



股票代码	000581.CH	200581.CH
评级	买入	买入
收盘价	人民币 39.81	港币 32.83
目标价	人民币 55.10	港币 41.28
原目标价	人民币 33.02	港币 22.60
上/下浮比例	39%	26%
目标价格基础	30倍13年市盈	18倍13年市盈
板块评级	增持	增持

威孚高科

国IV标准如期实施已无悬念，公司将进入爆发式增长期

根据《北京晚报》消息，3月8日下午全国政协召开“加强城乡污染防治改善城乡人居环境”提案办理协商会，会上工信部副部长介绍说“将很快推出重型柴油车国IV标准的出台，今年7月1日实施”。我们认为，重型商用车国IV排放标准如期实施已无悬念。在社会舆论对于商用车尾气污染的密切关注下，未来新排放标准有望从严实施。未来两年，公司高压共轨系统及SCR系统有望实现快速放量，公司业绩将进入爆发式增长期。我们将公司2013-14年每股收益分别上调11.3%和20%，2012-14年公司业绩的复合增速将达到43%。基于30倍2013年预期市盈率，我们将公司A股目标价提升至55.10元，维持公司买入评级。

本报告要点

- 国IV标准如期实施已无悬念，上调公司2013-14年的盈利预测及目标价

主要催化剂/事件

- 国IV标准严格执行
- 重卡市场需求稳步复苏

相关报告

- 《威孚高科：有望受益于重卡销量反弹和国IV标准实施》-20121205

股价表现 — A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-	(6)	37	26
相对新华富时A50指数	-	1	21	23

发行股数(百万)	680
流通股(%)	63
流通股市值(人民币 百万)	27,071
3个月日均交易额(人民币 百万)	90
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2013年3月11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

胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120004

王玉笙

(8621) 2032 8523

yusheng.wang@bocichina.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

支撑评级的要点

- 博世汽柴盈利能力有望大幅提升。我们预计，博世汽柴2012-14年重型高压共轨系统销量分别为27万台、46万台和75万台，考虑到公司在国内高压共轨市场的绝对统治地位，国IV实施后，公司盈利能力有望大幅提升。我们预计博世汽柴2013-14年净利润分别达10.36亿元、19.9亿元，对上市公司每股收益贡献分别为0.52元、0.99元。
- SCR业务为公司带来新的增长点。预计2013-14年公司SCR系统销量将分别达到4.8万套、13.3万套，SCR业务为公司带来的增量利润将分别达到0.61亿元、1.99亿元。结合公司汽油机后处理业务，我们预计，后处理业务2013-14年为上市公司贡献每股收益0.24元、0.45元。
- 传统燃油喷射系统业务盈利或将受到负面影响。公司本部及威孚汽柴机械泵业务将受国IV标准实施负面影响，预计本部收入及盈利可能出现一定程度下滑，但威孚汽柴为博世配套的共轨泵业务有望实现快速增长，同时威孚金宁VE泵业务仍将保持平稳增长。我们预计2013-14年公司燃油喷射系统业务分别为上市公司贡献每股收益0.45元、0.52元。

评级面临的主要风险

- 国IV标准执行不严格；
- 国IV实现的技术路线改变；
- 商用车行业持续低迷。

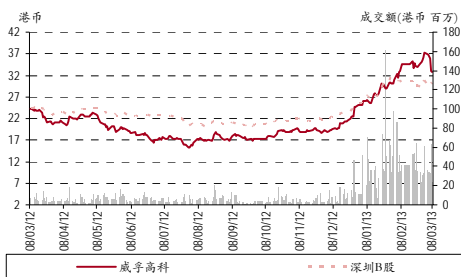
估值

- 我们将公司2013-14年每股收益预测由1.65元、2.21元上调至1.84元、2.65元，维持公司A、B股**买入**评级，基于30倍和18倍2013年预期市盈率，上调A股目标价至55.10元人民币、B股目标价至41.28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	4,823	5,653	6,188
变动(%)	74	10	(18)	17	9
净利润(人民币 百万)	1,340	1,205	884	1,249	1,803
全面摊薄每股收益(人民币)	1.971	1.771	1.300	1.837	2.652
变动(%)	199.0	(10.1)	(26.6)	41.3	44.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.334	1.826	2.460
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.239	1.651	2.21
调整幅度(%)	-	-	4.9	11.3	20.0
全面摊薄市盈率(倍)	20.2	22.5	30.6	21.7	15.0
每股现金流量(人民币)	0.79	0.48	0.95	1.10	1.38
价格/每股现金流量(倍)	50.5	83.0	42.0	36.3	28.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.2	21.9	32.2	26.7	20.3
每股股息(人民币)	0.435	0.360	0.260	0.367	0.530
股息率(%)	1.1	0.9	0.7	0.9	1.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—B股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	-	(6)	67	35
相对深圳B股	-	(2)	34	12

发行股数(百万)	680
流通股(%)	17
流通股市值(港币 百万)	22,324
3个月日均交易额(港币 百万)	13
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2013年3月11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	4,823	5,653	6,188
变动(%)	74	10	(18)	17	9
净利润(人民币 百万)	1,340	1,205	884	1,249	1,803
全面摊薄每股收益(人民币)	1.971	1.771	1.300	1.837	2.652
变动(%)	199.0	(10.1)	(26.6)	41.3	44.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.334	1.826	2.460
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.239	1.651	2.21
调整幅度(%)	-	-	4.9	11.3	20.0
全面摊薄市盈率(倍)	13.3	14.8	20.2	14.3	9.9
每股现金流量(人民币)	0.79	0.48	0.95	1.10	1.38
价格/每股现金流量(倍)	33.2	54.6	27.6	23.9	19.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.2	14.4	19.9	16.1	11.8
每股股息(人民币)	0.435	0.360	0.260	0.367	0.530
股息率(%)	1.7	1.4	1.0	1.4	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

博世汽柴: 国IV标准实施最大的受益者
“高压共轨+SCR”将成为国IV排放主流解决方案

国IV阶段, 柴油机对于PM和NOx排放要求更为严格。相对于国III标准, 国IV标准要求柴油机NOx排放量由5 g/KWh下降至3.5 g/KWh, PM排放量由0.1 g/KWh下降至0.02 g/KWh。这要求柴油机在提升燃油效率的同时, 还需加强尾气后处理。

图表 1. 国III-V排放标准实施时间及污染物排放最高限值

阶段	实施时间 [*]	一氧化碳 (CO) /[g/(KW.h)]	碳氢化合物 (HC) /[g/(KW.h)]	氮氧化物 (NOx) /[g/(KW.h)]	颗粒物(PM) /[g/(KW.h)]	烟度/m ⁻¹
III	2008年7月1日	2.1	0.66	5.0	0.10	0.8
IV	2013年7月1日	1.5	0.46	3.5	0.02	0.5
V	待定	1.5	0.46	2.0	0.02	0.5
EEV		1.5	0.25	2.0	0.02	0.15

资料来源: 公司资料, 中银国际研究预测

注: 实施时间指所有生产、进口、销售和注册登记的车用压燃式发动机与汽车必须符合新标准的要求

我们认为, 国IV阶段, 重型柴油机实现排放标准的解决方案包括:

- **机内降NOx, 机外降PM。**机内降NOx的措施主要是增压中冷技术, EGR(废气再循环), 降低压缩比, 推迟喷射时间; 机外降低PM的措施包括DOC/POC/DPF。
- **机内降PM, 机外降NOx。**机内降PM的措施包括提高进气效率、改善燃油雾化效果、改进气缸燃烧室涉及、降低进气温度、采用低硫柴油等。降低NOx的措施主要是SCR系统。

高压共轨系统将燃油在高压下贮存在蓄压器（高压油轨）中，从本质上克服了传统柴油机喷射系统的缺陷，其特性有：1) 喷油压力的产生不依赖于发动机转速与系统喷油量，可根据发动机不同的工况灵活控制喷射压力和油量，从而实现低转速高喷射压力，达到低速高扭矩，低排放及优化燃油经济性的目的；2) 通过电子控制单元算出理想的喷油量和喷油时间，再由喷油器精确地喷射，甚至多次喷射；3) 更高的系统压力，更好的排放能力，更低的燃油消耗。通过使用高压共轨系统，重型柴油机机内燃烧将更加充分，再配合 SCR 系统在机外降低 NOx，从而能够较好的实现国 IV 标准要求。我们预计，重型商用车将广泛采用“高压共轨+SCR”作为国 IV 解决方案。虽然高压单体泵、高压泵喷嘴也能够达到国 IV 标准要求，但这两类技术路线在国内应用较少，且升级至国 V 标准有一定困难，因此未来应用空间较为有限。对于轻型商用车而言，由于整车布置空间狭小，且用户对整车成本较为敏感等，更适于采用“机内降 NOx，机外降 PM”解决方案。

博世汽柴高压共轨系统销量测算

博世汽车柴油系统公司主要经营共轨系统产品（Common Rail Systems，简称 CRS）。针对中国市场，博世汽柴开发出用于满足中重型商用车的重型高压共轨系统产品（CRSN-16/CRSN-18），以及用于满足轻型商用车的轻型高压共轨系统产品（CRS1-16/CRS2-14/CRS2-16/CRS2-18）。

图表 2. 博世汽柴高压共轨系统及核心零部件产品



资料来源：公司数据，中银国际研究

重型高压共轨系统销量测算

目前国内重型高压共轨系统主要应用于重卡、中卡、大客、中客等中重型柴油车市场。国 III 阶段，高压共轨系统在大中客市场普及率较高，约达到 80%，而重卡市场普及率相对较低，仅为 20% 左右。我们预计，国 IV 阶段，高压共轨系统在中重卡市场普及率有望达到 60%，在大中客市场普及率有望达到 90%。

虽然中重卡、大中客国 IV 车型的生产将从 2013 年 7 月份开始，但发动机主机厂国 IV 机型核心配件的备货 2 季度就会开始，因此 2 季度起，重型高压共轨系统销量即有望呈现出快速增长势头。由于 2013 年上半年和下半年中重卡、大中客销量中高压共轨系统配套比重差异较大，我们估计 2013 年，高压共轨在中重卡、大中客市场的普及率将分别达到 35% 和 85%，而 2014 年这一比例将分别上升至 60% 和 90%。我们预计 2012-2014 年重型高压共轨系统需求量将分别达到 32 万台、54 万台和 88 万台。

目前，在国内高压共轨市场上，博世汽柴牢牢占据统治地位，我们预计其重型高压共轨系统市场份额能够达到85%左右。其余厂商中，日本电装仅少量为中国重汽供货，我们预计未来中国重汽与曼合资生产的新型发动机也可能采用博世汽柴高压共轨系统。而国内的高压共轨生产厂商目前尚未形成稳定的产品质量和规模化生产能力。因此我们认为未来几年博世汽柴仍能够保持85%左右的市场份额。我们预计，2012-2014年博世汽柴重型高压共轨系统销量将分别达到27万台、46万台和75万台。

图表 3. 重型高压共轨系统市场需求及博世汽柴销量测算

	2012E	2013E	2014E
中重卡销量 (万台)	93	110	119
中重卡高压共轨系统配套率(%)	20	35	60
中重卡需求小计 (万套)	19	38	71
大中客销量 (万台)	17	18	19
大中客高压共轨系统配套率(%)	80	85	90
大中客需求小计 (万套)	14	15	17
重型高压共轨系统需求合计 (万套)	32	54	88
博世汽柴市场份额(%)	85	85	85
博世汽柴高压共轨系统销量 (万套)	27	46	75

资料来源:中银国际研究预测

轻型高压共轨系统销量测算

我们预计，轻型柴油机国IV排放标准实施时间将迟于重型柴油机。我们判断，轻型柴油车国IV标准可能将于2014年7月起实施。

国III阶段，由于“机械直列泵+EGR”、电控VE分配泵等技术能够较好地达到国III标准，且成本相对较低，导致高压共轨系统在轻型车市场的份额较低。国IV阶段，我们认为，机械直列泵由于喷射压力较低难以达到国IV标准，VE分配泵也无法满足3.5吨以上轻型车排放要求。“高压共轨+SCR”能够满足轻型车国IV排放要求，但存在两个问题：1) 轻型车车身较小，不适于加装SCR系统；2) 轻型车单价较低，用户难以承受“高压共轨+SCR”新增成本。我们预计，未来轻型车国IV标准实施后，“高压共轨+SCR”在轻型车市场的份额将会有所提升，但并不会成为轻型车国IV标准的主流解决方案，未来单体泵及威孚高科的WAPS系统有望成为轻型车国IV主流解决方案，而VE分配泵将渗透至3.5吨以下轻型车市场。

我们认为，2013年公司轻型高压共轨系统有望实现小幅增长。2014年下半年起，随着轻型车国IV标准逐步实施，公司轻型高压共轨系统产品有望放量。我们预计2012-14年，轻型高压共轨系统销量分别达到23万台、29万台和37万台。

博世汽柴盈利能力有望大幅提升

2011年及2012年上半年，公司净利润率分别为14.8%和10.3%，大幅低于2010年22.2%的净利润率水平，我们认为这主要是由于：1) 重卡市场出现大幅下滑，公司重型高压共轨系统需求显著下降，公司产能利用率大幅下滑；2) 为应对替代技术路线挑战，公司高压共轨系统产品售价出现小幅下调；3) 公司期间费用率（尤其是三包费用率）明显提升。

我们认为，国IV阶段，伴随着高压共轨技术路线市场份额大幅提升，公司高压共轨系统产品市场需求将持续旺盛，制约博世汽柴盈利能力的因素将不复存在。同时作为国内高压共轨市场的垄断供应商，我们认为，公司在市场需求紧俏时期有望获取超额利润。我们预计2012-2014年，公司净利润率水平将分别达到12%、16%和20%。

由于目前国IV排放标准如期实施已基本确定，我们认为博世汽柴盈利的不确定性因素已基本消除。我们预计2012-14年，博世汽柴净利润将分别达到4.9亿元、10.4亿元和19.9亿元，博世汽柴盈利对上市公司每股收益的贡献将分别达到0.23元、0.52元和0.99元。

图表 4. 博世汽柴盈利预测表

(人民币, 百万)	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
销售收入	5,864	5,044	4,084	6,477	9,948
同比增速 (%)	55.9	(14.0)	(19.0)	58.6	53.6
净利润	1,301	745	490	1,036	1,990
同比增速 (%)	166.8	(42.7)	(34.2)	111.5	92.0
净利润率 (%)	22.2	14.8	12.0	16.0	20.0
投资收益	410	234	157	352	676
折合每股收益 (元)	0.60	0.34	0.23	0.52	0.99

资料来源: 公司资料, 中银国际研究预测

威孚力达（含威孚环保催化剂公司）

公司尾气后处理系统业务主要由控股公司威孚力达及其参股公司威孚环保催化剂（威孚力达持有其49%的股权）运营。威孚力达主要从事后处理系统的封装和集成，2011年销量约110万套。威孚环保催化剂公司主要从事催化剂的生产和销售，2011年销售催化剂约320万升，其中一半左右销售给威孚力达，其余销往国内整车企业。目前，公司催化转化剂产品主要用于汽油机领域，以配套国内自主品牌乘用车为主，占自主品牌乘用车约40%的市场份额。

我们认为，国IV标准实施后，SCR系统将与高压共轨系统产品配套作为国IV主流解决方案，高压共轨系统在大幅降低颗粒物排放的同时，也将提升尾气中NOx排放，须由SCR系统机外降低NOx。因此，未来搭载高压共轨系统的国IV重型商用车也将搭配一套SCR系统。

我们认为，随着国IV标准实施，2013年下半年起生产的搭配高压共轨系统的重型柴油车将配套SCR系统，按照国IV阶段高压共轨系统在中重卡、大中客市场分别60%、90%的配套率测算，预计2013-14年国内市场SCR系统需求量将分别达到32万套（其中中重卡24万套、大中客8万套）和88万套（其中中重卡71万套、大中客17万套）。

威孚力达及其旗下的威孚环保催化剂公司同时具备催化剂的生产和封装集成能力，并可以与母公司及其下属公司的国IV产品捆绑销售。同时，由于公司SCR催化剂技术水平已达到国内较为领先的水平，公司催化剂在配套公司本公司SCR系统的同时还可供应给外部的SCR系统生产厂商。我们保守估计公司将占据SCR市场15%的市场份额。由此，未来两年公司SCR系统的销量将分别达到4.8万套和13.3万套。按2013-14年每套SCR系统销售价格分别为8,000元、7,500元，产品净利润率16%、20%计算，2013-2014年由国IV标准实施带来的SCR业务新增净利润将分别达到0.61亿元和1.99亿元。

同时，公司传统的汽油车催化剂及催化转化器业务有望跟随自主品牌乘用车行业保持平稳较快增长。我们预计2012-2014年威孚力达及威孚环保公司为上市公司贡献权益净利润0.92亿元、1.64亿元和3.05亿元。

图表 5. 国IV阶段，公司SCR系统销量及净利润预测

(万套)	2013E	2014E
中重卡用SCR系统	24	71
大中客用SCR系统	8	17
SCR系统销量合计	32	88
威孚力达（含威孚环保）市场份额(%)	15	15
威孚力达SCR系统销量	4.8	13.3

资料来源: 公司资料, 中银国际研究预测

图表 6. 威孚力达(及威孚环保催化剂公司)SCR业务盈利预测表

	2013年	2014年
销量(万套)	4.8	13.3
单价(元/套)	8,000	7,500
销售收入(百万元)	384	994
净利润率(%)	16	20
净利润(百万元)	61	199
对上市公司每股收益贡献(元)	0.09	0.28

资料来源: 公司资料, 中银国际研究预测

图表 7. 威孚力达 (含威孚环保催化剂公司) 盈利预测表

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	2012E	2013E	2014E
公司净利润	124	93	97	173	322
其中: 传统业务	124	93	97	112	123
SCR 业务				61	199
归属于母公司净利润	118	88	92	164	305

资料来源: 公司资料, 中银国际研究预测

燃油喷射系统业务

本部业务

公司本部主要生产包括 PW2000、PW 泵、I 型泵、A 型泵等在内机械泵产品。这部分产品配套的柴油机基本无法达到国 IV 排放标准，因此我们认为国 IV 阶段，本部产品将无法继续为中重卡及大中客用柴油机配套。公司本部产能未来将转移至低端轻型柴油机市场，而在重型柴油机领域将以配套船用、工程机械等市场为主。我们预计，本部机械泵未来将面临收入下滑风险，同时未来机械泵市场可能出现严重的产能过剩问题，市场竞争将更加激烈，因此公司本部盈利能力亦将出现下滑。但国 IV 阶段本部开发的中重型 WAPS 系统产品有望逐步放量，从而弥补传统产品销量的下滑。

威孚汽柴

威孚汽柴以生产 P 型喷油器为主，同时为博世汽柴的高压共轨产品配套共轨泵。过去几年，P 型喷油器贡献了威孚汽柴大部分利润。我们认为，国 IV 阶段，威孚汽柴 P 型喷油器产品将面临着与本部机械泵较为相似的困境，但由于 P 型喷油器产品性能和技术壁垒均较高，因此其销量和盈利能力下降幅度将稍好于本部机械泵产品。国 IV 阶段，公司为博世汽柴配套的共轨泵产品有望跟随博世汽柴销量大幅增长而快速提升，未来共轨泵产品有望成为威孚汽柴盈利贡献主力。

威孚金宁

威孚金宁主要产品为电控 VE 分配泵，主要配套高端轻卡、皮卡等轻型车，受益于轻型车高端化发展及 VE 分配泵对轻型高压共轨系统的替代，过去几年公司 VE 分配泵产品销量和盈利保持快速增长。我们认为，轻型车国 IV 标准可能将于 2014 年 7 月 1 日起实施。我们预计轻型车国 IV 标准实施后，公司主导产品 VE 分配泵可能无法满足 3.5 吨及以上轻型车的排放要求，但有望切入 3.5 吨以下的低端轻卡、皮卡市场。我们认为，2013-14 年，公司 VE 分配泵销量和盈利仍将保持较快的增长。我们预计，2012-14 年 VE 分配泵销量分别为 27 万台、34 万台、36 万台，实现净利润分别为 1.92 亿元、2.37 亿元和 2.53 亿元，威孚金宁对上市公司每股收益的贡献将分别达到 0.23 元、0.28 元和 0.30 元。

我们预计，2012-14 年，公司燃油喷射系统业务贡献权益净利润分别为 4.36 亿元、4.99 亿元和 5.56 亿元，其中本部及威孚汽柴分别贡献 2.82 亿元、3.09 亿元和 3.54 亿元。2012-14 年，公司燃油喷射系统业务对上市公司每股收益贡献分别为 0.41 元、0.45 元和 0.52 元。

图表 8. 燃油喷射系统业务收入和毛利预测表

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	2012E	2013E	2014E
销售收入	4,172	4,330	3,506	3,794	3,623
同比增速(%)	79.0	3.8	(19.0)	8.2	(4.5)
毛利	1,332	1,359	1,021	1,090	1,000
同比增速(%)	142.3	2.1	(24.9)	6.8	(8.3)
毛利率(%)	31.9	31.4	29.1	28.7	27.6

资料来源: 公司资料, 中银国际研究预测

图表 9.燃油喷射系统业务盈利预测表

(人民币, 百万)	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
净利润	581	660	436	499	556
其中: 本部及威孚汽柴	452	503	282	309	354
威孚金宁	129	157	154	190	202
净利润率(%)	13.9	15.2	12.4	13.2	15.4

资料来源: 公司资料, 中银国际研究预测

中联汽车电子

中联汽车电子是由上汽集团（持股 53%）、威孚高科（持股 20%）、一汽、东风、北汽等 8 家公司为生产和经营车用电子产品而组建。中联汽车电子盈利主要来自其与罗伯特·博世的合资公司联合汽车电子有限公司。联合电子的主要产品是 EMS（汽油发动机控制系统）、自动变速箱控制系统及其零部件。公司拥有上海大众、上海通用、一汽大众、长安集团等国内几乎所有客户，在国内电喷汽油领域占有 40% 的市场份额。

2012 年上半年，受主流乘用车企业（如一汽大众、上海大众）大力推行缸内直喷发动机技术影响，联合汽车电子收入和净利润分别出现 12.7% 和 23.9% 的同比下滑。目前，公司配套缸内直喷发动机的产能已经投产，未来市场份额进一步下滑的可能性较小。

我们认为，由于公司配套客户以欧美系及自主品牌乘用车企业为主，自 2012 年下半年起，欧美系及自主品牌乘用车企业国内市场份额持续快速提升，销量持续快速增长，因此公司盈利有望显著改善。我们预计 2012-2014 年公司净利润分别为 17.9 亿元，20.8 亿元和 23 亿元。中联电子对上市公司每股收益的贡献有望分别达到 0.26 元、0.31 元和 0.34 元。

图表 10. 联合汽车电子盈利预测表

(人民币。百万)	2010 年	2011 年	2012E	2013E	2014E
销售收入	9,458	9,473	8,854	9,917	10,710
同比增速 (%)	32.2	0.2	(6.5)	12.0	8.0
净利润	1,993	1,940	1,794	2,082	2,303
同比增速 (%)	22.3	(2.7)	(7.5)	16.1	10.6
净利润率 (%)	21.1	20.5	20.3	21.0	21.5

资料来源: 公司资料, 中银国际研究预测

盈利预测与估值

上调公司 2013-14 年每股收益预测至 1.84 元、2.65 元

我们认为，目前重型柴油车国IV排放标准如期实施已无悬念，在大气污染问题持续恶化以及社会舆论对汽车尾气排放问题密切关注下，国IV标准严格实施的可能性较大。我们认为，作为最受益于国IV标准实施的企业，博世汽柴高压共轨系统业务销量和盈利有望大幅超出预期，我们将2013-14年博世汽柴投资收益贡献分别上调至3.52亿元、6.76亿元，上调幅度分别为55.1%、58.3%。同时，考虑到威孚力达及其子公司在SCR催化剂领域的领先地位，我们将2013-14年威孚力达权益净利润上调至1.64亿元、3.05亿元，上调幅度分别为13.9%、43.2%。此外，考虑到配套缸内直喷发动机的EMS产能投放、欧美系及自主品牌乘用车销量快速增长，我们将2013-14年中联电子投资收益贡献分别上调17.5%和20.4%。

总体而言，我们将公司2013-2014年每股收益预测由1.65元、2.21元分别上调至1.84元、2.65元。2012-2014年公司净利润的复合增速将达到43%。

图表 11. 威孚高科盈利预测调整表

(人民币, 百万)	2012E	2013E			2014E		
		原预测	现预测	调整幅度(%)	原预测	现预测	调整幅度(%)
本部及威孚汽柴	282	362	309	(14.6)	435	354	(18.6)
威孚金宁	154	175	190	8.6	201	202	0.5
威孚力达 (含威孚环保)	92	144	164	13.9	213	305	43.2
博世汽柴	157	227	352	55.1	427	676	58.3
中联电子	179	177	208	17.5	191	230	20.4
其他投资收益	20	38	25	(34.2)	37	35	(5.4)
净利润合计	884	1,123	1,249	11.2	1,503	1,803	20.0
每股收益 (元)	1.30	1.65	1.84		2.21	2.65	

资料来源: 公司资料, 中银国际研究预测

估值

公司当前A股股价对应2013年22倍预期市盈率,我们认为公司当前估值不贵,主要是由于: 1) 短期看,公司2013-14年业绩增速有望保持在40%以上,公司A股股价对应2014年仅15倍市盈率; 2) 长期看,作为国内内燃机燃油喷射系统龙头及高压共轨系统市场的垄断厂商,公司将持续受益于国内柴油机排放标准的升级和环保法规的严格执行,公司长期成长性明确; 3) 目前大气污染治理类上市公司2013年平均估值在31倍左右,公司具备一定的环保股属性,因此应享受环保股估值水平。

我们维持公司A、B股买入评级,基于30倍和18倍2013年预期市盈率,上调A股目标价至55.10元人民币、B股目标价至41.28港币。

图表 12. A 股商用车板块重点上市公司估值表

公司名称	评级	总市值 (人民币, 百万元)	每股收益 (人民币,元)				每股收益增速 (%)				市盈率 (倍)				净资产收益率 (%)		
			2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E
A 股商用车板块上市公司																	
江淮汽车	买入	9,923	0.48	0.43	0.53	0.68	(46.9)	(11.3)	25.7	28.0	16.1	18.1	14.4	11.3	10.8	9.0	10.4
福田汽车	持有	19,162	0.41	0.51	0.57	0.63	(30.0)	24.3	11.8	10.5	16.6	13.4	12.0	10.8	13.0	10.1	10.2
江铃汽车	买入	14,062	2.17	1.79	2.00	2.56	9.3	(17.5)	11.6	28.4	7.5	9.1	8.2	6.4	25.6	19.1	18.7
宇通客车	买入	18,302	1.68	2.06	2.29	2.67	36.0	22.8	11.3	16.6	15.5	12.6	11.3	9.7	35.4	20.3	18.9
中国重汽	买入	4,882	0.86	0.09	0.75	0.98	(46.1)	(89.6)	732.2	30.6	13.5	129.3	15.5	11.9	9.7	1.0	8.1
潍柴动力-A	买入	46,284	2.80	1.63	2.23	2.99	(17.5)	(41.8)	37.0	34.1	8.3	14.2	10.4	7.7	24.4	12.5	14.7
中原内配	持有	3,290	1.07	1.28	1.62	1.93	21.0	19.8	26.4	18.9	26.1	21.8	17.2	14.5	12.6	9.1	10.5
A 股大气污染治理板块上市公司																	
龙净环保	-	8,318	1.18	1.37	1.66	1.96	10.3	16.0	21.7	17.9	33.0	28.5	23.4	19.8	10.8	11.7	13.0
天壕节能	-	4,090	0.16	0.29	0.43	0.56	73.5	77.6	48.8	32.3	79.3	44.7	30.0	22.7	8.3	8.4	11.3
雪迪龙	-	3,824	0.59	0.72	1.02	1.28	136.4	20.8	42.5	25.3	46.9	38.9	27.3	21.8	18.0	9.0	11.5
贵研铂业	-	3,413	0.24	0.31	0.41	0.63	(26.2)	30.0	35.4	52.2	91.8	70.6	52.1	34.3	3.9	4.9	6.1
盾安环境	-	8,924	0.35	0.39	0.61	0.81	34.3	10.6	57.6	32.1	30.5	27.5	17.5	13.2	9.5	9.8	13.5
龙源技术	-	6,971	0.61	0.74	1.08	1.36	66.0	21.5	45.6	25.4	40.0	32.9	22.6	18.0	9.3	9.9	12.5
三聚环保	-	8,498	0.24	0.46	0.57	0.78	65.3	89.7	23.6	36.1	89.4	47.1	38.1	28.0	4.2	13.6	14.5
德联集团	-	2,875	0.74	0.90	1.20	1.50	17.9	22.4	32.8	25.1	24.4	19.9	15.0	12.0	13.7	10.4	12.6
海越股份	-	4,753	0.02	0.11	0.24	1.09	(85.3)	387.1	115.7	357.5	540.7	111.0	51.4	11.2	0.8	4.3	8.5
A 股商用车板块平均估值							(4.7)	(0.6)	20.7	22.8	15.0	14.9	12.2	10.1	20.3	13.4	13.9
A 股大气污染治理板块平均估值							32.5	75.1	47.1	67.1	108.4	46.8	30.8	20.1	8.7	9.1	11.5
威孚高科	买入	27,076	1.77	1.30	1.84	2.65	(10.1)	(26.6)	41.3	44.4	22.5	30.6	21.7	15.0	23.8	10.3	13.2

资料来源：公司数据，万得资讯，中银国际研究

 *股价为 2013 年 3 月 11 日收盘价，A 股商用车平均未包含中国重汽，A 股大气污染治理板块上市公司每股收益及每股净资产预测数据均来自万得一
 致预期

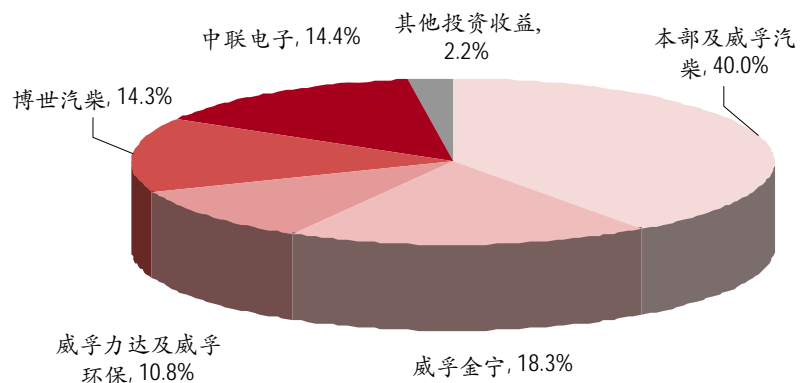
公司业务结构介绍

威孚高科主营柴油机燃油喷射系统、尾气后处理系统和进气系统三大业务。此外，参股公司博世汽车柴油系统公司（持股 34%）主要从事柴油机高压共轨系统的生产和销售；中联汽车电子公司（持股 20%）主要从事乘用车 EMS 系统、自动变速箱控制系统等的生产和销售。

2012 年上半年，公司实现归属于母公司净利润 4.46 亿元。其中，燃油喷射系统业务（本部、威孚汽柴和威孚金宁）合计贡献了公司 58.3% 的净利润；尾气后处理系统（威孚力达和威孚环保）贡献了 10.8% 的净利润；参股公司博世汽柴投资收益贡献了公司 14.3% 的净利润；中联汽车电子贡献了 14.4% 的净利润；进气系统业务规模尚小，盈利贡献微薄。

2011 年以来，由于重卡行业景气度大幅下滑，公司控、参股公司燃油喷射系统业务均出现明显的下滑。其中，受重卡市场大幅下滑及国 III 高压共轨技术路线市场份额缩减影响，博世汽柴盈利下降尤其显著，对公司利润贡献不断降低；而威孚金宁受益于轻型车高端化及 VE 泵对轻型共轨系统技术路线的替代，利润贡献有所提升。后处理系统业务及中联电子盈利表现相对平稳。

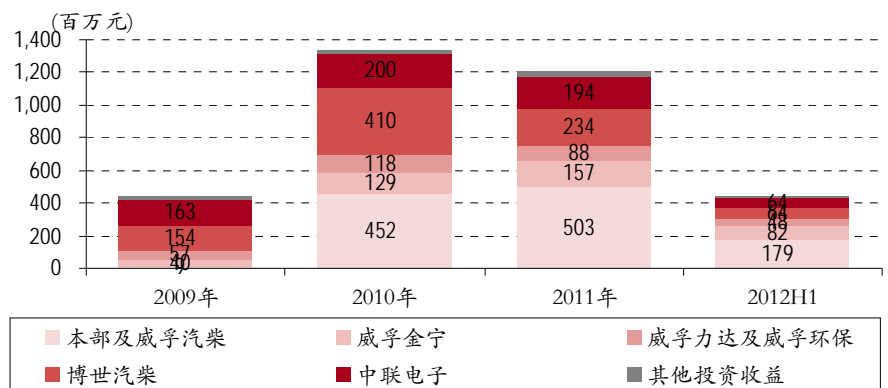
图表 13. 威孚高科净利润拆分（2012 年上半年）



资料来源：公司资料，中银国际研究预测

注：由于进气系统业务（威孚天力）目前盈利较少，几乎可忽略，我们并没有单独考虑，而是将其纳入“本部及威孚汽柴”的净利润中

图表 14. 威孚高科净利润构成情况（2009 年-2012 年上半年）



资料来源：公司资料，中银国际研究预测

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	4,823	5,653	6,188
销售成本	(3,911)	(4,348)	(3,623)	(4,215)	(4,541)
经营费用	(491)	(523)	(452)	(564)	(558)
息税折旧前利润	969	1,028	748	874	1,088
折旧及摊销	(140)	(139)	(175)	(211)	(240)
经营利润(息税前利润)	829	889	573	663	848
净利息收入/(费用)	(33)	(26)	34	56	72
其他收益/(损失)	704	534	420	697	1,107
税前利润	1,500	1,397	1,027	1,416	2,026
所得税	(118)	(141)	(92)	(110)	(142)
少数股东权益	(41)	(51)	(51)	(57)	(81)
净利润	1,340	1,205	884	1,249	1,803
核心净利润	1,341	1,208	884	1,251	1,805
每股收益(人民币)	1.971	1.771	1.300	1.837	2.652
核心每股收益(人民币)	1.972	1.777	1.300	1.839	2.654
每股股息(人民币)	0.435	0.360	0.260	0.367	0.530
收入增长(%)	74	10	(18)	17	9
息税前利润增长(%)	569	7	(36)	16	28
息税折旧前利润增长(%)	251	6	(27)	17	24
每股收益增长(%)	199	(10)	(27)	41	44
核心每股收益增长(%)	199	(10)	(27)	41	44

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	1,027	1,416	2,026
折旧与摊销	140	139	175	211	240
净利息费用	33	26	(34)	(56)	(72)
运营资本变动	(82)	(628)	(160)	89	34
税金	(118)	(141)	(92)	(110)	(142)
其他经营现金流	(936)	(466)	(272)	(805)	(1,148)
经营活动产生的现金流	536	326	645	745	938
购买固定资产净值	(231)	(553)	(782)	(487)	(487)
投资减少/增加	172	577	415	681	1,081
其他投资现金流	41	13	0	0	0
投资活动产生的现金流	(18)	37	(367)	195	594
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)	(177)	(250)
其他融资现金流	96	39	(4)	56	72
融资活动产生的现金流	(249)	27	2,160	(121)	(178)
现金变动	269	390	2,437	819	1,354
期初现金	328	465	855	3,293	4,111
公司自由现金流	518	363	278	940	1,532
权益自由现金流	222	562	(186)	995	1,604

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	3,293	4,111	5,465
应收帐款	1,007	1,179	926	1,085	1,188
库存	918	884	649	779	851
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	6,367	7,476	9,004
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	10,559	11,943	13,718
应付帐款	2,005	1,874	1,563	1,818	1,958
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	1,566	1,821	1,962
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	7,930	9,002	10,556
股东权益	4,106	5,064	8,610	9,682	11,236
少数股东权益	240	276	328	384	465
总负债及权益	6,762	7,929	10,559	11,943	13,718
每股帐面价值(人民币)	7.24	8.93	12.66	14.24	16.52
每股有形资产(人民币)	6.98	8.31	12.01	13.51	15.72
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.57)	(0.63)	(4.84)	(6.04)	(8.04)

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(%)	18.0	17.4	15.5	15.5	17.6
息税前利润率(%)	15.4	15.1	11.9	11.7	13.7
税前利润率(%)	27.9	23.7	21.3	25.1	32.7
净利率(%)	25.0	20.4	18.3	22.1	29.1
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.7	4.1	4.1	4.6
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	3.7	3.7	4.2
估值					
市盈率(倍)	20.2	22.5	30.6	21.7	15.0
核心业务市盈率(倍)	20.2	22.4	30.6	21.7	15.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	27.9	31.0	42.4	30.0	20.8
盈率(倍)					
市净率(倍)	5.5	4.5	3.1	2.8	2.4
价格/现金流(倍)	50.5	83.0	42.0	36.3	28.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.2	21.9	32.2	26.7	20.3
周转率					
存货周转天数	70.3	75.6	77.2	61.8	65.5
应收帐款周转天数	59.7	67.6	79.7	64.9	67.1
应付帐款周转天数	111.6	120.0	130.1	109.1	111.4
回报率					
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	12.9	13.7	17.2
资产收益率(%)	12.9	10.9	5.6	5.4	6.1
已运用资本收益率(%)	20.1	17.0	7.7	7.0	7.8

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	5,371	5,898	4,823	5,653	6,188
销售成本	(3,911)	(4,348)	(3,623)	(4,215)	(4,541)
经营费用	(491)	(523)	(452)	(564)	(558)
息税折旧前利润	969	1,028	748	874	1,088
折旧及摊销	(140)	(139)	(175)	(211)	(240)
经营利润(息税前利润)	829	889	573	663	848
净利息收入/(费用)	(33)	(26)	34	56	72
其他收益/(损失)	704	534	420	697	1,107
税前利润	1,500	1,397	1,027	1,416	2,026
所得税	(118)	(141)	(92)	(110)	(142)
少数股东权益	(41)	(51)	(51)	(57)	(81)
净利润	1,340	1,205	884	1,249	1,803
核心净利润	1,341	1,208	884	1,251	1,805
每股收益(人民币)	1.971	1.771	1.300	1.837	2.652
核心每股收益(人民币)	1.972	1.777	1.300	1.839	2.654
每股股息(人民币)	0.435	0.360	0.260	0.367	0.530
收入增长(%)	74	10	(18)	17	9
息税前利润增长(%)	569	7	(36)	16	28
息税折旧前利润增长(%)	251	6	(27)	17	24
每股收益增长(%)	199	(10)	(27)	41	44
核心每股收益增长(%)	199	(10)	(27)	41	44

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	1,027	1,416	2,026
折旧与摊销	140	139	175	211	240
净利息费用	33	26	(34)	(56)	(72)
运营资本变动	(82)	(628)	(160)	89	34
税金	(118)	(141)	(92)	(110)	(142)
其他经营现金流	(936)	(466)	(272)	(805)	(1,148)
经营活动产生的现金流	536	326	645	745	938
购买固定资产净值	(231)	(553)	(782)	(487)	(487)
投资减少/增加	172	577	415	681	1,081
其他投资现金流	41	13	0	0	0
投资活动产生的现金流	(18)	37	(367)	195	594
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)	(177)	(250)
其他融资现金流	96	39	(4)	56	72
融资活动产生的现金流	(249)	27	2,160	(121)	(178)
现金变动	269	390	2,437	819	1,354
期初现金	328	465	855	3,293	4,111
公司自由现金流	518	363	278	940	1,532
权益自由现金流	222	562	(186)	995	1,604

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	3,293	4,111	5,465
应收帐款	1,007	1,179	926	1,085	1,188
库存	918	884	649	779	851
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	6,367	7,476	9,004
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	10,559	11,943	13,718
应付帐款	2,005	1,874	1,563	1,818	1,958
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	1,566	1,821	1,962
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	7,930	9,002	10,556
股东权益	4,106	5,064	8,610	9,682	11,236
少数股东权益	240	276	328	384	465
总负债及权益	6,762	7,929	10,559	11,943	13,718
每股帐面价值(人民币)	7.24	8.93	12.66	14.24	16.52
每股有形资产(人民币)	6.98	8.31	12.01	13.51	15.72
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.57)	(0.63)	(4.84)	(6.04)	(8.04)

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(%)	18.0	17.4	15.5	15.5	17.6
息税前利润率(%)	15.4	15.1	11.9	11.7	13.7
税前利润率(%)	27.9	23.7	21.3	25.1	32.7
净利率(%)	25.0	20.4	18.3	22.1	29.1
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.7	4.1	4.1	4.6
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	3.7	3.7	4.2
估值					
市盈率(倍)	13.3	14.8	20.2	14.3	9.9
核心业务市盈率(倍)	13.3	14.7	20.1	14.2	9.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	16.7	18.5	25.3	17.9	12.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.6	2.9	2.1	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	33.2	54.6	27.6	23.9	19.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.2	14.4	19.9	16.1	11.8
周转率					
存货周转天数	70.3	75.6	77.2	61.8	65.5
应收帐款周转天数	59.7	67.6	79.7	64.9	67.1
应付帐款周转天数	111.6	120.0	130.1	109.1	111.4
回报率					
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	12.9	13.7	17.2
资产收益率(%)	12.9	10.9	5.6	5.4	6.1
已运用资本收益率(%)	20.1	17.0	7.7	7.0	7.8

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 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
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