

002233.SZ

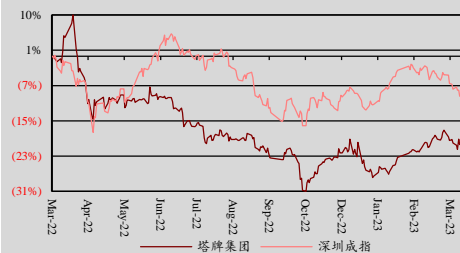
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.86

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9.5	1.3	0.0	(24.4)
相对深圳成指	8.0	5.0	0.2	(16.1)

发行股数 (百万)	1,192.28
流通股 (百万)	1,191.41
总市值 (人民币 百万)	9,371.28
3个月日均交易额 (人民币 百万)	37.48
主要股东	
钟烈华	16.61

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2023年3月17日收市价为标准

相关研究报告

- 《塔牌集团》20230207
- 《塔牌集团》20221028
- 《塔牌集团》20220810

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: 水泥

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

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

联系人: 杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030023

塔牌集团

2022年极端年份已过, 2023年机会挑战并存

公司于3月18日发布2022年年报, 全年实现收入60.35亿元, 同降21.76%; 归母净利2.66亿元, 同降85.50%。对公司来说2022年并不是一个正常的年份, 疫情、地产需求下滑、成本持续高位、行业出现价格战维护市场份额的情况, 水泥量价齐降, 盈利水平显著下降。2023年预期形势相对转好, 维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **量价本均呈现压力。**公司2022年全年实现收入60.35亿元, 同降21.76%; 归母净利2.66亿元, 同降85.50%。根据公司年报, 2022年公司全年实现水泥销量1826.44万吨, 同降7.70%。我们测算公司全年水泥均价299.41元/吨, 同降18.35%; 吨成本249.45元/吨, 同降9.60%; 吨毛利49.96元/吨, 同降64.08%; 吨净利16.06元/吨, 同降79.53%; 水泥毛利率16.69%, 同比下降21.25pct; 水泥销售净利率5.26%, 同比下降16.03pct。各项关键指标均下滑较多。对公司来说, **2022年并不是一个正常的年份**, 疫情、地产需求下滑、成本持续高位、行业出现价格战维护市场份额的情况, 水泥量价齐降, 盈利水平显著下降
- **四季度已现改善。**单四季度, 公司营收19.23亿元, 同降22.2%; 归母净利1.62亿元, 同降69.2%, 较三季度的亏损0.70亿元已有较大幅度改善。我们测算公司单四季度销售水泥613.74万吨, 均价287.81元/吨, 吨成本234.32元/吨, 吨毛利53.49元/吨, 毛利率18.59%, 吨净利20.62元/吨, 价格、毛利、净利均较三季度有较显著的改善。
- **全年看需求企稳, 旺季涨价后或面临广西水泥冲击。**2023年地产扶持政策陆续推出, 地产投资企稳回暖的概率较大; 2022年基建投资增速较高, 随着资金到项目的打通, 2023年落地的基建实物工作量将有望支撑水泥需求。煤炭价格当前也已基本企稳, 我们预期进一步上涨概率较低。可预期的隐患在于2022年广西新增的超过1000万吨熟料产能, 这或对广东水泥格局产生冲击。今年公司业绩最关键的两大博弈点, **一是降水量, 二是行业协同的共识。**降水量同时影响西江水位(广西产能冲击)以及下游施工需求。行业协同则是水泥涨价的前提, 相较于去年, 今年节后水泥价格上涨顺利, 或能佐证水泥企业对协同的认识更加深刻。

估值

- 根据公司2023年经营目标, 我们调整公司盈利预测。预计2023-2025年公司实现营收64.41、64.58、64.76亿元; 归母净利7.99、9.45、10.13亿元; 每股收益分别为0.67、0.79、0.85元, 对应市盈率11.7、9.9、9.2倍。

评级面临的主要风险

- 煤炭价格上涨, 水泥需求回落, 降水冲击, 广西水泥冲击。

投资摘要

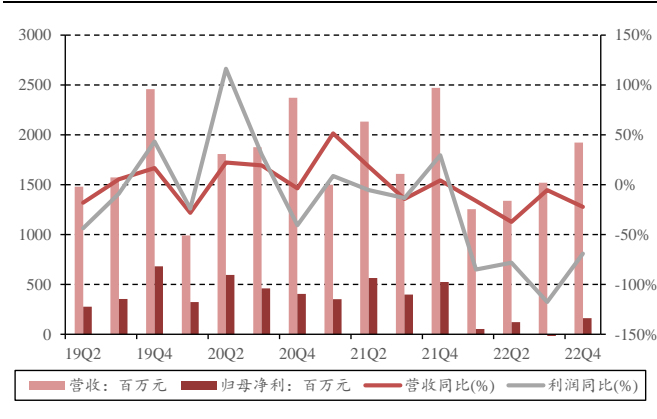
年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	7,713	6,035	6,441	6,458	6,476
增长率(%)	9.5	(21.8)	6.7	0.3	0.3
EBITDA(人民币 百万)	2,585	903	1,565	1,756	2,099
归母净利润(人民币 百万)	1,836	266	799	945	1,013
增长率(%)	3.0	(85.5)	200.2	18.3	7.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.54	0.22	0.67	0.79	0.85
前次预测每股收益(人民币)			0.9	1.1	
调整幅度(%)			(22.1)	(25.2)	
市盈率(倍)	5.1	35.2	11.7	9.9	9.2
市净率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(倍)	2.0	1.9	0.7	0.4	0.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

2022年：量缩价减，成本抬升，利润水平下滑

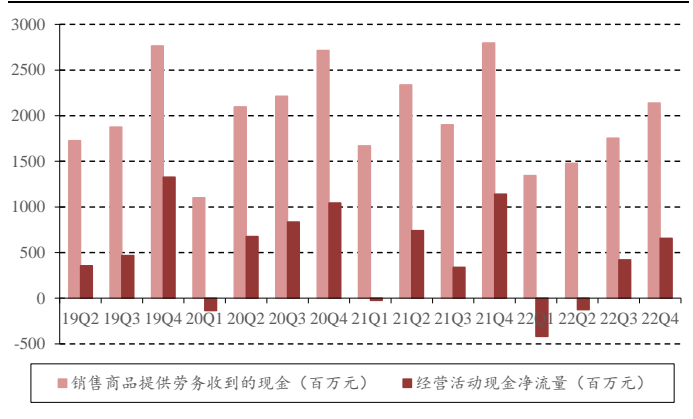
量价本均呈现压力。公司2022年全年实现收入60.35亿元，同降21.76%；归母净利2.66亿元，同降85.50%。根据公司年报，2022年公司全年实现水泥销量1826.44万吨，同降7.70%。我们测算公司全年水泥均价299.41元/吨，同降18.35%；吨成本249.45元/吨，同降9.60%；吨毛利49.96元/吨，同降64.08%；吨净利16.06元/吨，同降79.53%；水泥毛利率16.69%，同比下降21.25pct；水泥销售净利率5.26%，同比下降16.03pct。各项关键指标均下滑较多。对公司来说，2022年并不是一个正常的年份，疫情、地产需求下滑、成本持续高位、行业出现价格战维护市场份额的情况，水泥量价齐降，盈利水平显著下降。

图表 1. 2022 年公司收入利润均下滑（百万元）



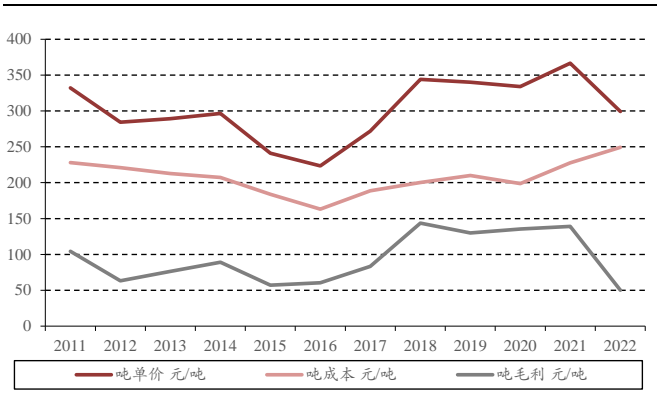
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2022 年现金逐季改善（百万元）



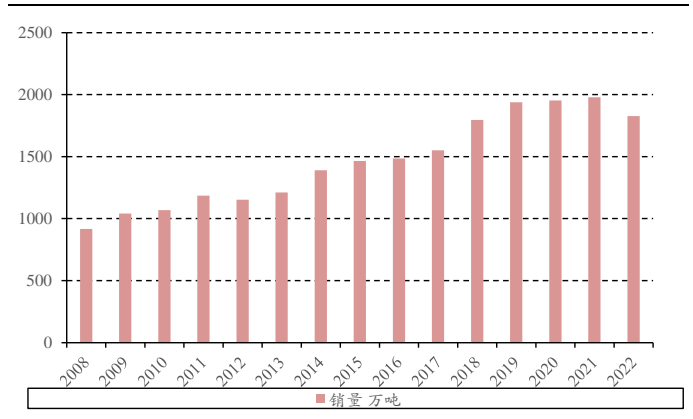
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 公司水泥价格降，成本升，利润承压（元/吨）



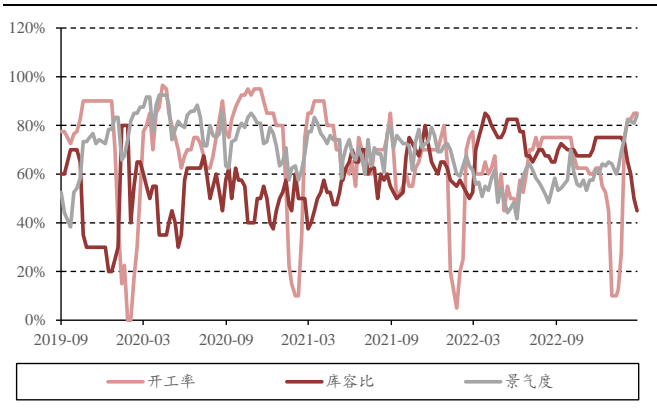
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2022 年公司水泥销量下降



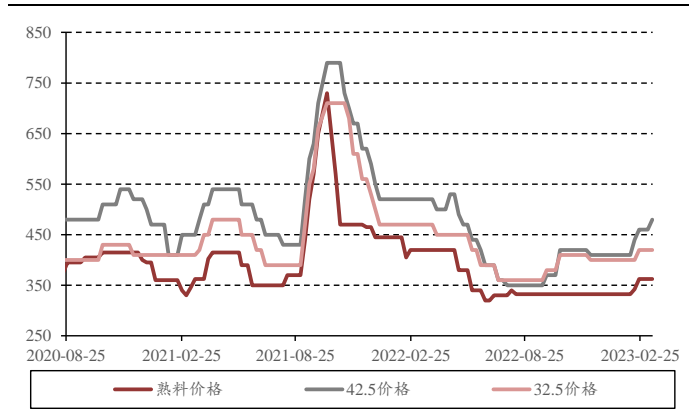
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2022 年广东省景气度表现一般



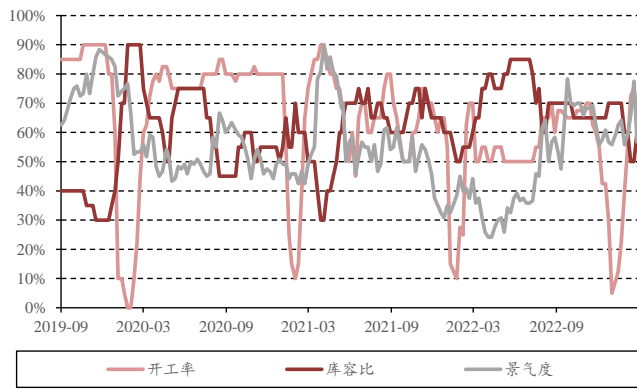
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 6. 2022 年广东省水泥价格处于相对低位（元/吨）



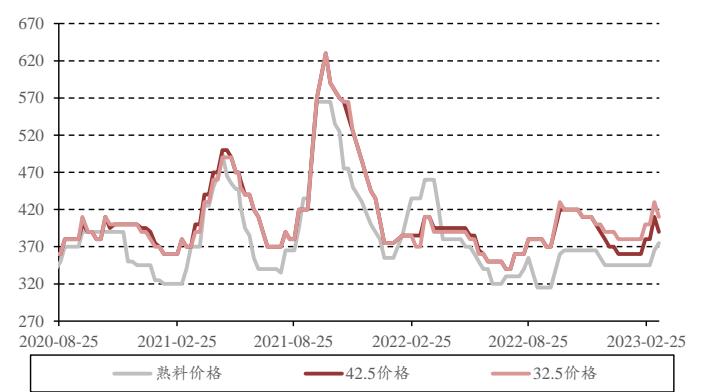
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 7. 2022 年福建省景气度表现一般



资料来源：卓创资讯，中银证券

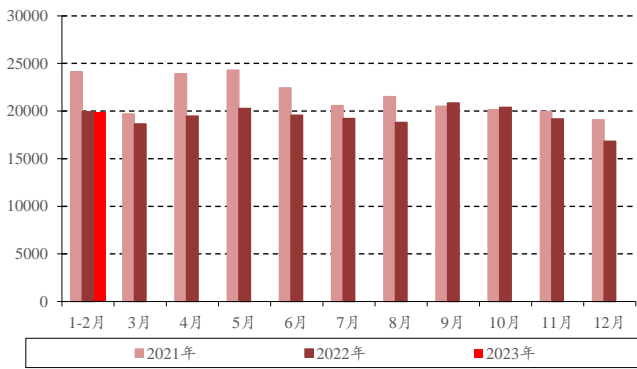
图表 8. 2022 年福建省水泥价格处于相对低位（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中银证券

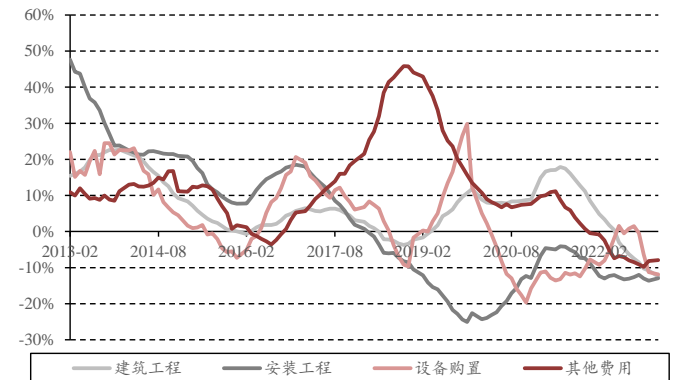
需求下滑，量价齐跌。根据国家统计局，2022 年地产新开工 12.06 亿平方米，下降 39.4%；施工面积 90.50 亿平方米，同降 7.2%；拿地面积 1.01 亿平方米，同比下降 53.4%；全国房地产开发投资 13.29 万亿元，同比下降 10.0%。全国水泥产量 21.18 亿吨，同比下降 10.8%，产量降幅较大。除了全国普遍遭受的地产下滑之外，广东省去年较多的降水量进一步削弱了省内水泥需求。2022 年，广东 GDP 同比增长 1.9%，固定资产投资同比下降 2.6%，房地产开发投资同比下降 14.3%。其中，珠三角核心区房地产开发投资同比下降 9.9%，沿海经济带下降 29.9%，北部生态发展区下降 39.6%。在房地产开发投资大幅下降的影响下，2022 年广东水泥行业震荡走弱，市场需求整体低迷，全年广东省水泥累计产量 1.51 亿吨，比 2021 年下降 11.40%，全年广东省水泥累计消费量 1.54 亿吨，比 2021 年下降 19.91%。

图表 9. 2022 年水泥产量下滑幅度较大（万吨）



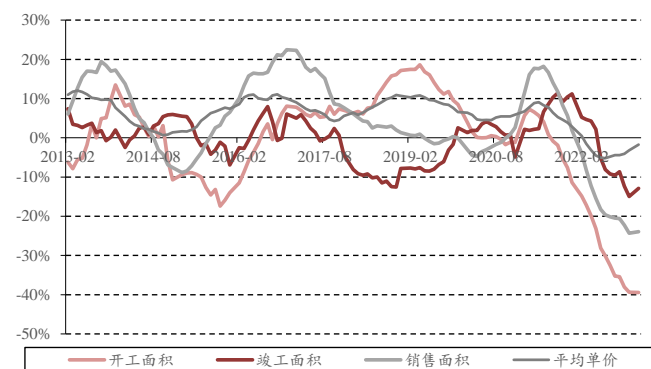
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 10. 2022 年地产投资走弱



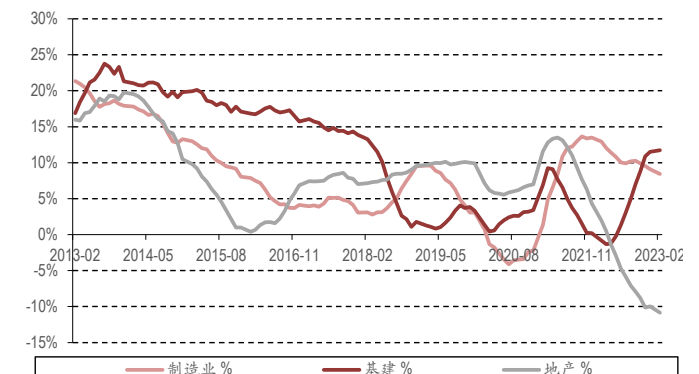
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 11. 2022 年地产数据全面走弱



资料来源：国家统计局，中银证券

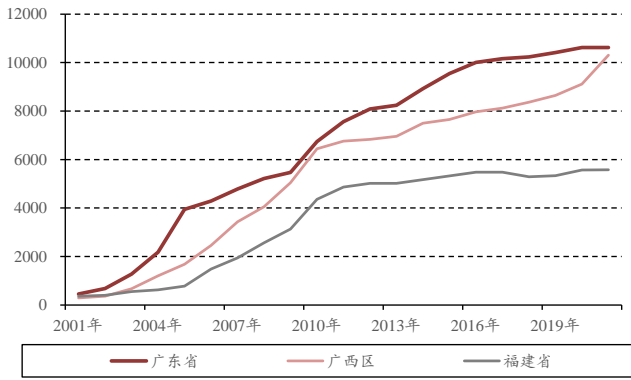
图表 12. 2022 年基建投资表现尚可



资料来源：国家统计局，中银证券

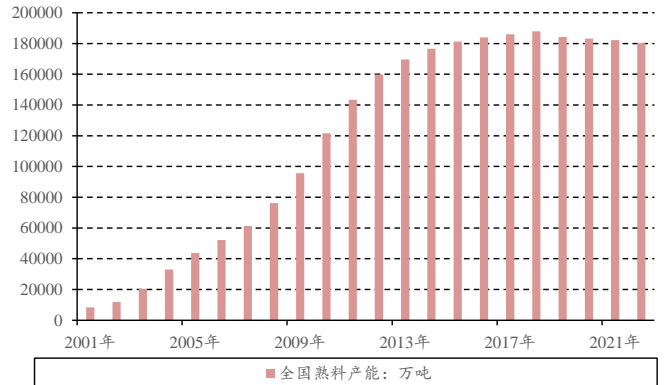
邻省产能新增，格局恶化。在需求下滑的情况下，行业格局进一步也遭受了一定挑战。根据中国水泥网，2022年广东、广西、福建分别拥有10622.15万吨、10308.12万吨、5580.00万吨熟料产能。2022年广东省无新增产能，福建新增产能15.50万吨，公司主营两省产能基本稳定。但广西省同比增加了1196.60万吨产能，熟料产能新增规模位居全国第一。广西熟料通过西江输入广东省，尤其是珠三角地区，进一步冲击了华南地区市场格局。

图表 13. 广西水泥产能增加较多 (万吨)



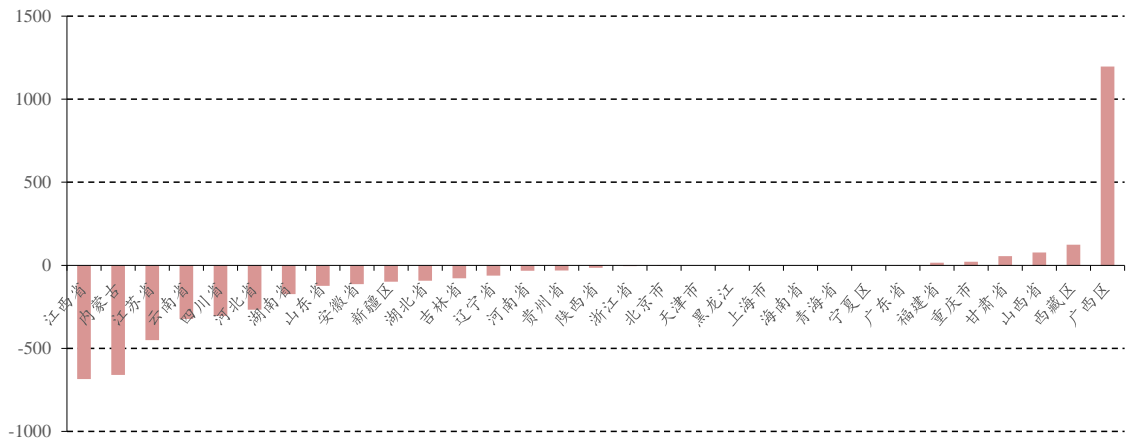
资料来源：中国水泥网，中银证券

图表 14. 2022 年全国熟料产能小幅下降 (万吨)



资料来源：中国水泥网，中银证券

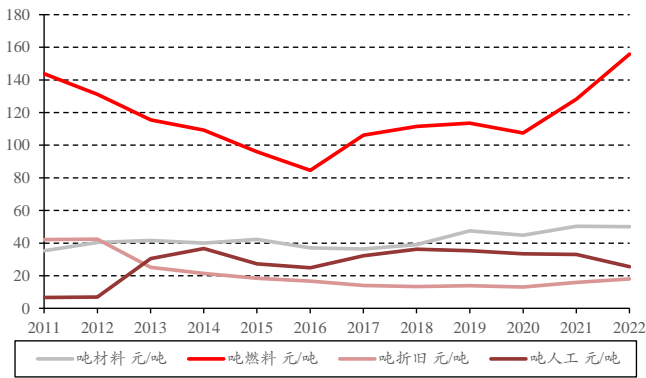
图表 15. 2022 年广西熟料产能新增规模位居全国第一 (万吨)



资料来源：中国水泥网，中银证券

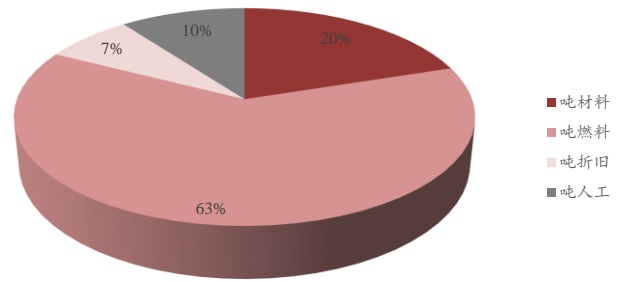
煤炭价格上升，燃动力成本占比超过 60%。2022 年，煤炭价格持续高位，进一步拉高了公司的成本。根据公司年报，我们测算 2022 年公司吨燃料动力已涨至 155.79 元/吨，同比上升 27.48 元/吨，占公司成本比例达 63%，是公司成本上升的最核心原因。

图表 16. 吨燃料成本上升显著 (元/吨)



资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 2022 年燃料成本占总成本的 63%



资料来源：公司公告，中银证券

减值摊薄公司业绩。根据公司的“高效益多卖，低效益少卖”原则，公司个别盈利能力较差的产线盈利能力进一步下降，公司对金塔水泥 2500t/d 熟料产线以及恒塔旋窑、恒发建材 2 家粉磨产线进行了减值测试，计提了 0.51 亿元的固定资产减值准备，进一步摊薄了公司利润。

2023 年：底部向上，弹性可期，但广西水泥或仍构成压制

2022 年四季度已现改善。单四季度，公司营收 19.23 亿元，同降 22.2%；归母净利润 1.62 亿元，同降 69.2%，较三季度的亏损 0.70 亿元已有较大幅度改善。我们测算公司单四季度销售水泥 613.74 万吨，均价 287.81 元/吨，吨成本 234.32 元/吨，吨毛利 53.49 元/吨，毛利率 18.59%，吨净利 20.62 元/吨，价格、毛利、净利均较三季度有较显著的改善。

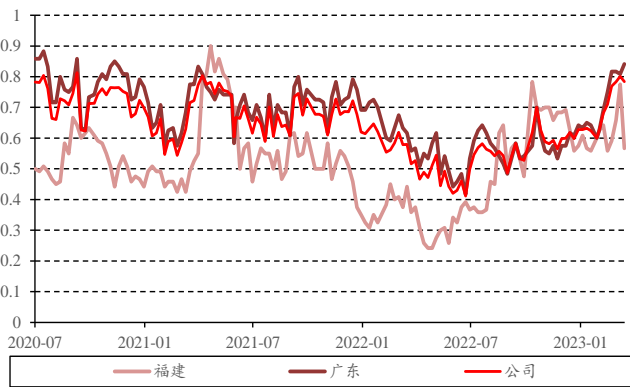
图表 18. 公司水泥业务逐季度拆分情况

	单位	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
量	万吨	467.04	542.37	449.43	520.05	348.45	380.35	483.90	613.74
价	元/吨	303.39	371.46	336.64	444.61	329.49	321.96	274.75	287.81
本	元/吨	205.45	207.38	225.96	270.03	252.56	266.27	253.18	234.32
吨毛利	元/吨	97.94	164.08	110.68	174.58	76.92	55.69	21.57	53.49
毛利率	%	32.28	44.17	32.88	39.27	23.35	17.30	7.85	18.59
净利润	百万	254.24	560.26	280.68	457.64	105.83	72.61	(9.97)	126.53
吨净利	元/吨	54.44	103.30	62.45	88.00	30.37	19.09	(2.06)	20.62

资料来源：公司公告，中银证券

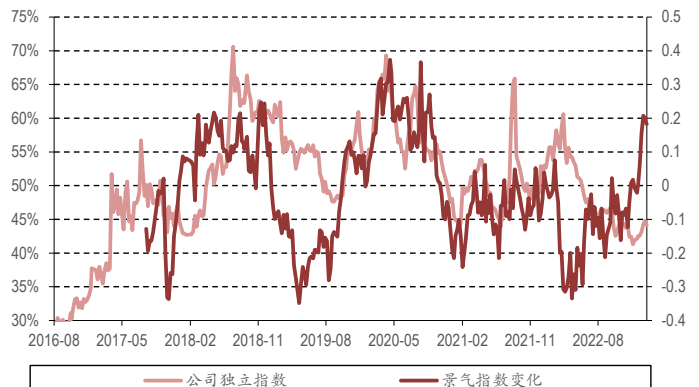
一季度景气正逐渐上升，看好全年业绩修复。根据卓创资讯，今年春节后广东省 42.5 水泥价格已较年初上涨约 70 元/吨，磨机开工率已上升至 85%，熟料库容比则下降至 45% 左右，景气度正在逐渐上升。福建省水泥价格也上升 30 元/吨左右，磨机开工率 65%，库容比 60%，景气度较广东省稍差。根据中国水泥网，公司分别在广东省、福建省有 1162.5 万吨、310 万吨熟料产能，按照产能加权，我们构建塔牌水泥景气度指标，历史回测来看这一指标与公司股价剔除大盘后的独立因素具有一定同步性，而 2023 年一季度的景气度修复尚未体现到公司股价的修复，后续或存在补涨机会。

图表 19. 公司景气度指标的构建



资料来源：卓创资讯，公司公告，中银证券

图表 20. 2016 年以来景气度变化与公司股份价有较高同步性



资料来源：卓创资讯，公司公告，中银证券

注：景气指数变化为右轴

全年看需求企稳，旺季涨价后或面临广西水泥冲击。2023 年地产扶持政策陆续推出，地产投资企稳回暖的概率较大；2022 年基建投资增速较高，随着资金到项目的打通，2023 年落地的基建实物工作量将有望支撑水泥需求。煤炭价格当前也已基本企稳，我们预期进一步上涨概率较低。可预期的隐患在于 2022 年广西新增的超过 1000 万吨熟料产能，这或对广东水泥格局产生冲击。

降水与行业协同是今年最大的博弈点。降水量一方面影响西江水位，从而影响到广西产能对广东熟料产能的冲击，另一方面也直接关系着下游能否顺利施工。2022 年南方较多的降水，也是塔牌集团利润增速跑输全行业的重要原因。行业协同的共识需要进一步构建，2022 年下半年，需求下滑导致行业内开展了保市场份额为目的的价格战，行业盈利能力大幅下滑。经过去年沉重的教训，今年各家水泥企业对行业协同的认识更加深刻，节后全国水泥涨价相对顺利，可以作为行业协同效果的佐证。但当行业净利润水平进一步提高时，协同效果或受到冲击。

风险提示：煤炭价格上涨，水泥需求回落，降水冲击，广西水泥冲击。

图表 21. 2022Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q4	2022Q4	同比增长(%)
营业收入	2,471.67	1,922.74	(22.21)
营业税及附加	34.59	29.58	(14.48)
净营业收入	2,437.08	1,893.16	(22.32)
营业成本	1,529.95	1,561.34	2.05
销售费用	26.06	24.25	(6.95)
管理费用	277.08	115.76	(58.22)
财务费用	(10.50)	(11.92)	(13.55)
资产减值损失	(5.64)	(47.11)	(735.29)
营业利润	691.39	238.71	(65.47)
营业外收入	2.11	6.89	226.10
营业外支出	4.09	8.26	101.70
利润总额	689.41	237.34	(65.57)
所得税	165.13	73.65	(55.40)
少数股东损益	0.34	2.10	517.99
归属母公司股东净利润	523.95	161.59	(69.16)
扣除非经常性损益的净利润	573.08	90.57	(84.20)
每股收益(元)	0.44	0.14	(68.18)
扣非后每股收益(元)	0.48	0.08	(83.33)
毛利率(%)	38.10	18.80	减少 19.30 个百分点
净利率(%)	21.21	8.51	减少 12.70 个百分点
销售费用率(%)	1.05	1.26	增加 0.21 个百分点
管理费用率(%)	11.21	6.02	减少 5.19 个百分点
财务费用率(%)	(0.42)	(0.62)	减少 0.20 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 22. 2022A 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021 年	2022 年	同比增长(%)
营业收入	7,713.40	6,034.98	(21.76)
营业税及附加	118.33	90.62	(23.42)
净营业收入	7,595.07	5,944.36	(21.73)
营业成本	4,842.65	5,008.91	3.43
销售费用	77.35	83.52	7.98
管理费用	596.90	417.10	(30.12)
财务费用	(41.41)	(41.02)	0.95
资产减值损失	(4.62)	(53.49)	(1,058.47)
营业利润	2,458.03	399.44	(83.75)
营业外收入	4.69	17.25	268.08
营业外支出	41.28	35.30	(14.49)
利润总额	2,421.43	381.40	(84.25)
所得税	583.95	111.17	(80.96)
少数股东损益	1.16	4.02	247.21
归属母公司股东净利润	1,836.32	266.21	(85.50)
扣除非经常性损益的净利润	205.28	205.28	0.00
每股收益(元)	1.54	0.22	(85.71)
扣非后每股收益(元)	0.17	0.17	0.00
毛利率(%)	37.22	17.00	减少 20.22 个百分点
净利率(%)	23.82	4.48	减少 19.34 个百分点
销售费用率(%)	1.00	1.38	增加 0.38 个百分点
管理费用率(%)	7.74	6.91	减少 0.83 个百分点
财务费用率(%)	(0.54)	(0.68)	减少 0.14 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,713	6,035	6,441	6,458	6,476
营业收入	7,713	6,035	6,441	6,458	6,476
营业成本	4,843	5,009	4,768	4,687	4,607
营业税金及附加	118	91	97	97	97
销售费用	77	84	89	89	90
管理费用	580	399	426	427	428
研发费用	17	18	20	20	20
财务费用	(41)	(41)	(30)	(47)	(50)
其他收益	13	12	12	12	12
资产减值损失	0	(52)	(50)	(10)	(10)
信用减值损失	(5)	(1)	15	15	15
资产处置收益	0	5	5	5	5
公允价值变动收益	63	(234)	(60)	0	0
投资收益	268	194	200	200	200
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,458	399	1,196	1,408	1,507
营业外收入	5	17	17	17	17
营业外支出	41	35	50	50	50
利润总额	2,421	381	1,163	1,375	1,475
所得税	584	111	339	401	430
净利润	1,837	270	824	975	1,045
少数股东损益	1	4	25	29	31
归母净利润	1,836	266	799	945	1,013
EBITDA	2,585	903	1,565	1,756	2,099
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.54	0.22	0.67	0.79	0.85

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,901	6,046	7,630	8,040	8,102
货币资金	1,444	1,251	3,188	3,477	3,606
应收账款	27	30	31	30	31
应收票据	3	3	3	3	3
存货	672	600	611	579	590
预付账款	23	29	20	28	19
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,733	4,134	3,777	3,923	3,853
非流动资产	7,928	6,794	6,569	6,563	8,088
长期投资	2,533	1,571	1,571	1,571	1,571
固定资产	3,953	3,828	3,579	3,560	5,040
无形资产	781	752	775	802	827
其他长期资产	660	643	644	631	651
资产合计	13,828	12,840	14,199	14,602	16,190
流动负债	1,796	1,200	1,749	1,171	1,718
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	828	668	756	644	732
其他流动负债	968	532	994	527	986
非流动负债	282	310	296	303	299
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	282	310	296	303	299
负债合计	2,078	1,510	2,045	1,474	2,017
股本	1,192	1,192	1,192	1,192	1,192
少数股东权益	31	35	60	89	120
归属母公司股东权益	11,720	11,295	12,094	13,040	14,053
负债和股东权益合计	13,828	12,840	14,199	14,602	16,190

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,837	270	824	975	1,045
折旧摊销	511	522	557	612	859
营运资金变动	238	(521)	536	(546)	536
其他	(390)	263	191	(401)	(166)
经营活动现金流	2,197	533	2,108	640	2,274
资本支出	(814)	(454)	(405)	(605)	(2,400)
投资变动	(1,944)	939	0	0	0
其他	490	(222)	204	206	205
投资活动现金流	(2,268)	263	(201)	(399)	(2,195)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(742)	(866)	0	0	0
其他	41	41	30	47	50
筹资活动现金流	(700)	(825)	30	47	50
净现金流	(771)	(29)	1,937	289	129

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	9.5	(21.8)	6.7	0.3	0.3
营业利润增长率(%)	2.3	(83.7)	199.3	17.8	7.0
归属于母公司净利润增长率(%)	3.0	(85.5)	200.2	18.3	7.2
息税前利润增长率(%)	(3.2)	(81.6)	164.2	13.5	8.4
息税折旧前利润增长率(%)	(0.7)	(65.1)	73.2	12.2	19.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	3.0	(85.5)	200.2	18.3	7.2
获利能力					
息税前利润率(%)	26.9	6.3	15.6	17.7	19.1
营业利润率(%)	31.9	6.6	18.6	21.8	23.3
毛利率(%)	37.2	17.0	26.0	27.4	28.9
归母净利润率(%)	23.8	4.4	12.4	14.6	15.6
ROE(%)	15.7	2.4	6.6	7.2	7.2
ROIC(%)	36.8	5.8	18.4	18.4	16.3
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
净负债权益比	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
流动比率	3.3	5.0	4.4	6.9	4.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	241.8	211.8	211.8	211.8	211.8
应付账款周转率	8.5	8.1	9.0	9.2	9.4
费用率					
销售费用率(%)	1.0	1.4	1.4	1.4	1.4
管理费用率(%)	7.5	6.6	6.6	6.6	6.6
研发费用率(%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
财务费用率(%)	(0.5)	(0.7)	(0.5)	(0.7)	(0.8)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.5	0.2	0.7	0.8	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	1.8	0.4	1.8	0.5	1.9
每股净资产(最新摊薄)	9.8	9.5	10.1	10.9	11.8
每股股息	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	5.1	35.2	11.7	9.9	9.2
P/B(最新摊薄)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	2.0	1.9	0.7	0.4	0.3
价格/现金流(倍)	4.3	17.6	4.4	14.6	4.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

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。

本报告期内含保密信息，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，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转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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