



持有

6% ↑

目标价格: 人民币 6.68

原目标价格: 人民币 6.04

600166.CH

价格: 人民币 6.29

目标价格基础: 20倍 13年市盈率

板块评级: 增持

福田汽车

期间费用飙升, 公司扣非后净利润为亏损 8.1 亿元

福田汽车 2012 年实现归属于母公司净利润 13.5 亿元, 同比增长 17.4%, 折合每股收益 0.48 元。其中非经常性损益对净利润的贡献达 21.6 亿元, 公司扣非后净利润为亏损 8.1 亿元。2 季度起公司主营业务层面亏损逐年扩大, 主要是由于公司期间费用的超常规攀升。展望 2013 年, 我们认为中国商用车市场有望实现温和复苏, 公司市场份额仍将保持稳中有升态势, 同时轻卡中高端产品有望延续快速增长, 如期间费用控制得当, 公司主营业务有望实现扭亏。同时, 公司与福田戴姆勒公司关联交易将继续确认营业外收入, 但规模或将缩减。预计 2013 年公司每股收益为 0.33 元, 维持公司持有评级。

支撑评级的要点

- **市场份额进一步提升。**2012 年公司整车销量 62 万台, 同比下滑 3.1%, 在国内商用车市场份额达到 16.3%, 同比提升 0.4 个百分点。中重卡市场份额为 10.3%, 同比提升 1 个百分点; 轻卡 (含微卡) 市场份额 20.8%, 同比小幅下滑 0.2 个百分点; 客车市场份额为 4.8%, 同比下滑 0.7 个百分点。
- **同口径下营业收入同比下滑 6.4%。**公司 2012 年营业收入同比下滑 20.7% 至 410 亿元, 主要是由于中重卡业务下半年起不再并表, 如将中重卡业务下半年收入并入报表, 公司全年收入为 484 亿元, 同比下滑 6.4%。受益于中高端轻卡销量快速增长, 轻卡 (含微卡) 营业收入达到 214 亿元, 同比增长 17%。
- **公司毛利率同比提升 1.6 个百分点至 10.7%。**主要是由于其他业务毛利率大幅提升, 此外毛利率较低的中重卡业务并表收入减少, 对毛利率的拖累减轻。
- **2012 年公司期间费用高达 49 亿元, 同比大幅攀升 42.9%。**而可比口径下期间费用增长幅度更大。2012 年公司期间费用率高达 12%, 较 2011 年大幅提升 5.3 个百分点。期间费用飙升导致 2012 年公司主营业务层面出现较大亏损。
- **非经常性损益对公司净利润贡献高达 21.6 亿元。**2012 年, 公司营业外收入共计 27.3 亿元, 其中非流动性资产处置利得 11.7 亿元 (向福田戴姆勒出售欧曼二工厂评估增值); 另外, 公司以商标、专利及专有技术、客户关系等无形资产向福田戴姆勒出资, 评估增值确认营业外收入总额为 11.9 亿元。

评级面临的主要风险

- 中国宏观经济增速进一步放缓, 商用车市场持续低迷。
- 公司期间费用无法得到有效控制。

估值

- 我们预计, 2013-14 年公司每股收益分别为 0.33 元、0.41 元。基于 20 倍 2013 年预期市盈率, 我们将公司目标价由 6.04 元上调至 6.68 元, 维持公司持有评级。

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)	51,646	40,973	32,299	35,611	39,190
变动 (%)	(3)	(21)	(21)	10	10
净利润 (人民币 百万)	1,152	1,353	938	1,163	1,368
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.410	0.482	0.334	0.414	0.487
变动 (%)	(30.0)	17.4	(30.7)	24.0	17.6
市场预期每股收益 (人民币)		0.588	0.533	0.563	
全面摊薄市盈率 (倍)	15.3	13.1	18.8	15.2	12.9
每股现金流量 (人民币)	(0.19)	(0.28)	0.56	0.83	0.90
价格/每股现金流量 (倍)	(33.7)	(22.1)	11.2	7.6	7.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	8.3	89.2	13.2	9.3	7.1
每股股息 (人民币)	0.120	0.160	0.100	0.124	0.146
股息率 (%)	1.9	2.5	1.6	2.0	2.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(5)	(13)	(7)	-
相对新华富时 A50 指数	(0)	(4)	(5)	-

发行股数 (百万)	2,810
流通股 (%)	67
流通股市值 (人民币 百万)	17,673
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	156
净负债比率 (%) (2013E)	净现金
主要股东 (%)	
北汽控股	33

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 3 月 29 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

2012 年扣非后净利润为亏损 8.1 亿元

2012 年，福田汽车实现归属于母公司净利润 13.5 亿元，同比增长 17.4%，折合每股收益 0.48 元。其中，包括非流动性资产处置损益、资产评估增值在内的非经常性损益对公司净利润的影响为 21.6 亿元，扣除非经常性损益后福田汽车归属于母公司净利润为亏损 8.1 亿元，而 2011 年公司扣非后净利润为 8.4 亿元，公司主营业务经营出现显著恶化。

2012 年 4 季度，公司实现营业收入 78 亿元，同比下滑 23.4%，环比提升 11.7%，实现归属于母公司净利润为亏损 2.0 亿元，折合每股收益-0.07 元。受期间费用显著攀升影响，公司主营业务自 2 季度起亏损额逐季扩大。

图表 1.福田汽车 2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年	2012 年	同比 增长(%)	2012 年 4 季度	同比 增长(%)	环比 增长(%)
营业收入	51,646	40,973	(20.7)	7,772	(23.4)	11.7
营业成本	46,953	36,575	(22.1)	6,925	(25.8)	12.7
营业税金及附加	185	196	5.7	46	14.8	(6.4)
主营业务利润	4,508	4,203	(6.8)	802	4.8	4.8
销售费用	1,533	2,252	46.9	547	271.8	(2.9)
管理费用	1,725	2,403	39.3	732	56.9	24.3
财务费用	173	249	43.7	38	(6.3)	(34.6)
资产减值损失	68	152	123.5	110	66.8	569.0
营业利润	1,008	(854)	(184.7)	(626)	(1,487.1)	35.6
投资收益	(35)	(101)	184.9	(74)	313.9	19.8
营业外收入	402	2,727	578.3	422	57.1	96.4
营业外支出	32	129	301.7	(63)	(1,731.6)	(749.7)
利润总额	1,342	1,643	22.4	(214)	(173.5)	(32.5)
所得税	190	241	26.9	(60)	(325.8)	52.4
少数股东损益	(0)	49	(91,716.3)	50	(93,527.3)	(9,655.3)
净利润	1,152	1,353	17.4	(204)	(176.9)	(26.5)
每股收益(元)	0.41	0.48		(0.07)		

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

市场份额稳健增长，商用车龙头地位更加突出

2012 年，福田汽车销售汽车 62 万辆（含福田戴姆勒合资公司销量），同比下滑 3.1%。而同期中国商用车市场销量总计 381 万台，同比下滑 5.5%。公司在中国商用车市场的份额保持在第一位水平，市场份额由 2011 年的 15.9% 进一步提升至 16.3%。分车型看：

- 中重卡：2012 年销量 95,517 辆，同比下滑 12.6%，公司在中重卡市场的份额达到 10.3%，较 2011 年提升 1 个百分点，销售排名全国第四。
- 轻型卡车（含微卡）：2012 年实现销量 493,485 辆，同比下降 0.6%，继续保持全国第一位，市场份额高达 20.8%，较去年同期小幅下滑。2012 年，公司产品结构显著改善，中高端轻卡（含皮卡）销量大幅提升，其中，萨普皮卡销量 33,011 辆，同比上升 5.0%；奥铃销量 77,275 辆，同比上涨 11.5%。
- 客车：2012 年公司轻型客车销量 19,808 辆（不含蒙派克、迷迪），同比下滑 15.6%，行业排名第五位；大中型客车实现销量 4,339 辆，较去年同期上升 43.7%。公司在客车市场的份额达到 4.8%，较 2011 年下降 0.7 个百分点。

2012年，公司发动机销量达到15万台，同比增长19.1%，其中福田康明斯发动机销量达7.5万台，同比增长47.4%，2012年福田康明斯发动机出口量达5.2万台，占总销量的69%。

图表 2.福田汽车 2012 年销量数据

	销量 (台)			市场份额 (%)		
	2011 年	2012 年	同比增长 (%)	2011 年	2012 年	同比变动 (%)
中重卡 (含非完整车辆)	109,248	95,517	(12.6)	9.3	10.3	1.0
轻卡 (含微卡)	496,545	493,485	(0.6)	20.9	20.8	(0.2)
轻客	23,476	19,808	(15.6)	5.4	4.8	(0.7)
大中客 (含非完整车辆)	3,019	4,339	43.7			
其他	8,109	7,189	(11.3)	-	-	-
整车合计	640,397	620,338	(3.1)	15.9	16.3	0.4
奥铃发动机	75,020	74,870	(0.2)			
福田康明斯发动机	51,095	75,325	47.4			
发动机合计	126,115	150,221	19.1			

资料来源：公司数据，中银国际研究

收入同口径同比下滑 6.4%，毛利率大幅提升

2012年，公司实现销售收入410亿元，同比下滑20.7%，主要是由于2012年7-12月份，福田戴姆勒合资公司营业收入未纳入其中，如将福田戴姆勒合资公司下半年销售收入并表，那么公司全年销售收入为484亿元，同比下滑6.4%。同口径下收入下滑幅度略高于销量下滑幅度，主要是由于单价较高的中重卡产品下滑幅度较大。2012年，公司轻卡（含微卡）营业收入达到214亿元，同比增长17%，而同期公司轻微卡产品销量下滑0.6%，轻微卡单车销售均价由2011年的3.7万元上升至4.3万元，我们认为这主要是由于公司中高端轻卡占比提升所致。

2012年，公司综合毛利率由2011年的9.1%提升至10.7%，同比大幅提升1.6个百分点。公司综合毛利率提升主要是由于其他业务毛利率由2011年的9.7%提升至45.5%，同时，公司主营业务毛利率由2011年的9.1%提升至9.4%。我们认为，公司主营业务毛利率提升主要是由于公司毛利率较低的中重卡业务2012年下半年起不再并表，对毛利率的拖累有所减轻。而公司轻卡业务毛利率由2011年的13.2%下降至11.2%，毛利率下滑幅度达到2个百分点。

图表 3.福田汽车 2012 年分业务收入及毛利率情况

	营业收入 (百万元)			毛利率 (%)		
	2011 年	2012 年	同比增长 (%)	2011 年	2012 年	同比变动 (百分点)
轻卡 (含微卡)	18,280	21,383	17.0	13.2	11.2	(2.0)
中重卡 (含非完整车辆)	25,469	12,356	(51.5)	6.4	6.7	0.3
轻客	3,350	2,207	(34.1)	7.6	6.3	(1.2)
大中客 (含非完整车辆)	1,443	1,863	29.1	3.2	7.2	4.1
配件其他	1,607	1,682	4.7	12.4	13.0	0.6
主营业务小计	50,149	39,492	(21.3)	9.1	9.4	0.4
其他业务	1,496	1,481	(1.0)	9.7	45.5	35.8
营业收入合计	51,646	40,973	(20.7)	9.1	10.7	1.6

资料来源：公司数据，中银国际研究

期间费用高达 49 亿元，同比大幅攀升 42.9%

2012 年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）合计 49 亿元，较去年同期的 34.3 亿元大幅提升 42.9%。由于 2012 年下半年起福田戴姆勒合资公司不在并表，相应的期间费用已转出，因此公司可比口径下期间费用提升幅度应更大。2012 年，公司期间费用率高达 12%，较 2011 年水平大幅提升 5.3 个百分点。期间费用飙升导致 2012 年公司主营业务层面呈现较大的亏损。

- 2012 年公司销售费用共计 22.5 亿元，较 2011 年提升 7.2 亿元或 46.9%。销售费用的攀升主要是由于公司广告宣传费、促销返利费、工资及福利费用增加，2012 年上述三项费用分别增加 2 亿元、3.4 亿元和 1.4 亿元。
- 2012 年公司管理费用共计 24 亿元，较 2011 年提升 6.8 亿元或 39.3%。管理费用攀升主要是由于工资及福利费用、研发费用大幅攀升，2012 年上述两项费用分别增加 3.7 亿元和 2.8 亿元。而 2012 年公司研发费用总计为 16.8 亿元，占销售收入的比重达到 4.1%，其中费用化的金额为 6.8 亿元，其余约 10 亿元开发阶段研发支出资本化处理。
- 2012 年公司财务费用为 2.5 亿元，较 2011 年提升 0.8 亿元或 43.7%。财务费用攀升主要是由于本期借款规模攀升。

非经常性损益对公司净利润的贡献高达 21.6 亿元

2012 年，公司营业外收入共计 27.3 亿元，其中非流动性资产处置利得 11.7 亿元（主要是向福田戴姆勒公司出售欧曼二工厂评估增值），政府补助 3.4 亿元，同时，公司以商标、专利及专有技术、客户关系等无形资产向福田戴姆勒公司出资，资产评估增值确认为营业外收入总额为 11.9 亿元。受营业外收入大幅增加影响，2012 年，公司归属于母公司净利润中，非经常性损益影响额为 21.6 亿元，如扣除非经常性损益，2012 年公司经常性盈利为亏损 8.1 亿元。

图表 4.福田汽车 2012 年非经常性损益明细

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	2012 年
非流动资产处置损益	(26)	(21)	1,157
计入当期损益的政府补助	183	348	339
单独进行减值测试的应收账款减值准备转回	0	0	10
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	10	43	1,102
所得税影响额	(25)	(56)	(403)
少数股东权益影响额 (税后)	-	-	(42)
合计	142	313	2,162

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5.福田汽车 2012 年营业外收入明细

(人民币, 百万)	2011 年	2012 年
非流动资产处置利得	1	1172
政府补助	348	339
客户关系	-	171
商标	-	779
专利及专有技术	-	242
其他	54	25
营业外收入合计	402	2,727

资料来源：公司数据，中银国际研究

盈利预测和估值

展望 2013 年，我们认为中国商用车市场有望实现温和复苏，公司市场份额仍将保持稳中有升态势，同时轻卡中高端产品有望延续快速增长。我们认为，公司“确保实现销量 55 万辆、销售收入 322 亿元”的经营目标有望实现。如期间费用控制得当，公司主营业务有望实现扭亏。同时，公司与福田戴姆勒公司关联交易仍将继续确认营业外收入，但规模或将缩减。

我们预计 2013-14 年公司每股收益为 0.33 元、0.41 元，基于 20 倍 2013 年预期市盈率，我们将公司目标价上调至 6.68 元，维持公司**持有**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	51,646	40,973	32,299	35,611	39,190
销售成本	(47,138)	(36,771)	(28,446)	(31,192)	(34,239)
经营费用	(2,749)	(4,031)	(2,663)	(2,842)	(3,041)
息税折旧前利润	1,758	171	1,189	1,578	1,910
折旧及摊销	(578)	(776)	(890)	(1,005)	(1,114)
经营利润(息税前利润)	1,181	(605)	300	573	796
净利息收入(费用)	(173)	(249)	(193)	(171)	(123)
其他收益/(损失)	335	2,497	1,000	950	900
税前利润	1,342	1,643	1,107	1,353	1,574
所得税	(190)	(241)	(136)	(149)	(158)
少数股东权益	0	(49)	(33)	(41)	(47)
净利润	1,152	1,353	938	1,163	1,368
核心净利润	1,205	1,734	1,048	1,240	1,418
每股收益(人民币)	0.410	0.482	0.334	0.414	0.487
核心每股收益(人民币)	0.429	0.617	0.373	0.441	0.505
每股股息(人民币)	0.120	0.160	0.100	0.124	0.146
收入增长(%)	(3)	(21)	(21)	10	10
息税前利润增长(%)	(37)	(151)	(150)	91	39
息税折旧前利润增长(%)	(25)	(90)	595	33	21
每股收益增长(%)	(30)	17	(31)	24	18
核心每股收益增长(%)	(28)	44	(40)	18	14

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	1,342	1,643	1,107	1,353	1,574
折旧与摊销	578	776	890	1,005	1,114
净利息费用	173	249	193	171	123
运营资本变动	(3,337)	(1,915)	(1,103)	326	595
税金	(190)	(241)	(136)	(149)	(158)
其他经营现金流	909	(1,312)	629	(368)	(719)
经营活动产生的现金流	(525)	(799)	1,579	2,337	2,528
购买固定资产净值	(4,319)	(2,312)	(1,655)	(1,155)	(1,161)
投资减少/增加	1,500	(2)	100	250	400
其他投资现金流	(975)	2,134	0	0	0
投资活动产生的现金流	(3,793)	(180)	(1,555)	(905)	(761)
净增权益	245	4,900	0	0	0
净增债务	3,387	(1,743)	(150)	(500)	(500)
支付股息	(295)	(253)	(450)	(281)	(349)
其他融资现金流	(177)	94	70	(171)	(123)
融资活动产生的现金流	3,159	2,997	(530)	(952)	(972)
现金变动	(1,159)	2,018	(506)	480	795
期初现金	5,374	4,214	6,232	5,727	6,206
公司自由现金流	(4,318)	(980)	24	1,432	1,767
权益自由现金流	(1,105)	(2,971)	(319)	761	1,144

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	4,214	6,232	5,727	6,206	7,001
应收帐款	1,769	5,197	3,705	3,858	3,821
库存	5,879	4,021	3,093	3,215	3,534
其他流动资产	1,942	1,639	1,700	1,900	2,100
流动资产总计	13,805	17,089	14,225	15,180	16,457
固定资产	9,368	8,388	9,313	9,588	9,784
无形资产	3,757	5,541	5,442	5,317	5,168
其他长期资产	1,192	2,031	2,031	2,031	2,031
长期资产总计	14,317	15,960	16,786	16,936	16,983
总资产	28,121	33,049	31,011	32,116	33,440
应付帐款	8,600	9,602	7,073	7,755	8,513
短期债务	3,401	2,150	2,000	1,500	1,000
其他流动负债	2,167	2,144	2,000	2,000	2,000
流动负债总计	14,168	13,895	11,073	11,255	11,513
长期借款	1,842	1,396	1,396	1,396	1,396
其他长期负债	3,019	2,732	2,995	2,995	2,995
股本	2,110	2,810	2,810	2,810	2,810
储备	6,737	11,922	12,410	13,292	14,311
股东权益	8,847	14,731	15,220	16,102	17,120
少数股东权益	245	295	328	368	416
总负债及权益	28,121	33,049	31,011	32,116	33,440
每股帐面价值(人民币)	4.19	5.24	5.42	5.73	6.09
每股有形资产(人民币)	2.41	3.27	3.48	3.84	4.25
每股净负债(现金)(人民币)	0.49	(0.96)	(0.83)	(1.18)	(1.64)

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(%)	3.4	0.4	3.7	4.4	4.9
息税前利润率(%)	2.3	(1.5)	0.9	1.6	2.0
税前利润率(%)	2.6	4.0	3.4	3.8	4.0
净利率(%)	2.2	3.3	2.9	3.3	3.5
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.2	1.3	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	6.8	(2.4)	1.6	3.4	6.5
净权益负债率(%)	11.3	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.9	1.0	1.1	1.1
估值					
市盈率(倍)	15.3	13.1	18.8	15.2	12.9
核心业务市盈率(倍)	14.7	10.2	16.9	14.2	12.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	15.6	10.8	17.9	15.1	13.2
市净率(倍)	1.5	1.2	1.2	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	(33.7)	(22.1)	11.2	7.6	7.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.3	89.2	13.2	9.3	7.1
周转率					
存货周转天数	48.5	49.1	40.2	32.3	31.4
应收帐款周转天数	10.8	31.0	50.3	38.8	35.8
应付帐款周转天数	70.2	81.1	94.2	76.0	75.8
回报率					
股息支付率(%)	22.0	33.2	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	13.6	11.5	6.3	7.4	8.2
资产收益率(%)	3.8	(1.7)	0.8	1.6	2.2
已运用资本收益率(%)	9.7	(3.7)	1.6	3.0	4.1

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