

2011年10月28日

欧菲光

业绩反转进行时，电容屏项目将起飞

A
买入

002456.SZ - 人民币 19.45

目标价格: 人民币 26.18

胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(44)	(3)	(22)	(35)
相对新华富时A50指数(%)	(33)	(8)	(14)	(14)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	192
流通股(%)	25.00
流通股市值(人民币 百万)	933.6
3个月日均交易额(人民币 百万)	
净负债比率(%) (2011E)	40
主要股东(%)	
中国机电出口产品投资有限公司	27.27

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李鹏为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

欧菲光前三季度亏损2,464.6万元,但3季度单季亏损已经缩小到652.0万元,同时公司预计全年业绩同比下降70%-90%,实现盈利。公司发布股权激励草案,拟发行股票期权,主要对中层管理人员、技术和业务人员进行激励。我们判断公司业绩已经进入拐点期,2012年电容屏项目将进入收获期。我们预计公司2011-2013年净利润分别为1,330.7万元、2.0亿元和3.0亿元,基于25倍2012年预测市盈率,维持目标价26.18元,重申买入评级。

季报要点

- 欧菲光前三季度净利润亏损2,464.6万元,同比下降162.8%。主要是由于触摸屏项目前期投入较大且尚未达产导致。
- 3季度单季净利润亏损从2季度的2,397.5万元下降至652.0万元,我们判断环比业绩提升主要是由于触摸屏项目良率及产线利用率上升,推动环比毛利率上升及期间费用率下降。
- 公司预计2011年全年业绩同比下降70%-90%。我们判断4季度将是公司业绩拐点,2012年公司电容屏项目将进入收获期。
- 公司发布股权激励草案,拟授予公司高级管理人员、中层管理人员和核心技术(业务)人员1,440万份期权,首期1,296万份行权价19.45元,拟将全部期权中的84.6%授予中层管理和技术、业务人员。股权激励将为公司业绩增长保驾护航。
- 公司在1-9月新开拓一系列新客户,包括三星、摩托罗拉、联想等。我们判断公司将受益于中低端智能手机放量引爆的电容屏需求及新客户不断导入,明年实现净利润大幅增长。

估值

- 我们预计公司2011-2013年净利润分别为1,330.7万元、2.0亿元和3.0亿元,基于25倍市盈率,维持目标价26.18元,重申买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	372.9	618.2	929.4	1,688.1	2,595.7
变动(%)	<i>n.a</i>	65.8	50.3	81.6	53.8
净利润(人民币 百万)	51.0	52.1	13.3	201.4	296.3
全面摊薄每股收益(人民币)	0.266	0.271	0.069	1.049	1.543
变动(%)	<i>n.a</i>	2.2	(74.5)	1,413.2	47.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.40	1.08	1.62
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.350	1.049	1.543
调整幅度(%)	-	-	(80.2)	0	0
核心每股收益(人民币)	0.3	0.3	0.1	1.0	1.5
变动(%)	<i>n.a</i>	2.2	(74.5)	1,413.2	47.1
全面摊薄市盈率(倍)	73.2	71.7	280.6	18.5	12.6
核心市盈率(倍)	73.2	71.7	280.6	18.5	12.6
每股现金流量(人民币)	0.5	2.8	2.2	2.5	2.7
价格/每股现金流量(倍)	35.6	6.9	8.9	7.6	7.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.3	19.8	56.8	12.1	9.3
每股股息(人民币)	0.1	0.3	0.2	0.3	0.4
股息率(%)	0.4	1.7	0.9	1.6	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

1-3 季度仍然亏损，但单季业绩拐点临近

欧菲光发布 2011 年 1-3 季度业绩，前三季度净利润亏损 2,464.6 万元，同比下降 162.8%。

- 前三季度营业收入 6.5 亿元，同比增长 60.2%。触摸屏产品需求热度持续上升。
- 毛利率 10.6%，同比下降 12.2 个百分点，我们判断毛利率的下降主要是由于随着公司电容式触摸屏产线利用率较低，同时前期人工进行扩充导致了劳动力成本上升。
- 当期三项费用率 14.3%，同比上升 2.5 个百分点，主要是研发费用持续上升导致管理费用率上升，同时借款利息支出上涨。

图表 2.1-3 季度业绩指标

(人民币, 百万)	2010 年 1-3 季度	2011 年 1-3 季度	同比变化(%)
营业收入	404.9	648.7	60.2
毛利	92.1	68.6	(25.6)
销售费用	8.3	11.6	40.0
管理费用	31.9	55.1	72.7
财务费用	7.5	26.0	245.9
营业利润	44.1	(28.8)	(165.2)
净利润	39.3	(24.6)	(162.8)
比率(%)			百分点变动
毛利率	22.7	10.6	(12.2)
销售费用率	2.0	1.8	(0.3)
管理费用率	7.9	8.5	0.6
财务费用率	1.9	4.0	2.1
营业利润率	10.9	(4.4)	(15.3)
净利润率	9.7	(3.8)	(13.5)

资料来源：公司数据

从 3 季度单季业绩指标来看，经营情况已经体现向好趋势。欧菲光 3 季度单季净利润亏损 652.0 万元，同比下降 141.1%，但是亏损已经从上季度单季 2,397.5 万元大幅缩小。

- 3 季度单季营业收入 2.2 亿元，环比和同比分别增长 16.8% 和 32.7%，我们判断 3 季度公司已经开始了传统电阻屏向电容屏产品的切换。
- 3 季度单季毛利率 10.2%，环比和同比分别增长 4.5 个百分点和下降 11.4 个百分点，我们认为电容屏项目的毛利率对比上季度有了明显好转，带动公司整体毛利率复苏，我们判断这一趋势将在未来几个季度继续持续。

- 3 季度当期费用率 13.3%，比上季度下降 5.8 个百分点，一方面是由于销售费用率有小幅降低，另一方面是由于随着电容屏产线成熟管理费用环比大幅下降 41.5%。

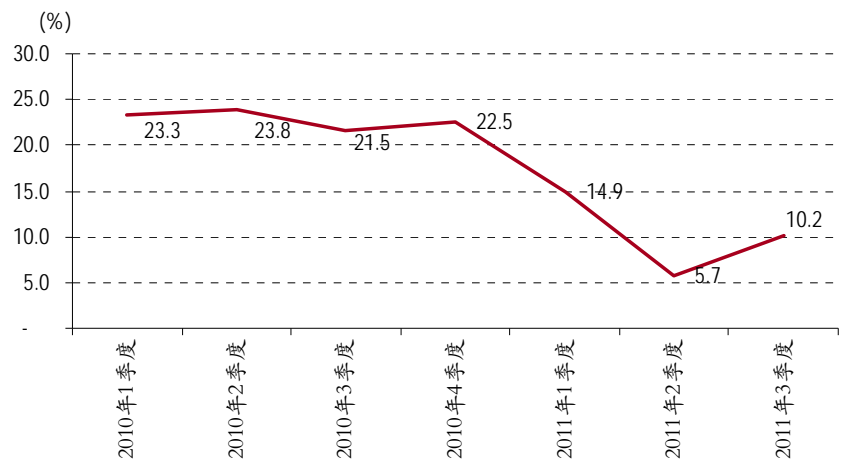
图表 3.3 季度单季业绩指标

(人民币, 百万)	2010 年 3 季度	2011 年 2 季度	2011 年 3 季度	环比变化 (%)	同比变化 (%)
营业收入	167.6	190.4	222.3	16.8	32.7
毛利	36.1	10.8	22.6	108.8	(37.3)
销售费用	3.1	3.8	3.7	(2.0)	19.5
管理费用	13.6	22.9	13.4	(41.5)	(1.2)
财务费用	2.4	9.7	12.5	28.4	410.7
营业利润	16.9	(29.3)	(7.2)	(75.4)	(142.6)
净利润	15.9	(24.0)	(6.5)	N.M	(141.0)
比率 (%)					
毛利率	21.5	5.7	10.2	4.5	(11.4)
销售费用率	1.9	2.0	1.7	(0.3)	(0.2)
管理费用率	8.1	12.0	6.0	(6.0)	(2.1)
财务费用率	1.5	5.1	5.6	0.5	4.2
营业利润率	10.1	(15.4)	(3.2)	12.1	(13.3)
净利润率	9.5	(12.6)	(2.9)	9.7	(12.4)

资料来源：公司数据

我们判断欧菲光电容屏项目已经进入起飞阶段，产能利用率、良率已经大幅提升。公司单季毛利率在 2011 年 1 季度因为电容屏项目大规模投入且产能利用率低开始大幅下降，至 2 季度达到低点，而在 3 季度我们看到毛利率已经随着产能利用率和良率的上升，有了明显提升。

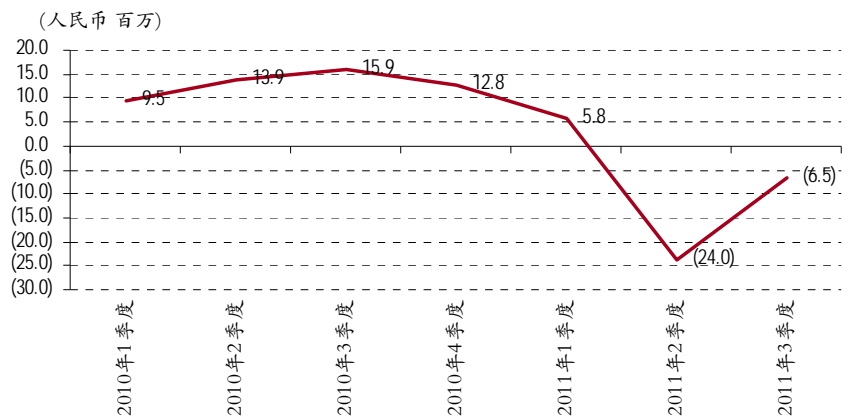
图表 4. 欧菲光单季毛利率趋势



资料来源：公司数据

从单季净利润情况看，公司的盈利情况已经随着电容屏产线成熟、良率上升开始出现反转，我们预计公司在 4 季度将实现盈利，从而扭转 2-3 季度亏损的状态。公司预计全年净利润将同比下降 70%-90%。因此我们判断公司已经进入盈利拐点期，2012 年公司整体盈利将随着电容屏项目的成熟而出现大幅增长。

图表 5. 欧菲光单季净利润趋势



资料来源：公司数据

受益国产中低端智能手机放量，电容屏项目起飞

中国联通、中国电信和中国移动先后大力推动千元智能机普及，中国联通对于千元智能机的定义为“价格在千元左右，屏幕在 3.5 英寸以上电容屏，处理器主频至少 600MHz 的智能手机”，并号召全球手机厂商加入；而中国电信更是强调千元大屏手机战略。

从目前千元智能机的销量来看，中兴 V880、中兴 U880 (TD 制式)、华为 C8650、联想 A60 手机及酷派 W706 是市场上最为热销的机型，其中联想 A60、中兴 V880、华为 C8650 在上市两个月都打破了百万部的销量。

芯片厂商也积极介入中低端智能手机，继搭载 MT6573 芯片的 A60 大卖，甚至出现一度缺货后，高通也不甘落后，先后把 MSM7227 和 MSM7227A 应用在中低端智能手机上，并计划后续继续推出专门面向中低端智能手机的芯片平台。据电子工程专辑报道，ARM 最近推出了 A7 处理器，有单核或双核版本，主要瞄准的是对价格敏感市场中的入门级智能手机应用。我们认为芯片设计和生产厂商的支持将使中低端智能手机放量的后劲更具持久性，甚至有可能直接使智能手机价格下沉的速度加快，从而引爆中低收入用户市场。

图表 6. 中低端智能手机芯片平台

	MT6573	MSM7227	MSM7227A	MSM8225	MSM8227
AP CPU	ARM11 600MHz	ARM11 600MHz	ARM Cortex A5 0.8-1GHz	DUAL ARM Cortex A5 1GHz	DUAL Krait 1GHz
调制解调器	HSPA 7.2/5.6Mbps	HSPA 7.2/5.6Mbps	HSPA 7.2/5.6Mbps	HSPA 7.2/5.6Mbps	HSPA+ 21/11Mbps
GPU	SGX531 10MTri/s 275Mp/s OGL ES2.0	Adreno 200 Performance OGL ES2.0 OVG 1.1	Adreno 200 Performance OGL ES2.0 OVG 1.1	Adreno 205 Performance OGL ES2.0 OVG 1.1	Adreno 305 Performance OGL ES2.0 OVG 1.1
多媒体	Video Codec D1 30fps Cam 12M	Video Codec D1 30fps Cam 8M	Video Codec D1 30fps triangles/sec Cam 8M	Video Codec D1 30fps triangles/sec Cam 8M	Video Codec D1 30fps 133M triangles/sec Cam 13.5M 3D
线程	65nm BB+AP+PMU	65nm BB+AP	45nm BB+AP	45nm BB+AP	28nm BB+AP
DSDM	是	否	是	是	是
发布时间	2011	2011	2011年	2012	2012

资料来源：我爱研发网

我们判断下一阶段，运营商和手机厂商将进一步加大在千元智能机方面的推广，从而推动以“大屏、高速处理器”为主要特点的中低端智能机放量，今年下半年和明年将是智能手机大规模爆发的时代。

我们认为在经历了几个季度的大规模投入后，今年年底将是欧菲光电容屏项目起飞的临界点，随着中低端智能手机放量尤其是国产智能手机出货量的增长，欧菲光有望直接受益从而使其经营情况在今年年底出现拐点，而公司的电容屏项目将在 2012 年实现飞跃。

结合产业链自上而下的调研信息及公司季度盈利情况分析，我们判断，欧菲光的电容屏项目开始迈向收获期。由于前期高速、大规模投入，在短期内产品良率提升慢于我们先前预期，但是从今年年中开始，公司电容屏项目良率和经营情况开始加速向好，并在大客户开拓方面有了较好进展。目前，国内千元智能机热销，在芯片及屏方面都出现不同程度的缺货，而以 TPK、WINTEK 等为代表的触摸屏大厂更多的把精力放在给苹果等国际一线手机厂商出货，我们判断欧菲光的客户拓展也面临难得机遇，因此除先期进入三星的供应商体系，国内智能手机厂商方面订单也将会有较好突破，推动公司整体业绩增长。公司三季报公布在市场开拓方面有了较大突破印证了我们的判断，前三季度公司在原有的中兴通讯、天宇、TCL 等基础上，成功导入了三星、摩托罗拉、联想等品牌客户，客户结构更趋合理。

股权激励方案为业绩增长护航

公司发布股权激励草案，拟授予激励对象 1,440 万份股票期权。此次股权激励对象主要以中层管理人员和核心技术人员为主（拟授予期权中的 84.6% 将授予中层管理人员和核心技术、业务人员），我们认为股权激励方案将极大的激励中坚员工的工作热情；股权激励行权条件 2012-15 年净利润分别比 2010 年净利润增长 22%、44%、66% 和 88%，我们认为股权激励为公司业绩增长提供了保障。草案具体内容如下：

- 股权激励草案拟定向激励对象定向发行 1,440 万股股票期权（股票来源为向激励对象定向发行），首次授予 1,296 万份，首期行权价 19.45 元，并预留 144 万份股票期权的行权价格在该部分股票期权授予时由董事会决定授予价格。此次股权激励对象包括高级管理人员 3 人，中层管理人员、核心技术（业务）人员共 190 人，合计 193 人，对象主要以中层管理人员和技术、业务骨干人员为主，股权激励中 84.6% 的期权将授予中层管理人员及核心技术（业务）人员。

图表 7. 股权激励对象

	获授的股票期权数量	
	(万份)	占计划总量的比例 (%)
高级管理人员	78	5.4
中层管理人员、核心技术(业务)人员	1,218	84.6
预留	144	10.0

资料来源：公司数据

- 股权激励首次授予的 1,296 万份期权行权期安排如下：

图表 8. 首次授予股票期权行权安排

行权期	行权时间	可行权数量 占获授期权数量比例 (%)
第一个行权期	自首次授权日起 12 个月后的首个交易日起至首次授权日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	40
第二个行权期	自首次授权日起 24 个月后的首个交易日起至首次授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30
第三个行权期	自首次授权日起 36 个月后的首个交易日起至首次授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30

资料来源：公司数据

■ 预留股票行权期安排如下：

图表 9. 预留股票期权行权安排

行权期	行权时间	可行权数量 占获授期权数量比例(%)
第一个行权期	自预留股票期权授权日起 12 个月后的第一个交易日起至预留授权日起 24 个月内的最后一个交易日当日止；	40
第二个行权期	自预留股票期权授权日起 24 个月后的第一个交易日起至预留授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止；	30
第三个行权期	自预留股票期权授权日起 36 个月后的第一个交易日起至预留授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止。	30

资料来源：公司数据

■ - 此次股权激励行权条件将以 2010 年净利润为基础，2012-15 年净利润增长不低于 22%、44%、66% 和 88%。

图表 10. 股权激励行权条件

行权期	绩效考核目标
第一个行权期	以 2010 年的净利润为基础，2012 年的净利润增长率不低于 22%；营业收入不低于 9.3 亿元。
第二个行权期	以 2010 年的净利润为基础，2013 年的净利润增长率不低于 44%；营业收入不低于 12.4 亿元。
第三个行权期	以 2010 年的净利润为基础，2014 年的净利润增长率不低于 66%；营业收入不低于 15.5 亿元。
第四个行权期	以 2010 年的净利润为基础，2015 年的净利润增长率不低于 88%；营业收入不低于 18.6 亿元。

资料来源：公司数据

■ 公司预计股权激励费用分摊将在 2012-2017 年间完成，具体分摊金额如下表。

图表 11. 股权激励费用分摊

(万元)	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
各年摊销期权费用	2,504.67	4,084.76	3,081.12	1,618.56	469.45	38.2

资料来源：公司数据

维持买入评级

2011年公司盈利增长低于我们预期，但3季度我们已经看到业绩明显向好趋势，印证了我们前期对于3季度末公司经营开始改善的判断。我们预计公司未来将一方面持续受益于中低端智能手机放量，同时公司也将受益于新客户的导入，公司的电容屏项目已经进入起飞阶段，预计2012年公司电容屏项目将实现飞跃。我们预计2011年-13年公司净利润1,330.7万元、2.0亿元和3.0亿元，基于25倍市盈率，维持目标价26.18元，重申**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	373	618	929	1,688	2,596
销售成本	(274)	(478)	(778)	(1,227)	(1,920)
经营费用	(33)	(72)	(107)	(196)	(311)
息税折旧前利润	85	92	73	335	431
折旧及摊销	(19)	(24)	(29)	(69)	(67)
经营利润(息税前利润)	66	68	44	265	364
净利息收入(费用)	(10)	(11)	(33)	(32)	(18)
其他收益/(损失)	1	5	6	6	7
税前利润	57	61	16	237	349
所得税	(6)	(9)	(2)	(36)	(52)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	51	52	13	201	296
核心净利润	51	52	13	201	296
每股收益(人民币)	0.27	0.27	0.07	1.05	1.54
核心每股收益(人民币)	0.27	0.27	0.07	1.05	1.54
每股股息(人民币)	0.07	0.32	0.18	0.31	0.44
收入增长(%)	n.a	66	50	82	54
息税前利润增长(%)	n.a	4	(35)	499	37
息税折旧前利润增长(%)	n.a	9	(21)	359	29
每股收益增长(%)	n.a	2	(74)	1,413	47
核心每股收益增长(%)	n.a	2	(74)	1,413	47

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	39	270	419	490	523
应收帐款	88	158	238	338	519
库存	61	165	269	423	663
其他流动资产	21	422	440	485	539
流动资产总计	210	1,016	1,366	1,736	2,244
固定资产	241	318	691	674	659
无形资产	4	6	5	5	4
其他长期资产	1	11	9	8	7
长期资产总计	247	335	706	687	670
总资产	457	1,351	2,072	2,422	2,913
应付帐款	51	94	154	242	379
短期债务	43	177	520	500	500
其他流动负债	51	52	86	137	214
流动负债总计	145	324	760	879	1,093
长期借款	67	51	300	300	300
其他长期负债	0	7	7	7	7
股本	72	96	192	192	192
储备	173	872	812	1,043	1,320
股东权益	245	968	1,004	1,235	1,512
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	457	1,351	2,072	2,422	2,913
每股帐面价值(人民币)	1.28	5.04	5.23	6.43	7.88
每股有形资产(人民币)	1.25	4.95	5.16	6.37	7.82
每股净负债/(现金)(人民币)	0.98	净现金	2.09	1.62	1.44

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	57	61	16	237	349
折旧与摊销	19	24	29	69	67
净利息费用	10	11	33	32	18
运营资本变动	(30)	(176)	(108)	(159)	(260)
税金	(6)	(9)	(2)	(36)	(52)
其他经营现金流	(0)	(1)	0	0	0
经营活动产生的现金流	49	(89)	(33)	143	121
购买固定资产净值	(48)	(420)	(400)	(100)	(50)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(48)	(420)	(400)	(100)	(50)
净增权益	0	678	0	0	0
净增债务	105	258	592	(20)	0
支付股息	(8)	(62)	(34)	(59)	(84)
其他融资现金流	(81)	(134)	24	57	46
融资活动产生的现金流	16	741	582	(22)	(38)
现金变动	17	231	148	21	34
期初现金	22	39	270	419	490
公司自由现金流	(8)	(521)	(466)	11	53
权益自由现金流	97	(263)	125	(9)	53

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.7	14.9	7.8	19.8	16.6
息税前利润率(%)	17.7	11.1	4.8	15.7	14.0
税前利润率(%)	15.2	9.9	1.7	14.0	13.4
净利率(%)	13.7	8.4	1.4	11.9	11.4
流动性					
流动比率(倍)	1.5	3.1	1.8	2.0	2.1
利息覆盖率(倍)	6.8	6.1	1.3	8.3	19.8
净权益负债率(%)	(28.7)	净现金	(39.9)	(25.1)	(18.3)
速动比率(倍)	1.0	2.6	1.4	1.5	1.4
估值					
市盈率(倍)	73.2	71.7	280.6	18.5	12.6
核心业务市盈率(倍)	73.2	71.7	280.6	18.5	12.6
目标价对应核心业务市	98.6	96.5	377.7	25.0	17.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	15.2	3.9	3.7	3.0	2.5
价格/现金流(倍)	35.6	6.9	8.9	7.6	7.1
企业价值息税折旧前利润(倍)	17.3	19.8	56.8	12.1	9.3
周转率					
存货周转天数	nm	86.3	101.7	102.9	103.2
应收帐款周转天数	86.2	72.7	77.8	62.2	60.2
应付帐款周转天数	49.5	42.8	48.7	42.8	43.7
回报率					
股息支付率(%)	0.4	1.7	0.9	1.6	2.2
净资产收益率(%)	20.8	8.6	1.3	18.0	21.6
资产收益率(%)	13.0	6.5	2.2	10.0	11.6
已运用资本收益率(%)	15.8	7.4	0.8	12.1	15.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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，其本人或其关联人士都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其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均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；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；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中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它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，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任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有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任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。

中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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转载或转发的，中银国际证券有限责任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有限责任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。中银国际证券有限责任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有限责任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。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
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) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371