

600585.SH

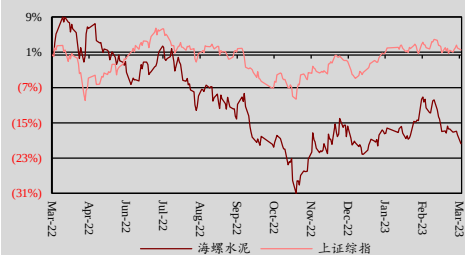
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 28.22

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	1.8	(8.1)	0.2	(23.5)
相对上证综指	(2.5)	(7.9)	(4.8)	(24.7)

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)	149,546.32
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	599.41
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 3 月 27 日收市价为标准

相关研究报告

《海螺水泥》20230207
《海螺水泥》20221102
《海螺水泥》20221017

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

海螺水泥

分红率超 50%，关注 2023 年行业格局变化

公司于 3 月 27 日发布 2022 年年报，全年实现收入 1320.22 亿元，同降 21.40%；归母净利 156.61 亿元，同降 52.92%。2022 年下半年行业协同遭到破坏，今年一季度水泥涨价相对顺利，今年应重点关注格局，维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **量稳，单价与成本压力较大，仍保持领先优势。**公司 2022 年全年实现收入 1320.22 亿元，同降 21.40%；归母净利 156.61 亿元，同降 52.92%。根据公司年报，2022 年公司实现自产水泥及熟料销量 2.83 亿吨，同降 6.94%。我们测算公司全年水泥及熟料均价 321.0 元/吨左右，根据年报，公司吨成本 230.4 元/吨，同比上升 26.66 元/吨，我们测算吨毛利 90.5 元/吨，同降 66.5 元/吨；吨净利 57.1 元/吨，同降 55.1 元/吨；水泥及熟料毛利率 28.2%，同比下降 15.4pct；水泥销售净利率 12.2%，同比下降 8.1pct。总体来看，2022 年公司呈现销量降幅较低，单价与成本均承压的态势。但相比之下，公司在吨毛利、吨净利、毛利率、净利率等盈利能力指标上仍然处于行业前列，具备相对盈利能力优势。
- **PB 历史底部，存在估值修复的机会。**公司年报披露，公司总资产 2,439.76 亿元，资产负债率 19.67%，净资产 1959.93 亿元，而以 3 月 27 日收盘价测算，公司市值仅 1,432.47 亿元，市净率约 0.81 倍，基本处于历史最低水平。而公司账面现金约 578.65 亿元，占资产总额比例较大。扣除现金后的市净率还将更低。我们认为从市净率估值角度看，公司仍然存在估值修复的机会。
- **2023 年盈利更多看格局。**我们预计 2023 年水泥行业需求不会较 2022 年大幅提升，成本预计稳中略降，煤炭进一步涨价的空间预计不大。价格是决定 2023 年行业盈利水平的因素。而价格如何，更重要达到是行业的协同能否坚持。与去年下半年的价格战相比，今年 2 月到 3 月中旬，全国水泥价格上涨相对顺利，需求的恢复之外，行业错峰生产执行到位是重要因素。而这一涨价浪潮能否持续，关键在于水泥企业能否在要市场份额还是要利润的问题上达成一致，当前仍待观察。

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 1,424.26、1,521.95、1,577.56 亿元；归母净利 184.27、204.97、222.99 亿元；每股收益分别为 3.48、3.87、4.21 元，对应市盈率 8.1、7.3、6.7 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

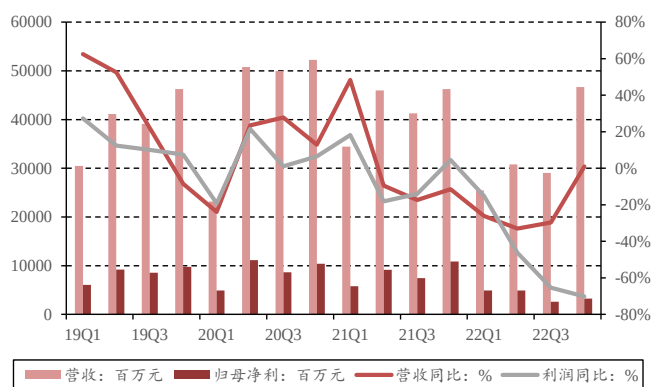
年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	167,953	132,022	142,426	152,195	157,756
增长率(%)	(4.7)	(21.4)	7.9	6.9	3.7
EBITDA(人民币 百万)	44,654	23,020	30,253	34,862	38,922
归母净利润(人民币 百万)	33,267	15,661	18,427	20,497	22,299
增长率(%)	(5.3)	(52.9)	17.7	11.2	8.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	6.28	2.96	3.48	3.87	4.21
前次预测每股收益(人民币)			3.3	4.0	
调整幅度(%)			5.7	(3.3)	
市盈率(倍)	4.5	9.5	8.1	7.3	6.7
市净率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(倍)	2.8	4.2	2.9	2.7	2.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

2022 年：量降幅较低，价本承压，仍具备盈利相对优势

量稳 单价与成本压力较大，仍保持领先优势。公司 2022 年全年实现收入 1320.22 亿元，同降 21.40%；归母净利润 156.61 亿元，同降 52.92%。根据公司年报，2022 年公司实现自产水泥及熟料销量 2.83 亿吨，同降 6.94%。我们测算公司全年水泥均价 320.9 元/吨左右，根据年报，公司吨成本 230.4 元/吨，同比上升 26.66 元/吨，我们测算吨毛利 90.5 元/吨，同降 66.5 元/吨；吨净利 57.1 元/吨，同降 55.1 元/吨；水泥及熟料毛利率 28.2%，同比下降 15.4pct；水泥销售净利率 12.2%，同比下降 8.1pct。总体来看，2022 年公司呈现销量降幅较低，单价与成本均承压的态势。但相比之下，公司在吨毛利、吨净利、毛利率、净利率等盈利能力指标上仍然处于行业前列，具备相对盈利能力优势。在疫情、地产需求下滑、成本持续高位的情况下，公司的成本优势仍然显著。

图表 1. 2022 年公司收入利润均下滑



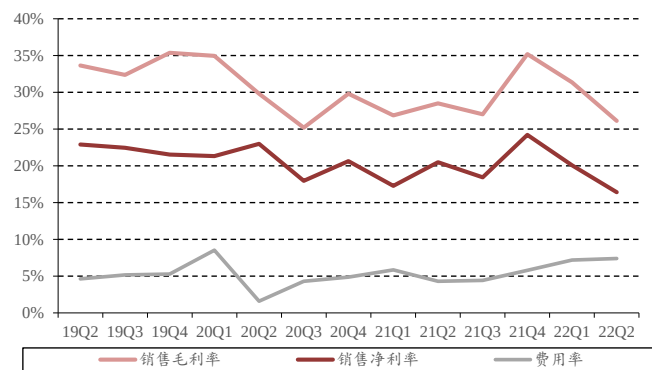
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 四季度收到现金增加，净现金流较弱



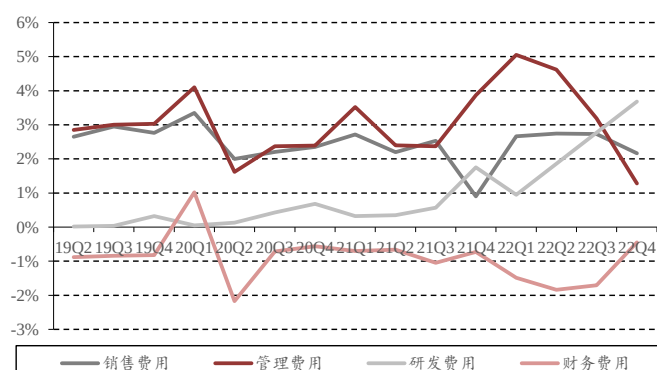
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 公司利润率有所下滑



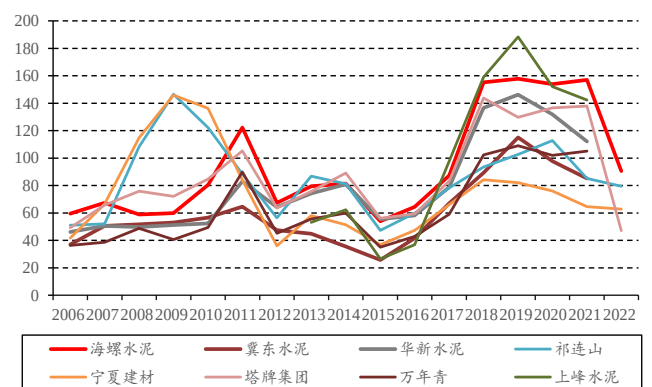
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 管理费用率下降较显著



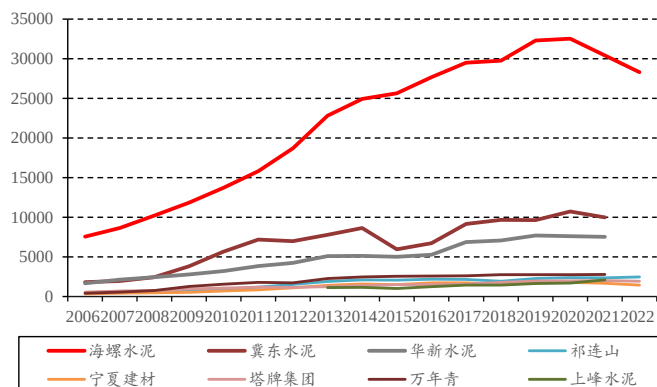
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 公司的吨毛利下滑，仍然行业领先（元/吨）



资料来源：公司公告，中银证券

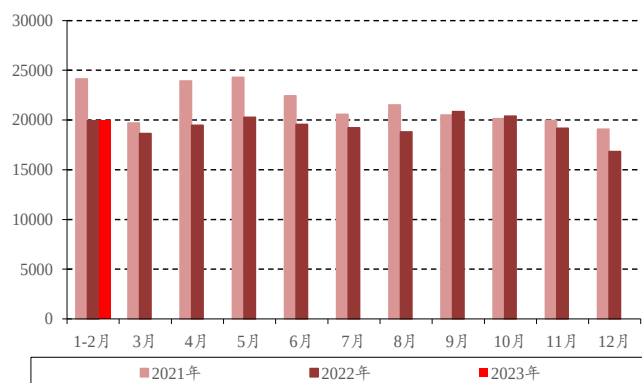
图表 6. 公司 2022 年销量小幅下滑（万吨）



资料来源：公司公告，中银证券

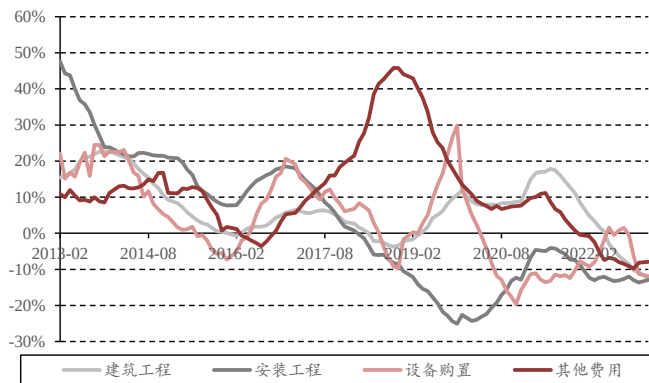
地产下滑，基建实物工作量未起是需求下滑的核心原因。根据国家统计局，2022 年地产新开工 12.06 亿平方米，下降 39.4%；施工面积 90.50 亿平方米，同降 7.2%；拿地面积 1.01 亿平方米，同比下降 53.4%；全国房地产开发投资 13.29 万亿元，同比下降 10.0%。全国水泥产量 21.18 亿吨，同比下降 10.8%，产量降幅较大。我们预计基建的实物工作量更有可能在 2023 年落地，地产新开工预计 2023 年企稳，全年水泥需求预期与去年持平左右。

图表 7. 2022 年水泥产量下滑幅度较大（万吨）



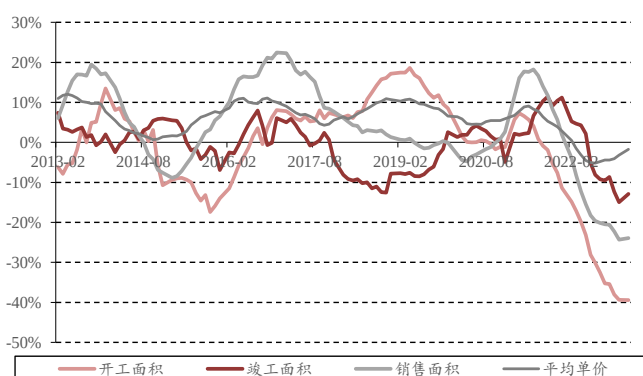
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 8. 2022 年地产投资走弱



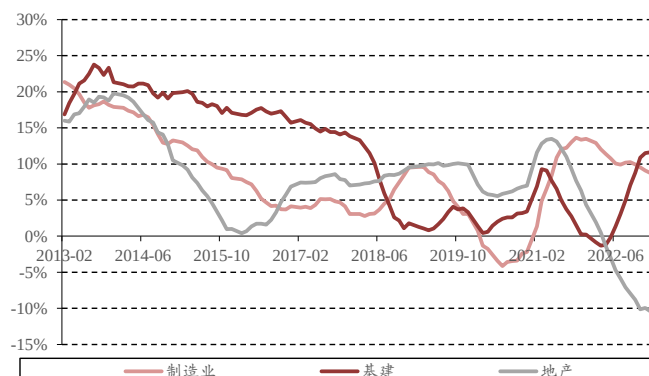
资料来源：国家统计局，中银证券

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

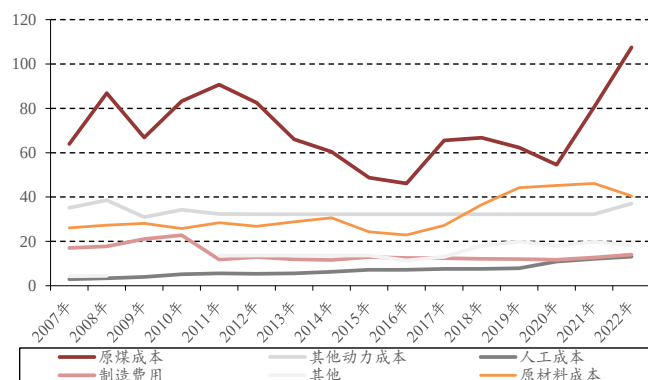
图表 10. 2022 年基建投资表现尚可



资料来源：国家统计局，中银证券

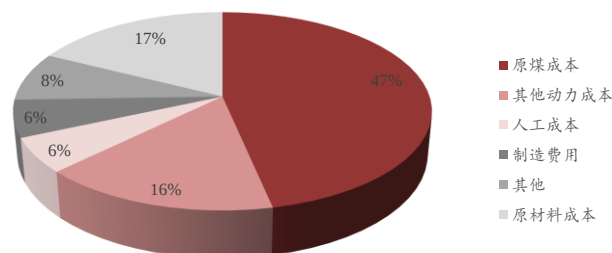
煤炭价格上升，燃动力成本占比超过 60%。2022 年，煤炭价格持续高位，进一步拉高了公司的成本。根据公司年报，公司吨燃料动力已涨至 144.54 元/吨，同比上升 31.8 元/吨，占公司成本比例达 62.7%，是公司成本上升的最核心原因。我们估算原煤成本占比已接近 50%。

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

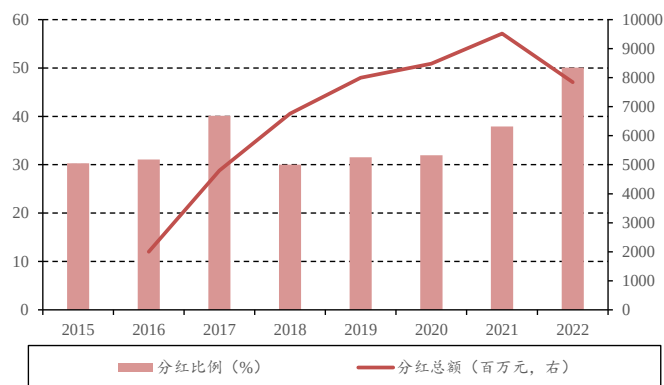
图表 12. 2022 年燃料成本占总成本的 62.7%



资料来源：公司公告，中银证券

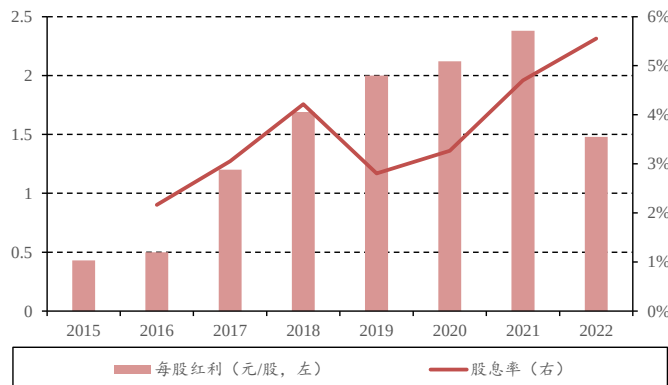
分红比例大幅提升，股息率维持在 5% 以上。根据公司公告，公司拟向全体股东每股派发现金红利 1.48 元人民币（含税），合计拟派发现金红利总额 78.43 亿元人民币（含税），拟分红额占 2022 年公司归母净利润的 50.08%，股息率约 5.6%。回顾公司今年分红情况，50% 以上的分红比例为近年最高，在利润与公司市值均下挫的情况下，分红总额下降幅度较小。按照历史年度市值计算，2022 年的股息率约 5.6%，为近年最高。

图表 13. 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 14. 股息率 5.6%，为近年最高



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：市净率历史低位，盈利更多看行业格局

PB 历史底部，存在估值修复的机会。公司年报披露，公司总资产 2,439.76 亿元，资产负债率 19.67%，净资产 1959.93 亿元，而以 3 月 27 日收盘价测算，公司市值仅 1,432.47 亿元，市净率约 0.81 倍，基本处于历史最低水平。而公司账面现金约 578.65 亿元，占资产总额比例较大。扣除现金后的市净率还将更低。我们认为从市净率估值角度看，公司仍然存在估值修复的机会。

2023 年盈利更多看格局。我们预计 2023 年水泥行业需求不会较 2022 年大幅提升，成本预计稳中小降，煤炭进一步涨价的空间预计不大。价格是决定 2023 年行业盈利水平的因素。而价格如何，更重要达到是行业的协同能否坚持。与去年下半年的价格战相比，今年 2 月到 3 月中旬，全国水泥价格上涨相对顺利，需求的恢复之外，行业错峰生产执行到位是重要因素。而这一涨价浪潮能否持续，关键在于水泥企业能否在要市场份额还是要利润的问题上达成一致，这一点仍然待观察。

风险提示：煤炭价格上涨，水泥需求回落，行业格局恶化。

图表 15. 2022Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q4	2022Q4	同比增长(%)
营业收入	46,241.89	46,693.46	0.98
营业税及附加	350.61	265.84	(24.18)
净营业收入	45,891.27	46,427.61	1.17
营业成本	29,972.50	40,212.46	34.16
销售费用	416.58	1,009.89	142.42
管理费用	1,789.06	1,737.22	(2.90)
财务费用	(335.84)	(209.72)	37.55
资产减值损失	(22.49)	31.64	240.68
营业利润	14,151.86	3,633.97	(74.32)
营业外收入	287.41	119.23	(58.52)
营业外支出	43.16	76.21	76.58
利润总额	14,396.11	3,676.99	(74.46)
所得税	3,201.24	295.31	(90.78)
少数股东损益	318.07	139.59	(56.11)
归属母公司股东净利润	10,876.80	3,242.09	(70.19)
扣除非经常性损益的净利润	10,315.71	3,045.48	(70.48)
每股收益(元)	2.05	0.61	(70.24)
扣非后每股收益(元)	1.95	0.57	(70.77)
毛利率(%)	35.18	13.88	减少 21.30 个百分点
净利率(%)	24.21	7.24	减少 16.97 个百分点
销售费用率(%)	0.90	2.16	增加 1.26 个百分点
管理费用率(%)	3.87	3.72	减少 0.15 个百分点
财务费用率(%)	(0.73)	(0.45)	增加 0.28 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 16. 2022A 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021 年	2022 年	同比增长(%)
营业收入	167,952.66	132,021.55	(21.39)
营业税及附加	1,243.44	966.96	(22.24)
净营业收入	166,709.22	131,054.60	(21.39)
营业成本	118,181.22	103,897.17	(12.09)
销售费用	3,408.43	3,327.49	(2.37)
管理费用	5,083.21	5,561.33	9.41
财务费用	(1,314.61)	(1,651.20)	(25.60)
资产减值损失	(29.08)	22.60	177.73
营业利润	43,109.19	19,473.67	(54.83)
营业外收入	1,104.98	802.02	(27.42)
营业外支出	97.97	261.03	166.42
利润总额	44,116.20	20,014.67	(54.63)
所得税	9,950.36	3,874.76	(61.06)
少数股东损益	898.77	479.16	(46.69)
归属母公司股东净利润	33,267.07	15,660.75	(52.92)
扣除非经常性损益的净利润	31,375.20	15,035.75	(52.08)
每股收益(元)	6.28	2.96	(52.87)
扣非后每股收益(元)	5.92	2.84	(52.03)
毛利率(%)	29.63	21.30	减少 8.33 个百分点
净利率(%)	20.34	12.23	减少 8.12 个百分点
销售费用率(%)	2.03	2.52	增加 0.49 个百分点
管理费用率(%)	3.03	4.21	增加 1.19 个百分点
财务费用率(%)	(0.78)	(1.25)	减少 0.47 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	167,953	132,022	142,426	152,195	157,756
营业收入	167,953	132,022	142,426	152,195	157,756
营业成本	118,181	103,897	108,221	114,605	118,026
营业税金及附加	1,243	967	1,139	1,218	1,262
销售费用	3,408	3,327	3,561	3,653	3,628
管理费用	5,083	5,561	5,982	6,392	6,310
研发费用	1,317	2,011	2,136	2,283	2,366
财务费用	(1,315)	(1,651)	(424)	(374)	(503)
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	23,962	26,716	29,112
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	24,512	27,266	29,662
所得税	9,950	3,875	5,515	6,135	6,674
净利润	34,166	16,140	18,997	21,131	22,988
少数股东损益	899	479	570	634	690
归母净利润	33,267	15,661	18,427	20,497	22,299
EBITDA	44,654	23,020	30,253	34,862	38,922
EPS(最新股本摊薄, 元)	6.28	2.96	3.48	3.87	4.21

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	92,145	110,757	98,836
货币资金	69,535	57,866	56,970	60,878	63,102
应收账款	2,377	5,637	693	5,226	909
应收票据	7,989	8,592	5,651	9,569	6,207
存货	9,896	11,679	9,364	11,647	8,024
预付账款	1,186	3,003	1,206	3,251	1,339
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	32,601	19,241	18,261	20,186	19,255
非流动资产	106,932	137,958	151,742	161,542	165,474
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	15,642	16,479	13,461
资产合计	230,515	243,976	243,887	272,299	264,311
流动负债	32,669	35,571	33,732	51,113	31,386
短期借款	3,290	10,037	13,129	21,809	9,676
应付账款	6,765	6,781	7,047	7,597	6,173
其他流动负债	22,614	18,753	13,555	21,707	15,537
非流动负债	6,020	12,412	4,393	4,558	4,475
长期借款	3,748	9,689	2,000	2,000	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	38,125	55,670	35,861
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
少数股东权益	8,141	12,355	12,925	13,559	14,248
归属母公司股东权益	183,685	183,639	192,837	203,070	214,201
负债和股东权益合计	230,515	243,976	243,887	272,299	264,311

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	18,997	21,131	22,988
折旧摊销	5,959	6,764	8,900	10,850	12,793
营运资金变动	(1,871)	(9,003)	8,200	(5,630)	6,814
其他	(4,354)	(4,252)	(2,336)	(1,843)	(2,289)
经营活动现金流	33,901	9,649	33,761	24,509	40,306
资本支出	(15,202)	(26,646)	(22,040)	(20,040)	(16,040)
投资变动	(1,581)	12,348	(525)	(525)	(525)
其他	(4,884)	9,018	1,170	1,245	1,245
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	(4,597)	8,679	(12,132)
股权融资	(14,343)	(17,609)	(9,228)	(10,265)	(11,167)
其他	993	(803)	564	304	538
筹资活动现金流	(11,604)	(5,723)	(13,261)	(1,281)	(22,762)
净现金流	629	(1,355)	(895)	3,908	2,224

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)	7.9	6.9	3.7
营业利润增长率(%)	(6.8)	(54.8)	23.0	11.5	9.0
归属于母公司净利润增长率(%)	(5.3)	(52.9)	17.7	11.2	8.8
息税前利润增长率(%)	(5.9)	(58.0)	31.4	12.5	8.8
息税折旧前利润增长率(%)	(4.1)	(48.4)	31.4	15.2	11.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(5.3)	(52.9)	17.7	11.2	8.8
获利能力					
息税前利润率(%)	23.0	12.3	15.0	15.8	16.6
营业利润率(%)	25.7	14.8	16.8	17.6	18.5
毛利率(%)	29.6	21.3	24.0	24.7	25.2
归母净利润率(%)	19.8	11.9	12.9	13.5	14.1
ROE(%)	18.1	8.5	9.6	10.1	10.4
ROIC(%)	28.4	8.9	11.4	11.6	13.0
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)	(0.2)	(0.2)
流动比率	3.8	3.0	2.7	2.2	3.1
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	20.6	20.8	22.9
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)	(0.3)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.3	3.0	3.5	3.9	4.2
每股经营现金流(最新摊薄)	6.4	1.8	6.4	4.6	7.6
每股净资产(最新摊薄)	34.7	34.7	36.4	38.3	40.4
每股股息	2.4	1.5	1.7	1.9	2.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	4.5	9.5	8.1	7.3	6.7
P/B(最新摊薄)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	2.8	4.2	2.9	2.7	2.0
价格/现金流(倍)	4.4	15.5	4.4	6.1	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