

强于大市

建材行业 7 月数据点评

水泥产量降幅进一步收窄，地产数据仍然低迷

7 月水泥产量 1.92 亿吨，同比下降 7.0%，降幅连续多月收窄；水泥价格在 8 月上旬开始止跌回升，需进一步观察施工走出淡季的节奏。玻璃产量小幅下降，利润压力仍然较大。玻纤库存持续累积，粗纱的价格韧性也在遭到破坏。我们认为后续的关键仍然是基建投资的实质性落地。

- **水泥：产量降幅收窄，价格在 8 月止跌。**2022 年 1-7 月，全国累计水泥产量 11.64 亿吨，累积同比下降 14.2%，较 1-6 月少降 0.8pct。7 月，全国单月水泥产量 1.92 亿吨，同比下降 7.0%，环比下降 1.7%，产量降幅连续多月收窄。8 月以来水泥价格止跌，截止 8 月第 2 周，全国水泥熟料、P·O42.5 粉末和 P·S32.5 粉末均价分别为 332.7、380.5、380.2 元/吨，较 7 月底稍有上涨，连续多月的价格下降趋势基本结束，接下来关键看天气以及基建落地的情况。磨机开工率与熟料库容比分别为 61.7%与 68.2%，库容比较 6-7 月有所回落，但仍处季节性高位。
- **玻璃：利润压力仍大。**7 月全国平板玻璃产量 8691 万重量箱，同比减少 1.6%。截至目前 8 月第 2 周，全国玻璃均价 86.87 元/重量箱，较上月同期下降 0.83 元/重量箱。利润端，由于价格下行、纯碱与石油焦价格缓慢上升，玻璃利润逐渐下探，我们测算目前利润平板玻璃利润水平为负 218.14 元/重量箱。库存天数持续上升，最近一周下降，当前为 20.3 天，但仍需进一步观察下游加工厂利润。
- **玻纤：粗纱价格韧性遭破坏。**电子纱价格底部徘徊，回升趋缓，G75 电子纱的吨均价最新一周为 9250 元/吨，环比上月同期下降 300 元/吨。玻纤粗纱价格近期回落加速，目前 2400tex 缠绕直接纱均价 5070/吨，环比上月同期，环比上月同期回落 660 元/吨，其中 8 月第 2 周单周降幅为 515 元/吨，单周降幅为历史之最，需要进一步观察需求恢复情况。成本端目前铂铑合金价格处于总体基本稳定位置，铂价格在 200-220 元/吨之间，铑金属在 3500-4000 元/吨之间波动，总体趋于稳定。库存连续多月累积，7 月底全国玻纤库存 53.01 万吨，环比增加 8.3 万吨。已连续多月累积且近期累计速度较快。

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；原材料价格回落不及预期；疫情干扰。

相关研究报告

《建材行业周报 (8.8-8.14)：玻璃涨价降库，水泥涨价趋势受高温影响暂缓》 20220815
 《建材行业周报 (8.1-8.7)：水泥涨价，玻璃降库，行业基本面边际改善》 20220808
 《建材行业周报 (7.25-7.31)：下半年关键在于基建存量资金到位》 20220801

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

目录

水泥行业：产量降幅近一步收窄，价格在 8 月止跌.....	4
玻璃行业：产量小幅下降，利润压力仍大.....	7
玻纤行业：库存累积未见减速，价格回落加速.....	8
上游原燃料价格全面下降.....	10
风险提示	11

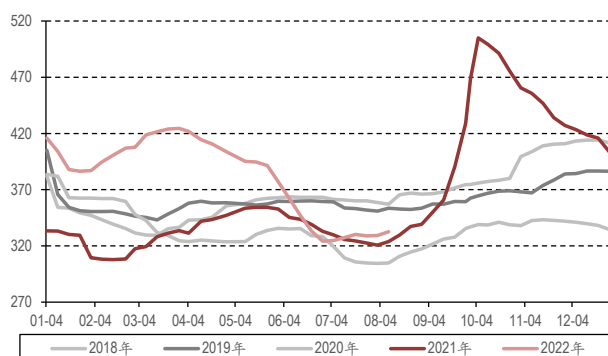
图表目录

图表 1. 全国熟料均价止跌小幅回升 (元/吨)	4
图表 2. 全国 P O42.5 均价止跌 (元/吨)	4
图表 3. 全国 P·S32.5 均价止跌 (元/吨)	4
图表 4. 全国磨机开工率走稳 (%)	4
图表 5. 熟料库容比仍高于往年同期 (%)	4
图表 6. 7 月水泥产量同降 7.0%，降幅收窄	4
图表 7. 全国水泥均价止跌 (元/吨)	5
图表 8. 华北地区水泥价格止跌 (元/吨)	5
图表 9. 东北地区水泥价格止跌回升 (元/吨)	5
图表 10. 华东地区水泥价格止跌回升 (元/吨)	5
图表 11. 华中地区水泥价格止跌 (元/吨)	5
图表 12. 华南水泥价格止跌 (元/吨)	5
图表 13. 西南地区水泥价格止跌回升 (元/吨)	6
图表 14. 西北地区水泥仍在下行 (元/吨)	6
图表 15. 电热气水与公用水利增速较高，交运邮储转正	6
图表 16. 地产开工、竣工等数据均走低 (12 月 TTM)	6
图表 17. 挖机开工小时数降幅收窄	6
图表 18. 基建相关财政支出增速走高 (12 月 TTM)	6
图表 19. 玻璃价格与库存在 8 月第 2 周好转	7
图表 20. 行业亏损，理论利润进一步下探 (元/吨)	7
图表 21. 近期浮法玻璃开工率下降 (%)	7
图表 22. 冷修与持续生产的博弈	7
图表 23. 缠绕直接纱 2400tex 均价 (元/吨)	8
图表 24. 电子纱 G75 价格底部徘徊 (元/吨)	8
图表 25. 铂与铑金属价格在区间内波动	8
图表 26. 玻纤库存持续累积 (万吨)	8
图表 27. 上半年玻纤新增产能基本落实	9
图表 28. 纯碱与煤炭 (右) 价格走势	10
图表 29. 环氧乙烷与沥青 (右) 价格走势	10
图表 30. 废纸与 PVC (右) 价格走势	10
图表 31. 原油价格走势	10
图表 32. 主要原材料价格	10
附录图表 33. 报告中提及上市公司估值表	12

水泥行业：产量降幅近一步收窄，价格在 8 月止跌

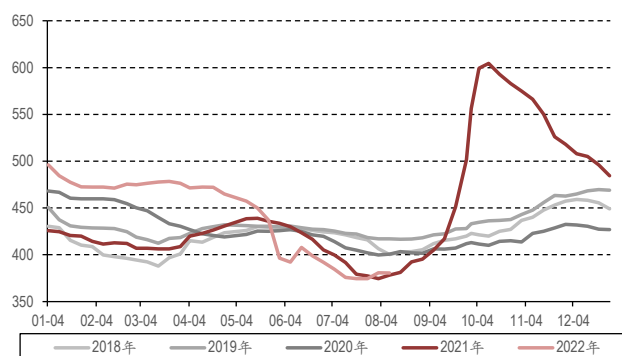
产量降幅收窄，价格在 8 月止跌。2022 年 1-7 月，全国累计水泥产量 11.64 亿吨，累积同比下降 14.2%，较 1-6 月少降 0.8pct。7 月，全国单月水泥产量 1.92 亿吨，同比下降 7.0%，环比下降 1.7%，产量降幅连续多月收窄。8 月以来水泥价格止跌，截止 8 月第 2 周，全国水泥熟料、P·O42.5 粉末和 P·S32.5 粉末均价分别为 332.7、380.5、380.2 元/吨，较 7 月底稍有上涨，连续多月的价格下降趋势基本结束，接下来关键看天气以及基建落地的情况。磨机开工率与熟料库容比分别为 61.7%与 68.2%，库容比较 6-7 月有所回落，但仍处季节性高位。

图表 1. 全国熟料均价止跌小幅回升 (元/吨)



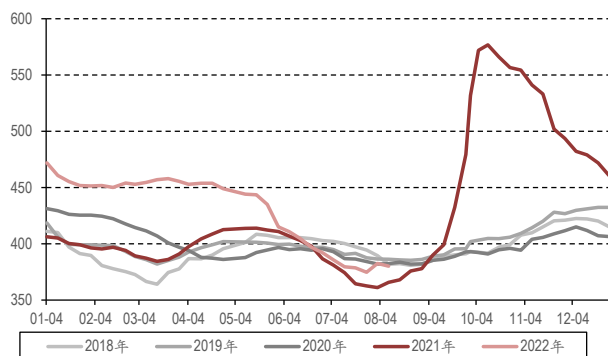
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 2. 全国 P O42.5 均价止跌 (元/吨)



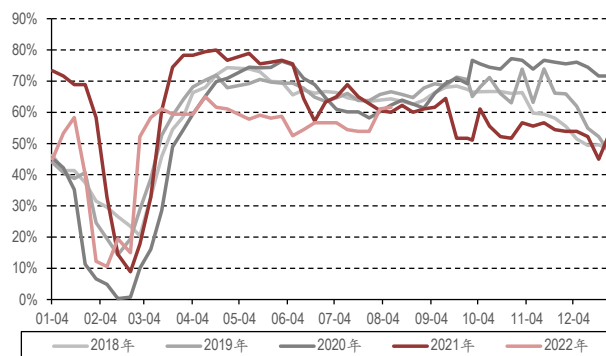
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 3. 全国 P·S32.5 均价止跌 (元/吨)



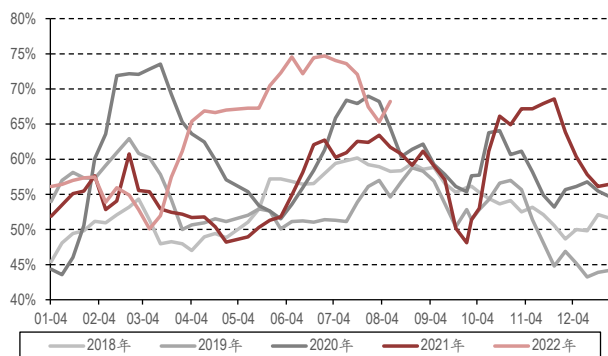
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 4. 全国磨机开工率走稳 (%)



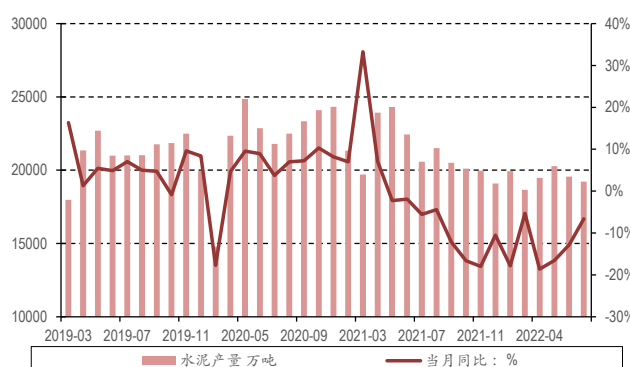
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 5. 熟料库容比仍高于往年同期 (%)



资料来源：卓创资讯，中银证券

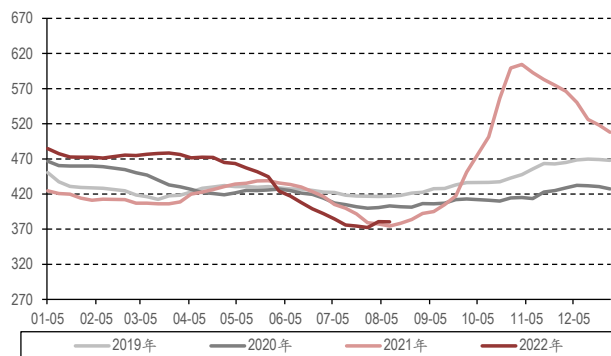
图表 6. 7 月水泥产量同降 7.0%，降幅收窄



资料来源：卓创资讯，中银证券

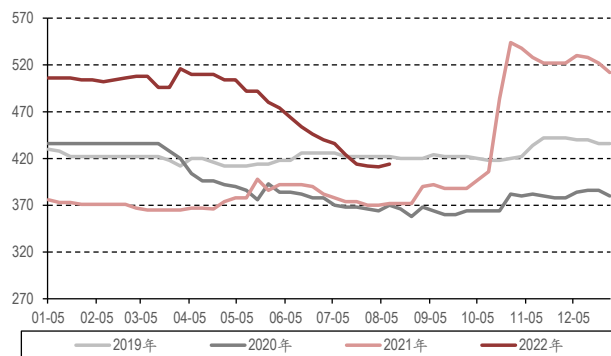
全国水泥价格普遍止跌。全国多地水泥均价在8月中上旬止跌回升，目前全国均价为380.5元/吨，较上月同期上涨4.7元/吨。分地区来看，除西北地区价格仍在下探外，其余区域水泥价格大多已出现止跌回升趋势。

图表 7. 全国水泥均价止跌（元/吨）



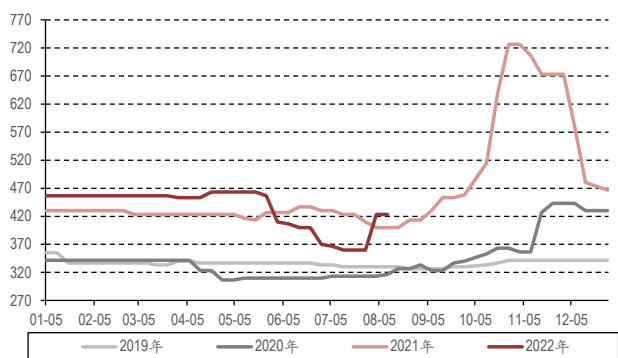
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 8. 华北地区水泥价格止跌（元/吨）



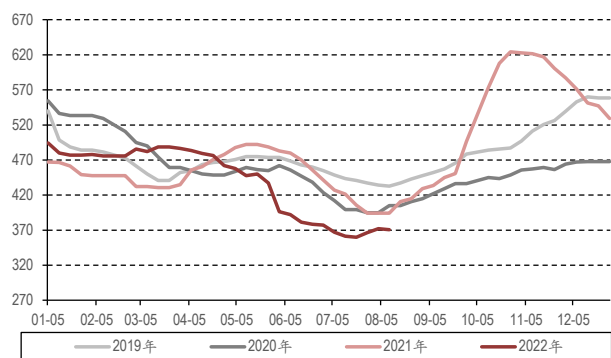
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 9. 东北地区水泥价格止跌回升（元/吨）



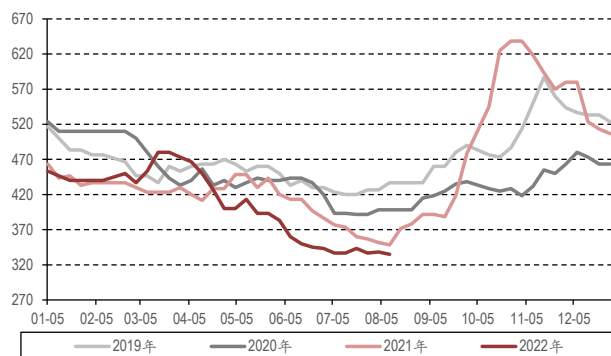
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 10. 华东地区水泥价格止跌回升（元/吨）



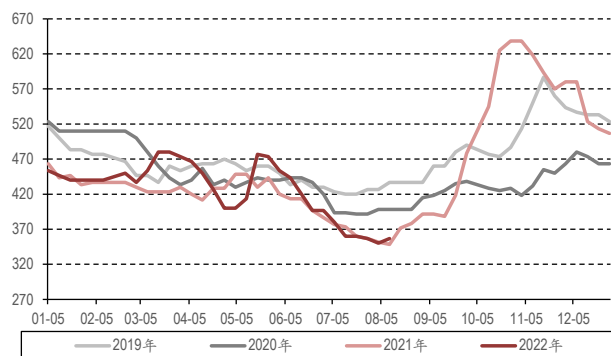
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 11. 华中地区水泥价格止跌（元/吨）



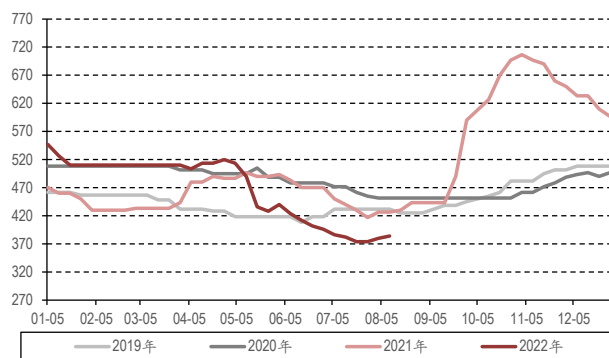
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 12. 华南水泥价格止跌（元/吨）



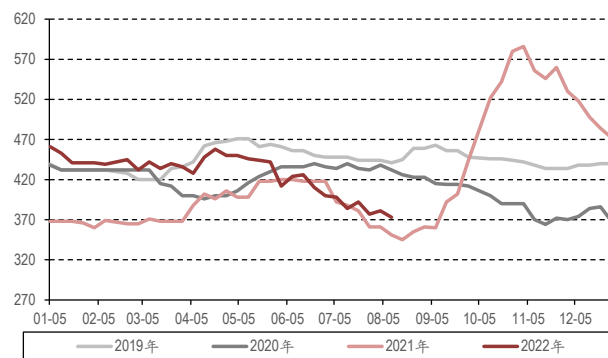
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 13. 西南地区水泥价格止跌回升 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 14. 西北地区水泥仍在下行 (元/吨)

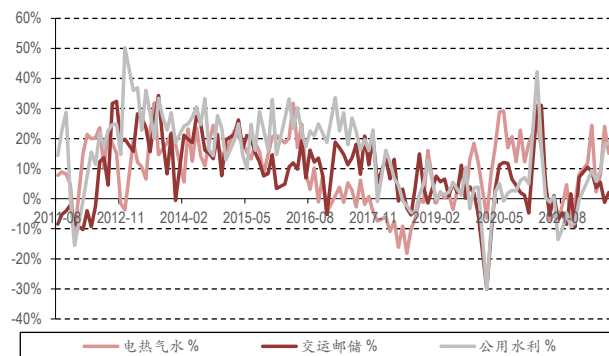


资料来源：卓创资讯，中银证券

地产低迷持续，基建投资增速维持两位数。7月地产施工、新开工、竣工、拿地、销售分别同降3.66%、45.39%、36.01%、52.8%、47.33%，竣工与拿地面积增速较上月同期分别收窄4.7pct与5.5pct，其他各项降幅仍在扩大。7月基建投资同比仍保持11.47%的两位数增速，其中电热气水、交运邮储、公用水利分别同比增长15.10%、2.07%、18.40%，水利仍然保持较高增速，交运邮储恢复正增长。

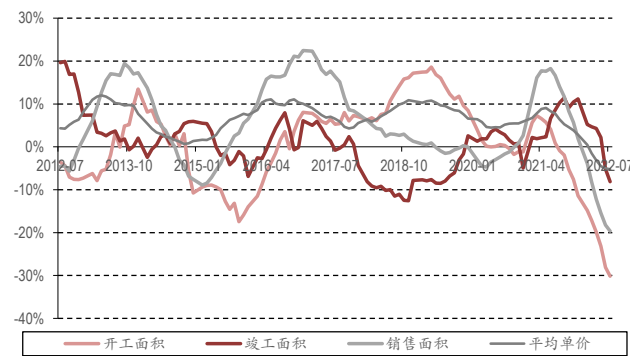
下半年水泥需求，关键还是看基建。水泥行业淡季向旺季转换的过渡阶段，价格止跌回升，出货量环比小幅上升，库容比小幅下降。上半年基建投资增速较高，但是基建相关的实物工作量始终未见落地趋势，地方上始终存在“钱等项目”、“项目等钱”等情况，我们认为下半年经济增长任务更加急迫、基建稳增长的重要性将进一步提升，水泥需求有望在雨热天气结束后实质性好转。

图表 15. 电热气水与公用水利增速较高，交运邮储转正



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 地产开工、竣工等数据均走低 (12月 TTM)



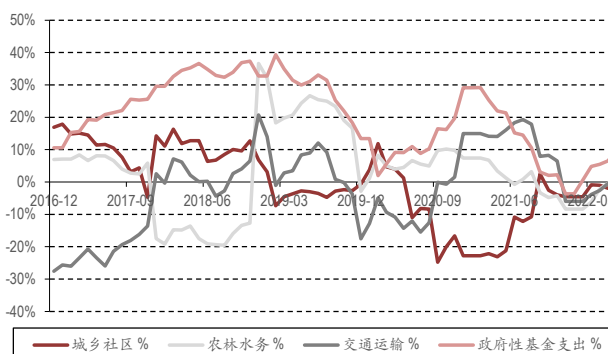
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 挖机开工小时数降幅收窄



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 基建相关财政支出增速走高 (12月 TTM)



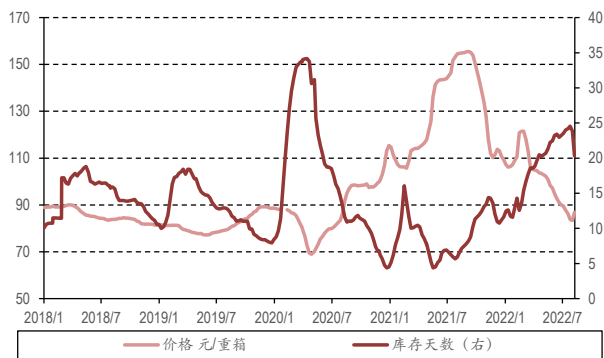
资料来源：万得，中银证券

玻璃行业：产量小幅下降，利润压力仍大

利润压力仍大。7月全国平板玻璃产量8691万重量箱，同比减少1.6%。截至目前8月第2周，全国玻璃均价86.87元/重量箱，较上月同期下降0.83元/重量箱。利润端，由于价格下行、纯碱与石油焦价格缓慢上升，玻璃利润逐渐下探，我们测算目前利润平板玻璃利润水平为负218.14元/重量箱。库存天数持续上升，最近一周下降，当前为20.3天，但仍需进一步观察下游加工厂利润。

行业冷修周期渐近，但也存在阻力。我们统计，目前8年以上窑龄以上产线占比约21.8%，而这一数字在年底将达到30.1%，窑龄限制叠加利润下行促使行业冷修周期逐渐靠近。但冷修仍然存在阻力，一方面，受环保限制，老旧产线有较强的燃料环保改造等需求，停产后产线改造投入将较大；另一方面，玻璃企业会有坚持生产等待同行率先冷修减少供给改善行业景气度的预期，容易形成恶性循环。

图表 19. 玻璃价格与库存在 8 月第 2 周好转



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 20. 行业亏损，理论利润进一步下探（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中银证券测算

图表 21. 近期浮法玻璃开工率下降（%）



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 冷修与持续生产的博弈

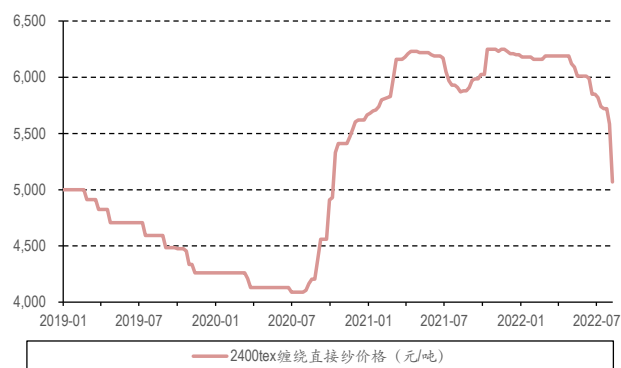


资料来源：卓创资讯，中银证券

玻纤行业：库存累积未见减速，价格回落加速

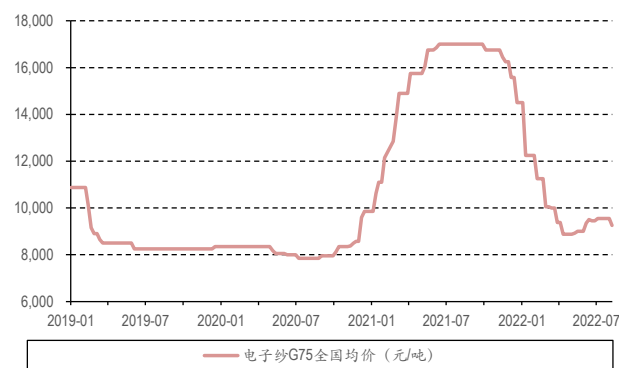
粗纱价格韧性遭破坏。电子纱价格底部徘徊，回升趋缓，G75 电子纱的吨均价最新一周为 9250 元/吨，环比上月同期下降 300 元/吨。玻纤粗纱价格近期回落加速，目前 2400tex 缠绕直接纱均价 5070/吨，环比上月同期，环比上月同期回落 660 元/吨，其中 8 月第 2 周单周降幅为 515 元/吨，单周降幅为历史之最，需要进一步观察需求恢复情况。成本端目前铂铑合金价格处于总体基本稳定位置，铂价格在 200-220 元/吨之间，铑金属在 3500-4000 元/吨之间波动，总体趋于稳定。库存连续多月累积，7 月底全国玻纤库存 53.01 万吨，环比增加 8.3 万吨。已连续多月累积且近期累计速度较快。

图表 23. 缠绕直接纱 2400tex 均价 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 24. 电子纱 G75 价格底部徘徊 (元/吨)



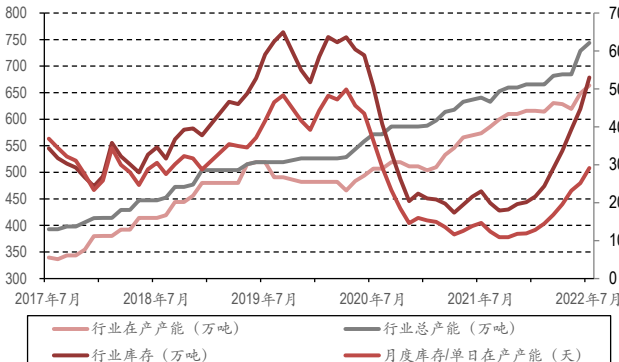
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 25. 铂与铑金属价格在区间内波动



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 26. 玻纤库存持续累积 (万吨)



资料来源：万得，中银证券

7 月中下旬以来无新增产能，今年计划投产已基本全落实。6 月中下旬以来，中国巨石桐乡智能电子纱 3 线 10 万吨、重庆三磊粗纱 2 线 10 万吨、重庆国际 F12 线 15 万吨以及四川威远的泰国 1 线 5 万吨产能陆续投产，7 月中下旬无新增产能，今年计划新增产线基本投产完毕，下半年新增产能较少。

图表 27. 上半年玻纤新增产能基本落实

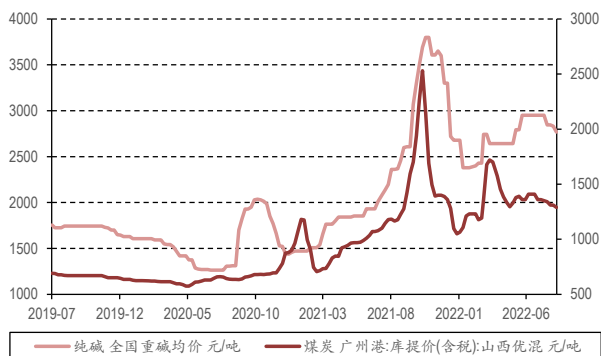
点火时间	公司	产线名称	产能：万吨	产品	产能冲击：万吨
2022/1/10	建滔化工	新建线 6 线	6	电子纱	5
2022/3/28	邢台金牛	4 线	10	无碱粗纱	6
2022/5/20	四川裕达	1 线	3	无碱粗纱	1.5
2022/5/28	中国巨石	成都 3 线	15	短切纱为主	7.5
2022/6/18	中国巨石	智能电子纱 3 线	10	电子纱	3
2022/6/27	重庆三磊	黔江区 2 线	10	无碱粗纱	4
2022/6/29	重庆国际	F12	15	无碱粗纱	5
2022/7/8	四川威远	泰国 1 线	5	无碱粗纱	2
预计年内投产	江西元源	2 线	8	无碱粗纱	2
2022Q4	泰山玻纤	邹城 2 线	6	高强高模玻纤	1
预计年底投产	中国巨石	埃及 4 线	12	无碱粗纱	0
国内合计			85		35
合计			102		37

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

上游原燃料价格全面下降

PVC 回落最快，原油现拐点。建材行业原材料压力在 6 月下旬以来开始减轻，7 月更是迎来了较大幅度的全面回落。环氧乙烷、原油、PVC 价格 7 月至今均已下降超过 10%，废纸、煤炭、纯碱价格也有 5% 以上的下降，沥青价格环比降幅稍小。持续承受上游原材料成本压力的建材行业终于迎来成本端的边际改善。

图表 28. 纯碱与煤炭（右）价格走势



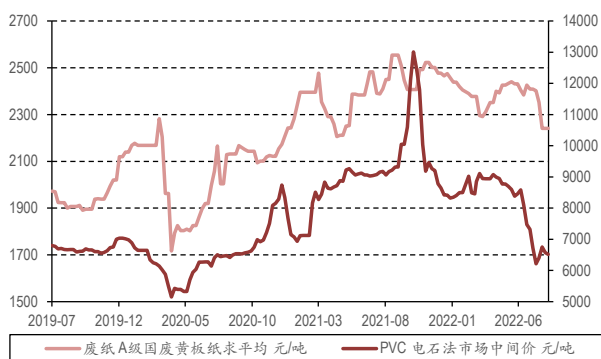
资料来源：万得，中银证券

图表 29. 环氧乙烷与沥青（右）价格走势



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 废纸与 PVC（右）价格走势



资料来源：万得，中银证券

图表 31. 原油价格走势



资料来源：万得，中银证券

图表 32. 主要原材料价格

	废纸	PVC	原油	纯碱	煤炭	环氧乙烷	沥青
	A 级国废黄板纸求平均	电石法市场中间价	OECD 一揽子原油均价	全国重碱均价	Q5500 动力煤市场价求平均	国内现货价	SBS 改性沥青市场主流价求平均
	元/吨	元/吨	美元/桶	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨
2022-07-03	2,408.6	7,317.0	115.6	2,950.0	1,360.0	7,350.0	5,380.0
2022-08-14	2,241.4	6,519.0	103.2	2,768.0	1,290.0	6,300.0	5,258.8
价格变化	(167.1)	(798.0)	(12.4)	(182.0)	(70.0)	(1,050.0)	(121.3)
涨幅：%	(6.94)	(10.91)	(10.76)	(6.17)	(5.15)	(14.29)	(2.25)

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. **原材料成本回落不及预期：**建材行业主要原材料环比有所回落，但仍处于相对高位，且行业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干扰，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。

附录图表 33. 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	12.90	346.17	1.58	1.35	8.2	9.6	5.12
002233.SZ	塔牌集团	买入	8.04	95.86	1.54	1.75	5.2	4.6	9.44
002398.SZ	垒知集团	买入	5.96	42.71	0.38	0.59	15.7	10.1	4.81
603916.SH	苏博特	买入	22.03	92.59	1.27	1.51	17.4	14.6	9.53
000786.SZ	北新建材	买入	27.54	465.29	2.08	2.57	13.3	10.7	11.53
600801.SH	华新水泥	买入	17.85	306.91	2.56	2.97	7.0	6.0	13.02
002271.SZ	东方雨虹	买入	38.01	957.71	1.67	1.95	22.8	19.5	10.54
002641.SZ	公元股份	买入	5.27	65.09	0.47	0.57	11.3	9.2	4.14
600720.SH	祁连山	买入	11.35	88.11	1.22	1.61	9.3	7.0	10.62
300737.SZ	科顺股份	买入	10.99	129.78	0.57	0.74	19.3	14.9	4.63
002372.SZ	伟星新材	买入	19.41	309.03	0.77	0.98	25.3	19.8	3.16
600176.SH	中国巨石	买入	15.04	602.07	1.51	1.66	10.0	9.1	6.09
002080.SZ	中材科技	买入	26.61	446.55	2.01	2.31	13.2	11.5	8.88
300196.SZ	长海股份	增持	17.50	71.53	1.40	1.70	12.5	10.3	8.86
605006.SH	山东玻纤	增持	10.21	61.26	0.91	1.41	11.2	7.2	4.87
600585.SH	海螺水泥	买入	32.88	1,660.98	6.28	6.55	5.2	5.0	35.52
000789.SZ	万年青	增持	10.17	81.10	2.00	2.21	5.1	4.6	9.29
000401.SZ	冀东水泥	增持	9.33	248.01	1.06	1.83	8.8	5.1	11.76
300715.SZ	凯伦股份	买入	15.14	58.28	0.19	0.82	81.0	18.5	7.09
600529.SH	山东药玻	买入	27.88	165.88	0.99	1.35	28.1	20.7	8.11
000672.SZ	上峰水泥	未有评级	14.94	145.69	2.23	2.22	6.7	6.7	10.61

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 8 月 12 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