

2012-01-15

证券研究报告
行业研究/行业动态

建筑材料

增长接近峰值

中性/维持评级

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

鲍雁辛

SAC 执业证书编号:s1000511090001

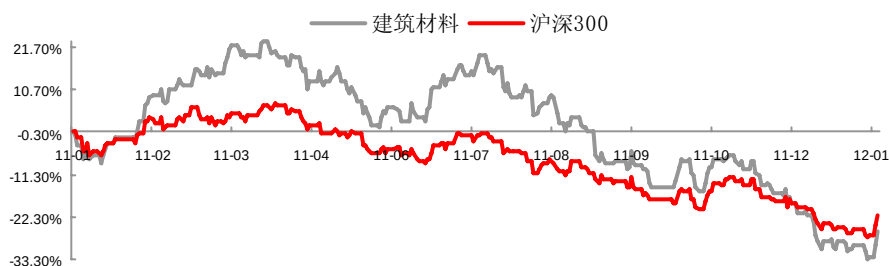
(0755)8249 2810

baoyx@mail.htlhsc.com.cn

—第二期中国水泥行业风险与前景评价研讨会会议纪要

- 近期我们参加了由中国建筑材料工业规划研究院、中国建材工业经济研究会、中国投资协会共同主办的第二期中国水泥行业风险与前景评价研讨会，研讨内容包括宏观环境、上线游行业、水泥行业长短期发展趋势等。
- 住房和城乡建设部政策研究中心：房地产调控政策预计 2012 年基本维持 2011 年的政策，再升级和加码的可能性不大。
- 国家发改委能源研究所：2012 年煤炭供需形势基本平衡，由于钢铁、水泥等高耗能产业发展进入相对平稳期，电力需求回落，煤炭需求增速可能明显下降，因此判断动力煤价格 2012 年可能会有近百元每吨的回落。
- 中国建筑材料工业规划研究院：水泥行业长期趋势向上，但短期（明后年）可能出现绝对量的回落，否则经济会出问题。预计“十二五”期间，水泥的需求量将会先回落再缓慢增长，到 2015 年需求量恢复至 22 亿吨左右。
- 中国建筑材料工业规划研究院：2011 - 2012 统计约新增熟料产能 3.18 亿吨，初步分析 2011 年末我国新型干法水泥熟料能力约为 14.7 亿吨，2012 年末将达到 15.8 - 16.2 亿吨。企业总体形势变坏（考虑含立窑和其他窑型约 5000 万吨产能，与此对应的水泥生产能力将达到 26.1 - 26.5 亿吨）。预测 2012 年全国水泥产量可达到 21.5 亿吨，增速 4 个百分点左右。
- 中国建筑材料工业规划研究院：2012 年水泥价格向下调整，西部地区底部徘徊。建材下乡对农村水泥需求的贡献非常有限，根据山东省试点情况分析，建材下乡带动的水泥消费约 300 万吨，占全省水泥消费量的 3% 左右，宁夏约占 2.5%。据分析，加快水利改革发展相关工程建设平均每年将拉动水泥消费的增量为 1500 万吨左右，相当于 2011 年全国水泥消费总量的 0.7% 左右，作用并不显著。
- 中国建筑材料工业规划研究院：预测中国水泥需求的峰值大约在 25 亿吨，就全国而言，现有（包括在建项目）生产能力也大致可以满足，但不同地区会有一定差别。

最近 52 周行业表现



目 录

宏观部分	3
中国人民银行研究局：《2012 年金融环境、货币政策导向及对水泥行业的影响》	3
中国投资协会：《2012 年中国宏观经济与固定资产投资形式预测分析》	3
上下游行业部分	3
住房和城乡建设部政策研究中心：《当前房地产政策和产业发展方向》	3
国家发改委能源研究所：《2012 年电力、煤炭等行业的发展趋势、价格变化及对水泥行业产生的影响》	4
建材行业部分	5
中国建筑材料工业规划研究院：《“十二五” 建材工业投资形势分析及发展方向》	5
中国建筑材料工业规划研究院：《国内外水泥行业发展分析》	5
国家建材工业信息中心：《2012 年全国主要区域的水泥的产能、生产、价格与需求状况分析、预测》	7
中国建筑材料工业规划研究院：《水泥企业并购重组进展及趋势展望》	8
中国建筑材料工业规划研究院：《“十二五” 我国节能环保的政策、目标实施及对水泥行业的影响》	8
风险提示	9

宏观部分

中国人民银行研究局：《2012 年金融环境、货币政策导向及对水泥行业的影响》

2012 年将推行积极的财政政策和稳健的货币政策；预计 2012 年中国 GDP 还会将近 9% 的增长，主要是地方政府投资冲动较强；通胀压力存在，主要源自经济的快速增长，劳动力成本上升；就业形势不容乐观。

中国投资协会：《2012 年中国宏观经济与固定资产投资形式预测分析》

我国 2012 年经济发展预测：

在消费方面：既有人民收入水平较大提高的影响，又有缺乏消费热点的限制，预计 2012 年会保持在 15% 左右的增长，对经济增长的贡献与 2010 年 2011 年相差不多。

在外贸进出口方面：由于我国正在对贸易结构进行调整和国际形势的发展，预计我国的进出口总额的增长可能会下降到 15% 左右，贸易顺差将继续下降，可能在 1000 亿美元左右，对经济增长的贡献与 2010 和 2011 年一样是负值。

在投资方面：由 2012 年的经济增长变化主要取决于投资增长的变化。如果 2012 年继续坚持目前的货币和房地产业调控政策，其发展趋势将继续下去，使 2011 年的投资增长下降到 15% 以下，对经济增长的贡献率比 2011 年有较大的下降。

明年一季度的增长会下降到 8.0% 左右，二季度以后会更低，全年增长将下降到 7.5% 以下。即使国家在 2012 年一季度改变对货币和房地产业的调控政策，由于经济发展的惯性，如 2008 年那样需要半年以上的时间才能逐渐见效，全年的经济增长也不会超过 8.0%。

上下游行业部分

住房和城乡建设部政策研究中心：《当前房地产政策和产业发展方向》

我国近年来的房地产调控政策分为以下几个阶段：

2004 - 2007 年的房地产调控与控制固定资产投资过热相结合，由于固定资产投资中很大是房地产投资，控制地产投资过热，为后期房价上涨埋下了伏笔（刚性需求所致）。

2008 - 2009 年的调控主要是在金融危机的背景下，拉动内需，刺激住房消费，主要是鼓励性的向上的调控政策。因此房价 08 年底回落到低点后快速上涨

2010 - 2011 年，调控政策由向上变成了向下，遏制房价过快上涨，遏制投资、投机行为。2011 年没有新的调控政策出台，但是升级和深化（加码）：首次提出房价控制在合理水平，限购加码。

未来调控将长期化、常态化

首先，调控成为长期化、常态化，过去的 8 年均如此，取消调控回归完全市场不太可能。

其次，房地产刺激性政策，见效快，抑制性政策，见效慢，抑制性政策坚持到半年至一年以上，效果才能显现；

再次，房地产价格形成具有向下的刚性（土地成本、税费、开发成本及开发商利润，大部分短期难以撼动）；

最后，与其看房地产，不如着眼宏观经济政策，房地产调控会配合宏观经济政策。

今年调控政策维持 2011 年，再升级加码可能性不大

2012 年基本维持 2011 年的政策，再升级和加码的可能性不大。

2012 年的调控目标是：住房的去投资化，由去年的遏制房价过快上涨到将房价控制在合理水平。大力发展保障性住房成为另一条主线。

短期调控的影响将逐步深化，但房地产在国民经济的支柱地位仍不会改变

2011 年非限购城市的投资增长掩盖了限购城市，住宅用地成交面积下降的同时，工业，商办用地成交量快速增长。政府土地出让金收入逐渐转向商办和工业地产，二手房成交下滑比一手房更快。

短期来看：预计调控政策对市场影响进一步深化，房地产预期继续调整。以价换量态势更加明显，成交量难以明显上升，房地产企业发展呈逐步分化特点，中小企业压力加大，房地产资金短缺和社会资金寻找投资机会并存，商业地产和三四线城市房地产投资机会和风险并存。

长期来看：房地产业的支柱地位客观存在，对经济的拉动作用未来若干年内不会改变。从长期看房价呈螺旋式、波动式上涨趋势。限制投资需求可能变为常态。房地产税是财产税，由地方征收，增加持有环节的税收，减少流通环节的税收，房产税如全面推行可能带来深远影响。

国家发改委能源研究所：《2012 年电力、煤炭等行业的发展趋势、价格变化及对水泥行业产生的影响》

2012 年煤炭供需形势基本平衡，煤炭价格趋向回落

据调查，2012 年全国煤炭产量预计同比增加 3 亿吨，全国煤炭销售量预计增加 2.8 亿吨，增幅 7.85%。在 2012 年新增销售量中，炼焦煤增加 1600 万吨，无烟煤增加 2300 万吨，动力煤增加 2.4 亿吨。

电力行业 2011、2012 年新增装机容量预计 9600 万千瓦，新增机组电煤需求 2.1 亿吨。从电煤供需情况看，总量基本平衡。

表格 1：年度煤炭产量及预测，单位：亿吨

数据来源	2007	2008	2009	2010	2011. 1-6	2011e	2012e	2013e
煤炭工业协会	25.2	27.2	30.5	34.1	17.8	37.8	39.8	42.5
国家统计局（初始）	25.2	27.5	26.9	32.4	-	35.5	38.2	40.8
国家统计局（调整）	26.9	28	29.7	-	-			

资料来源：会议资料，华泰联合证券研究所

2012 年预计电力需求增长回落到 10% 左右（可能会超预期的低），钢铁、水泥等高耗能产业发展进入相对平稳期，经济发展减速，煤炭需求可能增速明显回落，因此判断动力煤价格 2012 年可能会有 100 元/吨左右的回落。

建材行业部分

中国建筑材料工业规划研究院：《“十二五”建材工业投资形势分析及发展方向》

水泥行业长期趋势向上，短期（明、后年）可能出现绝对量的回落

长期来看，城镇化建设大趋势没变，2020 年之前处于大规模建设期。中短期来看，4 万亿刺激政策在某些领域有过度投资，短期内将逐步回归正常。就水泥需求量而言，若 2012 年不出现绝对量的下降，则 2013 年大概率会出现绝对量的下降，否则经济会出问题（过热/硬着陆），预计“十二五”期间，水泥的需求量将会先回落再缓慢增长，到 2015 年需求量恢复至 22 亿吨左右。

虽然水泥工业过去 10 年的发展中从未出现绝对量的下降，但判断短期内水泥需求的回落是 2008 年金融危机过度应对导致的结果，类似于汶川地震后的四川。

“十二五”期间功能性的新兴材料更具发展潜力

目前“有房住”的问题基本解决，下一步是品质提升，包括安全、节能、舒适、方便性方面。

建材领域，“十一五”期间水泥、玻璃、陶瓷，三大传统材料的固投比重占建材行业的投资比重下降。预计“十二五”期间水泥制造、平板玻璃、陶瓷行业的固定资产投资规模将呈继续降低趋势，深加工产品、无机非金属新材料领域的固定资产投资将继续呈增长态势。

中国建筑材料工业规划研究院：《国内外水泥行业发展分析》

近几年世界水泥产量的增加主要是靠中国拉动

2010 年中国以外地区水泥总产量约为 14.2 亿吨（中国为 18.6 亿吨）。其中：前 10 家世界最大水泥企业水泥总产量 5.8 亿吨，占中国以外世界水泥产量的 41%。

2010 年中国前 10 家水泥企业水泥总产量 4.7 亿吨，占全国水泥产量的 25.3%。

国外知名水泥企业的共性是“水泥——商混——骨料”的产业链完整

世界知名企业（Holcim、Lafarge、Heidelberg、Cemex、Italcementi、Buzzi Unicem）的共性：均有水泥，商混产业链。

2010 年，上述世界知名水泥企业的水泥销售占营业额的 50-60%，水泥平均净利率为 5-10%，人均贡献净利润 1.23 万欧元，人均实现营业收入 23 万欧元。

2010 年世界知名企业水泥总产量、销售收入和纯利润水平均低于金融危机前的 2007 年。

2012 年供需形势变坏，部分区域未来形势严峻

2010 年全国新型干法熟料产量 9.5 亿吨（产能约 12.16 亿吨），2010 年全国新增新型干法生产线 211 条，新增熟料产能 2.5 亿吨，按 2010 年新增产能均匀投放计算，全国新型干法熟料产能发挥率为 82.4%。

2011-2012 年目前统计约新增熟料产能 3.18 亿吨，初步分析 2011 年末我国新型

干法水泥熟料能力约为 14.7 亿吨，2012 年末我国新型熟料产能将达到 15.8 - 16.2 亿吨。新增产能均匀投放计算，2012 年全国新型干法熟料产能发挥率为 78%。企业总体形势变坏（考虑含立窑和其他窑型约 5000 万吨产能，与此对应的水泥生产能力将达到 26.1 - 26.5 亿吨）。

预测 2012 年全国水泥产量可达到 21.5 亿吨，增速 4 个百分点左右。随着产业结构进一步调整，预计新型干法熟料产量将达到 11.8 亿吨。

从标定的生产能力来看，近两年新型干法生产过剩危机似乎不是十分突出，但不容忽略的是：除较早建设的新型干法生产线外，我国几乎所有新型干法生产线实际生产能力均高于标定能力的 15 - 25%。由此判断 2012 年我国新型干法产能发挥率在 60 - 70%。（实际开工率）。

取 2010 年末人均熟料产能和 2012 年末人均熟料产能两个指标衡量，新疆分别为 1.06 吨和 3.26 吨，近年来的基建拉动需求尚可，远期产能将严重过剩；重庆为 1.47 吨和 2.05 吨，由于部分产品投入长江中下游的竞争，实际供给压力没如此严峻，但仍过剩较为严重。

造成部分地区产能严重过剩的主要原因是部分政府对水泥生产线建设的调控失控、多头审批：地方政府急功近利、政绩工程高于一切。同时，企业决策方面存在信息不对称的问题。

对市场价格趋势的判断：向下调整，西部地区底部徘徊

以 2010 年下半年开始拉闸限电为诱因，引发全国、首先是华东地区水泥价格的上升。并一直持续到 2011 年下半年。随之，除部分地区外，全国水泥价格又进入下降或调整阶段，西南、西北部分市场过度竞争区域仍会存在以低价血拼市场份额的情况。

水泥需求的拉动因素：建材下乡和水利建设拉动作用并不显著

2011 年我国全社会房屋建设的水泥需求量约为 11 亿吨，其中房地产建设水泥用量约 4 亿吨，农村建房约 2.5 亿吨。房地产建设和农村建房约占当年水泥需求总量的 30%。农村新建住房应该基本保持稳定。判断这两个方面对 2012 年需求贡献比例应该与 2011 年基本一致。

建材下乡对农村水泥需求的贡献非常有限，根据山东省试点情况分析，建材下乡带动的水泥消费约 300 万吨，占全省水泥消费量的 3%左右，宁夏约占 2.5%。

2011 年《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》（“一号文件”）将对拉动我国水泥需求起到一定的积极作用。据分析，加快水利改革发展相关工程建设平均每年将拉动水泥消费的增量为 1500 万吨左右。以 2011 年我国预期水泥消费量为例，用于水利基础设施建设的水泥消费量将占我国水泥消费总量的 1.5%，其中由于相关政策拉动的消费增量预期占当年水泥消费总量的 0.7%左右。作用并不显著。

水泥行业的并购带来的集中度提高的天花板较玻璃行业低

判断前 10 家企业的集中度不会超过 60%（目前约为 25%，“十二五”规划目标为 35%），同玻璃行业有很大区别（后者“十二五”规划指标为 75%）。理由：

水泥是区域性更强的产品，并且一些相对封闭的市场大企业难以进入。

控制资源的企业拥有先天的竞争优势，在资源拥有权已经瓜分完毕的区域，大企业难以企及，或者进入的代价极高；另外，一些区域性企业在所在地区得到当地政府的强力支持，大企业难以插足。

随着十二五矿产资源整合的完成，建筑砂石料在一些地区也成为相对紧缺的资源。大型建筑骨料矿山的建设作为水泥产业的延伸将为企业所重视，如果完成对混凝土搅拌站的控制，大型企业也难以进入。

我国水泥发展空间的判断

2009 年和 2010 年我国水泥熟料率（水泥中熟料量的占比）分别为 64.5%和 61.7%。2008 年美国水泥熟料率 92%、日本 87%、德国 85%、法国 83%，国外水泥中掺的混合材比例较低。依据我国水泥产品结构来换算，国外 1 吨水泥约相当于我国 1.28 吨水泥。

预测 2015 年满足消费需求所需新型干法熟料能力为 14.7 亿吨，预计 2012 年底新型干法熟料能力 15.8 亿吨。在我国水泥消费峰值（中国水泥需求的峰值大约在 25 亿吨）前后时，所需新型干法熟料生产能力约为 15-16 亿吨。就全国而言，现有生产能力也大致可以满足，但不同地区会有一定差别。

我国水泥消费达到峰值后 5 年内水泥需求水平降为峰值时的 80%左右，峰值 10 年后水泥消费可能处于一种动态平衡，一般在峰值的 60-70%左右。

国家建材工业信息中心：《2012 年全国主要区域的水泥的产能、生产、价格与需求状况分析、预测》

产能历史数据

2010 年水泥新型干法生产线新增 211 条，新增新型干法水泥熟料生产能力 2.5 亿吨，新增生产线数量和能力都是历年之最。2010 年新投产新型干法生产线中，日产 4000 吨以上生产线 121 条，生产能力占新增能力 71.7%。

2010 年全年运营新型干法生产线达到 1273 条（截止到 2010 年底我国新型干法生产线已达 1432 条）。新型干法水泥熟料生产能力 12.6 亿吨，能力利用率 83.9%，远高于立窑熟料 61.6%的利用率。

2010 年水泥粉磨企业已经达到 2073 家，年末生产能力 9.2 亿吨，产量 6.1 亿吨，占全国水泥产量 32.6%。年生产能力 60 万吨以上水泥粉磨企业 535 家，年末生产能力 5.8 亿吨，产量 3.6 亿吨，占粉磨企业产量 58.4%。

“十一五”时期累计关停立窑等落后水泥熟料生产能力 4 亿吨，累计增加新型干法生产线 723 条，熟料生产能力 7.7 亿吨，其中“十一五”时期因各种原因累计关停新型干法生产线 66 条，减少能力 2700 万吨。

目前产能压力仍较大

2011 年已投产的新型干法生产线达到 150 余条，2012 年新项目建设还将有 100 多条，到 2012 年年末我国新型干法生产线将达到 1600 多条。

据统计显示，截止到 2011 年 11 月整个水泥行业投资 1300 亿元，比去年同期下降了 12.1%。除了生产线建设以外，这部分投资还包括了企业并购、技术改造等投入。

其中：西部地区完成 572 亿元，占行业投资的 44.02%，增长率-9.9%；

中部地区完成 379 亿元，占行业 29.17%，增长率-15.0%；

东部地区完成 348 亿元，占行业 26.81%，增长率-12.6%。

混凝土与水泥制品业本年累计完成固定资产投资 1359 亿元，同比增长 46.2%；

东部地区完成 607 亿元，占行业投资 44.69%，增长率 47.2%；

中部地区完成 501 亿元，占行业 36.88%，增长率 59.0%；

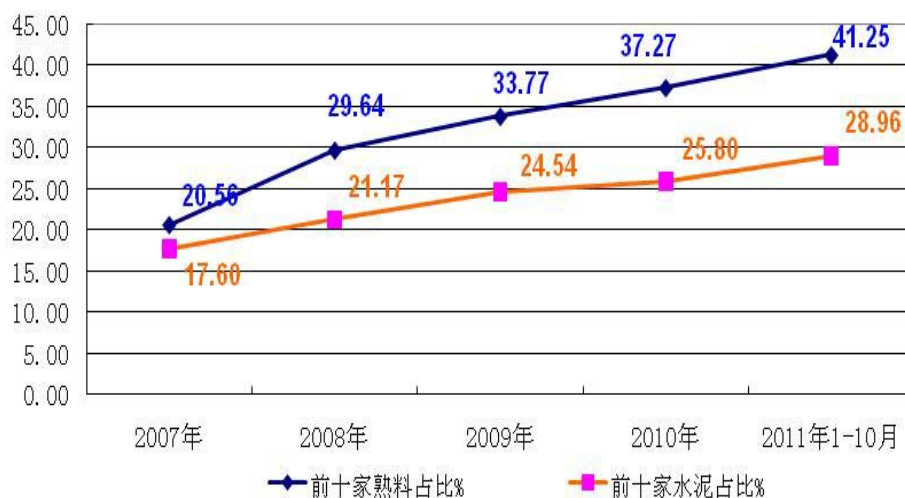
西部地区完成 251 亿元，占行业 18.44%，增长率 24.2%。

2012 年预计水泥行业新增产能约 1.48 亿吨，相比 2011 年水泥行业回落 37%。水泥行业新增产能在西南地区、西北地区、华东和华北等地区，大部分集中在上半年投产。

预计 2012 年的水泥需求增长在 5-8%之间，较 2011 年的 14-15%明显放缓。预计 2012 年的总产能约为 23-24 亿吨左右，低于以前估计的 25 亿吨。

中国建筑材料工业规划研究院：《水泥企业并购重组进展及趋势展望》 前十家水泥企业集中度

图 1： 2007-2011 前十家水泥企业集中度



资料来源：会议资料，华泰联合证券研究所

中国建筑材料工业规划研究院：《“十二五”我国节能环保的政策、目标实施及对水泥行业的影响》

建材行业“十二五”发展规划与节能减排相关的指标：

“十二五”期间，淘汰落后产能 2.5 亿吨，到 2015 年，单位工业增加值二氧化碳排放量降低 17%，氮氧化物排放总量降低 10%，二氧化硫排放总量降低 8%，协同处置生产线比例达到 10%。

三大重点工程：协同处置示范工程、淘汰落后工程、节能减排工程。

目前水泥行业二氧化碳减排的主要方式：余热发电、替代燃料、降低熟料率

纯低温余热发电技术完全利用水泥生产过程中排放的废气余热进行发电，吨熟料发电能力 35 - 40kwh，可满足水泥厂生产用电的 1/3 左右，吨水泥生产成本可降低 10 - 15 元。2010 年底全国新型干法水泥熟料生产线中半数安装了余热发电装置。

我国水泥行业在利用可燃性废弃物方面尚处于起步阶段，只有少数大企业已开展了这方面的工作，与欧洲国家平均 20% 的替代率存在很大差距。

矿渣、粉煤灰、炉底渣等工业废渣以及天然火山灰可部分替代水泥中的熟料。熟料使用量减少，将相应地减少与熟料生产相关的工艺过程排放和能源消耗产生的 CO2 排放，国家鼓励资源综合利用，并给予增值税退税。

风险提示

国内外经济形势、调控政策等宏观影响因素的转向可能令参会嘉宾的判断和实际情况出现不一致。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012 年 华泰联合证券有限责任公司