

600585.SH

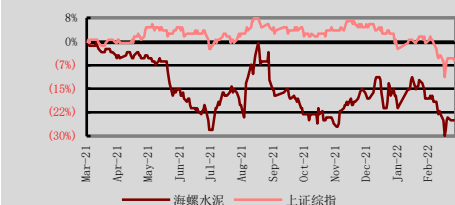
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 36.87

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	(11.5)	(8.5)	(11.8)	(24.1)
相对上证指数	0.1	(1.6)	(0.5)	(19.7)

发行股数(百万)	5,299
流通股(%)	75
总市值(人民币 百万)	195,385
3 个月日均交易额(人民币 百万)	1,020
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
安徽海螺集团有限责任公司	36

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 3 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《海螺水泥: 压力最大时期已过, 看好景气恢复与低碳发展》20211029

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

(8621)20328621

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

海螺水泥

龙头价值成色不减, 2022 年颇具看点

公司发布 2021 年报, 公司全年实现营收 1679.5 亿元, 同比下降 4.7%; 归母净利润 332.7 亿元, 同比下降 5.4%; EPS6.28 元/股; 全年经营性现金净流量 339.0 亿元, 同比下降 2.65%。四季度, 公司营收 462.4 亿元, 同降 11.5%; 归母净利润 108.8 亿元, 同增 4.5%, 四季度经营现金净流量 124.5 亿元, 同增 10.3%。公司营收与利润小幅下滑, Q4 现金净流量表现较好。

支撑评级的要点

- **水泥销售量减价增:** 2021 年公司水泥熟料自产品销量为 3.04 亿吨, 同比下降 6.5%。我们测算公司全年水泥自产品销售均价 367.3 元/吨, 同增 11.7%, 价格上升显著。价格抬升下, 2021 年全年公司综合毛利率 29.6%, 同比上升 0.47pct, 其中自产水泥毛利率 44.3%, 熟料毛利率 37.1%。
- **成本端转嫁情况较好, 吨毛利稳中微增:** 我们测算公司自产水泥及熟料吨成本 205.7 元/吨, 同涨 35 元; 吨毛利 161.6 元, 同比稳中微升。从年报数据来看, 公司面对 2021 年能耗双控环境下飞涨的煤炭价格的应对相对较好, 公司的单吨煤炭成本涨幅约 30 元/吨, 低于煤价的波动幅度。
- **现金流稳健充足, 分红率较高, 公司长期价值仍然值得期待:** 公司全年经营现金净流量 339.0 亿元, 同比略有下降。2021 年公司每股现金分红 2.38 元人民币, 合计派发红利 126.1 亿元, 占 2021 年归母净利润 37.9%, 股息率 5.91%。公司仍保持了稳健充沛的现金流、高股息高分红, 仍然是价值股、龙头股。公司正逐步加快对外投资, 扩张产业链, 积极布局新能源新材料。目前公司估值较低, 短中长期均值得期待。

估值

- 考虑目前水泥高成本高价格, 我们预计 2022-2024 年公司收入为 1834.9、1915.7、2021.7 亿元; 归母净利润分别为 358.1、364.6、371.0 亿元; EPS 分别为 6.76、6.88、7.00 元。维持公司 **买入** 评级。

评级面临的主要风险

- 基建与地产施工不及预期, 疫情及雨热天气扰动, 成本端压力增大。

投资摘要

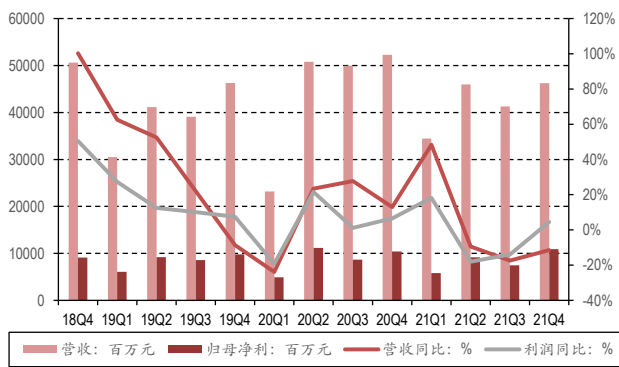
年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	176,243	167,953	183,494	191,573	202,170
变动(%)	12	(5)	9	4	6
净利润(人民币 百万)	35,130	33,267	35,813	36,457	37,102
全面摊薄每股收益(人民币)	6.629	6.278	6.758	6.880	7.001
变动(%)	4.6	(5.3)	7.7	1.8	1.8
市场预期每股收益(人民币)			6.880	7.060	
原先预测摊薄每股收益(人民币)			6.910	7.220	
调整幅度(%)			(2.2)	(4.7)	
全面摊薄市盈率(倍)	5.6	5.9	5.5	5.4	5.3
价格/每股现金流量(倍)	27.4	16.0	4.8	4.9	5.0
每股现金流量(人民币)	1.35	2.31	7.73	7.50	7.33
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.9	4.1	3.7	3.7	3.6
每股股息(人民币)	1.20	1.69	2.03	2.06	2.10
股息率(%)	3.3	4.6	5.5	5.6	5.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、Q4 利润与现金流均同比增长，毛利率环比上升

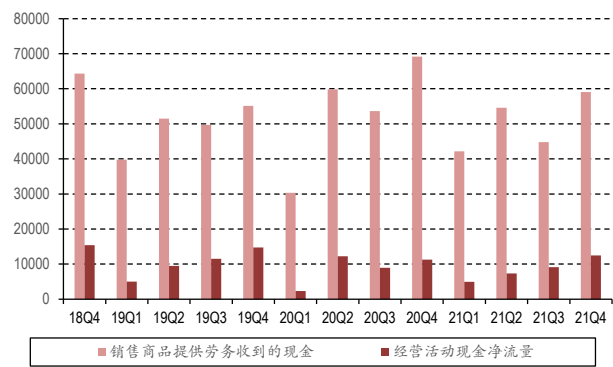
事件：公司发布 2021 年报，公司全年实现营收 1679.5 亿元，同比下降 4.7%；归母净利 332.7 亿元，同比下降 5.4%；EPS6.28 元/股；全年经营性现金净流量 339.0 亿元，同比下降 2.65%。四季度，公司营收 462.4 亿元，同降 11.5%；归母净利 108.8 亿元，同增 4.5%，四季度经营现金净流量 124.5 亿元，同增 10.3%。公司营收与利润小幅下滑，Q4 现金净流量表现较好。

图表 1. Q4 利润同增 4.5%，营收同降 11.5%



资料来源：公司公告，中银证券

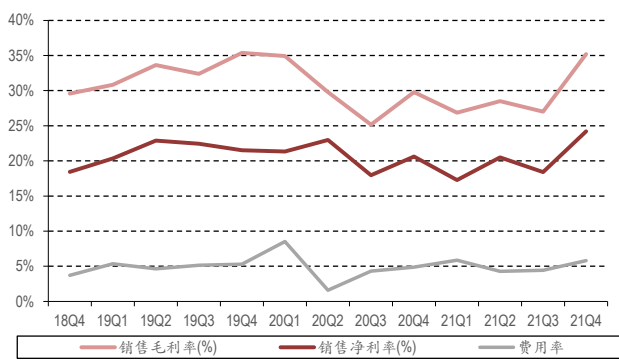
图表 2. Q4 经营现金净流量 124.5 亿元，同增 10.3%



资料来源：公司公告，中银证券

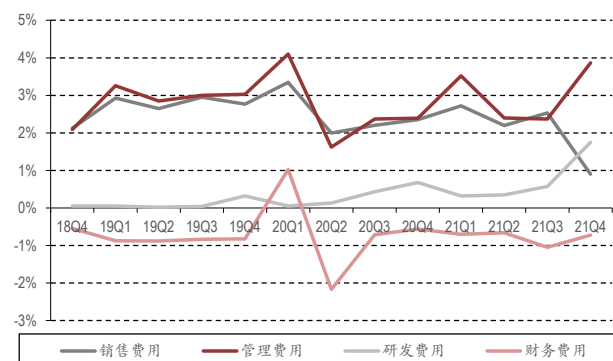
四季度利润率上升，费用率分化：Q4 公司利润率上升，综合毛利率 35.2%，同升 5.4pct，环比上升 8.2pct；净利率 24.2%，同升 3.6pct，环比上升 5.8pct。Q4 公司销售、管理、研发、财务四项费用率分别是 0.9%、3.9%、1.7%、-0.7%，其中研发费用率与管理费用率在四季度显著回升，销售费用率显著下降，财务费用率基本稳定。在能耗双控、煤价上涨显著的情况下，公司的利润率显著上升，这体现了公司作为行业龙头的韧性。

图表 3. Q4 毛利率 35.2%，净利率 24.2%，同环比均上升



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 管理费与研发费率上升，销售费率下降



资料来源：万得，中银证券

二、自产销售全年价增量减，成本上升，吨毛利基本稳定

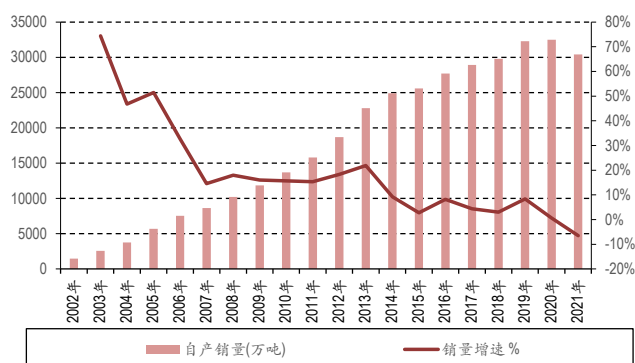
量：2021 年公司销售自产水泥及熟料共 3.04 亿吨，同比下降 6.46%，公司上市以来首次销量回落。在下半年能耗双控严格限制水泥生产的情况下，公司销量回落幅度低于行业平均。

吨均价：我们测算公司 2021 年销售自产水泥及熟料均价 367.3 元/吨，同增 11.7%，同比上升 38.4 元/吨，处于历史最高水平。

吨成本：我们测算公司销售自产水泥及熟料单吨成本为 205.7 元/吨，同比上升 20.5%，上涨 35.0 元/吨。分项来看，成本上涨主要是煤价上升，我们测算公司吨水泥成本中原材料/能源及动力/人工成本/制造费用/其他分别是 45/122/8.72/12/18 元每吨，主要是单吨煤炭成本上涨了 35.3 元/吨。

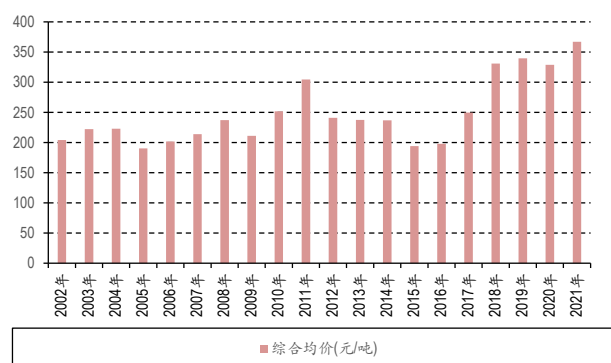
吨毛利：我们测算公司吨毛利 161.6 元/吨，同比小幅上涨 3.4 元/吨。在 2021 年面临诸多压力的情况下实现吨毛利同比上升显示了公司的韧性。

图表 5. 2021 年公司自产水泥及熟料销量小幅下滑(万吨)



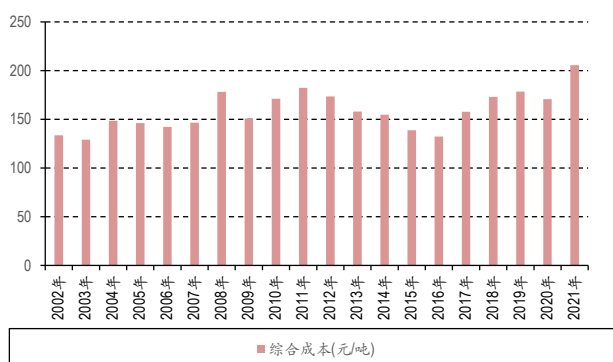
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2021 年公司自产水泥及熟料均价上涨显著 (元/吨)



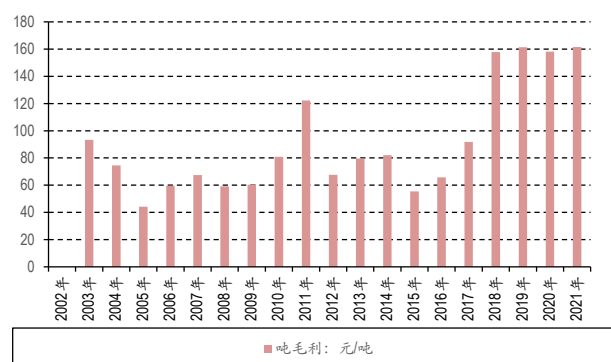
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 公司自产水泥及熟料吨成本显著上升 (元/吨)



资料来源：万得，中银证券

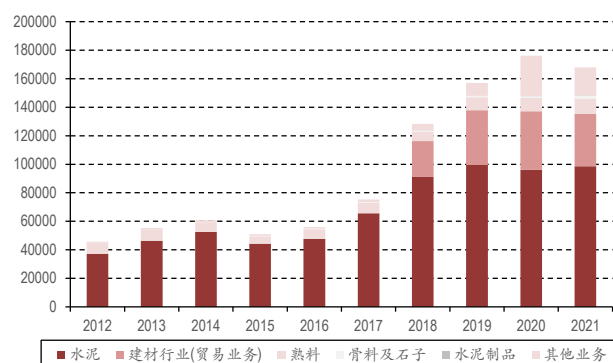
图表 8. 公司自产水泥及熟料吨毛利连续多年稳定 (元/吨)



资料来源：万得，中银证券

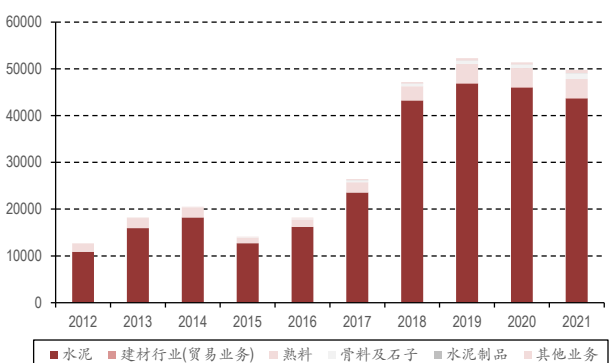
其他业务：水泥及熟料贸易业务下滑是营收下降主要原因。自产水泥及熟料销售之外的各项业务中，水泥贸易业务规模下滑较多，是公司全年营收规模下降的主要原因。但由于水泥贸易业务基本不创造利润，所以对公司利润影响较小。其他业务方面，骨料及石子、水泥制品、其他业务分别创造营收 18.2、2.23、197.3 亿元，毛利 12.0、0.42、6.93 亿元，骨料及石子毛利率较高。

图表 9. 公司各项业务营收情况 (百万元)



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 公司各项业务归母净利润情况 (百万元)



资料来源：万得，中银证券

三、龙头价值成色不减，公司 2022 年颇具看点

供需方面：年内水泥行业供给优化空间较大，需求下滑阶段彰显公司韧性。目前全国水泥均价远高于去年同期，但行业内同样面临着需求收缩，煤炭成本加速上升等困难。但仍应看到，一方面行业协同力度有所增强，错峰生产天数较往年增加，叠加能耗标准趋严，高能耗小产线淘汰，年内供给有望加速收缩。另外，两会公布今年 GDP 增长目标 5.5%，稳增长力度仍有望在后续加强，1-2 月基建投资与地产投资增速较好，二季度基建或发力推动水泥需求上行。

行业层面：上市公司互相持股，行业协同有望增强。公司目前持有同行业的西部水泥、亚泰集团、上峰水泥、华新水泥等主要公司股份，并积极参与天山股份的定向增发，同行业其他公司也积极参与交叉持股，行业格局有望从竞争向竞合全面转变，行业协同力度有望增强。

双碳层面：公司加大资本开支，积极布局光伏行业，双碳背景下有望增强成本控制力。公司本身具备减碳减排、节能降耗方面的专利技术与先发优势。同时，公司目前积极布局光伏领域，有望依靠光伏发电减少外购电力，降低电力成本波动幅度，提高成本控制能力。

现金流稳健充足，分红率较高，公司长期价值仍然值得期待：公司全年经营现金净流量 339.0 亿元，同比略有下降。2021 年公司每股现金分红 2.38 元人民币，合计派发红利 126.1 亿元，占 2021 年归母净利润 37.9%，股息率 5.91%。公司仍保持了稳健充沛的现金流、高股息高分红，仍然是价值股典范。

风险提示

- 基建与地产施工不及预期：**基建与地产施工是水泥需求的主要来源，若地产新开工或基建发力不及预期，公司经营区域的水泥需求将受影响，水泥量价或均下滑。
- 疫情及雨热天气扰动：**近期全国多地因疫情因素影响货物运输及工地施工建设，水泥行业正常的出货受到干扰，若扰动持续，一定程度会影响公司业绩。水泥行业季节性较强，若出现超长的雨热天气，建筑施工将受影响，水泥需求会相应收到干扰。
- 成本端压力增大：**煤炭价格是水泥成本中最重要的变量，若煤炭价格持续上升，公司利润将会相对削弱。

图表 11. 2021Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q4	2021Q4	同比增长(%)
营业收入	52,259.11	46,241.89	(11.51)
营业税及附加	385.04	350.61	(8.94)
净营业收入	51,874.07	45,891.27	(11.53)
营业成本	36,685.98	29,972.50	(18.30)
销售费用	1,230.35	416.58	(66.14)
管理费用	1,603.63	2,598.15	62.02
财务费用	(294.69)	(335.84)	(13.96)
资产减值损失	5.01	(22.49)	(548.64)
营业利润	13,719.36	14,151.86	3.15
营业外收入	277.23	287.41	3.67
营业外支出	52.22	43.16	(17.35)
利润总额	13,944.37	14,396.11	3.24
所得税	3,169.80	3,201.24	0.99
少数股东损益	363.91	318.07	(12.60)
归属母公司股东净利润	10,410.67	10,876.80	4.48
扣除非经常性损益的净利润	33,170.45	31,375.20	(5.41)
每股收益(元)	1.96	2.05	4.59
扣非后每股收益(元)	6.26	5.92	(5.43)
毛利率(%)	29.80	35.18	增加 5.38 个百分点
净利率(%)	20.62	24.21	增加 3.59 个百分点
销售费用率(%)	2.35	0.90	减少 1.45 个百分点
管理费用率(%)	3.07	5.62	增加 2.55 个百分点
财务费用率(%)	(0.56)	(0.73)	减少 0.16 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 12. 2021A 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020	2021	同比增长(%)
营业收入	176,242.68	167,952.66	(4.70)
营业税及附加	1,288.64	1,243.44	(3.51)
净营业收入	174,954.04	166,709.22	(4.71)
营业成本	124,847.63	118,181.22	(5.34)
销售费用	4,123.29	3,408.43	(17.34)
管理费用	4,853.82	6,400.55	31.87
财务费用	(1,514.77)	(1,314.61)	13.21
资产减值损失	11.17	(29.08)	(360.38)
营业利润	46,270.77	43,109.19	(6.83)
营业外收入	959.33	1,104.98	15.18
营业外支出	122.18	97.97	(19.81)
利润总额	47,107.92	44,116.20	(6.35)
所得税	10,737.74	9,950.36	(7.33)
少数股东损益	1,240.49	898.77	(27.55)
归属母公司股东净利润	35,129.69	33,267.07	(5.30)
扣除非经常性损益的净利润	(17,643.75)	(17,369.70)	1.55
每股收益(元)	6.63	6.28	(5.28)
扣非后每股收益(元)	(3.33)	(3.28)	1.50
毛利率(%)	29.16	29.63	增加 0.47 个百分点
净利率(%)	20.64	20.34	减少 0.29 个百分点
销售费用率(%)	2.34	2.03	减少 0.31 个百分点
管理费用率(%)	2.75	3.81	增加 1.06 个百分点
财务费用率(%)	(0.86)	(0.78)	增加 0.08 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	176,243	167,953	183,494	191,573	202,170
销售成本	124,848	118,181	129,067	136,404	146,090
经营费用	9,619	9,735	11,193	11,686	12,332
息税折旧前利润	49,782	47,860	52,399	53,386	54,359
折旧及摊销	5,430	5,957	7,307	8,036	8,735
经营利润(息税前利润)	44,353	41,903	45,092	45,351	45,624
净利息收入/(费用)	1,515	1,315	1,344	1,912	2,468
其他收益/(损失)	2,488	3,000	2,739	2,739	2,739
税前利润	45,867	43,217	46,436	47,263	48,092
所得税	10,738	9,950	10,623	10,806	10,990
少数股东权益	1,240	899	776	762	751
净利润	35,130	33,267	35,813	36,457	37,102
核心净利润	32,642	30,267	33,074	33,718	34,363
每股收益(人民币)	6.629	6.278	6.758	6.880	7.001
核心每股收益(人民币)	6.160	5.711	6.241	6.363	6.484
每股股息(人民币)	1.200	1.690	2.030	2.060	2.100
收入增长(%)	12	(5)	9	4	6
息税前利润增长(%)	3	(6)	8	1	1
息税折旧前利润增长(%)	3	(4)	9	2	2
每股收益增长(%)	5	(5)	8	2	2
核心每股收益增长(%)	(0)	(7)	9	2	2

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	45,867	43,217	46,436	47,263	48,092
折旧与摊销	5,430	5,957	7,307	8,036	8,735
净利息费用	(1,515)	(1,315)	(1,344)	(1,912)	(2,468)
运营资本变动	5,058	(2,851)	(3,166)	(773)	1,158
税金	19,979	18,766	6,734	9,690	11,635
其他经营现金流	(29,907)	(35,576)	(16,625)	(19,614)	(21,598)
经营活动产生的现金流	34,797	33,901	45,674	44,236	43,238
购买固定资产净值	9,970	14,587	8,078	8,463	8,881
投资减少/增加	19,801	9,268	(1,669)	(1,669)	(1,669)
其他投资现金流	2,109	2,189	1,697	2,280	2,838
投资活动产生的现金流	(27,663)	(21,667)	(4,712)	(4,514)	(4,373)
净增权益	(484)	355	0	0	0
净增债务	(1,364)	268	0	0	0
支付股息	6,359	8,956	10,758	10,917	11,129
其他融资现金流	(5,020)	(3,183)	(346)	(361)	(363)
融资活动产生的现金流	(13,227)	(11,516)	(11,104)	(11,277)	(11,492)
现金变动	(6,192)	666	29,858	28,444	27,373
期初现金	54,721	58,794	69,930	99,788	128,23
公司自由现金流	7,135	12,234	40,962	39,721	38,865
权益自由现金流	751	9,318	40,616	39,361	38,501

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	58,794	69,930	99,788	128,232	155,604
应收帐款	7,806	10,366	10,951	11,228	11,606
库存	7,002	9,896	10,483	10,762	11,143
其他流动资产	30,975	26,265	26,265	26,265	26,265
流动资产总计	104,575	116,456	147,487	176,486	204,618
固定资产	62,720	66,514	69,417	70,795	71,526
无形资产	13,710	18,240	17,632	17,024	16,416
其他长期资产	11,093	18,209	16,685	16,344	16,367
长期资产总计	87,523	102,963	103,734	104,162	104,308
总资产	192,099	219,418	251,221	280,649	308,927
应付帐款	4,786	6,828	7,275	7,577	7,975
短期债务	1,982	3,290	3,290	3,290	3,290
其他流动负债	9,002	11,859	15,750	16,777	15,981
流动负债总计	15,770	21,976	26,315	27,644	27,245
长期借款	3,310	3,748	3,748	3,748	3,748
其他长期负债	4,802	1,868	3,500	5,296	7,248
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
储备	162,918	186,527	212,359	238,662	265,386
股东权益	168,217	191,826	217,658	243,961	270,686
少数股东权益	6,395	8,141	8,917	9,680	10,431
总负债及权益	192,099	219,418	251,221	280,649	308,927
每股帐面价值(人民币)	30.54	34.66	39.39	44.21	49.11
每股有形资产(人民币)	33.39	37.66	43.77	49.44	54.89
每股净负债/(现金)(人民币)	(9.19)	(11.52)	(16.84)	(21.87)	(26.67)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.2	28.5	28.6	27.9	26.9
息税前利润率(%)	25.2	24.9	24.6	23.7	22.6
税前利润率(%)	26.0	25.7	25.3	24.7	23.8
净利率(%)	20.6	20.3	19.9	19.4	18.7
流动性					
流动比率(倍)	6.6	5.3	5.6	6.4	7.5
利息覆盖率(倍)	32.9	36.4	39.0	27.9	22.0
净权益负债率(%)	(29.0)	(31.8)	(41.0)	(47.5)	(52.2)
速动比率(倍)	6.2	4.8	5.2	6.0	7.1
估值					
市盈率(倍)	5.6	5.9	5.5	5.4	5.3
核心业务市盈率(倍)	6.0	6.5	5.9	5.8	5.7
市净率(倍)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8
价格/现金流(倍)	27.4	16.0	4.8	4.9	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.9	4.1	3.7	3.7	3.6
周转率					
存货周转天数	14.5	21.5	20.9	20.5	20.1
应收帐款周转天数	16.2	22.5	21.8	21.4	21.0
应付帐款周转天数	14.0	21.1	20.6	20.3	19.9
回报率					
股息支付率(%)	18.1	26.9	30.0	29.9	30.0
净资产收益率(%)	21.6	17.8	16.8	15.3	14.0
资产收益率(%)	18.9	15.6	14.6	13.3	12.3
已运用资本收益率(%)	19.1	16.1	15.2	13.6	12.4

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