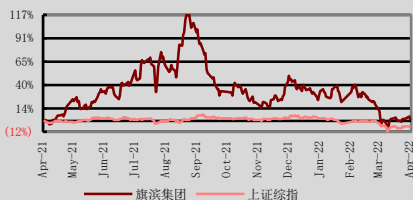


**601636.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 13.15

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	(19.6)	(8.6)	(23.8)	1.2
相对上证指数	(8.7)	(4.5)	(14.2)	8.2

发行股数(百万)	2,686
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	35,325
3个月日均交易额(人民币 百万)	809
净负债比率(%) (2022E)	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2022年4月7日收市价为标准

**相关研究报告**

《旗滨集团: 浮法玻璃龙头, 一体两翼助发展》20220225

 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**

(8621)20328621

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

# 旗滨集团

## 21年净利倍增, 光伏扩产再提速

公司于4月7日发布2021年年报, 全年营收145.7亿元, 同增51.1%; 归母净利42.3亿元, 同增133.4%; EPS 1.58元。单四季度公司营收38.1亿元, 同增23.3%, 归母净利5.8亿元, 同减4.6%。一体两翼战略下公司光伏扩产再提速。

**支撑评级的要点**

- **21年公司营收利润高增:** 全年公司营收145.7亿元, 同增51.1%; 归母净利42.3亿元, 同增133.4%。受益于浮法玻璃高景气, 公司毛利率大幅提升至50.2%, 同增13.0pct。
- **浮法玻璃原片量价齐升, 利润大幅上行:** 2021年受地产竣工修复、大宗商品价格波动影响, 浮法玻璃原片价格呈现高位宽幅震荡, 行业景气维持高位。公司全年销售优质浮法玻璃原片11,891万重箱, 同增4.5%。箱毛利53.7元, 同增100.0%, 上涨26.9元。
- **节能建筑玻璃快速放量, 利润明显抬升:** 2021年公司节能建筑玻璃定增项目投产, 实现放量高增, 全年销售3,260万平方米, 同增48.8%, 利润8.5亿元, 同增131.9%, 毛利率42.0%, 同增8.8pct。随着产能持续投放, 未来产销量仍有望维持较高增速。
- **浮法景气或维持, 光伏扩产再提速:** 供需支撑下22年浮法玻璃景气有望维持; 光伏玻璃扩产提速, 公司近期公告新建7条光伏玻璃产线。已公告在建、计划、转产项目全部达产后公司光伏玻璃产能将达日熔量16,900吨, 跻身头部梯队。此外, 公司在五大生产基地推进分布式光伏电站建设, 有望进一步降本增效。

**估值**

- 公司业绩符合预期, 我们预计2022-2024年, 公司营收分别为156.2、204.8、292.2亿元; 归母净利润分别为36.3、44.0、54.9亿元; EPS为1.35、1.64、2.04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**

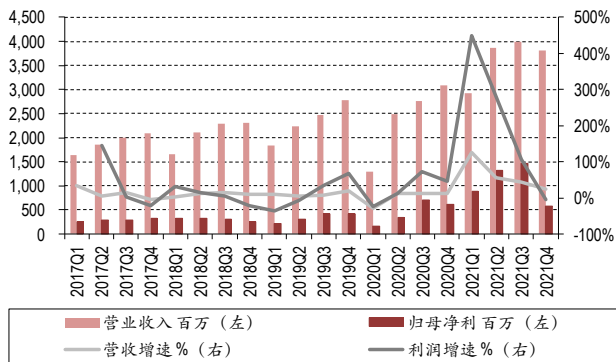
年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	9,643	14,573	15,619	20,475	29,225
变动(%)	4	51	7	31	43
净利润(人民币 百万)	1,814	4,234	3,630	4,397	5,488
全面摊薄每股收益(人民币)	0.675	1.576	1.351	1.637	2.043
变动(%)	30.8	133.4	(14.3)	21.1	24.8
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.451	1.696	
调整幅度(%)			(6.9)	(3.5)	
全面摊薄市盈率(倍)	19.5	8.3	9.7	8.0	6.4
价格/每股现金流量(倍)	17.7	11.3	9.4	6.2	4.7
每股现金流量(人民币)	0.74	1.16	1.40	2.13	2.81
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	5.9	6.4	5.3	4.3
每股股息(人民币)	0.30	0.30	0.88	1.06	1.33
股息率(%)	2.3	2.3	6.7	8.1	10.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 一、Q4 营收同增，净利同减，费用率保持稳定

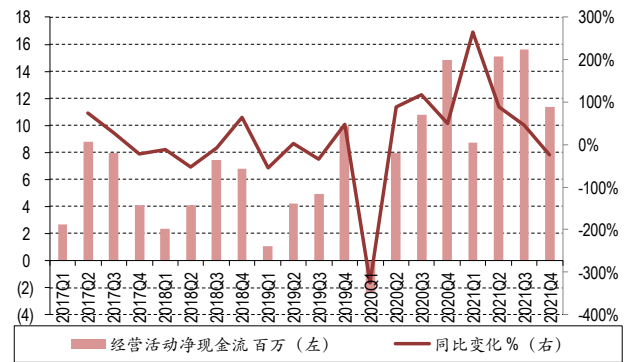
事件：公司发布 2021 年年报，全年营收 145.7 亿元，同增 51.1%；归母净利润 42.3 亿元，同增 133.4%；单四季度公司营收 38.1 亿元，同增 23.3%，归母净利润 5.8 亿元，同减 4.6%。全年公司经营活动现金流量净额为 50.7 亿元，同增 62.7%；单四季度公司经营活动现金流量净额为 11.3 亿元，同减 23.7%，主要系原燃料价格大幅上涨，增加采购支出所致。

图表 1. Q4 公司营收增长净利同减



资料来源：公司财报，中银证券

图表 2. Q4 经营活动现金净流量同减 23.7%



资料来源：公司财报，中银证券

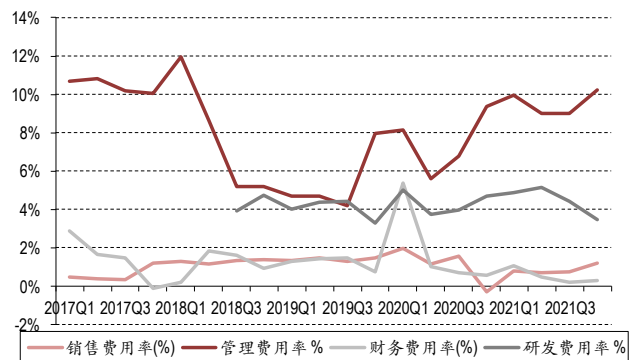
四季度毛利率、净利率均有所下滑，费用率分化：全年公司综合毛利率 50.2%，同比上升 13.0pct。单四季度公司毛利率为 37.6%，同减 4.5pct，环比下滑 20.0pct，净利率 15.1%，同减 4.7pct，环比下滑 21.7pct，四季度由于原燃料价格和浮法玻璃价格走势分化，公司利润有所承压，较三季度有所回落，但与过往年份相比仍处于较高水平。全年公司四项费用率合计 15.3%，同增 1.3pct，单四季度四项费用率 15.2%，同增 0.6pct。全年销售、管理、财务、研发费用率分别为 0.86%、9.52%、0.48%、4.44%，同比分别变动-0.04pct、2.05pct、-0.87pct、0.17pct，管理费用率增长主要由于业绩高增带来的相应计提业绩奖励、股份支付成本增加。

图表 3. Q4 毛利率、净利率同环比下滑，但对比过往年份仍处于较高水平



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. Q4 销售、管理、财务费用率上升，研发费用率下降

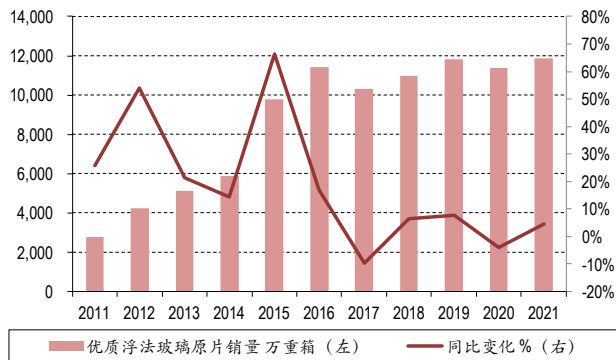


资料来源：公司财报，中银证券

## 二、浮法玻璃受益高景气，节能建筑玻璃快速放量

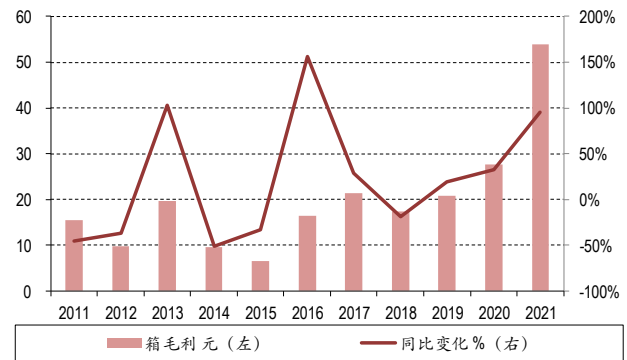
受益于 21 年浮法玻璃高景气，公司优质浮法玻璃原片业务量价齐升，利润大幅上行。2021 年受地产竣工修复、大宗商品价格波动影响，浮法玻璃原片价格呈现高位宽幅震荡，行业景气维持高位。公司全年销售优质浮法玻璃原片 11,891 万重箱，同增 4.5%。我们测算 2021 年浮法玻璃原片每重箱售价 104.2 元，同增 44.4%，上涨 32.0 元；箱成本 50.5 元，同增 11.4%，上涨 5.2 元；箱毛利 53.7 元，同增 100.0%，上涨 26.9 元。

图表 5. 全年优质浮法玻璃原片销量同增 4.5%



资料来源: 万得, 中银证券

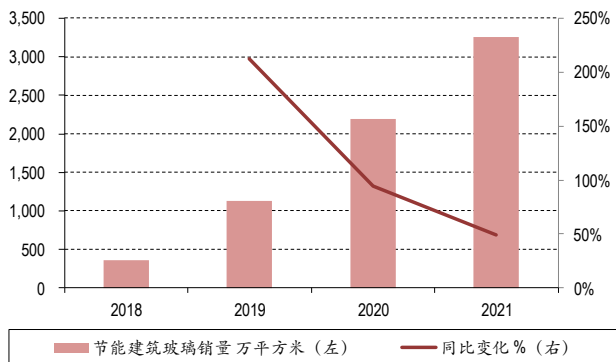
图表 6. 浮法玻璃原片箱毛利大幅上升



资料来源: 万得, 中银证券

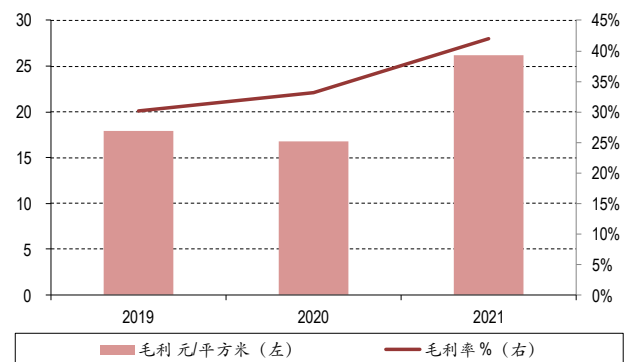
**节能建筑玻璃快速放量, 利润明显抬升。**2021 年公司节能建筑玻璃定增项目投产, 实现放量高增, 全年销售 3,260 万平方米, 同增 48.8%, 利润 8.5 亿元, 同增 131.9%, 毛利率 42.0%, 同增 8.8pct。节能建筑玻璃业务占收入的比重达 14.0%, 同增 2.5pct, 占利润比重达 11.6%, 同增 1.4pct。随着产能持续投放, 未来产销量仍有望维持较高增速。

图表 7. 全年节能建筑玻璃业务快速放量



资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 节能建筑玻璃毛利显著增长, 毛利率持续抬升



资料来源: 万得, 中银证券

### 三、浮法景气或维持, 光伏扩产再提速

**展望未来, 22 年浮法玻璃景气有望维持。**一季度受疫情和地产竣工淡季影响, 浮法玻璃原片价格持续下行, 成本高位下箱利润受到明显挤压。我们认为, 竣工需求延后但并未消失, 疫情影响恢复后, 在稳增长基调下全年需求仍有望企稳; 供给方面, 产线冷修、复产滞后于价格变动, 将对浮法玻璃价格形成支撑。根据卓创资讯, 今年以来, 已有 7 条产线放水冷修, 在产产能净减少日熔量 2,950 吨。

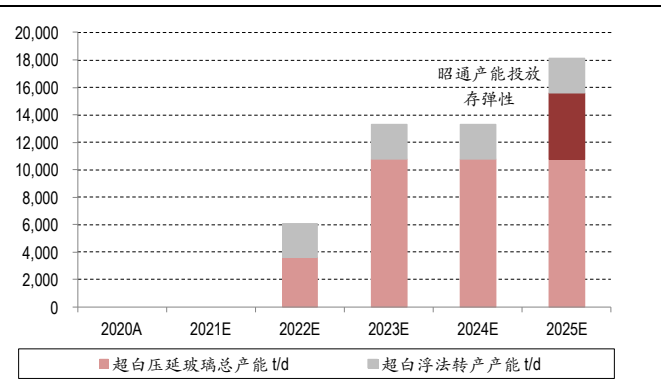
**光伏玻璃扩产提速, 公司于 3 月底 4 月初公告新建 7 条光伏玻璃产线及部分配套超白硅砂矿。**公司计划在福建漳州再新建 1 条日熔量 1,200 吨光伏玻璃产线, 在云南昭通新建 4 条日熔量 1,200 吨光伏玻璃产线以及配套超白硅砂矿, 在马来西亚沙巴州新建 2 条日熔量 1,200 吨光伏玻璃产线以及配套超白硅砂矿。已公告在建、计划、转产产线全部达产后公司光伏玻璃产能将达日熔量 16,900 吨, 跻身头部梯队。

图表 9. 公司光伏玻璃项目投产计划

基地	新增产线	新增产能	投产时间
郴州旗滨	压延生产线	日熔量 1200t/d	2022H1
绍兴旗滨	压延生产线	日熔量 1200t/d	2022H1
漳州旗滨	压延生产线	日熔量 1200t/d	2022H2
	浮法转产线	合计 2500t/d	2023H2
宁波旗滨	压延生产线	合计 2400t/d	2023H1
马来西亚	压延生产线	合计 2400t/d	2023H2
昭通旗滨	压延生产线	合计 4800t/d	三年分批建成

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 公司光伏玻璃产能趋势



资料来源：万得，中银证券

全面推进分布式光伏电站建设，有望进一步降本增效。公司计划在长兴、醴陵、郴州、天津、漳州五个生产基地投资 4.9 亿元建设屋面分布式光伏电站项目，设计装机总量年 143.02MWp。据我们测算，分布式光伏电站建成后，有望降低 60% 左右的电力成本，进一步实现降本增效。

#### 四、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 11. 2021Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q4	2021Q4	同比增长(%)
营业收入	3,088.41	3,806.78	23.26
营业税及附加	37.64	41.22	9.51
净营业收入	3,050.76	3,765.56	23.43
营业成本	1,790.78	2,376.84	32.73
销售费用	(9.61)	45.33	571.90
管理费用	443.41	520.89	17.47
财务费用	16.57	11.33	(31.60)
资产减值损失	(139.24)	(92.55)	33.54
营业利润	698.41	737.13	5.54
营业外收入	0.78	2.12	172.52
营业外支出	1.54	4.51	192.99
利润总额	697.65	734.75	5.32
所得税	97.18	163.59	68.34
少数股东损益	(2.75)	(4.33)	(57.54)
归属母公司股东净利润	603.22	575.49	(4.60)
扣除非经常性损益的净利润	579.62	561.58	(3.11)
每股收益(元)	0.22	0.21	(4.55)
扣非后每股收益(元)	0.22	0.21	(4.55)
毛利率(%)	42.02	37.56	减少 4.45 个百分点
净利率(%)	19.44	15.00	减少 4.44 个百分点
销售费用率(%)	(0.31)	1.19	增加 1.50 个百分点
管理费用率(%)	14.36	13.68	减少 0.67 个百分点
财务费用率(%)	0.54	0.30	减少 0.24 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 12. 2021 年业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020A	2021A	同比增长(%)
营业收入	9,643.44	14,572.72	51.12
营业税及附加	125.79	176.50	40.31
净营业收入	9,517.64	14,396.22	51.26
营业成本	6,049.67	7,251.67	19.87
销售费用	86.93	124.99	43.78
管理费用	1,148.89	2,034.96	77.12
财务费用	129.42	69.33	(46.43)
资产减值损失	(143.01)	(102.16)	28.57
营业利润	2,079.47	4,913.68	136.30
营业外收入	4.78	3.95	(17.28)
营业外支出	6.09	5.99	(1.59)
利润总额	2,078.16	4,911.65	136.35
所得税	268.78	690.22	156.80
少数股东损益	(4.65)	(12.10)	(160.47)
归属母公司股东净利润	1,814.02	4,233.53	133.38
扣除非经常性损益的净利润	1,713.68	4,151.65	142.26
每股收益(元)	0.68	1.58	132.35
扣非后每股收益(元)	0.64	1.55	142.19
毛利率(%)	37.27	50.24	增加 12.97 个百分点
净利率(%)	18.76	28.97	增加 10.21 个百分点
销售费用率(%)	0.90	0.86	减少 0.04 个百分点
管理费用率(%)	11.91	13.96	增加 2.05 个百分点
财务费用率(%)	1.34	0.48	减少 0.87 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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	9,643	14,573	15,619	20,475	29,225
销售成本	6,050	7,252	8,722	11,784	17,490
经营费用	934	1,689	1,795	2,314	3,536
息税折旧前利润	3,199	6,013	5,539	6,681	8,188
折旧及摊销	987	1,020	1,169	1,364	1,500
经营利润(息税前利润)	2,212	4,993	4,370	5,316	6,688
净利息收入/(费用)	(129)	(69)	(195)	(259)	(375)
其他收益/(损失)	1	1	3	3	3
税前利润	2,083	4,924	4,175	5,058	6,313
所得税	269	690	546	661	825
少数股东权益	(5)	(12)	21	27	35
净利润	1,814	4,234	3,630	4,397	5,488
核心净利润	1,813	4,233	3,626	4,393	5,484
每股收益(人民币)	0.675	1.576	1.351	1.637	2.043
核心每股收益(人民币)	0.675	1.576	1.350	1.635	2.042
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.880	1.060	1.330
收入增长(%)	4	51	7	31	43
息税前利润增长(%)	33	126	(12)	22	26
息税折旧前利润增长(%)	21	88	(8)	21	23
每股收益增长(%)	31	133	(14)	21	25
核心每股收益增长(%)	44	133	(14)	21	25

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	2,083	4,924	4,175	5,058	6,313
折旧与摊销	987	1,020	1,169	1,364	1,500
净利息费用	129	69	195	259	375
运营资本变动	(212)	121	(569)	(630)	(1,155)
税金	768	1,661	336	279	146
其他经营现金流	(1,061)	(2,480)	(1,350)	(956)	(1,123)
经营活动产生的现金流	3,118	5,073	5,095	6,633	8,367
购买固定资产净值	1,141	1,430	1,417	1,046	1,008
投资减少/增加	(14)	(1)	(5)	(5)	(5)
其他投资现金流	7	(532)	90	135	183
投资活动产生的现金流	(1,120)	(1,961)	(1,321)	(906)	(819)
净增权益	(502)	55	(0)	0	0
净增债务	(286)	(465)	1,950	0	0
支付股息	806	806	2,364	2,848	3,573
其他融资现金流	(4)	1,624	(149)	(178)	(183)
融资活动产生的现金流	(1,599)	407	(563)	(3,025)	(3,756)
现金变动	402	3,517	3,210	2,702	3,791
期初现金	847	8,696	4,425	7,635	10,337
公司自由现金流	1,998	3,112	3,773	5,727	7,547
权益自由现金流	1,707	4,271	5,574	5,549	7,364

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	8,696	4,425	7,635	10,337	14,128
应收帐款	294	329	356	487	724
库存	1,007	1,966	2,071	2,591	3,535
其他流动资产	1,124	1,900	2,400	2,400	2,400
流动资产总计	11,120	8,620	12,461	15,815	20,786
固定资产	0	8,413	9,360	9,251	8,868
无形资产	1,024	1,420	1,373	1,361	1,312
其他长期资产	1,849	2,496	1,844	1,646	1,586
长期资产总计	2,872	12,329	12,577	12,258	11,766
总资产	13,992	20,948	25,038	28,073	32,553
应付帐款	1,044	2,007	2,269	2,814	3,830
短期债务	1,268	495	495	495	495
其他流动负债	1,108	2,027	2,466	3,202	4,522
流动负债总计	3,419	4,529	5,230	6,511	8,847
长期借款	494	1,026	1,476	1,476	1,476
其他长期负债	566	1,889	3,541	3,718	3,912
股本	2,686	2,686	2,686	2,686	2,686
储备	6,827	10,818	12,105	13,681	15,631
股东权益	9,513	13,505	14,792	16,368	18,317
少数股东权益	61	158	179	206	241
总负债及权益	13,992	20,948	25,038	28,073	32,553
每股帐面价值(人民币)	3.52	4.97	5.44	6.02	6.73
每股有形资产(人民币)	4.74	7.14	8.68	9.82	11.50
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.37)	(0.38)	(0.79)	(1.73)	(3.07)

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	33.2	41.3	35.5	32.6	28.0
息税前利润率(%)	22.9	34.3	28.0	26.0	22.9
税前利润率(%)	21.6	33.8	26.7	24.7	21.6
净利率(%)	18.8	29.0	23.4	21.6	18.9
流动性					
流动比率(倍)	3.3	1.9	2.4	2.4	2.3
利息覆盖率(倍)	24.7	86.7	28.5	25.8	21.8
净权益负债率(%)	(66.9)	(7.5)	(14.4)	(28.4)	(45.0)
速动比率(倍)	3.0	1.5	2.0	2.0	1.9
估值					
市盈率(倍)	19.5	8.3	9.7	8.0	6.4
核心业务市盈率(倍)	19.5	8.3	9.7	8.0	6.4
市净率(倍)	3.7	2.6	2.4	2.2	2.0
价格/现金流(倍)	17.7	11.3	9.4	6.2	4.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	5.9	6.4	5.3	4.3
周转率					
存货周转天数	38.1	49.2	48.4	46.2	44.1
应收帐款周转天数	11.1	8.2	8.3	8.7	9.0
应付帐款周转天数	63.0	101.0	95.0	87.2	79.9
回报率					
股息支付率(%)	44.4	19.0	65.1	64.8	65.1
净资产收益率(%)	19.0	31.3	24.7	27.0	30.1
资产收益率(%)	12.9	20.2	14.6	15.8	17.0
已运用资本收益率(%)	16.3	25.4	18.7	21.0	24.0

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士，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