



股票代码	000550.CH	200550.CH
评级	买入	买入
收盘价	人民币 14.80	港币 15.30
目标价	人民币 17.08	港币 17.08
上/下浮比例	15%	12%
目标价格基础	9.6倍12年市盈	7.8倍12年市盈
板块评级	中立	中立

江铃汽车

3季度净利润同比下滑16.3%

2012年前3季度,江铃汽车实现销售收入127.5亿元,同比下滑4.2%。实现归属于母公司净利润11.77亿元,同比下滑20.5%,折合每股收益1.36元。3季度单季度实现每股收益0.39元,同比下滑16.3%,环比下降8.2%。我们预计,公司全年销量及收入将出现小幅下滑。我们认为,受益于原材料价格下降,公司成本压力将有所缓解,但轻卡、轻客市场日益激烈的竞争将负面影响公司的盈利表现。同时,公司新产品项目的推进和产能扩充也将大幅增加公司的研发费用和折旧。我们将公司2012-13年每股收益下调至1.77元、1.84元。公司估值偏低,维持A股和B股买入评级。

支撑评级的要点

- 前3季度,公司汽车总销量约148万辆,同比下滑0.8%。其中,全顺系列销量同比下滑6.7%,JMC轻卡销量同比下滑3.5%,皮卡+SUV销量同比增长6.9%。第3季度公司汽车销量为4.55万台,同比增长3.3%,其中全顺系列、轻卡、皮卡+SUV分别增长1.2%、8.3%和0.2%。
- 前3季度,公司收入同比下滑4.2%,其中3季度单季度收入同比下滑1.6%。3季度收入增速低于销量增速约4.9个百分点,主要是由于公司针对部分产品进行了策略性降价、以及销售组合中全顺商用车占比下滑,而轻卡比重提升。
- 2012年前3季度,公司毛利率为24.7%,较去年同期提升0.3个百分点,其中第3季度公司毛利率达到25.2%,同比和环比分别提升0.5和0.5个百分点。毛利率提升主要是由于原材料价格水平出现下滑。
- 费用方面,由于促销费用和研发费用大幅攀升,公司前3季度销售费用、管理费用同比分别增长19.9%和29.4%,公司销售费用率和管理费用率同比分别提升1.3和1.4个百分点。公司前3季度财务收入同比提升32.6%。前3季度公司期间费用率较去年同期提升2.3个百分点。从3季度单季度的情况看,公司管理费用同比大幅提升71.7%,主要是由于3季度研发费用支出较大。

评级面临的主要风险

- 市场竞争加剧;新产品市场表现低于预期。

估值

- 我们将公司2012-13年每股收益由1.90元和2.13元下调至1.77元和1.84元,公司当前股价对应A股2012年8.3倍市盈率。我们认为公司当前估值偏低,维持公司A股和B股**买入**评级,维持A股目标价人民币17.08元和B股目标价17.08港币,目标价相当于A股2012年9.6倍市盈率。

投资摘要—A股

年结日:12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经纪收入(人民币百万)	15,768	17,457	16,872	18,945	20,931
变动(%)	51	11	(3)	12	10
净利润(人民币百万)	1,712	1,871	1,531	1,587	1,856
全面摊薄每股收益(人民币)	1.983	2.167	1.774	1.838	2.150
变动(%)	62.1	9.3	(18.2)	3.7	17.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	2.116	2.344	2.520
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.898	2.126	2.504
调整幅度(%)	-	-	(6.6)	(13.5)	(14.1)
全面摊薄市盈率(倍)	7.5	6.8	8.3	8.1	6.9
价格/每股现金流量(倍)	3.15	1.33	1.52	2.65	2.91
每股现金流量(人民币)	4.7	11.1	9.7	5.6	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.2	3.4	4.3	3.8	2.8
每股股息(人民币元)	0.790	0.860	0.532	0.552	0.645
股息收益率(%)	5.3	5.8	3.6	3.7	4.4

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(26)	12	(12)	(28)
相对新华富时A50指数	(23)	9	(8)	(15)

发行股数(百万)	863
流通股(%)	19
流通股市值(人民币百万)	12,776
3个月日均交易额(人民币百万)	27
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
江铃控股	41

资料来源:公司数据,彭博及中银国际研究
以2012年10月26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:汽车

王玉笙

(8621) 2032 8523

yusheng.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120041

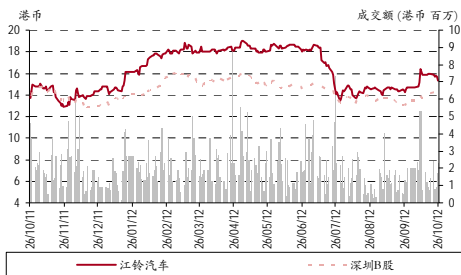
胡文洲,CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

* 宋佳佳为本报告重要贡献者

股价表现—B股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	6	7	9	11
相对深圳B股	0	0	7	10

发行股数(百万)	863
流通股(%)	10
流通股市值(港币 百万)	13,204
3个月日均交易额(港币 百万)	2
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
福特汽车公司	30

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年10月26日收市价为标准

投资摘要—B股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	15,768	17,457	16,872	18,945	20,931
变动(%)	51	11	(3)	12	10
净利润(人民币 百万)	1,712	1,871	1,531	1,587	1,856
全面摊薄每股收益(人民币)	1.983	2.167	1.774	1.838	2.150
变动(%)	62.1	9.3	(18.2)	3.7	17.0
市场预期每股收益(人民币)			2.116	2.344	2.520
核心每股收益(人民币)	1.981	2.179	1.777	1.840	2.152
变动(%)	61.8	10.0	(18.5)	3.6	16.9
全面摊薄市盈率(倍)	6.2	5.7	7.0	6.7	5.7
核心市盈率(倍)	6.2	5.7	6.9	6.7	5.7
每股现金流量(人民币)	3.15	1.33	1.52	2.65	2.91
价格/每股现金流量(倍)	3.9	9.3	8.1	4.7	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.2	2.5	3.2	2.9	2.0
每股股息(人民币)	0.790	0.860	0.532	0.552	0.645
股息率(%)	6.4	7.0	4.3	4.5	5.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

3 季度业绩小幅低于预期

2012年前3季度, 江铃汽车实现销售收入127.5亿元, 同比下滑4.2%。实现归属于母公司净利润11.77亿元, 同比下滑20.5%, 折合每股收益1.36元。3季度单季度实现营业收入40.2亿元, 同比下滑1.6%, 环比下滑4.8%, 实现归属于母公司净利润3.35亿元, 同比下滑16.3%, 折合每股收益0.39元, 公司3季度业绩小幅低于预期。

销量和收入: 2012年前3季度, 公司汽车总销量约14.8万辆, 同比下滑0.8%。其中, 全顺系列销量同比下滑6.7%, JMC轻卡销量同比下滑3.5%, 皮卡+SUV销量实现6.9%的同比增长。第3季度公司汽车销量为4.55万台, 同比增长3.3%, 其中全顺系列、轻卡、皮卡+SUV分别增长1.2%、8.3%和0.2%。前3季度, 公司收入同比下滑4.2%, 其中3季度单季度收入同比下滑1.6%。3季度公司收入增速低于销量增速约4.9个百分点, 主要是由于公司针对部分产品进行了策略性降价、以及销售组合中全顺商用车占比下滑, 而轻卡比重提升。

毛利率及期间费用率: 2012年前3季度, 公司毛利率为24.7%, 较去年同期提升0.3个百分点, 其中第3季度公司毛利率达到25.2%, 同比和环比分别提升0.5和0.5个百分点。毛利率提升主要是由于原材料价格水平出现下滑。销售费用方面, 公司为应对激烈的市场竞争而加大促销力度, 公司销售费用较去年同期大幅提升1.34亿元, 同比增长19.9%, 销售费用率同比提升1.3个百分点至6.3%。管理费用方面, 公司研发费用大幅攀升, 同时工资及福利费用也有所提升, 公司管理费用率同比提升1.4个百分点至5.4%。财务费用方面, 受益于银行存款利息收入和资金占用费收入的提升, 公司前3季度录得财务收益1.57亿元, 同比提升32.6%, 公司财务费用率由去年同期的-0.9%下降到-1.2%。前3季度公司期间费用率较去年同期提升2.3个百分点。从3季度单季度的情况看, 公司管理费用同比大幅提升71.7%, 主要是由于研发费用计提力度仍较大。

目前，公司正在推进 N351 SUV 自动挡车型项目拓展、N330 产品项目（自主开发的下一代 SUV 产品）、N800 项目（自主开发的下一代卡车产品）、J08 产品项目（从福特引进的一款 SUV 产品）、J09 产品项目（从福特引进的新一代全顺产品）、J10 产品项目（在现有皮卡平台上开发的一款升级皮卡）。我们预计项目达产后将进一步增强公司产品的竞争力和盈利能力。同时，公司小蓝厂区产能投资项目、产能扩充项目将分别于 2013 年上半年完成。随着新产品项目的推进和产能扩充，公司研究开发费用和资本性支出将会上升。截止至 2012 年 3 季度，随着公司小蓝厂区产能投资、JX4D24 发动机二期等项目资本性支出投入增加，公司在建工程规模达到 17.03 亿元，较 2011 年底大幅提升 7.1 亿元，我们预计 2013 年及之后公司折旧摊销压力将加大。

估值

由于轻客、皮卡市场需求尚未出现明显改善，我们预计，公司全年收入将出现小幅下滑。原材料价格下降有望缓解公司的成本压力，但轻卡以及轻客市场日益激烈的竞争将负面影响公司的盈利表现，同时，公司新产品项目的推进和产能扩充也将导致公司的研发费用和折旧大幅增加。我们将公司 2012-13 年每股收益由 1.90 元和 2.13 元下调至 1.77 元和 1.84 元，公司当前股价对应 A 股 2012 年 8.3 倍市盈率。我们认为公司当前估值偏低，维持公司 A 股和 B 股买入评级，维持 A 股目标价人民币 17.08 元和 B 股目标价 17.08 港币，目标价相当于 A 股 2012 年 9.6 倍市盈率。

图表 1.江铃汽车 2012 年 3 季报数据

	11 年 1-3 季度	12 年 1-3 季度	同比增长 (%)	12 年 3 季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
营业收入	13,310	12,746	(4.2)	4,024	(1.6)	(4.8)
营业成本	10,067	9,599	(4.6)	3,008	(2.2)	(5.5)
营业税金及附加	388	357	(7.9)	101	(19.0)	(8.4)
主营业务利润	2,855	2,789	(2.3)	915	3.0	(2.2)
销售费用	673	807	19.9	255	(5.7)	(8.5)
管理费用	535	692	29.4	321	71.7	59.8
财务费用	(119)	(157)	32.6	(43)	12.7	(27.5)
资产减值损失	10	2	(84.1)	0	58.3	(71.4)
公允价值变动净收益	(2)	7	(496.4)	0	(101.9)	(98.6)
营业利润	1,754	1,453	(17.2)	382	(18.4)	(26.1)
投资收益	6	(1)	(113.5)	2	9.6	(149.1)
营业外收入	6	13	94.5	0	(88.8)	(59.3)
营业外支出	3	3	(11.4)	0	(73.2)	(94.8)
利润总额	1,764	1,462	(17.1)	384	(18.6)	(24.7)
所得税	253	265	4.7	45	(31.5)	(66.2)
少数股东损益	31	21	(34.0)	4	(33.5)	(66.8)
净利润	1,480	1,177	(20.5)	335	(16.3)	(8.2)
每股收益(元)	1.71	1.36		0.39		

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 2.江铃汽车 2012 年前 3 季度销量情况

	11 年 1-3 季度	12 年 1-3 季度	同比增长 (%)	12 年 3 季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
福特全顺系列商用车	43,773	40,851	(6.7)	13,949	1.2	11.2
JMC 系列轻型卡车	53,666	51,803	(3.5)	16,677	8.3	(12.4)
皮卡+宝威 SUV	51,913	55,481	6.9	14,895	0.2	(18.8)
合计	149,352	148,135	(0.8)	45,521	3.3	(8.8)

资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	15,768	17,457	16,872	18,945	20,931
销售成本	(11,984)	(13,658)	(13,208)	(15,026)	(16,497)
经营费用	(1,538)	(1,600)	(1,713)	(1,682)	(1,723)
息税折旧前利润	2,246	2,199	1,950	2,238	2,712
折旧及摊销	(305)	(342)	(371)	(563)	(716)
经营利润(息税前利润)	1,941	1,857	1,579	1,674	1,996
净利息收入/(费用)	93	168	196	153	146
其他收益/(损失)	(1)	103	25	17	16
税前利润	2,033	2,127	1,800	1,844	2,157
所得税	(286)	(226)	(251)	(258)	(301)
少数股东权益	(35)	(30)	(18)	0	0
净利润	1,712	1,871	1,531	1,587	1,856
核心净利润	1,710	1,881	1,534	1,589	1,857
每股收益(人民币)	1.983	2.167	1.774	1.838	2.150
核心每股收益(人民币)	1.981	2.179	1.777	1.840	2.152
每股股息(人民币)	0.790	0.860	0.532	0.552	0.645
收入增长(%)	51	11	(3)	12	10
息税前利润增长(%)	65	(4)	(15)	6	19
息税折旧前利润增长(%)	53	(2)	(11)	15	21
每股收益增长(%)	62	9	(18)	4	17
核心每股收益增长(%)	62	10	(18)	4	17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	2,033	2,127	1,800	1,844	2,157
折旧与摊销	305	342	371	563	716
净利息费用	(93)	(168)	(196)	(153)	(146)
运营资本变动	1,165	(1,143)	(493)	301	117
税金	(286)	(226)	(251)	(258)	(301)
其他经营现金流	(406)	215	83	(9)	(34)
经营活动产生的现金流	2,718	1,148	1,314	2,289	2,509
购买固定资产净值	(460)	(1,032)	(1,686)	(2,109)	(1,144)
投资减少/增加	9	(307)	5	5	6
其他投资现金流	78	499	0	0	0
投资活动产生的现金流	(373)	(840)	(1,681)	(2,104)	(1,138)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	(25)	23	0	0
支付股息	(423)	(682)	(742)	(459)	(476)
其他融资现金流	(22)	(28)	203	173	176
融资活动产生的现金流	(445)	(735)	(517)	(286)	(301)
现金变动	1,899	(428)	(883)	(101)	1,070
期初现金	3,914	5,813	5,385	4,502	4,401
公司自由现金流	2,345	307	(367)	185	1,371
权益自由现金流	2,438	450	(148)	338	1,517

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - A股 (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	5,813	5,402	4,502	4,401	5,471
应收帐款	178	324	305	343	379
库存	1,436	1,140	1,200	1,304	1,433
其他流动资产	647	1,121	1,500	1,600	1,800
流动资产总计	8,075	7,987	7,507	7,648	9,082
固定资产	2,631	3,272	4,514	5,992	6,359
无形资产	514	543	616	683	744
其他长期资产	18	18	18	18	18
长期资产总计	3,163	3,833	5,148	6,693	7,121
总资产	11,238	11,820	12,654	14,341	16,204
应付帐款	3,822	3,309	3,176	3,614	3,967
短期债务	25	7	30	30	30
其他流动负债	915	878	1,009	1,109	1,209
流动负债总计	4,762	4,193	4,214	4,753	5,206
长期借款	7	6	6	6	6
其他长期负债	226	193	200	220	250
股本	863	863	863	863	863
储备	5,264	6,449	7,237	8,365	9,745
股东权益	6,127	7,312	8,100	9,228	10,608
少数股东权益	115	115	133	133	133
总负债及权益	11,238	11,820	12,654	14,341	16,204
每股帐面价值(人民币)	7.10	8.47	9.38	10.69	12.29
每股有形资产(人民币)	6.50	7.84	8.67	9.90	11.43
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.70)	(6.22)	(5.17)	(5.06)	(6.30)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - A股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.2	12.6	11.6	11.8	13.0
息税前利润率(%)	12.3	10.6	9.4	8.8	9.5
税前利润率(%)	12.9	12.2	10.7	9.7	10.3
净利率(%)	10.9	10.7	9.1	8.4	8.9
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.9	1.8	1.6	1.7
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	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.6	1.5	1.3	1.5
估值					
市盈率(倍)	7.5	6.8	8.3	8.1	6.9
核心业务市盈率(倍)	7.5	6.8	8.3	8.0	6.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	8.6	7.8	9.6	9.3	7.9
市净率(倍)	2.1	1.7	1.6	1.4	1.2
价格/现金流(倍)	4.7	11.1	9.7	5.6	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.2	3.4	4.3	3.8	2.8
周转率					
存货周转天数	38.0	34.4	32.3	24.1	23.9
应收帐款周转天数	2.9	5.2	6.8	6.2	6.3
应付帐款周转天数	73.1	74.5	70.1	65.4	66.1
回报率					
股息支付率(%)	39.8	39.7	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	31.2	27.8	19.9	18.3	18.7
资产收益率(%)	17.1	14.4	11.1	10.7	11.2
已运用资本收益率(%)	34.5	27.1	20.1	19.0	19.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 - B股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	15,768	17,457	16,872	18,945	20,931
销售成本	(11,984)	(13,658)	(13,208)	(15,026)	(16,497)
经营费用	(1,538)	(1,600)	(1,713)	(1,682)	(1,723)
息税折旧前利润	2,246	2,199	1,950	2,238	2,712
折旧及摊销	(305)	(342)	(371)	563	716
经营利润(息税前利润)	1,941	1,857	1,579	1,674	1,996
净利息收入/(费用)	93	168	196	153	146
其他收益/(损失)	(1)	103	25	17	16
税前利润	2,033	2,127	1,800	1,844	2,157
所得税	(286)	(226)	(251)	(258)	(301)
少数股东权益	(35)	(30)	(18)	0	0
净利润	1,712	1,871	1,531	1,587	1,856
核心净利润	1,710	1,881	1,534	1,589	1,857
每股收益(人民币)	1.983	2.167	1.774	1.838	2.150
核心每股收益(人民币)	1.981	2.179	1.777	1.840	2.152
每股股息(人民币)	0.790	0.860	0.532	0.552	0.645
收入增长(%)	51	11	(3)	12	10
息税前利润增长(%)	65	(4)	(15)	6	19
息税折旧前利润增长(%)	53	(2)	(11)	15	21
每股收益增长(%)	62	9	(18)	4	17
核心每股收益增长(%)	62	10	(18)	4	17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - B股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	2,033	2,127	1,800	1,844	2,157
折旧与摊销	305	342	371	563	716
净利息费用	(93)	(168)	(196)	(153)	(146)
运营资本变动	1,165	(1,143)	(493)	301	117
税金	(286)	(226)	(251)	(258)	(301)
其他经营现金流	(406)	215	83	(9)	(34)
经营活动产生的现金流	2,718	1,148	1,314	2,289	2,509
购买固定资产净值	(460)	(1,032)	(1,686)	(2,109)	(1,144)
投资减少/增加	9	(307)	5	5	6
其他投资现金流	78	499	0	0	0
投资活动产生的现金流	(373)	(840)	(1,681)	(2,104)	(1,138)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	(25)	23	0	0
支付股息	(423)	(682)	(742)	(459)	(476)
其他融资现金流	(22)	(28)	203	173	176
融资活动产生的现金流	(445)	(735)	(517)	(286)	(301)
现金变动	1,899	(428)	(883)	(101)	1,070
期初现金	3,914	5,813	5,385	4,502	4,401
公司自由现金流	2,345	307	(367)	185	1,371
权益自由现金流	2,438	450	(148)	338	1,517

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - B股 (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	5,813	5,402	4,502	4,401	5,471
应收帐款	178	324	305	343	379
库存	1,436	1,140	1,200	1,304	1,433
其他流动资产	647	1,121	1,500	1,600	1,800
流动资产总计	8,075	7,987	7,507	7,648	9,082
固定资产	2,631	3,272	4,514	5,992	6,359
无形资产	514	543	616	683	744
其他长期资产	18	18	18	18	18
长期资产总计	3,163	3,833	5,148	6,693	7,121
总资产	11,238	11,820	12,654	14,341	16,204
应付帐款	3,822	3,309	3,176	3,614	3,967
短期债务	25	7	30	30	30
其他流动负债	915	878	1,009	1,109	1,209
流动负债总计	4,762	4,193	4,214	4,753	5,206
长期借款	7	6	6	6	6
其他长期负债	226	193	200	220	250
股本	863	863	863	863	863
储备	5,264	6,449	7,237	8,365	9,745
股东权益	6,127	7,312	8,100	9,228	10,608
少数股东权益	115	115	133	133	133
总负债及权益	11,238	11,820	12,654	14,341	16,204
每股帐面价值(人民币)	7.10	8.47	9.38	10.69	12.29
每股有形资产(人民币)	6.50	7.84	8.67	9.90	11.43
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.70)	(6.22)	(5.17)	(5.06)	(6.30)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - B股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.2	12.6	11.6	11.8	13.0
息税前利润率(%)	12.3	10.6	9.4	8.8	9.5
税前利润率(%)	12.9	12.2	10.7	9.7	10.3
净利率(%)	10.9	10.7	9.1	8.4	8.9
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.9	1.8	1.6	1.7
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	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.6	1.5	1.3	1.5
估值					
市盈率(倍)	6.2	5.7	7.0	6.7	5.7
核心业务市盈率(倍)	6.2	5.7	6.9	6.7	5.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	7.0	6.3	7.8	7.5	6.4
市净率(倍)	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0
价格/现金流(倍)	3.9	9.3	8.1	4.7	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.2	2.5	3.2	2.9	2.0
周转率					
存货周转天数	38.0	34.4	32.3	24.1	23.9
应收帐款周转天数	2.9	5.2	6.8	6.2	6.3
应付帐款周转天数	73.1	74.5	70.1	65.4	66.1
回报率					
股息支付率(%)	39.8	39.7	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	31.2	27.8	19.9	18.3	18.7
资产收益率(%)	17.1	14.4	11.1	10.7	11.2
已运用资本收益率(%)	34.5	27.1	20.1	19.0	19.8

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 个月内在上下 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 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