

600529.SH

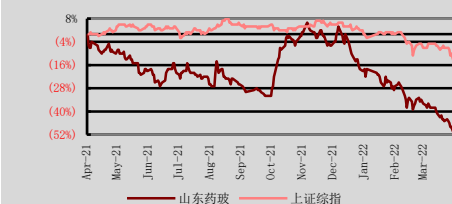
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 20.21

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	(51.9)	(25.3)	(41.3)	(50.1)
相对上证指数	(32.5)	(16.5)	(26.6)	(34.4)

发行股数 (百万)	595
流通股 (%)	100
总市值 (人民币 百万)	12,024
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	311
净负债比率 (%) (2022E)	净现金
主要股东 (%)	
山东鲁中投资有限责任公司	22

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 4 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《山东药玻: 药用玻璃龙头, 中硼硅与预灌封布局加速》20220108

《山东药玻 (600529.SH): 毛利率持续回升, 业绩小幅增长》20091020

《山东药玻 (600529.SH): 业绩平稳, 估值安全》20090819

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: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

山东药玻

高端产品销量增长显著, 新产能带来业绩弹性

公司发布 2021 年年报及一季报。2021 年公司营收 38.8 亿元, 同增 13.1%; 归母净利 5.9 亿元, 同增 4.7%, EPS0.99 元/股。2021Q4, 公司实现营收 10.7 亿元, 同降 4.1%; 归母净利 1.2 亿元, 同降 19.1%。2022Q1, 公司实现营收 10.4 亿元, 同增 12.5%; 归母净利 1.5 亿元, 同降 1.9%。公司营收基本符合预期, 利润受原材料与海运费影响低于预期。

支撑评级的要点

- 提价后毛利率稳定, 不利因素对公司利润冲击较小。四季度营收的同比下滑主要是由于 2020 年四季度高基数影响, 环比表现稳中有升。利润下滑则受到海运费上涨、原燃料价格剧增以及药品带量采购等因素影响下滑。公司四季度开始对产品进行了提价, 据了解目前落实幅度 5%-8% 之间, 基本能够覆盖成本上涨的 70%, 提价后公司毛利率水平保持稳定。
- 主营产品销量稳定增长, 高端产品增速显著: 高端产品中, 公司中硼硅模制瓶几乎实现销量翻倍; 预灌封产品销售 5000 万支, 同增 145%; 中硼硅管制瓶销售 1.88 亿支, 同增 235%; 中性硼硅安瓿瓶销售 5500 万支, 同比增长 150%。公司传统优势的主营产品销量增长持续稳健, 高端产品增长迅速, 占比逐渐提升, 公司产品结构升级值得进一步期待。
- 一致性评价持续推进, 中硼硅产品需求有望持续提升: 工信部等多部门发布的《“十四五”医药工业发展规划》进一步强调促进药用辅材包材满足仿制药一致性评价, 中硼硅产品需求有望持续提升, 公司积极布局, 有望充分受益。

估值

- 考虑公司业绩稍不及预期, 我们调整原有盈利预测。预计 2022-2024 年公司收入为 46.9、53.3、59.3 亿元; 归母净利分别为 8.1、10.3、11.4 亿元; EPS 分别为 1.35、1.73、1.92 元。维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 中硼硅模制瓶产能消化不及预期, 原材料及海运费成本上涨。

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)	3,427	3,875	4,686	5,333	5,927
变动 (%)	15	13	21	14	11
净利润 (人民币 百万)	564	591	805	1,027	1,140
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.949	0.993	1.353	1.726	1.916
变动 (%)	23.2	4.7	36.2	27.6	11.0
市场预期每股收益 (人民币)			1.380	1.740	2.120
原先预测摊薄每股收益 (人民币)			1.420	1.728	1.862
调整幅度 (%)			(4.7)	(0.1)	2.9
全面摊薄市盈率 (倍)	21.3	20.3	14.9	11.7	10.5
价格/每股现金流量 (倍)	42.9	(102.9)	48.2	15.6	24.6
每股现金流量 (人民币)	0.47	(0.20)	0.42	1.29	0.82
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	13.7	13.0	10.1	8.0	7.2
每股股息 (人民币)	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
股息率 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

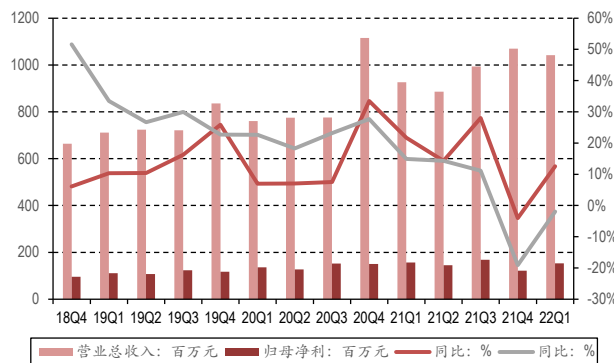
一、营收基本符合预期，提价后毛利总体稳定

单季度营收：公司发布 2021 年年报及一季报。2021 年全年公司营收 38.8 亿元，同增 13.1%；归母净利 5.9 亿元，同增 4.7%，EPS0.99 元/股。2021Q4，公司实现营收 10.7 亿元，同降 4.1%；归母净利 1.2 亿元，同降 19.1%。2022Q1，公司实现营收 10.4 亿元，同增 12.5%；归母净利 1.5 亿元，同降 1.9%。四季度公司经营活动现金净流量 3.48 亿元，同环比均有显著提升，公司现金质量仍然较好。

毛利率水平稳健，净利受费用计提习惯影响下滑：21Q4 与 22Q1 公司毛利率分别为 29.4%与 29.2%，Q4 毛利率水平环比前三个季度稳中有升，Q1 则基本持平。最近两个季度公司净利率水平分别为 11.3%与 14.7%。四季度净利率水平受到公司在四季度集中计提管理费的影响有所下滑，一季度随着费用率下降恢复正常水平。

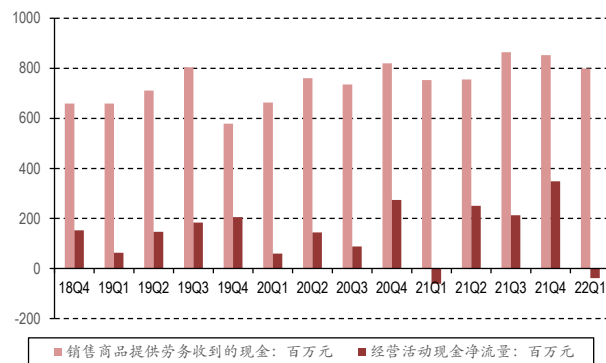
提价后毛利率稳定，不利因素对公司利润冲击减小。四季度营收的同比下滑主要是由于 2020 年四季度高基数影响，环比表现稳中有升。利润下滑则受到海运费上涨、原燃料价格剧增以及药品带量采购等因素影响下滑。公司四季度开始对产品进行了提价，据了解目前落实幅度 5%-8%之间，基本能够覆盖成本上涨的 70%，提价后公司单季度毛利率水平保持稳定。

图表 1. Q4 营收下滑主要是高基数效应影响



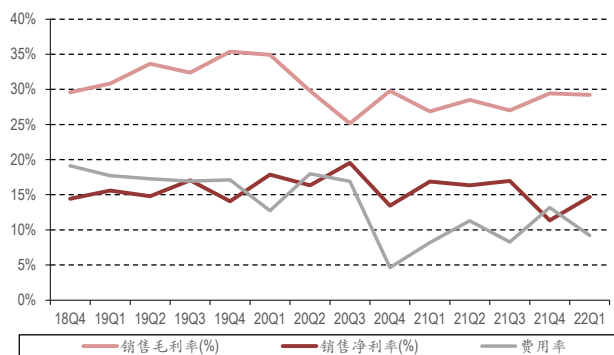
资料来源：公司财报，中银证券

图表 2. Q4 现金流同环比均显著增长



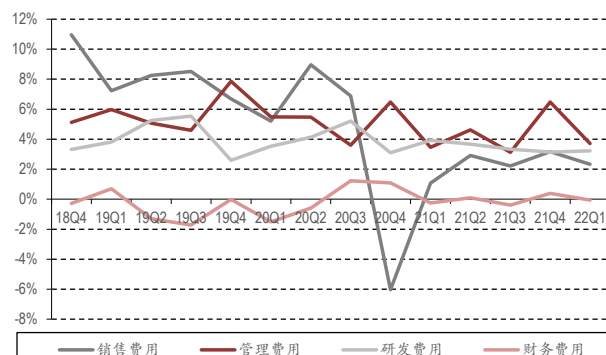
资料来源：公司财报，中银证券

图表 3. 毛利率表现平稳，Q4 净利率受费用影响下滑



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 4. Q4 管理费用率惯性上升

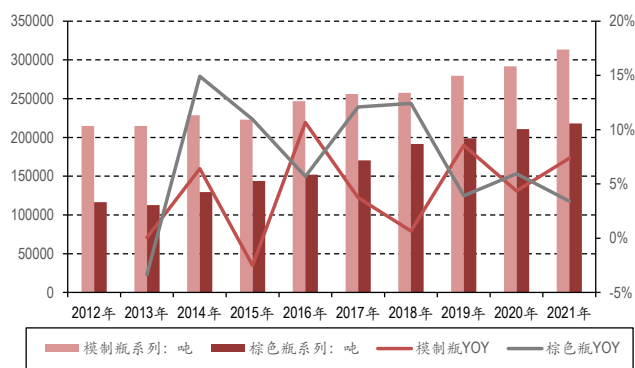


资料来源：公司财报，中银证券

二、高端产品销量增长较快，产品结构升级值得期待

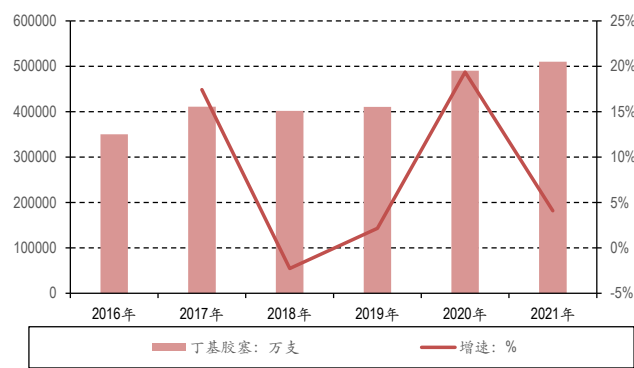
主营产品销量稳定增长，高端产品增速显著：2021 年全年公司实现模制瓶销量 31.32 万吨，同增 7.4%；棕色瓶销量 21.8 万吨，同增 3.4%。换算成支后，公司模制瓶实现 10% 以上的销量增长，棕色瓶则销售 30 亿支，同比增长 13%。丁基胶塞、管瓶、安瓿、塑料铝盖产品销量分别有 4.1%/5.5%/2.6%/19.7% 的销量增速。根据公司公告，高端产品中，公司中硼硅模制瓶几乎实现销量翻倍；预灌封产品销售 5000 万支，同增 145%；中硼硅管制瓶销售 1.88 亿支，同增 235%；中性硼硅安瓿瓶销售 5500 万支，同比增长 150%。公司传统优势的主营产品销量增长持续稳健，高端产品增长迅速，占比逐渐提升，公司产品结构升级值得进一步期待。

图表 5. 公司两大主营产品销量增长稳定



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 丁基胶塞销售 51.0 亿支，同增 4.1%



资料来源：公司财报，中银证券

三、中硼硅与预灌封布局持续加速，盈利弹性可期

产线建设进展顺利，产品高端化稳步推进：公司 2021 年 4 月公告持续扩大预灌封产能规模，预计 2021-2024 年间预灌封产能分别达到 6758/9762/39200/58900 万支，据了解目前产能建设顺利，且 2021 年预灌封销售符合预期，预灌封产品带来的盈利弹性可期。公司在 2021 年先后点火了三个中硼硅模制瓶炉窑，目前产销两旺，2022 年产能完全释放的情况下盈利增长可期。

新产品开发顺利，市场增量有保障：2021 年，公司共评审新产品 414 款，打样后送样 308 款，确认样品 206 款，为市场增量提供了保障。2021 年申请专利 33 项，获得国家知识产权专利授权 27 项，同时开展了企业知识产权体系认证工作。

一致性评价持续推进，中硼硅产品需求有望持续提升：工信部等多部门发布的《“十四五”医药工业发展规划》进一步强调促进药用辅材包材满足仿制药一致性评价，中硼硅等高端产品需求有望持续提升。

四、风险提示

中硼硅模制瓶产能消化不及预期，原材料及海运费成本上涨。

图表 7. 2021Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q4	2021Q4	同比增长(%)
营业收入	1,115.16	1,069.78	(4.07)
营业税及附加	8.10	8.38	3.52
净营业收入	1,107.06	1,061.40	(4.12)
营业成本	848.80	754.89	(11.06)
销售费用	(67.21)	33.95	150.51
管理费用	106.81	102.97	(3.60)
财务费用	12.11	4.11	(66.04)
资产减值损失	(39.88)	(29.26)	26.63
营业利润	175.14	146.23	(16.51)
营业外收入	2.50	9.56	282.33
营业外支出	17.83	18.80	5.44
利润总额	159.81	136.99	(14.28)
所得税	9.72	15.58	60.28
少数股东损益			
归属母公司股东净利润	150.09	121.40	(19.11)
扣除非经常性损益的净利润	553.41	572.24	3.40
每股收益(元)	0.25	0.20	(20.00)
扣非后每股收益(元)	0.93	0.96	3.23
毛利率(%)	23.89	29.43	增加 5.55 个百分点
净利率(%)	13.46	11.35	减少 2.11 个百分点
销售费用率(%)	(6.03)	3.17	增加 9.20 个百分点
管理费用率(%)	9.58	9.63	增加 0.05 个百分点
财务费用率(%)	1.09	0.38	减少 0.70 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 2021 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020	2021	同比增长(%)
营业收入	3,427.07	3,875.30	13.08
营业税及附加	33.80	32.59	(3.58)
净营业收入	3,393.27	3,842.71	13.25
营业成本	2,277.07	2,727.56	19.78
销售费用	95.35	91.77	(3.75)
管理费用	318.21	309.01	(2.89)
财务费用	5.70	(1.31)	(123.00)
资产减值损失	(49.22)	(35.28)	28.32
营业利润	677.25	698.29	3.11
营业外收入	7.27	17.50	140.75
营业外支出	31.04	27.08	(12.77)
利润总额	653.48	688.72	5.39
所得税	89.04	97.63	9.64
少数股东损益			
归属母公司股东净利润	564.44	591.09	4.72
扣除非经常性损益的净利润	(295.25)	(283.66)	3.93
每股收益(元)	0.95	0.99	4.21
扣非后每股收益(元)	(0.50)	(0.48)	4.00
毛利率(%)	33.56	29.62	减少 3.94 个百分点
净利率(%)	16.47	15.25	减少 1.22 个百分点
销售费用率(%)	2.78	2.37	减少 0.41 个百分点
管理费用率(%)	9.29	7.97	减少 1.31 个百分点
财务费用率(%)	0.17	(0.03)	减少 0.20 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 2022Q1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q1	2022Q1	同比增长(%)
营业收入	926.09	1,042.15	12.53
营业税及附加	7.49	10.10	34.91
净营业收入	918.60	1,032.05	12.35
营业成本	670.91	737.71	9.96
销售费用	9.91	24.23	144.62
管理费用	68.38	72.34	5.80
财务费用	(2.36)	(0.65)	72.62
资产减值损失	20.71	(5.62)	(127.16)
营业利润	186.07	187.39	0.71
营业外收入	1.05	1.07	1.95
营业外支出	1.22	4.72	285.18
利润总额	185.90	183.75	(1.15)
所得税	29.67	30.55	2.96
少数股东损益			
归属母公司股东净利润	156.23	153.20	(1.93)
扣除非经常性损益的净利润	150.89	151.98	0.72
每股收益(元)	0.26	0.26	0.00
扣非后每股收益(元)	0.25	0.26	4.00
毛利率(%)	27.55	29.21	增加 1.66 个百分点
净利率(%)	16.87	14.70	减少 2.17 个百分点
销售费用率(%)	1.07	2.33	增加 1.26 个百分点
管理费用率(%)	7.38	6.94	减少 0.44 个百分点
财务费用率(%)	(0.25)	(0.06)	增加 0.19 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	3,427	3,875	4,686	5,333	5,927
销售成本	2,277	2,728	3,152	3,485	3,850
经营费用	447	433	551	592	676
息税折旧前利润	877	928	1,193	1,496	1,676
折旧及摊销	218	241	248	287	328
经营利润(息税前利润)	659	687	945	1,210	1,348
净利息收入/(费用)	(6)	1	1	(1)	(7)
其他收益/(损失)	(7)	3	0	0	0
税前利润	653	689	947	1,208	1,341
所得税	89	98	142	181	201
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	564	591	805	1,027	1,140
核心净利润	572	588	805	1,027	1,140
每股收益(人民币)	0.949	0.993	1.353	1.726	1.916
核心每股收益(人民币)	0.961	0.988	1.353	1.726	1.916
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
收入增长(%)	15	13	21	14	11
息税前利润增长(%)	25	4	38	28	11
息税折旧前利润增长(%)	26	6	29	25	12
每股收益增长(%)	23	5	36	28	11
核心每股收益增长(%)	27	3	37	28	11

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	653	689	947	1,208	1,341
折旧与摊销	218	241	248	287	328
净利息费用	6	(1)	(1)	1	7
运营资本变动	293	(72)	434	320	272
税金	80	166	145	182	219
其他经营现金流	(99)	(416)	(253)	(324)	(377)
经营活动产生的现金流	566	750	651	1,033	1,247
购买固定资产净值	534	806	401	264	757
投资减少/增加	(248)	64	0	0	0
其他投资现金流	0	2	0	0	0
投资活动产生的现金流	(286)	(867)	(401)	(264)	(757)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	697	0
支付股息	178	178	178	178	178
其他融资现金流	0	0	1	(1)	(6)
融资活动产生的现金流	(178)	(178)	(177)	517	(185)
现金变动	87	(302)	72	1,286	305
期初现金	1,155	1,182	994	1,067	2,353
公司自由现金流	280	(117)	249	769	490
权益自由现金流	280	(117)	251	1,464	483

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	1,182	994	1,067	2,353	2,657
应收帐款	834	1,019	1,599	2,051	2,456
库存	749	878	926	961	990
其他流动资产	314	369	369	369	369
流动资产总计	3,079	3,261	3,961	5,733	6,473
固定资产	1,798	2,214	2,630	2,654	3,044
无形资产	203	198	192	185	179
其他长期资产	476	662	406	367	413
长期资产总计	2,477	3,074	3,228	3,206	3,636
总资产	5,557	6,335	7,189	8,939	10,108
应付帐款	996	1,436	1,598	1,726	1,866
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	245	169	200	238	261
流动负债总计	1,241	1,605	1,799	1,964	2,128
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	60	60	94	830	874
股本	595	595	595	595	595
储备	3,661	4,075	4,702	5,550	6,512
股东权益	4,256	4,670	5,297	6,145	7,107
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	5,557	6,335	7,189	8,939	10,108
每股帐面价值(人民币)	7.15	7.85	8.90	10.33	11.94
每股有形资产(人民币)	8.95	10.26	11.71	14.66	16.63
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.89)	(1.57)	(1.63)	(2.56)	(3.00)

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(%)	25.6	23.9	25.5	28.1	28.3
息税前利润率(%)	19.2	17.7	20.2	22.7	22.7
税前利润率(%)	19.1	17.8	20.2	22.7	22.6
净利率(%)	16.5	15.3	17.2	19.3	19.2
流动性					
流动比率(倍)	2.5	2.0	2.2	2.9	3.0
利息覆盖率(倍)	153.9	708.0	847.4	1093.7	255.0
净权益负债率(%)	(26.4)	(20.0)	(18.4)	(24.8)	(25.1)
速动比率(倍)	1.9	1.5	1.7	2.4	2.6
估值					
市盈率(倍)	21.3	20.3	14.9	11.7	10.5
核心业务市盈率(倍)	21.0	20.5	14.9	11.7	10.5
市净率(倍)	2.8	2.6	2.3	2.0	1.7
价格/现金流(倍)	42.9	(102.9)	48.2	15.6	24.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.7	13.0	10.1	8.0	7.2
周转率					
存货周转天数	79.8	82.7	72.2	65.7	61.0
应收帐款周转天数	88.8	96.0	124.6	140.3	151.3
应付帐款周转天数	159.6	192.1	185.1	180.8	176.9
回报率					
股息支付率(%)	31.6	30.2	22.2	17.4	15.7
净资产收益率(%)	13.3	12.7	15.2	16.7	16.0
资产收益率(%)	10.2	9.3	11.2	11.5	11.3
已运用资本收益率(%)	13.2	12.5	14.9	14.7	14.4

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