

强于大市

政治局会议建材视角点评

基建稳增长加码概率大，早周期受益

4 月 29 日中共中央政治局会议召开，对当前经济形式和进一步的经济目标与方向进行了总结与要求，我们从中看到了基建端进一步稳增长发力的可能性，建材相关细分板块将有望受益。

- **坚定完成全年增长目标，政策调控将更积极主动：**在复杂、严峻、不确定性加重的情况下，政治局会议并没有如市场担忧的下修今年的增长目标，而是坚持“加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”。这体现了中央的定力和决心，后续调控将更积极主动，为预期不稳的市场打一针强心剂。
- **当务之急是防疫，疫后建材需求逐渐恢复：**会议强调统筹疫情防控与经济发展，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。我们认为后续疫情对经济的影响将逐渐减小，而疫情对建材的影响主要在于需求的滞后，而非需求消失，疫情得到控制后，受压制的建材需求会逐渐反弹。
- **全面加强基础设施建设，分析认为应重点关注实物工作量：**结合此次政治局会议和日前召开的中央财经委员会中提出的“既要算经济账，又要算综合账，提高基础设施全生命周期综合效益”，我们预期后续或会适度放松地方政府债务监管，同时或对专项债项目要求的“收益自求平衡”适度从现金流受益扩展到综合收益，同时督促地方政府进一步加快基建的实物工作量落地，专项债对基建投资带动效果有望进一步提升。
- **房住不炒前提下的“两个支持与一个优化”：**本次会议提出“支持刚性和改善性住房需求”、“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”、“优化商品房预售资金监管”。我们预期更多省市将逐渐放松地产销售限制，地产销售或将缓慢回暖。地产存量房更新、老城区改造、保障性住房建设、乃至制造业企业建设地产也都能够为地产端建材提供需求支撑。这些方向也是今年地产端的主要看点。
- **能源的保供稳价有望好转：**本次会议进一步强调做好能源资源保供稳价工作，我国的大宗品产能自给率很高，煤炭、铜、铝等上游大宗品生产和消费占全球消费比例均较高，适当放开上游供给限制后，价格或会显著平抑。我们认为应当合理看待供给侧的结构性问题，不应将供给侧改革简单看作“供给收缩”，而应当综合考虑供给侧与需求侧的协同。另外值得注意的是，近期两次重要会议均未提到碳达峰与碳中和，今年双碳目标或相应放松延后，能耗压力与能源价格的压力或同步减轻。

重点推荐

- 水泥行业推荐**华新水泥、冀东水泥、海螺水泥**，关注**上峰水泥**；塑管推荐**公元股份、伟星新材**，关注**中国联塑**；防水推荐**东方雨虹**；玻璃行业首推量价均有弹性的药用玻璃龙头**山东药玻**，推荐目前估值相对低位的平板玻璃龙头**旗滨集团**；玻纤行业推荐**中国巨石、中材科技、山东玻纤、长海股份**；减水剂推荐**垒知集团**

评级面临的主要风险

- **风险提示：**玻纤需求不及预期，产能投放节奏加快；财政节奏仍偏慢，地产宽松与基建复苏不及预期；行业政策风险；原材料成本上升。

相关研究报告

《建材行业周报（4.18-4.24）：玻纤出口仍然旺盛，地产低迷待稳增长发力》 20220424

《建材行业三月数据点评：水泥产量降幅收窄，期待财政二次发力》 20220419

《建材行业周报（4.11-4.17）：降准为稳增长加码，静待施工进度回补》 20220418

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

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

(8621)20328621

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121080012

1. 坚定完成全年增长目标，政策将更积极主动

会议对当前形势判断较为严峻。“新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多”。超预期的疫情冲击与乌克兰危机实际上加重了去年底中央经济工作会议总结的三重压力——“需求收缩、供给冲击、预期转弱”。

坚定全年经济发展预期目标不变。在复杂、严峻、不确定性加重的情况下，政治局会议并没有如市场担忧的下修今年的增长目标，而是坚持“加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”。这体现了中央的定力和决心，后续政策将更加积极主动，为预期不稳的市场打了一针强心剂。

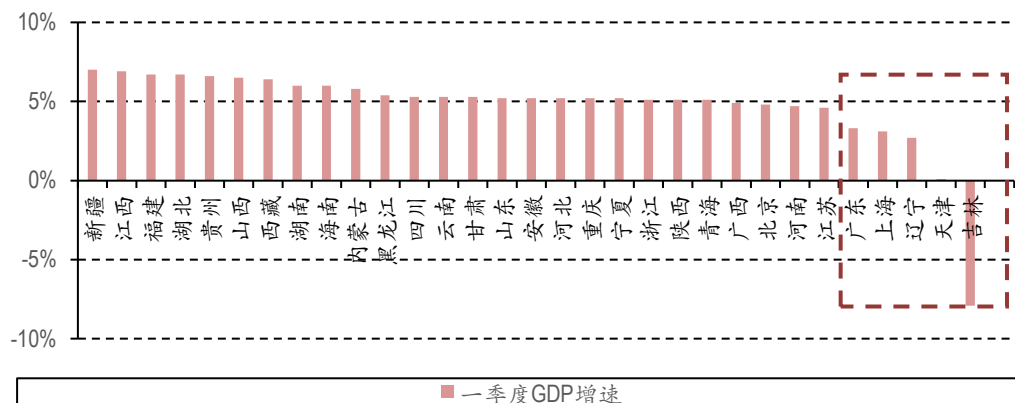
三四季度需加快弥补前期进度：今年一季度同比 GDP 增速为 4.8%，较 5.5% 的全年增速目标有一定差距。简单测算，后三个季度平均应实现 5.73% 以上的增速，才能实现全年 5.5% 的增速目标，但考虑到二季度，尤其是四月份受疫情影响更严重，三四季度或需达到 6% 以上的增速。

2. 当务之急是防疫，疫后建材需求会逐渐恢复

会议明确强调“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”，会议仍然将疫情防控放在第一位，仍然坚持动态清零目标不动摇。我们认为疫情的有效防控是今年经济增长实现的前提，今年以来，疫情在全国多地反复，各地政府的防疫政策各不相同，出现了防控犹豫、反应滞后，亦或是防疫过度，一例病例即全城静默，甚至采取“硬隔离”等防疫措施。本次会议为各地防疫政策进行统一定调，“要高效统筹疫情防控和经济发展”，“确保交通物流畅通、确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转”。

今年以来疫情对交运、零售、基础设施运转等造成不同程度的冲击。一季度 GDP 增速后几位的省份均是遭遇疫情影响较为严重的省份，疫情对经济影响的可见一斑。4 月中下旬以来，本轮疫情拐点逐步出现，预计五月疫情会得到全面控制；若后续疫情进一步恶化，今年经济增长目标的实现就更加困难。

图表 1. 受疫情影响较重的几个省份一季度 GDP 增速靠后

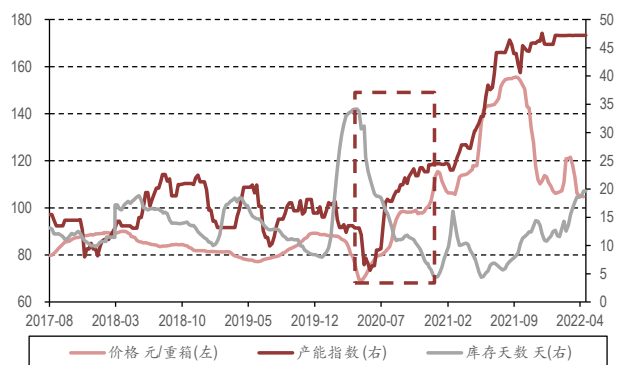


资料来源：各省份统计局，中银证券

我们认为疫情对建材的影响主要在于工地施工与国内物流运输，以及港口受限后部分产品出口受阻。对于工程端建材，疫情对工地施工的影响会导致水泥和玻璃的需求相对滞后，但预计会在疫情后同时快速反弹，并不会导致需求消失；对于消费建材，疫情的影响会导致装修需求的短暂延后，但装修需求具有刚性，不会因为疫情而消失。

从疫情后恢复节奏来看，地产与基建的复苏也要快于制造业投资。2020 年 4 月开始，在国家政策的推动下，地产与基建投资便快速恢复，而制造业则在 8 月才转正。

图表 2. 玻璃库存在疫情恢复后快速下降



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 3. 基建与地产投资在疫后显著快于制造业



资料来源：万得，中银证券

3. 全面加强基础设施建设，分析应关注实物工作量

增量与存量政策共发力：会议要求加快落实已经确定的政策，抓紧筹划增量政策工具。这意味着除了已有的专项债提前下发、基建项目提前开工、央行上缴利润、水利投资规模提高、降准降息等政策之外，预计会有一大批较多宽松政策会逐渐落地，包括财政与货币政策，不排除提高今年的计划财政赤字率。

全面加强基础设施建设，基建端建材有望受益：会议提出全面扩大内需，全面加强基础设施建设，同时发挥消费对经济循环的牵引带动作用。我们认为在经济增长的三驾马车消费、投资、净出口中，中央宏观调控能够最快见效的，把握程度最高的是投资，而投资中基建投资又是最主要的抓手。在政治局会议后，我们进一步看好中央加大基建投资力度的决心，看好基建端受益的建材板块。

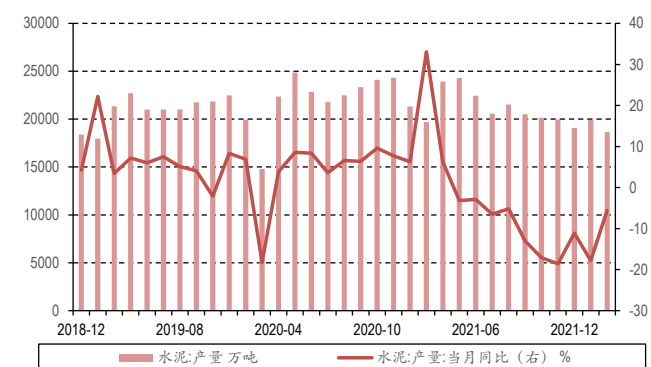
今年专项债发行与基建开工提速较显著，但实物工作量滞后。去年 7 月 30 日的政治局会议已开始布局准备今年的专项债发行提前以及基建开工项目的准备。今年的专项债规模为 3.65 万亿元，并未显著高于往年，但去年专项债项目结转资金 1.4 万亿元，加上今年专项债提前批的 1.46 万亿元，为今年一季度基建投资大幅增长打下基础。在中央多次要求财政支出提前以及专项债从快从早的背景下，今年一季度基建投资增速达到 10.5%，显著高于往年同期。但与基建投资相关性较强的水泥产量和价格并无显著提升，除了地产开工回落之外，我们估计与基建开工后的实物工作量滞后相关性较强。

图表 4. 一季度各地基建集中开工较早，投资力度扩大

	提前天数	投资力度	开工日期		项目数 (个)		计划完成投资额 (亿元)	
			22Q1	21Q1	22Q1	21Q1	22Q1	21Q1
四川	84	-	1 月 4 日	3 月 29 日	-	-	-	-
广西	80	扩大	1 月 10 日	3 月 31 日	649	294	3,319	2,360
浙江	71	扩大	1 月 5 日	3 月 17 日	358	361	6,386	5,823
江苏	55	基本持平	1 月 5 日	3 月 1 日	247	240	5,590	5,530
河南	46	扩大	1 月 5 日	2 月 20 日	404	220	4,559	3,928
天津	29	扩大	2 月 18 日	3 月 19 日	360	287	3,160	2,540
吉林	25	缩小	2 月 28 日	3 月 25 日	220	843	986	2,465.3
甘肃	25	扩大	2 月 19 日	3 月 16 日	741	694	6,095	4,649
福建	23	扩大	2 月 7 日	3 月 2 日	230	236	2,398	1,767
湖北	14	扩大	2 月 8 日	2 月 22 日	1,913	1,250	14,129	7,291
安徽	13	扩大	1 月 5 日	1 月 18 日	731	237	3,761	1,200
江西	13	扩大	2 月 16 日	3 月 1 日	2,051	821	12,000	7,458
陕西	11	缩小	2 月 7 日	2 月 18 日	963	971	4,470	8,420
湖南	11	基本持平	2 月 18 日	3 月 1 日	1,428	1,248	7,562	7,428
海南	7	缩小	1 月 6 日	1 月 13 日	142	139	373	419
山东	1	扩大	2 月 25 日	2 月 26 日	900	812	7,345	6,737
上海	0	扩大	1 月 4 日	1 月 4 日	-	-	3,176	2,700

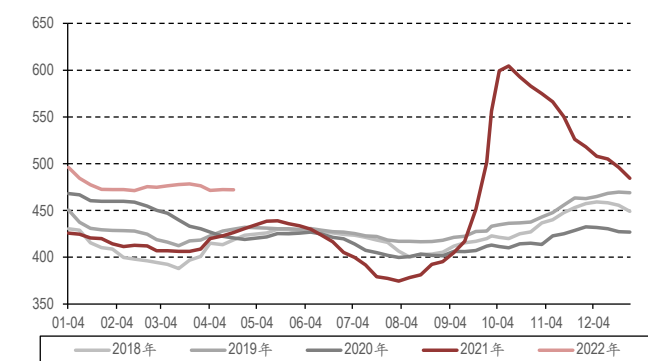
资料来源：各地工信厅，中银证券

图表 5. 一季度水泥产量相对低迷



资料来源：万得，中银证券

图表 6. Q1 水泥价格同比处于高位，但上涨缺少动力（元）



资料来源：卓创资讯，中银证券

缺实物工作量进度或是基建投资与水泥需求不匹配的主要原因：我们从资金端、项目端和进度端分别分析今年基建投资与水泥需求不匹配的问题。**资金端：**土地出让金下滑，地方政府可投资于基建的资金相对回落。提前下达的专项债和去年结转的项目资金基本弥补，一季度基建投资规模也较大上升，资金端并不匮乏。**项目端：**现金流回报能够覆盖还本付息的基建项目稀缺，是此前专项债资金拨付效率不高的重要原因。但此轮基建项目布局较早，去年七月三十日政治局会议即开始筹划今年的基建开工项目，今年各省份实际开工项目显著多于去年。项目端也并不缺少。**进度端：**一般公共预算支出受限于隐性债务压力。2017 年第五次全国金融工作会议指出“严控地方政府债务增量，终身追责，倒查责任”，这或是导致部分地方政府忌惮负债终身追责，不敢实质性推进基建实务工作的主要原因。缺进度或是今年基建投资与水泥需求不匹配的主要原因。

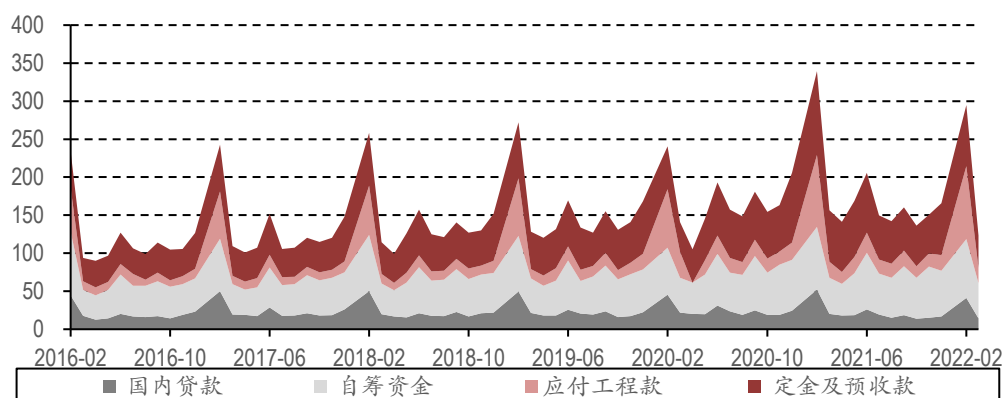
基建投资实务工作量有望加速落地：结合日前召开的中央财经委员会中提出的“既要算经济账，又要算综合账，提高基础设施全生命周期综合效益”，我们预期后续或会适度放松地方政府债务监管，同时或对专项债项目要求的“收益自求平衡”适度从现金流受益扩展到综合收益，同时督促地方政府进一步加快基建的实物工作量落地，专项债对今年的基建投资带动效果有望进一步提升。

4. 房住不炒前提下的“两个支持与一个优化”

本次会议强调管控风险，不发生系统性风险，同时继续强调房住不炒。我们认为这主要是在强调地产过度下行风险、以及地产企业现金流紧张的风险。本次会议同时也提出“支持刚性和改善性住房需求”、“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”、“优化商品房预售资金监管”。这是自 2016 年 3 月政府工作报告以来中央首次在各类会议通稿中提出“改善性住房需求”，我们认为这或许与放开三胎后的实质性住房需求提升有关。在过去“房住不炒”政策在各地多多少少被执行过度，抑制了普通居民的正常居住改善需求，这次放开。而第二个支持则对去年以来多个省市陆续试探性放松房地产销售等政策进行了正面的回应和支持。去年底以来，多地陆续开始放松房地产限制，截止四月底，已有超过 20 个城市首付比例下调，广州等大城市降低房贷比例。但地产开工、竣工销售以及土地出让端的回落并未被有效遏制。本次中央正式支持后，预计会有更多重点城市的地产销售限制进一步放开。而“优化商品房预售资金监管”则是从地产企业现金流角度放松限制，房地产开发资金来源中，定金及预售款是重要来源之一，优化预售资金监管或将有效释放房地产企业资金流动性。

我们认为地产端建材需求的恢复相对落后，存量房逻辑不改：我们认为地产端的恢复顺序应当是“销售面积转正-地产企业资金回暖-地产企业预期大幅改善-拿地面积增加-新开工面积转正”，在这个链条中，销售面积转正是最先行的指标，也是决定地产企业资金链和地产企业预期的最关键因素，销售面积需要高频关注。我们预计地产下行惯性较强，销售面积回暖或在三季度甚至更迟，因此今年新开工及销售的地产端预计一般。但这并不意味着地产端建材没有投资机会，地产存量房更新、老城区改造、保障性住房建设、乃至制造业企业建设地产都能够为地产端建材提供需求支撑，而这些方向的需求受地产下行影响较小。

图表 7. 定金及预收款是房地产资金的重要来源（亿元）



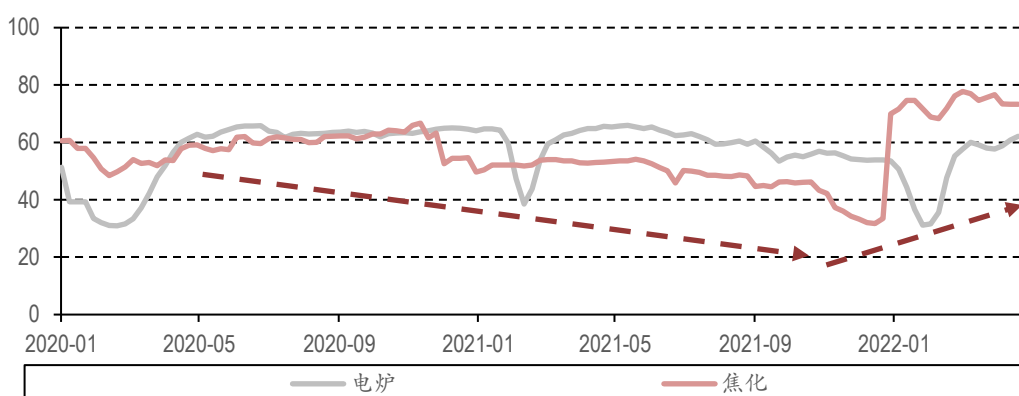
资料来源：万得，中银证券

5. 能源的保供稳价有望好转

输入通胀与上游限产共同造成了上游大宗商品价格上涨：本次会议进一步强调做好能源资源保供稳价工作。去年以来，以煤炭与有色为核心的上游能源与金属价格持续上涨，其原因一方面是全球性的通胀的输入影响；另一方面也与我国去年以来对上游大宗商品生产的限制有关。去年二三季度电炉、焦化等主要大宗商品产能利用率逐渐下行，而去年四季度逐渐开始的政策纠偏后，产能利用率逐渐恢复。这证明了我们国家是能够通过供给侧调控调节上游供给的。

我国的大宗品自给能力相对较强，政策适当放松后通胀压力或会显著减小：我国的大宗品产能自给率很高，煤炭、铜、铝等上游大宗商品生产和消费占全球消费比例均较高，适当放开上游供给限制后，价格或会显著平抑。我们认为应当合理看待供给侧的结构性问题，不应将供给侧改革简单看作“供给收缩”，而应当综合考虑供给侧与需求侧的协同。

图表 8. 上游大宗品的产能利用率在政策纠偏后逐渐回暖（%）



资料来源：万得，中银证券

近期两次重要会议均未提到碳达峰与碳中和，今年双碳目标或相应放松延后：4月27日的中央财经委员会会议与4月29日的中央政治局会议均未提到碳达峰与碳中和目标，而两会时的政府工作报告多次提到碳达峰与碳中和，强调“推进钢铁、有色、石化、化工、建材等行业节能降碳，强化交通和建筑节能。”我们认为在外界不确定性增加、经济下行压力加大的背景下，今年的减碳目标或会适当延后或者弱化，这也有利于上游能源涨价压力放松。

风险提示

1. **玻纤需求不及预期，产能投放节奏加快：**玻纤需求由风电、电子、建筑、汽车等构成主要需求，各需求之间相关性较弱，部分需求存在低于预期的可能。玻纤行业目前景气度较高，在高景气度支撑下企业存在延后冷修与提前投放新产能的动力，或导致产能超预期增加。
2. **基建实质性落地不及预期：**专项债发行进度显著影响基建投资增速，若 2022 年财政预算低于预期或节奏仍滞后，基建复苏进程或受阻。地产宽松信号较多，但地产下行的惯性存在超预期可能，地产复苏或相对滞后。
3. **行业政策风险：**市场预期国家颁布政策法规推动防水施工标准提升，对防水材料的用量和质量都有所提升，新增的市场份额将大部分为龙头获取。但政策法规颁布时间进度有不确定性，若政策无法按时落地则龙头业绩增长或将不及预期。
4. **原材料成本上涨：**中央政策多次提及要做好大宗商品保供稳价，但目前建材行业主要原材料价格仍相对较高，成本转嫁存在一定困难，若上游大宗商品再次遭遇限产或全球商品价格上涨等外生因素，仍将继续中游的建材行业利润。

附录图表 9. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
			(元)	(亿元)	21A	22E	21A	22E	
601636.SH	旗滨集团	买入	11.11	298.45	1.58	1.35	7.0	8.2	5.12
002233.SZ	塔牌集团	买入	8.78	104.68	1.54	1.75	5.7	5.0	10.01
002398.SZ	垒知集团	买入	6.25	45.01	0.38	0.59	16.6	10.6	4.81
603916.SH	苏博特	买入	22.66	95.24	1.27	1.51	17.9	15.0	9.53
000786.SZ	北新建材	买入	29.03	490.46	2.08	2.57	14.0	11.3	11.53
600801.SH	华新水泥	买入	21.80	387.36	2.56	2.97	8.5	7.3	13.02
002271.SZ	东方雨虹	买入	45.35	1,142.65	1.67	1.95	27.2	23.3	10.54
002641.SZ	公元股份	买入	4.15	51.26	0.47	0.57	8.9	7.3	4.14
600720.SH	祁连山	买入	10.70	83.06	1.22	1.61	8.8	6.6	10.62
300737.SZ	科顺股份	买入	10.73	126.78	0.57	0.74	18.8	14.5	4.63
002372.SZ	伟星新材	买入	18.99	302.34	0.77	0.98	24.7	19.4	3.16
600176.SH	中国巨石	买入	15.73	629.69	1.51	1.66	10.4	9.5	6.09
002080.SZ	中材科技	买入	20.33	341.16	2.01	2.31	10.1	8.8	8.88
300196.SZ	长海股份	增持	16.70	68.26	1.40	1.70	11.9	9.8	8.86
605006.SH	山东玻纤	增持	11.93	59.65	1.09	1.41	10.9	8.5	4.87
600585.SH	海螺水泥	买入	39.96	2,068.49	6.28	6.55	6.4	6.1	35.52
000789.SZ	万年青	增持	11.18	89.15	2.00	2.21	5.6	5.1	9.29
000401.SZ	冀东水泥	增持	10.75	285.76	1.06	1.95	10.2	5.5	11.76
300715.SZ	凯伦股份	买入	11.59	44.61	0.19	0.82	62.0	14.1	7.09
600529.SH	山东药玻	买入	20.89	124.29	0.99	1.35	21.0	15.5	8.11
000672.SZ	上峰水泥	未有评级	20.83	169.48	2.67	3.00	7.8	6.9	10.61
603737.SH	三棵树	未有评级	74.24	279.47	(1.11)	0.28	(67.0)	270.0	5.06
603826.SH	坤彩科技	未有评级	58.90	275.65	0.31	0.86	191.8	68.5	3.71
002043.SZ	兔宝宝	未有评级	9.50	73.42	0.92	1.05	10.3	9.1	2.92
000012.SZ	南玻 A	未有评级	5.62	136.89	0.50	0.63	11.3	8.9	3.84
002918.SZ	蒙娜丽莎	未有评级	13.26	55.51	0.75	1.56	17.6	8.5	8.46
603378.SH	亚士创能	未有评级	12.84	38.37	(1.82)	0.82	(7.1)	15.6	5.32

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2022 年 4 月 29 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期。

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士，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