

600801.SH

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 15.53

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	4.4	(11.0)	4.8	(19.5)
相对上证综指	(0.3)	(10.4)	(0.8)	(19.4)

发行股数(百万)	2,096.60
流通股(百万)	2,096.60
总市值(人民币 百万)	32,560.20
3个月日均交易额(人民币 百万)	163.11
主要股东	
香港中央结算(代理人)有限公司	35.04

资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
以2023年3月30日收市价为标准

## 相关研究报告

《华新水泥》20230207

《华新水泥》20221102

《华新水泥》20220825

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：郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122060027

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

## 华新水泥

## 水泥承压，非水泥业务增长顺利

公司于3月28日发布2022年年报，全年实现收入304.70亿元，同降6.14%；归母净利26.99亿元，同降49.68%。公司骨料业务增长亮眼，看好公司产业链一体化拓展，维持公司买入评级。

## 支撑评级的要点

- **水泥价稳量跌，地产下滑。**公司2022年全年实现收入304.70亿元，同降6.14%；归母净利26.99亿元，同降49.68%。根据公司年报，2022年公司实现自产水泥及熟料销量6040万吨，同降19.76%。我们测算公司全年水泥及熟料均价340.9元/吨左右，同比基本持平；吨成本257.0元/吨，同比上升27.9元/吨；我们测算吨毛利83.9元/吨，同降28.2元/吨；吨净利29.0元/吨，同降27.7元/吨。公司水泥主业受地产新开工面积下滑及煤炭成本上升的影响仍显著。
- **非水泥业务发展较快，骨料业务开拓迅速。**2022年，公司骨料生产量9,980万吨，同比增长112.25%，骨料销售量6579万吨，同比增长88.14%；商品混凝土销量1,638.90万方，同比增长81.02%；环保业务处置总量331万吨，同比增长1%。公司已具备2.1亿吨骨料产能，较2021年增长较多。我们测算公司骨料业务已贡献公司2022年10.1%的收入占比和21.2%的利润占比，提高较多；混凝土业务也已做到16.9%的收入占比和10.2%的利润占比。未来预期公司骨料及混凝土等非水泥业务将继续增长，水泥产业链上下游一体化发展的成效，成为公司未来发展的重要支撑。
- **水泥业务有望看到韧性。**2022年基建投资增速较高，对应的实物工作量有望在2023年逐渐落地，基建水泥需求或有支撑。地产需求预计缓慢复苏，下半年或能看到好转，重点关注新开工数据的恢复情况。我们预计全年水泥需求或较2022年基本持平。去年下半年因争夺市场份额，行业利润大幅受损，我们预计今年或将更关注利润，价格战的情况或不会再出现。需求缓慢复苏+格局优化，预期水泥价格得到修复。**非水泥业务持续增长。**2023年公司计划资本性支出约110亿元，重点集中于骨料、混凝土的产能建设，环保及新材料业务的拓展，以及海外水泥业务的布局。我们预计海外水泥业务的拓展及国内产业链一体化成果的巩固将能支撑公司盈利水平，骨料及混凝土的布局或使华新水泥先于水泥行业复苏。

## 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349.0、376.95、387.4亿元；归母净利37.21、43.22、46.96亿元；每股收益分别为1.77、2.06、2.24元，对应市盈率8.7、7.5、6.9倍。

## 评级面临的主要风险

- 煤炭价格上涨，水泥需求回落，格局恶化。

## 投资摘要

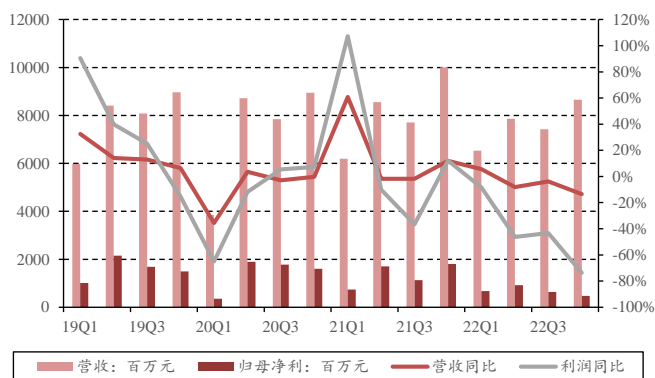
年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	32,464	30,470	34,899	37,695	38,740
增长率(%)	10.6	(6.1)	14.5	8.0	2.8
EBITDA(人民币 百万)	9,582	6,881	8,806	10,530	11,862
归母净利润(人民币 百万)	5,364	2,699	3,721	4,322	4,696
增长率(%)	(4.7)	(49.7)	37.9	16.1	8.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.56	1.29	1.77	2.06	2.24
前次预测每股收益(人民币)			1.6	2.0	
调整幅度(%)			10.9	3.6	
市盈率(倍)	6.1	12.1	8.7	7.5	6.9
市净率(倍)	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(倍)	5.2	8.6	6.3	5.1	4.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 2022 年：水泥承压，非水泥业务拓展顺利

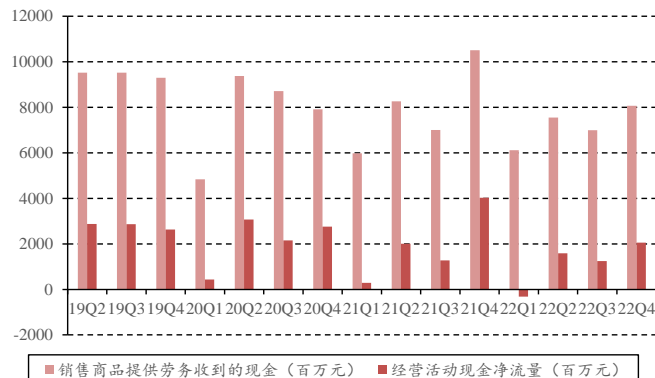
水泥价稳量跌，地产下滑。公司 2022 年全年实现收入 304.70 亿元，同降 6.14%；归母净利 26.99 亿元，同降 49.68%。根据公司年报，2022 年公司实现自产水泥及熟料销量 6040 万吨，同降 19.76%。我们测算公司全年水泥及熟料均价 340.9 元/吨左右，同比基本持平；吨成本 257.0 元/吨，同比上升 27.9 元/吨；我们测算吨毛利 83.9 元/吨，同降 28.2 元/吨；吨净利 29.0 元/吨，同降 27.7 元/吨。公司水泥主业受地产新开工面积下滑及煤炭成本上升的影响仍显著。

图表 1. 2022 年公司收入利润均下滑



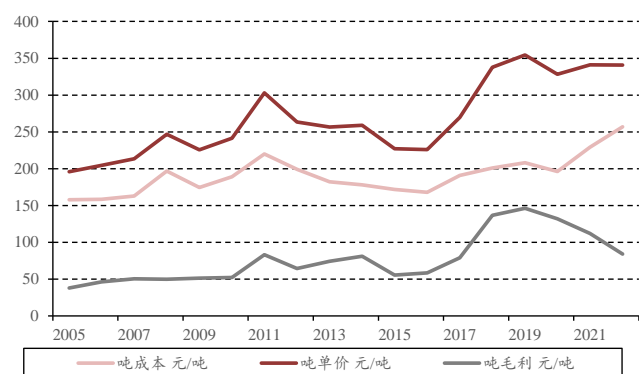
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 四季度收到现金增加，净现金流较弱



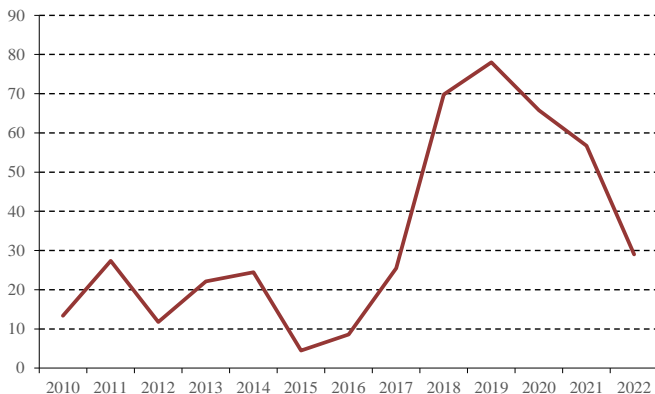
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2022 年公司吨价格平稳，但成本压缩了毛利



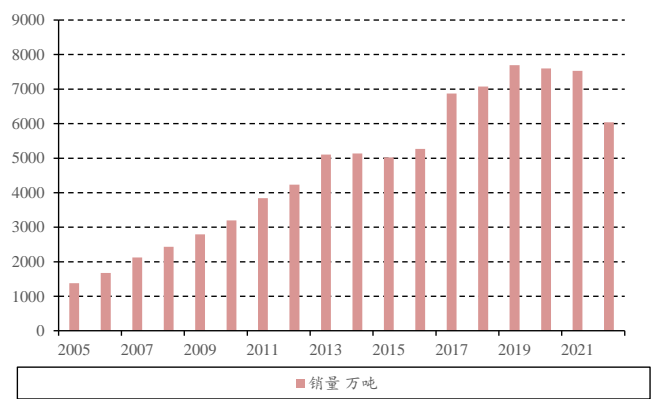
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 吨净利有所下滑（元/吨）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2022 年水泥及熟料销量下滑幅度较大



资料来源：公司公告，中银证券

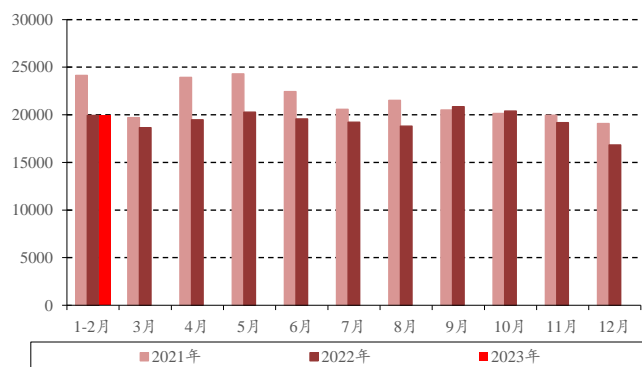
图表 6. 2022 年华中地区水泥价格高位前高后低（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中银证券

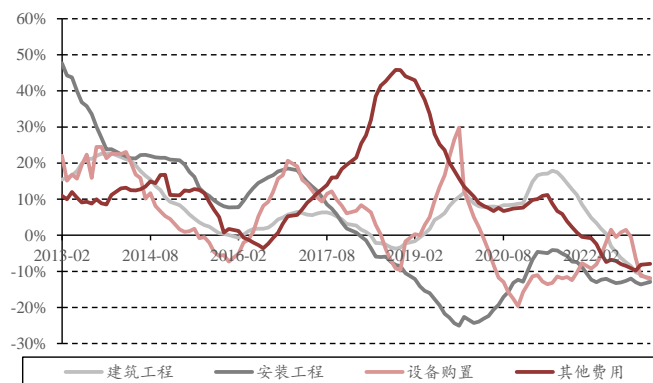
地产下滑，基建实物工作量未起是需求下滑的核心原因。根据国家统计局，2022 年地产新开工 12.06 亿平方米，下降 39.4%；施工面积 90.50 亿平方米，同降 7.2%；拿地面积 1.01 亿平方米，同比下降 53.4%；全国房地产开发投资 13.29 万亿元，同比下降 10.0%。全国水泥产量 21.18 亿吨，同比下降 10.8%，产量降幅较大。我们预计基建的实物工作量更有可能在 2023 年落地，地产新开工预计 2023 年企稳，全年水泥需求预期与去年持平。

图表 7. 2022 年水泥产量下滑幅度较大（万吨）



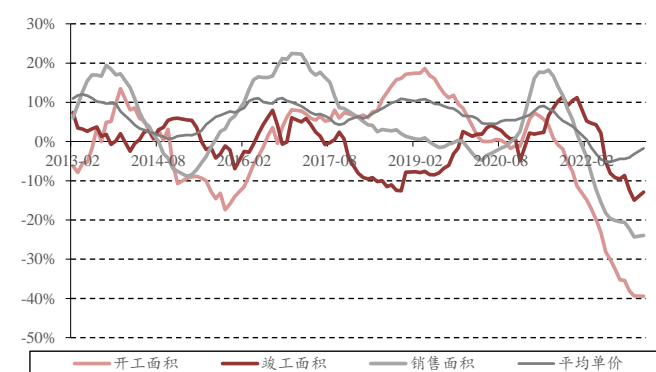
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 8. 2022 年地产投资走弱



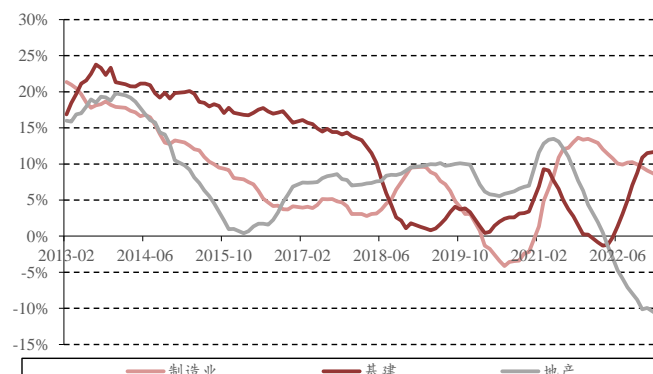
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 9. 2022 年地产数据全面走弱



资料来源：国家统计局，中银证券

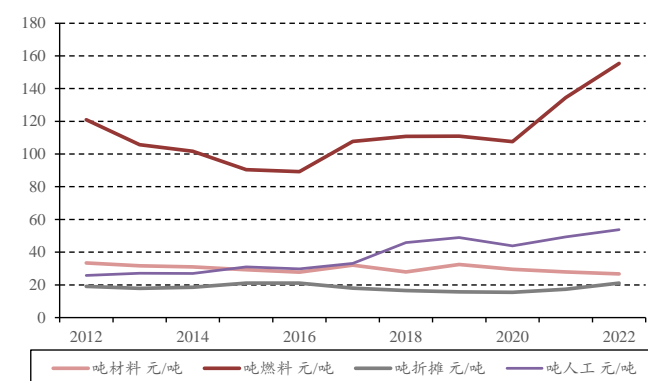
图表 10. 2022 年基建投资表现尚可



资料来源：国家统计局，中银证券

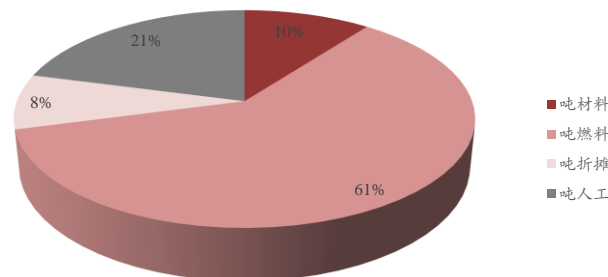
煤炭价格上升，燃动力成本占比超过 60%。2022 年，煤炭价格持续高位，进一步拉高了公司的成本。根据公司年报，公司吨燃料动力成本已涨至 155.4 元/吨，同比上升 20.9 元/吨，占公司成本比例超过六成，是公司成本上升的最核心原因。

图表 11. 吨燃料成本上升显著（元/吨）



资料来源：公司公告，中银证券

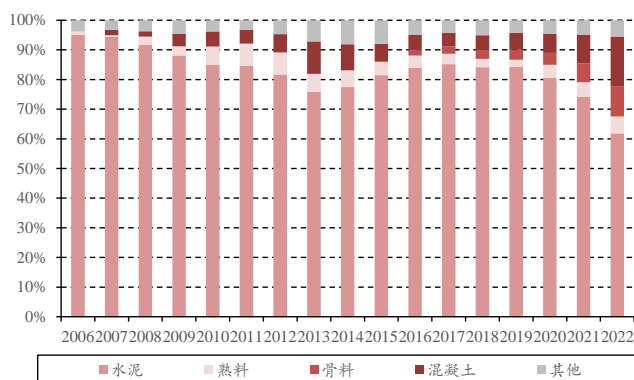
图表 12. 2022 年燃料成本占总成本的六成以上



资料来源：公司公告，中银证券

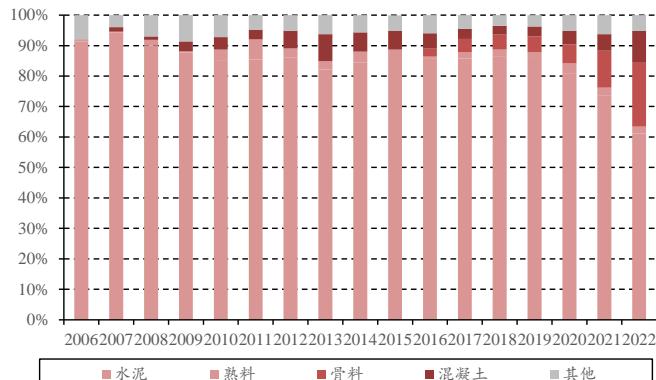
非水泥业务发展较快,骨料业务开拓迅速。2022 年,公司骨料生产量 9,980 万吨,同比增长 112.25%,骨料销售量 6579 万吨,同比增长 88.14%;商品混凝土销量 1,638.90 万方,同比增长 81.02%;环保业务处置总量 331 万吨,同比增长 1%。公司已具备 2.1 亿吨骨料产能,较 2021 年增长较多。我们测算公司骨料业务已贡献公司 2022 年 10.1%的收入占比和 21.2%的利润占比,提高较多;混凝土业务也已做到 16.9%的收入占比和 10.2%的利润占比。未来预期公司骨料及混凝土等非水泥业务将继续增长,水泥产业链上下游一体化发展的成效,成为公司未来发展的重要支撑。

图表 13. 非水泥业务占收入比快速扩大



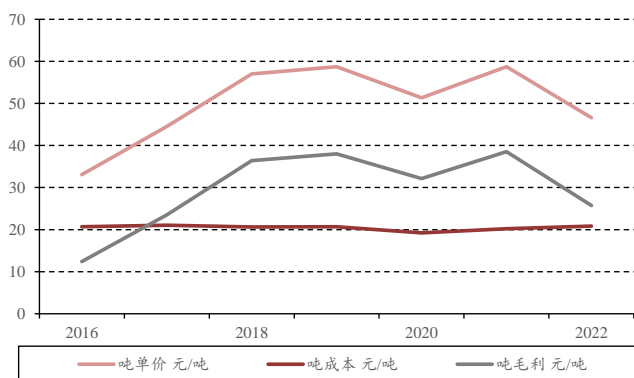
资料来源:公司公告,中银证券

图表 14. 非水泥业务占毛利比快速扩大



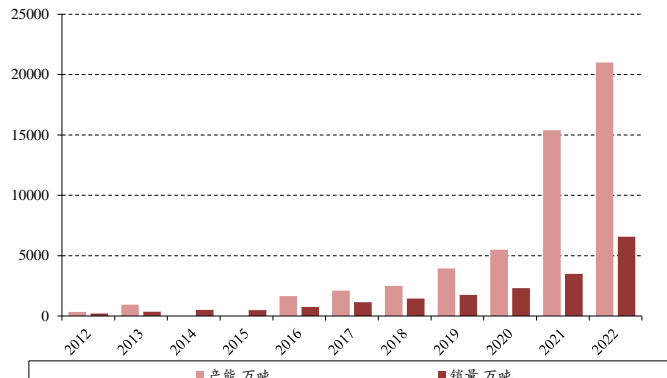
资料来源:公司公告,中银证券

图表 15. 骨料业务吨成本稳定,毛利跟随价格变动



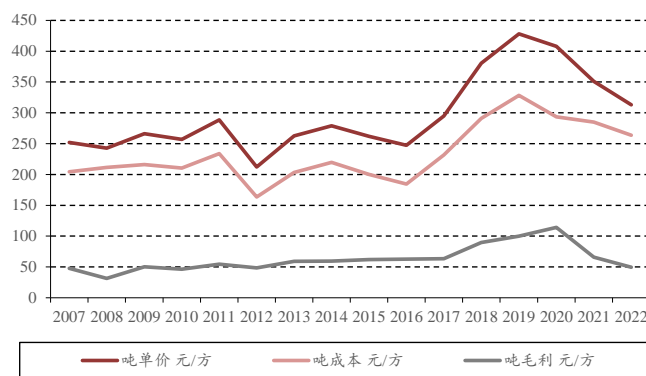
资料来源:公司公告,中银证券

图表 16. 骨料业务产能与销量均快速扩大



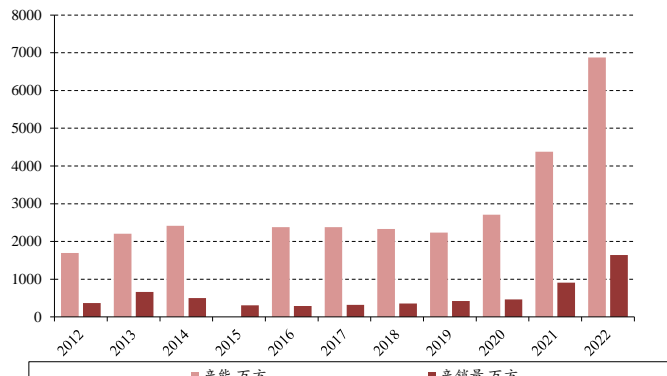
资料来源:公司公告,中银证券

图表 17. 2022 年混凝土业务价格有所下滑



资料来源:公司公告,中银证券

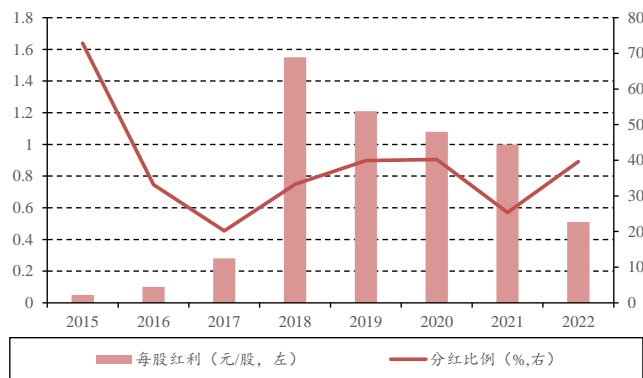
图表 18. 混凝土业务产能与销量均快速扩张



资料来源:公司公告,中银证券

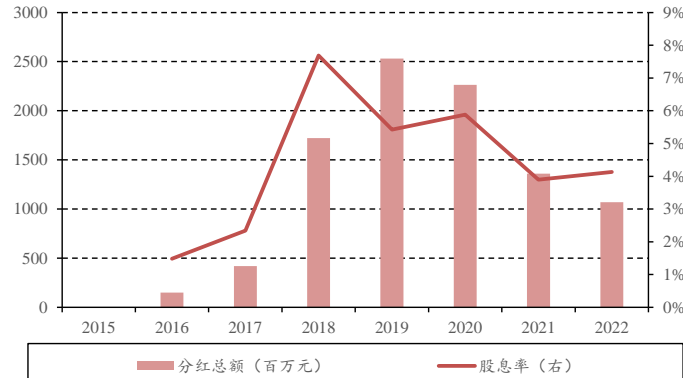
分红比例仍稳健，仍可作为低估值+高股息标的选择。根据公司公告，向全体股东 0.51 元/股（含税）分配现金红利，合计拟派发现金红利总额 10.69 亿元人民币（含税），分红比例约 39.59%，股息率约 4.1%。公司仍然具备低估值+高股息特点。

图表 19. 分红比例创近年新高，分红总额小幅下滑



资料来源：公司公告，中银证券

图表 20. 股息率 4.1%，基本与 2021 年持平



资料来源：公司公告，中银证券

注：股息率以当年分红总额除以当年会计年结日市值计算

## 2023 年：水泥有韧性+非水泥持续增长

**水泥业务有望看到韧性。**2022 年基建投资增速较高，对应的实物工作量有望在 2023 年逐渐落地，基建水泥需求或有支撑。地产需求预计缓慢复苏，下半年或能看到好转，重点关注新开工数据的恢复情况。我们预计全年水泥需求或较 2022 年基本持平。去年下半年因争夺市场份额，行业利润大幅受损，我们预计今年或将更关注利润，价格战的情况或不会再出现。需求缓慢复苏+格局优化，预期水泥价格得到修复。

**非水泥业务持续增长。**2023 年公司计划资本性支出约 110 亿元，重点集中于骨料、混凝土的产能建设，环保及新材料业务的拓展，以及海外水泥业务的布局。我们预计海外水泥业务的拓展及国内产业链一体化成果的巩固将能支撑公司盈利水平，骨料及混凝土的布局或使华新水泥先于水泥行业复苏。

**风险提示：**煤炭价格上涨，水泥需求回落，行业格局恶化。



图表 21. 2022Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q4	2022Q4	同比增长(%)
营业收入	10,010.22	8,659.46	(13.49)
营业税及附加	165.82	171.89	3.66
净营业收入	9,844.40	8,487.57	(13.78)
营业成本	7,131.93	6,656.80	(6.66)
销售费用	(271.50)	273.01	200.56
管理费用	533.42	457.63	(14.21)
财务费用	51.13	140.78	175.35
资产减值损失	(15.15)	(72.63)	(379.28)
营业利润	2,478.27	928.53	(62.53)
营业外收入	(0.77)	11.14	1,539.89
营业外支出	44.31	19.30	(56.45)
利润总额	2,433.18	920.37	(62.17)
所得税	522.66	293.24	(43.89)
少数股东损益	110.34	152.92	38.58
归属母公司股东净利润	1,800.18	474.21	(73.66)
扣除非经常性损益的净利润	1,780.63	447.40	(74.87)
每股收益(元)	0.86	0.23	(73.26)
扣非后每股收益(元)	0.85	0.21	(75.29)
毛利率(%)	28.75	23.13	减少 5.63 个百分点
净利率(%)	19.09	7.24	减少 11.84 个百分点
销售费用率(%)	(2.71)	3.15	增加 5.86 个百分点
管理费用率(%)	5.33	5.28	减少 0.04 个百分点
财务费用率(%)	0.51	1.63	增加 1.12 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	32,464.08	30,470.38	(6.14)
营业税及附加	604.61	585.79	(3.11)
净营业收入	31,859.47	29,884.59	(6.20)
营业成本	21,392.49	22,481.90	5.09
销售费用	1,331.21	1,371.82	3.05
管理费用	1,706.10	1,660.70	(2.66)
财务费用	170.26	458.49	169.29
资产减值损失	(48.76)	(107.73)	(120.92)
营业利润	7,444.36	4,022.57	(45.96)
营业外收入	23.18	40.70	75.55
营业外支出	94.55	75.18	(20.48)
利润总额	7,373.00	3,988.09	(45.91)
所得税	1,568.06	964.53	(38.49)
少数股东损益	441.41	324.69	(26.44)
归属母公司股东净利润	5,363.53	2,698.87	(49.68)
扣除非经常性损益的净利润	5,304.88	2,578.63	(51.39)
每股收益(元)	2.56	1.29	(49.61)
扣非后每股收益(元)	2.53	1.23	(51.38)
毛利率(%)	34.10	26.22	减少 7.89 个百分点
净利率(%)	17.88	9.92	减少 7.96 个百分点
销售费用率(%)	4.10	4.50	增加 0.40 个百分点
管理费用率(%)	5.26	5.45	增加 0.19 个百分点
财务费用率(%)	0.52	1.50	增加 0.98 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	32,464	30,470	34,899	37,695	38,740
营业收入	32,464	30,470	34,899	37,695	38,740
营业成本	21,392	22,482	24,895	26,570	26,986
营业税金及附加	605	586	628	679	697
销售费用	1,331	1,372	1,745	1,885	1,937
管理费用	1,635	1,583	1,850	1,998	2,053
研发费用	71	78	98	106	108
财务费用	170	458	454	374	340
其他收益	208	217	220	220	220
资产减值损失	(35)	(114)	(80)	(80)	(80)
信用减值损失	(28)	(22)	(50)	(50)	(50)
资产处置收益	17	(7)	(3)	(3)	(3)
公允价值变动收益	(4)	19	0	0	0
投资收益	27	17	30	30	30
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	7,444	4,023	5,346	6,202	6,735
营业外收入	23	41	30	30	30
营业外支出	95	75	75	75	75
利润总额	7,373	3,988	5,301	6,157	6,690
所得税	1,568	965	1,166	1,354	1,472
净利润	5,805	3,024	4,135	4,802	5,218
少数股东损益	441	325	413	480	522
归母净利润	5,364	2,699	3,721	4,322	4,696
EBITDA	9,582	6,881	8,806	10,530	11,862
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.56	1.29	1.77	2.06	2.24

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
<b>流动资产</b>	<b>16,127</b>	<b>14,450</b>	<b>12,134</b>	<b>13,396</b>	<b>16,594</b>
货币资金	8,836	7,038	2,406	5,843	7,297
应收账款	957	1,383	750	1,554	599
应收票据	145	546	194	225	205
存货	3,542	3,405	4,893	3,225	4,271
预付账款	339	354	614	419	630
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,307	1,724	3,276	2,131	3,592
<b>非流动资产</b>	<b>36,423</b>	<b>49,791</b>	<b>53,618</b>	<b>56,555</b>	<b>58,739</b>
长期投资	613	1,484	1,434	1,414	1,434
固定资产	21,326	22,721	23,465	26,991	28,835
无形资产	7,378	15,183	17,316	19,145	20,671
其他长期资产	7,106	10,404	11,403	9,005	7,798
<b>资产合计</b>	<b>52,550</b>	<b>64,242</b>	<b>65,752</b>	<b>69,951</b>	<b>75,333</b>
<b>流动负债</b>	<b>12,714</b>	<b>16,625</b>	<b>17,455</b>	<b>16,664</b>	<b>16,972</b>
短期借款	643	593	500	550	600
应付账款	7,112	8,366	8,230	8,745	7,747
其他流动负债	4,958	7,665	8,724	7,369	8,625
<b>非流动负债</b>	<b>10,458</b>	<b>16,779</b>	<b>13,324</b>	<b>13,512</b>	<b>13,367</b>
长期借款	5,082	7,282	4,000	4,102	4,000
其他长期负债	5,376	9,497	9,324	9,410	9,367
<b>负债合计</b>	<b>23,172</b>	<b>33,403</b>	<b>30,779</b>	<b>30,176</b>	<b>30,340</b>
股本	2,097	2,097	2,097	2,097	2,097
少数股东权益	2,648	3,392	3,805	4,286	4,807
归属母公司股东权益	26,730	27,446	31,168	35,489	40,186
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>52,550</b>	<b>64,242</b>	<b>65,752</b>	<b>69,951</b>	<b>75,333</b>

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	5,805	3,024	4,135	4,802	5,218
折旧摊销	2,215	2,647	3,253	4,202	5,034
营运资金变动	664	(44)	234	820	(928)
其他	(1,089)	(1,058)	155	457	183
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,595</b>	<b>4,568</b>	<b>7,777</b>	<b>10,281</b>	<b>9,507</b>
资本支出	(6,229)	(7,718)	(7,125)	(7,135)	(7,135)
投资变动	261	(182)	(150)	(180)	(220)
其他	(826)	(484)	27	27	27
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,794)</b>	<b>(8,383)</b>	<b>(7,248)</b>	<b>(7,288)</b>	<b>(7,328)</b>
银行借款	1,596	2,151	(3,376)	152	(52)
股权融资	(3,004)	(4,765)	0	0	0
其他	776	4,386	(1,785)	291	(673)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(632)</b>	<b>1,772</b>	<b>(5,160)</b>	<b>443</b>	<b>(725)</b>
<b>净现金流</b>	<b>169</b>	<b>(2,044)</b>	<b>(4,632)</b>	<b>3,436</b>	<b>1,455</b>

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
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	10.6	(6.1)	14.5	8.0	2.8
营业利润增长率(%)	(3.3)	(46.0)	32.9	16.0	8.6
归属于母公司净利润增长率(%)	(4.7)	(49.7)	37.9	16.1	8.7
息税前利润增长率(%)	(3.5)	(42.5)	31.1	14.0	7.9
息税折旧前利润增长率(%)	1.3	(28.2)	28.0	19.6	12.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(4.7)	(49.7)	37.9	16.1	8.7
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	22.7	13.9	15.9	16.8	17.6
营业利润率(%)	22.9	13.2	15.3	16.5	17.4
毛利率(%)	34.1	26.2	28.7	29.5	30.3
归母净利润率(%)	16.5	8.9	10.7	11.5	12.1
ROE(%)	20.1	9.8	11.9	12.2	11.7
ROIC(%)	14.8	5.5	7.5	8.1	8.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
净负债权益比	0.1	0.3	0.3	0.2	0.1
流动比率	1.3	0.9	0.7	0.8	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.5
应收账款周转率	40.3	26.1	32.7	32.7	36.0
应付账款周转率	5.2	3.9	4.2	4.4	4.7
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	4.1	4.5	5.0	5.0	5.0
管理费用率(%)	5.0	5.2	5.3	5.3	5.3
研发费用率(%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
财务费用率(%)	0.5	1.5	1.3	1.0	0.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.6	1.3	1.8	2.1	2.2
每股经营现金流(最新摊薄)	3.6	2.2	3.7	4.9	4.5
每股净资产(最新摊薄)	12.7	13.1	14.9	16.9	19.2
每股股息	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	6.1	12.1	8.7	7.5	6.9
P/B(最新摊薄)	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.2	8.6	6.3	5.1	4.3
价格/现金流(倍)	4.3	7.1	4.2	3.2	3.4

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得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