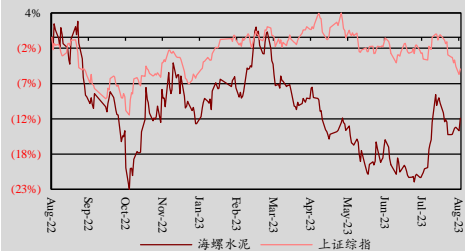


600585.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 26.08

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	(5.9)	9.4	(2.1)	(19.0)
相对上证综指	(6.0)	10.9	3.2	(14.2)

发行股数 (百万)	5,299.30
流通股 (百万)	5,299.30
总市值 (人民币 百万)	135,238.20
3个月日均交易额 (人民币 百万)	476.66
主要股东	
安徽海螺集团有限责任公司	36.4

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2023年8月22日收市价为标准

相关研究报告

《海螺水泥》20230427
 《海螺水泥》20230328
 《海螺水泥》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

证券分析师: 林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523080001

联系人: 郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122060027

联系人: 杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030023

海螺水泥

Q2 业绩亮眼, 底部思维寻龙头价值

公司于8月21日发布2023年中报, 上半年实现收入654.36亿元, 同增16.28%; 归母净利润64.68亿元, 同降34.26%。Q2公司实现归母净利润39.18亿元, 同降20.28%, 降幅较Q1显著收窄。业绩表现较亮眼, 维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 份额稳步回升, 利润率环比恢复。**根据公司公告, 上半年公司实现自产水泥及熟料销量1.30亿吨, 同比增长1.78%; 而上半年全国水泥产量9.53亿吨, 同比增长1.3% (同口径), 公司自产水泥及熟料销量增速跑赢全国水泥产量增速, 这说明公司的市场份额在稳步回升。我们测算公司上半年单吨水泥价格305.7元/吨, 吨成本224.0元/吨, 吨毛利81.7元/吨, 吨三费32.5元/吨; 分别同比-42.5元/吨、-7.4元/吨、-35.2元/吨。上半年水泥业务毛利率27.94%, 同比下降6.26pct, 环比上升4.37pct。成本的详细拆分方面, 吨原材料37.0元/吨, 吨燃料动力141.3元/吨, 吨折旧15.1元/吨, 吨人工+其他合计是30.0元/吨; 分别同比-1.0元/吨、-7.1元/吨、0.6元/吨、-0.3元/吨。煤炭采购同比有所下降, 一定程度缓解了价格压力。
- 骨料业务增长亮眼, 毛利占比进一步提升。**上半年公司骨料业务表现亮眼, 新增骨料产能2,160万吨、商混产能780万方、光储装机容量38MW。骨料及机制砂业务实现收入16.88亿元, 同增116.84%, 毛利率57.55%, 上升1.78个百分点。公司骨料业务收入占比达到2.58%, 毛利占比达到7.64%, 已成为公司重要的收入和利润支撑。
- 需求企稳仍有挑战, 或需底部思维看海螺水泥。**二季度以来全国水泥均价持续下跌, 当前的情形下水泥需求企稳回升仍然具备挑战, 需要基建或地产集中发力拖底稳增长, 但当前经济环境下基建与地产发力均具备难度, 或应以底部思维看待水泥股。海螺水泥当前0.74倍PB, 破净且几乎处于历史最低分位数水平, 估值已相当便宜。另一方面, 我们测算2021年海螺水泥吨净利112.2元/吨, 高于行业平均48.9元/吨, 2022年吨净利57.1元/吨, 高于行业平均30.83元/吨。我们预计海螺水泥较行业平均的成本优势在中枢的40元/吨附近, 按照全行业盈亏平衡, 仅海螺水泥盈利估计, 公司利润底部在112亿元附近, 随着行业出清加速, 公司市场份额有望提升, 利润有望企稳回升。

估值

- 考虑二季度以来水泥价格持续下滑, 我们调整公司盈利预测。预计2023-2025年公司实现营收1,369.84、1,449.30、1,505.74亿元; 归母净利润150.79、16058、179.01亿元; 每股收益分别为2.85、3.03、3.38元, 对应市盈率9.0、8.4、7.6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。

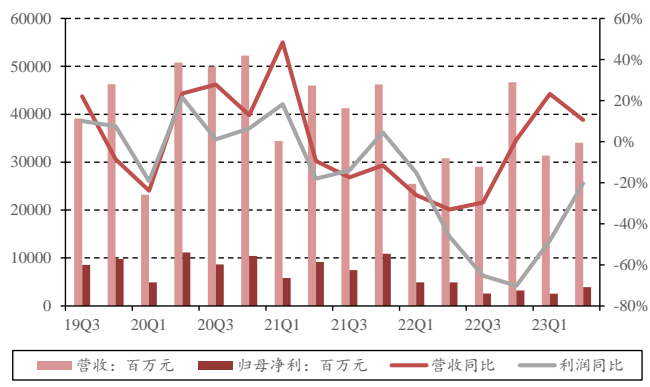
投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	167,953	132,022	136,984	144,930	150,574
增长率(%)	(4.7)	(21.4)	3.8	5.8	3.9
EBITDA(人民币 百万)	44,704	23,050	25,827	29,033	33,235
归母净利润(人民币 百万)	33,267	15,661	15,079	16,058	17,901
增长率(%)	(5.3)	(52.9)	(3.7)	6.5	11.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	6.28	2.96	2.85	3.03	3.38
前次预计每股收益(人民币)			3.48	3.87	4.21
调整幅度(%)			(18.2)	(21.7)	(19.8)
市盈率(倍)	4.1	8.6	9.0	8.4	7.6
市净率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(倍)	2.8	4.2	2.9	2.9	2.1
每股股息(人民币)	2.4	1.5	1.4	1.5	1.7
股息率(%)	5.9	5.4	5.5	5.9	6.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

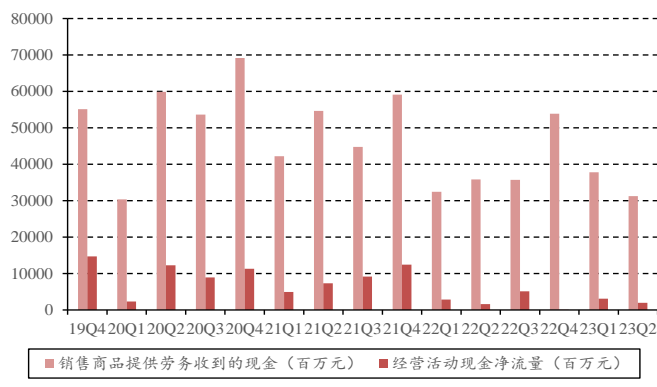
公司于8月21日发布2023年中报，上半年实现收入654.36亿元，同增16.28%；归母净利64.68亿元，同降34.26%。Q2公司实现营业收入340.68亿元，同比增长10.56%；Q2归母净利39.18亿元，同降20.28%，降幅较Q1显著收窄。Q2公司销售商品提供劳务的现金流入合计312.44亿元，经营活动现金净流量19.83亿元，现金表现仍然稳健。Q2公司毛利率22.1%，净利率12.1%毛利率与净利率同比均有所回落，但环比分别改善了5.6pct与3.6pct，利润总体处于恢复态势中。

图表 1. 公司收入保持增长，利润降幅收窄



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 公司现金流表现总体稳健



资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 公司利润率环比改善



资料来源：公司公告，中银证券

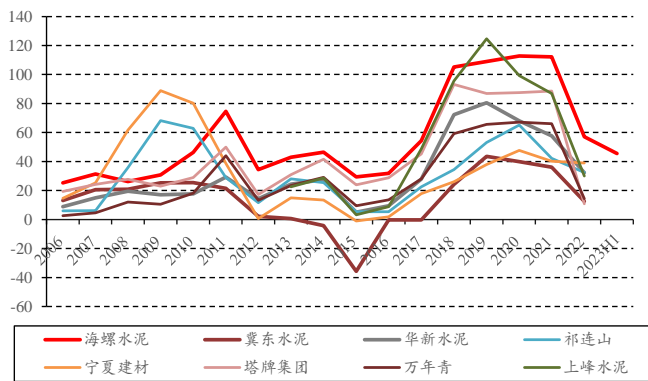
图表 4. 公司费用率总体平稳，管理费用因合并报表增加



资料来源：公司公告，中银证券

份额稳步回升，利润率环比恢复。根据公司中报，2023年上半年公司实现自产水泥及熟料销量1.30亿吨，同比增长1.78%；而上半年全国水泥产量9.53亿吨，同比增长1.3%（同口径），公司自产水泥及熟料销量增速跑赢全国水泥产量增速，这说明公司的市场份额在稳步回升。我们测算公司上半年单吨水泥价格305.7元/吨，吨成本224.0元/吨，吨毛利81.7元/吨，吨三费32.5元/吨；分别同比-42.5元/吨、-7.4元/吨、-35.2元/吨。上半年水泥业务毛利率27.94%，同比下降6.26pct，环比上升4.37pct。成本的详细拆分方面，吨原材料37.0元/吨，吨燃料动力141.3元/吨，吨折旧15.1元/吨，吨人工+其他合计是30.0元/吨；分别同比-1.0元/吨、-7.1元/吨、0.6元/吨、-0.3元/吨。煤炭采购同比有所下降，一定程度缓解了价格压力。

图表 5. 公司的吨净利降幅收窄 (元/吨)



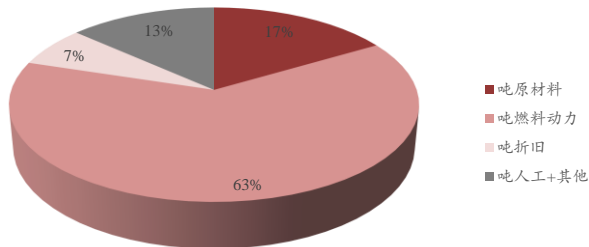
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 6. 公司吨毛利降幅放缓



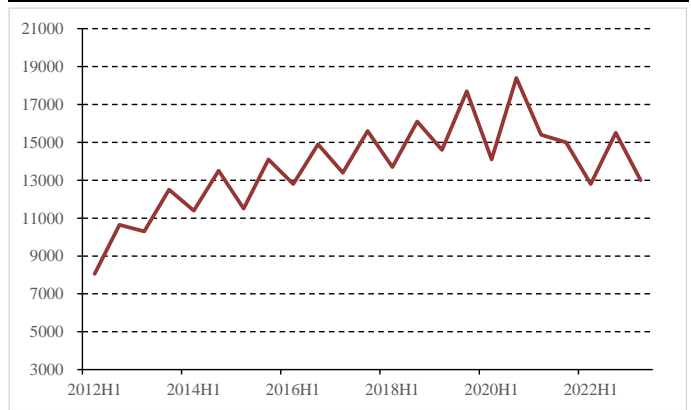
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 7. 燃料与动力仍然是成本主要构成



资料来源: 公司公告, 中银证券

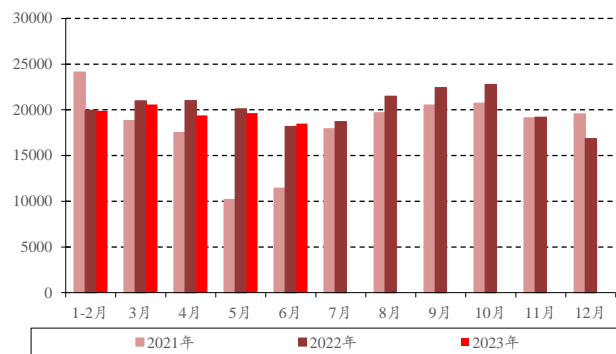
图表 8. 公司销量环比回落, 同比微增 (万吨)



资料来源: 公司公告, 中银证券

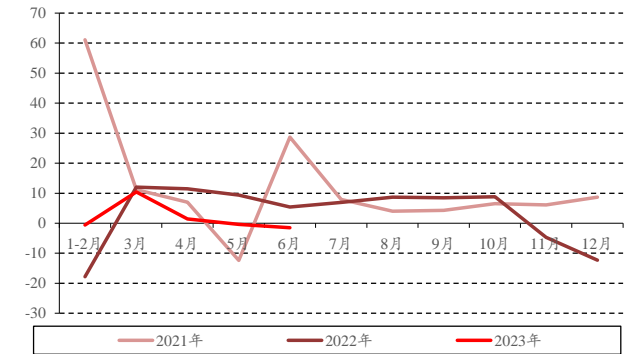
上半年全国产量微增, 价格下滑较多。2023 年上半年, 全国水泥产量 9.53 亿吨, 同比增长 1.3%。6 月份, 全国单月水泥产量 1.85 亿吨, 同比下降 1.5%。水泥基本面仍然处于周期底部, 上半年产量微增, 但价格同环比下降较多, 且熟料库容比在最近两月持续维持在 70% 以上, 水泥行业底部仍未见明显改善趋势。不考虑口径调整机械计算, 6 月份地产销售面积同比下滑 28.10%, 地产新开工面积同比下滑 31.35%, 施工面积同比下滑 6.75%, 地产投资同比下滑 20.59%; 基建投资表现仍较强, 同比增长 11.67%。在地产新开工面积低迷的情况下, 基建一定程度支撑了水泥需求, 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 9. 6 月水泥产量 1.85 亿吨 (图中单位为万吨)



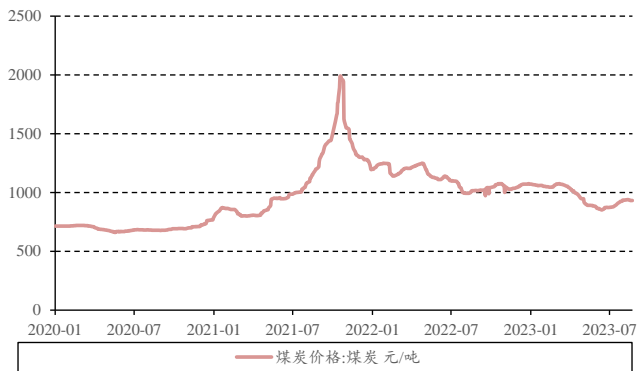
资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 10. 6 月水泥产量同比下降 1.5% (%)



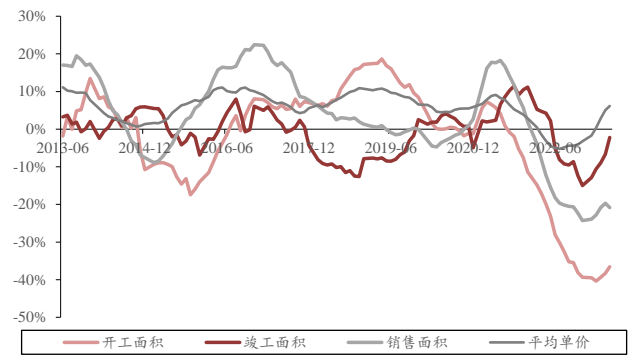
资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 11. 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 12. 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 13. 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 14. 2023 年 6 月基建投资数据

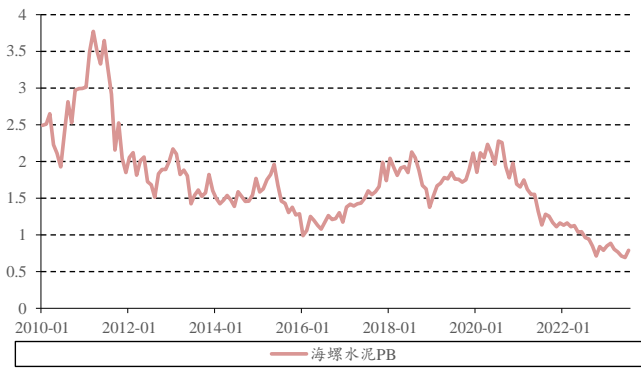
	电热气水 亿元	交运邮储 亿元	公用水利 亿元	小基建 亿元	大基建 亿元	地产投资 亿元	制造业投资 亿元
当月值	6,554.25	10,572.17	12,692.83	23,264.99	29,819.24	12,848.75	34,227.93
当月同比：%	25.66	22.15	(1.08)	8.28	11.67	(20.59)	6.00
当月环比：%	49.19	71.20	35.48	49.67	49.56	26.13	37.49
前月同比：%	35.94	3.37	2.80	3.02	8.83	(21.51)	5.07
累计值	21,427.02	35,741.39	44,937.94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

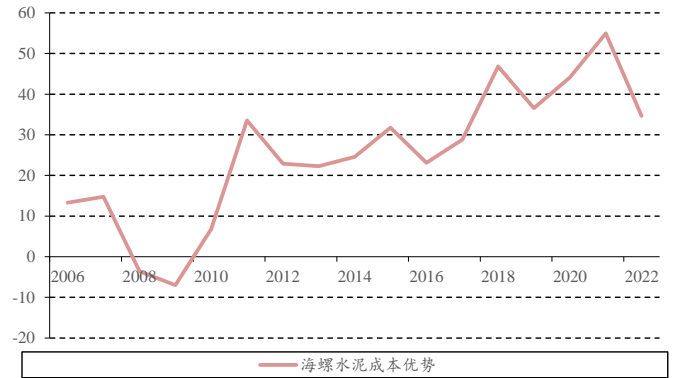
需求企稳仍有挑战，或需底部思维看海螺水泥。二季度以来全国水泥均价持续下跌，当前的情形下水泥需求企稳回升仍然具备挑战，需要基建或地产集中发力拖底稳增长，但当前经济环境下基建与地产发力均具备难度，或应以底部思维看待水泥股。海螺水泥当前 0.74 倍 PB，破净且几乎处于历史最低分位数水平，估值已相当便宜。另一方面，我们测算 2021 年海螺水泥吨净利 112.2 元/吨，高于行业平均 55.0 元/吨，2022 年吨净利 57.1 元/吨，高于行业平均 34.7 元/吨。我们预计海螺水泥较行业平均的成本优势在中枢的 40 元/吨附近，按照全行业盈亏平衡，仅海螺水泥盈利估计，公司利润底部在 112 亿元附近，随着行业出清加速，公司市场份额有望提升，利润有望企稳回升。

图表 15. 当前海螺水泥 PB 几乎处于历史最低水平



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 16. 海螺水泥吨净利优势在 40 元/吨附近



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

风险提示：煤炭价格上涨，水泥需求回落，行业格局恶化。

图表 17. 2023Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q2	2023Q2	同比增长(%)
营业收入	30,813.97	34,067.85	10.56
营业税及附加	233.38	263.84	13.05
净营业收入	30,580.59	33,804.01	10.54
营业成本	22,773.07	26,530.35	16.50
销售费用	846.28	844.15	(0.25)
管理费用	1,421.36	1,663.28	17.02
研发费用	574.41	453.31	(21.08)
财务费用	(566.65)	(537.11)	5.21
资产减值损失	(7.44)	(23.30)	(213.03)
营业利润	6,216.87	5,316.30	(14.49)
营业外收入	210.97	(132.68)	(162.89)
营业外支出	135.52	98.39	(27.40)
利润总额	6,292.32	5,085.23	(19.18)
所得税	1,237.23	949.15	(23.28)
少数股东损益	140.52	218.21	55.28
归属母公司股东净利润	4,914.57	3,917.86	(20.28)
扣除非经常性损益的净利润	4,725.53	4,003.36	(15.28)
每股收益(元)	0.93	0.74	(20.43)
扣非后每股收益(元)	0.89	0.76	(14.61)
毛利率(%)	26.09	22.12	减少 3.97 个百分点
净利率(%)	16.41	12.14	减少 4.26 个百分点
销售费用率(%)	2.75	2.48	减少 0.27 个百分点
管理费用率(%)	4.61	4.88	增加 0.27 个百分点
研发费用率(%)	1.86	1.33	减少 0.53 个百分点
财务费用率(%)	(1.84)	(1.58)	增加 0.26 个百分点

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 18. 2022A 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022H1	2023H1	同比增长(%)
营业收入	56,275.75	65,436.31	16.28
营业税及附加	454.78	519.91	14.32
净营业收入	55,820.97	64,916.39	16.29
营业成本	40,251.52	52,722.12	30.98
销售费用	1,525.06	1,627.15	6.69
管理费用	2,708.07	3,134.69	15.75
研发费用	815.47	707.06	(13.29)
财务费用	(945.42)	(820.02)	13.26
资产减值损失	12.56	(26.86)	(313.91)
营业利润	12,650.91	8,312.20	(34.30)
营业外收入	482.26	298.61	(38.08)
营业外支出	157.26	106.81	(32.08)
利润总额	12,975.91	8,504.00	(34.46)
所得税	2,814.07	1,696.27	(39.72)
少数股东损益	322.06	339.26	5.34
归属母公司股东净利润	9,839.77	6,468.47	(34.26)
扣除非经常性损益的净利润	9,298.52	6,158.49	(33.77)
每股收益(元)	1.86	1.22	(34.41)
扣非后每股收益(元)	1.75	1.16	(33.71)
毛利率(%)	28.47	19.43	减少 9.04 个百分点
净利率(%)	18.06	10.40	减少 7.65 个百分点
销售费用率(%)	2.71	2.49	减少 0.22 个百分点
管理费用率(%)	4.81	4.79	减少 0.02 个百分点
研发费用率(%)	1.45	1.08	减少 0.37 个百分点
财务费用率(%)	(1.68)	(1.25)	增加 0.43 个百分点

资料来源: 同花顺 iFinD, 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	167,953	132,022	136,984	144,930	150,574
营业收入	167,953	132,022	136,984	144,930	150,574
营业成本	118,181	103,897	107,723	113,842	117,176
营业税金及附加	1,243	967	1,096	1,159	1,205
销售费用	3,408	3,327	3,425	3,478	3,463
管理费用	5,083	5,561	5,753	6,087	6,023
研发费用	1,317	2,011	2,055	2,174	2,259
财务费用	(1,315)	(1,651)	(425)	(325)	(368)
其他收益	1,002	666	780	850	1,000
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	24	2	(33)	(33)	(33)
资产处置收益	104	8	5	30	30
公允价值变动收益	591	(458)	200	200	200
投资收益	1,402	1,351	1,200	1,250	1,250
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	43,109	19,474	19,509	20,811	23,263
营业外收入	1,105	802	800	800	800
营业外支出	98	261	250	250	250
利润总额	44,116	20,015	20,059	21,361	23,813
所得税	9,950	3,875	4,513	4,806	5,358
净利润	34,166	16,140	15,546	16,555	18,455
少数股东损益	899	479	466	497	554
归母净利润	33,267	15,661	15,079	16,058	17,901
EBITDA	44,704	23,050	25,827	29,033	33,235
EPS(最新股本摊薄, 元)	6.28	2.96	2.85	3.03	3.38

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	123,583	106,018	88,612	107,463	94,641
货币资金	69,535	57,866	54,794	57,972	60,230
应收账款	2,377	5,637	451	5,185	670
应收票据	7,989	8,592	5,107	9,386	5,671
存货	9,896	11,679	9,267	11,604	7,926
预付账款	1,186	3,003	1,186	3,241	1,316
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	32,601	19,241	17,808	20,074	18,828
非流动资产	106,932	137,958	151,715	161,487	165,392
长期投资	9,405	10,119	10,519	10,919	11,319
固定资产	66,514	81,182	88,086	93,692	97,785
无形资产	18,240	32,038	37,495	40,452	42,910
其他长期资产	12,773	14,619	15,615	16,424	13,379
资产合计	230,515	243,976	240,327	268,950	260,033
流动负债	32,669	35,571	31,946	50,631	33,568
短期借款	3,290	10,037	11,962	21,641	12,552
应付账款	6,765	6,781	6,983	7,563	6,107
其他流动负债	22,614	18,753	13,001	21,427	14,908
非流动负债	6,020	12,412	4,393	5,819	4,475
长期借款	3,748	9,689	2,000	3,261	2,000
其他长期负债	2,272	2,723	2,393	2,558	2,475
负债合计	38,689	47,983	36,339	56,450	38,043
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
少数股东权益	8,141	12,355	12,821	13,318	13,872
归属母公司股东权益	183,685	183,639	191,166	199,182	208,119
负债和股东权益合计	230,515	243,976	240,327	268,950	260,033

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	34,166	16,140	15,546	16,555	18,455
折旧摊销	5,961	6,792	8,927	10,877	12,820
营运资金变动	(1,871)	(9,003)	8,937	(6,293)	7,368
其他	(4,355)	(4,279)	(2,337)	(1,793)	(2,153)
经营活动现金流	33,901	9,649	31,074	19,346	36,490
资本支出	(15,202)	(26,646)	(22,040)	(20,040)	(16,040)
投资变动	(1,581)	12,348	(497)	(497)	(497)
其他	(4,884)	9,018	1,142	1,217	1,217
投资活动现金流	(21,667)	(5,281)	(21,395)	(19,320)	(15,320)
银行借款	1,745	12,689	(5,764)	10,939	(10,350)
股权融资	(14,343)	(17,609)	(7,552)	(8,042)	(8,965)
其他	993	(803)	565	255	403
筹资活动现金流	(11,604)	(5,723)	(12,751)	3,152	(18,912)
净现金流	629	(1,355)	(3,072)	3,178	2,258

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(%)	(4.7)	(21.4)	3.8	5.8	3.9
营业利润增长率(%)	(6.8)	(54.8)	0.2	6.7	11.8
归属于母公司净利润增长率(%)	(5.3)	(52.9)	(3.7)	6.5	11.5
息税前利润增长率(%)	(5.8)	(58.0)	3.9	7.4	12.4
息税折旧前利润增长率(%)	(4.0)	(48.4)	12.0	12.4	14.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(5.3)	(52.9)	(3.7)	6.5	11.5
获利能力					
息税前利润率(%)	23.1	12.3	12.3	12.5	13.6
营业利润率(%)	25.7	14.8	14.2	14.4	15.4
毛利率(%)	29.6	21.3	21.4	21.5	22.2
归母净利润率(%)	19.8	11.9	11.0	11.1	11.9
ROE(%)	18.1	8.5	7.9	8.1	8.6
ROIC(%)	28.4	8.9	9.1	8.7	10.2
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
净负债权益比	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.2)
流动比率	3.8	3.0	2.8	2.1	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	93.8	32.9	45.0	51.4	51.4
应付账款周转率	29.1	19.5	19.9	19.9	22.0
费用率					
销售费用率(%)	2.0	2.5	2.5	2.4	2.3
管理费用率(%)	3.0	4.2	4.2	4.2	4.0
研发费用率(%)	0.8	1.5	1.5	1.5	1.5
财务费用率(%)	(0.8)	(1.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.3	3.0	2.8	3.0	3.4
每股经营现金流(最新摊薄)	6.4	1.8	5.9	3.7	6.9
每股净资产(最新摊薄)	34.7	34.7	36.1	37.6	39.3
每股股息	2.4	1.5	1.4	1.5	1.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	4.1	8.6	9.0	8.4	7.6
P/B(最新摊薄)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	2.8	4.2	2.9	2.9	2.1
价格/现金流(倍)	4.0	14.0	4.4	7.0	3.7

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任何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予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。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