



买入

32% ↑

目标价格: 人民币 5.99

601636.CH

价格: 人民币 4.55

目标价格基础: 13倍17年市盈率

板块评级: 未有评级

旗滨集团

浮法稳中有升, 深加工增厚未来利润

目前浮法玻璃市场由于玻璃产业生产线复产投入大的特性和玻璃行业4年价格低位的环境, 使供给扩张速度较慢, 结合成本短期扩张概率不大, 玻璃价格有望高位稳中有升。公司作为国内产能第一的浮法龙头, 收益最多。此外公司积极拓展深加工玻璃业务与海外市场, 为未来发展提供了新的契机。我们给予该股买入的首次评级, 目标价格5.99元。

支撑评级的要点

- **行业层面供需改善促使浮法价格稳中有升。**玻璃行业多年价格低位, 产能开工率处于低点。现行政策对于产能的限制, 现有盈利水平不足吸引大量玻璃产线新增或复产, 供给端无重大扩张可能; 需求来看, 长期城市化进程远未终结, 城市圈建设带来的更多需求。短期公司所在区域, 房建市场的先行指标昭示公司目标市场有望迎来反弹, 预期未来3年浮法玻璃价格大概率稳中有升。
- **深加工与海外业务拓展将成为公司新的增长驱动力。**深加工涵盖增长空间大且扩张便利的节能玻璃与利润率较高的光伏玻璃, 目前公告生产线预期达产后, 将每年为公司带来不少于2.81亿利润。而在海外市场方面, 公司在马来西亚投资生产线, 市场盈利能力更强, 有望成为公司新的增长点。
- **成本控制业内领先, 三项费用率稳步下降。**公司长期在成本控制方面长期处于行业领先水平。2016年遣散大量闲置劳力, 股权激励费用逐年降低, 预期管理费用率稳步下降。虽然未来三年资本开支有所上升, 但是经营现金流大幅改善, 促使举债减少带来财务费用率下降。结合未来玻璃价格稳中有升, 预期公司未来3年国内浮法玻璃板块盈利能力逐步增强。
- **吸收业内优秀人才, 股权激励促成共同利益。**借助业界变动, 公司引入大量玻璃前领军企业优秀管理与技术人员, 在强化自身技术的同时借助这批优秀人才进军深加工玻璃产业。同时, 2次股权激励提振员工士气, 捆绑员工与公司利益。

评级面临的主要风险

- 世界经济复苏不及预期, 玻璃市场新增产能大幅超预期。

估值

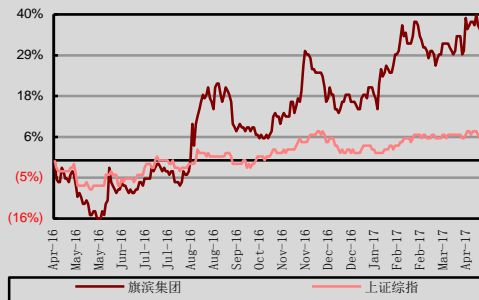
- 我们预计公司2017-2019年利润为12.0、14.5、17.5亿元, 对应每股收益分别为0.46元、0.56元及0.67元。公司作为浮法龙头企业, 浮法稳中有升最大受益者, 给予13倍市盈率, 目标价5.99元, 给予**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	5,169	6,961	7,827	9,173	10,294
变动(%)	39	35	12	17	12
净利润(人民币 百万)	171	834	1,199	1,452	1,750
全面摊薄每股收益(人民币)	0.068	0.320	0.460	0.557	0.672
变动(%)	(74.2)	371.9	43.8	21.0	20.5
市场预期每股收益(人民币)			0.354	0.430	0.510
全面摊薄市盈率(倍)	67.1	14.2	9.9	8.2	6.8
价格/每股现金流量(倍)	13.6	7.2	5.5	4.8	4.5
每股现金流量(人民币)	0.34	0.64	0.82	0.95	1.01
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.6	7.1	6.9	5.4	4.3
每股股息(人民币)	0.040	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15.2	1.8	7.1	33.9
相对新华富时A50指数	13.3	3.1	4.4	28.5

发行股数(百万)	2,605
流通股(%)	95
流通股市值(人民币 百万)	11,246
3个月日均交易额(人民币 百万)	185
净负债比率(%) (2017E)	40
主要股东(%)	
福建旗滨集团有限公司	34

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年4月18日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 玻璃制造

王钦*

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100003

*朱超彦为本报告重要贡献者

目录

公司简介：浮法龙头，逐步走向深加工	5
公司发展历程：一步一个脚印，执着进取的玻璃龙头	5
主要业务：浮法为主，努力向深加工迈进	5
行业层面：供需改善，价格稳中有升	8
4年玻璃价格低位促使部分产线停产乃至退出	8
利润低下，政策抑制，新进入与大复工可能性较低	9
城市化进程继续与未来特大城市圈形成长远需求	14
公司目标市场位置优越，指标昭示短期需求反弹在即	16
旗滨集团供需基本平衡，预期未来每重箱价格稳中有升	17
公司增长：深加工与海外并进成为新增长点	18
马来西亚生产线投产，市场盈利空间广大	18
绿色城市时代，节能玻璃前景广阔	19
光伏玻璃，利润空间较大，增厚公司盈利能力	19
公司管理：吸收优秀人才，激励确保动力	20
财务分析：成本控制得当，三费率有望下降	21
公司成本控制处于业内领先水平	21
纯碱市场涨价动力不足，供给增长预期燃料涨价较难	21
减员增效，股权激励费用逐年递减，管理费用逐步降低	22
公司战略发生转变，经营现金流改善带动财务费用减少	23
盈利预测与估值	24
研究报告中所提及的有关上市公司	26

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.旗滨集团发展历程.....	5
图表 2.旗滨集团主营构成.....	5
图表 3.我国平板玻璃市场主要企业产能.....	6
图表 4. 旗滨集团各省份生产线分布	6
图表 5. 旗滨集团各省份产能占比.....	6
图表 6. 旗滨集团在建深加工玻璃生产线一览.....	7
图表 7. 中国企业在马来西亚年新签合同额	7
图表 8. 习主席与马来西亚首相纳吉	7
图表 9. 全国浮法玻璃产能.....	8
图表 10. 平板玻璃制造业平均 ROE.....	8
图表 11. 2009-2016 年新增生产线.....	8
图表 12. 全国浮法玻璃总生产线与在产线对比.....	9
图表 13. 全国浮法玻璃扣除无法复工后真实开工率	9
图表 14. 旗滨集团与市场 ROE 对比.....	10
图表 15. 我国浮法玻璃停产生产线占比.....	11
图表 16. 玻璃期货结算价格.....	11
图表 17. 玻璃市场信心指数.....	12
图表 18. 2016 年下半年浮法玻璃生产线变动情况.....	13
图表 19. 2017 年 1-4 月浮法玻璃生产线变动情况	13
图表 20. 历年平板玻璃新增生产线数	14
图表 21. 联合国中美城市化程度 1990-2014	14
图表 22. 中国 500w 以上人口城市排名对数与人口规模对数	15
图表 23. 中国古代城市人口分布	15
图表 24. 东京卫星图片.....	16
图表 25. 江浙沪广东新开工面积同比增长.....	16
图表 26. 江浙沪广东购置土地面积同比增长	16
图表 27. 旗滨集团 2014-2019 预期每重量箱价格.....	17
图表 28. 旗滨集团马来西亚生产线一览.....	18
图表 29. IMF 预测马来西亚 GDP 增长	18
图表 30. “十三五” 时期建筑节能和绿色建筑主要发展指标.....	19

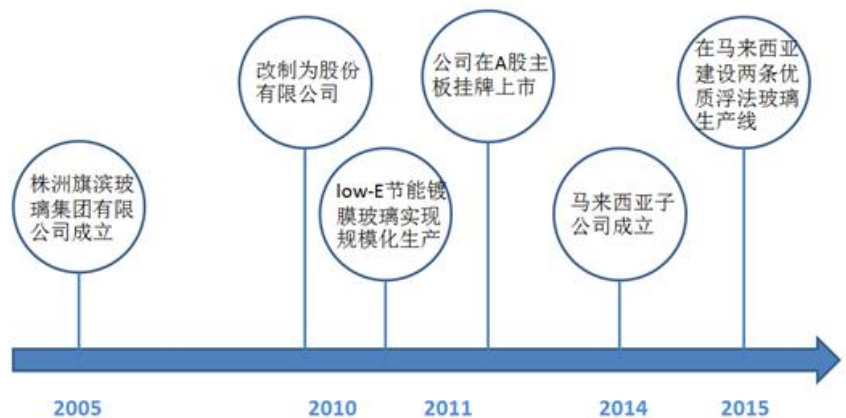
图表 31. 公司预期 3 条节能玻璃生产线净利率.....	19
图表 32. 旗滨集团股权激励概况:	20
图表 33. 旗滨集团与其他平板玻璃平均重量箱成本对比.....	21
图表 34. 纯碱历史价格.....	21
图表 35. 布伦特石油价格	22
图表 36. 旗滨集团 2015,2016 细分管理费用对比.....	22
图表 37. 公司重大在建工程.....	23
图表 38. 旗滨集团预期 2017-2019 经营性线	23
图表 39. 旗滨集团盈利预测	24
损益表(人民币百万)	25
资产负债表(人民币百万).....	25
现金流量表(人民币百万).....	25
主要比率 (%).....	25

公司简介：浮法龙头，逐步走向深加工

公司发展历程：一步一个脚印，执着进取的玻璃龙头

公司成立并开始运作于 2005 年，现在已是国内浮法玻璃最大的生产企业，且近年来积极开拓海外市场。业务上，公司在稳固浮法玻璃这一核心主业的同时，延伸产业链至深加工领域，不断打造新的核心业务。

图表 1. 旗滨集团发展历程

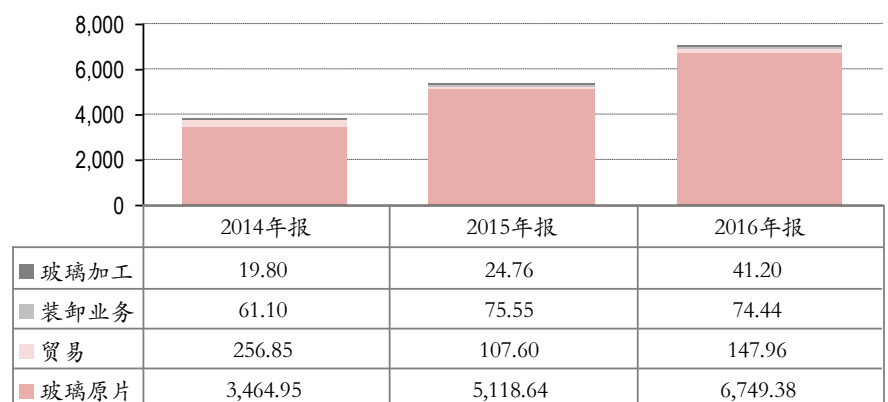


资料来源：公司官网，中银证券整理

主要业务：浮法为主，努力向深加工迈进

公司目前主营业务为浮法玻璃的生产和销售，其它收入来源还包括玻璃加工、装卸劳务等。公司玻璃原片业务占比约 97%，预期影响公司收入的主要因素为玻璃原片的销量以及市场价格。

图表 2. 旗滨集团主营构成

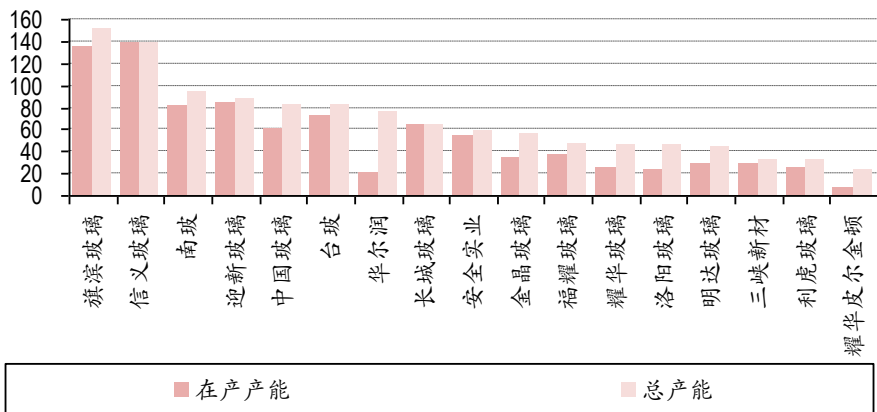


资料来源：万得，中银证券

浮法玻璃：产能第一的国内龙头

截止到2017年1季度，目前公司国内浮法玻璃生产线23条，产能15,200 t/d，满产年产量1.09亿重箱，为全国第一，在生产线21条，冷修生产线2条，分别为漳州1线和长兴1线，合计产能1,700 t/d。

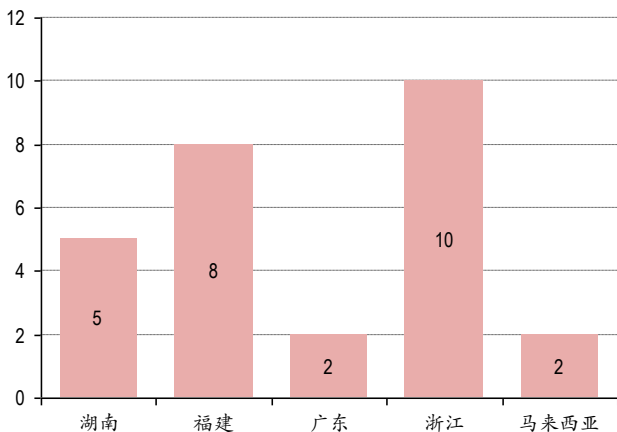
图表3.我国平板玻璃市场主要企业产能



资料来源：国家统计局，中银证券整理

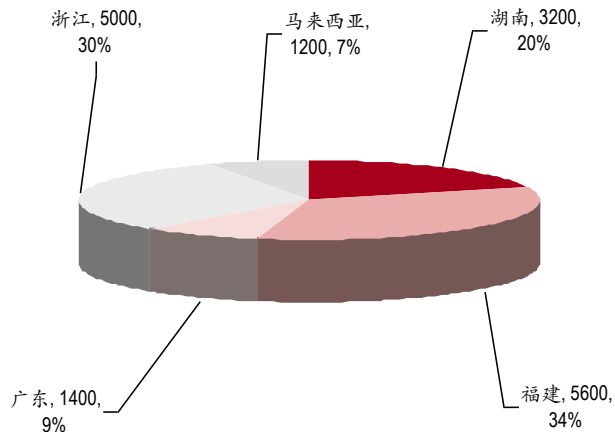
生产线分布在4个省份：湖南、福建、浙江、广东，满产年产量1.1亿重箱，具体产能分布如下，考虑到玻璃这一建材的运输半径，旗滨集团的主要客户集中在中国华南华东的沿海区域（江浙沪与广东省）。

图表4.旗滨集团各省份生产线分布



资料来源：公司官网

图表5.旗滨集团各省份产能占比



资料来源：公司官网

深加工玻璃：接手业内优秀团队，未来远大

公司在2016年公告了5条深加工玻璃生产线，意味着公司通过利用行业内变动机会，成功引进行业内优秀技术和管理人才，并借此成功进入深加工市场。

图表 6. 旗滨集团在建深加工玻璃生产线一览

生产线	地点
LOW-E 镀膜生产线	广东省惠州
700t/d 光电材料	湖南省郴州
1000t/d 光伏封装材料生产线	湖南省郴州
节能玻璃	浙江省绍兴
节能玻璃	马来西亚

资料来源：公司公告，中银证券整理

根据目前公司公告的生产线来看，公司深加工玻璃板块主要涉及的细分领域包含了节能玻璃与光伏玻璃。

节能玻璃方面，随着我国的经济的发展，可持续化的绿色发展已经成为城市下一步扩张的重点，随着我国政策支持下的推进，节能玻璃将逐渐成为主流建筑玻璃，需求端有保障。

而光伏玻璃板块，在我国目前能源问题较为严峻结合我国现有的能源政策与环境污染问题，将是我国能源产业的重点发展方向，一样存在较为广阔的市场空间。

积极拓展海外市场，东南亚发展潜力十足

公司与今年3-4月期间，马来西亚2条生产线分别成功投产。由于“一带一路”战略的影响，中国企业在马来西亚获取了大量的工程承包项目，使得玻璃需求上升。马来西亚首相纳吉自2014年以来3次访华，未未来中马间合作产生了更大的空间，预期中国建筑企业在马来西亚会进一步增长，从而使得以公司为代表的企业获取更大的市场空间。

图表 7. 中国企业在马来西亚年新签合同额


资料来源：公司官网

图表 8. 习主席与马来西亚首相纳吉


资料来源：公司官网

同时，考虑到海外玻璃市场较中国玻璃市场竞争激烈程度较低，海外市场毛利率有望超过国内市场，海外业务的开展对于提升公司整体盈利能力起到正面影响。

行业层面：供需改善，价格稳中有升

4 年玻璃价格低位促使部分产线停产乃至退出

产能非理性扩张致使行业盈利能力低位

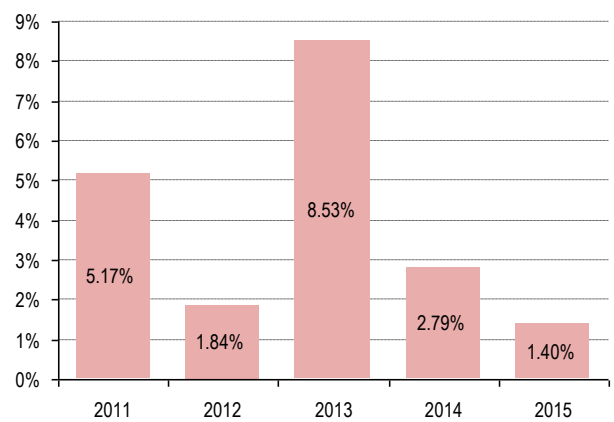
由于 2009 年兴起的 4 万亿投资带动，我国浮法玻璃行业自 2010 年开始有一个较为明显的产能扩张，然而由于中国房地产建设增长的速度低于产能扩张速度，导致市场过度竞争，在房建速度下滑后，玻璃行业的 ROE 逐年下滑，2012、2014 与 2015 年更是出现全行业平均 ROE 低于存款基准利率的情况。

图表 9. 全国浮法玻璃产能



资料来源：公司官网

图表 10. 平板玻璃制造业平均 ROE

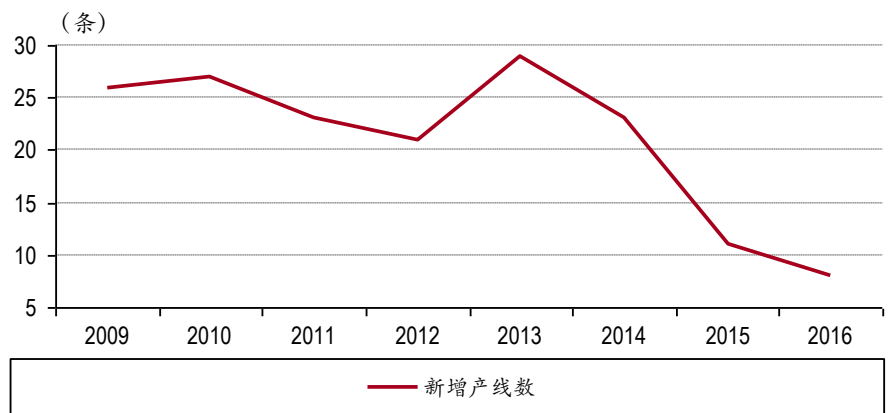


资料来源：公司官网

持续亏损，玻璃行业开工率逐渐下滑

新增产线方面，由于浮法玻璃生产线长期的投资回报率低于银行定期存款利率，使得新进入市场的浮法玻璃生产线逐年下滑。

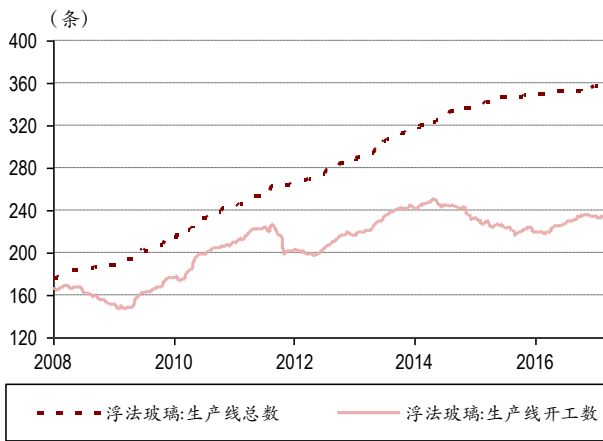
图表 11. 2009-2016 年新增生产线



资料来源：万得，中银证券整理

而存量生产线方面，由于行业平均投资回报很低，使得大量的生产线亏损运营，从而导致不少窑主选择停窑，从而使得在产产线的产能利用率逐渐降低。

图表 12. 全国浮法玻璃总生产线与在产线对比



资料来源: 公司官网

图表 13. 全国浮法玻璃扣除无法复工后真实开工率



资料来源: 公司官网

基于此, 预期玻璃企业在 2012-2015 年间盈利水平低下, 单线企业缺乏必要的资金储备复工, 而多线企业由于停产经验对于盲目复工呈谨慎态度。

利润低下, 政策抑制, 新进入与大复工可能性较低

新增产能, 国家定义玻璃为限制性行业, 银行资金获取困难

根据 2013 年国务院发布的国发〔2013〕41 号《关于化解严重产能过剩矛盾的指导意见》, 其中将平板玻璃正式定性为产能过剩行业。

基于此, 国务院在 2016 年 5 月 18 日发布的《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》中明文指出:

“在 2020 年底前, 严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目; 2017 年底前, 暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料、平板玻璃产能置换。”

根据文件, 预期 2020 年前, 市场上大概率不会出现新审批的平板玻璃项目, 而对于已审批未动工项目, 银行贷款上也会受到限制。

既存产能, 协会牵头, 电价涨价, 强化去产能

2017 年 2 月, 中国建筑玻璃与工业玻璃协会拟定了《平板玻璃建立产业结构调整专项基金方案》, 已递交有关部门审核。

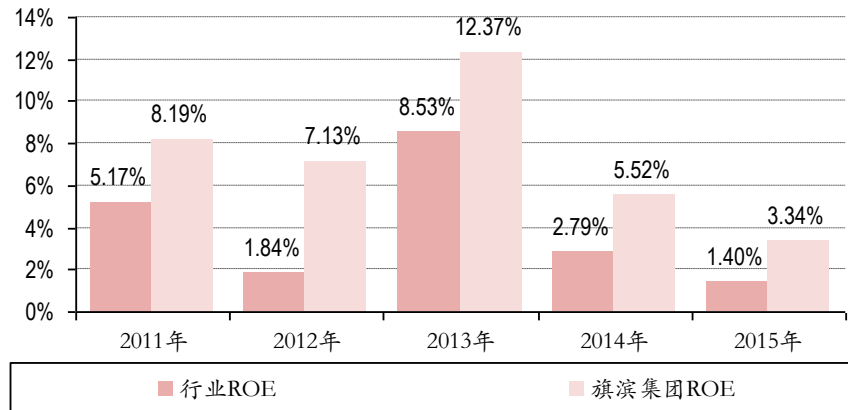
《方案》中提出: “根据浮法玻璃生产企业用电量, 按每 kWh 电量加价征收筹措结构调整专项资金。征收标准如下: 浮法玻璃生产线按每度电 (含余热发电自用) 加价不低于 0.052 元, 连续征收 5 年; 或按每度电加价 0.26 元, 集中在 1 年内征收。“十三五”至少筹集资金 20 亿元, 资金将主要用于过剩产能退出企业的职工转岗、安置补偿和生产线拆除等相关支出”。

这一方案将有助于市场化去产能, 成本较高的玻璃生产线成本劣势被进一步扩大, 而退出收益将增长, 退出市场动力增强。

ROE 依然过低，结合缺乏必要资金获取手段，市场外缺乏新进入动力

虽然得益于 2016 年下半年的玻璃价格上升，市场较 2014、2015 年的低谷，盈利能力有所上升，但是，远未恢复到 2013 年乃至 2011 年的高度，根据业内龙头旗滨集团的每重箱盈利推算出目前市场上平均一重箱净利约为 5-6 元。

图表 14. 旗滨集团与市场 ROE 对比



资料来源：万得，公司公告

基于此，计算得出，一条 500t/d 的生产线的年化净利约为 1,650 万人民币。

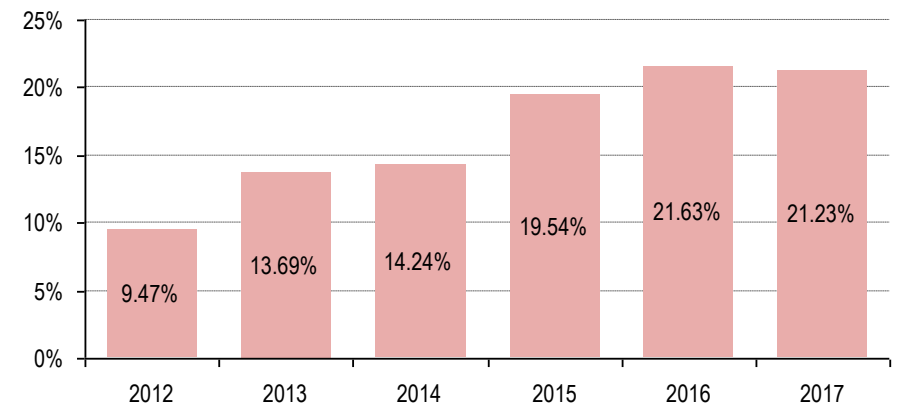
同时基于上市公司年报，一条 500t/d 的平均建设成本在 3 亿元左右（具体根据地点与设备存在差别），推算获得年投资回报率约为 5.5%，在国家限制银行对玻璃行业进行贷款的背景下，将低于新进入市场厂商的资金成本，故现有形式下，很难预期市场会有较多的新进入者。

玻璃复工成本较高，现有产线复工投资回收期过长，预期复工产线较少

基于市场上新投入生产线数量会较少，在国家不会大量新批准新项目与产能置换的背景下，目前主要的供给扩张压力来自于旧有产线的复产压力。

截至到 2017 年 4 月 14 日，我国国内浮法玻璃生产线总计 358 条，其中 234 条在产，76 条停产，48 条已不具备复产条件，停产线数超过 20%。为 2012 年以来新高。

图表 15. 我国浮法玻璃停产生线占比



资料来源: 万得, 中银证券整理

考虑到 2016 年下半年至今玻璃价格已经呈现阶段性高位, 但是停产线数变动不大, 有理由预期市场对于复产的热情不高。

图表 16. 玻璃期货结算价格

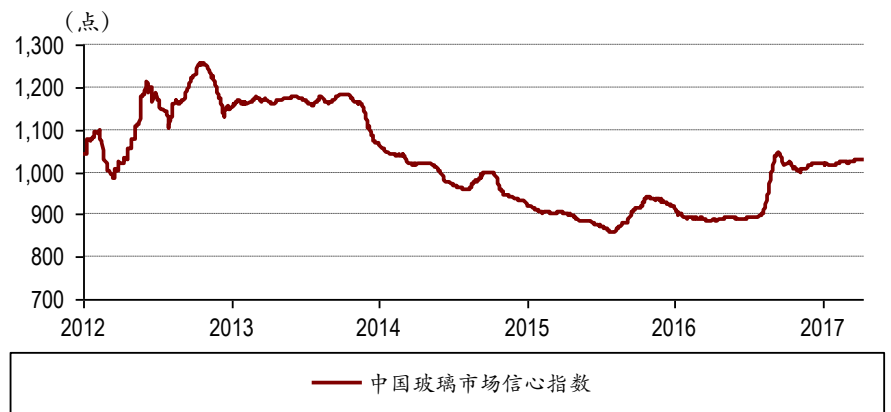


资料来源: 郑州商品交易所

预期目前市场的复产热情不高的主要原因应该包括 2 点,

1. 市场对于玻璃价格能否维持存在一个负面预期, 而该负面预期又成为玻璃市场供给不再增加的主要原因, 使得玻璃价格能够维持。根据玻璃市场信心指数来看, 虽然价格的上涨使得厂商的信心有所恢复, 但是远没有达到 2012、2013 年的水平, 说明市场一致预期对于投入玻璃市场仍为谨慎态度。

图表 17. 玻璃市场信心指数



资料来源: 万得

2. 国家推行的“十三五规划”使得复产成本加大, 基于 2016 年 11 月国务院发布的《国务院关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知》中: “平板玻璃行业推进“煤改气”、“煤改电”, 禁止掺烧高硫石油焦等劣质原料, 未使用清洁能源的浮法玻璃生产线全部实施烟气脱硫, 浮法玻璃生产线全部实施烟气高效除尘、脱硝”, 这一要求不仅仅提高了玻璃生产线的运营成本, 同时也迫使停产的(大多为生产效率低下的)的生产线在复产技改时加入环保技改, 使得一条 500t/d 的平板玻璃生产线复产成本从原有的 3,000-5,000 万元上升至 6,000-9,000 万元。再加上玻璃生产线的日常运营开销, 生产线复产需要投入的资金约为 0.9-1.3 亿元。

而前文已经测算, 在现有价格下, 一条 500t/d 年净利润约为 1,650 万人民币, 预期收回成本周期为 5-8 年, 同时, 由于国家对于平板玻璃行业“产能过剩”的定性, 使得银行基本不会批复资金用于复产, 使得资金只能自筹, 而玻璃企业在 2016 年上半年之前盈利能力十分糟糕, 资金压力使得企业进一步减少了复产的意愿。

年内供给扩张速度有限, 与城市化演进需求基本同步持平

而根据 2016 年下半年到 2017 年生产线新增, 复产, 冷修情况, 认为验证了上文关于具备复产条件的生产线与有审批资格的新增生产线大部分已经在玻璃价格高点的 2016 年下半年先后投入市场, 2017 年的价格不足以吸引大量新产能进入市场这一观点, 目前 2017 年至今产线数量变动为净减 1 条, 预测全年新增在产产线数量不超过 15 条。

图表 18. 2016 年下半年浮法玻璃生产线变动情况

冷修	广东玉峰玻璃集团有限公司 700 吨浮法一线
	山西利虎玻璃（集团）有限公司（交城）500 吨一线
	广西南宁浮法玻璃有限责任公司 350 吨浮法一线
复产	广东玉峰玻璃集团有限公司 700 吨浮法二线
	本溪玉晶玻璃有限公司 800 吨一线
	河北南玻玻璃有限公司 900 吨二线
	安徽凤阳玻璃有限公司 600 吨二线
	唐山蓝欣玻璃有限公司 500 吨二线
	广东八达玻璃有限公司 600 吨一线。
	天津中玻北方新材料股份有限公司 700 吨一线
	山东巨润建材有限公司 700 吨二线
	河南省中联玻璃有限责任公司 700 吨浮法三线
	威海蓝星股份有限公司 450 吨浮法四线
新投	河北沙河金仓玻璃有限公司 600 吨浮法一线
	芜湖信义玻璃有限公司国内 1000 吨浮法线
	云南省曲靖市陆良县云腾建材有限公司 600 吨浮法线
	河北石家庄玉晶玻璃有限公司 600 吨二线
	河北南玻玻璃有限公司 600 吨一窑二线
	山东金晶科技股份有限公司 600 吨六线
	河北德金玻璃有限公司 900 吨七线
	河北南玻玻璃有限公司一窑二线
山东巨润建材有限公司 二线	

资料来源：卓创，中银证券整理

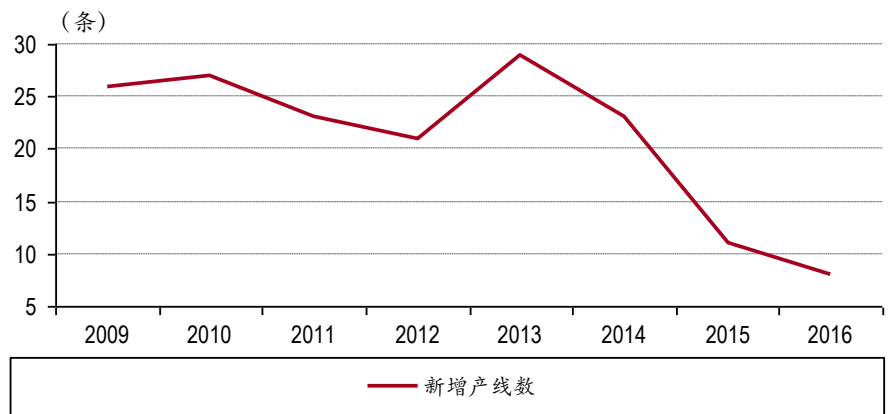
图表 19. 2017 年 1-4 月浮法玻璃生产线变动情况

冷修	漳州旗滨玻璃有限公司 900t/d 浮法玻璃一线
	浙江旗滨玻璃有限公司长兴基地 800 吨浮法一线
	陕西彩虹电子玻璃有限公司二号 250T/D 超白压线
	江苏德力特种玻璃南通有限公司 300T 一窑二线
	山东巨润建材有限公司 700 吨浮法四线
	江西萍乡浮法玻璃厂 650 吨白玻二线
复产	河北安全玻璃有限公司 700 吨安全五线
	山东巨润建材有限公司 700 吨浮法四线
	成都南玻玻璃有限公司日熔量 500 吨浮法一线
新增	湖北瀚煜建材科技有限公司日熔量 700 吨浮法一线
	宁夏石嘴山金晶科技有限公司 650 吨一线
	贵州省黔西南州贵耀材料科技有限公司一期 500 吨浮法一线
	云南云翔玻璃有限公司 700 吨浮法玻璃生产线

资料来源：卓创，中银证券整理

同时基于生产线从 5-8 年后进入冷修周期这一客观规律，认为在 2017-2019 年间，2010-2013 投放的大量生产线先后进入冷修，使得停产生产线达到一个高位水平。预期供给端扩张有限。同时，随着国家政策导向去产能的强化，旧有低效率产能有望退出市场的速度增加，使得未来三年的浮法玻璃市场的供给增长维持在一个较低速率。

图表 20. 历年平板玻璃新增生产线数



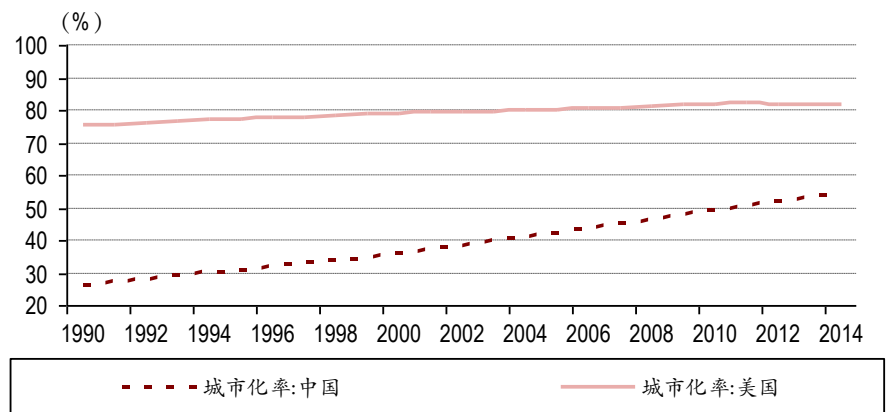
资料来源: 万得

城市化进程继续与未来特大城市圈形成长远需求

城市化进程完成将一半, 未来城市化之路继续前行

需求方面, 平板玻璃的未来需求与建设息息相关, 进一步讲, 和城市化水平息息相关, 根据目前中国的城市化以及和国土面积类似的美国进行对比, 中国仍有 25% 以上的增长空间, 意味着 1990 年以来的我国目前的城市化进程将完成一半, 未来城市化需求仍会成为主要动力。

图表 21. 联合国中美城市化程度 1990-2014



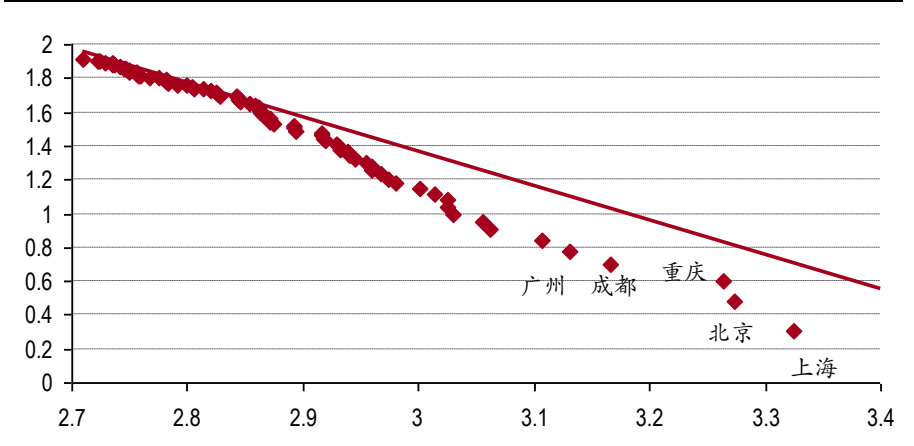
资料来源: 联合国

齐夫定律昭示中国城市圈强烈需求

齐夫定律是由哈佛大学的语言学家乔治·金斯利·齐夫 (George Kingsley Zipf) 于 1949 年发表的实验定律。它可以表述为: 在自然语言的语料库里, 一个单词出现的频率与它在频率表里的排名成反比。所以, 频率最高的单词出现的频率大约是出现频率第二位的单词的 2 倍, 而出现频率第二位的单词则是出现频率第四位的单词的 2 倍。这个定律被作为任何与幂定律概率分布有关的事物的参考。

基于 Xavier 在他的论文《Zipf's Law for Cities: An Explanation》中所提及的，在条件相同下，单纯考虑所有城市人口都以一个同分布的随机速度增长，那么最后的城市人口就会符合齐夫法则。基于此，得出一个城市的人口排名和该城市的人口总数的成绩应该等于一个固定值，那么，各个城市人口排名的对数就应当与人口规模的对数成严格的线性负相关关系。

图表 22. 中国 500w 以上人口城市排名对数与人口规模对数



资料来源：各地方统计局

但是如图所示，中国超大城市先后都偏离这一直线。说明我国的大城市人口与其他都市人口增长速度并不是同分布的。为了考虑分布不同的直接理由，考虑《Urbanization in History: A Process of Dynamic Interactions》中关于中国古代城市的研究，发现在 1900 年前中国城市仍是符合这一规律的，说明和中国文化与历史无关。

图表 23. 中国古代城市人口分布

Table 4.3 Number of cities by size category^a

Number of inhabitants	1825		1875		1840s						
	East Japan	West Japan	East Japan	West Japan	North China	North-west China	East-central China	Central China	South-east China	South-west China	All of China
10,000-19,999	20	19	22	18	33	10	28	24	24	16	135
20,000-39,999	12	14	10	15	23	9	19	15	18	14	98
40,000-79,999	4	8	3	6	7	2	13	9	6	5	42
80,000-159,999	2	0	2	1	4	1	6	3	5	3	22
160,000-319,999	0	1	0	2	2	1	0	2	0	0	5
≥320,000	1	1	1	0	1	0	3	1	2	2	9
Total	39	43	38	42	70	23	69	54	55	40	311

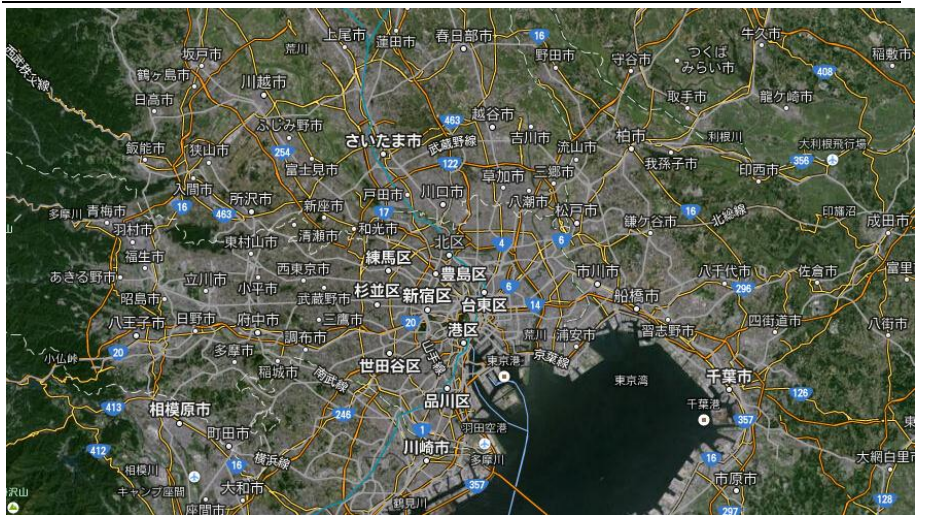
^a These data come from Rozman, *Urban Networks in Ch'ing China and Tokugawa Japan* and 'Castle Towns in Transition', and *Kyōbuseihyō* (1875).

资料来源：Urbanization in History: A Process of Dynamic Interactions

预期目前现有超大城市（北京上海等）的偏离可能是政策因素导致的，如户籍制度增加了人口的流动成本，土地规划与审批导致了大城市发展速度不及自然发展，大城市为了提供更好的社会服务减少人口流入的行政手段等。

但是，基于齐夫定律，预期中国的城市化后期中将出现这一类超大城市，其具体形式而言参照日本应当是都市圈，即区+市的分布，其中老城区（东京都 23 区）作为中心和新建设的卫星城作为副中心协同发展的模式。

图表 24. 东京卫星图片



资料来源: Google Map

目前东京都市圈约为 3,600 万人，其中核心的东京都 23 区约为 1,300 万人，周围的附属城市实际容纳了我们称为“东京”的三分之二的人口。而我国最新出现的“雄安”等副中心的建设也呈现出类似的倾向。

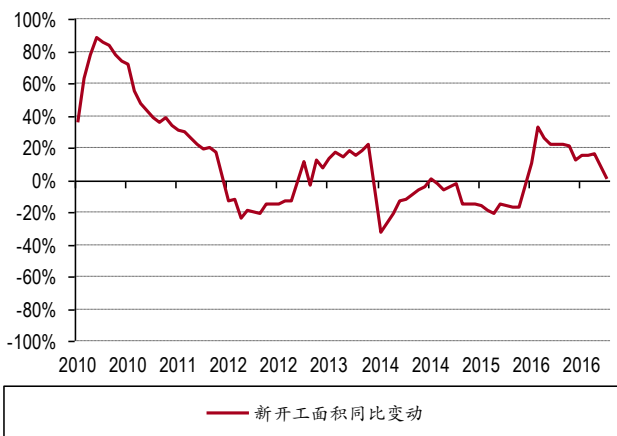
根据齐夫定律，我国特大城市的理论规模应该在 6,000 万以上，意味着北京，上海各存在 4,000 万人口规模的卫星城建设。

公司目标市场位置优越，指标昭示短期需求反弹在即

具体到公司来看，本文研究标的旗滨集团主要市场为江浙沪广东 4 省，基于玻璃需求高度受建筑面积影响，选取目标市场的 2 个先导指标，新开工面积与土地购置面积来预测公司目标市场的短期未来需求。

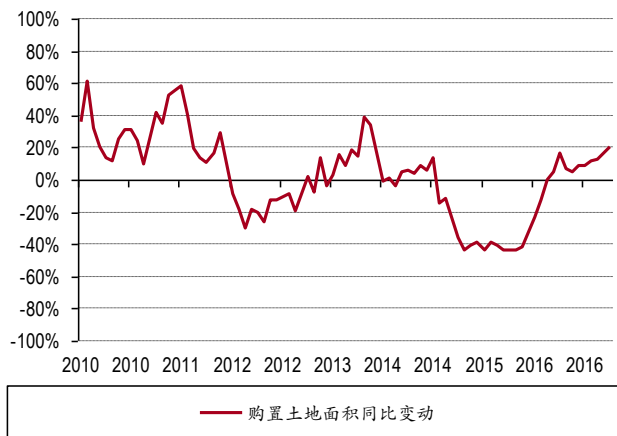
通过对比可以发现，江浙沪广目前新开工增速有所下滑，主要受前期土地购置增长减慢所致，但是从 2015 年 8 月，最先行指标土地购置面积增速出现高速上升，预期新开工面积将得到对应改善，而旗滨集团面临的目标市场需求也将相应得到提振。

图表 25. 江浙沪广东新开工面积同比增长



资料来源: 万得

图表 26. 江浙沪广东购置土地面积同比增长



资料来源: 万得

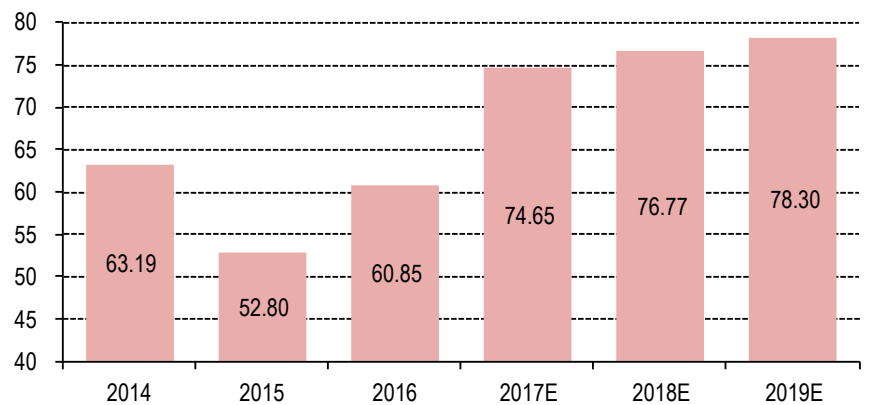
旗滨集团供需基本平衡，预期未来每重量箱价格稳中有升

如同前文分析的，由于土地购买出现明显的改善趋势，且片区龙头在内的多家龙头出现冷修状态削减供给，使得浮法玻璃在江浙沪广东区域呈现基本的供求平衡，预期价格上涨。

目前，在2017年4月6日华南行业会议召开后，7日开始当地厂家陆续响应会议号召上调1元/重量箱，涨价后整体市场交投尚可，厂家稳价观望心态为主。这一涨价也应证了这点。基于此，预期4月17日行业年会召开，或有再次小幅提价可能。

从全年来看，预期在下半年冷修逐步展开后，在全市场供给扩张不及预期的背景下，全年可能再次出现涨价。而2017,2018年我国城市圈建设将逐渐展开，预期公司平均每重量箱价格有望进一步上升。

图表 27. 旗滨集团 2014-2019 预期每重量箱价格



资料来源：公司公告，中银证券测算

公司增长：深加工与海外并进成为新增长点

由于公司目前对于国内浮法玻璃板块态度为“从做大到做强”，预期不会对产能进行重大扩张，对于浮法玻璃的利润增长预期主要基于玻璃价格高位的支撑。而公司的利润增长主要来自于2个部分，海外浮法玻璃市场与利用人才引进设的深加工玻璃。

马来西亚生产线投产，市场盈利空间广大

2017年3月，公司马来西亚1线正式点火，宣告公司自2009年以来的海外拓展正式进入成果收货期。预期2017年7月，2线也将正式点火。预期2018,2019年全年达产，产能超过740万重量箱。

图表 28. 旗滨集团马来西亚生产线一览

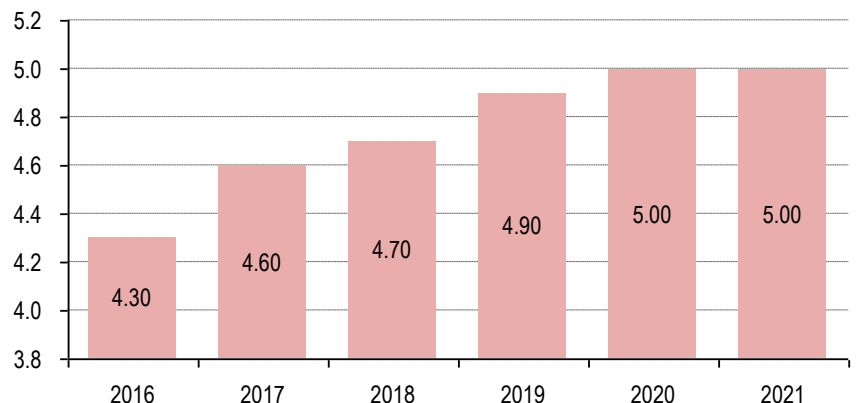
生产线类型	产能 (t/d)	点火时间	预期 2017 年产能
700T/D 优质在线 LOW-E 镀膜生产线	700	3月20日	210万重量箱
500T/D 高档多元化玻璃生产线	500	2017年4月	150万重量箱

资料来源：公司公告

目前马来西亚玻璃价格稳定在 85-90 人民币一重量箱，成本约在 60-65 人民币一重量箱，和国内比利润空间更为广阔，对于提升公司整体盈利能力有所助益。

而根据国际货币基金组织预测，马来西亚在 2017 年开始进入 GDP 增速加速增长期，基于加速增长带来的需求提振，预期将价格可能进一步上升，而东南亚基建提升导致的成本下降可能使公司在马来西亚浮法玻璃的利润空间进一步放大。

图表 29. IMF 预测马来西亚 GDP 增长



资料来源：世界货币基金组织

此外，由于马来西亚是东盟中一员，公司也可以借此机会将产品出口到其他东盟国家，未来有望进一步扩张产能。

绿色城市时代，节能玻璃前景广阔

公司在 2016 年年末公告成立合资公司，开始向节能玻璃产业进军。而在 2017 年初，由于公司新推出的股权激励计划，公司收回合资企业股份，完全获取其在深加工领域收入。

目前公司在建节能玻璃生产线 2 条，商务部备案一条，在建 2 条预期今年年底即可投产，商务部备案条预期明年上半年点火。

节能玻璃契合政策导向，未来市场空间巨大

节能玻璃的主要用途在于减少门窗的热量通过，从而达到夏天驱热，冬天保暖的效果。目前我国的主要节能玻璃消耗端在节能建筑领域，基于我国在 2017 年 3 月发布的《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》中的要求：

图表 30. “十三五”时期建筑节能和绿色建筑主要发展指标

指标	2015	2020	年均增速	性质
城镇新建建筑节能提升(%)	--	--	[20]	约束性
城镇绿色建筑占新建建筑比重(%)	20	50	[30]	约束性
城镇新建建筑中绿色建材应用比例(%)	--	--	[40]	预期性
实施既有居住建筑节能改造(亿平方米)	--	--	[5]	约束性
公共建筑节能改造面积(亿平方米)	--	--	[1]	约束性
城镇既有公共建筑能耗强度下降比例(%)	--	--	[(5)]	预期性
城镇既有居住建筑中节能建筑所占比例(%)	40	60+	[20]	预期性

资料来源：住建部官网

看出无论是改造还是新建建筑，作为节能建筑不可或缺的一部分，节能玻璃的需求将迎来一个高速增长。

节能玻璃投资回报率高于玻璃原片，投入较少，容易扩张

根据公司公告的预期净利润与预期收入，推算获得节能玻璃的投资回报率要显著高于其主业浮法玻璃，且其投资规模显著低于浮法玻璃生产线，使得公司推广该类生产线成本较低，现有资金储备具备每年新增 2 条生产线的可能，有效提振公司整体盈利增长。

图表 31. 公司预期 3 条节能玻璃生产线净利率

所在地	投资	预期年收入	预期年净利润	投资回报率(%)
广东省惠州	2.56	2.04	0.22	8.75
浙江省绍兴	2.36	2.00	0.21	8.97
马来西亚	2.67	2.20	0.25	9.24

资料来源：公司公告

光伏玻璃，利润空间较大，增厚公司盈利能力

公司于 2016 年 10 月宣告投资 12.08 亿元进入光伏玻璃领域，建设 2 条生产线。目前光伏玻璃领域技术门槛较高，盈利能力高于公司平均，预期在光伏领域的拓展将有助于公司整体盈利能力的提升。

公司管理：吸收优秀人才，激励确保动力

公司利用行业变动机会，吸收引进了大量南玻 A 优秀技术与管理人才基于南玻 A 在玻璃行业深深耕耘 30 年以上，预期该部分人才对于公司技术与发展带来较大的助益。

为了更好的捆绑利益，公司在 2016 年刚刚进行了一轮股权激励的背景下，又追加了一轮股权激励，使得员工与公司利益更好的结合。

图表 32. 旗滨集团股权激励概况：

公布时间	2016 年 8 月	2017 年 3 月
激励总数	1.1 亿股	9260 万股
期权初始行权价格	1.63 元	2.28 元
有效期	4 年	4 年
激励对象	董事 高管 (8 人)、中高层管理人员、管理人员、业务人员、技术人员、预留核心技术/业务骨干 (300 人)	留人员共 93 人
行权条件：	第一次解锁:以 2015 年净利润为基数, 2016 年净利润增长率不低于 100%; 第二次解锁:以 2015 年净利润为基数, 2017 年净利润增长率不低于 110%; 第三次解锁:以 2015 年净利润为基数, 2018 年净利润增长率不低于 120%。	第一次解锁:以 2015 年净利润为基数, 2017 年净利润增长率不低于 110%; 第二次解锁:以 2015 年净利润为基数, 2018 年净利润增长率不低于 120%; 第三次解锁:以 2015 年净利润为基数, 2019 年净利润增长率不低于 130%。

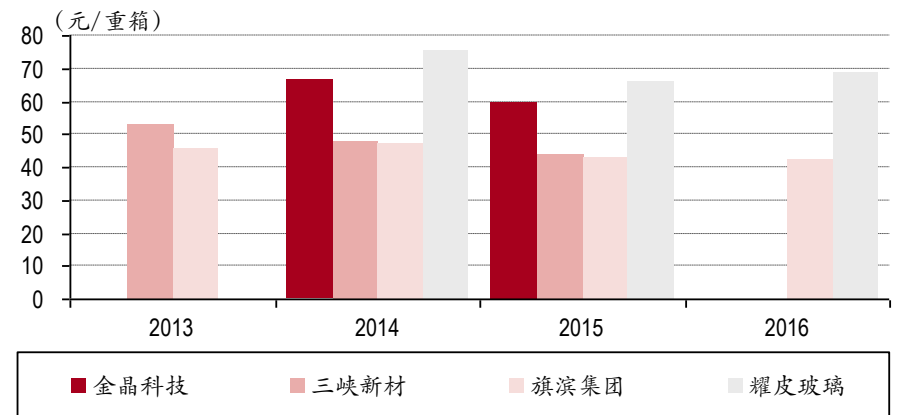
资料来源：公司公告

财务分析：成本控制得当，三费率有望下降

公司成本控制处于业内领先水平

得益于规模优势与有效的管理团队，旗滨集团的成本一直较业内平均水平有一个显著的优势。

图表 33. 旗滨集团与其他平板玻璃平均重量箱成本对比



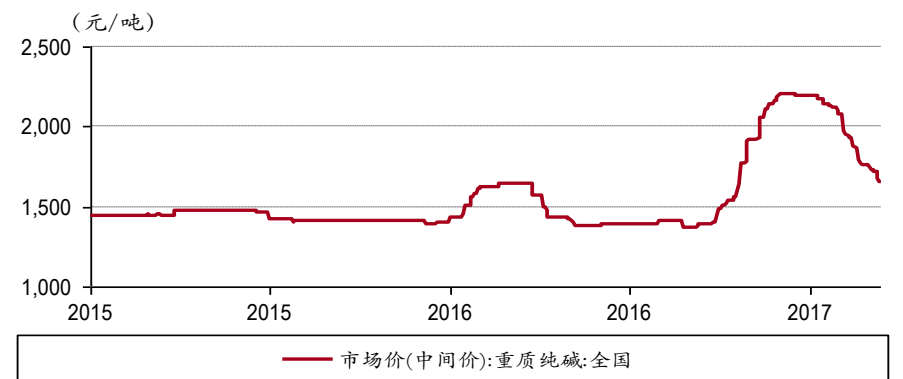
资料来源：国家统计局，公司公告，中银证券测算

纯碱市场涨价动力不足，供给增长预期燃料涨价较难

目前对于成本端，最大影响为原材料，主要为燃料与纯碱，2者占成本的50%以上。

首先关注纯碱，目前测算1吨玻璃约使用0.22吨纯碱，由于纯碱行业一样存在过度竞争问题，国家也将此行业定性为产能过剩行业，再结合纯碱企业一样遭遇多年亏损问题，预期目前纯碱行业和玻璃行业很类似。基于玻璃行业随用随买的策略，纯碱行业也缺乏足够的议价空间，预期纯碱出现大幅度涨价的概率较低，预期纯碱价格维持在1,600-1,700元阶段。而2018、2019年，预期纯碱价格受供给侧改革影响，会有所上升，但是上升幅度应该和玻璃类似，不太可能出现超幅度上升可能。

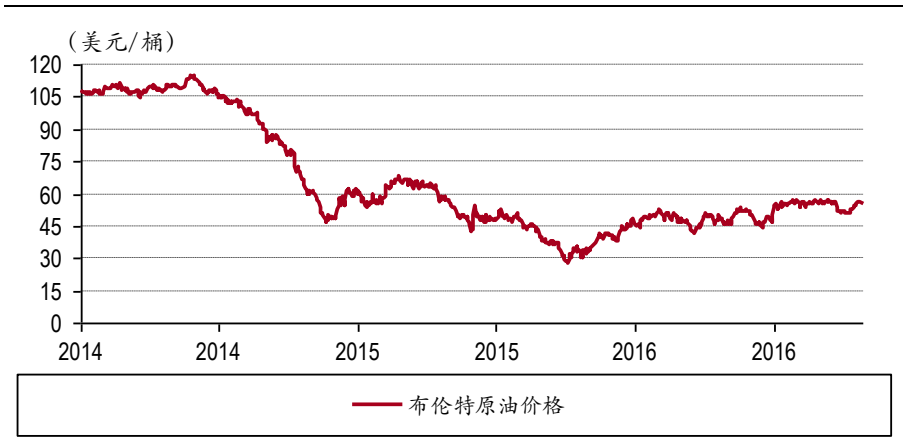
图表 34. 纯碱历史价格



资料来源：万得

其次关注燃料，燃料主要构成由三部分组成：燃料油、石油焦、天然气。3者作为石化产品都和原油价格挂钩，由于公司具备自由选择3者比例的可能，单一产品的涨跌价对于公司成本影响较小，未来燃料成本趋势因为3者总趋势，即与石化产品源头-原油价格正相关。

图表 35. 布伦特石油价格



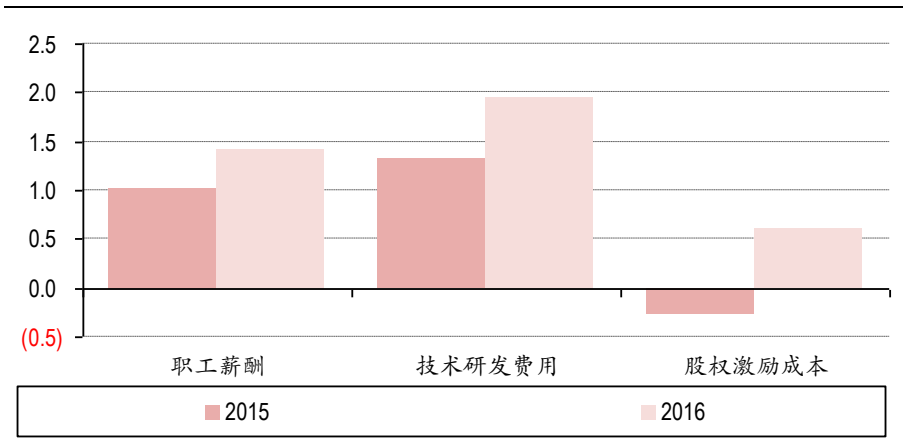
资料来源：中银证券

可以看出目前世界石化价格的源头-原油目前处于稳中有升状态，但是得益于特朗普上台的美国供给增长，认为石化价格不会出现巨大的剧烈上涨，预期公司未来3年主营业务成本维持平稳。

减员增效，股权激励费用逐年递减，管理费用逐步降低

公司的管理费用较去年有一个较大的上升，造成影响的主要有以下3项：

图表 36. 旗滨集团 2015,2016 细化管理费用对比



资料来源：公司年报

通过对于这3项分析，预期2017年管理会进一步上升，而2018年后上升速度将有所缓解。

- 1) 职工薪酬，今年职工薪酬除业绩上升造成的奖金上升外，主要为清退富裕劳工的专项经费，明年再劳工数量呈现明显下降的背景下，有望下降。

- 2) 技术研发费用: 技术研发费用的上升主要由于公司的战略转型, “做大”转向“做强”, 为了提升技术实力与新产品, 预期未来会持续增长。
- 3) 股权激励成本: 公司未来受股权激励成本影响的主要有 2016 年 8 月和 2017 年 3 月的股权激励构成, 预期未来 3 年股权激励成本依次为 0.69、0.35、0.12 亿元, 逐年下降。

公司战略发生转变, 经营现金流改善带动财务费用减少

公司面前仍有以下重大工程处于进行中:

图表 37. 公司重大在建工程

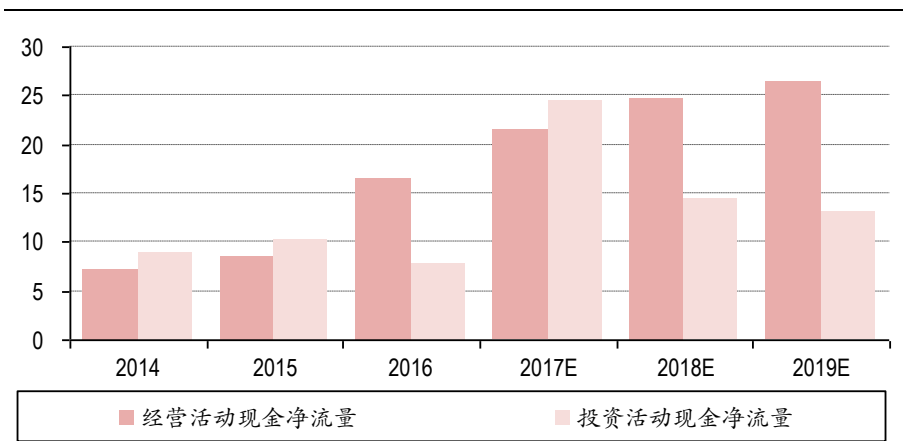
项目名称	预期投入 (亿元)	预期完成时间
马来西亚浮法玻璃生产线项目	11.7	2017 年
光伏光电及高档节能玻璃项目	20	2018 年
浮法玻璃生产线冷修项目	3.8 亿	2017 年

资料来源: 公司公告, 中银证券整理

可以看出公司 2017 年资本开支较大, 会产生一个较大的资本开支。但是由于 2017 年玻璃价格预期稳中有升, 经营性现金流会有一个较为全面的增长, 公司举债金额不会大幅上升, 财务费用不会有超预期增长。

由于公司在浮法玻璃行业上战略从“做大”调整为“做强”, 使得公司在未来 3 年进一步扩张产能预期较低, 而公司进入的节能玻璃市场投资金额较浮法玻璃生产线要低, 预期公司资本开支在 2018 年开始下降, 结合浮法玻璃市场价格稳中有升与深加工玻璃生产线投产带来的经营性现金流增长, 预期公司有息债务减少, 从而减少财务费用。

图表 38. 旗滨集团预期 2017-2019 现金流



资料来源: 中银证券预测

盈利预测与估值

图表 39. 旗滨集团盈利预测

国内玻璃原片	2017E	2018E	2019E
销量(万重量箱)	10,100	10,400	10,500
均价(元/重箱)	75	77	78
收入(百万元)	7,540	7,988	8,229
成本(百万元)	5,134	5,431	5,560
毛利率(%)	31.68	32.01	32.44
海外玻璃原片			
销量(万重量箱)	300	600	720
均价(元/重箱)	93	95	97
收入(百万元)	279	570	695
成本(百万元)	183	374	454
毛利率(%)	34.41	34.42	34.72
节能玻璃			
收入(百万元)	0	423	923
成本(百万元)		339	702
毛利率(%)		19.86	23.94
光伏玻璃			
收入(百万元)		192	447
成本(百万元)		138	304
毛利率(%)		28.13	31.99

资料来源: 中银证券预测

通过上文所述, 测算获得公司 2017、2018、2019 年预期盈利 12.0、14.5、17.5 亿元, 对应每股收益分别为 0.46、0.56、0.67 元, 年化增长超过 20%。预期合理估值为 13 倍。对应目标价格 5.99 元, 高于现有价格 20% 以上, 给予 **买入** 评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	5,169	6,961	7,827	9,173	10,294
销售成本	(4,264)	(5,014)	(5,425)	(6,407)	(7,160)
经营费用	201	66	(267)	(191)	(163)
息税折旧前利润	1,107	2,013	2,135	2,574	2,971
折旧及摊销	(688)	(804)	(507)	(633)	(690)
经营利润(息税前利润)	419	1,209	1,629	1,941	2,281
净利息收入/(费用)	(282)	(264)	(233)	(233)	(202)
其他收益/(损失)	104	75	70	66	59
税前利润	241	1,019	1,466	1,774	2,138
所得税	(70)	(185)	(266)	(322)	(388)
少数股东权益	0	(0)	(1)	(1)	(1)
净利润	171	834	1,199	1,452	1,750
核心净利润	202	848	1,212	1,464	1,761
每股收益(人民币)	0.068	0.320	0.460	0.557	0.672
核心每股收益(人民币)	0.080	0.325	0.465	0.561	0.675
每股股息(人民币)	0.040	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	39	35	12	17	12
息税前利润增长(%)	15	189	35	19	18
息税折旧前利润增长(%)	43	82	6	21	15
每股收益增长(%)	(74)	372	44	21	21
核心每股收益增长(%)	(71)	307	43	21	20

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	241	1,019	1,466	1,774	2,138
折旧与摊销	688	804	507	633	690
净利息费用	282	264	233	233	202
运营资本变动	(661)	(478)	637	93	393
税金	(70)	(185)	(266)	(322)	(388)
其他经营现金流	367	235	(435)	64	(397)
经营活动产生的现金流	846	1,659	2,142	2,476	2,638
购买固定资产净值	317	61	2,460	1,432	1,305
投资减少/增加	(20)	(26)	(3)	(3)	(3)
其他投资现金流	(1,327)	(807)	(4,900)	(2,863)	(2,610)
投资活动产生的现金流	(1,030)	(772)	(2,443)	(1,435)	(1,308)
净增权益	(101)	0	0	0	0
净增债务	1,398	(723)	472	(649)	(995)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(1,336)	(20)	(120)	(336)	(423)
融资活动产生的现金流	(39)	(715)	404	(882)	(1,197)
现金变动	(223)	171	103	159	133
期初现金	878	784	824	927	1,086
公司自由现金流	(184)	887	(301)	1,041	1,330
权益自由现金流	1,496	428	403	626	537

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	994	843	1,077	1,241	1,379
应收帐款	77	383	226	167	205
库存	1,284	1,136	1,287	1,261	1,625
其他流动资产	21	49	25	59	31
流动资产总计	2,376	2,411	2,614	2,727	3,240
固定资产	8,693	8,547	10,448	11,195	11,762
无形资产	758	819	871	922	971
其他长期资产	535	483	481	491	541
长期资产总计	9,986	9,849	11,799	12,608	13,274
总资产	12,450	12,366	14,461	15,344	16,513
应付帐款	1,384	785	1,367	1,321	1,693
短期债务	2,178	2,311	2,636	2,046	1,137
其他流动负债	1,091	1,248	985	1,114	1,161
流动负债总计	4,653	4,344	4,987	4,481	3,990
长期借款	1,795	1,023	1,225	1,151	1,050
其他长期负债	879	974	859	870	880
股本	2,525	2,608	2,608	2,608	2,608
储备	2,632	3,582	4,783	6,236	7,988
股东权益	5,157	6,190	7,391	8,844	10,596
少数股东权益	0	(0)	(1)	(2)	(3)
总负债及权益	12,450	12,366	14,461	15,344	16,513
每股帐面价值(人民币)	2.04	2.37	2.83	3.39	4.06
每股有形资产(人民币)	1.74	2.06	2.50	3.04	3.69
每股净负债/(现金)(人民币)	1.26	0.96	1.12	0.81	0.37

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.4	28.9	27.3	28.1	28.9
息税前利润率(%)	8.1	17.4	20.8	21.2	22.2
税前利润率(%)	4.7	14.6	18.7	19.3	20.8
净利率(%)	3.3	12.0	15.3	15.8	17.0
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.6	0.5	0.6	0.8
利息覆盖率(倍)	1.5	4.6	7.0	8.3	11.3
净权益负债率(%)	61.8	40.5	39.7	23.9	9.1
速动比率(倍)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
估值					
市盈率(倍)	67.1	14.2	9.9	8.2	6.8
核心业务市盈率(倍)	56.9	14.0	9.8	8.1	6.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	74.9	18.4	12.9	10.7	8.9
市净率(倍)	2.2	1.9	1.6	1.3	1.1
价格/现金流(倍)	13.6	7.2	5.5	4.8	4.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.6	7.1	6.9	5.4	4.3
周转率					
存货周转天数	109.1	88.1	81.5	72.6	73.6
应收帐款周转天数	5.6	12.1	14.2	7.8	6.6
应付帐款周转天数	83.6	56.9	50.2	53.5	53.4
回报率					
股息支付率(%)	59.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	3.7	14.7	17.7	17.9	18.0
资产收益率(%)	2.7	8.0	9.9	10.7	11.7
已运用资本收益率(%)	0.5	2.2	2.9	3.1	3.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

南玻 A (000012.CH/人民币 11.04, 未有评级)

以 2017 年 4 月 18 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它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，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任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有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任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。

中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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，中银国际证券有限责任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有限责任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。中银国际证券有限责任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有限责任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。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

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