

000877.SZ

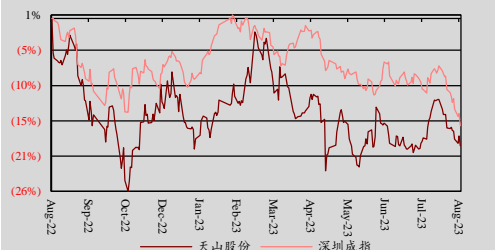
增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 7.96

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	(7.1)	(3.4)	(1.7)	(23.4)
相对深圳成指	0.6	1.2	4.4	(8.2)

发行股数 (百万)	8,663.42
流通股 (百万)	1,822.14
总市值 (人民币 百万)	70,520.26
3个月日均交易额 (人民币 百万)	58.55
主要股东	
中国建材股份有限公司	84.52

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2023年8月24日收市价为标准

相关研究报告

《天山股份》20230601
《天山股份》20150824
《天山股份一季报点评》20150430

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

天山股份

Q2 利润修复, 现金表现较好

公司于8月23日发布2023年中报, 上半年公司实现营收534.34亿元, 同减18.36%, 归母净利润1.42亿元, 同减95.94%, Q2业绩环比改善, 我们维持公司增持评级。

支撑评级的要点

- **Q2 利润有所恢复, 现金表现较好。**上半年公司实现营收534.34亿元, 同比下降18.36%, 归母净利润1.42亿元, 同减95.94%。上半年公司销售商品提供劳务收到的现金535.51亿元, 基本与营收规模相当; 经营活动现金净流量86.11亿元, 同比增长61.44%, 大幅高于归母净利润规模, 公司现金流表现较好。上半年公司毛利率15.09%, 同降3.34pct, 销售净利率0.12%。单二季度公司营收310.64亿元, 同比下降16.47%, 归母净利润13.73亿元, 同比下降44.20%; 单二季度毛利率18.51%, 净利率4.75%。二季度公司利润有所恢复, 基本实现了对一季度的亏损弥补, 使公司上半年盈亏平衡。
- **水泥熟料销量下降, 骨料业务保持增长。**上半年, 公司销售水泥10,692万吨, 同比下降3.01%; 销售熟料1,473万吨, 同比下降12.48%; 销售商混3,375万方, 同比下降10.22%; 销售骨料6,342万吨, 同比增长25.53%。我们测算公司单吨水泥及熟料价格300.3元, 单吨成本256.8元, 单吨毛利43.4元, 单吨费用45.2元, 扣除资本开支率及税率等影响后, 公司单吨净利3.0元。与去年全年相比, 公司水泥价格、成本分别下降28.1、24.4元/吨。上半年骨料业务实现收入25.68亿元, 同比增长5.98%, 骨料业务毛利率37.15%, 同比下降10.21pct, 骨料业务的收入/毛利占比分别提高至4.81%与11.83%。上半年全国砂石骨料消费量下降2.4%的情况下, 公司骨料收入规模进一步增长。
- **下半年利润或仍承压, 期待需求恢复。**三季度至今全国水泥均价仍处于下降阶段, Q3公司业绩或承压。但7月24日的政治局会议在稳增长方向有所发力, 我们预计明年水泥行业需求或较今年有所恢复。叠加行业格局相对平稳后错峰生产能够一定程度维持价格, 行业利润或能恢复。公司骨料业务持续发力, 产能正逐步投产, 也有望持续贡献收入与利润增量。

估值

- 公司二季度利润环比改善, 但当前水泥价格尚未止跌, 我们下调公司全年盈利预测。预计2023-2025年公司实现营收1,319.87、1,339.66、1,342.11亿元; 归母净利润34.76、45.16、64.59亿元; 每股收益分别为0.40、0.52、0.75元, 对应市盈率19.8、15.3、10.7倍。

评级面临的主要风险

- 水泥价格持续下行, 成本上涨。

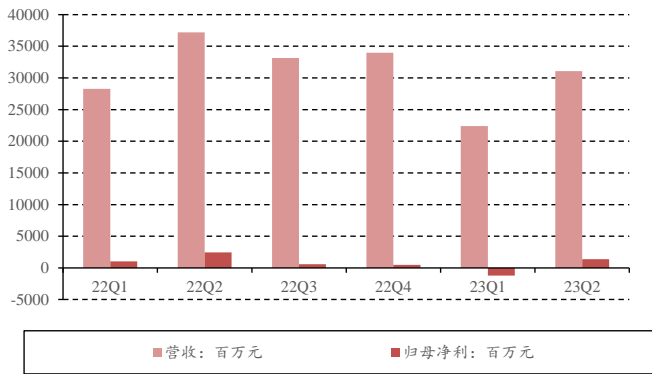
投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	170,030	132,581	131,987	133,966	134,211
增长率(%)	1,856.1	(22.0)	(0.4)	1.5	0.2
EBITDA(人民币 百万)	42,353	18,609	22,648	27,488	32,037
归母净利润(人民币 百万)	12,548	4,542	3,476	4,516	6,459
增长率(%)	727.5	(63.8)	(23.5)	29.9	43.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.45	0.52	0.40	0.52	0.75
前次预测每股收益(人民币)			0.69	0.84	1.10
调整幅度(%)			(41.8)	(37.9)	(32.2)
市盈率(倍)	5.5	15.2	19.8	15.3	10.7
市净率(倍)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(倍)	5.1	10.1	9.8	7.8	5.7
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

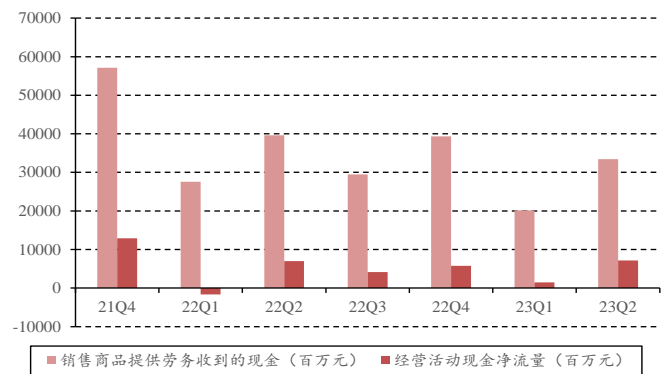
Q2 利润有所恢复，现金表现较好。上半年公司实现营收 534.34 亿元，同比下降 18.36%，归母净利润 1.42 亿元，同减 95.94%。上半年公司销售商品提供劳务收到的现金 535.51 亿元，基本与营收规模相当；经营活动现金净流量 86.11 亿元，同比增长 61.44%，大幅高于归母净利润规模，公司现金流表现较好。上半年公司毛利率 15.09%，同降 3.34pct，销售净利率 0.12%。单二季度公司营收 310.64 亿元，同比下降 16.47%，归母净利润 13.73 亿元，同比下降 44.20%；单二季度毛利率 18.51%，净利率 4.75%。二季度公司利润有所恢复，基本实现了对一季度的亏损弥补，使公司上半年盈亏平衡。

图表 1. Q2 营收与利润环比有所恢复



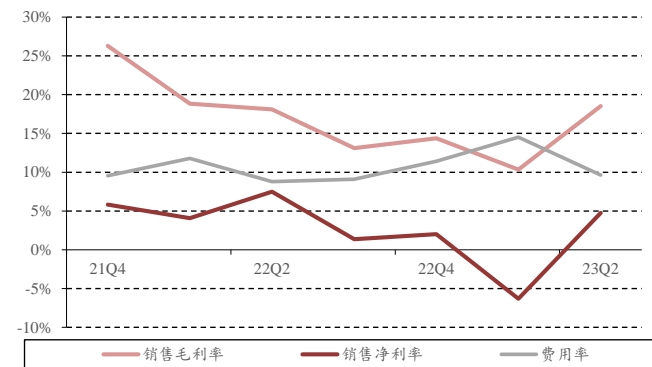
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 上半年现金表现亮眼



资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. Q2 费用率下降，利润率环比回升



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. Q2 管理费用率环比下降较多

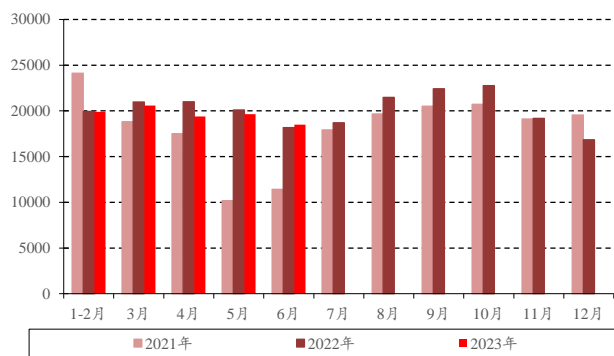


资料来源：公司公告，中银证券

水泥熟料销量下降，骨料业务保持增长。上半年，公司销售水泥 10,692 万吨，同比下降 3.01%；销售熟料 1,473 万吨，同比下降 12.48%；销售商混 3,375 万方，同比下降 10.22%；销售骨料 6,342 万吨，同比增长 25.53%。我们测算公司单吨水泥及熟料价格 300.3 元，单吨成本 256.8 元，单吨毛利 43.4 元，单吨费用 45.2 元，扣除资本开支率及税率等影响后，公司单吨净利 3.0 元。与去年全年相比，公司水泥价格、成本分别下降 28.1、24.4 元/吨。上半年骨料业务实现收入 25.68 亿元，同比增长 5.98%，骨料业务毛利率 37.15%，同比下降 10.21pct，骨料业务的收入/毛利占比分别提高至 4.81% 与 11.83%。上半年全国砂石骨料消费量下降 2.4% 的情况下，公司骨料收入规模进一步增长。

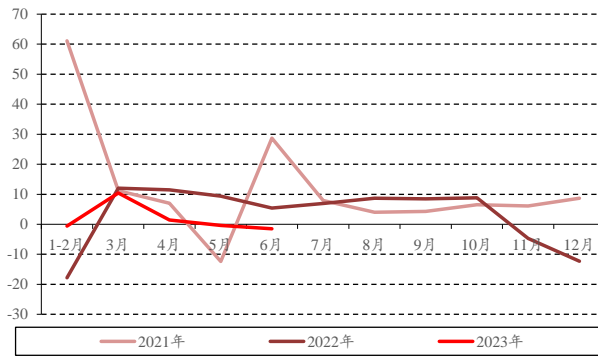
上半年全国产量微增，价格下滑较多。2023 年上半年，全国水泥产量 9.53 亿吨，同比增长 1.3%。6 月份，全国单月水泥产量 1.85 亿吨，同比下降 1.5%。水泥基本面仍然处于周期底部，上半年产量微增，但价格同环比下降较多，且熟料库容比在最近两月持续维持在 70% 以上，水泥行业底部仍未见明显改善趋势。不考虑口径调整机械计算，6 月份地产销售面积同比下滑 28.10%，地产新开工面积同比下滑 31.35%，施工面积同比下滑 6.75%，地产投资同比下滑 20.59%；基建投资表现仍较强，同比增长 11.67%。在地产大幅下行的情况下，基建一定程度支撑了水泥需求，但仅靠基建仍然是有量无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

图表 5.6 月水泥产量 1.85 亿吨（图中单位为万吨）



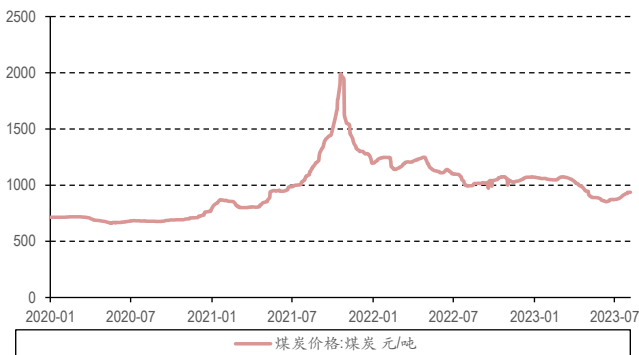
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 6.6 月水泥产量同比下降 1.5%（%）



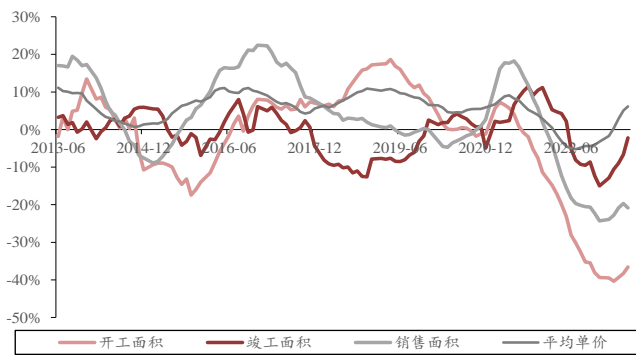
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 7. 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 8. 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 9.2023 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 10.2023 年 6 月基建投资数据

	电燃气水 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+电燃气水

下半年利润或仍承压，期待需求恢复。三季度至今全国水泥均价仍处于下降阶段，Q3 公司业绩或环比承压。但 7 月 24 日的政治局会议在稳增长方向有所发力，我们预计明年水泥行业需求或较今年有所恢复。叠加行业格局相对平稳后错峰生产能够一定程度维持价格，行业利润或能恢复。公司骨料业务持续发力，产能正逐步投产，也有望持续贡献收入与利润增量。

风险提示：水泥价格持续下行，成本上涨。

图表 11. 2023H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022H1	2023H1	同比增长(%)
营业收入	65,445.70	53,443.15	(18.34)
营业税及附加	1,157.73	1,196.77	3.37
净营业收入	64,287.98	52,246.38	(18.73)
营业成本	53,384.60	45,380.09	(14.99)
销售费用	827.82	666.41	(19.50)
管理费用	3,525.86	3,598.43	2.06
研发费用	620.85	896.42	44.39
财务费用	2,243.28	1,979.32	(11.77)
资产减值损失	(1,588.71)	671.45	142.26
营业利润	4,836.74	(9.74)	(100.20)
营业外收入	119.95	155.97	30.03
营业外支出	163.78	88.62	(45.89)
利润总额	5,137.25	472.25	(90.81)
所得税	1,202.49	408.66	(66.02)
少数股东损益	451.40	(78.15)	(117.31)
归属母公司股东净利润	3,483.36	141.75	(95.93)
扣除非经常性损益的净利润	2,962.57	(409.66)	(113.83)
每股收益(元)	3.32	0.14	(95.78)
扣非后每股收益(元)	2.82	(0.05)	(101.77)
毛利率(%)	18.43	15.09	减少 3.34 个百分点
净利率(%)	6.01	0.12	减少 5.89 个百分点
销售费用率(%)	1.26	1.25	减少 0.02 个百分点
管理费用率(%)	5.39	6.73	增加 1.35 个百分点
研发费用率(%)	0.95	1.68	增加 0.73 个百分点
财务费用率(%)	3.43	3.70	增加 0.28 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 12. 2023Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q2	2023Q2	同比增长(%)
营业收入	37,188.28	31,063.69	(16.47)
营业税及附加	670.11	681.09	1.64
净营业收入	36,518.17	30,382.60	(16.80)
营业成本	30,452.71	25,313.12	(16.88)
销售费用	416.52	280.53	(32.65)
管理费用	1,694.56	1,753.67	3.49
研发费用	444.56	589.86	32.68
财务费用	1,156.89	962.48	(16.80)
资产减值损失	(249.80)	180.17	172.13
营业利润	3,186.43	1,586.45	(50.21)
营业外收入	64.56	78.72	21.94
营业外支出	124.85	55.68	(55.40)
利润总额	3,280.03	1,891.58	(42.33)
所得税	492.62	416.50	(15.45)
少数股东损益	326.96	102.17	(68.75)
归属母公司股东净利润	2,460.44	1,372.91	(44.20)
扣除非经常性损益的净利润	2,059.83	1,017.04	(50.62)
每股收益(元)	0.28	1.31	367.86
扣非后每股收益(元)	1.96	0.97	(50.51)
毛利率(%)	18.11	18.51	增加 0.40 个百分点
净利率(%)	7.50	4.75	减少 2.75 个百分点
销售费用率(%)	1.12	0.90	减少 0.22 个百分点
管理费用率(%)	4.56	5.65	增加 1.09 个百分点
研发费用率(%)	1.20	1.90	增加 0.70 个百分点
财务费用率(%)	3.11	3.10	减少 0.01 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	170,030	132,581	131,987	133,966	134,211
营业收入	170,030	132,581	131,987	133,966	134,211
营业成本	127,614	111,288	107,266	106,234	104,046
营业税金及附加	2,208	2,439	2,904	2,947	2,953
销售费用	2,751	1,670	1,584	1,608	1,611
管理费用	8,561	7,346	7,919	8,038	8,053
研发费用	1,802	1,911	2,244	2,277	2,282
财务费用	4,682	4,476	6,235	7,568	7,206
其他收益	1,261	1,123	1,200	1,200	1,200
资产减值损失	3,870	236	(200)	(200)	(200)
信用减值损失	1,351	(478)	(408)	(410)	(410)
资产处置收益	291	1,402	5	30	30
公允价值变动收益	(98)	(114)	0	0	0
投资收益	1,768	499	500	500	500
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	20,415	6,604	4,932	6,413	9,181
营业外收入	929	293	200	200	200
营业外支出	563	486	180	180	180
利润总额	20,780	6,412	4,952	6,433	9,201
所得税	5,855	1,337	1,089	1,415	2,024
净利润	14,926	5,074	3,863	5,018	7,177
少数股东损益	2,378	532	386	502	718
归母净利润	12,548	4,542	3,476	4,516	6,459
EBITDA	42,353	18,609	22,648	27,488	32,037
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.45	0.52	0.40	0.52	0.75

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	73,257	67,933	45,735	68,065	44,472
货币资金	14,291	10,745	10,559	10,717	10,737
应收账款	32,944	31,671	15,991	32,386	16,079
应收票据	328	192	541	203	543
存货	10,064	11,763	9,094	10,382	6,959
预付账款	1,805	1,993	391	1,970	342
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	13,826	11,568	9,159	12,407	9,812
非流动资产	211,941	220,904	229,875	234,878	233,738
长期投资	12,509	11,790	12,190	12,590	12,990
固定资产	112,532	116,334	122,340	126,695	130,345
无形资产	35,788	39,034	43,394	45,253	46,612
其他长期资产	51,111	53,745	51,950	50,340	43,791
资产合计	285,198	288,837	275,610	302,944	278,210
流动负债	140,134	134,173	108,241	143,291	134,306
短期借款	24,545	25,875	49,776	60,484	70,479
应付账款	24,802	31,278	6,776	30,788	11,256
其他流动负债	90,788	77,020	51,689	52,019	52,571
非流动负债	53,629	57,362	67,943	57,466	37,771
长期借款	33,706	39,118	50,582	39,912	20,313
其他长期负债	19,923	18,244	17,361	17,555	17,458
负债合计	193,763	191,535	176,184	200,758	172,077
股本	8,349	8,663	8,663	8,663	8,663
少数股东权益	15,295	15,493	15,879	16,381	17,098
归属母公司股东权益	76,140	81,809	83,547	85,805	89,035
负债和股东权益合计	285,198	288,837	275,610	302,944	278,210

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	14,926	5,074	3,863	5,018	7,177
折旧摊销	10,038	10,924	13,186	15,236	17,380
营运资金变动	44,726	(10,440)	(25,061)	1,240	5,548
其他	(41,266)	9,694	1,371	9,559	5,716
经营活动现金流	28,425	15,252	(6,641)	31,054	35,821
资本支出	(20,028)	(15,525)	(22,040)	(20,040)	(16,040)
投资变动	(13,612)	716	(691)	(691)	(691)
其他	14,329	577	525	507	529
投资活动现金流	(19,311)	(14,232)	(22,206)	(20,225)	(16,203)
银行借款	57,488	6,742	35,365	38	(9,604)
股权融资	(96,433)	(2,952)	(1,738)	(2,258)	(3,230)
其他	29,311	(9,023)	(4,966)	(8,450)	(6,765)
筹资活动现金流	(9,633)	(5,234)	28,661	(10,671)	(19,599)
净现金流	(519)	(4,213)	(186)	158	20

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(%)	1,856.1	(22.0)	(0.4)	1.5	0.2
营业利润增长率(%)	844.4	(67.7)	(25.3)	30.0	43.2
归属于母公司净利润增长率(%)	727.5	(63.8)	(23.5)	29.9	43.0
息税前利润增长率(%)	1,120.8	(76.2)	23.1	29.5	19.6
息税折旧前利润增长率(%)	1,115.8	(56.1)	21.7	21.4	16.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	727.5	(63.8)	(23.5)	29.9	43.0
获利能力					
息税前利润率(%)	19.0	5.8	7.2	9.1	10.9
营业利润率(%)	12.0	5.0	3.7	4.8	6.8
毛利率(%)	24.9	16.1	18.7	20.7	22.5
归母净利润率(%)	7.4	3.4	2.6	3.4	4.8
ROE(%)	16.5	5.6	4.2	5.3	7.3
ROIC(%)	12.8	2.9	2.9	3.9	5.2
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6
净负债权益比	0.7	0.8	1.2	1.1	1.0
流动比率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	10.2	4.1	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	13.2	4.7	6.9	7.1	6.4
费用率					
销售费用率(%)	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2
管理费用率(%)	5.0	5.5	6.0	6.0	6.0
研发费用率(%)	1.1	1.4	1.7	1.7	1.7
财务费用率(%)	2.8	3.4	4.7	5.6	5.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.4	0.5	0.4	0.5	0.7
每股经营现金流(最新摊薄)	3.3	1.8	(0.8)	3.6	4.1
每股净资产(最新摊薄)	8.8	9.4	9.6	9.9	10.3
每股股息	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	5.5	15.2	19.8	15.3	10.7
P/B(最新摊薄)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.1	10.1	9.8	7.8	5.7
价格/现金流(倍)	2.4	4.5	(10.4)	2.2	1.9

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任何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