



股票代码	000581.CH	200581.CH
评级	<b>持有</b>	<b>持有</b>
收盘价	人民币 26.45	港币 18.75
目标价	人民币 25.07	港币 18.90
上/下浮比例	-5%	0%
目标价格基础	20.2倍12年市盈	12.3倍12年市盈
板块评级	中立	中立

# 威孚高科

## 3季度净利润同比下滑22.9%

2012年前3季度,公司实现营业收入36.6亿元,同比下滑17.8%,实现归属于母公司净利润6.09亿元,同比下滑28.8%,折合每股收益0.90元。3季度实现净利润1.63亿元,同比下滑22.9%,环比2季度下滑18.3%,折合每股收益0.24元。考虑到重卡及工程机械市场持续低迷,我们预计公司4季度业绩难以明显改善。我们认为,如果2013年7月商用车国IV排放标准能够顺利实施并严格执行,公司高压共轨系统及相关零部件、SCR系统及WAPS系统等产品有望快速放量,从而推动公司业绩回升。我们将公司2012年每股收益预测下调至1.24元,公司估值适中,维持A股和B股持有评级。

### 支撑评级的要点

- 前3季度,公司营业收入为36.6亿元,同比下滑17.8%。其中,燃油喷射系统业务收入下滑较为显著,公司本部业务(以机械泵为主)收入为15.9亿元,同比下滑24.5%,而尾气后处理业务和进气系统业务相对较为稳健。
- 前3季度,公司毛利率为25.3%,较去年同期下滑0.9个百分点,其中3季度单季度毛利率为23.0%,同比下滑3.8个百分点。公司毛利率大幅下滑主要是由于燃油喷射系统产品盈利能力显著下滑,前3季度本部业务毛利率由去年同期的19.2%下降到16.7%。
- 前3季度,公司实现投资收益2.67亿元,同比下滑27.7%,其中3季度单季度投资收益为1.07亿元,同比增长42.1%,环比增长2.3%。3季度投资收益环比改善主要是由于中联电子投资收益贡献增加,博世汽柴利润贡献环比2季度继续下滑。
- 费用方面,由于三包费用大幅增加,前3季度公司销售费用同比增长77.2%,销售费用率同比增长2.1个百分点至3.9%。管理费用同比下滑13.7%,管理费用率同比下滑0.4个百分点。由于银行存款利息收入增加,前3季度公司实现财务收益0.23亿元,财务费用率由去年同期的0.7%下降至-0.6%。公司总体期间费用率较去年同期提升1.2个百分点。3季度,公司销售费用和管理费用同比分别增长82.5%和17.6%,单季度费用压力显著加大。

### 评级面临的主要风险

- 国IV标准实施时间推迟或执行不严格;商用车行业持续低迷。

### 估值

- 我们将公司2012-2013年每股收益下调至1.24元、1.58元。公司A股股价对应21.4倍2012年预期市盈率,估值适中。我们维持公司A股和B股持有评级,维持A股目标价人民币25.07元和B股目标价18.90港币。

### 投资摘要—A股

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	4,873	5,768	7,033
变动(%)	74	10	(17)	18	22
净利润(人民币百万)	1,340	1,205	841	1,072	1,440
全面摊薄每股收益(人民币)	1.971	1.771	1.236	1.576	2.117
变动(%)	199.0	(10.1)	(30.2)	27.5	34.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.524	2.057	2.936
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.474	2.050	2.691
调整幅度(%)	-	-	(16.1)	(23.1)	(21.3)
全面摊薄市盈率(倍)	13.4	14.9	21.4	16.8	12.5
每股现金流量(人民币)	0.79	0.48	0.94	1.11	1.41
价格/每股现金流量(倍)	33.6	55.1	28.1	23.9	18.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	14.5	20.3	16.2	11.8
每股股息(人民币)	0.435	0.360	0.247	0.315	0.423
股息率(%)	1.6	1.4	0.9	1.2	1.6

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	(21)	11	5	(10)
相对新华富时A50指数	(18)	8	9	2

发行股数(百万)	680
流通股(%)	66
流通股市值(人民币百万)	17,990
3个月日均交易额(人民币百万)	76
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

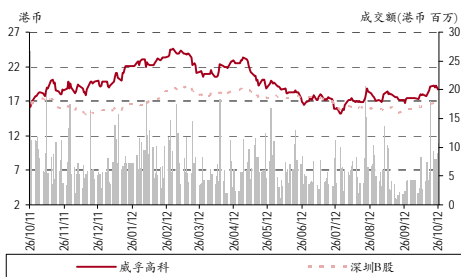
胡文洲,CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

\* 宋佳佳为本报重要贡献者

**股价表现—B股**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(2)	12	18	16
相对深圳B股	(8)	4	16	14

发行股数(百万)	680
流通股(%)	17
流通股市值(港币 百万)	12,753
3个月日均交易额(港币 百万)	7
净负债比率(%) (2012E)	净现金

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)	5,371	5,898	4,873	5,768	7,033
变动(%)	74	10	(17)	18	22
净利润(人民币 百万)	1,340	1,205	841	1,072	1,440
全面摊薄每股收益(人民币)	1.971	1.771	1.236	1.576	2.117
变动(%)	199.0	(10.1)	(30.2)	27.5	34.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.524	2.057	2.936
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.474	2.050	2.691
调整幅度(%)	-	-	(16.1)	(23.1)	(21.3)
全面摊薄市盈率(倍)	7.7	8.5	12.2	9.6	7.1
每股现金流量(人民币)	0.79	0.48	0.94	1.11	1.41
价格/每股现金流量(倍)	19.2	31.5	16.1	13.6	10.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.8	8.3	9.9	7.6	5.1
每股股息(人民币)	0.435	0.360	0.247	0.315	0.423
股息率(%)	2.9	2.4	1.6	2.1	2.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**3 季度业绩符合预期**

2012年前3季度, 威孚高科实现营业收入36.6亿元, 同比下滑17.8%, 实现归属于母公司净利润6.09亿元, 同比下滑28.8%, 折合每股收益0.90元。3季度公司营业收入10.4亿元, 同比下滑11.5%, 环比2季度下滑18.8%, 实现归属于母公司净利润1.63亿元, 同比下滑22.9%, 环比2季度下滑18.3%, 折合每股收益0.24元。公司业绩基本符合预期。

图表 1. 威孚高科 2012 年 3 季报数据

(人民币, 百万)	2011年 1-3 季度	2012年 1-3 季度	同比增长 (%)	2012年 3 季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
营业收入	4,455	3,664	(17.8)	1,041	(11.5)	(18.8)
营业成本	3,288	2,738	(16.7)	802	(6.9)	(17.7)
营业税金及附加	25	23	(7.9)	7	2.5	(9.2)
主营业务利润	1,142	903	(20.9)	232	(24.8)	(22.6)
销售费用	81	144	77.2	56	82.5	0.6
管理费用	381	329	(13.7)	108	17.6	(14.9)
财务费用	32	(23)	(172.3)	(11)	(190.8)	(35.6)
资产减值损失	0	1	-	(1)	-	-
营业利润	648	453	(30.1)	81	(53.9)	(39.2)
投资收益	369	267	(27.7)	107	42.1	2.3
营业外收入	8	5	(33.2)	1	111.8	(62.6)
营业外支出	6	5	(13.7)	2	4.9	4.8
利润总额	1,018	720	(29.3)	186	(25.1)	(21.5)
所得税	123	75	(38.6)	15	(45.2)	(36.6)
少数股东损益	40	35	(12.0)	9	(17.2)	(40.7)
净利润	856	609	(28.8)	163	(22.9)	(18.3)
每股收益(元)	1.26	0.90		0.24		

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

前3季度，国内商用车市场销量同比下滑8.8%，其中重卡板块销量同比下滑31%。受此影响，公司燃油喷射系统业务收入和毛利率出现显著下滑。前3季度，公司营业收入为36.6亿元，同比下滑17.8%，毛利率为25.3%，较去年同期下滑0.9个百分点。其中，公司本部业务（以机械泵为主）收入为15.9亿元，同比下滑24.5%，毛利率由去年同期的19.2%下降到16.7%。

从3季度单季度的情况看，公司收入同比下滑11.5%，毛利率为23.0%，较去年同期大幅下滑3.8个百分点。3季度公司毛利大幅下滑24.8%，毛利下滑幅度较上半年进一步扩大，主要是由于重卡、工程机械等市场持续低迷，导致公司燃油喷射系统产品销量和盈利能力显著下滑。

费用方面，前3季度，公司销售费用总计1.44亿元，同比增长77.2%，主要是由于三包费用大幅增加，公司销售费用率同比增长2.1个百分点至3.9%。管理费用为3.29亿元，同比下滑13.7%，管理费用率较去年同期下滑0.4个百分点。同时，由于公司非公开发行募集资金到位，前3季度公司银行存款利息收入大幅增加，前3季度公司实现财务收益0.23亿元，财务费用率由去年同期的0.7%下降至-0.6%。公司总体期间费用率较去年同期提升1.2个百分点。从3季度单季度的情况看，公司销售费用和管理费用同比分别增长82.5%和17.6%，销售费用的大幅增长主要是由于三包费用的上升。

前3季度，公司实现投资收益2.67亿元，同比下滑27.7%，其中3季度单季度投资收益为1.07亿元，同比增长42.1%，环比增长2.3%。我们认为，3季度博世汽柴高压共轨系统销量和盈利能力仍较为低迷，而中联电子投资收益环比出现小幅改善。

## 估值

考虑到重卡及工程机械市场持续低迷，我们预计公司全年业绩将出现明显下滑。我们认为，如果2013年7月商用车国IV排放标准能够顺利实施且严格执行，公司高压共轨系统及相关零部件、SCR系统及WAPS系统等产品有望快速放量，从而推动公司业绩快速回升。我们将公司2012-2013年每股收益下调至1.24元、1.58元。公司A股股价对应21.6倍2012年预期市盈率，估值适中。我们维持公司A股和B股**持有**评级，维持A股目标价人民币25.07元和B股目标价18.90港币。

**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	5,371	5,898	4,873	5,768	7,033
销售成本	(3,911)	(4,348)	(3,673)	(4,303)	(5,214)
经营费用	(491)	(523)	(458)	(568)	(667)
息税折旧前利润	969	1,028	741	896	1,153
折旧及摊销	(140)	(139)	(175)	(211)	(240)
经营利润(息税前利润)	829	889	566	686	912
净利息收入/(费用)	(33)	(26)	34	36	44
其他收益/(损失)	704	534	381	521	711
税前利润	1,500	1,397	981	1,243	1,667
所得税	(118)	(141)	(91)	(109)	(144)
少数股东权益	(41)	(51)	(49)	(62)	(83)
净利润	1,340	1,205	841	1,072	1,440
核心净利润	1,341	1,208	841	1,072	1,440
每股收益(人民币)	1.971	1.771	1.236	1.576	2.117
核心每股收益(人民币)	1.972	1.777	1.237	1.577	2.117
每股股息(人民币)	0.435	0.360	0.247	0.315	0.423
收入增长(%)	74	10	(17)	18	22
息税前利润增长(%)	569	7	(36)	21	33
息税折旧前利润增长(%)	251	6	(28)	21	29
每股收益增长(%)	199	(10)	(30)	27	34
核心每股收益增长(%)	199	(10)	(30)	27	34

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	1,500	1,397	981	1,243	1,667
折旧与摊销	140	139	175	211	240
净利息费用	33	26	(34)	(36)	(44)
运营资本变动	(82)	(628)	(148)	93	139
税金	(118)	(141)	(91)	(109)	(144)
其他经营现金流	(936)	(466)	(243)	(648)	(896)
经营活动产生的现金流	536	326	640	753	962
购买固定资产净值	(231)	(553)	(782)	(487)	(487)
投资减少/增加	172	577	376	516	706
其他投资现金流	41	13	0	0	0
投资活动产生的现金流	(18)	37	(406)	30	219
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)	(168)	(214)
其他融资现金流	96	39	(5)	36	44
融资活动产生的现金流	(249)	27	2,159	(132)	(170)
现金变动	269	390	2,393	651	1,011
期初现金	328	465	855	3,248	3,899
公司自由现金流	518	363	234	783	1,181
权益自由现金流	222	562	(230)	819	1,225

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	606	865	3,248	3,899	4,910
应收帐款	1,007	1,179	936	1,107	1,350
库存	918	884	660	799	999
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	6,344	7,305	8,760
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	10,535	11,773	13,474
应付帐款	2,005	1,874	1,584	1,856	2,248
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	1,588	1,859	2,252
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	7,887	8,790	10,016
股东权益	4,106	5,064	8,567	9,471	10,696
少数股东权益	240	276	325	388	471
总负债及权益	6,762	7,929	10,535	11,773	13,474
每股帐面价值(人民币)	7.24	8.93	12.60	13.92	15.73
每股有形资产(人民币)	6.98	8.31	11.95	13.20	14.93
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.57)	(0.63)	(4.78)	(5.73)	(7.22)

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	18.0	17.4	15.2	15.5	16.4
息税前利润率(%)	15.4	15.1	11.6	11.9	13.0
税前利润率(%)	27.9	23.7	20.1	21.5	23.7
净利率(%)	25.0	20.4	17.3	18.6	20.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.5	1.7	4.0	3.9	3.9
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	3.6	3.5	3.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	13.4	14.9	21.4	16.8	12.5
核心业务市盈率(倍)	13.4	14.9	21.4	16.8	12.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	12.7	14.1	20.3	15.9	11.8
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.7	3.0	2.1	1.9	1.7
价格/现金流(倍)	33.6	55.1	28.1	23.9	18.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	14.5	20.3	16.2	11.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	70.3	75.6	76.7	61.9	62.9
应收帐款周转天数	59.7	67.6	79.2	64.6	63.8
应付帐款周转天数	111.6	120.0	129.5	108.9	106.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	18.4	16.9	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	38.5	26.3	12.3	11.9	14.3
资产收益率(%)	12.9	10.9	5.6	5.6	6.6
已运用资本收益率(%)	20.1	17.0	7.7	7.3	8.7

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	5,371	5,898	4,873	5,768	7,033
销售成本	(3,911)	(4,348)	(3,673)	(4,303)	(5,214)
经营费用	(491)	(523)	(458)	(568)	(667)
息税折旧前利润	969	1,028	741	896	1,153
折旧及摊销	(140)	(139)	(175)	(211)	(240)
经营利润(息税前利润)	829	889	566	686	912
净利息收入/(费用)	(33)	(26)	34	36	44
其他收益/(损失)	704	534	381	521	711
税前利润	1,500	1,397	981	1,243	1,667
所得税	(118)	(141)	(91)	(109)	(144)
少数股东权益	(41)	(51)	(49)	(62)	(83)
净利润	1,340	1,205	841	1,072	1,440
核心净利润	1,341	1,208	841	1,072	1,440
每股收益(人民币)	1.971	1.771	1.236	1.576	2.117
核心每股收益(人民币)	1.972	1.777	1.237	1.577	2.117
每股股息(人民币)	0.435	0.360	0.247	0.315	0.423
收入增长(%)	74	10	(17)	18	22
息税前利润增长(%)	569	7	(36)	21	33
息税折旧前利润增长(%)	251	6	(28)	21	29
每股收益增长(%)	199	(10)	(30)	27	34
核心每股收益增长(%)	199	(10)	(30)	27	34

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	1,500	1,397	981	1,243	1,667
折旧与摊销	140	139	175	211	240
净利息费用	33	26	(34)	(36)	(44)
运营资本变动	(82)	(628)	(148)	93	139
税金	(118)	(141)	(91)	(109)	(144)
其他经营现金流	(936)	(466)	(243)	(648)	(896)
经营活动产生的现金流	536	326	640	753	962
购买固定资产净值	(231)	(553)	(782)	(487)	(487)
投资减少/增加	172	577	376	516	706
其他投资现金流	41	13	0	0	0
投资活动产生的现金流	(18)	37	(406)	30	219
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)	(168)	(214)
其他融资现金流	96	39	(5)	36	44
融资活动产生的现金流	(249)	27	2,159	(132)	(170)
现金变动	269	390	2,393	651	1,011
期初现金	328	465	855	3,248	3,899
公司自由现金流	518	363	234	783	1,181
权益自由现金流	222	562	(230)	819	1,225

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	606	865	3,248	3,899	4,910
应收帐款	1,007	1,179	936	1,107	1,350
库存	918	884	660	799	999
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	6,344	7,305	8,760
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	10,535	11,773	13,474
应付帐款	2,005	1,874	1,584	1,856	2,248
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	1,588	1,859	2,252
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	7,887	8,790	10,016
股东权益	4,106	5,064	8,567	9,471	10,696
少数股东权益	240	276	325	388	471
总负债及权益	6,762	7,929	10,535	11,773	13,474
每股帐面价值(人民币)	7.24	8.93	12.60	13.92	15.73
每股有形资产(人民币)	6.98	8.31	11.95	13.20	14.93
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.57)	(0.63)	(4.78)	(5.73)	(7.22)

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	18.0	17.4	15.2	15.5	16.4
息税前利润率(%)	15.4	15.1	11.6	11.9	13.0
税前利润率(%)	27.9	23.7	20.1	21.5	23.7
净利率(%)	25.0	20.4	17.3	18.6	20.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.5	1.7	4.0	3.9	3.9
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	3.6	3.5	3.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	7.7	8.5	12.2	9.6	7.1
核心业务市盈率(倍)	7.7	8.5	12.2	9.6	7.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	7.7	8.6	12.3	9.7	7.2
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.1	1.7	1.2	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	19.2	31.5	16.1	13.6	10.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.8	8.3	9.9	7.6	5.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	70.3	75.6	76.7	61.9	62.9
应收帐款周转天数	59.7	67.6	79.2	64.6	63.8
应付帐款周转天数	111.6	120.0	129.5	108.9	106.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	18.4	16.9	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	38.5	26.3	12.3	11.9	14.3
资产收益率(%)	12.9	10.9	5.6	5.6	6.6
已运用资本收益率(%)	20.1	17.0	7.7	7.3	8.7

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