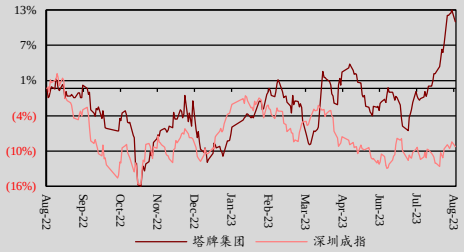
002233.SZ

买入

原评级：买入
市场价格:人民币 8.75
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	21.9	12.6	6.6	10.1
相对深圳成指	21.6	10.3	6.9	19.2

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)	10,432.41
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	64.09
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 8 月 7 日收市价为标准

相关研究报告

《塔牌集团》20230426
《塔牌集团》20230320
《塔牌集团》20230207

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

塔牌集团

业绩稳健，利润率逐渐恢复

公司于 8 月 7 日发布 2023 年中报，上半年实现营收 28.71 亿元，同增 10.72%，归母净利 4.86 亿元，同增 178.03%；单二季度，公司实现营收 15.57 亿元，同比增长 16.37%；归母净利润 2.53 亿元，同比增长 107.17%。需求承压背景下，公司业绩恢复顺利，我们维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **量增价减，成本下行利润率提升。**上半年公司实现水泥销量 819.94 万吨、熟料销量 43.46 万吨，较上年同期分别增长了 12.51%、32.42%。一季度粤东与珠三角水泥价格延续弱势回升，但 5 月中下旬价格进入回落阶段，上半年公司水泥平均售价下降 2.53%。上半年公司煤炭采购价同比下降 20.07%，叠加其他降本增效措施，公司上半年毛利率 27.91%,同比上升了 7.47pct。单二季度公司毛利率 31.84%，净利率 16.43%，单季度毛利率仅 6 个季度首次回到 30%以上，利润率改善显著。二季度公司非经常损益仅 500 万左右，较一季度的 9000 万左右的非经常性损益大大减少，二季度利润基本来自经常性的主营项目。其他业务方面，报告期内，公司的环保处置业务收入 2,333.10 万元，同比增长 298.82%；公司的分布式光伏发电项目实现余电上网 109.96 万元，同比增长 146.04%。公司的固废处置业务与分布式发电项目增长较快，业务发展顺利。
- **区域内基建投资增速较快，地产投资下滑较多。**今年上半年，广东地区生产总值同比增长 5.0%，固定资产投资同比增长 4.4%，其中基础设施投资同比增长 10.8%，房地产开发投资同比下降 7.4%。房地产投资较弱仍然是水泥行业需求难有起色的重要原因。上半年广东水泥市场持续低迷，水泥价格震荡下行，一季度行业通过错峰生产，维持了市场供需弱平衡，水泥价格相对平稳；5 月份开始，由于雨水天气增多，加剧了市场需求的萎缩，水泥价格加速下行。
- **下半年利润或仍承压，期待需求恢复。**三季度至今广东与福建的水泥价格仍然还在持续下跌。根据卓创资讯，7 月以来广东水泥 42.5 水泥均价 318.0 元/吨，环比 Q2 均价下跌 109.7 元/吨；7 月以来福建水泥 42.5 均价 288 元/吨，环比 Q2 下跌 47.8 元/吨。价格下降尚未止跌，但考虑到专项债发行相对顺利，下游市政及搅拌站资金有所改善，8 月中下旬开始水泥价格或能止跌回升有所恢复。

估值

- 公司业绩表现稳健，我们基本维持原有盈利预测。预计 2023-2025 年公司实现营收 64.41、64.58、64.76 亿元；归母净利 7.98、9.20、10.01 亿元；每股收益分别为 0.67、0.79、0.84 元，对应市盈率 13.1、11.3、10.4 倍。

评级面临的主要风险

- 水泥价格持续下行，成本上涨。

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)	2,594	1,015	1,585	1,689	1,814
归母净利润(人民币 百万)	1,836	266	798	920	1,001
增长率(%)	3.0	(85.5)	199.7	15.3	8.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.54	0.22	0.67	0.77	0.84
前次预测每股收益(人民币 百万元)			0.67	0.79	0.84
调整幅度(%)			(0.14)	(2.35)	(0.06)
市盈率(倍)	5.7	39.2	13.1	11.3	10.4
市净率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(倍)	2.0	1.7	1.5	1.2	0.3
每股股息 (人民币)	0.6	0.1	0.4	0.4	0.5
股息率 (%)	5.9	1.7	4.1	4.7	5.2

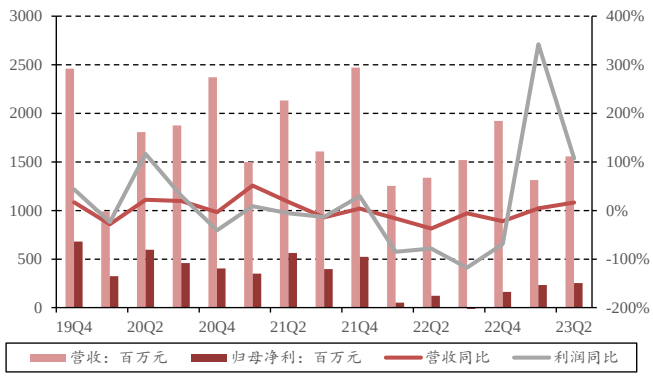
资料来源：公司公告，中银证券预测

收入恢复增长，利润率改善显著。

上半年实现营收 28.71 亿元，同增 10.72%，归母净利 4.86 亿元，同增 178.03%；单二季度，公司实现营收 15.57 亿元，同比增长 16.37%；归母净利润 2.53 亿元，同比增长 107.17%。需求承压背景下，公司业绩恢复顺利，我们维持公司买入评级。

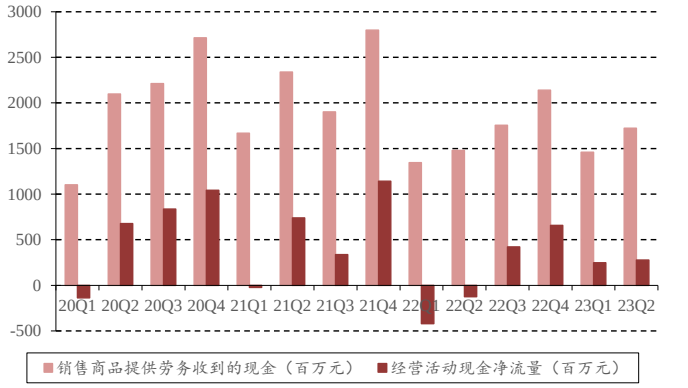
量增价减，成本下行利润率提升。上半年公司实现水泥销量 819.94 万吨、熟料销量 43.46 万吨，较上年同期分别增长了 12.51%、32.42%。一季度粤东与珠三角水泥价格延续弱势回升，但 5 月中下旬价格进入回落阶段，上半年公司水泥平均售价下降 2.53%。上半年公司煤炭采购价同比下降 20.07%，叠加其他降本增效措施，公司上半年毛利率 27.91%,同比上升了 7.47pct。单二季度公司毛利率 31.84%，净利率 16.43%，单季度毛利率仅 6 个季度首次回到 30%以上，利润率改善显著。二季度公司非经常损益仅 500 万左右，较一季度的 9000 万左右的非经常性损益大大减少，二季度利润基本来自经常性的主营项目。其他业务方面，报告期内，公司的环保处置业务收入 2,333.10 万元，同比增长 298.82%；公司的分布式光伏发电项目实现余电上网 109.96 万元，同比增长 146.04%。公司的固废处置业务与分布式发电项目增长较快，业务发展顺利。

图表 1. 上半年收入与利润均有所恢复



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2.上半年现金有所改善

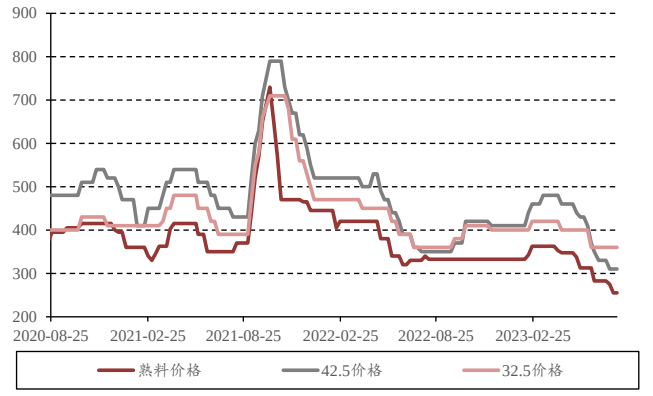


资料来源：公司公告，中银证券

一季度恢复较好，5 月份后水泥开始降价

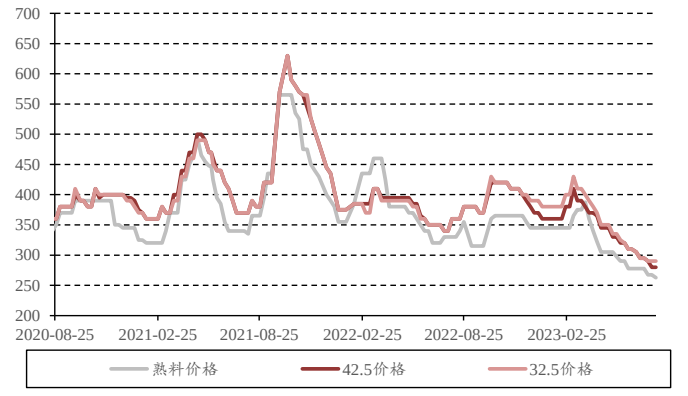
今年上半年，广东地区生产总值同比增长 5.0%，固定资产投资同比增长 4.4%，其中基础设施投资同比增长 10.8%，房地产开发投资同比下降 7.4%，分区域看，珠三角核心区完成房地产开发投资下降 6.6%，粤东西北地区下降 11.7%。今年上半年，广东省水泥累计产量同比增长 0.5%，产量居全国第一。上半年广东水泥市场持续低迷，水泥价格震荡下行，一季度行业通过错峰生产，维持了水泥市场供需弱平衡，水泥价格相对平稳；5 月份开始，由于雨水天气增多，加剧了市场需求的萎缩，水泥价格加速下行，同时省外低价水泥的大量涌入，导致市场供需矛盾进一步恶化，6 月份广东水泥价格呈现断崖式下跌，水泥企业生产经营压力增大，市场形势严峻。

图表 3. 5 月后广东水泥价格持续回落（元/吨）



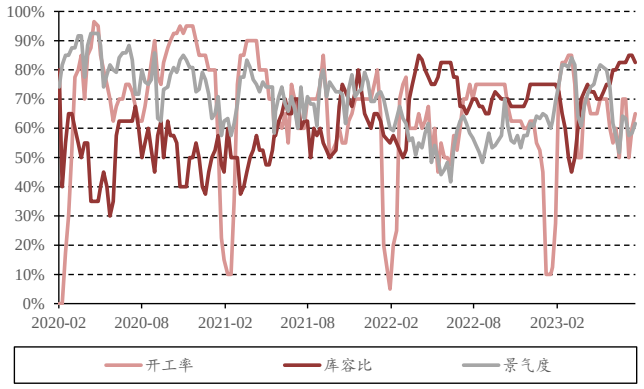
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 4. 5 月后福建水泥价格持续回落（元/吨）



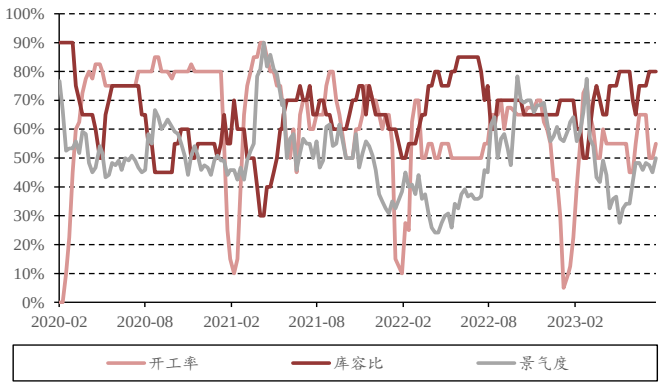
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 5. 上半年广东省水泥景气度表现相对一般



资料来源：卓创资讯，中银证券

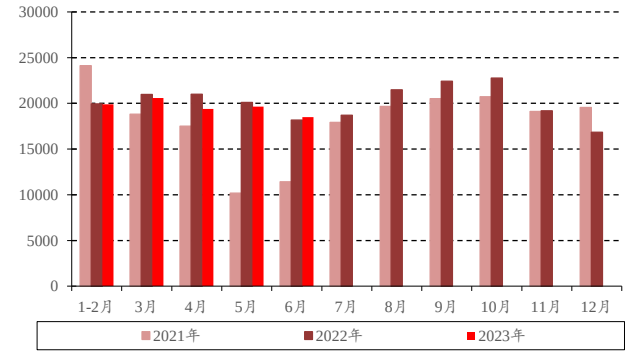
图表 6. 上半年福建水泥景气度环比呈现恢复态势



资料来源：卓创资讯，中银证券

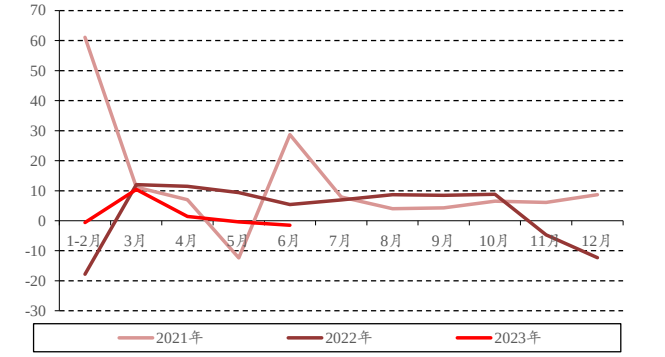
上半年产量微增，价格下滑较多。2023 年上半年，全国水泥产量 9.53 亿吨，同比增长 1.3%。6 月份，全国单月水泥产量 1.85 亿吨，同比下降 1.5%。水泥基本面仍然处于周期底部，上半年产量微增，但价格同环比下降较多，且熟料库容比在最近两月持续维持在 70%以上，水泥行业底部仍未见明显改善趋势。不考虑口径调整机械计算，6 月份地产销售面积同比下滑 28.10%，地产新开工面积同比下滑 31.35%，施工面积同比下滑 6.75%，地产投资同比下滑 20.59%；基建投资表现仍较强，同比增长 11.67%。在地产大幅下行的情况下，基建一定程度支撑了水泥需求，但仅靠基建仍然是有量无价，水泥行情恢复仍需要地产的修复。

图表 7. 6 月水泥产量 1.85 亿吨（图中单位为万吨）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 8.6 月水泥产量同比下降 1.5%（%）

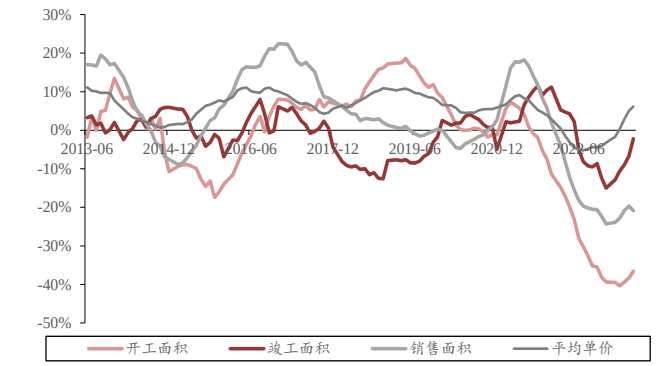


资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 9. 上半年煤炭价格有所回落

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 10. 竣工回升，新开工降幅企稳



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 11.2023 年 6 月地产数据

	开工面积 万平	施工面积 万平	竣工面积 万平	销售面积 万平	平均单价 元/平
当月值	10,157.27	791,548.00	6,078.04	13,074.99	10,176.23
当月同比：%	(31.35)	(6.75)	15.24	(28.10)	4.34
当月环比：%	19.46	1.54	46.52	48.51	(10.73)
前月同比：%	(28.48)	(6.26)	24.51	(19.75)	18.57
累计同比：%	(24.91)	(5.69)	18.40	(13.65)	12.88
累计值	49,880.00		33,904.00	59,515.00	53,946.01

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 12.2023 年 6 月基建投资数据

	电热气水 亿元	交运邮储 亿元	公用水利 亿元	小基建 亿元	大基建 亿元	地产投资 亿元	制造业投资 亿元
当月值	6,554.25	10,572.17	12,692.83	23,264.99	29,819.24	12,848.75	34,227.93
当月同比：%	25.66	22.15	(1.08)	8.28	11.67	(20.59)	6.00
当月环比：%	49.19	71.20	35.48	49.67	49.56	26.13	37.49
前月同比：%	35.94	3.37	2.80	3.02	8.83	(21.51)	5.07
累计值	21,427.02	35,741.39	44,937.94	80,679.33	102,106.35	58,550.00	117,621.57
累计同比：%	27.00	11.00	3.00	6.40	10.15	(14.29)	6.00

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：小基建=交运邮储+公用水利，大基建=交运邮储+公用水利+电热气水

下半年：期待需求恢复

下半年利润或仍承压，期待需求恢复。三季度至今广东与福建的水泥价格仍然还在持续下跌。根据卓创资讯，7 月以来广东水泥 42.5 水泥均价 318.0 元/吨，环比 Q2 均价下跌 109.7 元/吨；7 月以来福建水泥 42.5 均价 288 元/吨，环比 Q2 下跌 47.8 元/吨。价格下降尚未止跌，但考虑到专项债发行相对顺利，下游市政及搅拌站资金有所改善，8 月中下旬开始水泥价格或能止跌回升有所恢复。与市场预期的拿地先于新开工恢复不同，由于地产商土地库存的存在，我们认为若地产销售恢复则新开工可以直接修复，跳过拿地环节，水泥需求或将随之恢复。

风险提示：水泥价格持续下行，成本上涨。

图表 13. 2023H1 业绩摘要表

(人民币，百万)	2022H1	2023H1	同比增长(%)
营业收入	2,593.03	2,870.89	10.72
营业税及附加	37.64	47.43	26.01
净营业收入	2,555.39	2,823.46	10.49
营业成本	2,062.89	2,069.66	0.33
销售费用	31.15	36.81	18.19
管理费用	201.55	191.45	(5.01)
研发费用	6.32	4.79	(24.30)
财务费用	(18.51)	(20.92)	(13.03)
资产减值损失	(1.32)	28.08	2,231.28
营业利润	275.17	537.03	95.16
营业外收入	7.61	0.79	(89.59)
营业外支出	20.84	2.62	(87.45)
利润总额	236.35	652.88	176.23
所得税	60.37	163.43	170.71
少数股东损益	1.28	3.70	189.98
归属母公司股东净利润	174.71	485.75	178.03
扣除非经常性损益的净利润	205.28	205.28	0.00
每股收益(元)	0.15	0.41	173.33
扣非后每股收益(元)	0.17	0.17	0.00
毛利率(%)	20.44	27.91	增加 7.46 个百分点
净利率(%)	6.79	17.05	增加 10.26 个百分点
销售费用率(%)	1.20	1.28	增加 0.08 个百分点
管理费用率(%)	7.77	6.67	减少 1.10 个百分点
研发费用率(%)	0.24	0.17	减少 0.08 个百分点
财务费用率(%)	(0.71)	(0.73)	减少 0.01 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 14. 2023Q2 业绩摘要表

(人民币，百万)	2022Q2	2023Q2	同比增长(%)
营业收入	1,338.28	1,557.37	16.37
营业税及附加	16.73	26.75	59.93
净营业收入	1,321.56	1,530.61	15.82
营业成本	1,101.08	1,061.55	(3.59)
销售费用	18.44	23.51	27.53
管理费用	97.98	98.81	0.85
研发费用	3.56	2.48	(30.43)
财务费用	(9.93)	(12.49)	(25.78)
资产减值损失	2.28	29.68	1,202.23
营业利润	110.67	330.58	198.71
营业外收入	1.42	0.60	(58.00)
营业外支出	7.82	1.38	(82.33)
利润总额	161.27	344.31	113.50
所得税	39.04	88.48	126.63
少数股东损益	0.15	2.93	1,837.14
归属母公司股东净利润	122.08	252.91	107.17
扣除非经常性损益的净利润	573.08	90.57	(84.20)
每股收益(元)	0.10	0.21	110.00
扣非后每股收益(元)	0.48	0.08	(83.33)
毛利率(%)	17.72	31.84	增加 14.11 个百分点
净利率(%)	9.13	16.43	增加 7.29 个百分点
销售费用率(%)	1.38	1.51	增加 0.13 个百分点
管理费用率(%)	7.32	6.34	减少 0.98 个百分点
研发费用率(%)	0.27	0.16	减少 0.11 个百分点
财务费用率(%)	(0.74)	(0.80)	减少 0.06 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)	(28)	(42)	(54)
其他收益	13	12	12	12	12
资产减值损失	0	52	0	0	0
信用减值损失	5	1	5	3	3
资产处置收益	0	5	5	5	5
公允价值变动收益	63	(234)	20	30	40
投资收益	268	194	80	140	140
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,458	399	1,193	1,371	1,489
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	1,161	1,338	1,456
所得税	584	111	338	390	425
净利润	1,837	270	822	948	1,032
少数股东损益	1	4	25	28	31
归母净利润	1,836	266	798	920	1,001
EBITDA	2,594	1,015	1,585	1,689	1,814
EPS(最新股本摊薄，元)	1.54	0.22	0.67	0.77	0.84

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**	**7,430**	**7,744**	**9,163**
货币资金	1,444	1,251	2,908	3,071	4,517
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	3,857	4,033	4,003
非流动资产	**7,928**	**6,794**	**6,339**	**5,908**	**5,525**
长期投资	2,533	1,571	1,571	1,571	1,571
固定资产	3,953	3,828	3,449	3,055	2,652
无形资产	781	752	775	802	827
其他长期资产	660	643	544	481	476
资产合计	**13,828**	**12,840**	**13,769**	**13,652**	**14,688**
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	88	119
归属母公司股东权益	11,720	11,295	11,664	12,090	12,552
负债和股东权益合计	**13,828**	**12,840**	**13,769**	**13,652**	**14,688**

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	822	948	1,032
折旧摊销	511	527	537	547	577
营运资金变动	238	(521)	536	(546)	536
其他	(390)	257	183	(376)	(160)
经营活动现金流	**2,197**	**533**	**2,078**	**574**	**1,984**
资本支出	(814)	(454)	(105)	(105)	(200)
投资变动	(1,944)	939	0	0	0
其他	490	(222)	84	146	145
投资活动现金流	**(2,268)**	**263**	**(21)**	**41**	**(55)**
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(742)	(866)	(429)	(494)	(538)
其他	41	41	28	42	54
筹资活动现金流	**(700)**	**(825)**	**(400)**	**(452)**	**(484)**
净现金流	**(771)**	**(29)**	**1,657**	**163**	**1,445**

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)	198.8	14.9	8.6
归属于母公司净利润增长率(%)	3.0	(85.5)	199.7	15.3	8.8
息税前利润增长率(%)	(2.7)	(76.6)	114.5	9.0	8.4
息税折旧前利润增长率(%)	(0.4)	(60.9)	56.0	6.6	7.4
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	3.0	(85.5)	199.7	15.3	8.8
获利能力					
息税前利润率(%)	27.0	8.1	16.3	17.7	19.1
营业利润率(%)	31.9	6.6	18.5	21.2	23.0
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	14.2	15.5
ROE(%)	15.7	2.4	6.8	7.6	8.0
ROIC(%)	36.9	7.5	20.4	21.6	30.9
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)	(0.2)	(0.3)	(0.4)
流动比率	3.3	5.0	4.2	6.6	5.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
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)	(0.4)	(0.6)	(0.8)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.5	0.2	0.7	0.8	0.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.8	0.4	1.7	0.5	1.7
每股净资产(最新摊薄)	9.8	9.5	9.8	10.1	10.5
每股股息	0.6	0.1	0.4	0.4	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	5.7	39.2	13.1	11.3	10.4
P/B(最新摊薄)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	2.0	1.7	1.5	1.2	0.3
价格/现金流（倍）	4.7	19.6	5.0	18.2	5.3

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