



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

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

华域汽车上半年实现销售收入 333 亿元，同比增长 17.5%；归属母公司净利润同比小幅增长 6.1%至 17 亿元，对应每股收益 0.66 元，符合预期；其中第 2 季度收入和盈利环比 1 季度表现平稳。总体而言，上半年公司收入增速与狭义乘用车市场整体增幅基本一致，同时期间费率止升回稳，但由于内外饰业务调整导致毛利率的下滑，故盈利增长低于收入和下游需求增速。考虑到延峰伟世通 50% 股权收购（假设主要资产交割在今年底前完成）对业绩的增厚，我们将公司 2014-15 年盈利预测分别由 1.35 元和 1.41 元上调至 1.60 元和 1.72 元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 今年上半年，国内狭义乘用车市场整体增速达到 16.2%，而公司重点配套的欧美系销售表现继续优于行业，其中核心客户上海通用和上汽大众分别增长 16.9% 和 23.2%；业外重点客户中，长安福特及神龙汽车保持强劲增长。
- 上半年，内外饰件业务收入同比增长 23.6%，主要是由于延峰伟世通新增座舱装配业务带来可观的收入增量；功能性总成件和热加工板块收入略有下滑。
- 上半年公司综合毛利率比小幅下降 0.8 个百分点至 15.6%，主要是由于延峰新增座舱装配业务附加值低，利润单薄，从而导致内外饰件板块毛利率同比下降 1.8 个百分点；功能件和热加工板块毛利率分别提高 1.7 和 6.2 个百分点。
- 上半年公司实现投资收益 10.9 亿元，同比增长 19.9%。其中合联营贡献收益同比增长 26.3% 至 10.3 亿元，主要得益于采埃孚、法雷奥等盈利的快速增长。
- 我们预计延峰伟世通 50% 股权收购的大部分资产交割将于今年底前完成。由于延峰伟世通已是并表子公司，故收购对公司收入不构成影响，但通过降低少数股东损益，将显著增加归属净利润；预计明后两年业绩增厚比例在 18-20%。

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

- 我们将 2014-15 年公司盈利预测分别由 1.35 元和 1.41 元上调至 1.60 元和 1.72 元，并维持今年每股收益预测 1.28 元。当前股价对应 2014 年预计市盈率不到 6 倍，估值具有吸引力，维持买入评级和目标价 11.80 元，相当于 2013 年 9 倍市盈率估值。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经纪收入(人民币 百万)	52,299	57,889	67,404	74,540	81,259
变动(%)	17	11	16	11	9
净利润(人民币 百万)	2,990	3,104	3,312	4,144	4,430
完全摊薄每股收益(人民币)	1.158	1.201	1.282	1.604	1.715
变动(%)	17.1	3.8	6.7	25.1	6.9
市场预期每股收益(人民币)				1.319	1.454
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-			1.351
调整幅度(%)	-	-			18.8
核心每股收益(人民币)	1.162	1.206	1.286	1.608	1.719
变动(%)	17.4	3.7	6.6	25.1	6.9
全面摊薄市盈率(倍)	8.1	7.8	7.3	5.8	5.4
核心市盈率(倍)	8.0	7.7	7.3	5.8	5.4
价格/每股现金流量(倍)	1.79	1.87	1.66	1.99	2.11
每股现金流量(人民币)	5.2	5.0	5.6	4.7	4.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.9	3.7	2.3	1.7	1.2
每股股息(人民币 元)	0.300	0.370	0.385	0.481	0.515
股息收益率(%)	3.2	4.0	4.1	5.2	5.5

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 2013年上半年实现销售收入 333亿元，同比增长 17.5%；归属母公司净利润同比小幅增长 6.1%至 17亿元，对应每股收益 0.66元，符合预期。其中第 2季度，销售收入同比增长 18.8%，净利润同比小幅增长 6.1%；环比 1季度，收入和盈利表现平稳。总体来看，上半年公司收入增长与下游（狭义乘用车）市场整体增幅基本一致，期间费率止升回稳，同时合联营企业贡献的投资收益保持较快增长；但另一方面，由于内外饰件板块的重要载体延峰业务调整导致期内综合毛利率有所下滑，故上半年公司整体盈利增长低于收入和下游需求增速。

图表 1.华域汽车 2013 年中期业绩摘要

(人民币，百万)	2012 年上半 年	2013 年上半 年	同比(%)	2012 年 2 季度	2013 年 2 季度	同比(%)	2013 年 1 季度	环比(%)
营业收入	28,291	33,253	17.5	14,206	16,869	18.8	16,383	3.0
营业成本	23,635	28,070	18.8	11,853	14,220	20.0	13,850	2.7
营业税金及附加	65	94	44.2	31	45	44.7	49	(8.4)
主营业务利润	4,591	5,088	10.8	2,321	2,604	12.2	2,484	4.8
销售费用	369	408	10.7	190	207	9.4	201	3.4
管理费用	1,985	2,369	19.4	1,083	1,216	12.3	1,154	5.4
财务费用	(65)	-36	45.2	(52)	(31)	(39.5)	(4)	615.0
资产减值损失	(1)	0	(109.0)	(12)	0	(100.6)	(0)	(603.2)
营业利润	2,303	2,346	1.8	1,111	1,212	9.0	1,134	6.9
投资收益	913	1,094	19.9	478	555	16.1	539	3.0
营业外收入	59	38	(35.1)	29	16	(44.5)	22	(27.9)
营业外支出	10	14	33.7	7	3	(57.7)	11	(71.1)
利润总额	3,265	3,465	6.1	1,611	1,780	10.5	1,684	5.7
所得税	408	412	0.8	204	206	1.1	206	0.0
少数股东损益	1,240	1,338	7.9	597	714	19.7	624	14.5
净利润	1,616	1,715	6.1	811	860	6.1	855	0.6
每股收益(元)	0.626	0.664	6.1	0.314	0.333	6.1	0.331	0.6
重要比率(%)			百分点变动			百分点变动		百分点变动
毛利率	16.5	15.6	(0.9)	16.6	15.7	(0.9)	15.5	0.2
净利率	5.7	5.2	(0.6)	5.7	5.1	(0.6)	5.2	(0.1)
销售费率	1.3	1.2	(0.1)	1.3	1.2	(0.1)	1.2	0.0
管理费率	7.0	7.1	0.1	7.6	7.2	(0.4)	7.0	0.2
财务费率	(0.2)	(0.1)	0.1	(0.4)	(0.2)	0.2	(0.0)	(0.2)

资料来源：公司数据及中银国际研究

今年上半年，国内狭义乘用车市场景气度延续去年 4 季度以来的回升态势，整体增速达到 16.2%，特别是公司重点配套的欧美系主机厂销售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 16.9% 和 23.2%；业内重点客户中，长安福特及神龙汽车均保持强劲增长。我们认为下游重点客户销量的良好表现为公司带来了稳定的收入增长源。

图表 2.华域汽车主要下游配套客户销量列示

(台)	2012 年上半 年	2013 年上半 年	上半年同比(%)	2012 年 2 季度	2013 年 2 季度	2 季度同比(%)	2013 年 1 季度	2 季度环比(%)
上海通用	655,094	765,641	16.9	317,944	369,814	16.3	395,827	(6.6)
上海大众	636,691	784,289	23.2	316,803	375,359	18.5	408,930	(8.2)
上汽自主品牌	90,210	105,195	16.6	50,575	53,768	6.3	51,427	4.6
长福马	176,337	288,492	63.6	107,051	159,300	48.8	129,192	23.3
一汽大众	618,127	732,984	18.6	349,876	374,996	7.2	357,988	4.8
神龙汽车	208,649	276,896	32.7	99,728	134,221	34.6	142,675	(5.9)

资料来源：产销快讯、中银国际研究

合并层面业务

从合并层面看，上半年内外饰件业务收入同比增长 23.6%，功能性总成件和热加工板块收入均有小幅下滑。毛利率方面，上半年公司综合毛利率比小幅下降 0.8 个百分点至 15.6%，这主要是由于内外饰件板块毛利率同比下降 1.8 个百分点，其他两个业务板块毛利率都有不同程度上升，尤其是热加工板块，得益于近年来业务结构的调整和技术更新换代，上半年毛利率同比上升 6.2 个百分点至 17.6%。

我们认为，内外饰件板块毛利率的下降主要是由于合并范围的重要载体延峰伟世通今年新增座舱装配业务，虽然该项业务带来较为可观的收入增量（我们估计上半年贡献 18 亿元左右，剔除该业务内外饰件板块的收入增速在 15% 左右），但由于业务附加值较低，故带来的利润非常单薄，也因此拉低了延峰伟世通及公司整体的毛利率。

图表 3.2013 年上半年合并层面主营业务收入及毛利率拆分

业务板块	销售收入(人民币, 百万)			毛利率(%)		
	2012 年上半 年	2013 年上半 年	同比变动 (%)	2012 年上半 年	2013 年上半 年	同比变动 (百分点)
	半年	半年	(%)	半年	半年	(百分点)
内外饰件	21,380	26,434	23.6	17.3	15.5	(1.8)
功能性总成	6,219	6,147	(1.2)	14.1	15.7	1.7
热加工类	692	671	(3.0)	11.4	17.6	6.2
主营合计	28,291	33,253	17.5	16.5	15.6	(0.9)

资料来源：公司数据及中银国际研究

费用方面，上半年销售费用和管理费用分别增长 10.7% 和 19.4%，其中管理费用的较快增长主要由于异地建厂带来人工、运营费用增加，以及研发费用继续提高等。另外，由于汇率波动导致汇兑损失，上半年财务费用同比有所增加。但综合来看，由于销售收入的同步增长，故上半年期间费用率基本保持平稳。

投资收益

上半年公司实现投资收益 10.9 亿元，同比增长 19.9%。其中合联营企业贡献收益 10.3 亿元，同比增长 26.3%，其他主要来自银行理财、委贷等金融资产等收益。从合联营公司的收入增长情况来看，大部分都实现两位数增长，盈利贡献最大的四家公司纳铁幅、采埃孚、法雷奥和小糸车灯收入分别增长 10.5%、23.3%、25.6% 和 7.8%；我们估计其中采埃孚的盈利增长最显著，这主要得益于其核心产品电动转向配套量的大幅提升。

图表 4. 主要合营及联营公司销售收入列示

(人民币, 百万)		持股比例	2010	2011	2012	2012年上半年	2013年上半年	2013年上半年增速(%)
内外饰件板块	小糸车灯	50%	5,572	6,372	6,560	3,271	3,527	7.8
	博泽汽车部件	40%	1,422	1,867	2,024	969	1,100	13.5
	天合安全系统	50%	1,247	1,346	1,355	636	717	12.6
	申雅密封件	47.50%	982	1,051	1,122	526	566	7.6
	恩坦华汽车门	40%	356	413	569	277	325	17.6
功能性总成件板块	纳铁福传动轴	35%	3,849	4,448	5,361	2,724	3,010	10.5
	采埃孚转向机	49%	3,086	3,754	5,914	2,615	3,225	23.3
	法雷奥电器	50%	2,385	2,629	2,920	1,327	1,667	25.6
	亚普汽车	34%	2,477	3,037	3,423	1,652	1,893	14.6
	贝洱热系统	50%	2,128	2,334	2,193	1,018	1,153	13.2
	制动销售	49%		2,308	3,796	1,911	2,142	12.1
	KS 活塞	50%	570	724	877	462	594	28.5
	法雷奥雨刮系统	45%	422	500	549	254	311	22.5
	菲特尔莫古轴瓦	40%	304	319	310	151	178	18.0
	菲特尔莫古复合材料	40%	31	79	87	43	52	21.5
热加工板块	萨克斯动力总成	50%		621	593	303	293	(3.3)
	皮尔博格	50%	1,978	2,199	2,570	1,288	1,562	21.2
	华东泰克西	25%	516	670	652	326	309	(5.3)

资料来源：公司数据及中银国际研究

收购延峰伟世通 50% 股权

近日公司公告拟出资 9.284 亿美元（折合 57.47 亿元人民币）现金收购美国伟世通所持有的延峰伟世通 50% 股权，从而实现对延峰伟世通的 100% 控股。公司将通过 60 亿元公司债的发行筹措收购的主要资金。按照计划，预计本次交易将于今年年底前完成主要资产的交割（最早会在 10 月底）。

延峰伟世通是华域汽车与美国伟世通集团分别持股 50% 的合资公司，也是近年来华域旗下众多合资公司中收入和利润最大的贡献来源。2012 年，延峰伟世通实现销售收入 398 亿元，净利润估计在 17-18 亿元，对华域的盈利贡献比重接近 30%。由于延峰伟世通已是并表的子公司，因此本次收购对华域的合并收入不构成影响，但通过降低少数股东损益，将显著增加归属净利润。综合考虑收购的财务成本（按 5-5.5% 的利率计算）以及延峰自身的盈利前景，我们预计本次收购将分别增厚公司 2014-15 年业绩 6-7 亿元，增厚比例约为 18-20%。

盈利预测及估值

整体而言，受益于乘用车市场景气度的回升，我们预计今年行业增速有望达到 12-15%；而华域重点配套的欧美系市场将继续保持超越行业的增长水平。考虑到下游客户的销量增长以及延峰伟世通新增座舱装配业务贡献的收入增量，我们预计全年公司收入增长有望维持在 15% 以上；同时，过去两年费用率的持续抬升势头有望回稳。但另一方面，由于内外饰件业务调整，全年毛利率可能同比有所下降，故预计盈利增长将继续低于收入及下游需求增速。

考虑到延峰伟世通 50% 股权的收购（假设主要资产交割在今年底前完成）对公司业绩的增厚，我们将 2014-15 年公司盈利预测分别由 1.35 元和 1.41 元上调至 1.60 元和 1.72 元，暂维持今年每股收益预测 1.28 元。当前股价对应 2014 年预计市盈率不到 6 倍，估值具有吸引力，维持买入评级和目标价 11.80 元，相当于 2013 年 9 倍市盈率估值。

**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	67,404	74,540	81,259
销售成本	(43,909)	(48,593)	(57,053)	(63,140)	(68,820)
经营费用	(3,430)	(3,967)	(4,695)	(5,262)	(5,828)
息税折旧前利润	4,960	5,329	5,656	6,138	6,611
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	4,311	4,631	4,955
净利润收入/(费用)	83	137	22	(253)	(214)
其他收益/(损失)	1,930	1,914	2,185	2,310	2,421
税前利润	5,943	6,222	6,519	6,688	7,162
所得税	(597)	(676)	(665)	(672)	(726)
少数股东权益	(2,355)	(2,442)	(2,542)	(1,873)	(2,005)
净利润	2,990	3,104	3,312	4,144	4,430
核心净利润	3,003	3,115	3,322	4,154	4,441
每股收益(人民币)	1.158	1.201	1.282	1.604	1.715
每股收益(人民币)	1.162	1.206	1.286	1.608	1.719
每股股息(人民币)	0.300	0.370	0.385	0.481	0.515
收入增长(%)	17	11	16	11	9
息税前利润增长(%)	16	6	3	7	7
息税折旧前利润增长(%)	14	7	6	9	8
每股收益增长(%)	17	4	7	25	7
核心每股收益增长(%)	17	4	7	25	7

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	6,519	6,688	7,162
折旧与摊销	1,030	1,159	1,344	1,506	1,656
净利息费用	(83)	(137)	(22)	253	214
运营资本变动	187	(2)	313	71	(73)
税金	(597)	(676)	(665)	(672)	(726)
其他经营现金流	(1,847)	(1,739)	(3,214)	(2,703)	(2,780)
经营活动产生的现金流	4,633	4,827	4,275	5,144	5,453
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)	2,085	2,210	2,321
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)	97	510	621
净增权益	83	79	0	0	0
净增债务	(36)	(98)	6,068	130	70
支付股息	(568)	(775)	(956)	(993)	(1,243)
其他融资现金流	(1,046)	(1,535)	(156)	(253)	(214)
融资活动产生的现金流	(1,567)	(2,329)	4,957	(1,117)	(1,388)
现金变动	1,996	573	9,329	4,538	4,687
期初现金	10,358	12,355	12,928	22,257	26,795
公司自由现金流	3,563	2,902	4,373	5,655	6,074
权益自由现金流	3,611	2,941	10,463	5,531	5,930

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	22,257	26,795	31,482
应收账款	7,958	9,882	12,133	13,417	14,627
库存	3,737	3,779	4,563	5,068	5,540
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	42,651	48,979	55,347
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	61,184	67,705	74,117
应付帐款	14,970	17,080	19,604	20,972	22,121
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	22,169	23,668	24,887
长期借款	54	10	10	10	10
其他长期负债	1,596	1,678	7,500	7,500	7,500
股本	2,583	2,583	2,583	2,583	2,583
储备	13,983	16,687	19,043	22,193	25,381
股东权益	16,566	19,270	21,626	24,777	27,964
少数股东权益	6,515	7,336	9,878	11,751	13,756
总负债及权益	42,185	48,240	61,184	67,705	74,117
每股帐面价值(人民币)	6.41	7.46	8.37	9.59	10.83
每股有形资产(人民币)	4.92	5.52	6.38	7.57	8.79
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.38)	(4.62)	(8.21)	(9.91)	(11.70)

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	8.4	8.2	8.1
息税前利润率(%)	7.5	7.2	6.4	6.2	6.1
税前利润率(%)	11.4	10.7	9.7	9.0	8.8
净利率(%)	5.7	5.4	4.9	5.6	5.5
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.5	1.9	2.1	2.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	18.3	23.1
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	1.7	1.9	2.0
估值					
市盈率(倍)	8.1	7.8	7.3	5.8	5.4
核心业务市盈率	8.0	7.7	7.3	5.8	5.4
目标价对应核心业务市盈率	10.2	9.8	9.2	7.3	6.9
市净率(倍)	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	5.2	5.0	5.6	4.7	4.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.9	3.7	2.3	1.7	1.2
周转率					
存货周转天数	30.3	28.2	26.7	27.8	28.1
应收帐款周转天数	51.5	56.2	59.6	62.6	63.0
应付帐款周转天数	99.1	101.0	99.3	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	17.9	16.8
资产收益率(%)	9.0	8.2	7.1	6.5	6.3
已运用资本收益率(%)	17.6	16.1	14.3	13.2	12.3

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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 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