



买入

22% ↑

目标价格: 人民币 11.80

原目标价格: 人民币 10.89

600741.CH

价格: 人民币 9.65

目标价格基础: 9倍13年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11)	(1)	(7)	(3)
相对新华富时 A50 指数	(12)	(1)	(15)	(9)

发行股数(百万)	2,583
流通股(%)	40
流通股市值(人民币 百万)	24,928
3个月日均交易额(人民币 百万)	101
净负债比率(%) (2013E)	净现金
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2013年3月22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

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

华域汽车

业绩平稳 符合预期

华域汽车2012年实现销售收入579亿元,同比增长10.7%;归属母公司净利润同比小幅增长3.8%至31亿元,对应每股收益1.20元,基本符合预期;其中第4季度每股收益0.28元,同比增长4.9%,环比略降2.8%。总体来看,公司毛利率保持稳定,盈利增长低于收入增幅主要由于管理费用率等抬升。从今年1-2月份情况来看,核心客户上海大众和上海通用累计销量分别增长30%和16%;业外客户中,一汽大众、长安福特等增长亦为强劲。我们认为重点客户销量的良好表现给公司订单增长形成一定保障。我们目前维持2013年每股收益1.28元的预测,维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2012年,核心客户上海通用和上海大众分别增长15.0%和9.8%;业外客户中,一汽大众销量强劲增长28.4%,长福马和神龙汽车也实现较好增长。比较而言,公司收入增长低于重点配套客户的销量表现,我们认为这可能与市场竞争加剧,主机厂对上游零部件供应商压价程度加大以及配套产品结构调整等有关。
- 三大业务板块中,内外饰件板块收入增长12.1%,功能性板块同比持平,热加工板块由于产品转型,收入下降8%。毛利率方面,各业务板块均有不同程度提升,综合毛利率同比略升0.05个百分点至16.3%。
- 2012年,管理费用率和销售费用率均有小幅抬升,其中管理费用的增长主要由于工资福利费及运营费用等的增加;技术研发费基本持平。销售费用的增长主要由于物流费用的攀升。财务费用由于利息收入增加,同比有所下降。综合来看,期间费用率同比小幅上升0.4个百分点。
- 2012年公司实现投资收益18.1亿元,与上年基本持平。总量零增长主要由于前年收购延峰江森座椅等企业合并取得额外收益1.55亿元。合资公司方面,合联营公司贡献收益16.6亿元,小幅增长4%;此外,公司持有民生银行等股票资产取得分红收益近1.2亿元,以及银行理财和委贷收益近4000万元,同比呈现大幅增长。

评级面临的主要风险

- 竞争加剧导致主机厂降价压力向上游传导;原材料价格上涨侵蚀毛利率;人工成本上涨导致费用率上升。

估值

- 我们预计公司2013-14年每股收益分别为1.28元和1.35元,目前股价对应2013年市盈率7.5倍,估值较低,维持买入评级,将目标价由10.89元小幅上调至11.8元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经收入(人民币 百万)	52,299	57,889	64,341	70,120	75,309
变动(%)	17	11	11	9	7
净利润(人民币 百万)	2,990	3,104	3,310	3,489	3,654
完全摊薄每股收益(人民币)	1.158	1.201	1.281	1.351	1.414
变动(%)	17.1	3.8	6.6	5.4	4.7
市场预期每股收益(人民币)		1.213	1.317	1.399	
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.284	1.364	
调整幅度(%)	-	-	(0.2)	(1.0)	-
核心每股收益(人民币)	1.162	1.206	1.286	1.355	1.419
变动(%)	17.4	3.7	6.6	5.4	4.7
全面摊薄市盈率(倍)	8.3	8.0	7.5	7.1	6.8
核心市盈率(倍)	8.3	8.0	7.5	7.1	6.8
价格/每股现金流量(倍)	1.79	1.87	1.64	2.02	2.12
每股现金流量(人民币)	5.4	5.2	5.9	4.8	4.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.1	3.8	3.4	2.9	2.4
每股股息(人民币 元)	0.300	0.370	0.384	0.405	0.424
股息收益率(%)	3.1	3.8	4.0	4.2	4.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩平稳，符合预期

华域汽车 2012 年实现销售收入 579 亿元，同比增长 10.7%；归属母公司净利润同比小幅增长 3.8% 至 31 亿元，对应每股收益 1.20 元，基本符合预期。其中第 4 季度，销售收入同比增长 14%，净利润同比小幅增长 4.9%；而环比 3 季度，收入和净利润分别小幅下降 2.6% 和 2.8%。总体来看，期内公司毛利率保持稳定，盈利增长低于收入增幅主要由于管理费用率等抬升所致。另外，公司公布 2012 年利润分配方案为每 10 股派送现金 3.7 元（含税）。

图表 1. 华域汽车 2012 年业绩摘要

	2012	2011	同比(%)	2012 年 4 季度	2011 年 4 季度	同比(%)	2012 年 3 季度	环比(%)
营业收入	57,889	52,299	10.7	14,608	12,819	14.0	14,990	(2.6)
营业成本	48,436	43,787	10.6	12,215	10,690	14.3	12,587	(3.0)
营业税金及附加	156	122	27.7	52	37	40.5	39	35.8
主营业务利润	9,297	8,390	10.8	2,341	2,091	11.9	2,364	(1.0)
销售费用	789	660	19.6	203	179	13.4	217	(6.3)
管理费用	4,306	3,703	16.3	1,173	1,222	(4.0)	1,148	2.2
财务费用	(137)	(83)	-	(8)	(38)	-	(65)	-
资产减值损失	31	97	(67.9)	29	82	64.9	3	914.2
营业利润	4,308	4,013	7.4	943	645	46.2	1,061	(11.1)
投资收益	1,813	1,810	0.2	458	591	(22.6)	443	3.3
营业外收入	160	155	3.2	63	72	(12.9)	38	65.4
营业外支出	59	35	70.1	41	19	112.4	8	412.4
利润总额	6,222	5,943	4.7	1,423	1,290	10.3	1,534	(7.3)
所得税	676	597	13.2	99	61	62.6	168	(40.9)
少数股东损益	2,442	2,355	3.7	590	530	11.5	612	(3.5)
净利润	3,104	2,990	3.8	733	699	4.9	754	(2.8)
每股收益(元)	1.201	1.158	3.8	0.284	0.271	4.9	0.292	(2.8)
重要比率(%)								
毛利率	16.3	16.3	0.05	16.38	16.61	(0.22)	16.03	0.35
净利率	5.4	5.7	(0.36)	5.02	5.45	(0.43)	5.03	(0.01)
销售费率	1.4	1.3	0.10	1.39	1.40	(0.01)	1.45	(0.06)
管理费费率	7.4	7.1	0.36	8.03	9.53	(1.50)	7.66	0.37
财务费率	(0.2)	(0.2)	(0.08)	(0.05)	(0.29)	0.24	(0.43)	0.38

资料来源：公司数据及中银国际研究

2012 年国内乘用车总销量稳健增长 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分别增长 15.0% 和 9.8%；业外重点客户中，一汽大众销量强劲增长 28.4%，长福马和神龙汽车也实现较好增长。整体来看，公司收入增长低于重点配套客户销量表现，我们认为这可能与市场环境竞争加剧，主机厂对上游零部件供应商压价程度加大以及配套产品结构调整等有关。

图表 2. 华域汽车主要下游配套客户销量列示

(台)	2012	2011	同比 增长(%)	12 年 4 季度	11 年 4 季度	4 季度 同比(%)	12 年 3 季度	4 季度 环比(%)	2013 年 1-2 月 累计同比(%)
上海通用	1,363,532	1,185,585	15.0	365,129	291,850	25.1	301,649	21.0	16.4
上海大众	1,280,008	1,165,827	9.8	330,796	306,235	8.0	282,741	17.0	30.0
上汽自主品牌	200,318	162,161	23.5	64,850	41,801	55.1	40,103	61.7	43.2
长福马	493,598	418,600	17.9	154,987	116,585	32.9	87,000	78.1	47.3
一汽大众	1,328,888	1,034,888	28.4	355,242	275,980	28.7	282,789	25.6	43.7
神龙汽车	440,028	404,139	8.9	127,300	112,258	13.4	98,021	29.9	37.3

资料来源：产销快讯、中银国际研究

从合并层面看，内外饰件业务板块表现最好，2012 年收入同比增长 12.1%，其中延峰伟世通实现收入 398 亿元，增长 12.6%；功能性总成业务板块收入同比基本持平，主要由于子公司制动系统收入小幅下降 2.7%；热加工板块收入下滑 8.0%，我们估计这主要与公司业务结构转型有关。毛利率方面，三大业务板块毛利率均有不同程度提高，综合毛利率同比小幅提升 0.05 个百分点。

图表 3. 2012 年合并层面收入及毛利率拆分

业务板块	销售收入 (百万元)			毛利率(%)		
	2011	2012	同比变动 (%)	2011	2012	同比变动 (百分点)
内外饰件	39,025	43,762	12.1	15.9	16.0	0.09
功能性总成	10,208	10,125	(0.8)	15.4	16.5	1.15
热加工类	1,361	1,252	(8.0)	10.5	12.7	2.26
主营合计	50,594	55,140	9.0	15.7	16.0	0.37
其他业务	1,705	2,750	61.3	34.2	22.1	(12.08)
总计	52,299	57,889	10.7	16.3	16.3	0.05

资料来源：公司数据及中银国际研究

费用方面，管理费用率和销售费用率均有小幅提升，其中管理费用的增长主要由于工资福利费及办公运营费用等的增加，技术研发费用同比基本持平；销售费用的增长主要由于物流费用的攀升。财务费用由于利息收入的增加，同比有所下降。综合来看，2012 年公司期间费用率同比小幅上升 0.4 个百分点。

2012 年公司实现投资收益 18.1 亿元，与上年基本持平。总量没有增长主要由于去年收购延峰江森座椅等企业合并取得额外收益 1.55 亿元。合资公司方面，合联营公司贡献收益 16.6 亿元，同比小幅增长 4%；其中采埃孚、纳铁福等增长较好。此外，2012 年公司持有民生银行等股票资产取得分红收益近 1.2 亿元，以及银行理财和委贷收益近 4000 万元，同比都有大幅增长。

图表 4.重点合营及联营公司销售收入列示

		持股比例	2009	2010	2011	2012	2012 年增速(%)
内外饰件板块	小系车灯	50%	3,720	5,572	6,372	6,560	3.0
	博泽汽车部件	40%	980	1,422	1,867	2,024	8.4
	天合安全系统	50%	906	1,247	1,346	1,355	0.7
	中雅密封件	47.50%	775	982	1,051	1,122	6.7
	恩坦华汽车门	40%	308	356	413	569	37.5
功能性总成件板块	纳铁福传动轴	35%	2,582	3,849	4,448	5,361	20.5
	采埃孚转向机	49%	2,348	3,086	3,754	5,914	57.5
	法雷奥电器	50%	1,720	2,385	2,629	2,920	11.1
	亚普汽车	34%	1,629	2,477	3,037	3,423	12.7
	贝洱热系统	50%	1,487	2,128	2,334	2,193	(6.0)
	制动销售	49%			2,308	3,796	64.5
	KS 活塞	50%	401	570	724	877	21.1
	法雷奥雨刮系统	45%	313	422	500	549	9.8
	菲特尔莫古轴瓦	40%	198	304	319	310	(2.9)
	菲特尔莫古复合材料	40%	29	31	79	87	9.4
	萨克斯动力总成	50%			621	593	(4.6)
热加工板块	皮尔博格	50%	1,171	1,978	2,199	2,570	16.9
	华东泰克西	25%	571	516	670	652	(2.8)

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 5.净利润按业务板块拆分

业务板块(百万元)	2009	2010	2011	2012	2012 年同比变化(%)
内外饰件类	771	1,388	1,672	1,598	(4.4)
功能性总成件类	722	1,074	1,207	1,397	15.7
热加工类	38	92	111	108	(2.6)
合计	1,531	2,554	2,990	3,104	3.8

资料来源：公司数据及中银国际研究

盈利预测及估值

我们认为，华域汽车作为综合性 OEM 供应商，业绩相对平稳，并与主要配套客户销量高度相关。从今年 1-2 月份销量情况来看，核心客户上海大众和上海通用分别增长 30%和 16%；业外客户中，一汽大众、长安福特、神龙等增长亦为强劲。我们认为下游重点客户销量的良好表现给公司订单增长形成一定保障。我们预计公司 2013-14 年每股收益分别为 1.28 元和 1.35 元，目前股价对应 2013 年市盈率 7.5 倍，估值较低，维持 **买入**评级，将目标价由 10.89 元小幅上调至 11.8 元，相当于 9 倍 2013 年市盈率。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	52,299	57,889	64,341	70,120	75,309
销售成本	(43,909)	(48,593)	(54,029)	(58,954)	(63,352)
经营费用	(3,430)	(3,967)	(4,421)	(4,861)	(5,280)
息税折旧前利润	4,960	5,329	5,891	6,305	6,677
折旧及摊销	(1,030)	(1,159)	(1,344)	(1,506)	(1,656)
经营利润(息税前利润)	3,930	4,171	4,546	4,799	5,021
净利息收入/(费用)	83	137	146	163	173
其他收益/(损失)	1,930	1,914	2,022	2,118	2,219
税前利润	5,943	6,222	6,715	7,080	7,413
所得税	(597)	(676)	(719)	(759)	(794)
少数股东权益	(2,355)	(2,442)	(2,686)	(2,832)	(2,965)
净利润	2,990	3,104	3,310	3,489	3,654
核心净利润	3,003	3,115	3,321	3,499	3,664
每股收益(人民币)	1.158	1.201	1.281	1.351	1.414
每股收益(人民币)	1.162	1.206	1.286	1.355	1.419
每股股息(人民币)	0.300	0.370	0.384	0.405	0.424
收入增长(%)	17	11	11	9	7
息税前利润增长(%)	16	6	9	6	5
息税折旧前利润增长(%)	14	7	11	7	6
每股收益增长(%)	17	4	7	5	5
核心每股收益增长(%)	17	4	7	5	5

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	5,943	6,222	6,715	7,080	7,413
折旧与摊销	1,030	1,159	1,344	1,506	1,656
净利息费用	(83)	(137)	(146)	(163)	(173)
运营资本变动	187	(2)	(163)	(33)	(161)
税金	(597)	(676)	(719)	(759)	(794)
其他经营现金流	(1,847)	(1,739)	(2,807)	(2,417)	(2,475)
经营活动产生的现金流	4,633	4,827	4,224	5,214	5,466
购买固定资产净值	(1,582)	(2,488)	(1,988)	(1,700)	(1,700)
投资减少/增加	(1,206)	(893)	1,922	2,018	2,119
其他投资现金流	1,719	1,456	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,070)	(1,924)	(66)	318	419
净增权益	83	79	0	0	0
净增债务	(36)	(98)	68	130	70
支付股息	(568)	(775)	(956)	(993)	(1,047)
其他融资现金流	(1,046)	(1,535)	(32)	163	173
融资活动产生的现金流	(1,567)	(2,329)	(919)	(700)	(803)
现金变动	1,996	573	3,239	4,832	5,081
期初现金	10,358	12,355	12,928	16,167	20,999
公司自由现金流	3,563	2,902	4,159	5,532	5,885
权益自由现金流	3,611	2,941	4,373	5,825	6,128

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	12,355	12,928	16,167	20,999	26,081
应收帐款	7,958	9,882	11,581	12,622	13,556
库存	3,737	3,779	4,313	4,722	5,087
其他流动资产	3,377	3,765	3,699	3,699	3,699
流动资产总计	27,428	30,354	35,761	42,042	48,422
固定资产	5,319	6,710	7,225	7,338	7,351
无形资产	3,856	5,013	5,144	5,225	5,256
其他长期资产	5,582	6,163	6,163	6,163	6,163
长期资产总计	14,757	17,886	18,532	18,726	18,770
总资产	42,185	48,240	54,293	60,768	67,192
应付帐款	14,970	17,080	18,571	19,588	20,371
短期债务	995	982	1,050	1,180	1,250
其他流动负债	1,488	1,884	1,515	1,515	1,515
流动负债总计	17,453	19,946	21,136	22,284	23,136
长期借款	54	10	10	10	10
其他长期负债	1,596	1,678	1,500	1,500	1,500
股本	2,583	2,583	2,583	2,583	2,583
储备	13,983	16,687	19,041	21,537	24,144
股东权益	16,566	19,270	21,625	24,120	26,727
少数股东权益	6,515	7,336	10,022	12,854	15,819
总负债及权益	42,185	48,240	54,293	60,768	67,192
每股帐面价值(人民币)	6.41	7.46	8.37	9.34	10.35
每股有形资产(人民币)	4.92	5.52	6.38	7.31	8.31
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.38)	(4.62)	(5.85)	(7.67)	(9.61)

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(%)	9.5	9.2	9.2	9.0	8.9
息税前利润率(%)	7.5	7.2	7.1	6.8	6.7
税前利润率(%)	11.4	10.7	10.4	10.1	9.8
净利率(%)	5.7	5.4	5.1	5.0	4.9
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.5	1.7	1.9	2.1
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	1.3	1.5	1.7	1.9
估值					
市盈率(倍)	8.3	8.0	7.5	7.1	6.8
核心业务市盈率	8.3	8.0	7.5	7.1	6.8
目标价对应核心业务市盈率	10.2	9.8	9.2	8.7	8.3
市净率(倍)	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	5.4	5.2	5.9	4.8	4.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.1	3.8	3.4	2.9	2.4
周转率					
存货周转天数	30.3	28.2	27.3	28.0	28.3
应收帐款周转天数	51.5	56.2	60.9	63.0	63.4
应付帐款周转天数	99.1	101.0	101.1	99.3	96.8
回报率					
股息支付率(%)	25.9	30.8	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	19.2	17.3	16.2	15.3	14.4
资产收益率(%)	9.0	8.2	7.9	7.4	7.0
已运用资本收益率(%)	17.6	16.1	15.1	13.5	12.2

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