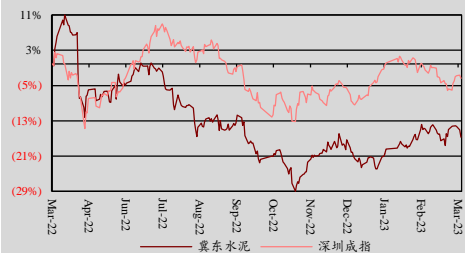


**000401.SZ**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 8.89

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	7.2	(1.6)	6.9	(22.2)
相对深圳成指	3.2	0.3	1.8	(18.9)

发行股数 (百万)	2,658.21
流通股 (百万)	1,547.30
总市值 (人民币 百万)	23,631.52
3个月日均交易额 (人民币 百万)	78.50
主要股东	
北京金隅集团股份有限公司	44.34

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以2023年3月28日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《冀东水泥》20230207
- 《冀东水泥》20221101
- 《冀东水泥》20220826

 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: 郝子禹**

 ziyu.hao@bocichina.com  
 一般证券业务证书编号: S1300122060027

**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

# 冀东水泥

**关注北部区域行业格局优化, 期待业绩改善**

公司于3月28日发布2022年年报, 全年实现收入345.44亿元, 同降4.94%; 归母净利13.58亿元, 同降51.69%。我们看好2023年北方水泥行业竞争格局加速优化, 期待公司业绩改善, 维持公司买入评级。

**支撑评级的要点**

- **2022年价涨量跌, 前高后低。**公司2022年全年实现收入345.44亿元, 同降4.94%; 归母净利13.58亿元, 同降51.69%。根据公司年报, 2022年公司实现水泥及熟料销量8688万吨, 同降12.88%。我们测算公司全年水泥及熟料均价339.90元/吨左右; 根据年报, 公司吨成本272.08元/吨, 同比上升36.92元/吨, 我们测算吨毛利67.82元/吨, 同降17.32元/吨; 吨净利7.25元/吨, 同降19.03元/吨; 水泥及熟料毛利率19.95%, 同比下降6.63pct。在上半年华北地区价格韧性相对较高的情况下, 公司全年水熟销售均价高于2021年约19.59元/吨, 下半年价格回落较快。且吨成本上涨幅度约36.92元/吨, 大于均价上涨幅度, 单位利润下滑。叠加需求下行, 销量也有所下滑, 2022年公司整体承压较为显著。
- **与新天山合作整合东北市场, 或迎来行业格局改善。**2022年底, 公司发布公告与新天山合资成立辽宁金中水泥集团有限公司, 主要布局整合东北水泥市场。根据中国水泥网, 公司与新天山的在东北地区的熟料产能市占率合计接近30%, 预计强强联手一定程度可改善东北水泥格局, 增强公司在东北地区的定价话语权。
- **2023年或是加速北方区域出清的关键时期。**我们预计2023年水泥行业需求不会较2022年大幅提升, 对与产能过剩较为严重的华北、东北地区而言, 或是产能出清格局优化的关键时期。1) **盈利恶化加速退出。**当前华北地区需求偏弱, 成本高位, 据卓创资讯, 多家厂商处于盈亏平衡点附近, 利润下降或将加速中小企业的退出, 优化行业格局。2) **“双碳”引导落后产能出清。**2022年11月, 工信部等4部门联合印发《建材行业碳达峰实施方案》。要求“十四五”期间水泥熟料单位产品综合能耗水平降低3%以上。我们认为政策对能耗的管控趋严, 将会加速落后产线强制退出, 尤其是2500t/d及以下的中小产线的退出或将进一步加快, 行业供需格局有望改善。

**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359.51、370.26、381.79亿元; 归母净利20.18、25.39、32.97亿元; 每股收益分别为0.76、0.96、1.24元, 对应市盈率11.3、9.0、6.9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**

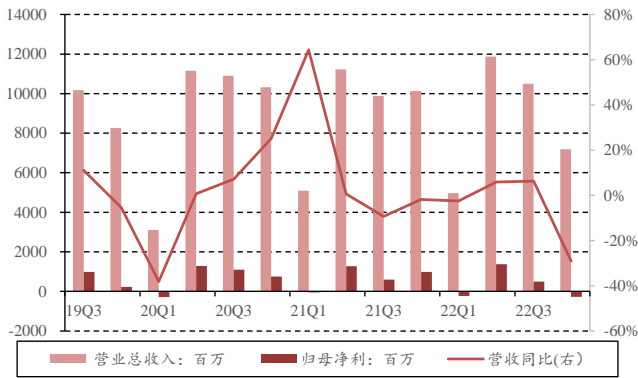
年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	36,338	34,544	35,951	37,026	38,179
增长率(%)	2.4	(4.9)	4.1	3.0	3.1
EBITDA(人民币 百万)	7,773	5,415	6,784	7,558	8,356
归母净利润(人民币 百万)	2,810	1,358	2,018	2,539	3,297
增长率(%)	(1.4)	(51.7)	48.6	25.8	29.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.06	0.51	0.76	0.96	1.24
前次预测每股收益(人民币)			0.8	1.0	
调整幅度(%)			1.2	(4.5)	
市盈率(倍)	8.1	16.9	11.3	9.0	6.9
市净率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(倍)	6.8	9.5	7.1	5.3	3.7

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

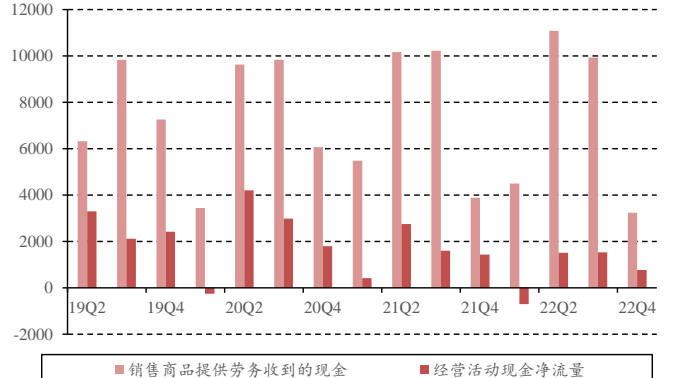
价涨量跌，前高后低。公司2022年全年实现收入345.44亿元，同降4.94%；归母净利13.58亿元，同降51.69%。根据公司年报，2022年公司实现水泥及熟料销量8688万吨，同降12.88%。我们测算公司全年水泥及熟料均价339.90元/吨左右；根据年报，公司吨成本272.08元/吨，同比上升36.92元/吨，我们测算吨毛利67.82元/吨，同降17.32元/吨；吨净利7.25元/吨，同降19.03元/吨；水泥及熟料毛利率19.95%，同比下降6.63pct。在上半年华北地区价格韧性相对较高的情况下，公司全年水熟销售均价高于2021年约19.59元/吨，下半年价格回落较快。且吨成本上涨幅度约36.92元/吨，大于均价上涨幅度，单位利润下滑。叠加需求下行，销量也有所下滑，2022年公司整体承压较为显著。

图表 1. 2022 年公司收入利润均下滑



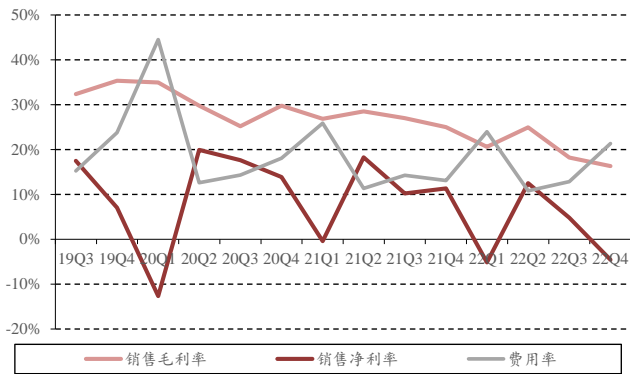
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 支出现金增多，净现金回落（百万）



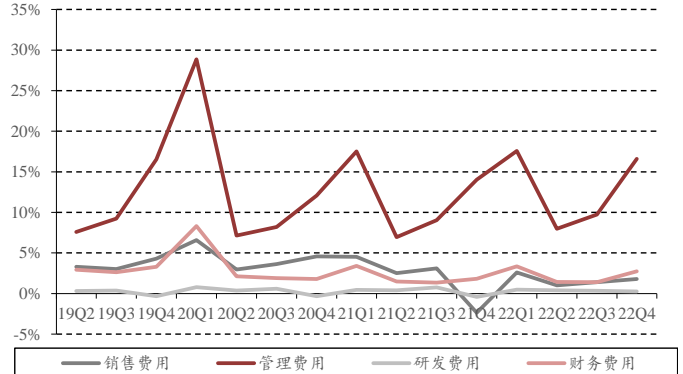
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 公司利润率有所下滑



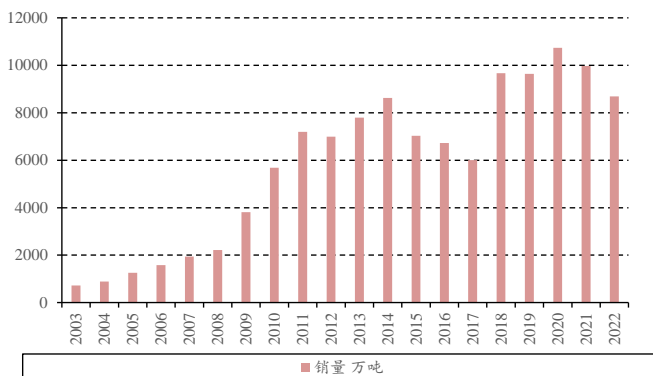
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 管理费用率总体稳定，季节性突出



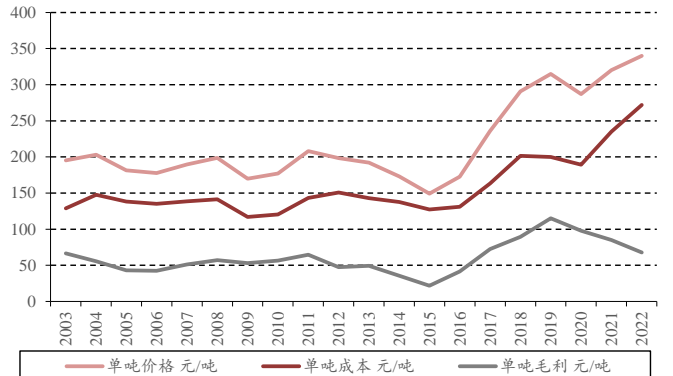
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 公司水泥及熟料销量下滑



资料来源：公司公告，中银证券

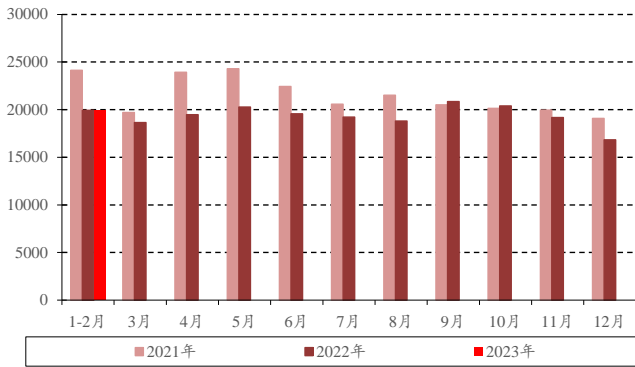
图表 6. 单吨价格上升，单吨毛利下降



资料来源：公司公告，中银证券

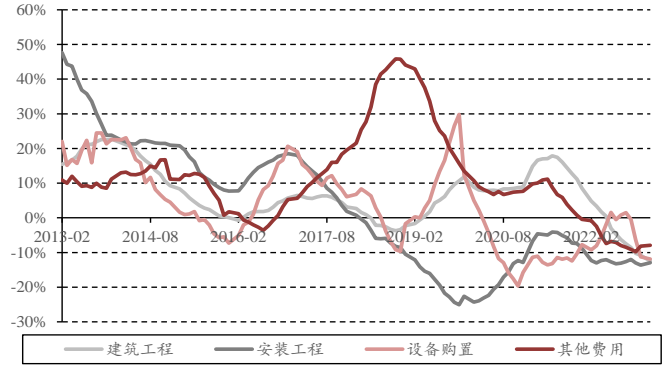
地产下滑，基建实物工作量未起是需求下滑的核心原因。根据国家统计局，2022年地产新开工12.06亿平方米，下降39.4%；施工面积90.50亿平方米，同降7.2%；拿地面积1.01亿平方米，同比下降53.4%；全国房地产开发投资13.29万亿元，同比下降10.0%。全国水泥产量21.18亿吨，同比下降10.8%，产量降幅较大。我们预计基建的实物工作量更有可能在2023年落地，地产新开工预计2023年企稳，全年水泥需求预期与去年持平。

图表 7. 2022 年水泥产量下滑幅度较大 (万吨)



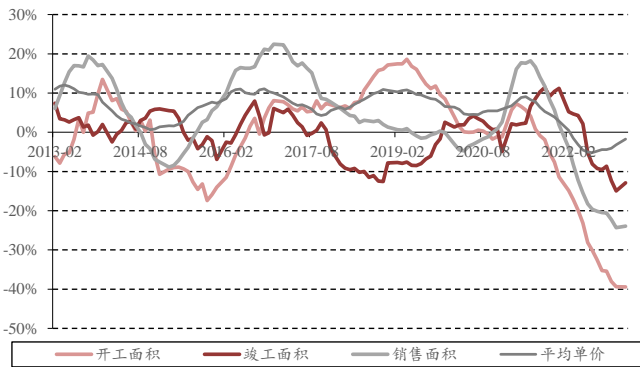
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 8. 2022 年地产投资走弱



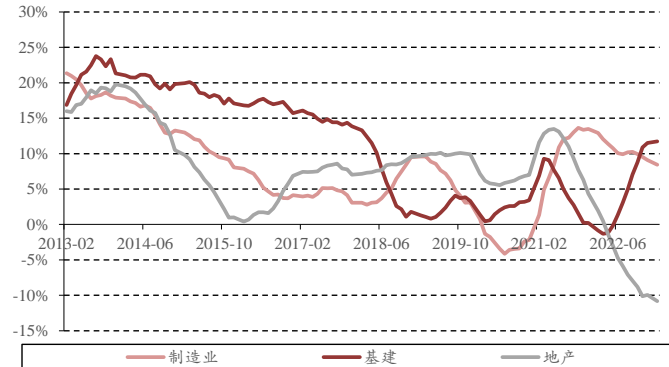
资料来源：国家统计局，中银证券

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

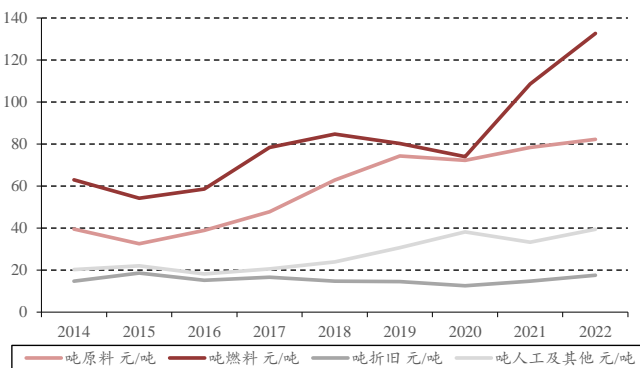
图表 10. 2022 年基建投资表现尚可



资料来源：国家统计局，中银证券

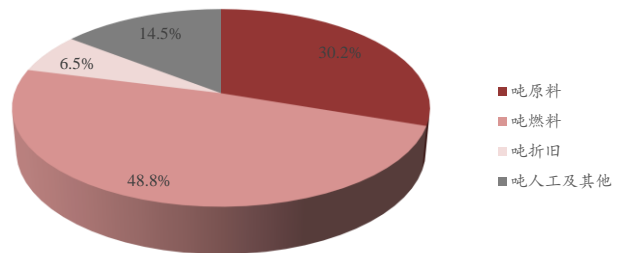
煤炭仍是成本上涨的最核心原因。2022年，煤炭价格持续高位，进一步拉高了公司的成本。根据公司年报，公司吨燃料成本已涨至132.68元/吨，同比上升24.11元/吨，占水泥及熟料成本比例接近50%，是公司成本上升的最核心原因。

图表 11. 吨燃料成本上升显著



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比接近一半

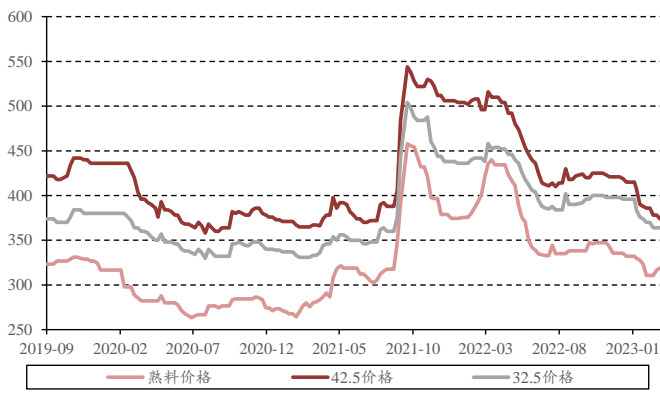


资料来源：公司公告，中银证券

## 2023年：年初涨价不顺，关注后续涨价情况

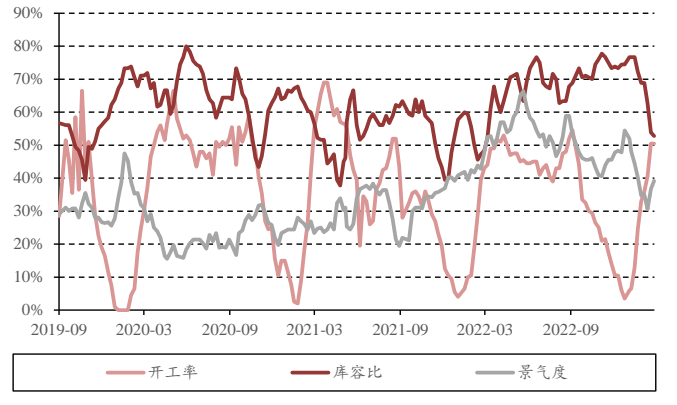
华北地区水泥涨价不顺，公司今年开局或仍低迷。根据卓创资讯，截止3月28日，华北地区熟料、42.5、32.5水泥均价分别为318.89、374.00、364.00元/吨，年初至今仍未开启涨价。当前需求不足仍然是华北地区乃至整个北方地区水泥价格上涨的最核心矛盾。

图表 13. 今年开春华北地区水泥未见涨价趋势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 14. 华北库容比有所下滑，开工率季节性恢复



资料来源：卓创资讯，中银证券

**与新天山合作整合东北市场，或迎来行业格局改善。**2022年底，公司发布公告与新天山合资成立辽宁金中水泥集团有限公司，主要布局整合东北水泥市场。根据中国水泥网，公司与新天山的在东北地区的熟料产能市占率合计接近30%，预计强强联手能够一定程度改善东北地区行业格局，增强公司在东北地区的定价话语权。

**2023年或是加速北方区域出清的关键时期。**我们预计2023年水泥行业需求不会较2022年大幅提升，对与产能过剩较为严重的华北、东北地区而言，或是产能出清格局优化的关键时期。**1) 盈利恶化加速退出。**当前华北地区需求偏弱，成本高位，据卓创资讯，多家厂商处于盈亏平衡点附近，利润下降或将加速中小企业的退出，优化行业格局。**2) “双碳”引导落后产能出清。**2022年11月，工信部等4部门联合印发《建材行业碳达峰实施方案》。其主要目标为：“十四五”期间，建材产业结构调整取得明显进展，行业节能低碳技术持续推广，水泥熟料单位产品综合能耗水平降低3%以上。我们认为政策对能耗的管控趋严，将会加速落后产线强制退出，尤其是2500t/d及以下的中小产线的退出或将进一步加快，行业供需格局有望改善。

**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	10,133.85	7,192.49	(29.03)
营业税及附加	146.47	153.57	4.85
净营业收入	9,987.38	7,038.92	(29.52)
营业成本	7,601.92	6,018.19	(20.83)
销售费用	(238.79)	127.72	153.48
管理费用	1,422.37	1,251.33	(12.03)
财务费用	183.68	195.76	6.58
资产减值损失	(53.65)	(37.90)	29.37
营业利润	1,368.00	(407.21)	(129.77)
营业外收入	167.27	126.07	(24.63)
营业外支出	44.69	45.00	0.70
利润总额	1,490.58	(326.14)	(121.88)
所得税	344.41	1.68	(99.51)
少数股东损益	156.77	(51.23)	(132.68)
归属母公司股东净利润	989.40	(276.59)	(127.96)
扣除非经常性损益的净利润	761.12	(404.73)	(153.18)
每股收益(元)	0.37	(0.10)	(127.03)
扣非后每股收益(元)	0.56	(0.30)	(153.57)
毛利率(%)	24.98	16.33	减少 8.66 个百分点
净利率(%)	11.31	(4.56)	减少 15.87 个百分点
销售费用率(%)	(2.36)	1.78	增加 4.13 个百分点
管理费用率(%)	14.04	17.40	增加 3.36 个百分点
财务费用率(%)	1.81	2.72	增加 0.91 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	36,337.57	34,543.64	(4.94)
营业税及附加	549.72	577.74	5.10
净营业收入	35,787.85	33,965.91	(5.09)
营业成本	26,566.05	27,468.10	3.40
销售费用	579.65	522.76	(9.81)
管理费用	3,988.02	4,049.74	1.55
财务费用	655.93	675.22	2.94
资产减值损失	(63.92)	(22.19)	65.29
营业利润	4,985.24	1,733.43	(65.23)
营业外收入	400.40	179.77	(55.10)
营业外支出	75.44	91.43	21.21
利润总额	5,310.20	1,821.76	(65.69)
所得税	1,128.38	414.89	(63.23)
少数股东损益	1,371.61	49.19	(96.41)
归属母公司股东净利润	2,810.21	1,357.69	(51.69)
扣除非经常性损益的净利润	2,418.63	1,119.85	(53.70)
每股收益(元)	1.06	0.51	(51.89)
扣非后每股收益(元)	1.79	0.83	(53.63)
毛利率(%)	26.89	20.48	减少 6.41 个百分点
净利率(%)	11.51	4.07	减少 7.44 个百分点
销售费用率(%)	1.60	1.51	减少 0.08 个百分点
管理费用率(%)	10.97	11.72	增加 0.75 个百分点
财务费用率(%)	1.81	1.95	增加 0.15 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	36,338	34,544	35,951	37,026	38,179
营业收入	36,338	34,544	35,951	37,026	38,179
营业成本	26,566	27,468	27,688	28,008	28,370
营业税金及附加	550	578	647	666	687
销售费用	580	523	611	629	649
管理费用	3,988	4,050	3,847	3,962	4,085
研发费用	100	113	223	230	237
财务费用	656	675	815	722	342
其他收益	713	474	300	300	300
资产减值损失	(77)	(92)	0	0	0
信用减值损失	(28)	41	15	15	15
资产处置收益	15	20	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	464	152	200	200	200
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,985	1,733	2,656	3,344	4,344
营业外收入	400	180	100	100	100
营业外支出	75	91	91	91	91
利润总额	5,310	1,822	2,664	3,352	4,353
所得税	1,128	415	573	721	936
净利润	4,182	1,407	2,091	2,632	3,417
少数股东损益	1,372	49	73	92	120
归母净利润	2,810	1,358	2,018	2,539	3,297
EBITDA	7,773	5,415	6,784	7,558	8,356
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.06	0.51	0.76	0.96	1.24

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
<b>流动资产</b>	<b>15,998</b>	<b>16,160</b>	<b>26,866</b>	<b>25,550</b>	<b>29,052</b>
货币资金	7,496	6,403	14,380	14,810	15,272
应收账款	1,388	1,649	1,746	1,751	1,643
应收票据	319	244	755	891	1,230
存货	3,188	4,285	3,406	5,152	4,304
预付账款	980	1,386	1,691	1,110	1,411
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,627	2,192	4,889	1,836	5,193
<b>非流动资产</b>	<b>44,333</b>	<b>45,859</b>	<b>43,600</b>	<b>41,110</b>	<b>38,468</b>
长期投资	2,364	2,231	2,331	2,431	2,531
固定资产	32,352	32,458	29,947	27,353	24,681
无形资产	5,906	6,329	6,530	6,682	6,783
其他长期资产	3,710	4,841	4,792	4,644	4,473
<b>资产合计</b>	<b>60,330</b>	<b>62,019</b>	<b>70,466</b>	<b>66,660</b>	<b>67,521</b>
<b>流动负债</b>	<b>13,535</b>	<b>13,594</b>	<b>18,842</b>	<b>16,795</b>	<b>16,802</b>
短期借款	2,996	3,261	5,047	5,936	2,865
应付账款	4,149	4,219	4,216	4,317	4,326
其他流动负债	6,390	6,114	9,580	6,542	9,610
<b>非流动负债</b>	<b>13,017</b>	<b>15,822</b>	<b>16,929</b>	<b>12,540</b>	<b>9,976</b>
长期借款	4,632	7,023	7,894	3,622	1,000
其他长期负债	8,385	8,799	9,035	8,917	8,976
<b>负债合计</b>	<b>26,552</b>	<b>29,416</b>	<b>35,772</b>	<b>29,335</b>	<b>26,778</b>
股本	2,658	2,658	2,658	2,658	2,658
少数股东权益	1,970	1,906	1,979	2,071	2,191
归属母公司股东权益	31,809	30,697	32,715	35,254	38,552
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>60,330</b>	<b>62,019</b>	<b>70,466</b>	<b>66,660</b>	<b>67,521</b>

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	4,182	1,407	2,091	2,632	3,417
折旧摊销	3,324	3,653	3,834	4,013	4,190
营运资金变动	(977)	(970)	485	(1,067)	(25)
其他	(317)	(1,821)	708	445	150
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,211</b>	<b>2,269</b>	<b>7,118</b>	<b>6,022</b>	<b>7,733</b>
资本支出	(2,302)	(2,482)	(1,440)	(1,440)	(1,440)
投资变动	(244)	134	(100)	(100)	(100)
其他	670	(97)	222	220	221
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,876)</b>	<b>(2,445)</b>	<b>(1,318)</b>	<b>(1,320)</b>	<b>(1,319)</b>
银行借款	892	2,656	2,656	(3,382)	(5,694)
股权融资	(5,253)	(3,254)	0	0	0
其他	1,411	(377)	(479)	(890)	(258)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,950)</b>	<b>(976)</b>	<b>2,177</b>	<b>(4,271)</b>	<b>(5,952)</b>
<b>净现金流</b>	<b>1,386</b>	<b>(1,152)</b>	<b>7,977</b>	<b>430</b>	<b>461</b>

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
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	2.4	(4.9)	4.1	3.0	3.1
营业利润增长率(%)	(26.2)	(65.2)	53.2	25.9	29.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(1.4)	(51.7)	48.6	25.8	29.8
息税前利润增长率(%)	(31.6)	(60.4)	67.4	20.2	17.5
息税折旧前利润增长率(%)	(20.5)	(30.3)	25.3	11.4	10.6
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(1.4)	(51.7)	48.6	25.8	29.8
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	12.2	5.1	8.2	9.6	10.9
营业利润率(%)	13.7	5.0	7.4	9.0	11.4
毛利率(%)	26.9	20.5	23.0	24.4	25.7
归母净利润率(%)	7.7	3.9	5.6	6.9	8.6
ROE(%)	8.8	4.4	6.2	7.2	8.6
ROIC(%)	6.2	2.2	3.8	5.1	6.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
净负债权益比	0.3	0.4	0.2	0.1	0.0
流动比率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	21.6	22.7	21.2	21.2	22.5
应付账款周转率	8.9	8.3	8.5	8.7	8.8
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	1.6	1.5	1.7	1.7	1.7
管理费用率(%)	11.0	11.7	10.7	10.7	10.7
研发费用率(%)	0.3	0.3	0.6	0.6	0.6
财务费用率(%)	1.8	2.0	2.3	1.9	0.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.1	0.5	0.8	1.0	1.2
每股经营现金流(最新摊薄)	2.3	0.9	2.7	2.3	2.9
每股净资产(最新摊薄)	12.0	11.5	12.3	13.3	14.5
每股股息	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	8.1	16.9	11.3	9.0	6.9
P/B(最新摊薄)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.8	9.5	7.1	5.3	3.7
价格/现金流(倍)	3.7	10.1	3.2	3.8	3.0

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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，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