

601636.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 20.4

板块评级: 中性

本报告要点

- 旗滨集团 2021 年中报点评。

股价表现


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	56.2	(4.1)	34.8	126.0
相对上证指数	56.7	(2.6)	36.0	125.1

发行股数(百万)	2,686
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	54,799
3 个月日均交易额(人民币 百万)	995
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
福建旗滨集团有限公司	25

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 8 月 18 日收市价为标准

相关研究报告

《旗滨集团: 2021Q2 利润略超预期, 业绩远高历史同期》 20210702

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: 玻璃制造

证券分析师: 余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060001

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

旗滨集团

利润超预期创新高, 行业景气度高企持续

公司发布 2021 年中报, 上半年公司营收 67.8 亿, 同增 78.9%; 归母净利润 21.9 亿, 同增 333.3%; EPS0.82 元/股。上半年玻璃行业景气度高企, 公司销售量价齐升, 利润水平创新高。

支撑评级的要点

- 营收及利润超预期, 各项财务指标向好: 单二季度, 公司营收 38.6 亿, 同增 54.8%, 归母净利润 13.1 亿元, 同增 279.5%, 归母净利润超市场预期。Q2 经营现金流 32.4 亿, 同增 60.4%, 持续稳定增长。上半年公司毛利率 53.1%, 同增 23.5pct; 费用率 15.9%, 同增 1.4pct。公司费用率保持稳定, 盈利水平大幅提升。
- 平板玻璃销售向好, 单位盈利指标创历史新高: 我们测算 2021Q2 公司平板玻璃销量 3,336.5 万重箱, 同减 5.4%, 主要原因是去年同期经历了平板玻璃库存挤压市场恢复正常后快速出货的过程, 基数较高; 单价 114.9 元, 同增 53.9 元, 去年同期是玻璃价格低点; 单箱成本 59.9 元, 同增 10.1 元; 单箱毛利达到 55 元, 同增 37.8 元; 单箱净利 39.3 元, 同增 29.5 元。
- 行业高度景气下应重视原材料价格上涨: 随着地产竣工快速增长, 平板玻璃供不应求, 行业景气度快速提升, 企业销售量价齐升。但纯碱、原油、石英砂等原料价格上涨不可忽视, 预计部分企业单箱成本超过 60 元。若后续行业供需恢复正常, 成本波动影响应重视。

估值

- 公司业绩表现超预期, 考虑玻璃价格仍高企, 我们调升盈利预测。预计 2021-2023 年公司收入为 168.0、192.7、220.3 亿元; 归母净利润分别为 44.7、48.0、51.9 亿元; EPS 分别为 1.66、1.79、1.93 元。维持公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 行业景气度下降, 生产成本提升过快, 新业务开展不及预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	9,306	9,644	16,802	19,265	22,027
变动(%)	11	4	74	15	14
净利润(人民币 百万)	1,346	1,825	4,465	4,797	5,192
全面摊薄每股收益(人民币)	0.501	0.680	1.662	1.786	1.933
变动(%)	8.6	35.6	144.6	7.4	8.2
市场预期每股收益(人民币)			1.580	1.790	2.130
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.508	1.655	1.862
调整幅度(%)			10.2	7.9	3.8
全面摊薄市盈率(倍)	40.7	30.0	12.3	11.4	10.6
价格/每股现金流量(倍)	49.1	27.4	11.3	9.3	8.4
每股现金流量(人民币)	0.42	0.74	1.80	2.20	2.43
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.6	17.1	8.7	8.1	7.5
每股股息(人民币)	0.30	0.30	1.08	1.16	1.26
股息率(%)	1.5	1.5	5.3	5.7	6.2

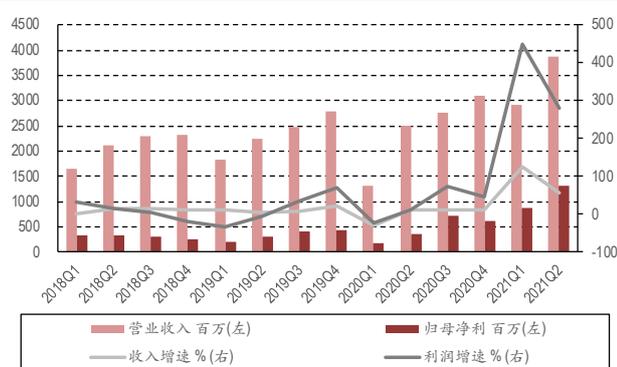
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、公司营收与利润均达预期，乘行业景气高涨之利

事件：公司上半年营收 67.8 亿，同增 78.9%；归母净利润 21.9 亿，同增 333.3%；EPS0.82 元/股。平板玻璃行业订单饱满，对需求端形成强劲支撑。单二季度，公司营收 38.6 亿，同增 54.8%，归母净利润 13.1 亿元，同增 279.5%，归母净利润超市场预期。Q2 经营现金流 32.4 亿，同增 60.4%，持续稳定增长。上半年公司毛利率 53.1%，同增 23.5pct；费用率 15.9%，同增 1.4pct。公司费用率保持稳定，盈利水平大幅提升。

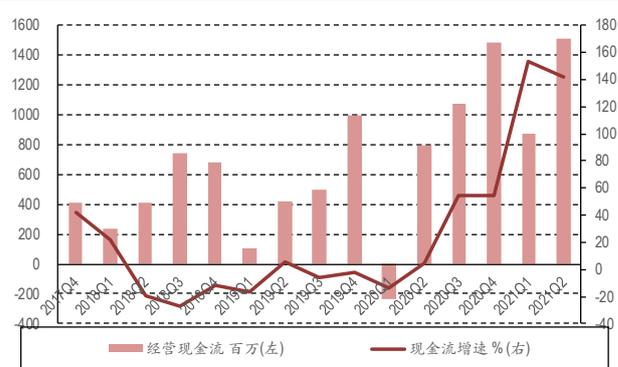
营收增长迅速带来较好现金流表现；受光伏玻璃价格波动影响投资端或暂缓：公司现金/流动资产率自年初的 100% 高涨至 340%，加上浮法玻璃主要以现货现款为结算方式，现金流表现极好。最近几个季度公司资本开支速度有所放缓。我们认为可能与光伏玻璃价格波动导致公司调整光伏玻璃产线投产节奏有关。

图表 1. 公司营收与利润再创单季新高



资料来源：公司财报，中银证券

图表 2. 公司现金流继续优异表现



资料来源：公司财报，中银证券

图表 3. 公司费用率平稳，利润率持续提升



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. 库存现金增加，近期投资趋稳



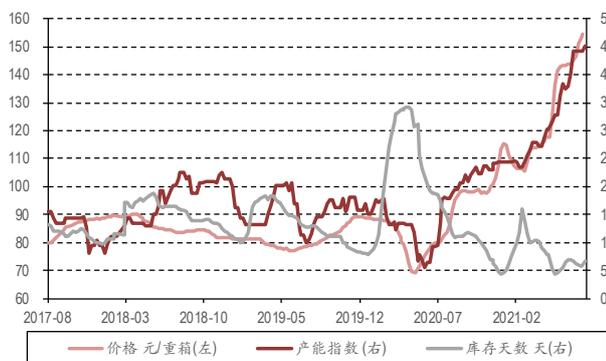
资料来源：公司财报，中银证券

二、景气持续高涨，供需紧平衡

得益于去年利好的开工情况，玻璃行业持续景气：玻璃需求受地产竣工面积影响，与销售面积和开工面积紧密联系，时间有一定的滞后性。得益于 2018Q3 至 2020Q1 大好的开工情况，加上国内严守抗疫成果疫情影响消退、房地产竣工需求修复、汽车行业景气回升等积极因素，2021Q2 地产竣工迎来反弹。上半年平板玻璃行业订单饱满，产品价格高速上升，需求强势。尽管平板玻璃有一部分产能恢复生产，日熔量逼近 17 万吨，但需求有效消化了供给冲击，产线产能利用率高达 114%，行业高度景气。我们认为当前竣工增速高企的主要原因是之前新开工与销售数据向好之后的释放。随着当前新开工和销售数据明显下滑，竣工数据释放的时间有限。

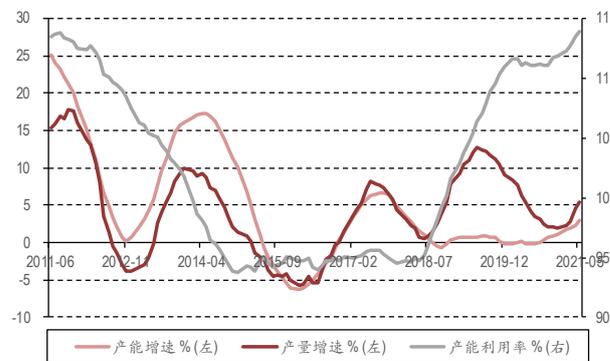
原材料上涨对利润有所冲击：据万得，2021年以来玻璃生产所需要的纯碱、煤炭、原油等主要原材料价格过快上涨，直接推高玻璃制造成本，据我们测算当前部分厂商单箱成本或将达到65元。玻璃上涨幅度过大导致价格完全覆盖了成本的提升，使得玻璃企业利润率仍有明显提升。如果需求降温，供求关系回落至正常水平，则成本上涨对利润带来的冲击不可忽视。

图表 5. 玻璃均价与库存天数 (价格左轴)



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 6. 玻璃产能、产量与产能利用率 (产能利用率右轴)



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 7. 新开工与竣工增速比较



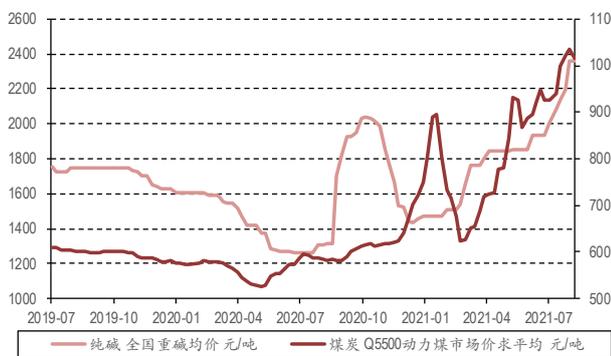
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 8. 商品房销售面积与金额比较 (销售面积在左)



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 9. 纯碱与煤炭价格走势 (纯碱左轴)



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 原油价格走势



资料来源：万得，中银证券

政策有利于行业供给格局稳定：2016年以来，国家制定和颁布了一系列政策、法规和标准，包括产能置换政策、生产企业能源消耗、环境保护方面，如《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，《玻璃工业大气污染物排放标准》等。随着监管力度的加大，行业供给格局将趋于稳定，玻璃生产企业间接和隐性成本将逐渐提高。

三、平板玻璃销售量价齐升，盈利能力大幅提升

平板玻璃量价齐升，单位盈利指标达到历史新高：我们测算 2021Q2 公司平板玻璃销量 3,336.5 万重箱，同减 5.4%，主要原因是去年同期经历了平板玻璃库存挤压市场恢复正常后快速出货的过程，基数较高；单价 114.9 元，同增 53.9 元，去年同期是玻璃价格低点；单箱成本 59.9 元，同增 10.1 元；单箱毛利达到 55 元，同增 37.8 元；单箱净利 39.3 元，同增 29.5 元。上半年合计平板玻璃销量 6,096 万重箱，同增 18.9%；单价 102.6 元，同增 36.8%；单箱成本 54.6 元，同增 7.8 元；单箱毛利 48 元，同增 19 元；单箱经历 36 元，同增 26.1 元。上半年公司经营数据呈现量价齐升，单位盈利指标达到历史新高。

图表 11. 公司平板玻璃业务测算

		2020Q1	2020Q2	2020H1	2021Q1	2021Q2	2021H1
市场含税价	元/重箱	86.2	68.9	74.3	99.2	129.8	115.9
公司不含税	元/重箱	76.3	61.0	65.8	87.8	114.9	102.6
单箱成本	元/重箱	53.3	43.8	46.8	48.3	59.9	54.6
单箱毛利	元/重箱	23.0	17.2	19.0	39.5	55.0	48.0
单箱净利	元/重箱	10.0	9.8	9.9	31.9	39.3	36.0
出货量	万重箱	1,600.0	3,526.0	5,126.0	2,759.5	3,336.5	6,096.0
平板收入	百万	1,221.2	2,149.6	3,370.9	2,530.8	3,347.8	5,878.6
平板成本	百万	853.2	1,544.7	2,397.9	1,332.4	1,835.1	3,167.5
平板毛利	百万	368.0	604.9	972.9	1,198.4	1,512.7	2,711.2
毛利率	%	30.1	28.1	28.9	47.4	45.2	46.1
归母净利	百万	160.6	345.5	506.1	880.1	1,312.9	2,193.0

资料来源：卓创资讯，公司公告，中银证券预测

四、产业多元化、产品多样化、市场差异化

紧抓光伏产业大发展时机提前布局：公司积极推进湖南郴州、浙江绍兴、福建漳州、浙江宁波等地光伏高透材料生产线项目建设，做好 3 条生产线由超白建筑玻璃转超白光伏背板或面板的各项准备工作，发挥超白浮法玻璃在光伏领域应用的独特竞争力，稳步推进光伏玻璃发展战略。据测算，公司将于近年形成 3500t/d 的平板转光伏产能及 2400d/t 的压延光伏产能。

电子玻璃盖板国产替代趋势明朗，车载高铝电子玻璃市场增长极快：随着国内电子市场和玻璃企业的快速崛起，公司预测未来 1-2 年高铝盖板将迎来进口替代窗口期。公司盖板玻璃生产采用浮法工艺适合规模化生产。随着手机盖板的技术迭代趋缓且旗滨电子玻璃产品通过两米抗摔测试，满足了移动端屏幕抗摔抗划的性能需求。车载高铝电子玻璃领域，市场随着新型电动汽车等发展的带动下刚刚兴起，国内外企业处于处相同竞争起跑线。旗滨电子玻璃第一条线 2019 年 7 月建设完成点火，2020 年 10 月份成功量产一强 A 规，2021 年 2 月开始量产二强，布局追赶迅速。

中硼硅玻璃逐步取代低硼硅玻璃、钠钙玻璃：国外医药行业已普遍使用国际标准的中性硼硅药用玻璃作包装材料，随着我国国民生活品质的改善和保健意识的增强，医药市场规模持续增长，以及国家产业政策的引导，采用国际标准的中性硼硅药用玻璃是社会发展的趋势。旗滨定位明确的对标肖特的质量标准，在玻璃管的本体成分已经完全攻克，但生产良率还不稳定。郴州基地产线已经开始进行药玻试生产。

图表 12. 公司新型玻璃归纳

基地	产线	产品	日熔量 (吨)	状态	备注
醴陵基地	电子 1 线	电子玻	65	已投产	电子玻
郴州基地	浮法 1 线	浮法光伏	350	改造中	平板转光伏
郴州基地	浮法 2 线	浮法光伏	650	改造中	平板转光伏
漳州基地	浮法 1 线	浮法光伏	1,000	改造中	平板转光伏
漳州基地	浮法 7 线	浮法光伏	700	改造中	平板转光伏
长兴基地	浮法 2 线	浮法光伏	800	改造中	平板转光伏
郴州基地	压延 1 线	光伏面板	1,200	在建	压延
陶堰基地	压延 1 线	光伏背板	1,200	在建	压延
郴州基地	药玻 1 期	药玻	25	试生产	中鹏硅玻璃

资料来源: 卓创资讯, 公司公告, 中银证券

图表 13. 2021Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q2	2021Q2	同比增长(%)
营业收入	2,491.59	3,858.06	54.84
营业税及附加	31.46	47.41	50.71
净营业收入	2,460.13	3,810.64	54.90
营业成本	1,814.68	1,770.13	(2.45)
销售费用	28.02	27.03	(3.54)
管理费用	232.16	545.60	135.02
财务费用	24.82	18.37	(26.01)
资产减值损失	(0.61)	(0.25)	59.23
营业利润	389.54	1,475.98	278.90
营业外收入	1.86	0.56	(69.95)
营业外支出	0.09	0.32	239.67
利润总额	391.31	1,476.22	277.25
所得税	46.24	169.75	267.14
少数股东损益	(0.45)	(6.42)	(1,319.88)
归属母公司股东净利润	345.53	1,312.89	279.97
扣除非经常性损益的净利润	319.60	1,291.87	304.21
每股收益(元)	0.13	0.49	276.92
扣非后每股收益(元)	0.12	0.48	300.00
毛利率(%)	27.17	54.12	增加 26.95 个百分点
净利率(%)	13.85	33.86	增加 20.01 个百分点
销售费用率(%)	1.12	0.70	减少 0.42 个百分点
管理费用率(%)	9.32	14.14	增加 4.82 个百分点
财务费用率(%)	1.00	0.48	减少 0.52 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 2021H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020H1	2021H1	同比增长(%)
营业收入	3,790.61	6,780.35	78.87
营业税及附加	51.75	85.37	64.97
净营业收入	3,738.86	6,694.98	79.06
营业成本	2,670.93	3,181.49	19.12
销售费用	53.44	50.19	(6.10)
管理费用	402.75	978.48	142.95
财务费用	94.33	49.68	(47.33)
资产减值损失	1.61	1.30	(19.56)
营业利润	571.22	2,488.84	335.71
营业外收入	2.31	1.17	(49.32)
营业外支出	3.89	0.68	(82.48)
利润总额	569.64	2,489.33	337.00
所得税	64.38	303.28	371.09
少数股东损益	(0.84)	(6.97)	(732.95)
归属母公司股东净利润	506.10	2,193.02	333.32
扣除非经常性损益的净利润	460.67	2,146.33	365.92
每股收益(元)	0.19	0.82	331.58
扣非后每股收益(元)	0.17	0.80	370.59
毛利率(%)	29.54	53.08	增加 23.54 个百分点
净利率(%)	13.33	32.24	增加 18.91 个百分点
销售费用率(%)	1.41	0.74	减少 0.67 个百分点
管理费用率(%)	10.63	14.43	增加 3.81 个百分点
财务费用率(%)	2.49	0.73	减少 1.76 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	9,306	9,644	16,802	19,265	22,027
销售成本	6,566	6,049	8,771	10,461	12,342
经营费用	765	933	2,831	3,246	3,712
息税折旧前利润	2,665	3,214	6,272	6,781	7,324
折旧及摊销	985	987	1,087	1,243	1,373
经营利润(息税前利润)	1,680	2,227	5,186	5,538	5,950
净利息收入/(费用)	(112)	(129)	(51)	(22)	20
其他收益/(损失)	(12)	1	10	10	10
税前利润	1,568	2,098	5,135	5,517	5,970
所得税	222	272	670	719	779
少数股东权益	(1)	(2)	15	17	20
净利润	1,346	1,825	4,465	4,797	5,192
核心净利润	1,358	1,824	4,455	4,787	5,182
每股收益(人民币)	0.501	0.680	1.662	1.786	1.933
核心每股收益(人民币)	0.506	0.679	1.659	1.782	1.929
每股股息(人民币)	0.300	0.300	1.080	1.160	1.260
收入增长(%)	11	4	74	15	14
息税前利润增长(%)	16	33	133	7	7
息税折旧前利润增长(%)	13	21	95	8	8
每股收益增长(%)	9	36	145	7	8
核心每股收益增长(%)	24	34	144	7	8

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	488	753	2,621	5,323	8,390
应收帐款	178	294	488	553	625
库存	673	1,007	1,784	2,044	2,336
其他流动资产	1,165	1,102	1,102	1,102	1,102
流动资产总计	2,505	3,156	5,995	9,022	12,454
固定资产	8,422	8,118	8,543	8,485	8,197
无形资产	871	1,040	1,018	987	953
其他长期资产	1,267	1,856	1,380	1,236	1,192
长期资产总计	10,560	11,013	10,941	10,708	10,342
总资产	13,065	14,169	16,936	19,729	22,796
应付帐款	628	1,045	1,529	1,830	2,165
短期债务	938	1,268	1,268	1,268	1,268
其他流动负债	1,527	1,260	1,822	2,454	3,181
流动负债总计	3,093	3,572	4,619	5,552	6,613
长期借款	1,113	494	494	494	494
其他长期负债	615	566	707	868	1,046
股本	2,688	2,686	2,686	2,686	2,686
储备	5,557	6,851	8,431	10,129	11,956
股东权益	8,245	9,537	11,117	12,815	14,642
少数股东权益	8	64	79	97	116
总负债及权益	13,065	14,169	16,936	19,729	22,796
每股帐面价值(人民币)	3.07	3.53	4.11	4.73	5.41
每股有形资产(人民币)	4.48	4.80	5.84	6.89	8.04
每股净负债/(现金)(人民币)	0.81	0.59	(0.06)	(1.00)	(2.08)

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,568	2,098	5,135	5,517	5,970
折旧与摊销	985	987	1,087	1,243	1,373
净利息费用	112	129	51	22	(20)
运营资本变动	(380)	(123)	(75)	(608)	(697)
税金	697	768	268	272	269
其他经营现金流	(1,725)	(988)	(788)	(820)	(857)
经营活动产生的现金流	2,017	3,118	5,827	6,841	7,433
购买固定资产净值	714	1,141	1,014	1,009	1,008
投资减少/增加	(9)	(14)	(5)	(5)	(5)
其他投资现金流	(197)	7	25	60	103
投资活动产生的现金流	(902)	(1,120)	(984)	(944)	(900)
净增权益	(85)	(502)	0	0	0
净增债务	(48)	(286)	0	0	0
支付股息	806	806	2,901	3,116	3,385
其他融资现金流	(111)	(4)	(75)	(80)	(81)
融资活动产生的现金流	(1,051)	(1,599)	(2,976)	(3,196)	(3,466)
现金变动	62	402	1,868	2,701	3,068
期初现金	435	488	753	2,621	5,323
公司自由现金流	1,115	1,998	4,844	5,897	6,533
权益自由现金流	956	1,707	4,769	5,817	6,452

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.6	33.3	37.3	35.2	33.2
息税前利润率(%)	18.1	23.1	30.9	28.7	27.0
税前利润率(%)	16.9	21.8	30.6	28.6	27.1
净利率(%)	14.5	18.9	26.7	25.0	23.7
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.9	1.3	1.6	1.9
利息覆盖率(倍)	23.8	24.8	123.3	314.2	363.0
净权益负债率(%)	26.4	16.5	(1.4)	(21.0)	(38.1)
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.9	1.3	1.5
估值					
市盈率(倍)	40.7	30.0	12.3	11.4	10.6
核心业务市盈率(倍)	40.3	30.0	12.3	11.4	10.6
市净率(倍)	6.7	5.8	5.0	4.3	3.8
价格/现金流(倍)	49.1	27.4	11.3	9.3	8.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.6	17.1	8.7	8.1	7.5
周转率					
存货周转天数	26.4	38.1	38.8	38.7	38.7
应收帐款周转天数	7.0	11.1	10.6	10.5	10.4
应付帐款周转天数	34.9	63.0	63.6	63.9	64.0
回报率					
股息支付率(%)	59.9	44.2	65.0	65.0	65.2
净资产收益率(%)	16.3	19.1	40.3	37.6	35.6
资产收益率(%)	10.3	12.9	26.5	24.4	22.9
已运用资本收益率(%)	13.2	16.3	33.2	31.2	29.7

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