

601636.SH

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 11.00

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	(5.2)	3.3	(12.4)	5.0
相对上证综指	(9.9)	3.3	(12.4)	(6.5)

发行股数 (百万)	2,683.50
流通股 (百万)	2,683.50
总市值 (人民币 百万)	29,518.51
3个月日均交易额 (人民币 百万)	367.83
主要股东	
福建旗滨集团有限公司	25.38

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 4 月 25 日收市价为标准

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：玻璃玻纤

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

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

联系人：郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122060027

旗滨集团

玻璃去库顺畅，竣工持续性仍有待观察

公司于 4 月 25 日发布 22 年年报及 23 年一季报，22 年营收 133.1 亿元，同减 9.4%，归母净利 13.2 亿元，同减 69.0%，EPS0.49 元，同减 69.5%。23Q1 营收 31.3 亿元，同增 2.2%，归母净利 1.1 亿元，同减 78.4%。进入 23Q2 玻璃去库顺畅，年内竣工需求或有修复，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **23Q1 成本压力延续，利润承压。**2022 年实现营收 133.1 亿元，同减 9.4%，归母净利 13.2 亿元，同减 69.0%，EPS0.49 元，同减 69.5%。22Q4 营收 34.7 亿元，同减 10.3%，归母净利 0.7 亿元，同减 87.9%。23Q1 营收 31.3 亿元，同增 2.2%，归母净利 1.1 亿元，同减 78.4%。
- **供给收缩，需求好转，提价去库。**供给方面，根据国家统计局数据，23Q1 平板玻璃累计产量 2.3 亿重箱，同减 8.0%，由于经历了 22Q3 以来的持续亏损，行业利润普遍修复之前，年内供及或仍维持较低水平。需求方面，去库提价之下市场信心恢复，短期去库涨价逻辑难以证伪，但后续竣工增长的持续性仍有待观察。
- **优化生产管理，推进战略规划，发展动能充足。**优化管理，降本增效。公司以生产稳定和工艺提升为抓手，推进产品能效提升，实现降本增效，根据公司社会责任报告，22 年熔炉热效率较 21 年下降 24kcal/kg.G，电耗下降 2.1kwh/t.G。**推进战略规划，加快规模发展。**公司在产、在建、筹建光伏产线共 10 条，产能达日熔量 11,800t/d，电子玻璃二期、药用玻璃二期、深加工基地扩产亦在有序推进中，**随着公司产品矩阵逐渐丰富，有望通过规模扩张加快发展。**此外，公司积极推进人才战略，抓好人才培养和梯队建设，持续优化人才结构，为未来发展奠基。

估值

- 考虑 23Q1 需求未见明显改善，部分下调盈利预测，预计 2023-2025 年，公司营收分别为 169.6、228.3、284.6 亿元；归母净利润分别为 20.7、29.1、38.3 亿元；EPS 为 0.77、1.08、1.43 元，维持公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 产能投放不及预期，原材料价格上涨，地产竣工不及预期。

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)	14,573	13,313	16,958	22,828	28,457
增长率(%)	51.1	(8.6)	27.4	34.6	24.7
EBITDA(人民币 百万)	5,902	2,402	3,694	4,989	6,334
归母净利润(人民币 百万)	4,234	1,317	2,068	2,908	3,830
增长率(%)	133.4	(68.9)	57.1	40.6	31.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.58	0.49	0.77	1.08	1.43
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.83	1.19	
调整幅度(%)			(7.23)	(9.24)	
市盈率(倍)	7.0	22.4	14.3	10.1	7.7
市净率(倍)	2.2	2.3	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA(倍)	7.7	15.8	8.5	6.1	4.3
每股股息 (人民币)	0.8	0.3	0.4	0.6	0.7
股息率(%)	4.7	2.2	3.6	5.0	6.6

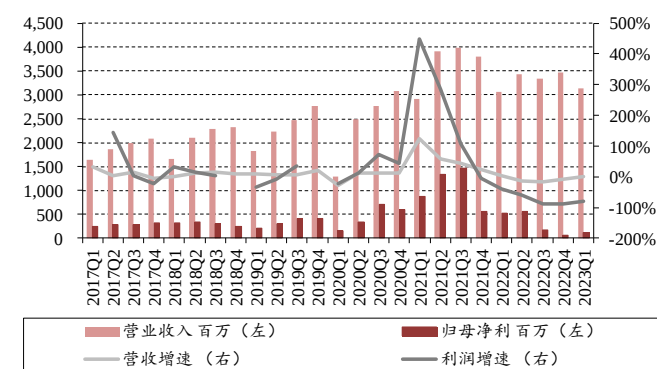
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、成本压力延续，利润降幅较大

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年实现营收 133.1 亿元，同减 9.4%，归母净利润 13.2 亿元，同减 69.0%，EPS0.49 元，同减 69.5%。22Q4 营收 34.7 亿元，同减 10.3%，归母净利 0.7 亿元，同减 87.9%。需求低迷、成本高企共同导致公司利润承压。现金流方面，2022 年公司经营活动现金流量净额为 5.7 亿元，同减 88.8%，Q4 经营活动现金流量净额为 3.6 亿元，同减 68.5%。

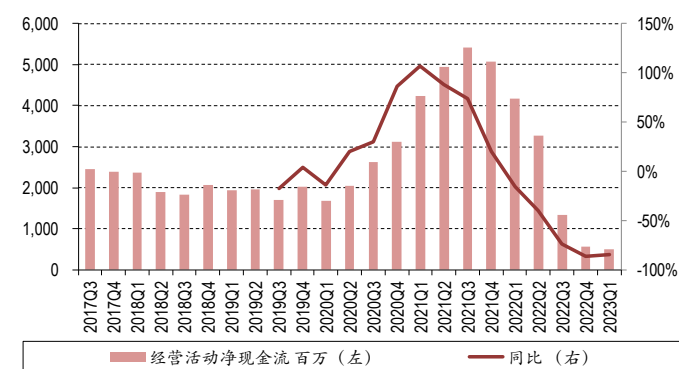
23Q1 营收 31.3 亿元，同增 2.2%，归母净利 1.1 亿元，同减 78.4%。Q1 受春节淡季影响需求疲弱，加之成本压力延续，增收不增利。2023Q1 公司经营活动现金流量净流出 1.0 亿元，流出规模同比扩大。

图表 1. 22Q4 营收利润同减，23Q1 增收不增利



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. ttm 口径下经营活动现金净流量降幅较大

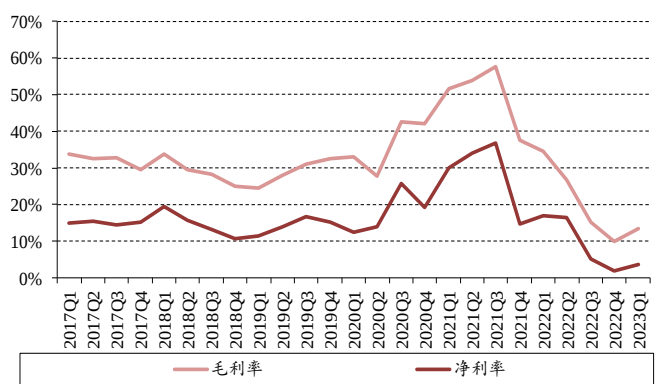


资料来源：公司公告，中银证券

2022 年毛利率、净利率下降，费用率下降：2022 年公司综合毛利率 21.2%，同减 29.0pct，净利率 10.0%，同减 19.0pct；Q4 毛利率 9.8%，同减 27.7pct，环比下降 5.4pct，净利率 2.0%，同减 12.9pct，环比下降 3.3pct。2022 年公司四项费用率 10.1%，同减 5.2pct；Q4 四项费用率 9.0%，同减 6.4pct，环比持平，全年销售费用率同增，管理、财务、研发费用率同降。

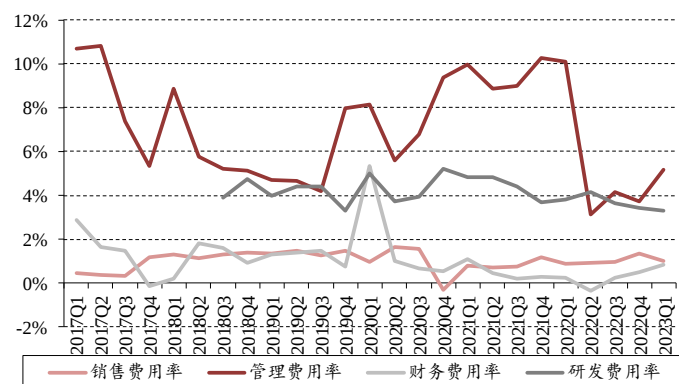
2023Q1 毛利率、净利率环比回升：2023Q1 公司毛利率 13.4%，同减 20.1pct，环比上升 3.6pct，净利率 3.6%，同减 13.4pct，环比上升 1.7pct。23Q1 成本高位，但现改善趋势，毛利率、净利率均环比回升。Q1 四项费用率 10.3%，同减 4.7pct，环比上升 1.3%。

图表 3. 22Q4 毛利率、净利率同环比下降，23Q1 毛利率、净利率均环比回升



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 23Q1 销售、财务费用率同增，管理、研发费用率同减



资料来源：公司公告，中银证券

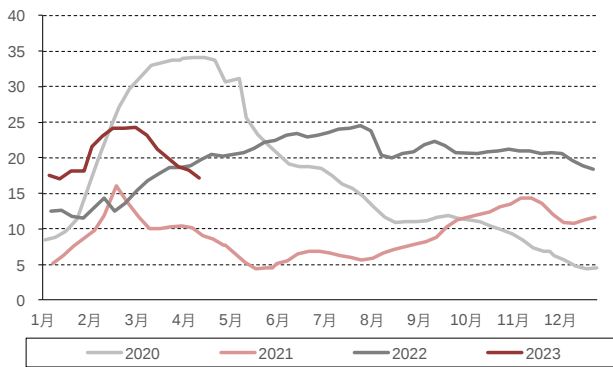
二、供给收缩，需求好转，提价去库

23Q1 玻璃行业表现出供给收缩，需求好转，提价去库的趋势。

供给方面，根据国家统计局数据，23Q1 平板玻璃累计产量 2.3 亿重箱，同减 8.0%，我们根据卓创资讯、隆众资讯数据测算，截至 2023 年 4 月 24 日，22 年以来浮法玻璃产能净减少日熔量 11,620 吨。虽然 23Q1 玻璃价格企稳上行，但利润改善并不明显，由于 22Q3 以来的持续亏损，促使行业内中小企业冷修停产，总体供给收缩。进入 4 月份，原片厂积极提价，成本端亦现改善，但对于中小企业而言，由于利润改善不明显，现阶段复产仍存观望，在价格出现大涨，行业利润普遍修复之前，年内供及或仍维持较低水平。

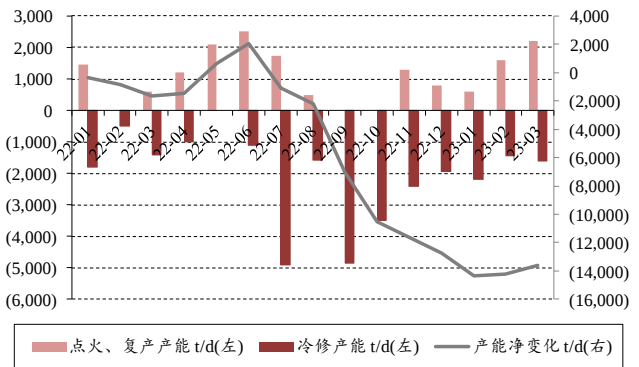
需求方面，3 月初玻璃库存达峰后快速下降，截至 4 月 20 日，库存绝对值降至 5,000 万重箱左右，对应库存天数 17 天，库存整体回落到正常水平，目前时点看，中游加工厂、贸易商积极提货，市场信心恢复下短期去库涨价逻辑难以证伪，但后续竣工增长的持续性仍有待观察，由保交楼、积压工程、地产商季节性冲量带来的竣工增长动能有限。

图表 5. 玻璃库存天数于 3 月初达峰后快速下降（单位：天）



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 6. 23Q1 行业产能净减少日熔量 850t/d

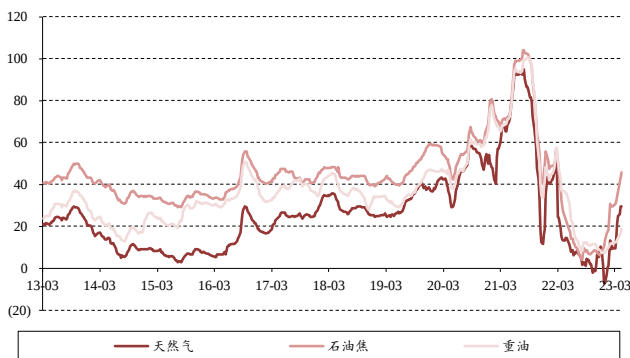


资料来源：卓创资讯，隆众资讯，中银证券

三、成本压力改善，行业利润好转

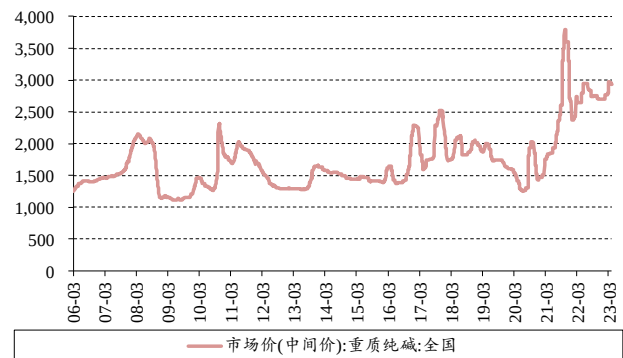
22 年公司浮法玻璃箱 23 年 3 月以来，随着纯碱价格企稳，燃料价格下跌，行业成本压力有所改善，开春后国内多数地区逐渐开工，3、4 月份进入玻璃销售的传统小阳春旺季，行业去库顺畅，涨价持续落实，利润空间有所修复。根据我们测算，目前三种燃料产线的纯碱+燃料成本价差逐渐恢复至 2013 年以来的平均水平。

图表 7. 目前三种燃料产线成本价差恢复至 13 年以来历史平均水平附近（单位：元/重箱）



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券测算

图表 8. 23Q1 纯碱价格企稳



资料来源：万得，中银证券

四、优化生产管理，推进战略规划，发展动能充足

优化管理，降本增效。在行业利润承压的情况下，公司以生产稳定和工艺提升为抓手，推进产品能效提升，实现降本增效，根据公司社会责任报告，22 年熔炉热效率较 21 年下降 24kcal/kg.G，电耗下降 2.1kwh/t.G。

推进战略规划，加快规模发展。公司在产、在建、筹建光伏产线共 10 条，产能达日容量 11,800t/d，电子玻璃二期、药用玻璃二期、深加工基地扩产亦在有序推进中，随着公司产品矩阵逐渐丰富，有望通过规模扩张加快发展。此外，公司积极推进人才战略，抓好人才培养和梯队建设，持续优化人才结构，为未来发展奠基。

五、风险提示

产能投放不及预期，原材料价格上涨，地产竣工不及预期。

图表 9. 2022Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q4	2022Q4	同比增长(%)
营业收入	3,806.13	3,473.92	(8.73)
营业税及附加	41.22	36.27	(12.00)
净营业收入	3,764.91	3,437.65	(8.69)
营业成本	2,376.79	3,133.07	31.82
销售费用	45.37	46.98	3.56
管理费用	530.38	247.76	(53.29)
财务费用	11.33	17.68	56.01
资产减值损失	(92.55)	(38.17)	58.76
营业利润	727.00	(19.63)	(102.70)
营业外收入	2.12	5.58	162.69
营业外支出	4.51	1.14	(74.69)
利润总额	724.62	(15.19)	(102.10)
所得税	160.81	(83.13)	(151.69)
少数股东损益	(5.67)	(0.21)	96.32
归属母公司股东净利润	569.49	68.15	(88.03)
扣除非经常性损益的净利润	555.58	44.94	(91.91)
每股收益(元)	0.21	0.03	(85.71)
扣非后每股收益(元)	0.21	0.02	(90.48)
毛利率(%)	37.55	9.81	减少 27.74 个百分点
净利率(%)	14.81	1.96	减少 12.86 个百分点
销售费用率(%)	1.19	1.35	增加 0.16 个百分点
管理费用率(%)	10.25	3.71	减少 6.55 个百分点
研发费用率(%)	3.68	3.43	减少 0.25 个百分点
财务费用率(%)	0.30	0.51	增加 0.21 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 2022 年业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021A	2022A	同比增长(%)
营业收入	14,624.57	13,312.68	(8.97)
营业税及附加	176.50	135.86	(23.03)
净营业收入	14,448.07	13,176.82	(8.80)
营业成本	7,285.81	10,487.82	43.95
销售费用	124.99	137.22	9.79
管理费用	1,387.88	683.63	(50.74)
财务费用	69.33	20.78	(70.03)
资产减值损失	(102.16)	(66.43)	34.97
营业利润	4,931.39	1,420.59	(71.19)
营业外收入	3.95	17.43	341.34
营业外支出	5.99	2.84	(52.51)
利润总额	4,929.36	1,435.18	(70.88)
所得税	694.32	111.01	(84.01)
少数股东损益	(12.10)	7.44	161.45
归属母公司股东净利润	4,247.14	1,316.74	(69.00)
扣除非经常性损益的净利润	4,151.65	1,192.39	(71.28)
每股收益(元)	1.58	0.49	(68.99)
扣非后每股收益(元)	1.55	0.44	(71.61)
毛利率(%)	50.18	21.22	减少 28.96 个百分点
净利率(%)	28.96	9.95	减少 19.01 个百分点
销售费用率(%)	0.85	1.03	增加 0.18 个百分点
管理费用率(%)	9.49	5.14	减少 4.35 个百分点
研发费用率(%)	4.42	3.75	减少 0.67 个百分点
财务费用率(%)	0.47	0.16	减少 0.32 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 2023Q1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q1	2023Q1	同比增长(%)
营业收入	3,062.97	3,130.75	2.21
营业税及附加	32.26	32.42	0.49
净营业收入	3,030.70	3,098.33	2.23
营业成本	2,009.07	2,710.80	34.93
销售费用	26.64	30.94	16.16
管理费用	426.03	265.34	(37.72)
财务费用	7.57	26.26	246.63
资产减值损失	(8.03)	(0.43)	94.58
营业利润	604.08	121.36	(79.91)
营业外收入	1.59	2.88	81.46
营业外支出	0.83	1.81	119.08
利润总额	604.84	122.43	(79.76)
所得税	83.31	9.49	(88.61)
少数股东损益	(0.49)	0.30	160.97
归属母公司股东净利润	522.02	112.64	(78.42)
扣除非经常性损益的净利润	483.49	64.66	(86.63)
每股收益(元)	0.19	0.04	(78.95)
扣非后每股收益(元)	0.18	0.02	(88.89)
毛利率(%)	34.41	13.41	减少 20.99 个百分点
净利率(%)	17.03	3.61	减少 13.42 个百分点
销售费用率(%)	0.87	0.99	增加 0.12 个百分点
管理费用率(%)	10.11	5.16	减少 4.95 个百分点
研发费用率(%)	3.80	3.31	减少 0.49 个百分点
财务费用率(%)	0.25	0.84	增加 0.59 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	14,573	13,313	16,958	22,828	28,457
营业收入	14,573	13,313	16,958	22,828	28,457
营业成本	7,252	10,488	12,467	16,531	20,396
营业税金及附加	177	136	220	297	370
销售费用	125	137	203	342	427
管理费用	1,388	684	848	1,141	1,423
研发费用	647	500	848	1,141	1,423
财务费用	69	21	77	128	115
其他收益	102	130	130	140	140
资产减值损失	(94)	(44)	(40)	(40)	(40)
信用减值损失	(8)	(22)	(10)	(10)	(10)
资产处置收益	(4)	3	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	7	5	5	5
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,914	1,421	2,374	3,337	4,394
营业外收入	4	17	9	10	12
营业外支出	6	3	5	5	4
利润总额	4,912	1,435	2,377	3,343	4,402
所得税	690	111	309	435	572
净利润	4,221	1,324	2,068	2,908	3,830
少数股东损益	(12)	7	0	0	0
归母净利润	4,234	1,317	2,068	2,908	3,830
EBITDA	5,902	2,402	3,694	4,989	6,334
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.58	0.49	0.77	1.08	1.43

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
流动资产	8,599	7,721	8,347	11,740	12,899
货币资金	4,434	3,326	4,237	5,704	7,111
应收账款	251	796	146	869	80
应收票据	49	292	142	99	186
存货	1,966	1,959	2,543	3,426	3,939
预付账款	255	217	337	397	509
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,645	1,132	941	1,244	1,074
非流动资产	12,349	16,713	16,469	17,509	17,942
长期投资	41	48	48	48	48
固定资产	8,413	9,977	10,864	11,635	12,192
无形资产	1,420	1,789	1,778	1,731	1,684
其他长期资产	2,475	4,898	3,779	4,095	4,018
资产合计	20,948	24,434	24,816	29,249	30,841
流动负债	4,529	5,764	8,213	11,679	11,590
短期借款	495	1,058	2,364	3,886	2,651
应付账款	1,556	1,837	2,196	3,152	3,447
其他流动负债	2,478	2,869	3,652	4,641	5,492
非流动负债	2,915	5,745	2,664	2,204	2,006
长期借款	1,026	3,668	681	174	0
其他长期负债	1,889	2,077	1,983	2,030	2,006
负债合计	7,444	11,509	10,877	13,883	13,597
股本	2,686	2,683	2,683	2,683	2,683
少数股东权益	158	327	327	327	327
归属母公司股东权益	13,346	12,598	13,613	15,039	16,918
负债和股东权益合计	20,948	24,434	24,816	29,249	30,841

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	4,221	1,324	2,068	2,908	3,830
折旧摊销	1,020	1,100	1,373	1,664	1,965
营运资金变动	558	(616)	1,547	(41)	1,423
其他	(726)	(1,241)	446	(57)	207
经营活动现金流	5,073	568	5,434	4,474	7,425
资本支出	(1,446)	(4,180)	(1,536)	(2,500)	(2,500)
投资变动	(539)	813	0	0	0
其他	24	482	0	0	0
投资活动现金流	(1,961)	(2,885)	(1,536)	(2,500)	(2,500)
银行借款	(241)	3,205	(1,681)	1,015	(1,408)
股权融资	(284)	(2,413)	(1,054)	(1,482)	(1,951)
其他	932	329	(252)	(40)	(158)
筹资活动现金流	407	1,121	(2,987)	(507)	(3,518)
净现金流	3,520	(1,196)	911	1,467	1,407

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
成长能力					
营业收入增长率(%)	51.1	(8.6)	27.4	34.6	24.7
营业利润增长率(%)	136.3	(71.1)	67.1	40.6	31.7
归属于母公司净利润增长率(%)	133.4	(68.9)	57.1	40.6	31.7
息税前利润增长率(%)	133.7	(73.3)	78.3	43.3	31.4
息税折旧前利润增长率(%)	91.9	(59.3)	53.8	35.1	27.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	133.4	(68.9)	57.1	40.6	31.7
获利能力					
息税前利润率(%)	33.5	9.8	13.7	14.6	15.4
营业利润率(%)	33.7	10.7	14.0	14.6	15.4
毛利率(%)	50.2	21.2	26.5	27.6	28.3
归母净利润率(%)	29.1	9.9	12.2	12.7	13.5
ROE(%)	31.7	10.5	15.2	19.3	22.6
ROIC(%)	31.7	5.9	12.7	17.7	25.0
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4
净负债权益比	(0.1)	0.2	0.0	0.0	(0.2)
流动比率	1.9	1.3	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	74.6	25.4	36.0	45.0	60.0
应付账款周转率	11.5	7.8	8.4	8.5	8.6
费用率					
销售费用率(%)	0.9	1.0	1.2	1.5	1.5
管理费用率(%)	9.5	5.1	5.0	5.0	5.0
研发费用率(%)	4.4	3.8	5.0	5.0	5.0
财务费用率(%)	0.5	0.2	0.5	0.6	0.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.6	0.5	0.8	1.1	1.4
每股经营现金流(最新摊薄)	1.9	0.2	2.0	1.7	2.8
每股净资产(最新摊薄)	5.0	4.7	5.1	5.6	6.3
每股股息	0.8	0.3	0.4	0.6	0.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	7.0	22.4	14.3	10.1	7.7
P/B(最新摊薄)	2.2	2.3	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	7.7	15.8	8.5	6.1	4.3
价格/现金流(倍)	5.8	52.0	5.4	6.6	4.0

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