

2011 年 09 月 21 日

韩伟琪

WeiQi_Han@e-capital.com.cn

目标价(元) RMB 14.00

公司基本资讯

产业别	汽车
发行价	14.00
上证综合指数(11/09/20)	2447.76
股价 12 个月高/低	--
总发行股数(百万)	3042.42
A 股数(百万)	--
A 市值(亿元)	--
主要股东	保定创新长城资产管理有限公司 (62.27%)
每股净值(元)	3.98
股价/帐面净值	--
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-- -- --

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

产品组合

整车	94.51%
零部件	3.05%
劳务	0.26%
其他业务	2.18%

机构投资者占流通 A 股比例

-- --

股价相对大盘走势

--

长城汽车 (601633.SH) 首次评级: 持有 Hold

国内 SUV 和皮卡龙头企业, 产品定位明确, 市场份额领先

结论与建议:

长城汽车 A 股 IPO 定价 14 元/股, 最高募资达 42.6 亿元, 投向发动机、变速箱等核心零部件项目。公司系国内最优秀的民营自主品牌车企之一, 旗下 SUV 和皮卡为国内龙头产品, 近年来轿车成长亦十分快速; 公司以国内二、三线及以下城市为布局重点, 同时强调海外市场的扩张, 近年来卓有成效。

预计公司 2011、12 年实现 EPS 为 1.135 元和 1.351 元, YoY 分别增长 27.89% 和 19.03%。以发行价 14 元计算, 目前 2011、2012 年 A 股 P/E 为 12 倍和 10 倍, 相较于国内其他整车上市公司的估值水平略高, 并无优势, 不过鉴于公司为国内最为优秀的民营自主品牌之一, 初次评级给予投资建议为持有。

- **A 股 IPO 将最高募资 42.6 亿元:** 长城汽车 A 股 IPO, 拟发行不超过 3.04 亿股 A 股, 最高募资约 42.6 亿元, 投入发动机、变速箱、车桥以及制动器、内外饰和车灯等汽车核心零部件的扩产项目, 所需资金约 31.7 亿元。
- **长城汽车 (2333.HK) 半年报净利大增 109%:** 2011 年上半年完成营业收入 136.69 亿元人民币 (下同), YoY+49.81%, 综合毛利率为 23.2%, YoY 提高 1.85 个百分点, 实现净利润 18.12 亿元, YoY+108.96%, EPS 为 0.66 元。净利润率逐年提高。
- **SUV、轿车和皮卡为公司三大业务, SUV 和轿车近年来表现抢眼:** 2011 年前 8 月销量已达到 28.8 万辆左右, YoY 增长 39.7%, 其中轿车增长最快, 累计增速达到 97%。公司在国内 SUV 和皮卡领域龙头地位稳固, 销售网络主体布置于二、三线及以下城市, 同时海外扩张亦十分快速。
- **预计公司全年汽车销售 46 万辆, YoY+27%, 产能扩张进行中:** 其中自主品牌轿车增长最快, 预计增速能够达到 45% 左右, SUV 和皮卡增速预计在 15%-20% 之间。同时公司天津新厂产能将逐步释放, 未来三年产能将上至 80 万辆, 配以募投项目投产, 关键零部件自给率仍将很高。
- **盈利预期:** 预计公司 2011、2012 年营收将分别达到 276.12 亿元和 330.61 亿元, YoY 分别增长 20.13% 和 19.73%; 实现净利润分别为 34.54 亿元和 41.11 亿元, YoY 分别增长 27.89% 和 19.03%; EPS (全面摊薄后) 分别为 1.135 元和 1.351 元。以发行价 14 元计算, 目前 2011、2012 年 A 股 P/E 为 12 倍和 10 倍, 相较于国内其他整车上市公司的估值水平略高, 并无优势, 不过鉴于公司为国内最为优秀的民营自主品牌之一, 初次评级给予投资建议为持有。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011F	2012F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	514	1003	2701	3454	4111
同比增减	%	-45.62%	95.16%	169.17%	27.89%	19.03%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.469	0.916	2.466	1.135	1.351
同比增减	%	-45.62%	95.16%	169.17%	-53.96%	19.03%
A 股市盈率(P/E)	X	29.83	15.28	5.68	12.33	10.36
股利(DPS)	RMB 元	0.000	0.000	0.000	0.200	0.220
股息率(Yield)	%	0.00%	0.00%	0.00%	1.43%	1.57%

营运分析

➤ 企业简介：长城汽车是国内最优秀的民族汽车品牌之一

公司是中国规模最大的民营汽车制造企业，国内首家在香港上市并融资 17 亿港元的民营汽车企业，最优秀的民族汽车品牌之一。

长城 SUV 系列连续 4 年保持全国销量冠军；在国际市场，长城汽车成为中国汽车企业出口金额和出口量最大的品牌。产品涵盖哈弗 SUV、腾翼轿车、风骏皮卡三大品类。公司未来两年将实现 80 万辆整车及零部件生产能力，具备发动机、变速器核心零部件的自主配套能力。

公司两次入选福布斯中国顶尖企业 100 榜，连续 4 年蝉联荣列“中国 500 最具价值品牌”，被评为“最具价值汽车类上市公司”、“中国汽车上市公司十佳之首”。公司先后获得“民营上市公司十强”、“中国企业 500 强”、“中国制造 500 强”等多项荣誉。

➤ IPO 将最高募资 42.6 亿元，投入发动机、变速箱等核心零部件项目

长城汽车 A 股 IPO，拟发行不超过 3.04 亿股 A 股，募资约 31.65 亿元，投入发动机、变速箱、车桥以及制动器、内外饰和车灯等汽车核心零部件的扩产项目。

图表一：长城汽车 A 股募投项目及资金

(单位：百万元)

项目名称	项目总投资	预期达产后经济效益			
		营业收入	净利润	内部收益率	投资回收期
年产 10 万台 GW4D20 柴油机项目	411.90	2090.00	138.57	23.1%	6.7 年
年产 30 万台 EG 发动机项目	568.00	2718.00	161.59	25.3%	6.2 年
年产 20 万台 6MT 变速器项目	520.26	760.00	193.68	25.9%	6.5 年
年产 40 万套铝合金铸件项目	420.27	440.80	120.69	22.2%	6.8 年
年产 40 万套车桥及制动器项目	571.66	1303.40	180.02	20.7%	6.5 年
年产 40 万套内外饰项目	487.93	937.44	128.88	19.5%	7.1 年
年产 40 万套灯具项目	185.84	292.95	58.56	26.9%	5.1 年
合计	3165.86	8542.59	981.99	--	--

资料来源：招股书，群益证券

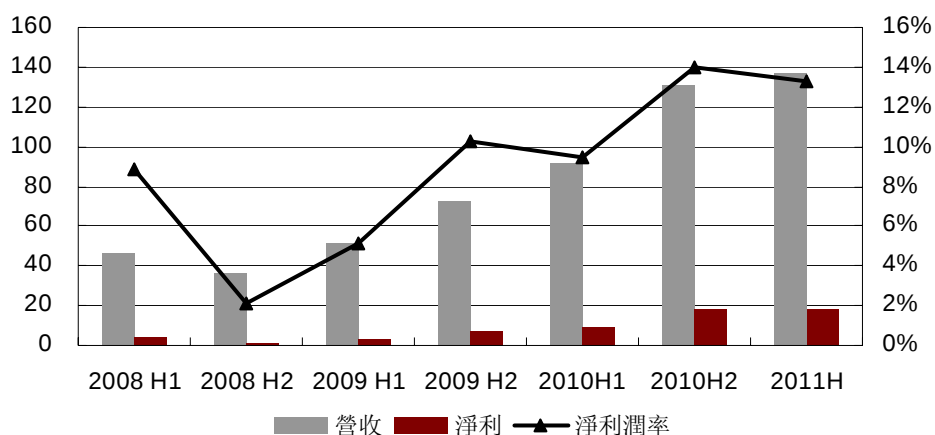
公司 IPO 发行价定于每股 13 元-14 元，最高募资额将达到 42.6 亿元，超募部分公司表示，将用于补充流动资金。

➤ 2011 年上半年长城汽车港股报表业绩喜人，净利 YoY+109%

长城汽车(2333.HK)2011 年上半年完成营业收入 136.69 亿元人民币(下同)，YoY+49.81%，综合毛利率为 23.2%，YoY 提高 1.85 个百分点，实现净利润 18.12 亿元，YoY+108.96%，EPS 为 0.66 元。

公司净利润率自 08 年下半年起便逐年上升，旗下所有车型产品皆能实现盈利，为国内自主品牌车企所不能及之优势。

图表二：长城汽车港股财报半年度营收、净利以及净利润率（单位：亿元 RMB）



资料来源：公司 H 股公告，群益证券

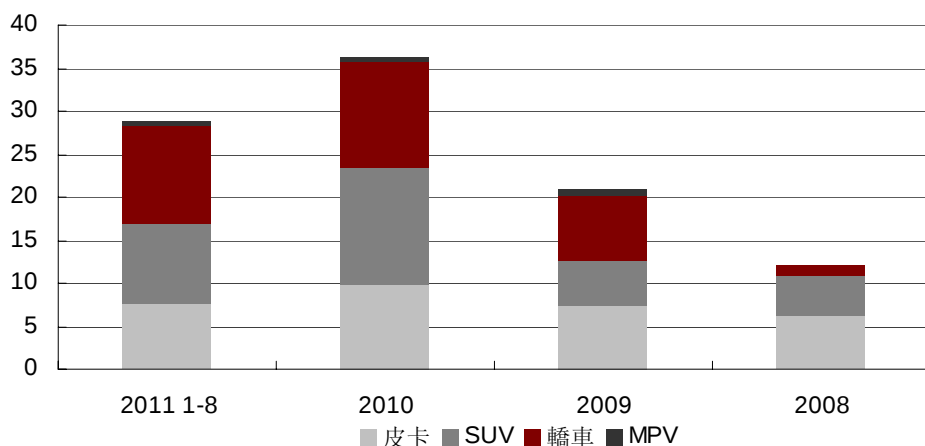
➤ SUV、皮卡、轿车三足鼎立，市场定位明确，销量增长快速

长城汽车主营 SUV、皮卡和轿车三大车系，同时也有 MPV 车型，惟销售量较少。公司所销车型定价落在 4-17 万元的区间内，主打的明星车型，如哈弗 H 系列、腾翼 C30 以及风骏皮卡等，价格主要位于 8-12 万元的区间，为目前国产自主品牌较为合理的定价区间。

公司将自身产品定位在依托于二、三线城市的高端自主品牌，凭借质量和服务的领先，以及车型契合流行趋势，近年来公司车型上量非常快。2010 年全年公司完成汽车销量 36 万辆，YoY+73%；2011 年前 8 月销量已达到 28.8 万辆左右，YoY 增长 39.7%，其中轿车增长最快，累计增速达到 97%。

2011 年前 8 月销量达到 28.8 万辆左右，YoY 增长 39.7%，其中轿车增长最快，累计增速达到 97%。

图表三：长城汽车销量及车型构成（单位：万辆）



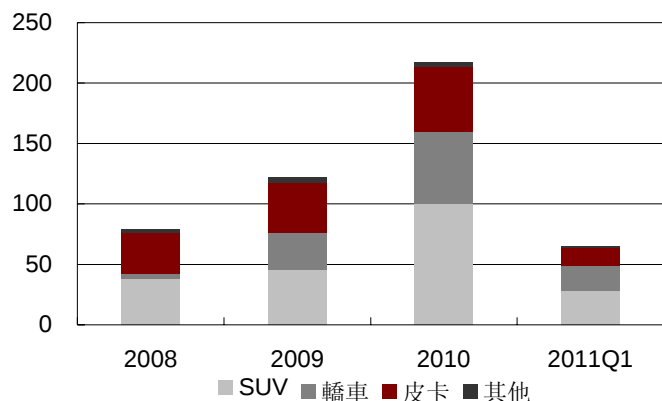
资料来源：上市公司，群益证券

➤ SUV 为公司最主力的车型，而近年来自主品牌轿车也飞快崛起

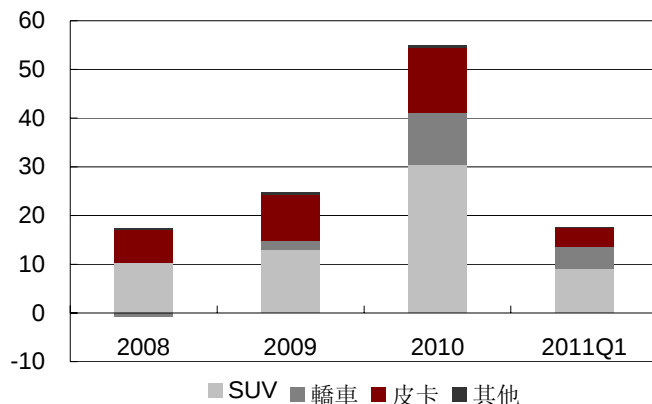
公司为国内最早介入 SUV 领域且最为成功的企业，自 08 年以来，公司 SUV 哈弗系列就一直扮演着最为重要的角色。08 年-11 年 Q1，SUV 营收占总收入比分别为 45.4%、35.3%、43.6%和 40.9%，而同期毛利润的贡献率更高，分别达到

58.9%、49.4%、53.6%和 49.9%。

图表四： 长城汽车营收构成 (by 车型) (单位：亿元) 图表五： 长城汽车毛利构成 (by 车型) (单位：亿元)



资料来源：招股书，群益证券



资料来源：招股书，群益证券

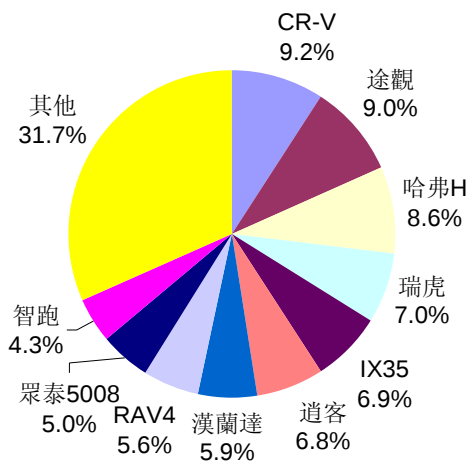
不过近年来，随着公司自主品牌轿车，尤其是腾翼系列的快速崛起，带动轿车板块营收大幅提高，2011 年上半年已经贡献了 30% 的营业收入，毛利贡献率也已达到 25% 左右，甚至超过了皮卡的贡献度。

➤ 长城哈弗系列 SUV 为国产 SUV 第一品牌，市场龙头地位稳固

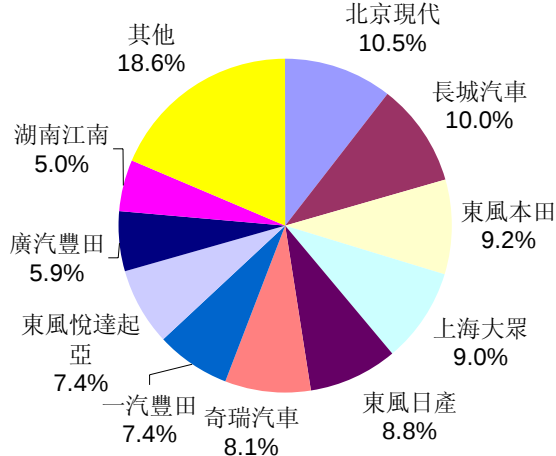
自 2002 年借助在皮卡领域的技术和经营经验成功进入 SUV 市场以来，公司连续 8 年保持全国 SUV 销量前三、自主品牌 SUV 销量第一。公司 SUV 产品定位于中档市场，性价比突出，既避开了与合资品牌的直接竞争，又在自主品牌中具有相对较高的质量水平，竞争优势明显。

2008 年至 2010 年，公司 SUV 销量分别约为 4.4 万辆、5.8 万辆、13.7 万辆，复合增长率 76.5%。2011 年，公司 SUV 市场占有率 10%，为国内第二，哈弗 H 系列市占率为 8.6%，国内第三。

图表六： 2011 年前 8 月国内 SUV 市场格局 (by 品牌) 图表七： 2011 年前 8 月国内 SUV 市场格局 (by 公司)



资料来源：中汽协，群益证券



资料来源：中汽协，群益证券

图表八： 2011 年前 8 月国内 SUV 销售前十

(单位：辆)

公司	品牌	1-8 月累计销量	市占率
东风本田	CR-V	88,801	9.18%
上海大众	途观	87,322	9.03%
长城汽车	哈弗 H	83,345	8.62%
奇瑞汽车	瑞虎	67,856	7.01%
北京现代	IX35	66,412	6.87%
东风日产	逍客	65,300	6.75%
广汽丰田	汉兰达	56,956	5.89%
一汽丰田	RAV4	54,648	5.65%
湖南江南	众泰 5008	48,266	4.99%
东风悦达起亚	智跑	41,713	4.31%
合计		660,619	68.29%
行业总销量		967,397	100.00%

资料来源：中汽协，群益证券

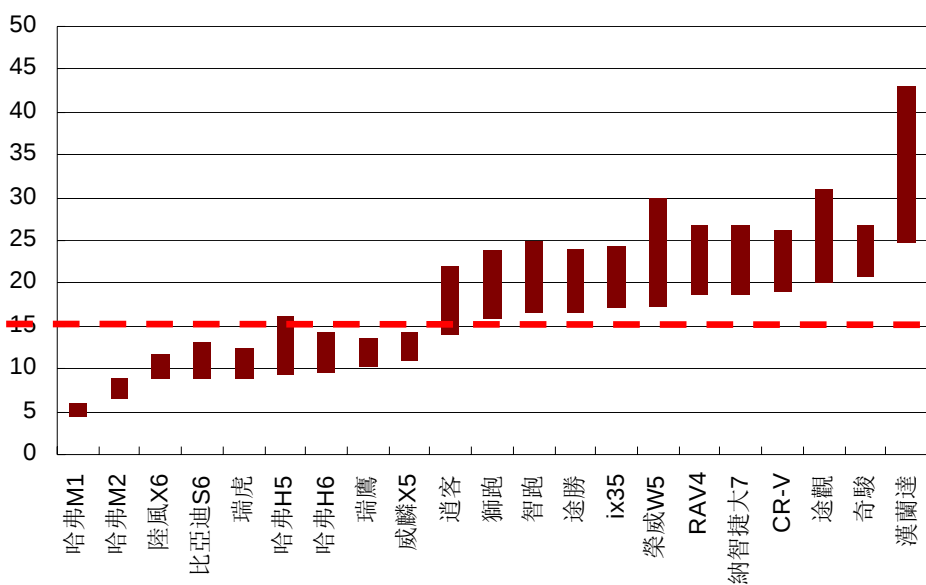
SUV 可以说是目前最具吸引力的乘用车车型之一，结合轿车的舒适性和越野车的动力及通过性，还有良好的驾驶视野和感受，成为越来越多消费者购车、换车的首选之一。

公司哈弗 H 系列锁定国内 15 万元以下市场并向下延伸，为同级最受欢迎产品

而公司的哈弗 H 系列正是锁定了国内 15 万元以下的 SUV 市场——鲜有外资涉足这一价位的 SUV 市场。凭借最早的介入和自身强调质量的经营方针，哈弗 H 系列已成为同级别自主品牌 SUV 中最受欢迎的品牌车型；同时公司也将哈弗品牌向低端继续延伸，推出 M 系列的小型 SUV，抢占低端市场。

图表九： 目前国内主要 SUV 官方指导价格区间

(单位：万元)



资料来源：群益证券

15 万元以下的 SUV 市场仍旧是国产品牌的天下，其主攻为二、三线城市。公司凭借高品质的产品，快速取得市场的认同，销售规模因此有较快的提升，领先了刚开始觊觎这一市场的合资品牌一大段距离，即便合资品牌现在开始尽全力进军二、三线城市，长城凭借其已经积累起来的品牌口碑和依旧高的性价比，在 SUV

领域仍有很强的竞争力。

➤ 自主品牌轿车腾翼系列增长快速，未来将成公司又一支柱型业务

轿车是公司近几年增长最快的业务。

腾翼系列轿车助公司轿车业务腾飞。

2011 年前 8 月，公司自主品牌轿车已销售 11.35 万辆，YoY+96.7%，其中腾翼 C30 销售约 9 万辆。

凭借在 SUV 和皮卡领域积累的技术及经营经验，公司 2008 年进入轿车领域，先后推出长城精灵、炫丽两款车型，当年销售约 1 万辆；2009 年，公司推出酷熊、凌傲，围绕“品质+安全”的产品策略开展精品小车系列差异化营销，当年销售约 7 万辆，同比增幅超过 600%；2010 年 5 月，公司推出首款 A 级三厢轿车腾翼 C30，上市仅半年，单车月销量即突破 1 万辆，并位列 2010 年 12 月全国轿车品牌销量第 4 位，自主品牌第 2 位。

2010 年全年公司轿车销量达到 12.3 万辆，YoY+76%。相比其他自主品牌车企，公司进入轿车领域虽然较晚，但增长迅速，后来居上。2011 年前 8 月，公司自主品牌轿车已销售 11.35 万辆，YoY+96.7%，其中腾翼 C30 销售约 9 万辆。

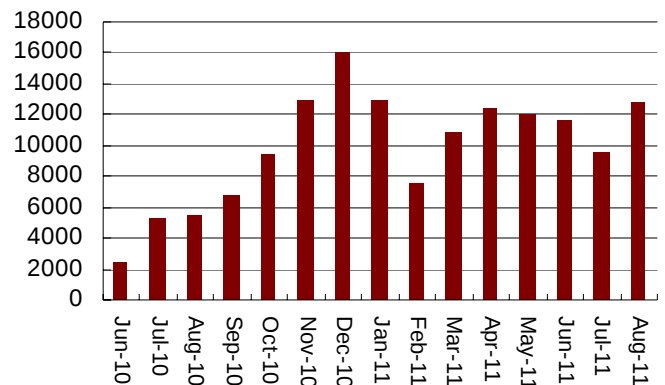
图表十：腾翼 C30



资料来源：群益证券

图表十一：腾翼 C30 月销量情况

(单位：辆)



资料来源：上市公司，群益证券

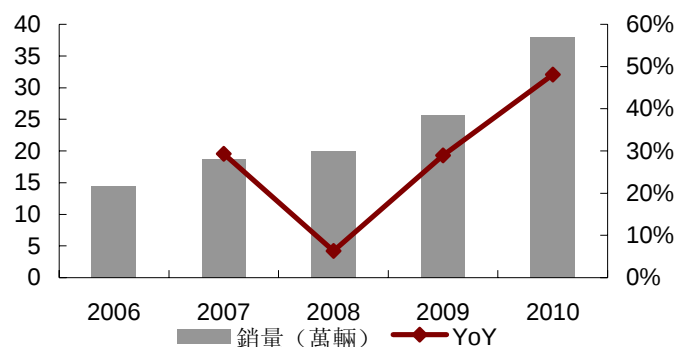
腾翼 C30 定价为 6.5 万-8.4 万，与国内主流自主品牌轿车的定价一致。后续公司还将推出腾翼 C50 等新款轿车，同样定位于紧凑型轿车，惟动力配置等都有提升。

轿车是公司未来发展的又一重要方向，专注于二、三线及以下城市的高品质自主品牌市场，有望成为继 SUV 之后，公司又一支柱型业务。

➤ 国内皮卡市场格局稳定，未来增长潜力较大，公司等龙头企业将从中受益

皮卡业务是公司从事最早、最具竞争优势的业务。自 1996 年公司第一台皮卡下线，1998 年成为全国皮卡销量冠军后，公司连续 13 年在全国保持皮卡销量、占有率、出口数量、市场保有量第一，且在同外资品牌皮卡的竞争中体现了较强的竞争力，较大程度上压缩了外资品牌皮卡在我国的市场空间。

图表十二：2006-2010 年国内皮卡销量及 YoY



资料来源：乘联会，群益证券

图表十三：08-10 年国内主要皮卡企业市占率

企业	2008	2009	2010
长城汽车	27.30%	27.70%	27.10%
江铃汽车	13.10%	12.30%	14.20%
郑州日产	16.30%	15.40%	14.00%
河北中兴	12.30%	13.50%	12.10%
吉奥南燕	7.70%	7.00%	7.70%
北汽福田	6.60%	7.40%	7.40%
丹东黄海	7.10%	5.20%	6.00%
庆铃汽车	7.40%	6.90%	5.20%
其他	2.20%	4.60%	6.30%

资料来源：乘联会，群益证券

2008 年至 2010 年，公司皮卡销量分别约为 6.3 万辆、7.5 万辆、9.9 万辆，复合增长率 25.4%。2010 年，公司皮卡市场占有率 27.1%，超过第二名近 13 个百分点。

国内皮卡市场已形成稳定的寡头垄断格局。未来增长将由公司等龙头瓜分。

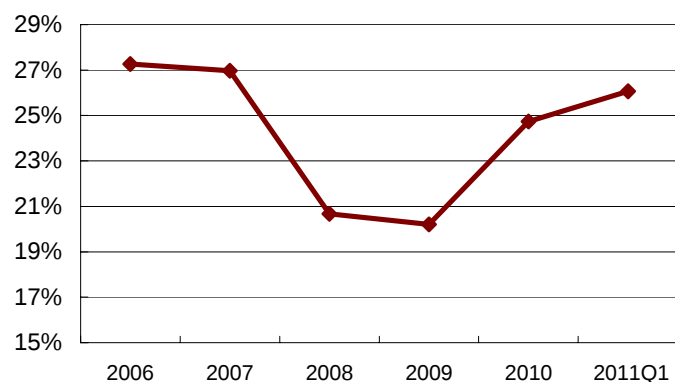
由于国内政策限制，部分城市和地区禁用皮卡，加之现有的皮卡市场已被长城、江铃等几家企业形成接近寡头垄断的局面（8 家企业合计的市场占有率接近 95%），即便是外资进入的难度也很大。

所以我们认为，皮卡在国内的市场格局将保持稳定，另一方面，皮卡主体市场所在——即中西部地区经济的成长速度将是国内较快的地区，皮卡典型的乘/货两用特性符合当地居民百姓的用车需求，其市场容量将进一步扩大。

➤ 较高的零部件自给率和良好的规模效应保障公司毛利率处于较高水平

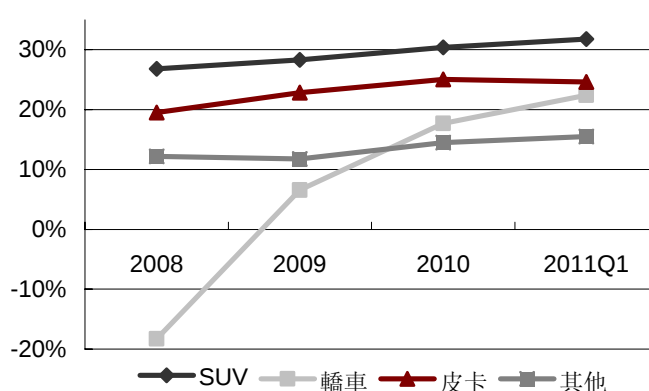
公司 3 年来的综合毛利率整体处在上行的趋势中，08 年金融危机之后，公司自主品牌轿车毛利率迅速提升，进一步提高了公司综合毛利率的水平。2010 年公司综合毛利率为 24.74%，YoY 提高 4.5 个百分点，2011 年 Q1，公司毛利率为 26.07%，有进一步提高（H 股 2011 年中报毛利率为 23.2%，较 2010 年水平提高 1.3 个百分点。）

图表十四：长城汽车综合毛利率



资料来源：A 股招股书，群益证券

图表十五：长城汽车分产品毛利率



资料来源：A 股招股书，群益证券

公司保持较高毛利率的原因，一是较高的零部件自产率，以哈弗 H5、风骏以及腾翼 C30 为例，公司自产零部件占总成本的比例在 50%以上，在保证产品质量的同时，有效降低外购成本，抬高毛利率；二是公司对于产品市场定位十分明确，产品上量较快，规模效应的提升亦有助于毛利率水平的提升。

➤ **未来三年公司整车产能将上至 80 万辆，且关键零部件自给率仍将保持高位，同时将有较多新车推出以消化新产能**

公司目前位于河北保定工厂拥有 40 万套产能，目前产能利用率已达到 115%左右。而天津新厂 40 万台整车产能会在未来三年逐渐释放，届时公司整车产能升至 80 万辆的水平。

同时辅以募投的关键零部件项目逐渐投产，发动机、变速箱等零部件的自产率仍能保持较高的水平，预计关键明星车型的关键零部件自给率仍能在 50%以上。

未来五年，公司将在车型研发上进一步加大投入，并计划在 2011-2012 年推出车型 12 款，其中 6 款为轿车、5 款为 SUV 以及 1 款皮卡，为未来几年本公司新增产能的消化奠定基础。

➤ **拥有以三级及以下城市为主的完善销售网络，配合新产能投放，海内外营销网络将进一步扩大**

公司在国内建立健全了较为完善的营销网络，销售网点、4S 专卖店、单体店已经遍布全国各个省、市、自治区 287 个大小城市，服务网络遍及全国、服务半径控制在 50 公里以内。截至 2011 年 3 月，公司拥有经销商 496 家，运营及在建的 4S 店及单体店 724 家。此外，公司 87%以上的网点分布在市场增长最快的三级及以下城市，更符合国内汽车市场的渠道发展方向，这将成为公司角逐三级及以下市场的一大竞争优势。

图表十六：长城汽车国内销售网络城市分布情况

城市分级	经销商	4S 店	单体店
一级城市	13	18	13
二级城市	36	43	19
三级城市	74	81	41
四级城市	114	121	51
五级城市	259	205	132
合计	496	468	256

资料来源：A 股招股书，群益证券（2010/03）

公司海外市场开拓较早，注重海外销售网络的建设，截至 2011 年 3 月，公司的海外销售网点已经达到 585 家，在保有量较大的区域服务半径控制在 300 公里以内，领先国内汽车企业。前瞻性的海外网络布局也为公司赢得了优异的海外销售成绩，自取得自营进出口权至今，长城汽车已经销往 128 个国家和地区，覆盖中东、非洲、拉美、亚太（含澳大利亚）、欧洲等地区。最近三年，长城汽车出口销量和出口金额稳居中国汽车企业前二位。

图表十七：长城汽车主要海外销售区域分布情况



资料来源：A 股招股书，群益证券

为消化天津新增整车产能，公司规划在未来两年内将国内销售网点增至 1,500 家左右，进一步完善对三、四级城市的覆盖。此外，公司计划实施“全方位的海外市场战略”，将单纯的汽车出口贸易转变为集品牌建设、销售和服务网络拓展、技术输出、建立配件中心库、海外建厂于一体的整体规划，持续保持并扩大在出口领域的优势地位。

盈利预测

预计公司全年汽车销售 46 万辆，YoY+27%；其中自主品牌轿车增长最快，预计增速能够达到 45%左右，SUV 和皮卡增速预计在 15%-20%之间。

预计公司 2011、2012 年营收将分别达到 276.12 亿元和 330.61 亿元，YoY 分别增长 20.13%和 19.73%；实现净利润分别为 34.54 亿元和 41.11 亿元，YoY 分别增长 27.89%和 19.03%；EPS（全面摊薄后）分别为 1.135 元和 1.351 元。

以发行价 14 元计算，目前 2011、2012 年 A 股 P/E 为 12 倍和 10 倍，相较于国内其他整车上市公司的估值水平略高，并无优势，不过鉴于公司为国内最为优秀的民营自主品牌之一，企业发展路线和前景良好，初次评级给予投资建议为持有。

图表十八：汽车整车板块重点公司估值比较

代号	公司名称	EPS		P/E	
		2011(F)	2012(F)	2011(F)	2012(F)
000550	江铃汽车	2.203	2.485	9.0	8.0
000625	长安汽车	0.385	0.415	10.7	9.9
000800	一汽轿车	0.969	1.171	11.7	9.7
600066	宇通客车	1.911	2.280	10.2	8.5
600104	上海汽车	1.749	2.094	8.9	7.4
600418	江淮汽车	0.781	0.960	10.0	8.1
601633	长城汽车	1.156	1.378	12.1	10.2

资料来源：Bloomberg，群益证券（2011/09/20）

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER $\geq$ 30%)；买入 Buy (30% > ER $\geq$ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER $\leq$ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER $\leq$ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
营业收入	8425	12815	22986	27612	33061
经营成本	6684	10226	17298	20461	24498
营业税金及附加	217	426	811	1058	1266
销售费用	462	705	1070	986	1180
管理费用	560	627	874	1049	1256
财务费用	-49	-24	-8	-28	-20
资产减值损失	35	17	27	30	30
投资收益	15	21	56	45	45
营业利润	532	859	2968	4104	4897
营业外收入	62	63	82	60	60
营业外支出	8	9	9	10	10
利润总额	586	913	3041	4154	4947
所得税	33	-140	214	600	717
少数股东损益	38	49	126	99	118
归属于母公司所有者的净利润	514	1003	2701	3454	4111

附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
货币资金	2092	2592	3095	6446	6254
应收帐款	1210	3386	8053	8295	8129
存货	876	1590	2104	2377	2615
流动资产合计	4964	8177	14825	18975	19165
长期投资净额	197	237	147	166	182
固定资产合计	2762	4183	5360	6325	6641
在建工程	1830	1085	1953	2402	2450
无形资产	868	994	1111	1222	1246
资产总计	10697	14970	23698	29537	30411
流动负债合计	3612	6477	11887	12244	13224
长期负债合计	67	654	1410	1693	339
负债合计	3679	7132	13298	13937	13562
少数股东权益	283	246	385	462	490
股东权益合计	7017	7838	10400	15600	16849
负债和股东权益总计	10697	14970	23698	29537	30411

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	826	1304	3191	3096	3158
投资活动产生的现金流量净额	-1772	-677	-2307	-2654	-2017
筹资活动产生的现金流量净额	-468	34	-1212	2909	-1333
现金及现金等价物净增加额	-1414	661	-328	3352	-193

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料或意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。