经营形成较大冲击。

附录图 30. 报告中提及上市公司估值表

| 公司代码      | 公司简称 | 评级   | 股价    | 市值       | 每股收益(元/股) |      | 市盈率(x) |      | 最新每股净资产 |
|-----------|------|------|-------|----------|-----------|------|--------|------|---------|
|           |      |      | (元)   | (亿元)     | 21A       | 22E  | 21A    | 22E  | (元/股)   |
| 601636.SH | 旗滨集团 | 买入   | 11.99 | 322.09   | 1.58      | 1.35 | 7.6    | 8.9  | 5.12    |
| 002233.SZ | 塔牌集团 | 买入   | 9.11  | 108.62   | 1.54      | 1.75 | 5.9    | 5.2  | 10.01   |
| 002398.SZ | 垒知集团 | 买入   | 6.17  | 44.44    | 0.38      | 0.59 | 16.3   | 10.5 | 4.81    |
| 603916.SH | 苏博特  | 买入   | 23.87 | 100.33   | 1.27      | 1.51 | 18.8   | 15.8 | 9.53    |
| 000786.SZ | 北新建材 | 买入   | 30.02 | 507.19   | 2.08      | 2.57 | 14.4   | 11.7 | 11.53   |
| 600801.SH | 华新水泥 | 买入   | 18.27 | 319.85   | 2.56      | 2.97 | 7.1    | 6.2  | 13.02   |
| 002271.SZ | 东方雨虹 | 买入   | 45.77 | 1,153.23 | 1.67      | 1.95 | 27.4   | 23.5 | 10.54   |
| 002641.SZ | 公元股份 | 买入   | 4.84  | 59.78    | 0.47      | 0.57 | 10.4   | 8.5  | 4.14    |
| 600720.SH | 祁连山  | 买入   | 12.59 | 97.73    | 1.22      | 1.61 | 10.3   | 7.8  | 10.62   |
| 300737.SZ | 科顺股份 | 买入   | 10.70 | 126.43   | 0.57      | 0.74 | 18.8   | 14.5 | 4.63    |
| 002372.SZ | 伟星新材 | 买入   | 20.64 | 328.61   | 0.77      | 0.98 | 26.9   | 21.1 | 3.16    |
| 600176.SH | 中国巨石 | 买入   | 16.71 | 668.92   | 1.51      | 1.66 | 11.1   | 10.1 | 6.09    |
| 002080.SZ | 中材科技 | 买入   | 23.62 | 396.37   | 2.01      | 2.31 | 11.7   | 10.2 | 8.88    |
| 300196.SZ | 长海股份 | 增持   | 17.77 | 72.63    | 1.40      | 1.70 | 12.7   | 10.5 | 8.86    |
| 605006.SH | 山东玻纤 | 增持   | 10.72 | 64.32    | 0.91      | 1.41 | 11.8   | 7.6  | 4.87    |
| 600585.SH | 海螺水泥 | 买入   | 36.88 | 1,838.93 | 6.28      | 6.55 | 5.9    | 5.6  | 35.52   |
| 000789.SZ | 万年青  | 增持   | 10.87 | 86.68    | 2.00      | 2.21 | 5.4    | 4.9  | 9.29    |
| 000401.SZ | 冀东水泥 | 增持   | 10.68 | 283.90   | 1.06      | 1.83 | 10.1   | 5.8  | 11.76   |
| 300715.SZ | 凯伦股份 | 买入   | 12.31 | 47.38    | 0.19      | 0.82 | 65.9   | 15.0 | 7.09    |
| 600529.SH | 山东药玻 | 买入   | 27.65 | 164.51   | 0.99      | 1.35 | 27.8   | 20.5 | 8.11    |
| 000672.SZ | 上峰水泥 | 未有评级 | 15.10 | 147.25   | 2.23      | 2.22 | 6.8    | 6.8  | 10.61   |

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2022 年 6 月 15 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