

渤海租赁 (000415)

买入/维持评级

股价: RMB10.62

分析师

李聪  
SAC 执业证书编号:S1000510120013  
(021)6849 8610  
licong@mail.htlhsc.com.cn

张黎  
SAC 执业证书编号:S1000510120017  
(0755)8236 6995  
zhanglisz@mail.htlhsc.com.cn

丁文韬  
SAC 执业证书编号:S1000511090006  
021-50106410  
dingwentao@mail.htlhsc.com.cn

联系人

华莎  
(021)6849 8507  
huasha@mail.htlhsc.com.cn

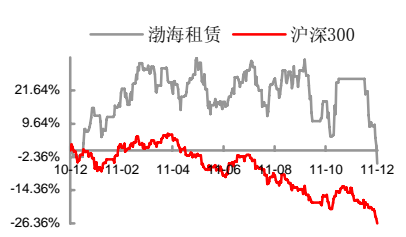
# 羽翼渐丰 搏击长空

- **渤海租赁未来股价将获 BVPS、PB 提升的双轮驱动。**根据公式  $P=BVPS*PB$ , 公司股价 P 未来将有望同时获得 BVPS 和 PB 提升带来的双轮驱动。1) BVPS 的内生增长即 roe 将有望从目前的 7%提升到 15%左右, 外延增长主要来自于公司完成借壳之后的再融资诉求将带来的 BVPS 增厚; 2) PB 估值有望因 roe 从底部转入常态化而从目前 1.6 倍提升至 3 倍左右的水平。以上 BVPS、PB 的双重提升将有望驱动股价 P 稳步上行。
- **BVPS 的内生增长即 roe 有望从 7%提升至 15%。**首先, 我们观察目前存量业务的实际 roe 水平。1) 基础设施租赁业务在仅 3.4 倍财务杠杆(上限可达到 10 倍)情境下实际 roe 已达到 9.1%; 2) 飞机租赁业务在 2013 年的 roe 可达到 18.6%, 后续年份稳定在 15%左右; 3) 皖江金融租赁牌照将带来价、量齐增, roe 向上有望接近 15%; 4) 国内租赁产业目前正处于高增长阶段。展望未来几年, 随着公司整体租赁业务的杠杆率提高、飞机租赁业务占比提升、皖江金融租赁业务的拓展以及借助国内正处于租赁行业高增长阶段, 渤海租赁 roe 将有望从目前的 7%提升至 15%左右的水平。
- **BVPS 的外延增长将主要来自于再融资诉求。**租赁作为资金密集型行业, 考虑到公司租赁余额的快速增长, 其充实资本金的需求必然存在, 目前渤海租赁已完成借壳上市, 同时近期拟收购飞机租赁资产又将消耗大量闲余资金, 我们推测再融资时点可能已逐渐临近。届时 BVPS 将获进一步增厚。
- **PB 估值的提升将主要来自于 roe 从底部转入常态化。**根据  $PB=roe*PE$ , 随着未来 roe 逐渐从目前的 7%提升至 15%左右, 公司的 PB 也将有望从目前的 1.6 倍提升至 3 倍左右的水平 ( $PB=roe*PE=15\%*20=3$ )。
- **投资建议: 买入并分享 BVPS、PB 提升带来的股价收益。**综合考虑基础设施租赁、飞机租赁、皖江金融租赁的净利润贡献, 我们上调公司 2011-2013 年 EPS 预测为 0.49、0.73、1.02 元。我们认为公司合理估值区间为 19-21 元/股, 对应 2011 年 2.9-3.2 倍 PB。维持“买入”评级。
- **风险提示: 收购飞机租赁资产尚需多部门审批。**

基础数据

总股本 (百万股)	976
流通 A 股 (百万股)	976
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	10,369

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	577	1,973	2,956	3,870
(+/-%)	276	242	50	31
归属母公司净利润(百万元)	252	483	713	996
(+/-%)	148	92	48	40
EPS(元)	0.26	0.49	0.73	1.02
P/E(倍)	41	21	15	10

注: 2011 年盈利预测为备考口径, 已考虑飞机租赁业务贡献。

## 目 录

<b>渤海租赁未来股价将获 BVPS、PB 提升的双轮驱动</b> .....	<b>4</b>
<b>BVPS 的内生增长即 roe 有望从 7%提升至 15%</b> .....	<b>4</b>
1) 基础设施租赁业务在仅 3.4 倍财务杠杆(上限可达到 10 倍)情境下实际 roe 已达到 9.1%.....	4
2) 飞机租赁业务在 2013 年的 roe 可达到 18.6%，后续年份稳定在 15%左右.....	4
3) 皖江金融租赁牌照将带来价、量齐增，roe 向上有望接近 15%.....	5
4) 国内租赁产业目前正处于高速增长阶段.....	6
<b>BVPS 的外延增长将主要来自于再融资诉求</b> .....	<b>7</b>
<b>PB 估值的提升将主要来自于 roe 从底部转入常态化</b> .....	<b>8</b>
<b>投资建议：买入并分享 BVPS、PB 提升带来的股价收益</b> .....	<b>8</b>
<b>风险提示：收购飞机租赁资产尚需多部门审批</b> .....	<b>11</b>

## 图表目录

图 1: 经营较好的海外飞机租赁公司 ROE 可达到 20%.....	5
图 1: 欧洲租赁高增长触发点为人均 GDP7556 美元.....	7
图 2: 南美洲租赁高增长触发点为人均 GDP2736 美元.....	7
图 2: 2006-10 年的过去四年, 国内租赁余额增长了 86 倍.....	7
图 3: Macquarie(澳)历史上 PB 随 roe 提升而提升.....	8
图 4: BOC(希腊)历史上 PB 随 roe 提升而提升.....	8
图 5: AerCap(美)历史上 PB 随 roe 提升而提升.....	8
图 6: Aircastle(美)历史上 PB 随 roe 提升而提升.....	8
表格 1: 国内租赁公司 roe.....	4
表格 2: 海航香港的实际 roe 测算(单位: 亿元).....	5
表格 3: 皖江金融租赁公司的股权结构(单位: 亿元).....	5
表格 4: 内资租赁、金融租赁的融资渠道比较.....	6
表格 5: 内资租赁、金融租赁的财务杠杆比较.....	6
表格 6: 金融类企业流通市值从低到高排序(单位: 亿元).....	9
表格 7: 金融类企业 PB 估值从低到高排序(单位: 亿元).....	9
表格 8: 海航集团旗下其他租赁公司资料.....	10
表格 9: 渤海租赁合并备考盈利预测(单位: 百万元, 元/股, 倍).....	11

## 渤海租赁未来股价将获 BVPS、PB 提升的双轮驱动

根据公式  $P=BVPS*PB$ ，我们认为公司股价 P 未来将有望同时获得 BVPS 和 PB 提升带来的双轮驱动。一方面，BVPS 的内生增长即 roe 将有望从目前的 7% 提升到 15% 左右，外延增长主要来自于公司完成借壳之后的再融资诉求所带来的 BVPS 提升；另一方面，PB 估值有望因 roe 从底部转入常态化而从目前的 1.6 倍提升至 3 倍左右的水平。以上 BVPS 和 PB 的双重提升未来将有望驱动股价 P 稳步上行。

## BVPS 的内生增长即 roe 有望从 7% 提升至 15%

首先，我们观察目前存量业务的盈利能力，基础设施租赁业务 roe 可以达到 10% 以上，飞机租赁业务 roe 可以达到 15% 以上。

### 1) 基础设施租赁业务在仅 3.4 倍财务杠杆(上限可达到 10 倍)情境下实际 roe 已达到 9.1%

截止 2011Q3 末，渤海租赁的租赁余额为 129 亿元，其中自有资金出资 38 亿元，银行贷款 91 亿元，全部租赁项目的财务杠杆为 3.4 倍 ( $=129/38$ )，同时公司 2011 年前 3 季度净利润简单年化 3.5 亿元。即公司在动用 38 亿元净资产、财务杠杆仅 3.4 倍的情境下，roe 为 9.1% ( $=3.5/38$ )。未来随着租赁项目增加，杠杆率提升，基础设施租赁业务的 roe 将至少达到 10% 以上的水平。

参考国内其他租赁公司，一般而言，当财务杠杆超过 5 倍时，其 roe 均在 10% 以上。

表格 1：国内租赁公司 roe

	roe	财务杠杆
远东宏信	25.8%	7.3
民生租赁	13.4%	10.5
招银租赁	11.8%	9.4
华融租赁	11.4%	7.3
工银租赁	10.2%	9.4
交银租赁	7.3%	n.a.
建银租赁	3.5%	5.0

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

### 2) 飞机租赁业务在 2013 年的 roe 可达到 18.6%，后续年份稳定在 15% 左右

本次拟注入的海航香港，主营飞机租赁业务，最新净资产 18.3 亿元，考虑到海航对海航香港的债务为 7.8 亿元，扣除该债务后，海航香港实际可用净资产为 10.5 亿元 ( $=18.3-7.8$ )，海航香港 2011-13 年的业绩承诺为 1.22、1.41、2.71 亿元（按最新汇率计算）。由此推算，2011-13 年的海航香港的实际 roe 分别为 11.7%、11.9%、18.6%，后续年份基本稳定在 15% 左右。

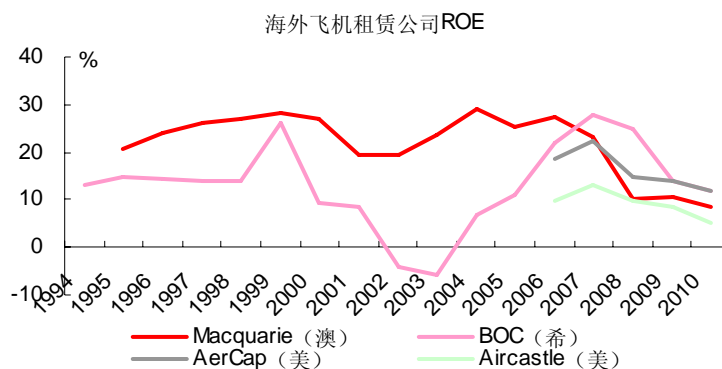
表格 2：海航香港的实际 roe 测算（单位：亿元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净利润预测值	1.22	1.41	2.71	2.35	2.60	3.58	3.95	5.18	5.36	5.22
净资产	18.27	19.68	22.39	24.74	27.34	30.92	34.87	40.06	45.42	50.64
扣除海航债务后净资产	10.44	11.85	14.56	16.91	19.51	23.09	27.04	32.23	37.59	42.81
实际 roe	11.7%	11.9%	18.6%	13.9%	13.3%	15.5%	14.6%	16.1%	14.3%	12.2%

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

参考海外飞机租赁公司，经营较好的公司长期 roe 可达到 20% 左右的水平。

图 1：经营较好的海外飞机租赁公司 ROE 可达到 20%



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

### 3) 皖江金融租赁牌照将带来价、量齐增，roe 向上有望接近 15%

除了基础设施租赁和飞机租赁业务外，渤海租赁拟与芜湖建投、美的集团共同联合筹建皖江金融租赁公司，目前已获得银监会同意。渤海租赁计划出资 16.5 亿元，持有皖江金融租赁 55% 股权。

表格 3：皖江金融租赁公司的股权结构（单位：亿元）

	出资额	持股比例
渤海租赁	16.5	55%
芜湖建投	9.9	33%
美的集团	3.6	12%
合计	30.0	100%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

继渤海租赁的内资租赁牌照之后，公司再获一张金融租赁牌照实属不易，截止 2010 年末国内一共仅发放了 17 家金融租赁牌照，可见银监会对渤海租赁经营能力的认可。公司未来有望从以下四方面受益：

#### A. 融资成本降低

相比内资租赁主要依靠银行贷款的单一融资来源，金融租赁可以通过同业拆借、发行金融债券、吸收股东一年期以上定期存款等方式来进行融资，相比银行贷款而言融资成本大幅降低。

**表格 4：内资租赁、金融租赁的融资渠道比较**

	内资租赁	金融租赁
监管规定	融资租赁试点企业应严格遵守国家有关法律法规，不得从事下列业务： （一）吸收存款或变相存款； （二）向承租人提供租赁项下的流动资金贷款和其他贷款； （三）有价证券投资、金融机构股权投资； （四）同业拆借业务； （五）未经中国银行业监督管理委员会批准的其他金融业务。	经中国银行业监督管理委员会批准，金融租赁公司可经营下列部分或全部本外币业务： （一）融资租赁业务； （二）吸收股东 1 年期（含）以上定期存款； （三）接受承租人的租赁保证金； （四）向商业银行转让应收租赁款； （五）经批准发行金融债券； （六）同业拆借； （七）向金融机构借款； （八）境外外汇借款； （九）租赁物品残值变卖及处理业务； （十）经济咨询； （十一）中国银行业监督管理委员会批准的其他业务。

资料来源：《金融租赁公司管理办法》，《商务部、国家税务总局关于从事融资租赁业务有关问题的通知》，华泰联合证券研究所

## B. 财务杠杆提升

相比内资租赁 10 倍的财务杠杆上限，金融租赁的财务杠杆上限可以达到 12.5 倍。

**表格 5：内资租赁、金融租赁的财务杠杆比较**

	内资租赁	金融租赁
监管规定	融资租赁试点企业的风险资产（含担保余额）不得超过资本总额的 10 倍。	金融租赁公司资本净额不得低于风险加权资产的 8%。

资料来源：《金融租赁公司管理办法》，《商务部、国家税务总局关于从事融资租赁业务有关问题的通知》，华泰联合证券研究所

## C. 项目资源无忧

2010 年芜湖市实现 GDP1108.63 亿元，同比增长 18.2%，经济总量、增速分别位居安徽省第二、第一位。皖江金融租赁的第二大股东芜湖建投（拟持股 33%）直属芜湖市人民政府领导，可为皖江金融租赁提供丰富的项目支持。

## D. 税收优惠可期

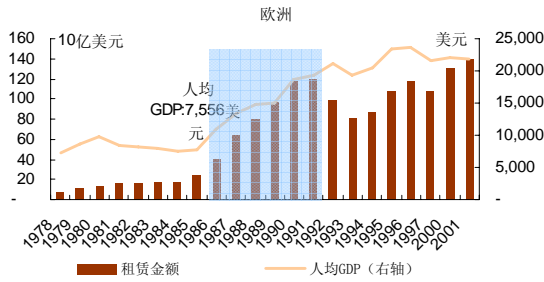
参考渤海租赁此前与天津市政府的密切合作关系，诸多税收项目都获得减免。我们认为，皖江金融租赁在芜湖当地从事租赁业务同样有望获得相应的税收优惠政策。

参照表格 1 中国内金融租赁公司的盈利能力，我们判断，皖江金融租赁的 roe 向上有望接近 15%。

## 4) 国内租赁产业目前正处于高速增长阶段

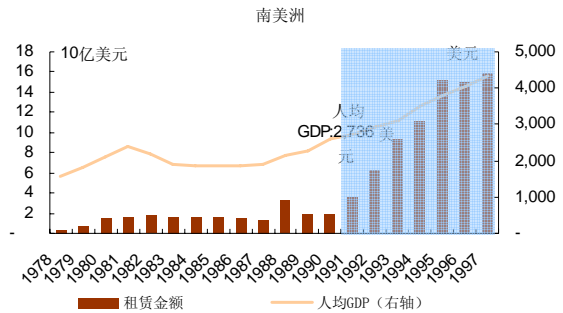
参考租赁行业增长的 S 型曲线，各大洲进入高速增长阶段的人均 GDP 触发点存在较大差异。我们推测，主要原因可能在于，租赁行业作为一个对政策、制度较为敏感的金融子行业，其对经济成熟度的敏感度相比之下较政策、制度建设等方面会弱一些。

**图 1： 欧洲租赁高增长触发点为人均 GDP7556 美元**



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

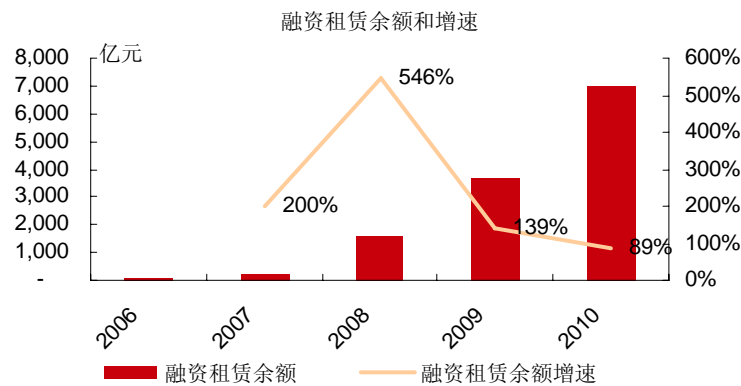
**图 2： 南美洲租赁高增长触发点为人均 GDP2736 美元**



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

通常而言，法律、监管、会计、税收方面的制度建设是租赁行业的 4 大支柱。从国内来看，第一家租赁公司于 1981 年成立，当时背景是改革开放初期，为了解决国内资金紧缺以及从国外引进先进技术、设备和管理的需求，由此引入了融资租赁业务。此后的 30 年时间里，国内租赁行业经历了起源（1981-84）、发展（1985-88）、动荡（1989-1999）、复苏（2000 至今）四个阶段，其中，直到 1999 年之后的两年中，国内完成法律、监管、会计、税收的租赁行业四大支柱建设，国内租赁行业才算真正迈入到规范化发展的道路上来，制度建设上的逐渐完善迎来了近年国内租赁行业的高速发展。

**图 2： 2006-10 年的过去四年，国内租赁余额增长了 86 倍**



资料来源：中国租赁联盟，华泰联合证券研究所

展望渤海租赁未来几年发展，随着公司整体租赁业务的杠杆率提高、飞机租赁业务占比提升、皖江金融租赁业务的拓展以及借助国内正处于租赁行业高增长阶段，渤海租赁 roe 将有望从目前的 7% 提升至 15% 左右的水平。

## BVPS 的外延增长将主要来自于再融资诉求

租赁作为资金密集型行业，考虑到租赁余额的快速增长，公司充实资本金的需求必然存在，目前渤海租赁已完成借壳上市，同时近期公司拟收购飞机租赁资产和成立皖江金融租赁公司又将消耗大量剩余资金，我们推测公司的再融资时点已逐渐临近。公司

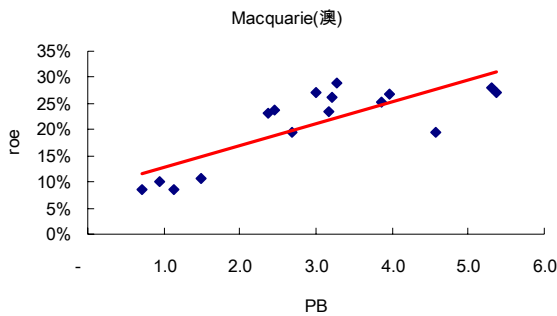
目前的 PB 为 1.6 倍,即便考虑发行折价仍远高于 1 倍 PB,再融资完成之后公司 BVPS 仍然必将进一步增厚。

## PB 估值的提升将主要来自于 roe 从底部转入常态化

根据  $PB=roe*PE$ , 随着未来 roe 逐渐提升至 15%左右,公司的 PB 也将有望从目前的 1.6 倍提升至 3 倍左右的水平 ( $PB=roe*PE=15\%*20=3$ )。

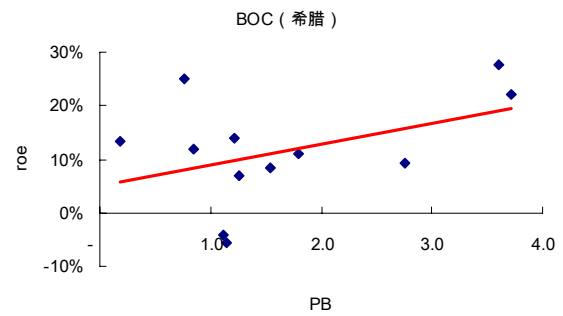
参考海外上市的飞机租赁公司,其 PB 估值也都是随着 roe 提升而逐步提升的过程。

图 3: Macquarie(澳)历史上 PB 随 roe 提升而提升



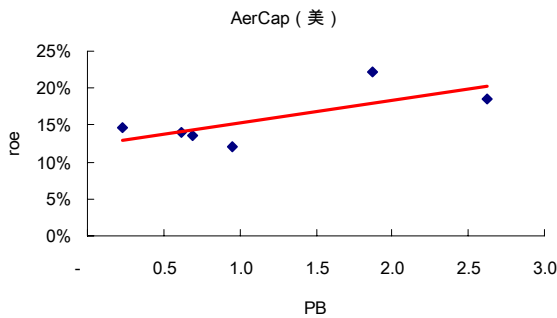
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 4: BOC (希腊)历史上 PB 随 roe 提升而提升



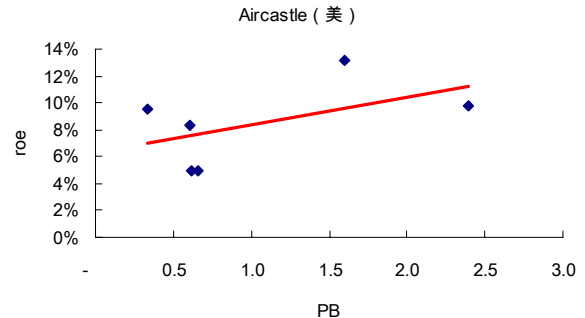
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 5: AerCap (美)历史上 PB 随 roe 提升而提升



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 6: Airastle (美)历史上 PB 随 roe 提升而提升



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

## 投资建议: 买入并分享 BVPS、PB 提升带来的股价收益

1) 从目前股价往上看,我们认为潜力巨大。

如前那所述,根据  $P=BVPS*PB$ ,考虑到公式右侧的 BVPS 目前内生增长仅 7%,PB 仅 1.6 倍,两者均处于较低水平导致了目前的股价 P 处于非常安全的位置。未来随着 BVPS 和 PB 提升带来对股价 P 强劲的双轮驱动,将为投资者带来丰厚的投资回报。

2) 从目前股价往下看,我们认为继续向下的风险已经很小。

### A.PB 估值已非常安全性

与目前正在推荐的海通证券、中信证券做比较，目前海通的 ROE 今年预计 6% 左右，正常化 8% 左右，乐观也就 10% 左右，目前估值大约 1.5 倍 PB，（中信类似）。而渤海租赁的长期 roe 有望达到 15% 的水平，相当于海通的 2 倍，而目前 PB 与海通接近仅为 1.6 倍，明显偏低，

### B. 金融股中其估值全面占优

渤海租赁作为一个金融股，目前其流动市值只有 32 亿元，但其 P/B 估值水平远远低于流动市值较低的前 15 位的金融股。如果按照估值水平排名，渤海租赁的流动市值远远低于在 2 倍 P/B 水平下的其他任何金融个股。

表格 6：金融类企业流通市值从低到高排序（单位：亿元）

序号	公司	流通市值(亿元)	总市值(亿元)	最新 PB	2011PE
1	国海证券	17	84	3.17	27.68
2	香溢融通	32	32	2.12	26.20
3	中国中期	32	32	7.38	-
4	渤海租赁	32	104	1.62	21.67
5	陕国投 A	39	39	4.82	39.08
6	爱建股份	58	58	4.32	35.57
7	西南证券	64	186	1.87	28.13
8	方正证券	66	270	1.89	31.24
9	安信信托	69	69	16.17	16.62
10	鲁信创投	72	133	4.90	22.39
11	大众公用	79	79	1.95	13.71
12	东北证券	84	84	2.58	41.10
13	山西证券	100	164	2.77	45.27
14	国金证券	101	101	3.10	24.25
15	太平洋	103	104	5.00	71.71

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

表格 7：金融类企业 PB 估值从低到高排序（单位：亿元）

序号	公司	流通市值(亿元)	总市值(亿元)	最新 PB	2011PE
1	交通银行	1,478	1,478	1.09	5.61
2	深发展 A	474	783	1.12	7.73
3	中信银行	1,271	1,279	1.13	6.61
4	浦发银行	1,286	1,608	1.15	6.25
5	中国银行	5,729	5,729	1.18	6.45
6	国元证券	177	177	1.20	22.98
7	光大银行	418	1,112	1.22	6.81
8	兴业银行	1,326	1,326	1.24	5.58
9	北京银行	600	600	1.25	7.57
10	华夏银行	562	771	1.27	9.26
11	民生银行	1,342	1,342	1.30	6.24
12	农业银行	526	7,557	1.35	6.41

13	南京银行	280	280	1.37	9.22
14	华泰证券	148	468	1.41	17.78
15	海通证券	659	659	1.47	17.77
16	中信证券	1,022	1,024	1.48	17.74
17	建设银行	447	447	1.51	6.81
18	宁波银行	235	273	1.53	8.97
19	长江证券	174	174	1.53	25.42
20	渤海租赁	32	104	1.62	21.67

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

### 3) 海航集团租赁资产众多

公司在近期公告中已明确提及未来对公司实际控制人海航集团旗下其他租赁资产的整合可能, 渤海租赁未来外延扩张的潜力巨大。

表格 8: 海航集团旗下其他租赁公司资料

公司名称	注册资本	总资产	净资产	主营业务	业务进展
长江租赁	28 亿元	167.28 亿元	40.18 亿元	通用飞机、飞机发动机及其他航空器材	截止 2010 年 4 月底, 已起租的项目包括 56 架飞机
扬子江租赁	1.14 亿美元	31.21 亿元	8.65 亿元	通用飞机、飞机发动机及其他航空器材	截止 2010 年 4 月底, 扬子江租赁已起租 8 架飞机共计 1.73 亿美元, 已起租飞机发动机等航空器材共计 4.79 亿元
大新华租赁	17 亿元	5.00 亿元	5.00 亿元	船舶租赁	尚未开展具体业务
香港国际租赁	3.89 亿港元	19.11 亿港元	3.90 亿港元	民用飞机租赁、飞机发动机及其他航空器材租赁、船舶租赁	截止 2010 年 4 月底, 香港国际租赁已起租的项目包括 5 架飞机和一台飞机发动机

资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

注: 总资产、净资产均为 2009 年数据。

公司目前 2011 年 PB 仅为 1.6 倍, 且是进入正常化经营的第二年, 因此, 我们目前要求公司较高的 roe 水平也不现实, 随着公司收购飞机租赁业务以及将账上的资金逐步地充分利用, 公司整体的 roe 水平还将不断上移, 明年的整体 roe 有望上升到 10% 左右, 但是同时, 公司又是资本消耗型的企业, 因此, 公司必将进行再融资, 此时公司的 PB 水平又将下移, 而整体 roe 水平随着经营的正常化还将一步步上移。(2010 年, 民生租赁 roe 都达到 15% 左右, 远东宏信 roe 高达 26% 左右)。(同时公司的 roe 水平也还可以通过债项融资的方式完成, roe 的水平远高过发债成本)所以在未来的过程中, 随着整体 roe 上移的过程, 公司的 P/B 水平却还在不停的下降, 这必将带来不错的收益。

简单而言: 渤海租赁, 没有银行的坏账担忧, 却享受着与银行一般的估值, 金融板块内流动市值第二小的公司且身处朝阳产业, 却没有享受到流动性溢价, 本属逆周期品种, 却没有在逆周期中显示出优势。

综合考虑基础设施租赁、飞机租赁、皖江金融租赁的净利润贡献，我们上调公司 2011-2013 年 EPS 预测为 0.49、0.73、1.02 元，目前股价对应 2011-13 年 PE 依次为 21、15、10 倍，对应 2011-13 年 PB 依次为 1.6、1.5、1.4。我们认为公司合理估值区间为 19-21 元/股，对应 2011 年 2.9-3.2 倍 PB。维持“买入”评级。

**表格 9：渤海租赁合并备考盈利预测（单位：百万元，元/股，倍）**

	2011E	2012E	2013E
净利润	483	713	996
基础设施租赁	360	463	575
飞机租赁	122	141	271
皖江租赁	0	109	150
EPS	0.49	0.73	1.02
基础设施租赁	0.37	0.47	0.59
飞机租赁	0.13	0.14	0.28
皖江租赁	-	0.11	0.15
BVPS	6.55	7.02	7.61
PE	21	15	10
PB	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

**风险提示：收购飞机租赁资产尚需多部门审批**



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

#### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

#### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048  
电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120  
电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。