上汽集团

买入 **33%** ⬆

目标价格: 人民币 20.20

原目标价格: 人民币 20.90

600104.CH

价格: 人民币 15.23

目标价格基础: 10 倍 13 年市盈率

板块评级: 中立

2012 年净利润小幅增长 3%

上汽集团 2012 年实现营业总收入 4,810 亿元，同比增长 10.6%，与销量增速基本相符；归属母公司净利润同比小幅增长 2.6%至 208 亿元，合每股收益 1.88 元；业绩比我们预期略低 2%，主要由于 4 季度计提较多资产减值准备和费用的缘故。我们认为 2013 年公司整体经营环境和状况好于去年：一方面终端需求向好，行业增速有望回升；同时在供求关系趋于平衡情况下，价格竞争有望趋缓。另一方面，我们预计今年公司自身产能释放带来的折旧压力较去年减轻，这将有助于利润率水平维持相对稳定。我们小幅下调公司 2013-14 年盈利预测至 2.02 元和 2.15 元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2012 年公司总销量 449 万台，同比增长 12%，市场占有率由 2011 年的 21.7%进一步提升至 23.3%。其中上海通用、上海大众销量分别增长 13.1%和 9.8%。
- 由于上海通用 1%股权的转让，自 2012 年 9 月起，上海通用及其 3 家子公司不再并表，而转入投资收益核算。该项调整虽不影响总收入和归属母公司净利润，但却导致合并利润表中内部项目及毛利率、费用率等指标发生改变。
- 2012 年综合毛利率同比下降 2.4 个百分点至 16.6%，我们认为一方面由于 9 月起合并范围变化的影响；另一方面，1-8 月并表的上海通用受自身产品结构下移等影响，毛利率同比下滑。
- 2012 年公司计提资产减值高达 23 亿元，同比大幅增长 131.2%。减值损失主要来自可供出售金融资产（持有的 General Motors 股票）计提减值准备 6.5 亿元，而存货跌价准备和坏账损失计提也大幅增加 4 亿元和 2 亿元。
- 2012 年公司实现投资收益总额 154 亿元，同比增长 14.7%；剔除通用等造成的不可比因素，我们认为增长拉动主要来自上海大众，得益于产品盈利结构的改善，估计去年上海大众盈利增长接近 20%。

评级面临的主要风险

- 行业景气度回落；价格竞争加剧。

估值

- 我们将公司 2013-14 年每股收益预测分别小幅下调至 2.02 元和 2.15 元，下调幅度在 4%左右。当前股价对应 2013 年市盈率不到 8 倍，处于较低位。我们维持***买入***评级，将目标价由 20.90 元下调至 20.20 元，相当于 10 倍 13 年市盈率估值。

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(13)	(10)	(11)	9
相对新华富时 A50 指数	(9)	(0)	(9)	6

发行股数 (百万)	11,026
流通股 (%)	23
流通股市值 (人民币 百万)	167,919
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	344
净负债比率 (%) (2013E)	净现金
主要股东 (%)	
上海汽车工业（集团）总公司	77

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2013 年 3 月 28 日收市价为标准

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入 (人民币 百万)	434,804	480,980	528,116	565,084	604,640
变动 (%)	*19*	*11*	*10*	*7*	*7*
净利润 (人民币 百万)	20,222	20,752	22,236	23,650	25,120
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.834	1.882	2.017	2.145	2.278
变动 (%)	*23.4*	*2.6*	*7.2*	*6.4*	*6.2*
市场预期每股收益 (人民币)		1.953	2.149	2.338	
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	2.093	2.240	
调整幅度 (%)	-	-	*(3.6)*	*(4.2)*	
核心每股收益 (人民币)	1.839	1.894	2.025	2.153	2.287
变动 (%)	*23.9*	*3.0*	*6.9*	*6.3*	*6.2*
全面摊薄市盈率(倍)	8.3	8.1	7.6	7.1	6.7
核心市盈率(倍)	8.3	8.0	7.5	7.1	6.7
每股现金流量 (人民币)	1.83	1.78	1.78	2.17	2.55
价格/每股现金流量 (倍)	8.3	8.6	8.5	7.0	6.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	4.5	5.9	6.6	5.9	5.1
每股股息 (人民币)	0.300	0.600	0.605	0.644	0.644
股息率 (%)	2.0	3.9	4.0	4.2	4.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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

楼佳
(8621) 2032 8525
jia.lou@ bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300512060001

2012 年净利润小幅增长 2.6%

上汽集团 2012 年实现营业总收入 4,810 亿元，同比增长 10.6%，与总销量增速（12%）基本相符；归属母公司净利润同比小幅增长 2.6%至 208 亿元，对应每股收益 1.88 元；业绩比我们预期略低 2%，主要由于公司在 4 季度计提较多资产减值和费用等的缘故。公司 2012 年利润分配方案为以公司总股本 11,025,566,629 股为基准，每 10 股派发现金红利 6 元（含税）；分红比例较往年大幅提高。

由于公司于去年 8 月份完成向通用中国转让上海通用 1%的股权（交易价格约 6.5 亿元人民币），故从 2012 年 9 月 1 日起，上海通用及其三家子公司（通用东岳、通用东岳总成和通用北盛）不再纳入合并范围，而转入投资收益核算。虽然该项调整对合并报表的营业收入和归属母公司净利润不构成影响，但却导致合并利润表中的内部项目及利润结构发生重大改变；除去净利率之外，毛利率、费用率等盈利指标均与去年同期不可比。

销量

2012 年公司实现总销量 449 万台，同比增长 12%，高于同期行业 4.3%的增速；整体市场占有率由 2011 年 21.7%进一步提升至 23.3%。旗下合资整车企业继续领跑国内乘用车市场，其中上海通用和上海大众分别实现销量 139 万台和 128 万台，同比增长 13.1%和 9.8%；通用五菱在微车市场整体疲软的情况下继续逆势上扬，同比增长 12.1%。自主品牌荣威 MG 也首次突破 20 万台，同比增长 23.5%。商用车方面，南维客销量同比增长 16%至 13 万台；但依维柯红岩受重卡板块整体低迷的拖累，销量大幅下挫 46%。

从今年 1-2 月份情况来看，公司累计实现销量 87.3 万台，同比增长 16.8%。其中，上海大众累计增速近 30%，上海通用增长 14.3%。

图表 1.上汽集团各分部销量列示

(台)	2011 年	2012 年	同比(%)	12 年 1 季度月均	12 年 2 季度月均	12 年 3 季度月均	12 年 4 季度月均	4 季度同比(%)	4 季度环比(%)
上海大众	1,165,827	1,280,008	9.8	106,629	105,601	104,174	110,265	8.0	5.8
上海通用	1,231,539	1,392,658	13.1	115,707	108,136	116,334	124,042	22.3	6.6
荣威 MG	162,004	200,017	23.5	13,212	16,800	15,062	21,599	55.6	43.4
通用五菱	1,301,118	1,458,188	12.1	130,584	119,679	109,798	126,002	8.6	14.8
申沃客车	3,152	3,250	3.1	201	306	266	310	5.1	16.5
依维柯红岩	31,500	17,008	(46.0)	1,452	1,569	1,089	1,559	(4.4)	43.2
南京依维柯	113,827	132,013	16.0	12,348	11,061	10,128	10,468	30.4	3.4
上汽商用车		7,069	-	366	548	729	713	-	(2.2)
合计	4,008,967	4,490,211	12.0	380,498	363,701	357,580	394,958	15.0	10.5

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 2.上海汽车 2012 年业绩摘要

(人民币，百万)	2011 年	2012 年	同比(%)	2011 年第 4 季度	2012 年第 4 季度	第 4 季度同(%)	2012 年第 3 季度	第 4 季度环比(%)
营业总收入	434,804	480,980	10.6	108,754	127,798	17.5	117,621	8.7
营业成本	352,189	401,188	13.9	88,994	107,519	20.8	99,838	7.7
营业税金及附加	11,054	7,975	(27.9)	2,657	922	(65.3)	1,846	(50.0)
主营业务利润	71,560	71,816	0.4	17,103	19,357	13.2	15,937	21.5
销售费用	22,851	27,208	19.1	5,345	8,759	63.9	6,303	39.0
管理费用	19,116	18,535	(3.0)	4,830	3,987	(17.5)	4,351	(8.4)
财务费用	43	(115)	(369.4)	(244)	(618)	153.6	178	(446.9)
资产减值损失	994	2,297	131.2	702	1,876	167.3	255	636.9
公允价值变动净收益	(326)	7	(102.2)	(113)	5	104.4	(1)	(679.9)
营业利润	28,232	23,899	(15.3)	6,356	5,358	(15.7)	4,848	10.5
投资收益	13,452	15,429	14.7	3,122	3,605	15.5	4,228	(14.7)
汇兑净收益	14	11	(20.5)	3	2	(32.2)	2	(2.8)
营业外收入	685	1,097	60.1	241	351	45.5	444	(21.1)
营业外支出	355	280	(20.9)	191	254	33.1	(29)	(967.1)
利润总额	42,028	40,156	(4.5)	9,532	9,062	(4.9)	9,553	(5.1)
所得税	7,039	6,628	(5.8)	1,488	1,566	5.3	1,595	(1.8)
少数股东损益	14,768	12,776	(13.5)	3,357	2,875	(14.4)	2,611	10.1
净利润	20,222	20,752	2.6	4,688	4,621	(1.4)	5,347	(13.6)
每股收益（元）	1.83	1.88		0.43	0.42		0.48	
重要比率（%）								
毛利率	19.0	16.6	(2.4)	18.2	15.9	(2.3)	15.1	0.7
净利率	4.7	4.3	(0.3)	4.3	3.6	(0.7)	4.5	(0.9)
销售费率	5.3	5.7	0.4	4.9	6.9	1.9	5.4	1.5
管理费率	4.4	3.9	(0.5)	4.4	3.1	(1.3)	3.7	(0.6)
财务费率	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.5)	(0.3)	0.2	(0.6)

资料来源：公司数据及中银国际研究

毛利率

2012 年公司合并层面综合毛利率比上年同期 19%下降 2.4 个百分点至 16.6%。我们认为毛利率的下降主要有两方面原因：一是合并范围的变化，自去年 9 月起毛利率相对较高的上海通用及其 3 家子公司不再并表，导致 3、4 季度毛利率（分别为 15.1%和 15.9%）显著低于 1、2 季度（分别为 18.3%和 17.1%）；二是上海通用自身盈利能力的下滑，这从上半年综合毛利率同比下降 1.5 个百分点可看出。

费用及减值

2012 年，公司销售费用同比增长 19.1%，管理费用小幅下降 3.0%，有合并范围变化导致的不可比影响。财务费用比上年同期减少 1.6 亿元，主要得益于公司加强对货币资金收益管理取得成效，利息收入增加 2.2 亿元。

另外，去年公司计提资产减值高达 23 亿元，绝对额比上年增加约 13 亿元，同比大幅增长 131.2%。减值损失主要来自可供出售金融资产（持有的 GeneralMotors 股票）计提减值准备 6.5 亿元，而存货跌价准备和坏账损失计提也较上年分别大幅增加 4 亿元和 2 亿元。

投资收益

2012年公司实现投资收益总额154亿元，同比增长14.7%，其中合联营公司贡献收益155亿元，同比增长25.8%，有上海通用核算方式变化造成的不可比因素。剔除通用等影响，我们估计投资收益的增长拉动主要来自上海大众。去年上海大众销售收入同比增长11.4%，小幅高于销量增速，单车均价进一步提高；得益于产品结构的提升，我们估计盈利同比增长接近20%。上海通用方面，由于“双君”组合产品老化导致销售结构的下移，去年呈现“量增利减”局面，估计盈利降幅在5-10%区间。

盈利预测及估值

整体而言，我们认为2013年上汽集团的经营环境和状况好于2012年。一方面，终端需求向好，预计乘用车市场增速有望从去年7%温和回升至10%以上；在供求趋于平衡的情况下，价格竞争有望趋缓。我们预计公司能够实现490万台的销售目标，同比增长9%左右。此外，我们认为今年两大合资公司新工厂投产带来的折旧压力较去年减轻。2012年，通用东岳三期（24万）和大众仪征（30万）的新增产能分别是在2、3季度释放。而目前来看，大众宁波新工厂和通用北盛三期分别要到今年11月份和明年上半年才能投产。我们认为，折旧压力的减轻有助于公司保持利润率的相对平稳。

我们将公司2013-14年每股收益预测分别小幅下调3.6%和4.2%至2.02元和2.15元。当前公司股价对应2013年市盈率不到8倍，处于较低位。我们维持***买入***评级；基于10倍2013年市盈率，将目标价由20.90元下调至20.20元。

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	434,804	480,980	528,116	565,084	604,640
销售成本	(363,244)	(409,163)	(451,539)	(483,147)	(516,967)
经营费用	(35,523)	(41,304)	(49,697)	(52,899)	(56,377)
息税折旧前利润	36,037	30,512	26,880	29,038	31,296
折旧及摊销	(7,763)	(6,729)	(6,547)	(7,282)	(8,017)
经营利润 (息税前利润)	28,274	23,784	20,332	21,756	23,279
净利息收入/(费用)	(29)	126	98	121	64
其他收益/(损失)	13,783	16,246	19,165	20,276	21,454
税前利润	42,028	40,156	39,596	42,153	44,797
所得税	(7,039)	(6,628)	(5,481)	(5,857)	(6,238)
少数股东权益	(14,768)	(12,776)	(11,879)	(12,646)	(13,439)
净利润	20,222	20,752	22,236	23,650	25,120
核心净利润	20,277	20,887	22,326	23,740	25,210
每股收益(人民币)	1.834	1.882	2.017	2.145	2.278
核心每股收益(人民币)	1.839	1.894	2.025	2.153	2.287
每股股息(人民币)	0.300	0.600	0.605	0.644	0.644
收入增长(%)	19	11	10	7	7
息税前利润增长(%)	23	(16)	(15)	7	7
息税折旧前利润增长(%)	17	(15)	(12)	8	8
每股收益增长(%)	23	3	7	6	6
核心每股收益增长(%)	24	3	7	6	6

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	42,028	40,156	39,596	42,153	44,797
折旧与摊销	7,763	6,729	6,547	7,282	8,017
净利息费用	29	(126)	(98)	(121)	(64)
运营资本变动	(6,844)	3,421	(1,411)	(3,594)	(810)
税金	(7,039)	(6,628)	(5,481)	(5,857)	(6,238)
其他经营现金流	(15,728)	(23,961)	(19,508)	(15,948)	(17,594)
经营活动产生的现金流	20,209	19,591	19,645	23,915	28,108
购买固定资产净值	(16,165)	(16,009)	(9,208)	(9,208)	(9,208)
投资减少/增加	(14,907)	(19,325)	11,109	11,776	12,482
其他投资现金流	26,071	18,310	0	0	0
投资活动产生的现金流	(5,002)	(17,023)	1,902	2,568	3,275
净增权益	404	688	0	0	0
净增债务	(2,851)	(1,632)	(1,699)	(1,550)	(4,000)
支付股息	(1,848)	(3,308)	(6,615)	(6,671)	(7,095)
其他融资现金流	(9,520)	(9,628)	200	121	64
融资活动产生的现金流	(13,816)	(13,880)	(8,114)	(8,100)	(11,031)
现金变动	1,391	(11,312)	13,432	18,383	20,352
期初现金	70,767	72,159	60,846	74,279	92,662
公司自由现金流	15,207	2,568	21,547	26,483	31,383
权益自由现金流	12,328	1,062	19,946	25,054	27,447

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	72,159	60,846	74,279	92,662	113,014
应收帐款	13,283	19,331	24,142	28,552	30,550
库存	29,257	24,951	28,301	32,657	37,852
其他流动资产	76,535	84,026	86,029	86,029	86,029
流动资产总计	191,233	189,155	212,751	239,899	267,445
固定资产	45,521	32,826	34,493	35,615	36,151
无形资产	44,141	41,905	42,858	43,662	44,316
其他长期资产	37,738	53,318	53,318	53,318	53,318
长期资产总计	127,400	128,048	130,669	132,595	133,785
总资产	318,633	317,203	343,420	372,494	401,230
应付帐款	103,799	82,159	85,819	86,817	88,090
短期债务	32,978	49,749	48,050	46,500	42,500
其他流动负债	25,735	24,443	21,099	21,099	21,099
流动负债总计	162,513	156,352	154,968	154,416	151,688
长期借款	1,863	947	947	947	947
其他长期负债	21,141	14,898	15,000	15,000	15,000
股本	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026
储备	91,337	111,312	126,933	143,912	161,936
股东权益	102,362	122,337	137,958	154,937	172,962
少数股东权益	30,754	22,669	34,548	47,194	60,633
总负债及权益	318,633	317,203	343,420	372,494	401,230
每股帐面价值(人民币)	9.28	11.10	12.51	14.05	15.69
每股有形资产(人民币)	5.28	7.30	8.63	10.09	11.67
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.38)	(0.92)	(2.29)	(4.10)	(6.31)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	8.3	6.3	5.1	5.1	5.2
息税前利润率(%)	6.5	4.9	3.9	3.9	3.9
税前利润率(%)	9.7	8.3	7.5	7.5	7.4
净利率(%)	4.7	4.3	4.2	4.2	4.2
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.4	1.6	1.8
利息覆盖率(倍)	982.4	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)	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5
估值					
市盈率 (倍)	8.3	8.1	7.6	7.1	6.7
核心业务市盈率 (倍)	8.3	8.0	7.5	7.1	6.7
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	11.0	10.7	10.0	9.4	8.8
市净率 (倍)	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
价格/现金流 (倍)	8.3	8.6	8.5	7.0	6.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.5	5.9	6.6	5.9	5.1
周转率					
存货周转天数	26.7	24.2	21.5	23.0	24.9
应收帐款周转天数	10.6	12.4	15.0	17.0	17.8
应付帐款周转天数	82.7	70.6	58.0	55.8	52.8
回报率					
股息支付率(%)	16.4	31.9	30.0	30.0	28.2
净资产收益率 (%)	21.4	18.5	17.1	16.1	15.3
资产收益率 (%)	7.8	6.2	5.3	5.2	5.2
已运用资本收益率(%)	17.8	13.1	9.7	9.2	8.8

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，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