

601636.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 8.04

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	(30.7)	(12.0)	(3.5)	(29.4)
相对上证综指	(30.1)	(6.6)	0.1	(25.2)

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)	21,575.35
3个月日均交易额 (人民币 百万)	335.93
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8月28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

证券分析师: 林祁楨

qizhen.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523080001

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

Q2 利润转好, 旺季将至, 需求待验证

公司发布23年中报, 23H1 营收 68.8 亿元, 同增 6.1%, 归母净利 6.5 亿元, 同减 40.0%, EPS0.24 元, 同减 40.0%。23Q2 营收 37.5 亿元, 同增 9.5%, 归母净利 5.3 亿元, 同减 4.1%。供需博弈下 23Q2 以来玻璃利润大幅改善, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **23Q2 利润修复。**公司 23H1 营收 68.8 亿元, 同增 6.1%, 归母净利 6.5 亿元, 同减 40.0%, EPS0.24 元, 同减 40.0%。23Q2 营收 37.5 亿元, 同增 9.5%, 归母净利 5.3 亿元, 同减 4.1%。Q2 以来原片涨价和原料下跌使得毛利率基本回到 22 年同期水平。
- **供需博弈延续, 行业利润改善。**供给方面, 根据国家统计局数据, 23Q2 平板玻璃累计产量 2.4 亿重箱, 同减 8.5%, 23Q 以来玻璃价格企稳上行的同时, 原材料压力减轻, 利润持续改善。但传统旺季在即, 原片利润水平维持下, 前期观望产线逐渐点火, 目前行业整体开工率已达 22 年 10 月以来较高水平。需求方面, 截至 8 月 25 日, 库存绝对值仍在 4,000 万重箱左右, 从库存历史表现看当前或为年内库存低点, 四季度传统金九银十将检验实际需求水平。
- **内外兼修, 动能充足。优化管理, 降本增效。**上半年公司持续精细化管理, 提升生产运营水平、产品质量水平。此外, 公司持续提升原料端、燃料端、加工端管理, 实现降本增效。**积极回购, 稳定分红。**公司于报告期内实施回购和现金分红, 持续回报股东。**推进战略规划。**报告期内公司点火投产 2 条光伏玻璃产线, 在建 6 条光伏玻璃生产线、2 条高性能电子玻璃生产线, 正在筹建 2 条高性能电子玻璃生产线、2 条中性硼硅药用玻璃生产线。随着公司产品矩阵逐渐丰富, 有望通过品类、规模扩张持续发展。

估值

- 考虑 Q4 行业景气或难维持, 部分下调盈利预测, 预计 2023-2025 年, 公司营收分别为 189.0、256.0、347.8 亿元; 归母净利润分别为 17.5、24.1、34.7 亿元; EPS 为 0.65、0.90、1.29 元, 市盈率 12.4、9.0、6.2 倍, 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	18,898	25,599	34,783
增长率(%)	51.1	(8.6)	42.0	35.5	35.9
EBITDA(人民币 百万)	5,902	2,402	3,306	4,416	5,916
归母净利润(人民币 百万)	4,234	1,317	1,746	2,406	3,465
增长率(%)	133.4	(68.9)	32.6	37.8	44.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.58	0.49	0.65	0.90	1.29
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.77	1.08	1.43
调整幅度(%)			(15.58)	(16.67)	(9.79)
市盈率(倍)	5.1	16.4	12.4	9.0	6.2
市净率(倍)	1.6	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA(倍)	7.7	15.8	7.1	5.3	3.2
每股股息 (人民币)	0.8	0.3	0.3	0.5	0.7
股息率(%)	4.7	2.2	4.1	5.7	8.2

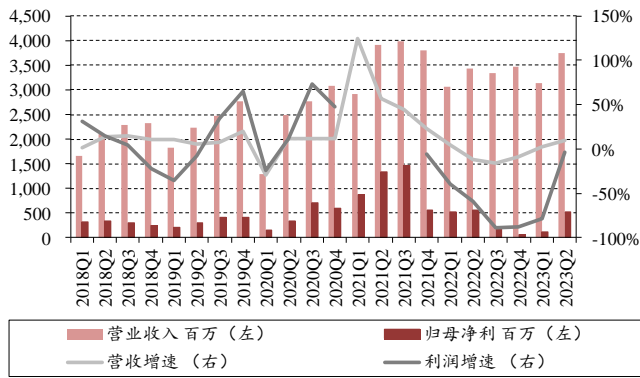
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、Q2 利润修复

事件：公司 23H1 营收 68.8 亿元，同增 6.1%，归母净利 6.5 亿元，同减 40.0%，EPS0.24 元，同减 40.0%。23Q2 营收 37.5 亿元，同增 9.5%，归母净利 5.3 亿元，同减 4.1%。Q2 以来原片涨价和原料下跌使得毛利率基本回到 22 年同期水平。23H1 经营现金净额为 3.5 亿元，同减 40.0%，23Q2 经营现金净额为 4.5 亿元，同减 27.6%。

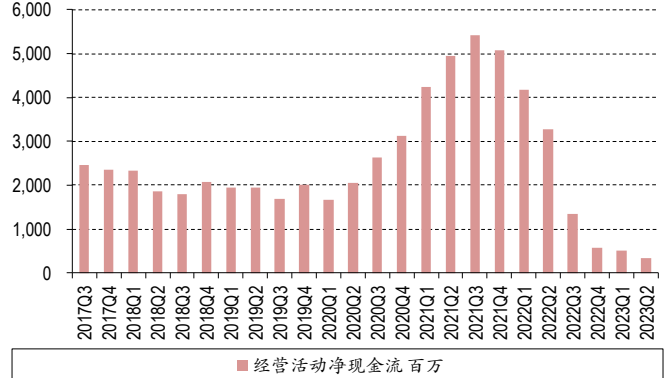
23H1 累计公司生产各类原片 5,691 万重箱，同增 6.6%，销售各类原片 5,369 万重箱，同增 5.3%，产销率达 94.3%，同减 1.2pct，报告期内光伏产线点火，拉动产销增长。

图表 1. 23Q2 营收利润环比改善



资料来源：公司公告，中银证券

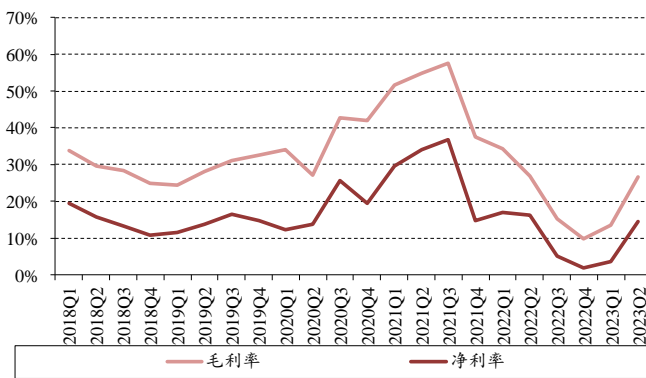
图表 2. ttm 口径下经营活动现金净流量降幅较大



资料来源：公司公告，中银证券

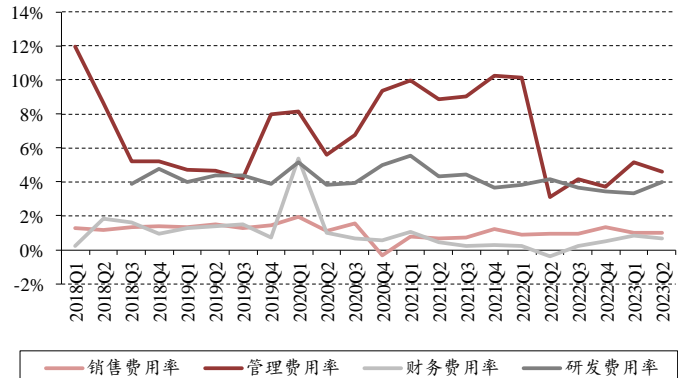
23Q2 毛利率、净利率环比改善：23H1 公司综合毛利率 20.7%，同减 9.7pct，净利率 9.5%，同减 7.2pct；23Q2 毛利率 26.7%，同减 0.1pct，环增 13.3pct，净利率 14.4%，同减 2.0pct，环增 10.8pct。原料压力减轻，使得利润率回升。23H1 公司四项费用率 10.3%，同减 1.0pct，23Q2 四项费用率 10.2%，同增 2.4pct，环降 0.1pct。

图表 3. 23Q2 毛利率、净利率环比改善



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 23Q2 四项费用率同增环降



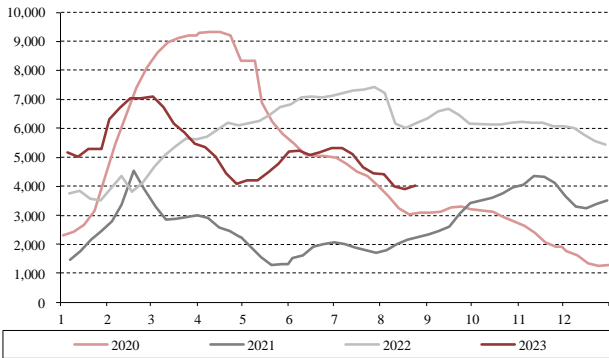
资料来源：公司公告，中银证券

二、供需博弈延续，行业利润改善

供给方面，根据国家统计局数据，23Q2 平板玻璃累计产量 2.4 亿重箱，同减 8.5%，我们根据卓创资讯、隆众资讯数据测算，截至 2023 年 8 月 28 日，22 年以来浮法玻璃产能净减少日熔量 6,320 吨。23Q2 玻璃价格企稳上行的同时，原材料压力减轻，利润持续改善。7 月份以来行业有较多产线复产，传统旺季在即，原片利润水平维持下，前期观望产线逐渐点火，目前行业整体开工率已达 22 年 10 月以来较高水平。

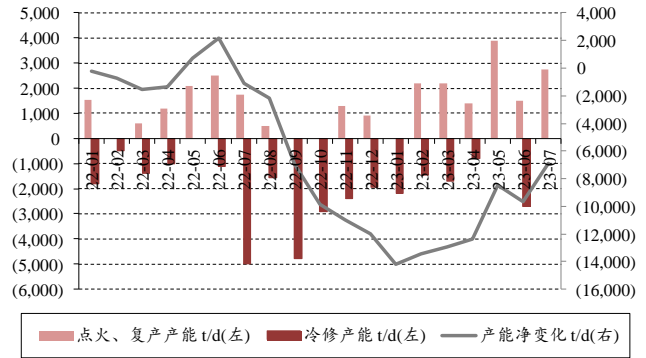
需求方面，截至8月25日，库存绝对值仍在4,000万重箱左右，对应库存天数约16天，当前时点看，下游贸易商、加工厂在旺季来临前备货积极性高，后续仍有一定的去库可能，但从库存历史表现看当前或为年内库存低点，四季度传统金九银十将检验实际需求水平。

图表 5. 旺季在即，当前库存或为年内低点（单位：天）



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 6. 23Q2 以来行业点火、复产产线增加

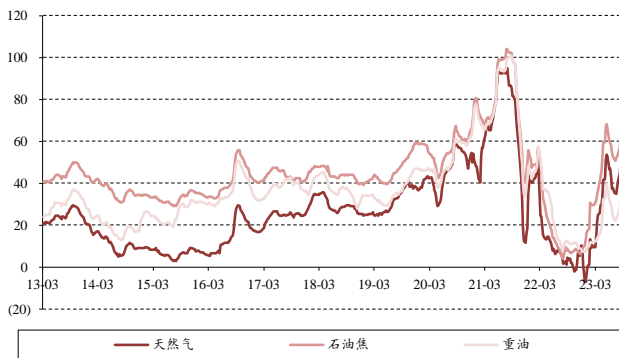


资料来源：卓创资讯，隆众资讯，中银证券

三、Q2 行业利润大幅改善

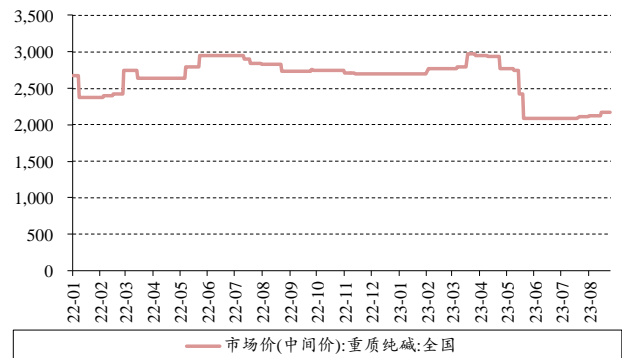
行业去库支撑原片价格，使得利润维持在较好水平。原料方面，纯碱现货价格在五月份后快速下降至吨 2100 元水平，后市看，随着夏季检修推进，短期内产能损失使得行业库存持续探底，近期纯碱期货已迎来逼空行情，随着库存持续新低，现货价格在库存支撑下或仍将短期走强。燃料方面，根据测算，23Q2 天然气、石油焦、重油三种燃料产线的纯碱+燃料成本平均价差目前分别达到 35.5、51.0、25.0 元/重箱，天然气、石油焦、重油三种燃料产线的纯碱+燃料成本价差目前分别达到 47.0、60.7、32.1 元/重箱，行业利润水平仍较好，随着 7 月复产产线在 8 月中下旬后投放产能，后续仍应密切关注供给侧增量和需求侧去库情况。

图表 7. 23Q2 以来三种燃料产线成本价差快速恢复至 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. 5 月份后纯碱价格快速下降至吨 2100 元水平



资料来源：万得，中银证券

四、内外兼修，发展动能充足

优化管理，降本增效。上半年公司持续精细化管理，提升生产运营水平，通过寻标对标，持续提升产品质量，建立工艺标准。此外，公司持续提升原料端、燃料端、加工端管理，实现降本增效。

积极回购，稳定分红。公司于2023年5月披露新一期股份回购计划，报告期内累计回购306.6万股；公司于2023年7月实施2022年年度现金分红，现金分红比例达50.8%，持续回报股东。

推进战略规划，加快规模发展。报告期内公司点火投产2条光伏玻璃产线，在建6条光伏玻璃生产线、2条高性能电子玻璃生产线，正在筹建2条高性能电子玻璃生产线、2条中性硼硅药用玻璃生产线。随着公司产品矩阵逐渐丰富，有望通过品类、规模扩张持续发展。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. 2023Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q2	2023Q2	同比增长(%)
营业收入	3,429.24	3,754.23	9.48
营业税及附加	35.61	44.11	23.88
净营业收入	3,393.63	3,710.12	9.33
营业成本	2,509.53	2,751.91	9.66
销售费用	31.34	37.43	19.42
管理费用	248.97	321.05	28.96
财务费用	(12.55)	25.15	300.39
资产减值损失	(8.63)	(4.46)	48.28
营业利润	634.80	608.83	(4.09)
营业外收入	2.87	1.81	(37.00)
营业外支出	0.49	1.84	271.81
利润总额	651.45	610.20	(6.33)
所得税	91.02	70.50	(22.54)
少数股东损益	3.28	5.15	57.17
归属母公司股东净利润	557.15	534.54	(4.06)
扣除非经常性损益的净利润	518.32	496.90	(4.13)
每股收益(元)	0.21	0.20	(4.76)
扣非后每股收益(元)	0.19	0.19	0.00
毛利率(%)	26.82	26.70	减少 0.12 个百分点
净利率(%)	16.34	14.38	减少 1.97 个百分点
销售费用率(%)	0.91	1.00	增加 0.08 个百分点
管理费用率(%)	3.12	4.57	增加 1.45 个百分点
研发费用率(%)	4.14	3.98	减少 0.16 个百分点
财务费用率(%)	(0.37)	0.67	增加 1.04 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 2023H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022H1	2023H1	同比增长(%)
营业收入	6,492.21	6,884.99	6.05
营业税及附加	67.87	76.53	12.76
净营业收入	6,424.33	6,808.45	5.98
营业成本	4,518.60	5,462.72	20.89
销售费用	57.98	68.37	17.92
管理费用	416.70	333.36	(20.00)
财务费用	(4.98)	51.41	1,132.86
资产减值损失	(16.66)	(4.90)	70.60
营业利润	1,233.34	729.94	(40.82)
营业外收入	4.46	4.69	5.16
营业外支出	1.32	3.64	176.25
利润总额	1,256.29	732.63	(41.68)
所得税	174.32	79.99	(54.11)
少数股东损益	2.79	5.45	95.24
归属母公司股东净利润	1,079.17	647.19	(40.03)
扣除非经常性损益的净利润	1,001.81	561.56	(43.95)
每股收益(元)	0.40	0.24	(40.00)
扣非后每股收益(元)	0.37	0.21	(43.24)
毛利率(%)	30.40	20.66	减少 9.74 个百分点
净利率(%)	16.67	9.48	减少 7.19 个百分点
销售费用率(%)	0.89	0.99	增加 0.10 个百分点
管理费用率(%)	6.42	4.84	减少 1.58 个百分点
研发费用率(%)	3.98	3.68	减少 0.30 个百分点
财务费用率(%)	(0.08)	0.75	增加 0.82 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	18,898	25,599	34,783
营业收入	14,573	13,313	18,898	25,599	34,783
营业成本	7,252	10,488	14,553	19,520	26,329
营业税金及附加	177	136	246	333	452
销售费用	125	137	227	384	522
管理费用	1,388	684	945	1,280	1,739
研发费用	647	500	945	1,280	1,739
财务费用	69	21	73	132	116
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	9	(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	2,003	2,760	3,975
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	2,007	2,765	3,983
所得税	690	111	261	359	518
净利润	4,221	1,324	1,746	2,406	3,465
少数股东损益	(12)	7	0	0	0
归母净利润	4,234	1,317	1,746	2,406	3,465
EBITDA	5,902	2,402	3,306	4,416	5,916
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.58	0.49	0.65	0.90	1.29

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	9,878	12,811	16,921
货币资金	4,434	3,326	4,722	6,396	8,691
应收账款	251	796	254	884	275
应收票据	49	292	192	78	269
存货	1,966	1,959	3,297	3,752	5,756
预付账款	255	217	430	437	733
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,645	1,132	984	1,263	1,196
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	26,347	30,320	34,863
流动负债	4,529	5,764	9,613	12,191	16,196
短期借款	495	1,058	2,196	3,719	3,422
应付账款	1,556	1,837	2,871	3,444	5,074
其他流动负债	2,478	2,869	4,546	5,027	7,700
非流动负债	2,915	5,745	2,953	3,169	2,006
长期借款	1,026	3,668	970	1,139	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	12,566	15,359	18,202
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	13,455	14,635	16,334
负债和股东权益合计	20,948	24,434	26,347	30,320	34,863

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	1,746	2,406	3,465
折旧摊销	1,020	1,100	1,373	1,664	1,965
营运资金变动	558	(616)	2,069	(265)	2,518
其他	(726)	(1,241)	428	(52)	208
经营活动现金流	5,073	568	5,616	3,753	8,157
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	14	0	0
投资活动现金流	(1,961)	(2,885)	(1,522)	(2,500)	(2,500)
银行借款	(241)	3,205	(1,560)	1,692	(1,436)
股权融资	(284)	(2,413)	(890)	(1,226)	(1,766)
其他	932	329	(248)	(45)	(160)
筹资活动现金流	407	1,121	(2,698)	421	(3,362)
净现金流	3,520	(1,196)	1,396	1,674	2,295

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)	42.0	35.5	35.9
营业利润增长率(%)	136.3	(71.1)	41.0	37.7	44.0
归属于母公司净利润增长率(%)	133.4	(68.9)	32.6	37.8	44.1
息税前利润增长率(%)	133.7	(73.3)	48.5	42.4	43.6
息税折旧前利润增长率(%)	91.9	(59.3)	37.6	33.6	34.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	133.4	(68.9)	32.6	37.8	44.1
获利能力					
息税前利润率(%)	33.5	9.8	10.2	10.8	11.4
营业利润率(%)	33.7	10.7	10.6	10.8	11.4
毛利率(%)	50.2	21.2	23.0	23.7	24.3
归母净利润率(%)	29.1	9.9	9.2	9.4	10.0
ROE(%)	31.7	10.5	13.0	16.4	21.2
ROIC(%)	31.7	5.9	10.8	14.1	24.9
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
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	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.9	1.1
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	8.0	8.1	8.2
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	0.4	0.5	0.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.6	0.5	0.7	0.9	1.3
每股经营现金流(最新摊薄)	1.9	0.2	2.1	1.4	3.0
每股净资产(最新摊薄)	5.0	4.7	5.0	5.5	6.1
每股股息	0.8	0.3	0.3	0.5	0.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	5.1	16.4	12.4	9.0	6.2
P/B(最新摊薄)	1.6	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.7	15.8	7.1	5.3	3.2
价格/现金流(倍)	4.3	38.0	3.8	5.7	2.6

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任何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转载或转发的，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