

水泥行业 2011 年下半年报告

评级：增持 维持评级

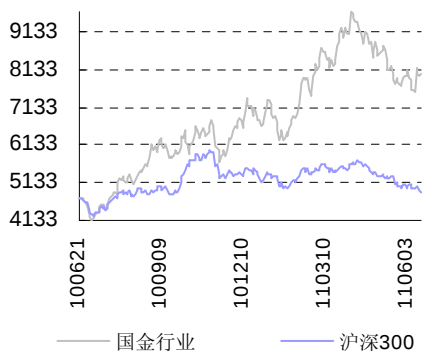
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

估值安全，行情尚未结束

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	41.13
市场优化平均市盈率	22.56
国金水泥指数	8016.84
沪深 300 指数	2892.16
上证指数	2642.82
深证成指	11409.16
中小板指数	6066.05



相关报告

1. 《数据进一步验证之前的逻辑》，2011.5.13
2. 《水泥数据将打破困局暨年报季报小结》，2011.4.25
3. 《大逻辑下水泥股仍存较大机会》，2011.4.6

行业观点

- 核心观点：目前时点我们认为对水泥股机会的判断逻辑中，宏观面比基本面更加重要，我们认为，如果宏观预期企稳放松，水泥仍有较大的投资机会，将成为拥有较大比较优势的行业，我们甚至还能看到 30%~50% 左右的绝对收益空间；如果宏观预期一直不放松，则水泥仍有相对收益的价值，因为水泥是真正靠供给逻辑经得起宏观紧缩背景下业绩能真正兑现的行业。
- 近期水泥股与大盘的一起下跌反映了对宏观面的悲观预期，但没有充分反映行业供需关系持续改善的良好预期。4 月份以来在其他原材料行业都出现阶段性问题的时候，水泥产销继续保持 20% 以上的增长，水泥价格也环比大幅提升。微观层面主要企业的经营状况呈现继续改善的良好势头，这些数据一再验证了我们之前的逻辑，即供给减法逻辑使得水泥行业具备独特的比较优势。
- 我们的研究逻辑是紧盯行业基本面和估值，即使宏观面的预期会造成估值的波动，只要行业基本面没有发生大的变化，而且估值安全，我们就坚定推荐。
- 供给减法逻辑依旧成立，而且越往后供给减法越明显，下半年比上半年更好，明年比今年更好。今年 1.3 亿吨的淘汰量超出市场的预期，水泥投资继续负增长，而需求面在水利建设和保障房的带动下也将保持稳定增长。而对于新线审批问题，可能推出的方案对市场的影响将远远小于市场预期（未来的新线放开更趋于理性）。
- 海螺 10 倍左右的 PE 已是历史估值的底部区域，很安全。这是一个历史经验值，但估值是个非常艺术化的变量，我们认为，如果引发前期估值下降的宏观预期企稳时，水泥仍是进攻性较强的板块，如果宏观预期不会企稳，水泥行业是能真正经得起宏观调控背景下业绩兑现的板块，仍有超额收益价值。

投资建议

- 我们最后再次建议投资者把握下半年水泥尚存的投资机会，推荐标的是：大水泥——海螺水泥、冀东水泥；东部中小水泥——巢东股份、福建水泥（区域涨价的趋势和公司管理逐步改善的预期或被市场低估）、江西水泥、华新水泥、金隅股份、塔牌集团等。西部水泥——祁连山、四川双马、赛马实业。对于新疆的天山股份和青松建化，则存在今年 EPS 超预期的机会。

风险提示

- 新线审批全面放开。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130511030012
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

黄诗涛 联系人
(8621)61357457
huangst@gjzq.com.cn

内容目录

自上而下与自下而上发生估值冲突	4
2 季度以来水泥量升价涨，企业盈利继续向好	4
近期水泥股的下跌反映了宏观政策面的悲观预期，并未反应行业趋势持续改善的预期	4
供给减法持续发力，景气继续向上	5
水泥投资大幅下滑	5
淘汰落后政策力度超预期	5
需求面不必悲观——水利建设、保障房护驾	5
需求面存在超预期因素——建材下乡	7
各区域景气度测算	7
新疆水泥今年盈利或超预期	8
估值已安全，超额收益机会大	8
历史估值底部，安全边际较大	8
超额收益来自于宏观面预期的改善	9
超额收益也来自于水泥基本面的相对优势	9
超额收益还来自于对水泥基本面的重新认识	10
投资策略	11

图表目录

图表 1.	全国水泥产量增速	4
图表 2.	全国水泥价格走势	4
图表 3.	某龙头企业库位水平	4
图表 4.	某龙头企业吨毛利走势	4
图表 5.	PMI、IP 增速、发电量增速下落，CPI 高企	5
图表 6.	短期利率上升	5
图表 7.	全国水泥累计投资增速	5
图表 8.	“十二五”规划 GDP 年均增长	6
图表 9.	2011 年水泥产量预测	6
图表 10.	水利管理业投资额及增速	6
图表 11.	水利管理业投资结构	6
图表 12.	房地产开发投资和新开工面积增速	7
图表 13.	保障房的水泥消耗量	7
图表 14.	分区域供需差测算	8
图表 15.	新疆 FAI 和水泥产量增速	8
图表 16.	新疆区域未来供需差测算	8
图表 17.	海螺水泥历史动态 PE 走势	9
图表 18.	海螺水泥历史动态 PB 走势	9
图表 19.	水泥及其他周期性行业比较	10
图表 20.	水泥行业周期性弱化	10
图表 21.	各省市场集中度情况(CR3)	11
图表 22.	海外水泥企业净利润率比较	11
图表 23.	海外水泥企业净资产收益率比较	11
图表 24.	重点公司估值表	12

自上而下与自下而上发生估值冲突

2 季度以来水泥量升价涨，企业盈利继续向好

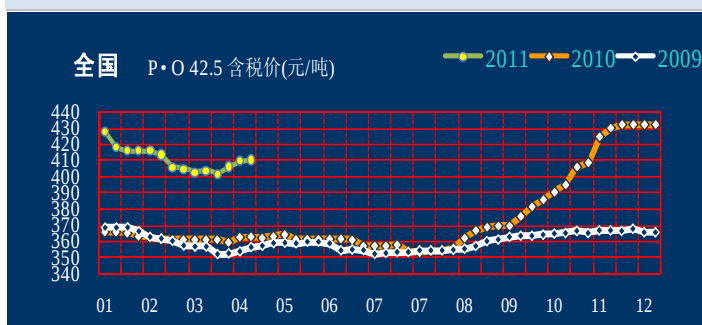
- 相比钢铁、有色等其他原材料行业的低速增长，水泥需求的旺盛显示出独特魅力。
 - 水泥行业 4 月份全国产量 18556 万吨，同比增长 22.4%，今年 1~4 月全国累计生产水泥 55459 万吨，同比增长 19.6%。
 - 4 月底全国水泥平均价格为 383 元/吨，较 3 月底上涨 15.8 元/吨，涨幅约 4.2%。5 月底全国水泥平均价格为 411 元/吨，较 4 月底上涨 15.7 元/吨，涨幅约 3.9%。

图表1. 全国水泥产量增速



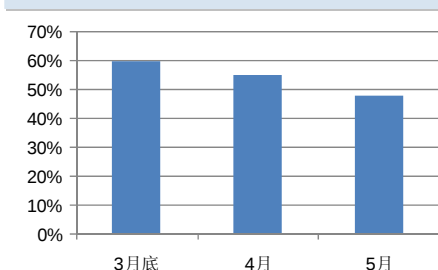
来源：数字水泥、国金证券研究所

图表2. 全国水泥价格走势



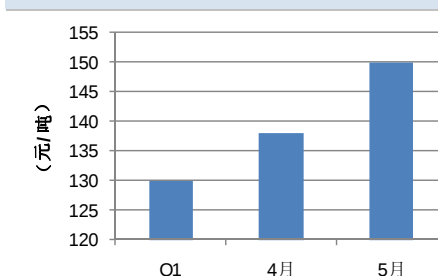
- 微观层面上，企业盈利状况继续向好，半年度业绩增速将创新高。华东某龙头企业熟料库位从 3 月底的 60% 降到 4 月的 55% 左右，再降到 5 月份的 48% 左右，5 月底其他企业的库位也低于往年 5%~10%。吨毛利从 1 季度的 130 元，上升到 4 月份的 138 元左右，5 月份已经达到 150 元左右。

图表3. 某龙头企业库位水平



来源：公开信息、国金证券研究所

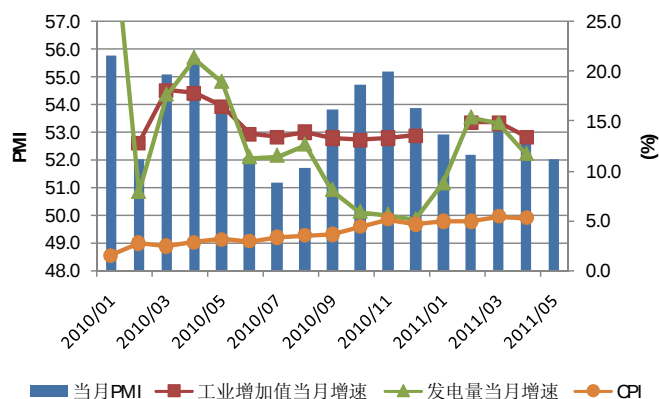
图表4. 某龙头企业吨毛利走势



近期水泥股的下跌反映了宏观政策面的悲观预期，并未反应行业趋势持续改善的预期

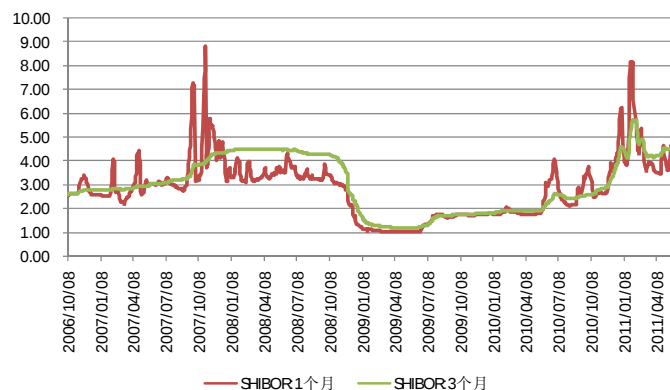
- 2 季度以来，PMI、发电量增速、工业增加值增速等经济指标下落，而 CPI 的持续高企束缚了政府放松紧缩的空间，引发大家对于未来总需求增速下滑的担忧，加上欧盟危机、日本地震事件和美国经济回升乏力，A 股整体市场的估值出现了一轮较大的下跌。传统意义上水泥被当作为周期股的一类，也出现了估值的大幅震荡，海螺甚至跌至 9 倍 PE 以下。
- 另一方面，在供需形势持续好转的背景下，水泥价格继续走高，市场上也出现了关于限价和重新放开生产线审批等顾虑，这些顾虑也压制了水泥股的估值。

图表5. PMI、IP 增速、发电量增速下落, CPI 高企



来源: 统计局、国金证券研究所

图表6. 短期利率上升



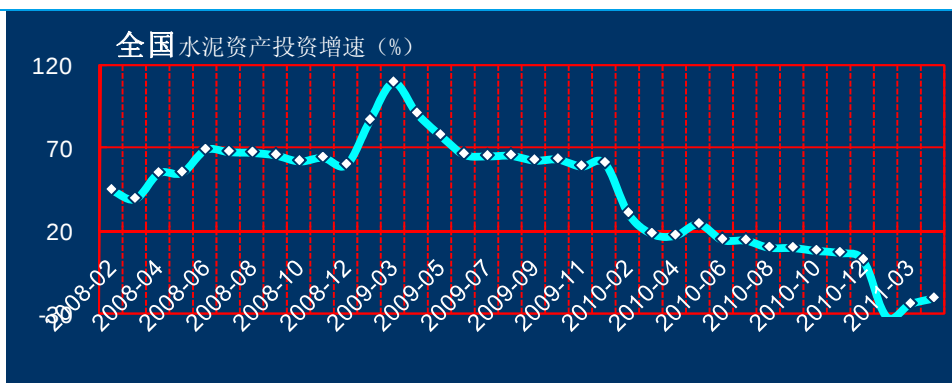
- $PRICE = PE \times EPS$, 决定水泥股走势的是该时点对未来宏观面的预期, 以及对后续供求关系预期的判断。我们认为, 以海螺 9 倍以下的 PE 和今年 4 元、明年 5 元的业绩, 目前水泥股的走势反映了大家对于宏观面的悲观预期, 并没有反映水泥基本面不断好转的预期。

供给减法持续发力, 景气继续向上

水泥投资大幅下滑

- 1~4 月水泥累计投资同比下滑 20%, 说明今明两年新投产的水泥产能将急剧减少。

图表7. 全国水泥累计投资增速



来源: 数字水泥、国金证券研究所

淘汰落后政策力度超预期

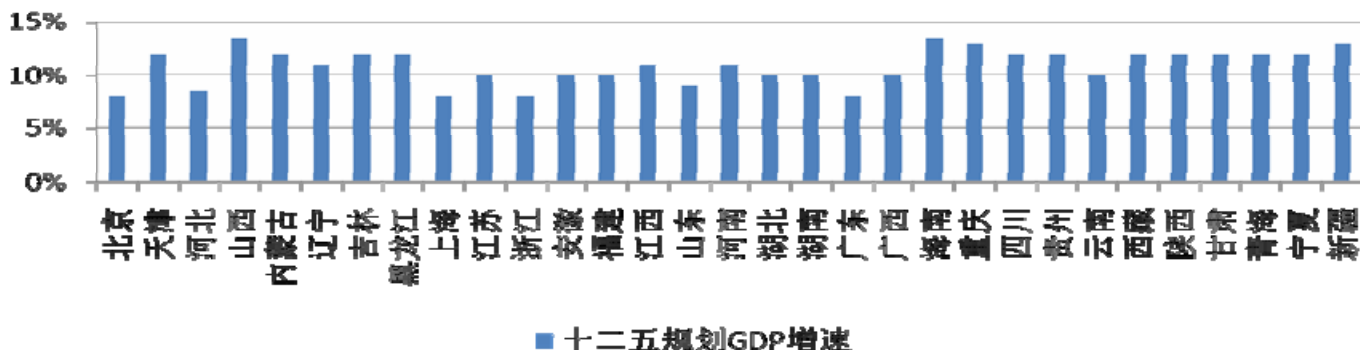
- 从 2006 年开始, 政府一直强调要坚决淘汰高耗能产业的落后产能, 水泥行业可以说是做得比较到位的。这个从过往的数据中可以得到验证 (水泥行业利润率水平连续 6 年都是提升的, 即使在金融危机的 2008 年, 原因在于淘汰力度尚可), 也能解释为什么水泥行业有如此美好的今天, 落后产能淘汰对行业整体生态环境改善做出贡献。
- 近日, 工信部分解下达了 2011 年淘汰落后产能目标任务, 要求今年淘汰落后水泥产能 1.33 亿吨, 高于此前预计的 1 亿吨。

需求面不必悲观——水利建设、保障房护驾

- 从近两年已出台和准备出台的多项国家级规划, 到目前各地方政府制定的发展规划来看, “十二五”期间的固定资产投资增速不会太差。今年又是五年规划开局之年, 固定资产投资增速大幅下滑的可能性更小。从各省比较明确的投资计划来看看, 中西部 FAI 增速较快, 比如陕西、青海、新

疆、黑龙江、贵州、海南等地的 FAI 增速都在 20% 以上；而东部稍慢，比如河北、天津、山东、江西、福建、云南等地的 FAI 增速为 15%~20%。

图表8. “十二五”规划 GDP 年均增长



来源：公开媒体，国金证券研究所

- 即使个别行业的需求状况让人心里不踏实，但总体上看，今年 FAI 增速低于 20% 的可能性较小，相应地，水泥需求增速低于 8% 的可能性较小。如我们年度策略中计算，FAI 增速为 20% 的情况下，全年产量为 20.07 亿吨，增速为 9.23%。根据前几个月的水泥产量增速来看，全年水泥产量增速可能超出预期。

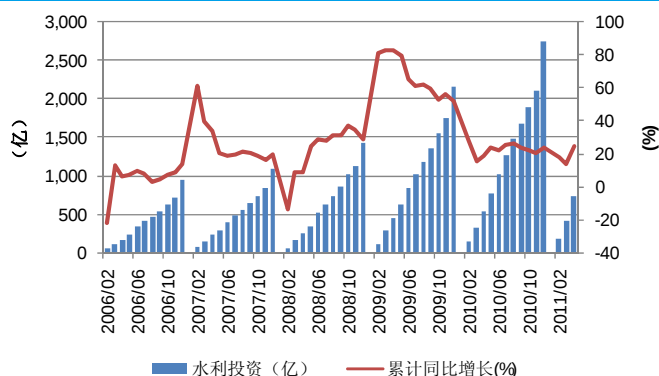
图表9. 2011 年水泥产量预测

	2008	2009	2010	2011E
水泥产量(亿吨)	13.88	16.29	18.68	20.07
增速	2.09%	17.32%	15.54%	9.23%

来源：数字水泥，国金证券研究所

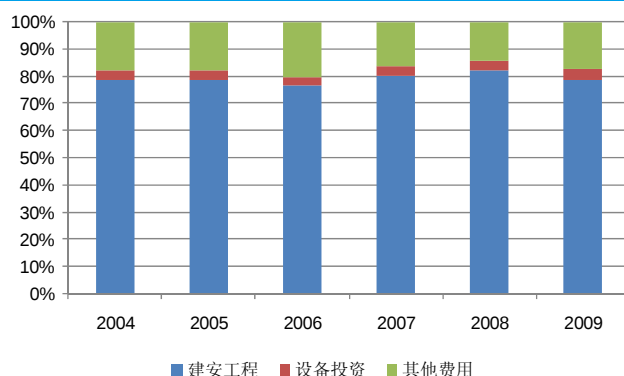
- 水利建设带来的增量也相当可观，今年长江中下游发生的旱灾和六月份即将召开的全国水利大会将进一步推动全国性的水利建设浪潮。十年 4 万亿的投入金额是“十一五”的两倍，按照每亿元消耗 2 万吨水泥来计算，每年将消耗 8000 万吨水泥，增量为 4000 万吨，占 2010 年水泥产量的 2.2%。

图表10. 水利管理业投资额及增速



来源：统计局，国金证券研究所

图表11. 水利管理业投资结构

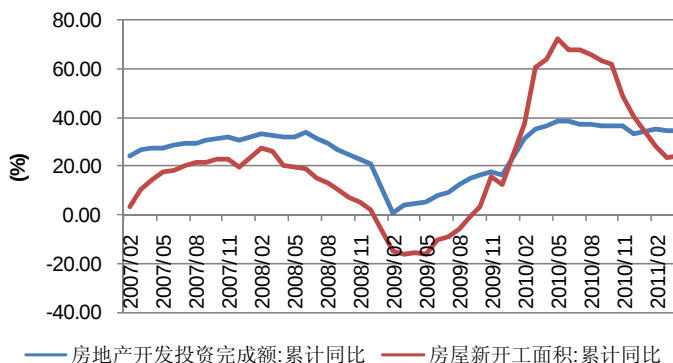


来源：统计局，国金证券研究所

- 今年水泥需求的最大不确定性来自于房地产投资。国金房地产研究小组的研究表明，在商品房新开工面积仅增长 11% 的时候，2011 年房地产投资增速仍将达 24.8%。

1000 万套保障房计划大大降低了房地产的不确定性。中央要求各地保障房在 11 月之前必须全面开工，虽然面临地方政府缺钱等种种疑虑，我们认为作为政治任务的保障房，顺利完成是大概率事件。国金房地产小组的研究表明，保障房带来的投资增量可弥补商品房投资下降 8~12%。假设每套保障房 60 平米，每平米消耗 0.2 吨水泥，1000 万套保障房带来的水泥需求量为 1.2 亿吨，增量为 4920 万吨，占 2010 年水泥产量的 2.6%。

图表12. 房地产开发投资和新开工面积增速



来源：统计局，国金证券研究所

图表13. 保障房的水泥消耗量

2010 年保障房 开工量	2011 年保障 房开工量	单套面积	单位面积水 泥使用量	水泥需求量	水泥需求增量
590 万套	1000 万套	60 平米	0.2 吨/平米	12000 万吨	4920 万吨

来源：国金证券研究所

需求面存在超预期因素——建材下乡

- 2010 年 10 月住建部启动建材下乡试点之后，2011 年 2 月住建部印发的村镇司 2011 年工作要点中要求，制定农村危房改造试点，编制农村危房改造“十二五”规划，总结建材下乡经验，扩大建材下乡试点。当下农民建房热情高涨，2007、2008 年农村人均纯收入分别增长 15.4%、15%，而农户住宅投资额分别增长了 21.3%、17.4%。
- 建材下乡对于淘汰落后、大企业市场份额的拉动将非常明显。首先，进入补贴范围的企业不能是落后产能；其次，对企业的经销网络、运送方式上都做了有利于大企业的规定，再次，补贴是由地方政府出，一旦实施，政策的落实将更加到位。

各区域景气度测算

- 为了得到更准确的新增产能结果，我们尽可能多地收集在建生产线信息。根据对落后淘汰产能的跟踪以及对相关行业协会调研，我们测算了未来每个区域大致的落后产能淘汰量。

通过计算未来每个区域的供需差，我们可以直观地了解各个区域的景气程度。2011 年净增加产能将急剧缩小，而 2012 年则将迎来产能负增长的历史性时刻。虽然我们不能精确的预计每条线的投产日期，但从在建生产线的总产能来看，已经是历史性低点了。

图表14. 分区域供需差测算

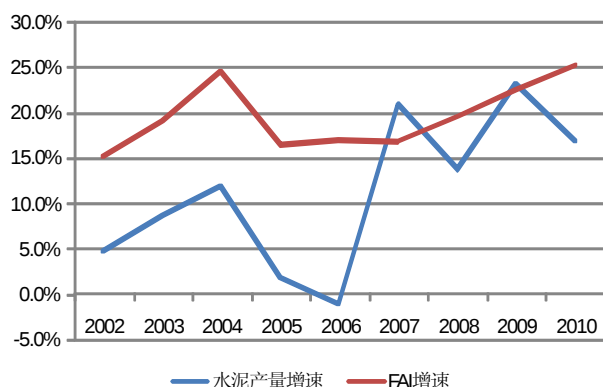
区域	2009产量	2010新增水泥产能	2010年淘汰水泥产能	2010年净增水泥产能/2009年产量	2010产量	2011年新增水泥产能	2011年淘汰水泥产能	2011年净增水泥产能/2010年产量	2012年新增水泥产能	2012年淘汰水泥产能	2012年净增水泥产能/2010年产量
全国	163,125	32984	10728	13.64%	187082	20200	13300	3.69%	7992	10000	-1.07%
华北	19,508	6359	2564	19.45%	23580	4000	4000	0.00%	1450	2191.37	-3.14%
东北	11,218	1471	917	4.94%	12580	1200	700	3.97%	300	699.96	-3.18%
华东	58,238	4135	2135	3.43%	62079	1800	1700	0.16%	1000	1630.09	-1.01%
中南	43,981	5880	2644	7.36%	49153	3500	2800	1.42%	2000	3517.22	-3.09%
西南	20,232	10504	1287	45.56%	26965	5000	3200	6.68%	1000	1058.88	-0.22%
西北	9,948	4635	1182	34.71%	12726	4700	900	29.86%	2000	902.48	8.62%

来源：数字水泥，国金证券研究所

新疆水泥今年盈利或超预期

- 全国支持新疆的背景下，新疆的水泥需求增长将保持快速增长。在新一轮的西部大开发之中，新疆在中国的战略地位进一步得到提升，2015年全区人均GDP将达到全国平均水平，2020年全面实现小康社会。据最近媒体报道，“十二五”期间新疆固定资产投资将达3.6万亿，是“十一五”期间的3倍，将主要投向交通基础设施、工业和能源领域。
- 供给面上，2009年底新疆的水泥总产能为3500万吨，2010年水泥产量仅为2362万吨。2010年新疆投产1100万产能，占10年产量的47%；根据已有批文数量和在建生产线的信息，预计2011将投产1800万吨，2012年和2011年相当。

图表15. 新疆FAI和水泥产量增速



来源：数字水泥，统计局，国金证券研究所

图表16. 新疆区域未来供需差测算

	新疆(万吨)
09年水泥产量	2,021
10年新增水泥产能	1100
10年淘汰落后产能	179
10年水泥产量增速	17%
10年供需差/09年产量	29%
11年新增水泥产能	1800
11年淘汰落后产能	200
11年水泥产量增速	20%
11年供需差/10年产量	48%
12年新增水泥产能	1800
12年淘汰落后产能	200
12年水泥产量增速	20%
12年供需差/11年产量	44%

来源：数字水泥，国金证券研究所

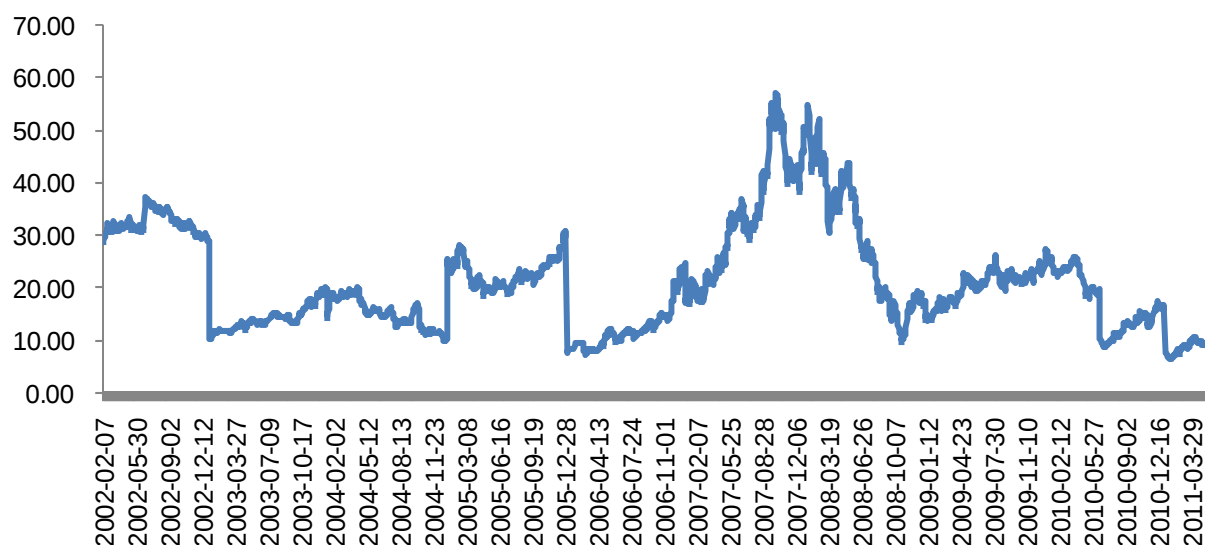
- 新疆目前的局面是供给跟随需求快速增长，短期产能没有压力，今年盈利还可能超预期，但从明年下半年开始将有产能压力，后年的压力是比较确定的。

估值已安全，超额收益机会大

历史估值底部，安全边际较大

- 以海螺水泥为例，截至5月27日收盘计算，动态PE为8.8倍。从历史动态PE来看，已经是底部区域，股价停留在10倍PE以下的时间非常短。往年该PE序列的最低点为2006年1月4日的7.9，最高点为2007年10月11日的57.3。

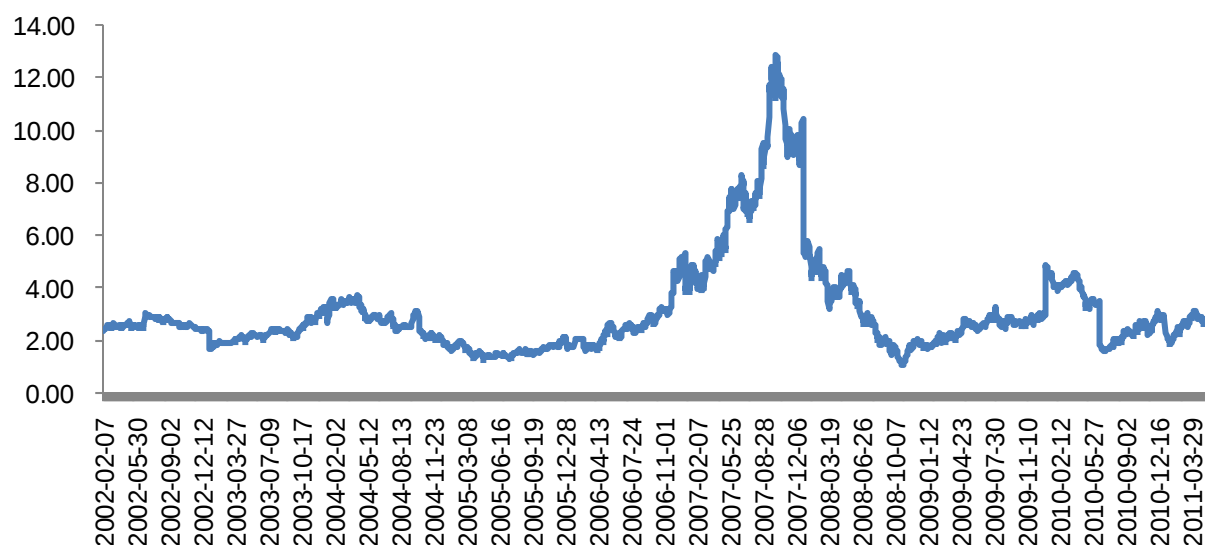
图表17.海螺水泥历史动态PE走势



来源：WIND，国金证券研究所

- 截至5月27日收盘，海螺动态PB为2.6倍，从2003年以来的数据序列来看，也是位于偏低区域。

图表18.海螺水泥历史动态PB走势



来源：WIND，国金证券研究所

超额收益来自于宏观面预期的改善

- 如果引发前期水泥估值下跌的宏观面悲观预期企稳，基础原材料之一的水泥仍具有较强的进攻性。根据国金证券宏观策略小组的判断，未来总需求将缓慢下滑，3季度触底；资金面上4季度比3季度宽松，明年比今年宽松。越往后，宏观面预期改善的概率越大。

超额收益也来自于水泥基本面的相对优势

- 相对于其他周期性行业，水泥行业基本面的低估值高增长优势显而易见，并且这种增长趋势对于需求的依赖性较低，也就是确定性较强，尤其是华东地区的水泥企业。如果未来宏观面预期不能企稳，确定性增长的水泥资产仍能获得超额收益。

图表19.水泥及其他周期性行业比较

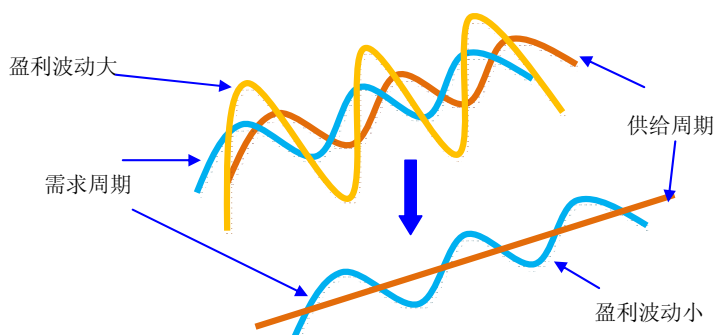
	2011净利润增速	2012净利润增速	2011动态PE	2012动态PE
钢铁	39.80%	30.72%	15.32	11.72
有色金属	65.08%	29.44%	28.21	21.33
水泥	88.87%	28.74%	12.79	9.93
机械专用设备	51.90%	31.80%	17.17	12.82
汽车整车	18.45%	19.54%	10.72	8.87
房地产	37.28%	23.97%	12.16	8.95

来源：WIND、国金证券研究所

超额收益还来自于对水泥基本面的重新认识

- 政策面预期明朗：本次新线审批重新放开会更趋理性，造成的冲击可能远远小于市场预期。
 - 放开的时点：今年不太可能放开，今年的主要任务是开展前期的调研工作，可能还会进行一些讨论。
 - 审批权利分配：审批权仍集中在国家发改委手里，不会像过去那样下放到地方。
 - 审批的原则：数量原则上是等量淘汰，而且是根据申报的淘汰规模来核定相对应的新增产能数量。区域原则是分区对待，落后产能较多的如广东、山东、云南比较可能放开，但江浙一带很可能中长期都不会放开。
- 周期特性弱化：周期行业的需求周期与供给周期的时滞性加大了供需之间的过剩或紧缺，从而导致了周期行业盈利的大幅波动。“限批新线”极大地消除了水泥的供给波动，即使未来放开审批，也是区域性、以等量淘汰的方式放开，可以说水泥行业的供给波动仍是大幅减少的。
 - 盈利波动弱化带来贝塔值的缩小，此时如果使用原来的风险回报率，必将低估资产的价值。从煤炭行业的 2008-2009 年的历史走势中我们得到了验证：2009 年整顿关停小煤矿，煤炭供给受到限制，煤炭股大幅飙升，反映了供给周期弱化之后风险回报率的降低。

图表20.水泥行业周期性弱化

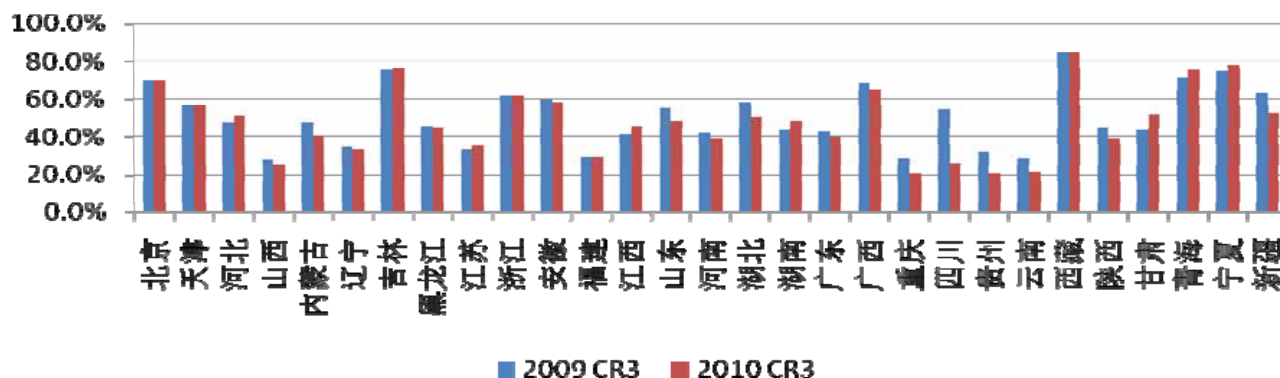


来源：国金证券研究所

- 中长期水泥盈利能力的重新认识：进入门槛、市场集中度是影响行业中长期盈利能力的重要因素。这 2 个因素都在朝着正面的方向发展，未来水泥资产的长期盈利水平或将达到一个新的高度。
 - 优质矿山资源越来越少，矿山、土地成本的不断提高，导致吨水泥投资成本较以前大幅上升。随着水泥准入条件的颁布，水泥行业进入门槛得到进一步提高。
 - 虽然在某些省份，水泥行业集中度已经达到较高的水平，比如安徽、浙江达到 60%以上，但从区域和全国范围来看，集中度仍有非常大的

提高空间。2010 年海螺水泥销量仅占全国市场的 7%；以前 20 大企业的熟料产量计算，市场份额仍小于 50%。

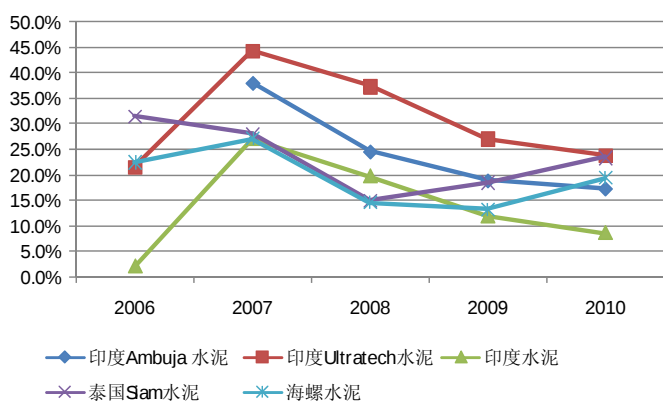
图表21. 各省市场集中度情况(CR3)



来源：数字水泥，国金证券研究所

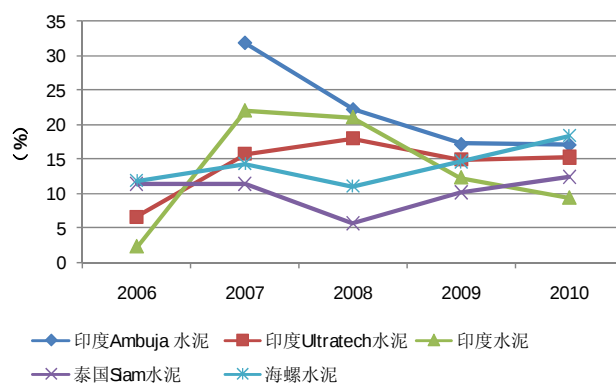
- 和印度、泰国等海外水泥企业的盈利水平相比较，中国水泥盈利的峰值和平均值仍有提高空间。

图表22. 海外水泥企业净利润率比较



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表23. 海外水泥企业净资产收益率比较



来源：Bloomberg，国金证券研究所

投资策略

- 海螺 20 倍的 PE 已是历史估值的底部区域，很安全。这是一个历史经验值，但估值是个非常艺术化的变量，我们认为，如果引发前期估值下降的宏观预期企稳时，水泥仍是进攻性较强的板块，如果宏观预期不会企稳，水泥行业是能真正经得起宏观调控背景下业绩兑现的板块，仍有超额收益价值。
- 我们认为水泥股的行情还没有结束，推荐标的是：大水泥——海螺水泥、冀东水泥；东部中小水泥——巢东股份、福建水泥（区域涨价的趋势和公司管理逐步改善的预期或被市场低估）、江西水泥、华新水泥、金隅股份、塔牌集团等。西部水泥——祁连山、四川双马、赛马实业。对于新疆的天山股份和青松建化，则存在今年 EPS 超预期的机会。

图表24. 重点公司估值表

公司	06月12日 股价	EPS			增速		PE		最新报告 期每股净 资产	最新PB	备注
		2010	2011E	2012E	(11/10)	(12/11)	2011	2012			
海螺水泥	35.10	1.750	3.600	5.000	105.71%	38.89%	9.75	7.02	10.740	3.27	
冀东水泥	21.51	1.153	1.890	2.670	63.92%	41.27%	11.38	8.06	6.66	3.23	未摊薄
巢东股份	16.58	0.270	1.800	2.400	566.67%	33.33%	9.21	6.91	2.480	6.69	
福建水泥	10.26	0.021	0.607	1.008	2750.09%	65.94%	16.90	10.18	3.300	3.11	
江西水泥	13.94	0.387	1.200	1.800	210.08%	50.00%	11.62	7.74	3.298	4.23	未摊薄
华新水泥	21.37	1.420	1.500	2.250	111.27%	50.00%	14.25	9.50	6.350	3.37	未摊薄
塔牌集团	8.44	0.770	0.750	1.000	94.81%	33.33%	11.25	8.44	3.075	2.74	未摊薄
祁连山	16.83	1.030	1.567	2.000	52.14%	27.63%	10.74	8.42	5.490	3.07	
四川双马	12.14	0.110	0.750	1.000	581.82%	33.33%	16.19	12.14	2.860	4.24	
赛马实业	31.89	2.879	3.500	4.450	21.57%	27.14%	9.11	7.17	13.250	2.41	
天山股份	35.23	1.390	2.500	3.500	79.86%	40.00%	14.09	10.07	9.343	3.77	
青松建化	22.34	0.640	0.850	1.220	32.81%	43.53%	26.28	18.31	5.060	4.42	

来源：WIND，国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室