强于大市

化工行业周报 20210327

多数化工品价格高位调整，农资维持坚挺

全球大宗商品价格上涨，下游需求恢复，我们认为今年的旺季可能已经提前到来，3 月份部分化工品价格或将继续上扬，一季报增速或将超预期。

行业动态：

- 本周跟踪的 101 个化工品种中，共有 28 个品种价格上涨，42 个品种价格下跌，31 个品种价格稳定。涨幅前五的品种分别是磷矿石、PVA、苯胺、甲基环硅氧烷、醋酸乙烯；而跌幅前五的品种分别是苯乙烯、乙烯、石脑油、WTI 原油、纯 MDI。
- 本周国际原油价格维持偏弱震荡格局，周内多重消息影响价格上下波动，但重心变化不大，WTI 收于 60.72 美元/桶，环比下跌 1.17%；布伦特原油收于 64.22 美元/桶，环比下跌 0.2%。当前市场关注 4 月 OPEC+会议对供应端的影响。
- 本周磷矿石国际价格均有一定程度的涨幅，北非磷矿石涨幅在 12%附近，印度部分品种 CFR 价格甚至涨幅超过 20%。本周磷矿石下游磷酸一铵（MAP）及磷酸二铵（DAP）价格维持在高位，2 月以来涨幅较大。目前 MAP 局部货源偏紧延续，百川 MAP 价格指数由 2082 元/吨涨至 2371 元/吨。DAP 国内报价暂稳，目前中国 DAP 出口成交已至$560-570/t，出口报价为$570-580/t。出口价格高位，提振国内市场。百川 DAP 价格指数由 2 月 2450 元/吨涨至 3000 元/吨。
- 本周醋酸乙烯价格仍震荡走高，主流生产企业对外报价上调 450 元/吨左右，截止 3 月 25 日，华东地区醋酸乙烯主流商谈参考价 11900-14000 元/吨，华南地区醋酸乙烯主流商谈参考价 12000-14000 元/吨。当前生产企业装置负荷率维持偏低水平，醋酸乙烯受到供应偏紧及出口市场良好支撑，不过随着价格逐渐走高商家谨慎心态较前期增强。本周醋酸乙烯下游聚乙烯醇市场价格涨势延续。根据百川盈孚截止 3 月 25 日，中国 PVA 采购价格指数 16600 元/吨，本周开工率约为 57%。原材料价格迫使 PVA 价格被迫跟涨。
- 本周苯胺供需关系利好推动下，市场价格高位持稳。截止 3 月 25 日，华东市场主流商谈价格参考 13800-14000 元/吨，山东及华北地区主流成交在 13800-14200 元/吨。苯胺近月均价环比涨幅已经超过 40%。

投资建议：

- **本月观点：**

  全球大宗商品价格上涨，下游需求恢复，我们认为，今年的旺季可能已经提前到来，三月份部分产品价格或将继续上扬，一季报增速或将超预期。3 月份继续看好化工大部分子行业景气继续往上及其盈利弹性，但二级市场波动加剧，重点把握龙头企业，及长期增长性较为确定的部分新材料龙头。中期关注的子行业包括农药、维生素、基建相关化学品、新材料等，挑选各子行业优势龙头企业。

  本月金股：万华化学。

  中长期看，国内优秀龙头公司在建立某些产品在全国(乃至全球)竞争优势后，近年自产业链横向纵向延伸，涉足其他领域产品，降低单一产品周期大幅波动风险，向世界级优秀化工企业迈进。看好其穿越周期，走向全球的能力。长期推荐万华化学、华鲁恒升、新和成。

  民营大炼化陆续投产，国内部分石化产品在全球产业链占比持续提升。推荐桐昆股份、卫星石化。关注：恒逸石化、荣盛石化、恒力石化等。

  集中度提升，供给格局优化：一是**农药行业**龙头公司，推荐联化科技、利尔化学等。二是**减水剂行业**集中度提升，推荐苏博特。

  自主可控，进口替代：一是电子化学品、关键新材料领域迎来发展良机。推荐万润股份、光威复材等，关注雅克科技、国瓷材料等。二是有能力进行进口替代或渗透率提升的方向。推荐皇马科技、金禾实业等。

风险提示

- 1）地缘政治因素变化引起油价大幅波动；2）全球疫情形势出现变化。

相关研究报告

《化工行业周报 20210228：油价与海外供应紧张致化工品价格大幅上涨》20210228

《化工行业周报 20210220：国际油价高位震荡，外盘推涨芳烃 PVC 价格》20210222

《化工行业周报 20210207：原油价格恢复至疫前水平，氨纶、尿素维持强势》20210207

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

证券分析师：余嫄嫄
(8621)20328550
yuanyuan.yu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

证券分析师：王海涛
(8610)66229353
haitao.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020002

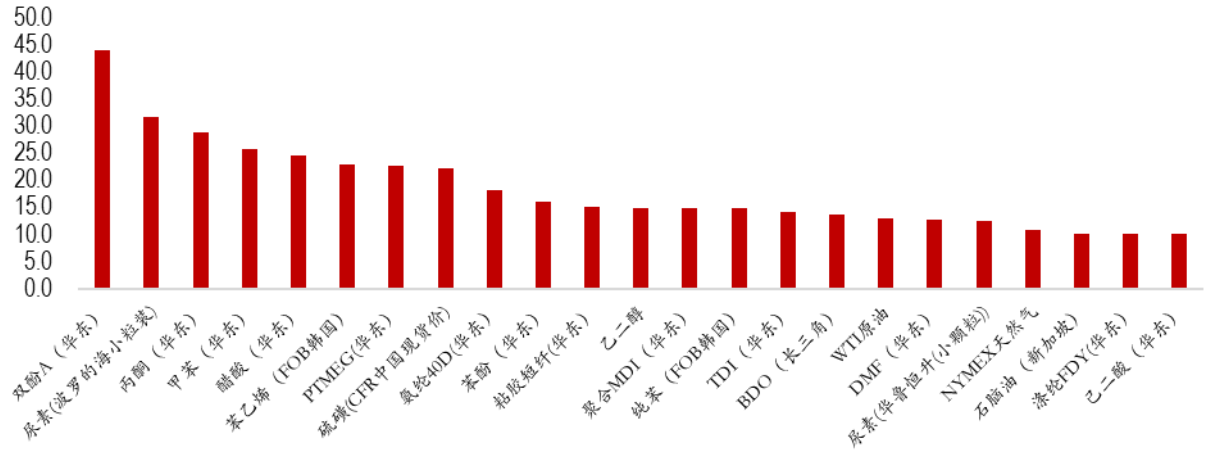
联系人：曹擎
(8621)20328621
qing.cao_SH@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120120046

化工行业投资观点

本月观点

2 月份大部分化工产品价格上涨幅度较大，跟踪的产品中月均价上涨的占 67%，涨幅超过 10%的占 23%。全球大宗商品价格上涨，下游需求恢复，我们认为今年的旺季可能已经提前到来，3 月份部分化工品价格或将继续上扬，一季报增速或将超预期。

图表 1. 2 月均价涨幅超过 10%化工品（%）



资料来源：百川盈孚，万得，中银证券

3 月份继续看好化工大部分子行业景气继续往上及其盈利弹性，但二级市场波动加剧，重点把握龙头企业，及长期增长性较为确定的部分新材料龙头。中期关注的子行业包括农药、维生素、基建相关化学品、新材料等，挑选各子行业优势龙头企业。

中长期投资建议

国内优秀龙头公司在建立某些产品在全国(乃至全球)竞争优势后，近年自产业链横向纵向延伸，涉足其他领域产品，降低单一产品周期大幅波动风险，向世界级优秀化工企业迈进。看好其穿越周期，走向全球的能力。长期推荐万华化学、华鲁恒升、新和成。

民营大炼化陆续投产，国内部分石化产品在全球产业链占比持续提升。民营炼化项目工艺成本优势明显，业绩持续超预期。推荐桐昆股份、卫星石化。关注：恒逸石化、荣盛石化、恒力石化等。

集中度提升，供给格局优化：一是农药随着小企业的退出，行业龙头公司有较大的资本开支及多个投扩产计划，未来行业集中度将持续提升。推荐联化科技、利尔化学等。需要指出的是，若 2021 年农产品价格持续走高，农化板块农药化肥以及棉花相关产品粘胶均有可能受益涨价。二是减水剂行业集中度提升，推荐苏博特。

自主可控，进口替代：一是电子化学品、关键新材料领域迎来发展良机。推荐万润股份、光威复材等，关注雅克科技、国瓷材料等。二是有能力进行进口替代或渗透率提升的方向。推荐皇马科技、金禾实业等。

本月金股：万华化学。

公司发布公告，2020 年实现销售收入 734.33 亿元，同比增加 7.91%；实现归属于上市公司股东的净利润 100.41 亿元，同比下降 0.87%。分业务来看，2020 年公司聚氨酯系列实现收入 344.17 亿元，同比上升 8.03%，毛利率 43.51%，同比提升 2.17%，聚氨酯产品销量同比上升 10.11%，价格下滑 1.89%。第二块石化系列产品实现收入 230.85 亿元，同比增长 14.84%，实现毛利率 4.26%，同比下降 6.89%。石化产品销量同比下降 4.72%，产品价格上升 20.53%。第三块精细化学品及新材料系列实现收入 79.48 亿元，同比上升 12.13%，毛利率 25.42%，同比下降 0.21%，产品销量同比增长 33.83%，但价格下滑 16.21%。公司综合毛利率 26.78%，同比下降 1.22%，净利率 14.18%，同比下降 1.39%。公司加权平均净资产收益率 22.20%，同比减少 3.24 个百分点。

多个项目有序推进，竞争实力持续提升。2020 年，公司通过收购福建 TDI 项目新增产能 10 万吨/年，聚醚项目新增产能 19.5 万吨/年，聚氨酯产业链一体化-乙烯项目新增产能 190 万吨/年，PC 项目新增产能 13 万吨/年。此外，四川一期改性塑料项目正式投产，二期工程正式开工建设，尼龙 12 等重点项目按节点顺利推进。后续随着多个项目的研发和产业化、四川眉山等其他基地的多个项目，竞争实力将进一步增强。

预计 2021-2023 年 EPS 分别为 5.70 元（原预测 4.59 元）、6.16 元、6.63 元（新增），当前对应 PE 为 18.99 倍、17.57 倍、16.32 倍，看好公司卓越的成本管控与运营能力，以及不断的技术创新，维持买入评级。

本周关注

要闻摘录

据央视新闻报道，3 月 22 日，商务部国际司负责人表示，目前，中国已经完成区域全面经济伙伴关系协定也就是 RCEP 协定的核准，成为率先批准协定的国家。此外，泰国也已经批准协定。RCEP 所有成员国均表示，将在今年年底前批准协定，推动协定于明年 1 月 1 日生效。

--------21 世纪经济报道，2021.3.22

巨型集装箱轮 Ever Given 在苏伊士运河搁浅，导致全球最繁忙海上贸易路线之一的双向交通受阻，这对于从石油到消费品各种商品的运输至关重要。据海运经纪人和地图数据，集装箱轮 Ever Given 的船身在埃及时间 23 日稍早几乎横向堵住运河，导致至少有 100 艘船只无法往来于红海和地中海之间。

截至 27 日凌晨，已有近 300 艘船只被堵在运河两侧等待通行。在运河被堵后，苏伊士运河管理局随即派出多艘拖船紧急救援，原本表示两天内就能解决，随后苏伊士运河管理局却推迟了对该巨轮重新起航的预期。与此同时，该机构宣布，从 25 日起临时暂停所有船只的航行。

-------金联创，华尔街见闻，2021.3.27

北京时间 3 月 26 日上午 8 点，能源情报集团记者 Amena Bakr 报道称：对沙特石油设施的袭击仍在继续。此前有消息人士称，也门胡塞武装认为他们占了上风，不会轻易结束战争。14 点多，也门胡塞武装称，使用 12 架无人机和 8 枚弹道导弹袭击了沙特阿美位于吉赞 RasalTanura 的石油设施。15 点左右，沙特阿拉伯国防部表示：胡塞武装袭击后，沙特将采取威慑行动保护石油出口。

------- 金联创，2021.3.26

本周行业表现及产品价格变化分析

本周跟踪的 101 个化工品种中，共有 28 个品种价格上涨，42 个品种价格下跌，31 个品种价格稳定。涨幅前五的品种分别是磷矿石、PVA、苯胺、甲基环硅氧烷、醋酸乙烯；而跌幅前五的品种分别是苯乙烯、乙烯、石脑油、WTI 原油、纯 MDI。

本周国际原油价格维持偏弱震荡格局，周内多重消息影响价格上下波动，但重心变化不大，WTI 收于 60.72 美元/桶，环比下跌 1.17%；布伦特原油收于 64.22 美元/桶，环比下跌 0.2%。当前市场关注 4 月 OPEC+会议对供应端的影响。

由于原油价格表现相对疲软，上游石化产品价格跌幅明显。本周在宏观情绪影响及前期化工品涨速过快等因素影响下，多数化工品价格出现下跌。

重点关注：

磷矿石及下游磷肥价格上涨

本周磷矿石国际价格均有一定程度的涨幅，北非磷矿石涨幅在 12%附近，印度部分品种 CFR 价格甚至涨幅超过 20%。印度肥料和化学品生产商 Travancore（Fact）已于 3 月中旬中标购买 25000 吨磷矿石，价格为 100 美元/吨成本加运费。

本周磷矿石下游磷肥磷酸一铵（MAP）及磷酸二铵（DAP）价格稳定维持在高位，2 月以来涨幅较大。目前多数 MAP 大企订单充足，局部货源偏紧延续，待发量半个月至一个月左右，百川 MAP 价格指数由 2082 元/吨涨至 2371 元/吨。DAP 国内报价暂稳，同样交付前期订单为主。企业出口稳定，价格延续高位，目前中国 DAP 出口成交已至$560-570/t，出口报价为$570-580/t。出口价格高位，提振国内市场。百川 DAP 价格指数由 2 月 2450 元/吨涨至 3000 元/吨。

醋酸乙烯及 PVA 价格持续上涨

本周醋酸乙烯价格仍震荡走高，主流生产企业对外报价上调 450 元/吨左右，截止 3 月 25 日，华东地区醋酸乙烯主流商谈参考价 11900-14000 元/吨，华南地区醋酸乙烯主流商谈参考价 12000-14000 元/吨。当前生产企业装置负荷率维持偏低水平，贸易商持货量较少且补货不易，部分商家封盘观望，个别厂家停车检修，对醋酸乙烯价格带来进一步支撑。醋酸乙烯受到供应偏紧及出口市场良好支撑，不过随着价格逐渐走高商家谨慎心态较前期增强。

本周国内聚乙烯醇市场价格涨势延续。根据百川盈孚截止 3 月 25 日，中国 PVA 采购价格指数 16600 元/吨，本周开工率约为 57%。原材料价格远远超出市场预估和企业经营承受范围，使得整个 PVA 行业被迫跟涨，原料价格调涨工厂成本压力增大明显。

苯胺价格涨幅可观

供应方面，金岭 20 万吨苯胺装置检修，华泰 10 万吨苯胺装置检修，且华东以船货为主，国内供应有限，市场供应依然偏紧，供应端支撑坚挺。需求方面，终端企业开工高企，整体下游需求旺盛，但对高价原料存抵触心理，需求端支撑尚可。供需关系利好推动下，苯胺市场价格高位持稳。截止 3 月 25 日，华东市场主流商谈价格参考 13800-14000 元/吨，山东及华北地区主流成交在 13800-14200 元/吨。苯胺近月均价环比涨幅已经超过 40%。

图表 2. 本周价格涨跌幅前五化工品

产品	本周涨跌幅（%）	月度变化（%）	价差变化（%）
磷矿石（摩洛哥)	11.71	2.73	--
PVA	7.33	13.28	--
苯胺（华东）	6.78	40.94	--
甲基环硅氧烷	6.56	23.11	--
醋酸乙烯（华东）	5.70	31.87	22.2
纯 MDI（华东）	(5.82)	16.16	(15.7)
WTI 原油	(6.03)	9.45	--
石脑油（新加坡）	(6.60)	9.03	--
乙烯（东南亚 CFR）	(7.27)	25.46	--
苯乙烯（FOB 韩国）	(7.85)	13.38	--

资料来源：百川盈孚，万得，中银证券

图表 3. 本周涨跌幅前五子行业

涨幅前五	涨幅（%）	涨幅最高个股	跌幅前五	跌幅（%）	跌幅最高个股
石油贸易	1.71	和顺石油	纯碱	(8.26)	三友化工
日用化学产品	1.43	C 贝泰妮	其他化学原料	(8.56)	金牛化工
无机盐	1.37	湘潭电化	玻纤	(8.83)	中国巨石
其他纤维	1.31	光威复材	磷肥	(9.24)	云天化
轮胎	0.40	贵州轮胎	涤纶	(9.70)	恒力石化

资料来源：百川盈孚，万得，中银证券

图表 4. 本周化工涨跌幅前五个股

代码	简称	涨幅（%）	代码	简称	跌幅（%）
300537.SZ	广信材料	30.69	000698.SZ	沈阳化工	(19.02)
300655.SZ	晶瑞股份	21.09	002109.SZ	兴化股份	(18.97)
002319.SZ	乐通股份	15.53	600746.SH	江苏索普	(16.36)
002805.SZ	丰元股份	15.45	300072.SZ	三聚环保	(16.20)
300200.SZ	高盟新材	13.14	600346.SH	恒力石化	(15.85)

资料来源：百川盈孚，万得，中银证券

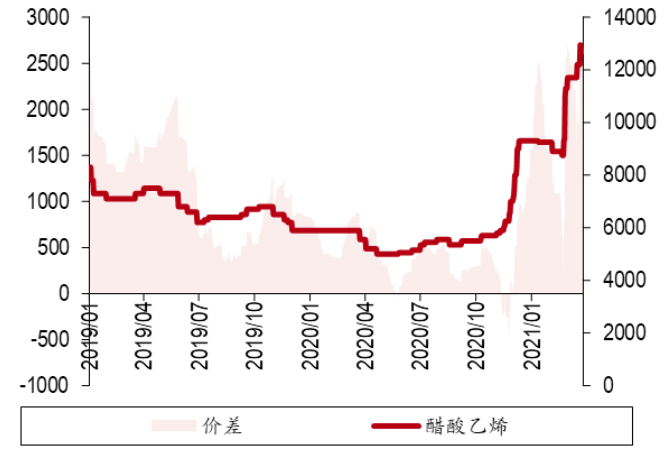
风险提示:

1） 地缘政治因素变化引起油价大幅波动；2）全球疫情形势出现变化。

附录：

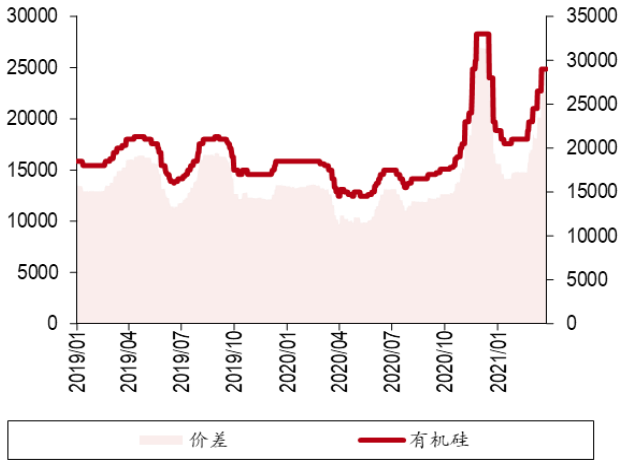
重点品种价差图（左轴：价差；右轴：价格）

图表 5.醋酸乙烯价差（单位：元/吨）



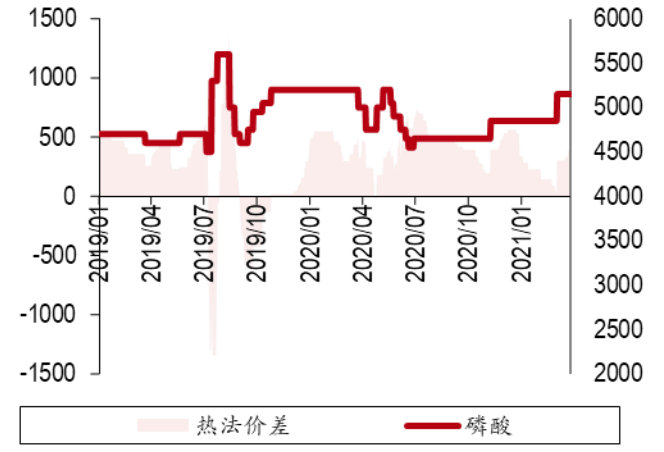
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 6.有机硅价差（单位：元/吨）



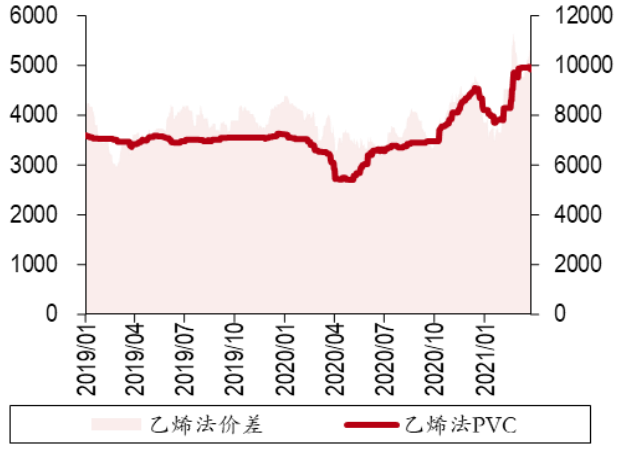
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 7. 磷酸（热法）价差（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 8. PVC（乙烯法）价差（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚，中银证券

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(元)	市值(亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)			最新每股净资产(元/股)
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002258.SZ	利尔化学	买入	116.30	360.41	3.78	4.23	4.88	30.81	27.48	23.82	18.62
002250.SZ	联化科技	买入	24.04	126.06	0.59	1.17	1.53	40.51	20.59	15.71	6.82
002001.SZ	新和成	买入	23.78	219.55	0.16	0.42	0.63	148.63	56.48	37.69	6.64
603916.SH	苏博特	买入	37.95	815.42	1.01	1.76	2.00	37.57	21.54	18.96	8.70
002643.SZ	万润股份	买入	29.42	103.05	1.14	1.60	2.06	25.81	18.41	14.32	8.79
300285.SZ	国瓷材料	未有评级	17.77	161.55	0.56	0.61	0.73	31.73	29.28	24.34	5.45
002409.SZ	雅克科技	未有评级	41.99	421.50	0.52	0.59	0.76	80.75	71.17	55.25	4.16
300699.SZ	光威复材	买入	53.01	245.36	0.63	0.83	1.04	83.84	63.87	50.97	9.98
603181.SH	皇马科技	买入	73.64	381.71	1.01	1.18	1.53	72.91	62.41	48.13	6.78
002597.SZ	金禾实业	买入	18.28	74.22	0.92	1.14	1.51	19.87	16.09	12.07	4.35
600426.SH	华鲁恒升	买入	37.31	209.27	1.45	1.56	1.81	25.73	23.99	20.62	8.22
601233.SH	桐昆股份	买入	35.00	569.33	1.51	1.24	1.56	23.21	28.29	22.38	9.20
002648.SZ	卫星石化	买入	19.90	455.22	1.57	1.61	2.03	12.68	12.34	9.83	10.66
600309.SH	万华化学	买入	35.69	438.49	1.20	1.24	1.90	29.74	28.81	18.76	9.32
600346.SH	恒力石化	未有评级	108.23	3398.15	3.23	3.20	5.70	33.51	33.82	18.99	14.00
002493.SZ	荣盛石化	未有评级	28.51	2006.85	1.44	1.70	2.05	19.80	16.77	13.91	6.19
000703.SZ	恒逸石化	未有评级	27.63	1865.12	0.35	1.13	1.47	78.94	24.45	18.80	5.24

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 3 月 26 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 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 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 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 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 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 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 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