



持有

6% ↑

目标价格: 人民币34.09

000581.SZ

价格: 人民币 32.12

目标价格基础: 18倍2012年市盈率

板块评级: 中立

威孚高科

11年及12年1季度业绩同比分别下滑10.1%和15%

公司2011年实现净利润12.05亿元,同比下滑10.1%,每股收益1.77元;2012年1季度实现净利润2.47亿元,同比下滑15%,每股收益0.36元;业绩基本符合市场预期。受博世汽柴业绩大幅下滑影响,2011年及2012年1季度公司投资收益同比分别下滑27.9%和49.2%。我们认为,2012年商用车市场难言乐观,预计公司全年业绩小幅提升。2013年起,随着国IV标准逐步实施,公司IV高压共轨系统及相关零部件、SCR系统及WAPS系统产品有望快速放量,推动公司进入新一轮业绩增长期。

支撑评级的要点

- 2011年营业收入为58.98亿元,同比增长9.8%,其中燃油喷射系统业务、后处理系统业务和进气系统业务收入同比分别增长3.8%、37.9%和253.7%。毛利率小幅下滑0.9个百分点至26.8%。
- 2012年1季度营业收入为13.4亿元,同比下滑17.1%。1季度毛利率为28.3%,较2011年小幅回升。
- 2011年公司投资收益为4.98亿元,同比下滑27.9%,其中博世汽柴投资收益下滑42.9%,中联电子下滑2.8%,威孚环保催化剂下滑16.9%。
- 2012年1季度投资收益为0.56亿元,同比下滑49.2%,我们判断博世汽柴1季度经营情况仍不乐观。
- 2011年公司期间费用水平保持平稳,2012年1季度公司费用控制严格,期间费用率较去年同期下降2.2个百分点。
- 公司拟以总股本6.8亿股为基数,向全体股东每10股派发现金股利3元(含税)。

评级面临的主要风险

- 国IV标准实施时间推迟。
- 商用车行业持续低迷。

估值

- 我们预计2012-2014年公司每股收益分别为1.89元、2.49元、3.75元,当前股价对应2012年和2013年约17倍、13倍市盈率,估值适中,我们维持**持有**评级及34.09元的目标价格,相当于18倍12年市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	5,371	5,898	6,467	8,546	12,778
变动(%)	74	10	10	32	50
净利润(人民币 百万)	1,340	1,205	1,288	1,695	2,553
全面摊薄每股收益(人民币)	1.971	1.771	1.894	2.493	3.753
变动(%)	199.0	(10.1)	6.9	31.6	50.6
市场预期每股收益(人民币)	16.3	18.1	17.0	12.9	8.6
全面摊薄市盈率(倍)	16.3	18.1	16.9	12.9	8.6
每股现金流量(人民币)	0.79	0.48	1.25	1.59	2.25
价格/每股现金流量(倍)	40.7	67.0	25.6	20.3	14.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.7	17.7	17.8	13.5	8.1
每股股息(人民币)	0.435	0.360	0.379	0.499	0.000
股息率(%)	1.4	1.1	1.2	1.6	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3)	(1)	9	(19)
相对新华富时A50指数	(13)	0	3	1

发行股数(百万)	680
流通股(%)	66
流通股市值(人民币 百万)	14,418
3个月日均交易额(人民币 百万)	94
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
无锡产业发展集团有限公司	20

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年4月17日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 零配件

王玉笙

(8621) 2032 8523

yusheng.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120041

*宋佳佳为本报告重要贡献者

业绩基本符合预期

2011年，威孚高科实现营业收入58.98亿元，同比增长9.8%，实现净利润12.05亿元，同比下滑10.1%，折合每股收益1.77元。2012年1季度，公司营业收入13.4亿元，同比下滑17.1%，环比11年4季度下滑7.1%，实现净利润2.47亿元，同比下滑15%，折合每股收益0.36元。公司年报及1季报业绩基本符合市场预期。公司拟以当前总股本6.8亿股为基数，向全体股东每10股派发现金股利3元（含税）。

图表 1.2011 年年报及 2012 年 1 季报业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	2011/2010 (%)	2011 1 季度	2011 4 季度	2012 1 季度	2012 年 1 季度/2011 年 1 季度 (%)	2012 年 1 季度/2011 年 4 季度 (%)
营业收入	5,371	5,898	9.8	1,618	1,443	1,340	(17.1)	(7.1)
营业成本	3,879	4,315	11.2	1,185	1,027	961	(18.9)	(6.4)
营业税金及附加	32	33	3.2	9	8	9	(6.1)	10.5
主营业务利润	1,460	1,550	6.2	424	409	370	(12.5)	(9.3)
销售费用	123	227	83.8	32	146	32	(0.0)	(77.9)
管理费用	457	428	(6.4)	151	47	94	(37.5)	99.5
财务费用	33	26	(21.0)	10	(6)	4	(57.4)	(172.6)
资产减值损失	50	6	(87.1)	(1)	6	(0)	(93.6)	(100.6)
营业利润	796	863	8.4	231	215	240	3.7	11.6
投资收益	690	498	(27.9)	110	129	56	(49.2)	(56.9)
营业外收入	24	44	80.4	0	36	2	847.0	(94.4)
营业外支出	11	7	(29.3)	2	2	2	(23.7)	2.2
利润总额	1,500	1,397	(6.9)	339	378	296	(12.7)	(21.8)
所得税	118	141	19.2	34	19	37	8.9	96.8
少数股东损益	41	51	23.9	14	11	12	(17.4)	12.0
净利润	1,340	1,205	(10.1)	291	349	247	(15.0)	(29.2)
每股收益(元)	1.97	1.77		0.43	0.51	0.36		

资料来源：公司数据，中银国际研究

2011 年营业收入同比增长 9.8%，毛利率下滑 0.9 个百分点

公司全年实现营业收入58.98亿元，其中燃油喷射系统、后处理系统、进气系统收入占比分别达到73.4%、2.6%、14.7%。

燃油喷射系统业务收入增长 3.8%：2011年，国内商用车销量下滑6.4%，其中重卡销量下滑13.3%。受行业低迷影响，公司燃油喷射系统业务增速放缓至3.8%，实现营业收入43.3亿元。毛利率为31.4%，同比小幅下滑0.5个百分点。

后处理系统业务收入增长 37.9%：威孚力达及环保催化剂公司占据国内自主品牌乘用车催化剂市场约50%的份额。2011年，威孚力达实现销售收入8.64亿元，同比增长37.9%。毛利率小幅下滑0.3个百分点至14.7%。

进气系统业务收入大幅增长 253.7%：自2010年底收购宁波天力后，公司增压器业务快速发展，2011年增压器业务已形成1.53亿元的销售收入。毛利率高达37.6%，较10年大幅增加19.7个百分点。目前，公司依托威孚英特迈公司开展六缸机涡轮增压器项目。

图表 2. 公司主营业务收入及毛利率情况

	营业收入(百万元)			毛利率(%)		
	2010 年	2011 年	2011 年/2010 年(%)	2010 年	2011 年	同比变化(百分点)
汽车燃油喷射系统	4,172	4,330	3.8	31.9	31.4	(0.5)
进气系统	43	153	253.7	17.9	37.6	19.7
汽车后处理系统	627	864	37.9	15.0	14.7	(0.3)
主营合计	4,842	5,347	10.4	29.6	28.9	(0.7)
其他业务	529	551	4.1	11.0	7.2	(3.8)
总计	5,371	5,898	9.8	27.8	26.8	(0.9)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

2011 年投资收益同比下滑 27.9%

2011 年, 公司实现投资收益 4.98 亿元, 其中博世汽柴贡献 2.34 亿元; 中联电子贡献 1.94 亿元; 威孚环保催化剂公司贡献 0.41 亿元。2011 年, 公司投资收益同比下滑 27.9%, 下滑主要是由于参股公司博世汽柴业绩出现明显下降。

博世汽柴投资收益下滑 42.9%。由于中重卡行业销量下滑、高压共轨技术路线市场份额缩减等原因, 2011 年博世汽柴重型高压共轨系统销量出现下滑, 且销售单价下降。2011 年博世汽柴收入为 50.44 亿元, 同比下滑 14%。净利润率为 14.8%, 较 2010 年下滑 7.4 个百分点。

中联电子投资收益下滑 2.8%。2011 年, 乘用车市场小幅增长, 作为乘用车 EMS 市场领军企业, 联合汽车电子业绩总体保持平稳。

威孚环保催化剂投资收益下滑 16.9%。环保催化剂公司 2011 年实现营业收入约 10.07 亿元, 其中内部配套约 5.3 亿元, 占比 53%。公司净利润率为 8.4%, 较 10 年下滑约 4.1 个百分点。

图表 3. 参股公司投资收益情况

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	2011 年/2010 年 (%)
博世汽柴	410	234	(42.9)
中联电子	200	194	(2.8)
威孚精密机械	8	13	55.8
威孚奥特凯姆精密	17	17	(3.2)
威孚环保催化剂	49	41	(16.9)
其他	7	(0)	(100.8)
投资收益总计	690	498	(27.9)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 4. 参股公司营业收入及净利润率情况

	营业收入(百万元)			净利润率(%)		
	2010 年	2011 年	2011 年 /2010 年(%)	2010 年	2011 年	同比变化 (百分点)
博世汽柴	5,864	5,044	(14.0)	22.2	14.8	(7.4)
威孚精密机械	244	301	23.6	16.6	21.1	4.5
威孚奥特凯姆精密	137	169	23.5	25.2	19.8	(5.4)
威孚环保催化剂	845	1,007	19.3	12.5	8.4	(4.1)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

2011 年期间费用率保持平稳

2011 年，公司销售费用总计 2.27 亿元，较 2010 年增加 1.03 亿元，同比增长 83.8%。销售费用增加主要是由于三包费用大幅增加 0.98 亿元，公司销售费用率较 10 年增长 1.5 个百分点。管理费用为 4.28 亿元，较 2010 年减少 0.29 亿元，同比下滑 6.4%。管理费用率大幅下滑 1.3 个百分点。同时财务费用率小幅下降。2011 年，公司期间费用率同比小幅提升 0.1 个百分点。

2012 年 1 季度收入同比下滑 17.1%，净利润下滑 15%

2012 年 1 季度，国内商用车销量同比下滑 11.9%，其中重卡销量下滑 29.9%。公司 1 季度收入为 13.4 亿元，同比下滑 17.1%，略好于预期。预计威孚金宁 1 季度销量及收入仍保持 20% 以上的增长。公司毛利率为 28.3%，同比提升 1.5 个百分点。

2012 年 1 季度，公司投资收益为 0.56 亿元，同比下滑 49.2%，我们认为，这主要是由于 1 季度国内重卡板块销量下滑 29.9%，博世汽柴重型发动机高压共轨系统需求乏力所致。

2012 年 1 季度，公司严格控制各项费用支出，管理费用率较 11 年同期下滑 2.3 个百分点，同时公司以募集资金归还银行贷款，财务费用率同比下滑 0.3 个百分点，销售费用率小幅提升 0.4 个百分点。期间费用率较 10 年同期下降 2.2 个百分点。

受益于毛利率改善及期间费用率下降，公司并表业务盈利能力出现一定改善，部分抵消了投资收益的大幅下滑，1 季度净利润同比下滑 15%。

非公开发行 A 股工作完成

2012 年 2 月，公司向无锡产业发展集团有限公司和罗伯特·博世公司非公开发行 A 股约 11,286 万股，发行股价为 25.395 元/股，募集资金净额为 28.5 亿元。本次非公开发行完成后，公司股本增加至 68,013 万股，产业集团和博世公司在公司的持股比例分别提升至 20% 和 14%，公司股权结构进一步优化。同时，募集资金到位后，有利于公司加快募投项目建设进程。

盈利预测及估值

博世汽柴：我们认为，公司 2012 年博世汽柴仍将面临市场需求乏力及客户向“直列泵+EGR”转移的困境，业绩难有明显改善。但 2013 年起，商用车排放标准逐步向国 IV 过渡。我们判断“高压共轨+SCR”将成为国 IV 阶段重型发动机的主流技术路线，预计将逐步占据 50%-60% 的市场份额。我们预计，博世汽柴在高压共轨的市场份额有望维持在 80% 左右。预计国 IV 时代博世汽柴的共轨产品需求将有所提升。

威孚汽柴：作为博世汽柴高压共轨泵及喷油器提供商，威孚汽柴有望通过产品研发扩大其在博世的配套率，从而推动公司业绩增长。

本部：本部主要提供国 II 产品，预计国 IV 以后，本部产品将市场向工程机械、船用市场等转移。未来 WAPS 系统投产后，有望成为本部新的利润增长点。

威孚金宁：预计 12-13 年 VE 分配泵销量保持快速增长。我们判断，轻型 WAPS 系统未来可能由威孚金宁实施，预计 13 年起，轻型 WAPS 系统业务有望贡献收入及净利润。

威孚力达及环保催化剂公司：2011 年公司后处理系统业务盈利能力下滑，我们认为随着后处理市场规模的进一步扩大，公司面临的竞争也在加剧。SCR 系统有望从 13 年下半年起开始放量，推动威孚力达及环保催化剂公司业绩增长。

中联电子：我们预计联合汽车电子行业龙头地位难以撼动，业绩将保持平稳增长。

总体而言，我们预计 2012-2014 年，公司净利润分别为 12.88 亿元、16.95 亿元、25.53 亿元，对应每股收益分别为 1.89 元、2.49 元、3.75 元。当前股价对应 2012 年和 2013 年约 17 倍、13 倍市盈率，估值适中，我们维持**持有**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	5,371	5,898	6,467	8,546	12,778
销售成本	(3,911)	(4,348)	(4,838)	(6,451)	(9,595)
经营费用	(491)	(523)	(588)	(806)	(1,255)
息税折旧前利润	969	1,028	1,041	1,288	1,928
折旧及摊销	(140)	(139)	(175)	(211)	(240)
经营利润(息税前利润)	829	889	866	1,078	1,688
净利息收入/(费用)	(33)	(26)	5	42	58
其他收益/(损失)	704	534	604	816	1,177
税前利润	1,500	1,397	1,475	1,936	2,923
所得税	(118)	(141)	(134)	(171)	(265)
少数股东权益	(41)	(51)	(53)	(70)	(105)
净利润	1,340	1,205	1,288	1,695	2,553
核心净利润	1,341	1,208	1,290	1,697	2,555
每股收益(人民币)	1.971	1.771	1.894	2.493	3.753
核心每股收益(人民币)	1.972	1.777	1.897	2.495	3.756
每股股息(人民币)	0.435	0.360	0.379	0.499	0.000
收入增长(%)	74	10	10	32	50
息税前利润增长(%)	569	7	(3)	24	57
息税折旧前利润增长(%)	251	6	1	24	50
每股收益增长(%)	199	(10)	7	32	51
核心每股收益增长(%)	199	(10)	7	32	51

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,500	1,397	1,475	1,936	2,923
折旧与摊销	140	139	175	211	240
净利息费用	33	26	(5)	(42)	(58)
运营资本变动	(82)	(628)	35	280	509
税金	(118)	(141)	(134)	(171)	(265)
其他经营现金流	(936)	(466)	(695)	(1,135)	(1,816)
经营活动产生的现金流	536	326	852	1,078	1,533
购买固定资产净值	(231)	(553)	(782)	(487)	(487)
投资减少/增加	172	577	584	796	1,157
其他投资现金流	41	13	0	0	0
投资活动产生的现金流	(18)	37	(198)	310	671
净增权益	3	10	2,866	0	0
净增债务	(263)	225	(498)	0	0
支付股息	(85)	(247)	(204)	(258)	(339)
其他融资现金流	96	39	(34)	42	58
融资活动产生的现金流	(249)	27	2,130	(215)	(281)
现金变动	269	390	2,784	1,173	1,923
期初现金	328	465	855	3,639	4,812
公司自由现金流	518	363	654	1,388	2,204
权益自由现金流	222	562	161	1,430	2,262

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	606	865	3,639	4,812	6,734
应收帐款	1,007	1,179	1,242	1,641	2,453
库存	918	884	917	1,272	1,965
其他流动资产	940	1,410	1,500	1,500	1,500
流动资产总计	3,471	4,338	7,297	9,225	12,653
固定资产	1,252	1,456	1,965	2,203	2,414
无形资产	146	349	440	478	513
其他长期资产	1,892	1,786	1,786	1,786	1,786
长期资产总计	3,291	3,591	4,192	4,468	4,714
总资产	6,762	7,929	11,489	13,692	17,367
应付帐款	2,005	1,874	2,087	2,783	4,139
短期债务	270	498	0	0	0
其他流动负债	106	123	3	3	3
流动负债总计	2,381	2,495	2,090	2,786	4,142
长期借款	3	0	0	0	0
其他长期负债	32	94	55	55	55
股本	567	567	680	680	680
储备	3,539	4,497	8,334	9,772	11,985
股东权益	4,106	5,064	9,014	10,452	12,666
少数股东权益	240	276	329	399	504
总负债及权益	6,762	7,929	11,489	13,692	17,367
每股帐面价值(人民币)	7.24	8.93	13.25	15.37	18.62
每股有形资产(人民币)	6.98	8.31	12.61	14.64	17.82
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.57)	(0.63)	(5.35)	(7.07)	(9.90)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.0	17.4	16.1	15.1	15.1
息税前利润率(%)	15.4	15.1	13.4	12.6	13.2
税前利润率(%)	27.9	23.7	22.8	22.7	22.9
净利率(%)	25.0	20.4	19.9	19.8	20.0
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.7	3.5	3.3	3.1
利息覆盖率(倍)	24.9	33.7	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.4	3.1	2.9	2.6
估值					
市盈率(倍)	16.3	18.1	17.0	12.9	8.6
核心业务市盈率(倍)	16.3	18.1	16.9	12.9	8.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	16.2	17.9	16.8	12.8	8.5
盈率(倍)					
市净率(倍)	4.4	3.6	2.4	2.1	1.7
价格/现金流(倍)	40.7	67.0	25.6	20.3	14.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.7	17.7	17.8	13.5	8.1
周转率					
存货周转天数	70.3	75.6	67.9	61.9	61.6
应收帐款周转天数	59.7	67.6	68.3	61.6	58.5
应付帐款周转天数	111.6	120.0	111.8	104.0	98.8
回报率					
股息支付率(%)	18.4	16.9	20.0	20.0	0.0
净资产收益率(%)	38.5	26.3	18.3	17.4	22.1
资产收益率(%)	12.9	10.9	8.1	7.8	9.9
已运用资本收益率(%)	20.1	17.0	11.4	10.7	14.1

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刊载或转发的，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 2 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