

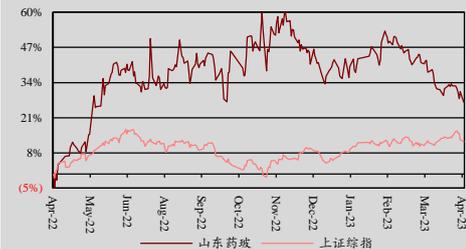
600529.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 25.27

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	(9.1)	(8.1)	(11.2)	15.7
相对上证综指	(14.2)	(8.4)	(11.6)	9.6

发行股数 (百万)	663.61
流通股 (百万)	594.97
总市值 (人民币 百万)	16,769.53
3个月日均交易额 (人民币 百万)	192.72
主要股东	
山东鲁中投资有限责任公司	19.5

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2023年4月24日收市价为标准

相关研究报告

《山东药玻》20221121
 《山东药玻》20221102
 《山东药玻》20220830

 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: 药用玻璃
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: 郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122060027

联系人: 林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

联系人: 杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030023

山东药玻

如何看待成本侵蚀与产品结构升级的矛盾?

公司于4月24日发布2022年年报及2023年一季报, 报表反应出公司当前主要矛盾是成本压力侵蚀利润, 与产品结构升级带来利润水平提升的矛盾。我们认为外部的成本压力是暂时的, 产品结构升级是内生可持续的, 仍然看好公司成长性, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **收入与利润均持续增长, 现金支出增加。**公司2022年全年实现营业收入41.87亿元, 同增8.05%; 归母净利6.18亿元, 同增4.60%。2023年一季度实现营业收入12.37亿元, 同增18.66%; 归母净利1.67亿元, 同增8.69%。2022年全年公司销售商品提供劳务的现金流入共37.17亿元, 经营活动现金净流量2.52亿元, 现金净流量较2021年减少较多, 主因原材料成本上升, 经营活动现金支出增量较大。2023年一季度销售商品提供劳务的现金流入共10.75亿元, 经营活动现金净流量2.11亿元, 一季度现金净流量表现较好。
- **成本压力侵蚀利润, 产品结构升级的改善被暂时掩盖。**我们分析公司年报认为, 产品结构升级与成本压力的矛盾是影响当前公司业绩的核心因素。当前公司主要的原燃料成本纯碱、五水硼砂、煤炭等原燃料价格均处于相对高位, 我们测算一季度纯碱市场均价2779.19元/吨, 同比上涨235.28元/吨, 仅纯碱就侵蚀了公司较多利润。而另一方面, 公司内生的成长性即在于中硼硅产品替代普通钠钙产品的趋势仍然在进行中。中硼硅产品单价更高, 利润率也更高, 我们认为中硼硅产品占比的提升是模制瓶产品相对于其他玻璃产品毛利率韧性更高的核心原因。
- **未来展望: 成本压力是暂时的, 内生增长是长期的。**纯碱期货价格已显示下降趋势, 后续纯碱现货价格或随之下行。而随着集采、一致性评价与关联审评政策的推行, 中短期内药用玻璃产品升级, 中硼硅替代钠钙玻璃, 从而带来综合毛利率的提升; 长期看, 我国药品安全的要求不断提升, 药包材质量的持续升级为公司带来更长期的成长性。

估值

- 根据公司年报及一季报, 我们下调公司盈利预测。预计2023-2025年公司实现营收47.94、54.31、63.02亿元; 归母净利7.83、9.32、11.47亿元; 每股收益分别为1.18、1.40、1.73元, 对应市盈率21.4、18.0、14.6倍。

评级面临的主要风险

- 风险提示: 中硼硅需求不及预期, 成本持续高位。

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)	3,875	4,187	4,794	5,431	6,302
增长率(%)	13.1	8.1	14.5	13.3	16.1
EBITDA(人民币 百万)	906	940	1,130	1,395	1,732
归母净利润(人民币 百万)	591	618	783	932	1,147
增长率(%)	4.7	4.6	26.6	19.0	23.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.89	0.93	1.18	1.40	1.73
前次预测每股收益(人民币)			1.43	1.59	
调整幅度(%)			(17.5)	(11.7)	
市盈率(倍)	28.4	27.1	21.4	18.0	14.6
市净率(倍)	3.6	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA(倍)	27.3	17.1	11.5	9.9	7.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主基调：量减、价增、成本提升，收入与利润小幅增长

收入与利润均持续增长，现金支出增加。公司 2022 年全年实现营业收入 41.87 亿元，同增 8.05%；归母净利 6.18 亿元，同增 4.60%。2023 年一季度实现营业收入 12.37 亿元，同增 18.66%；归母净利 1.67 亿元，同增 8.69%。2022 年全年公司销售商品提供劳务的现金流入共 37.17 亿元，经营活动现金净流量 2.52 亿元，现金净流量较 2021 年减少较多，主因原材料成本上升，经营活动现金支出增量较大。2023 年一季度销售商品提供劳务的现金流入共 10.75 亿元，经营活动现金净流量 2.11 亿元，一季度现金净流量表现较好。

图表 1. 2022 年公司收入利润均下滑



资料来源：公司公告，中银证券

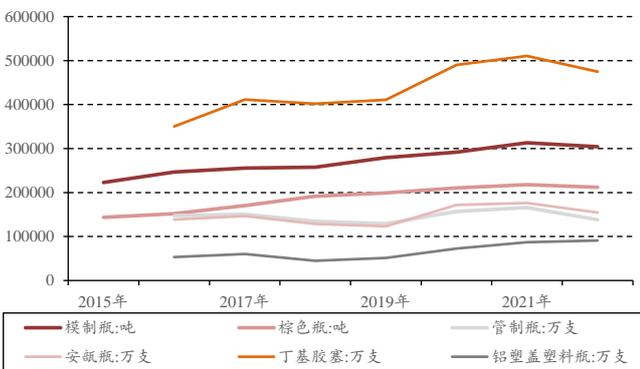
图表 2. 四季度收到现金增加，净现金流较弱



资料来源：公司公告，中银证券

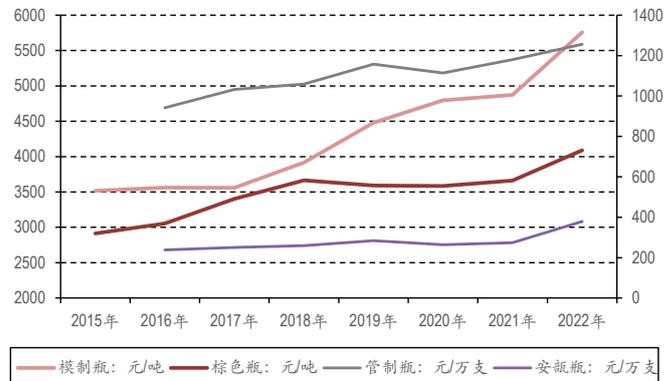
价本均上升，销量有所下降。2022 年公司主要产品销量有所下降。销量下降：公司六大产品系列中，模制瓶、棕色瓶、管制瓶、安瓿瓶、丁基胶塞和铝塑盖塑料瓶的销售量分别同比 -2.94/-2.78/-16.72/-12.29/-7.03/4.39%。仅铝塑盖塑料瓶实现销量增长，其余产品销量均有所回落。价格上涨：我们测算山东药玻主要产品价格均有所上涨，模制瓶、棕色瓶、管制瓶、安瓿瓶、丁基胶塞、铝塑盖塑料瓶的单位价格分别同比 18.17/11.65/6.50/38.54/4.24/7.12%。成本上升：我们测算模制瓶、棕色瓶、管制瓶、安瓿瓶、丁基胶塞、铝塑盖塑料瓶的单位成本分别同比 19.42/19.20/11.03/30.69/20.74/7.25%，单位成本涨幅大多大于价格上涨的幅度，除模制瓶毛利率基本稳定，安瓿毛利率上升外，其他玻璃产品的毛利率均略有下降。

图表 3. 2022 年公司多项产品销量下滑



资料来源：公司公告，中银证券

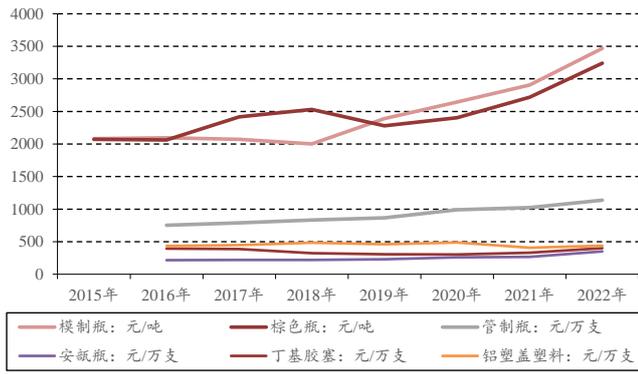
图表 4. 产品单价均有上升趋势，模制瓶价格涨幅较大



资料来源：公司公告，中银证券

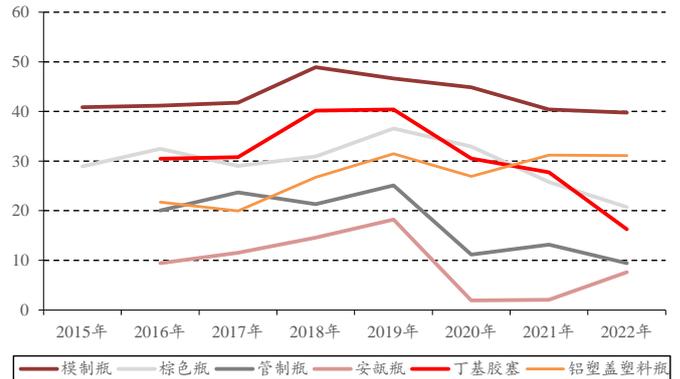
注：管制瓶、安瓿瓶为右轴

图表 5. 主要产品成本上行



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 模制瓶毛利率稳定，其他产品有下跌趋势 (%)



资料来源：公司公告，中银证券

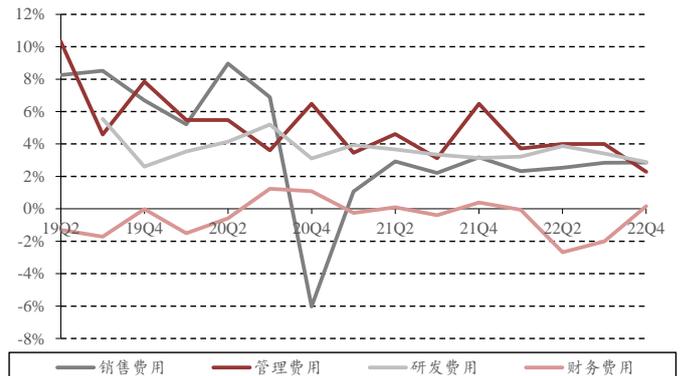
综合毛利率下降，费用率相对稳定。2022 年公司综合毛利率 26.84%，净利率 14.77%，同比分别下降 2.77pct、0.49pct。Q4 公司毛利率 22.80%，净利率 10.30%；分别环比-4.01/-6.78pct，同比-6.63/-1.05pct。2022 年四季度和毛利率和费用率均下滑较多。一季度公司毛利率 23.65%，净利率 13.47%；分别环比上涨 0.85pct/3.17pct。一季度毛利率与净利率均环比改善，但同比仍有一定差距。

图表 7. 22Q4 毛利率承压下滑，23Q1 净利率改善



资料来源：公司公告，中银证券

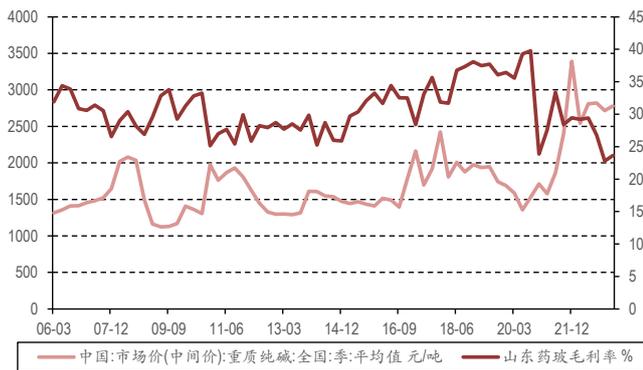
图表 8. 费用率控制良好，管理费用率下降



资料来源：公司公告，中银证券

成本压力侵蚀利润，产品结构升级的改善被暂时掩盖。我们分析公司年报认为，产品结构升级与成本压力的矛盾是影响当前业绩的核心因素。当前公司主要的原燃料成本纯碱、五水硼砂、煤炭等原燃料价格均处于相对高位，我们测算一季度纯碱市场均价 2779.19 元/吨，同比上涨 235.28 元/吨，仅纯碱就侵蚀了公司较多利润。而另一方面，公司内生的成长性即在于中硼硅产品替代普通钠钙产品的趋势仍然在进行中。中硼硅产品单价更高，利润率也更高，我们认为中硼硅产品占比的提升是模制瓶产品相对于其他玻璃产品毛利率韧性更高的核心原因。

图表 9. 公司毛利率与纯碱价格负相关（毛利率右）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 近期纯碱期货走势向下



资料来源：公司公告，中银证券

未来展望：成本压力是暂时的，内生增长是长期的。纯碱期货价格已显示下降趋势，后续纯碱现货价格或随之下行。而随着集采、一致性评价与关联审评政策的推行，中短期内药用玻璃产品升级，中硼硅替代钠钙玻璃，从而带来综合毛利率的提升；长期看，我国药品安全的要求不断提升，药包材质量的持续升级为公司带来更长期的成长性。

图表 11 第八批集采要求中硼硅包装的药品比例仍然较高

	开标时间	执行时间	注射剂 (个)	中硼硅 (个)	占比	备注
4+7 试点	2018 年 12 月		4	1	25%	中硼硅安瓿 1
4+7 扩围	2019 年 9 月	2019 年 12 月	7	2	29%	中硼硅安瓿 2
第二批	2020 年 1 月	2020 年 4 月	3	2	67%	中硼硅管制瓶 1，中硼硅管制瓶 1
第三批	2020 年 8 月	2020 年 11 月	8	6	75%	中硼硅管制瓶 1，中硼硅管制瓶 2，中硼硅安瓿瓶 2，未限定器型的输液瓶 1
第四批	2021 年 2 月	2021 年 5 月	65	26	40%	中硼硅管制瓶 1，中硼硅安瓿（棕色）25 注射剂含粉针、吸入用溶液剂。中硼硅管制瓶 67，中硼硅安瓿瓶 29，中硼硅管制瓶 8，未限定器型的中硼硅瓶 16。
第五批	2021 年 6 月	2021 年 10 月	188	120	64%	胰岛素专项。中硼硅管制瓶 3。
第六批	2021 年 11 月	2022 年 5 月	91	3	3%	中硼硅安瓿 85，中硼硅管制 82，中硼硅管制 11，未限定器型的中硼硅瓶 13。
第七批	2022 年 7 月	2022 年 11 月	239	189	79%	中硼硅安瓿 97，中硼硅管制 83，中硼硅管制 49
第八批	2023 年 3 月	2023 年 7 月	303	233	77%	

资料来源：万得，中银证券

风险提示：中硼硅需求不及预期，成本持续高位。

图表 12. 2023Q1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q1	2023Q1	同比增长(%)
营业收入	1,042.15	1,236.60	18.66
营业税及附加	10.10	11.45	13.32
净营业收入	1,032.05	1,225.15	18.71
营业成本	737.71	944.17	27.99
销售费用	24.23	24.57	1.40
管理费用	38.75	37.68	(2.74)
财务费用	(0.65)	(0.94)	(44.89)
研发费用	33.60	30.95	(7.89)
资产减值损失	(16.10)	(4.86)	69.82
营业利润	187.39	198.43	5.89
营业外收入	1.07	0.99	(7.53)
营业外支出	4.72	0.37	(92.17)
利润总额	183.75	199.05	8.33
所得税	30.55	32.53	6.49
少数股东损益			
归属母公司股东净利润	153.20	166.52	8.69
扣除非经常性损益的净利润	151.98	154.52	1.67
每股收益(元)	0.26	0.28	7.69
扣非后每股收益(元)	0.26	0.26	0.00
毛利率(%)	29.21	23.65	减少 5.56 个百分点
净利率(%)	14.70	13.47	减少 1.23 个百分点
销售费用率(%)	2.33	1.99	减少 0.34 个百分点
管理费用率(%)	3.72	3.05	减少 0.67 个百分点
财务费用率(%)	(0.06)	(0.08)	减少 0.01 个百分点
研发费用率(%)	3.22	2.50	减少 0.72 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 2022A 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021A	2022A	同比增长(%)
营业收入	3,875.30	4,187.28	8.05
营业税及附加	32.59	35.28	8.24
净营业收入	3,842.71	4,152.00	8.05
营业成本	2,727.56	3,063.27	12.31
销售费用	91.77	110.74	20.66
管理费用	173.37	144.11	(16.88)
研发费用	135.63	138.94	2.44
财务费用	(1.31)	(43.97)	(3,254.43)
资产减值损失	(48.61)	(50.12)	(3.11)
营业利润	698.29	711.07	1.83
营业外收入	17.50	9.45	(46.02)
营业外支出	27.08	12.47	(53.95)
利润总额	688.72	708.05	2.81
所得税	97.63	89.76	(8.06)
少数股东损益			
归属母公司股东净利润	591.09	618.29	4.60
扣除非经常性损益的净利润	572.24	602.50	5.29
每股收益(元)	0.99	1.04	5.05
扣非后每股收益(元)	0.96	1.01	5.21
毛利率(%)	29.62	26.84	减少 2.77 个百分点
净利率(%)	15.25	14.77	减少 0.49 个百分点
销售费用率(%)	2.37	2.64	增加 0.28 个百分点
管理费用率(%)	4.47	3.44	减少 1.03 个百分点
财务费用率(%)	(0.03)	(1.05)	减少 1.02 个百分点
研发费用率(%)	3.50	3.32	减少 0.18 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	3,875	4,187	4,794	5,431	6,302
营业收入	3,875	4,187	4,794	5,431	6,302
营业成本	2,728	3,063	3,479	3,870	4,393
营业税金及附加	33	35	41	46	54
销售费用	92	111	134	152	176
管理费用	173	144	192	217	252
研发费用	136	139	182	206	239
财务费用	(1)	(44)	(60)	(60)	(63)
其他收益	18	12	12	12	12
资产减值损失	(38)	(40)	(20)	(20)	(20)
信用减值损失	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
资产处置收益	1	5	2	2	2
公允价值变动收益	9	4	100	100	100
投资收益	4	2	4	4	3
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	698	711	914	1,087	1,338
营业外收入	18	9	8	8	8
营业外支出	27	12	12	12	12
利润总额	689	708	910	1,083	1,334
所得税	98	90	127	152	187
净利润	591	618	783	932	1,147
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	591	618	783	932	1,147
EBITDA	906	940	1,130	1,395	1,732
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.89	0.93	1.18	1.40	1.73

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	3,335	5,321	5,753	6,157	7,181
货币资金	885	1,352	2,355	1,375	2,738
应收账款	764	872	859	1,102	1,174
应收票据	252	606	60	695	181
存货	878	1,210	916	1,449	1,236
预付账款	62	77	97	96	123
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	495	1,204	1,466	1,441	1,729
非流动资产	3,075	3,463	3,838	4,168	4,386
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,214	2,346	2,811	3,131	3,343
无形资产	198	260	299	332	360
其他长期资产	662	857	728	705	683
资产合计	6,410	8,784	9,591	10,325	11,566
流动负债	1,679	1,764	2,039	2,142	2,605
短期借款	0	5	0	0	0
应付账款	722	696	850	869	1,083
其他流动负债	958	1,063	1,189	1,272	1,522
非流动负债	60	59	59	59	59
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	60	59	59	59	59
负债合计	1,739	1,823	2,099	2,201	2,665
股本	595	664	664	664	664
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	4,670	6,962	7,492	8,124	8,902
负债和股东权益合计	6,410	8,784	9,591	10,325	11,566

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	591	618	783	932	1,147
折旧摊销	241	295	394	486	574
营运资金变动	13	(645)	951	(1,181)	903
其他	(94)	(16)	(134)	(182)	(160)
经营活动现金流	750	252	1,994	54	2,464
资本支出	(809)	(711)	(800)	(800)	(800)
投资变动	(67)	(791)	0	0	0
其他	9	13	6	6	5
投资活动现金流	(867)	(1,488)	(794)	(794)	(795)
银行借款	0	5	(5)	0	0
股权融资	(180)	1,619	(252)	(300)	(369)
其他	1	44	60	60	63
筹资活动现金流	(178)	1,668	(197)	(240)	(306)
净现金流	(295)	432	1,002	(980)	1,363

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(%)	13.1	8.1	14.5	13.3	16.1
营业利润增长率(%)	3.1	1.8	28.6	18.9	23.1
归属于母公司净利润增长率(%)	4.7	4.6	26.6	19.0	23.1
息税前利润增长率(%)	2.3	(3.1)	14.2	23.5	27.4
息税折旧前利润增长率(%)	4.3	3.7	20.2	23.4	24.2
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	4.7	4.6	26.6	19.0	23.1
获利能力					
息税前利润率(%)	17.2	15.4	15.4	16.7	18.4
营业利润率(%)	18.0	17.0	19.1	20.0	21.2
毛利率(%)	29.6	26.8	27.4	28.7	30.3
归母净利润率(%)	15.3	14.8	16.3	17.2	18.2
ROE(%)	12.7	8.9	10.4	11.5	12.9
ROIC(%)	17.6	13.3	17.2	15.1	22.1
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.3)
流动比率	2.0	3.0	2.8	2.9	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	5.5	5.1	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	6.3	5.9	6.2	6.3	6.5
费用率					
销售费用率(%)	2.4	2.6	2.8	2.8	2.8
管理费用率(%)	4.5	3.4	4.0	4.0	4.0
研发费用率(%)	3.5	3.3	3.8	3.8	3.8
财务费用率(%)	0.0	(1.1)	(1.2)	(1.1)	(1.0)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.9	0.9	1.2	1.4	1.7
每股经营现金流(最新摊薄)	1.1	0.4	3.0	0.1	3.7
每股净资产(最新摊薄)	7.0	10.5	11.3	12.2	13.4
每股股息	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	28.4	27.1	21.4	18.0	14.6
P/B(最新摊薄)	3.6	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	27.3	17.1	11.5	9.9	7.1
价格/现金流(倍)	22.3	66.4	8.4	308.7	6.8

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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。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