



股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(7)	(2)	(13)	(14)
相对新华富时 A50 指数	(5)	2	(2)	(1)
发行股数(百万)	2,583			
流通股(%)	40			
流通股市值(人民币 百万)	22,216			
3个月日均交易额(人民币 百万)	73			
净负债比率(%) (2012E)				
主要股东(%)				
上汽集团	60			

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年8月23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: 零部件

王玉笙

(8621) 2032 8523

yusheng.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120041

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

楼佳

(8621) 2032 8525

jia.lou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512060001

华域汽车

增长平稳, 估值偏低

华域汽车上半年实现销售收入 283 亿元, 同比增长 8.7%; 归属母公司净利润同比小幅增长 4.1%至 16.2 亿元, 合每股收益 0.63 元, 符合预期。盈利增长低于收入增幅主要由于期内管理费用率等的抬升所致。从季度业绩来看, 2 季度收入和净利润分别同比增长 9.2%和 5%, 环比 1 季度均基本持平。整体而言, 我们认为公司作为综合性零部件供应商, 业绩增长相对稳定。今年下半年至明年通用及南北大众陆续有产能释放和新车型推出, 对公司订单增长构成一定支撑。我们目前维持公司 2012-2013 年每股收益预测 1.22 元和 1.32 元; 考虑到板块整体估值中枢下移, 将目标价格由 12.20 元小幅下调至 10.97 元, 维持买入评级。

申报要点

- 上半年, 下游重点配套的欧美系主机厂销量表现继续优于行业平均, 其中核心客户上海大众和通用均实现 10%左右的增长; 业外重点客户中, 一汽大众增长强劲, 长福马和神龙增长平稳。业内外客户共同拉动公司收入和盈利稳定增长。
- 上半年, 内外饰件业务收入同比增长 10.5%, 但盈利同比下滑 5.1%, 主要由于子公司施内因去年(所得税率优惠)退税造成同期基数较高所致; 别除该影响, 我们估计内外饰件业务上半年整体盈利同比基本持平。
- 上半年, 功能性总成件板块收入平稳增长 5.7%, 但盈利实现 20.6%的较快增长, 我们认为增长拉动主要来自纳入投资收益核算的采埃孚、纳铁幅及法雷奥等合联营公司; 估计制动系统等合并子公司表现一般。
- 上半年, 热加工板块收入和盈利分别同比下滑 15%和 11.9%, 我们认为与公司业务结构转型有关, 预计未来这块业务规模会逐步萎缩。但由于该业务占比较小且盈利能力较弱, 估计对公司整体业绩影响极为有限。
- 上半年, 公司综合毛利率同比上升 0.4 个百分点至 16.5%, 其中内外饰件和功能总成件板块毛利率均有小幅提升, 我们认为主要得益于今年以来主要原材料价格的回落。
- 费用方面, 由于人员工资、研发及技术提成费用的抬升, 上半年管理费用比去年同期增加 4.1 亿元, 管理费用率同比上升约 1 个百分点; 销售费用率同比也略微上升; 但财务费用因利息收入和汇兑收益等, 有所下降。

估值

- 我们目前维持对公司 2012-2013 年每股收益 1.22 元和 1.32 元的盈利预测, 当前股价对应 2012 年预计市盈率 7 倍左右, 估值偏低。考虑到板块整体估值中枢的下移, 我们将目标价由 12.20 元小幅下调至 10.97 元, 相当于 9 倍 2012 年动态市盈率, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(人民币 百万)	44,827	52,299	56,675	61,126	66,895
变动(%)	82	17	8	8	9
净利润(人民币 百万)	2,554	2,990	3,149	3,397	3,690
完全摊薄每股收益(人民币)	0.989	1.158	1.219	1.315	1.428
变动(%)	66.8	17.1	5.3	7.9	8.6
市场预期每股收益(人民币)			1.258	1.421	1.468
核心每股收益(人民币)	0.990	1.162	1.223	1.319	1.432
变动(%)	67.0	17.4	5.2	7.9	8.6
全面摊薄市盈率(倍)	8.7	7.4	7.1	6.5	6.0
核心市盈率(倍)	8.7	7.4	7.0	6.5	6.0
价格/每股现金流量(倍)	1.77	1.79	2.20	2.55	2.78
每股现金流量(人民币)	4.9	4.8	3.9	3.4	3.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.1	3.5	2.9	2.2	1.5
每股股息(人民币 元)	0.220	0.300	0.305	0.329	0.357
股息收益率(%)	2.6	3.5	3.5	3.8	4.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩符合预期

华域汽车上半年实现销售收入 283 亿元，同比增长 8.7%；归属母公司净利润同比小幅增长 4.1%至 16.2 亿元，对应每股收益 0.63 元，符合预期。盈利增长低于收入增幅主要由于期内管理费用率等的抬升所致。从季度业绩来看，2 季度销售收入同比增长 9.2%，净利润同比增长 5%；环比 1 季度收入和盈利基本持平。

图表 1. 华域汽车 2012 年中报业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年		2012 年		同比(%)		2011 年 2		2012 年 2		同比(%)		2012 年 1		环比(%)	
	上半年	上半年	季度	季度	2011 年 2	2012 年 2	同比(%)	2012 年 1	季度	环比(%)	2012 年 1	环比(%)	2012 年 1	环比(%)	2012 年 1	环比(%)
营业收入	26,034	28,291	8.7	13,007	14,206	9.2	14,086	9.0								
营业成本	21,845	23,635	8.2	10,945	11,853	8.3	11,781	0.6								
营业税金及附加	61	65	6.6	25	31	26.0	34	(9.0)								
主营业务利润	4,128	4,591	11.2	2,037	2,321	13.9	2,270	2.2								
销售费用	315	369	17.2	151	190	25.4	179	5.9								
管理费用	1,572	1,985	26.2	811	1,083	33.5	901	20.2								
财务费用	(34)	(65)	-	(20)	(52)	-	(13)	-								
资产减值损失	6	(1)	-	14	(12)	-	11	-								
营业利润	2,268	2,303	1.6	1,082	1,111	2.8	1,192	(6.8)								
投资收益	845	913	8.1	393	478	21.6	434	10.1								
营业外收入	62	59	(4.2)	47	29	(38.6)	30	(4.1)								
营业外支出	13	10	(22.9)	5	7	50.1	3	142.5								
利润总额	3,161	3,265	3.3	1,517	1,611	6.2	1,653	(2.5)								
所得税	365	408	12.0	152	204	33.9	205	(0.6)								
少数股东损益	1,243	1,240	(0.2)	593	597	0.6	643	(7.2)								
净利润	1,553	1,616	4.1	772	811	5.0	805	0.7								
每股收益(元)	0.601	0.626	4.1	0.299	0.314	5.0	0.312	0.7								

资料来源：公司数据及中银国际研究

今年上半年，国内乘用车总销量同比增长 7.1%，而公司重点配套的欧美系主机厂销量表现继续优于行业平均，其中核心客户上海通用和上海大众双双实现 10% 左右的增长；业外重点客户中，一汽大众销量强劲增长近 30%，长福马和神龙汽车也录得平稳增长。我们认为，公司合并层面收入增幅略低于重点配套客户销量增幅，可能与今年市场环境竞争加剧，主机厂对上游零部件供应商压价程度大于往年等因素有关。

图表 2. 华域汽车主要下游配套客户上半年销量

(台)	2011 年		2012 年		同比(%)		2011 年 2		2012 年 2		同比(%)		2012 年 1		环比(%)	
	上半年	上半年	季度	季度	2011 年 2	2012 年 2	同比(%)	2012 年 1	季度	环比(%)	2012 年 1	环比(%)	2012 年 1	环比(%)	2012 年 1	环比(%)
上海通用	592,086	655,094	10.6	287,656	317,944	10.5	337,150	(5.7)								
上海大众	576,851	636,691	10.4	290,070	316,803	9.2	319,888	(1.0)								
上汽自主品牌	80,257	90,210	12.4	35,062	50,575	44.2	39,635	27.6								
长福马	215,015	221,021	2.8	104,978	129,363	23.2	91,658	41.1								
一汽大众	476,119	618,127	29.8	250,863	349,876	39.5	268,251	30.4								
神龙汽车	193,860	208,649	7.6	92,069	99,728	8.3	108,921	(8.4)								

资料来源：产销快讯、中银国际研究

分板块来看，上半年内外饰件业务（含延峰伟世通、拖内等合并子公司）收入同比增长 10.5%；功能性总成板块（含三电贝洱、制动系统、上实交通、中弹等合并子公司）收入同比小幅增长 5.7%；但热加工板块（包括乾通附件、圣德曼铸造等）收入同比下滑 14.6%，我们认为与公司业务结构转型有关，预计未来这块业务规模会逐步萎缩。盈利方面，上半年功能性总成板块实现净利润 6.9 亿元，同比增长 20.6%，我们认为主要是纳入投资收益核算的采埃孚转向机、纳铁幅以及法雷奥等合营公司增长拉动；内外饰件板块上半年净利润同比下滑 5.1% 至 8.6 亿元，我们认为主要由于合并子公司上海拖内因去年（所得税率优惠）退税的原因造成同期基数较高；剔除该影响，我们估计上半年内外饰件业务盈利基本持平。

毛利率方面，上半年公司综合毛利率同比小幅上升 0.4 个百分点至 16.5%，其中内外饰件和功能性总成件板块毛利率均有小幅提升。我们认为这主要是由于今年以来，钢材、橡胶等原材料价格回落的缘故。

图表 3. 上半年各业务板块收入、毛利率及净利润列示

(人民币, 百万) 业务板块	销售收入 (合并层面)			毛利率 (合并层面) (%)			归属母公司净利润		
	2011 年上半 年	2012 年上半 年	同比变动(%)	2011 年上半 年	2012 年上半 年	百分点同比 变动	2011 年上半 年	2012 年上半 年	同比变动(%)
内外饰件类	19,340	21,380	10.5	17.0	17.3	0.36	910	864	(5.1)
功能性总成件类	5,883	6,219	5.7	13.8	14.1	0.24	572	690	20.6
热加工类	810	692	(14.6)	11.6	11.4	(0.22)	70.53	62	(11.9)
合计	26,034	28,291	8.7	16.1	16.5	0.37	1,553	1,616	4.1

资料来源：公司数据及中银国际研究

费用方面，由于人工成本和研发费用等支出攀升，上半年管理费用相比去年同期增加 4.1 亿元（其中工资福利费等增加 1.4 亿元，研发及技术提成费用增加 2.4 亿元），从而管理费用率同比上升约 1 百分点；销售费用同比略微上升；财务费用由于利息收入及汇兑收益等，同比有所下降。综合来看，上半年期间费用率同比上升 1 个百分点。

上半年，公司实现投资收益约 9.1 亿元，同比增长 8.1%，其中合联营公司贡献收益近 8.2 亿元，同比小幅增长 2.4%，表现平稳；其余来自银行理财产品及金融资产等的投资收益贡献 1 个亿左右，相比去年同期翻番。合联营公司方面，盈利贡献最大的四家公司纳铁幅、采埃孚、法雷奥和小糸车灯上半年收入分别同比增长 18.7%、65.4%、6.9% 和 2.4%。其中采埃孚增长显著主要得益于配套上海通用的电动转向上半年实现批量供货；另外，估计法雷奥由于铜价等原材料价格的回落，盈利同比呈现恢复性增长。

图表 4.重点合营及联营公司销售收入列示

公司名称	持股比例	2009	2010	2011	年上半 年		上半年同比增速(%)
					2011	2012	
内外饰件板块	小糸车灯	50%	3,720	5,572	3,195	6,372	3,271 2.4
	博泽汽车部件	40%	980	1,422	751	1,867	969 28.9
	天合安全系统	50%	906	1,247	676	1,346	636 (5.9)
	申雅密封件	47.50%	775	982	523	1,051	526 0.5
	恩坦华汽车门	40%	308	356	230	413	277 20.1
	纳铁福传动轴	35%	2,582	3,849	2,295	4,448	2,724 18.7
功能性总成件板块	采埃孚转向机	49%	2,348	3,086	1,581	3,754	2,615 65.4
	法雷奥电器	50%	1,720	2,385	1,241	2,629	1,327 6.9
	亚普汽车	34%	1,629	2,477	1,505	3,037	1,652 9.8
	贝洱热系统	50%	1,487	2,128	1,127	2,334	1,018 (9.6)
	制动销售	49%			601	2,308	1,911 218.0
	KS 活塞	50%	401	570	347	724	462 33.3
热加工板块	法雷奥雨刮系统	45%	313	422	176	500	254 44.0
	菲特尔莫古轴瓦	40%	198	304	171	319	151 (11.7)
	菲特尔莫古复合材料	40%	29	31	40	79	43 5.8
	萨克斯动力总成	50%				621	303 -
	皮尔博格	50%	1,171	1,978	1,059	2,199	1,288 21.7
	华东泰克西	25%	571	516	322	670	326 1.4

资料来源：公司数据及中银国际研究

盈利预测及估值

整体而言，我们认为华域汽车作为综合性零部件供应商，业绩表现很大程度与配套客户销量相关，增长相对稳定。我们认为，今年下半年至明年通用及南北大众陆续有产能释放和新车型推出，将对公司订单增长形成一定支撑。我们目前维持对公司 2012-2013 年每股收益 1.22 元和 1.32 元的盈利预测，当前股价对应 2012 年预计市盈率 7 倍左右，估值偏低。考虑到板块整体估值中枢下移，我们将目标价由 12.20 元小幅下调至 10.97 元，相当于 9 倍 2012 年动态市盈率，维持买入评级。

图表 5.华域汽车合并层面收入拆分及预测

销售收入 (人民币, 百万)	持股比例	2009	2010	2011	2012E
内外饰件板块	延锋伟世通	50%	19,382	31,397	35,324
	上海拖内	100%	1,668	2,705	3,239
	赛科利模具	75%	1,355	2,001	2,215
	汇总小计		22,405	36,104	40,778
	抵消及其他		(73)	(266)	(329)
	内外饰合并小计		19,044	35,838	40,449
功能性总成板块	三电贝洱	38.5%	2,873	3,969	4,287
	制动系统	51%	2,315	2,856	2,775
	中弹公司	100%	855	1,240	1,457
	上实交通	70%	794	1,010	1,111
	联谊工贸	100%	474	666	799
	幸福摩托车		132	203	247
热加工板块	华域电动	70%		2	5
	汇总小计		7,442	9,943	10,679
	抵消及其他		(20)	(44)	(253)
	功能性总成合并小计		4,976	7,579	10,425
	乾通附件	68.5%	630	780	846
	圣德曼铸造	100%	490	608	740
	汇总小计		1,138	1,388	1,586
	抵消及其他		(0)	23	(161)
	热加工合并小计		648	1,410	1,425
	合并范围收入合计		24,668	44,827	52,299
					56,675

資料來源：公司數據及中銀國際研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	44,827	52,299	56,675	61,126	66,895
销售成本	(37,820)	(43,909)	(47,571)	(51,295)	(56,122)
经营费用	(2,669)	(3,430)	(3,774)	(4,052)	(4,444)
息税折旧前利润	4,339	4,960	5,330	5,779	6,329
折旧及摊销	(955)	(1,030)	(1,157)	(1,266)	(1,376)
经营利润(息税前利润)	3,384	3,930	4,173	4,513	4,953
净利润收入/(费用)	28	83	121	200	270
其他收益/(损失)	1,611	1,930	2,000	2,095	2,195
税前利润	5,023	5,943	6,295	6,808	7,418
所得税	(497)	(597)	(659)	(722)	(798)
少数股东权益	(1,972)	(2,355)	(2,486)	(2,689)	(2,930)
净利润	2,554	2,990	3,149	3,397	3,690
核心净利润	2,559	3,003	3,160	3,408	3,700
每股收益(人民币)	0.989	1.158	1.219	1.315	1.428
每股收益(人民币)	0.990	1.162	1.223	1.319	1.432
每股股息(人民币)	0.220	0.300	0.305	0.329	0.357
收入增长(%)	82	17	8	8	9
息税前利润增长(%)	108	16	6	8	10
息税折旧前利润增长(%)	95	14	7	8	10
每股收益增长(%)	67	17	5	8	9
核心每股收益增长(%)	67	17	5	8	9

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	5,023	5,943	6,295	6,808	7,418
折旧与摊销	955	1,030	1,157	1,266	1,376
净利润利息费用	(28)	(83)	(121)	(200)	(270)
运营资本变动	1,810	187	168	553	717
税金	(497)	(597)	(659)	(722)	(798)
其他经营现金流	(2,694)	(1,847)	(1,166)	(1,129)	(1,267)
经营活动产生的现金流	4,568	4,633	5,673	6,577	7,176
购买固定资产净值	(1,481)	(1,582)	(1,205)	(1,205)	(1,205)
投资减少/增加	(9)	(1,364)	760	798	838
其他投资现金流	1,173	1,876	0	0	0
投资活动产生的现金流	(316)	(1,070)	(445)	(407)	(367)
净增权益	479	83	0	0	0
净增债务	(341)	(36)	(665)	20	20
支付股息	(783)	(568)	(775)	(787)	(849)
其他融资现金流	(307)	(1,046)	25	200	270
融资活动产生的现金流	(951)	(1,567)	(1,415)	(567)	(559)
现金变动	3,301	1,996	3,813	5,602	6,249
期初现金	7,058	10,358	12,355	16,168	21,770
公司自由现金流	4,252	3,563	5,228	6,169	6,808
权益自由现金流	3,939	3,611	4,684	6,389	7,098

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	10,358	12,355	16,168	21,770	28,019
应收帐款	6,813	7,958	8,632	9,310	10,189
库存	3,548	3,737	4,113	4,450	4,888
其他流动资产	3,150	3,377	3,384	3,384	3,384
流动资产总计	23,869	27,428	32,297	38,915	46,480
固定资产	4,763	5,319	5,442	5,475	5,419
无形资产	3,439	3,856	3,782	3,687	3,573
其他长期资产	4,655	5,582	5,582	5,582	5,582
长期资产总计	12,857	14,757	14,806	14,745	14,575
总资产	36,726	42,185	47,103	53,660	61,055
应付帐款	13,425	14,970	15,813	17,051	18,655
短期债务	1,080	995	330	350	370
其他流动负债	1,083	1,488	1,464	1,464	1,464
流动负债总计	15,589	17,453	17,607	18,865	20,489
长期借款	56	54	54	54	54
其他长期负债	1,655	1,596	1,500	1,500	1,500
股本	2,583	2,583	2,583	2,583	2,583
储备	11,996	13,983	16,357	18,967	21,807
股东权益	14,579	16,566	18,941	21,550	24,391
少数股东权益	4,847	6,515	9,002	11,691	14,621
总负债及权益	36,726	42,185	47,103	53,660	61,055
每股帐面价值(人民币)	5.64	6.41	7.33	8.34	9.44
每股有形资产(人民币)	4.31	4.92	5.87	6.92	8.06
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.57)	(4.38)	(6.11)	(8.27)	(10.68)

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(%)	9.7	9.5	9.4	9.5	9.5
息税前利润率(%)	7.5	7.5	7.4	7.4	7.4
税前利润率(%)	11.2	11.4	11.1	11.1	11.1
净利率(%)	5.7	5.7	5.6	5.6	5.5
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.6	1.8	2.1	2.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)					
净现金					
净现金					
净现金					
速动比率(倍)	1.3	1.4	1.6	1.8	2.0
估值					
市盈率(倍)	8.7	7.4	7.1	6.5	6.0
核心业务市盈率	8.7	7.4	7.0	6.5	6.0
目标价对应核心业务市盈率	11.1	9.4	9.0	8.3	7.7
市净率(倍)	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	4.9	4.8	3.9	3.4	3.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.1	3.5	2.9	2.2	1.5
周转率					
存货周转天数	27.9	30.3	30.1	30.5	30.4
应收帐款周转天数	45.9	51.5	53.4	53.6	53.2
应付帐款周转天数	93.4	99.1	99.1	98.1	97.4
回报率					
股息支付率(%)	22.3	25.9	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	18.9	19.2	17.7	16.8	16.1
资产收益率(%)	9.5	9.0	8.4	8.0	7.7
已运用资本收益率(%)	18.3	17.6	15.9	14.6	13.6

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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，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

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