



投资决策

剔出亚太买入名单

江淮汽车 (600418.SS)

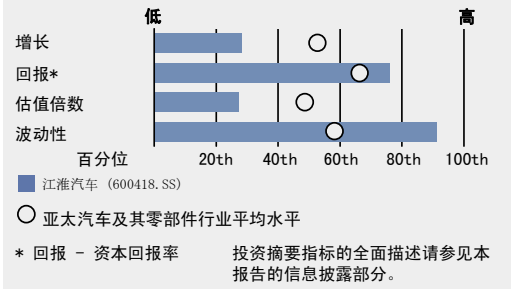
证券研究报告

因乘用车业务疲弱下调评级至中性

调整理由

我们将江淮汽车的评级从买入下调至中性，因为我们下调了其乘用车业务的盈利预测。公司公布三季度汽车销量同比下滑 20.5%，而中国整体汽车市场同比增长了 19.5%。我们认为公司品牌形象较弱和出口放缓可能令其乘用车业务在中期内承压。然而，我们依然认为其轻卡销量将强劲增长并且市场份额扩大。自 2013 年 1 月 17 日我们将江淮汽车加入亚太（日本除外）买入名单以来，该股上涨了 32.2%，而同期沪深 300 指数下跌了 4.4%。

投资摘要



当前观点

乘用车业务可能依然承压。虽然以下因素将推动 2014 年江淮汽车的乘用车销量继续增长：1) 由分销门店扩张带来的瑞风 S5 销量提升；2) 新车型和悦 A30/和悦 S30 的销量上升；但我们基于以下原因下调了预测：1) 江淮汽车品牌形象的重建可能需要更长的时间（央视在 2013 年 3 月 15 日报道了江淮汽车轿车车身生锈的问题）；2) 在出口方面，巴西对江淮汽车的关税优惠配额限制在了每年 20,000 辆，我们认为这可能抑制海外销量。

我们预计卡车业务将稳步扩张。就卡车业务而言，我们看到轻卡销量继续强劲增长且销售均价提高，2013 年前 10 个月公司的市场份额已从 2012 年的 11.2% 升至 12%。我们认为卡车市场将随宏观经济的逐步改善而小幅复苏，并预计江淮汽车将进一步赢得市场份额，得益于其较丰富的产品线、先进的性能以及领先的定位（将使其受益于青睐轻型汽车的行业趋势）。

我们将 2013-16 年每股盈利预测下调了 2%-31%，主要因为轿车和 SUV 的销量/利润率弱于预期。据此，我们将基于市净率-净资产回报率的 12 个月目标价格下调至人民币 8.77 元（此前为 11.32 元）。

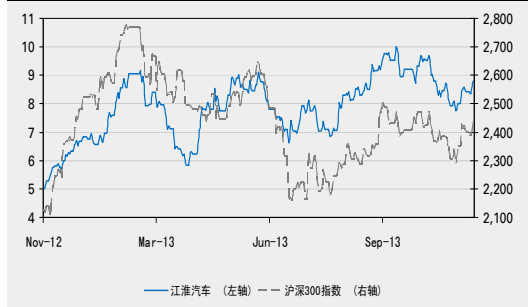
主要风险：乘用车销量/利润率强于/弱于预期。

主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	8.79
12个月目标价格 (Rmb)	8.77
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	11,328.0 / 1,859.4
外资持股比例 (%)	--

	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
每股盈利 (Rmb) 新	0.39	0.72	0.91	1.00
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	(2.0)	(14.4)	(21.0)
每股盈利增长 (%)	(19.7)	86.7	26.1	10.0
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.39	0.72	0.91	1.00
市盈率 (X)	14.9	12.2	9.7	8.8
市净率 (X)	1.2	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA (X)	3.3	4.1	4.0	4.2
股息收益率 (%)	1.9	2.3	3.6	4.5
净资产回报率 (%)	8.5	14.6	16.6	16.4
CROCI (%)	20.1	20.7	20.4	17.4

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	0.7	1.2	76.2
相对于沪深300指数	(3.9)	9.6	53.7

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为11/28/2013收盘价)

所属投资名单

中性

行业评级：中性

杨一朋 (分析师) 执业证书编号: S1420511100006
+86(10)6627-3189 yipeng.yang@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
丁好倩 (研究助理)
+86(10)6627-3327 yuqian.ding@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

江淮汽车：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	资产负债表(Rmb mn)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
主营业务收入	29,128.0	32,848.4	37,168.0	41,044.6	现金及等价物	4,832.4	5,271.6	4,665.7	3,567.3
主营业务成本	(24,616.1)	(27,168.9)	(30,890.3)	(34,235.2)	应收账款	2,660.3	3,599.8	5,091.5	6,747.1
销售、一般及管理费用	(3,343.4)	(3,803.3)	(4,229.1)	(4,670.2)	存货	1,108.4	1,637.6	2,115.8	2,532.5
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	1,094.6	1,323.1	1,323.1	1,323.1
其它营业收入/(支出)	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产	9,695.6	11,832.1	13,196.1	14,169.9
EBITDA	1,168.5	1,876.2	2,048.6	2,139.1	固定资产净额	7,600.4	7,566.3	7,586.4	7,652.6
折旧及摊销	(856.5)	(1,034.8)	(1,037.2)	(1,045.0)	无形资产净额	871.3	724.6	577.9	431.2
EBIT	312.0	841.4	1,011.4	1,094.1	长期投资	466.4	459.0	451.6	444.3
利息收入	115.0	138.7	185.5	192.7	其它长期资产	935.5	995.2	1,060.6	1,116.0
财务费用	(68.2)	(87.9)	(92.8)	(79.7)	资产合计	19,569.2	21,577.2	22,872.7	23,814.0
联营公司	(7.4)	(7.4)	(7.4)	(7.4)	应付账款	9,623.1	10,420.9	11,002.0	11,255.4
其它	200.1	155.0	220.0	240.0	短期贷款	137.1	637.1	437.1	237.1
税前利润	551.5	1,039.8	1,316.8	1,439.8	其它流动负债	1,778.9	1,901.4	2,045.2	2,149.8
所得税	(46.7)	(104.7)	(139.0)	(144.7)	流动负债	11,539.1	12,959.4	13,484.3	13,642.3
少数股东损益	(10.0)	(11.4)	(13.0)	(14.4)	长期贷款	1,030.0	880.0	880.0	880.0
优先股股息前净利润	494.8	923.7	1,164.8	1,280.7	其它长期负债	851.1	917.6	918.1	918.6
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	1,881.1	1,797.6	1,798.1	1,798.6
非经常性项目前净利润	494.8	923.7	1,164.8	1,280.7	负债合计	13,420.2	14,757.0	15,282.4	15,440.9
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	494.8	923.7	1,164.8	1,280.7	普通股权益	5,986.8	6,646.6	7,403.7	8,172.1
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.39	0.72	0.91	1.00	少数股东权益	162.2	173.6	186.6	201.0
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.39	0.72	0.91	1.00	负债及股东权益合计	19,569.2	21,577.2	22,872.7	23,814.0
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.39	0.72	0.91	1.00	每股净资产(Rmb)	4.66	5.17	5.76	6.36
每股股息(Rmb)	0.11	0.21	0.32	0.40	比率	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
股息支付率(%)	28.6	28.6	35.0	40.0	CROCI (%)	20.1	20.7	20.4	17.4
自由现金流收益率(%)	31.8	2.0	(1.2)	(4.3)	净资产回报率(%)	8.5	14.6	16.6	16.4
增长率和利润率(%)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	总资产回报率(%)	2.9	4.5	5.2	5.5
主营业务收入增长率	(4.4)	12.8	13.2	10.4	平均运用资本回报率(%)	15.1	32.1	30.0	23.5
EBITDA增长率	(6.4)	60.6	9.2	4.4	存货周转天数	18.9	18.4	22.2	24.8
EBIT增长率	(31.1)	169.7	20.2	8.2	应收账款周转天数	27.7	34.8	42.7	52.6
净利润增长率	(19.9)	86.7	26.1	10.0	应付账款周转天数	117.4	134.6	126.6	118.6
每股盈利增长	(19.7)	86.7	26.1	10.0	净负债/股东权益(%)	(59.6)	(55.0)	(44.1)	(29.3)
毛利率	15.5	17.3	16.9	16.6	EBIT利息保障倍数(X)	NM	NM	NM	NM
EBITDA利润率	4.0	5.7	5.5	5.2	估值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
EBIT利润率	1.1	2.6	2.7	2.7	基本市盈率(X)	14.9	12.2	9.7	8.8
现金流量表(Rmb mn)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	市净率(X)	1.2	1.7	1.5	1.4
优先股股息前净利润	494.8	923.7	1,164.8	1,280.7	EV/EBITDA(X)	3.3	4.1	4.0	4.2
折旧及摊销	856.5	1,034.8	1,037.2	1,045.0	企业价值/总投资现金(X)	0.5	0.8	0.7	0.7
少数股东权益	10.0	11.4	13.0	14.4	股息收益率(%)	1.9	2.3	3.6	4.5
运营资本增减	1,447.0	(670.9)	(1,388.8)	(1,818.8)	估值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
其它	211.1	(214.4)	(57.6)	(47.5)	基本市盈率(X)	14.9	12.2	9.7	8.8
经营活动产生的现金流	3,019.5	1,084.6	768.6	473.8	市净率(X)	1.2	1.7	1.5	1.4
资本开支	(620.1)	(854.1)	(910.6)	(964.5)	EV/EBITDA(X)	3.3	4.1	4.0	4.2
收购	0.0	0.0	0.0	0.0	企业价值/总投资现金(X)	0.5	0.8	0.7	0.7
剥离	1.3	0.0	0.0	0.0	股息收益率(%)	1.9	2.3	3.6	4.5
其它	(1,046.2)	0.0	0.0	0.0	估值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
投资活动产生的现金流	(1,665.0)	(854.1)	(910.6)	(964.5)	基本市盈率(X)	14.9	12.2	9.7	8.8
支付股息的现金(普通股和优先股)	(265.8)	(141.3)	(263.9)	(407.7)	市净率(X)	1.2	1.7	1.5	1.4
借款增减	456.0	350.0	(200.0)	(200.0)	EV/EBITDA(X)	3.3	4.1	4.0	4.2
普通股发行(回购)	0.0	0.0	0.0	0.0	企业价值/总投资现金(X)	0.5	0.8	0.7	0.7
其它	(427.8)	0.0	0.0	0.0	股息收益率(%)	1.9	2.3	3.6	4.5
筹资活动产生的现金流	(237.6)	208.7	(463.9)	(607.7)	估值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
总现金流	1,116.8	439.2	(605.9)	(1,098.5)	基本市盈率(X)	14.9	12.2	9.7	8.8
					市净率(X)	1.2	1.7	1.5	1.4
					EV/EBITDA(X)	3.3	4.1	4.0	4.2
					企业价值/总投资现金(X)	0.5	0.8	0.7	0.7
					股息收益率(%)	1.9	2.3	3.6	4.5

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的分析师

杨一朋

yipeng.yang@ghsl.cn

丁好倩

yuqian.ding@ghsl.cn

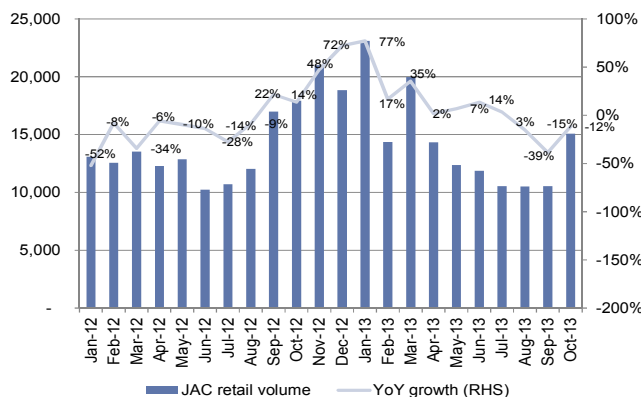
我们目前对汽车业务的增长/利润率持更为保守的看法

央视在3月15日报道了江淮汽车轿车车身生锈的问题，公司表示这在中期内对品牌构成了负面影响。因此，公司公布三季度乘用车销量同比下滑20.5%，而中国整体汽车市场则同比增长了19.5%。我们将公司2013/2014/2015/2016年乘用车销量预测从25万/31.6万/37.8万/43.7万辆下调至19.8万/23.6万/26.9万/29.6万辆。

在出口方面，巴西（江淮汽车最大的出口市场）已将对江淮汽车的关税优惠配额限制在每年20,000辆，我们认为这将使公司中期出口量限制在每年20,000辆之内，因为：1) 销量超过20,000辆之后，江淮汽车的关税将上升30%左右，其产品定价将非常缺乏竞争力；2) 公司在巴西本土的工厂可能要到2015年以后才会开始上量；3) 人民币相对于巴西雷亚尔升值（过去1年内约升值12%左右）。

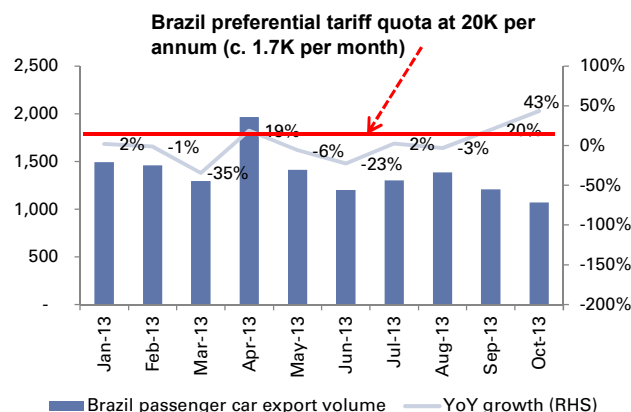
图表1: 因品牌形象较弱，公司三季度 SUV/轿车销量低于我们的预期

江淮汽车的轿车和 SUV 销量（辆），同比增长（%）



资料来源：公司数据

图表2: 公司对巴西的出口量可能被限制在每年 20,000 辆之内
江淮汽车对巴西的乘用车出口量（辆）

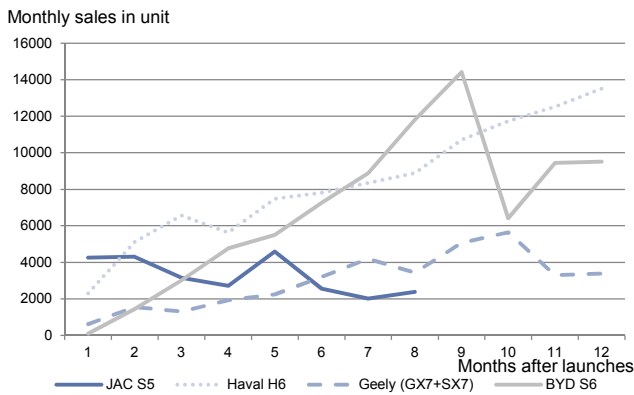


资料来源：Fenabrave

相对于哈弗 H6 而言，江淮汽车于 2013 年上市的 SUV 瑞风 S5 价格更低、发动机马力更高，并具有其它多种配置（图表 4）。然而，S5 上市后前 8 个月的销量低于同类产品（图表 3）。我们认为这可能是同业竞争激烈（长城/哈弗 H6，吉利汽车 GX7/SX7，比亚迪 S6）和品牌形象较弱所致。

我们依然预计瑞风 S5（分销门店扩张）、和悦 A30（刚于 11 月份上市）以及和悦 S30（SUV 车型，车身尺寸小于瑞风 S5，将于 2014 年二季度推出）将推动 2014 年的乘用车销量增长。但目前我们对中期内乘用车销量/利润率持更为保守的看法，因为：(1) 品牌形象重建可能需要更长的时间；2) 人民币升值抑制出口/海外销量。

图表3: 瑞风 S5 销量弱于同类自主产品...
新车推出后逐月销量 (基期调整)



资料来源: ChinaAutoMarket

图表4: ...即使与哈弗 H6 相比售价更便宜、发动机更好
江淮汽车 S6 与哈弗 H6 配置及参数比较

	JAC S5	Haval H6
Volume in first 8 month after launch	25,969 units	52,118 units
MSRP	Rmb89,800-135,800	Rmb100,800-151,800
Size (length*width*height)	4475*1840*1670mm	4640*1825*1690mm
Wheel Base	2645mm	2680mm
Engine	2.0T	1.5T
Transmission	MT	MT
Drivetrain	Front engine, front-wheel drive layout (FF)	Front engine, front-wheel drive layout (FF) Front engine, four-wheel drive layout (F4)
Steering type	Electronic	Hydraulic
Tire	215/70 R16	225/65 R17
Fuel consumption (L/100km)	7.7-8.0	7.2-8.2
Features		
Roof railing	Additional	Default
ESP (Electronic Stability Program)	Y	Y
HDC (Hill Descent Control)	Y	NA

资料来源: 网上车市

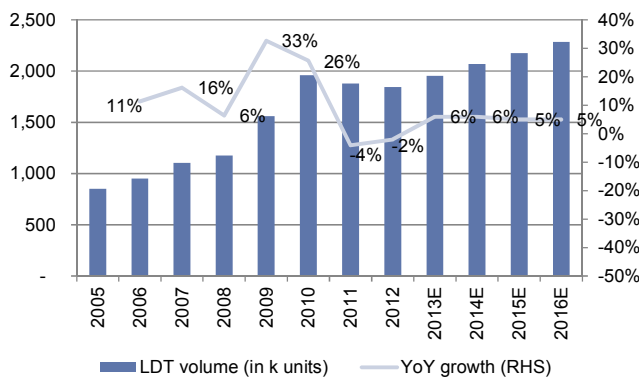
我们依然看好卡车业务的稳步扩张

我们预计轻卡市场将温和复苏, 2013-16 年销量将同比增长 6%/6%/5%/5%, 得益于新兴城际物流需求和轻量化的行业趋势。我们对公司轻卡业务的销量增长预测基本不变, 2013-16 年增速约为 12%。

此外, 江淮汽车一直凭借其在三大轻卡细分区间(低端、中端和高端——图表 7)中全面的产品线来稳步提升市场份额。公司于上半年成功推出了面向高端市场的新帅铃系列。考虑到江淮汽车不断升级产品并改善产品结构, 我们认为其轻卡业务的市场份额/均价/利润率可能稳步扩张。

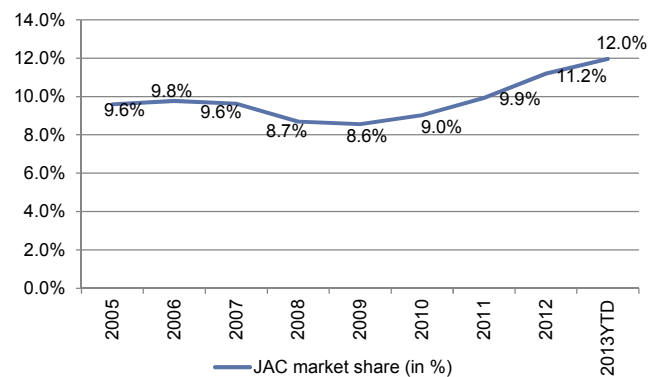
就重卡而言, 我们维持对重卡市场将温和复苏的看法, 并预计江淮汽车将凭借其有利的市场地位(受益于对物流卡车的新兴需求)以及轻量化来实现市场份额的扩张。

图表5: 我们预计 2013-16 年将温和同比复苏 6%/6%/5%/5%
轻卡销量, 千辆



资料来源: 公司数据

图表6: 江淮汽车正稳步提升市场份额
江淮汽车轻卡业务的市场份额



资料来源: ChinaAutoMarket

图表7: 江淮汽车正在扩张其在轻卡领域的产品线

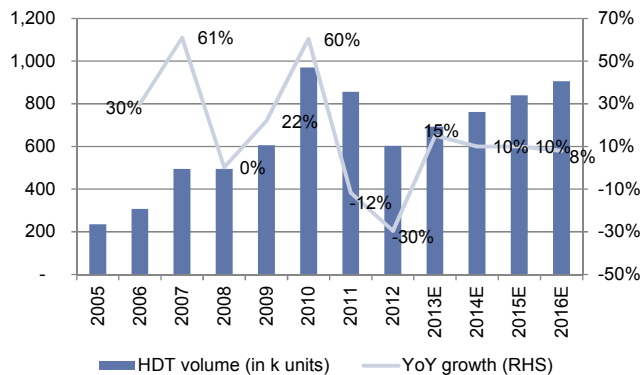
江淮汽车的轻卡产品线

	Shuailing	Jianghuai ling	Haoyun
MSRP range	Rmb98,700 and above	Rmb84,700-91,100	Rmb30,830-46,690
Segment presence	Shuailing I/II/III	Kangling, Junling, Weiling	Haoyun, Haowei, Dahaoyun
Type	Wide body/narrow body	Wide body/standard body	Wide body/standard body
Braking system	Hydraulic, Steering clutch	Pneumatic	Pneumatic
Features	Electric window	AC, interior options	NA
Target consumer	Branding focus	Upgrade/replacement	First-time buyer/economic

资料来源: 公司数据

图表8: 我们预计 2013-16 年重卡市场将增长 15%/10%/10%/8%

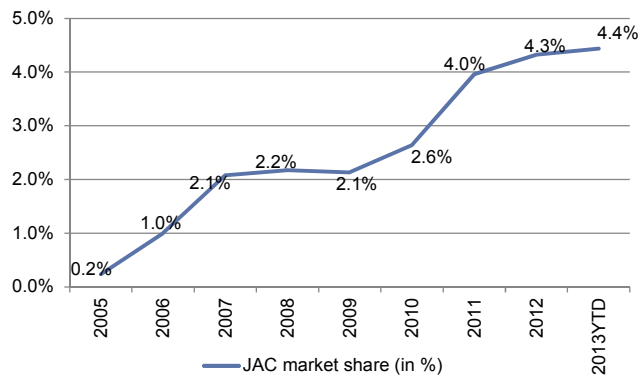
重卡销量, 千辆



资料来源: ChinaAutoMarket

图表9: 江淮汽车正在稳步提升市场份额

江淮汽车的重卡市场份额 (%)



资料来源: ChinaAutoMarket

估值

我们将 2013-16 年每股盈利预测下调了 2%-31%，以反映乘用车业务的走软。我们的 12 个月目标价格基于 2014 年预期市净率与 2014-16 预期净资产回报率均值的比较。根据下调后的盈利预测，我们将目标价格下调至人民币 8.77 元（此前为 11.32 元）。主要风险：乘用车销量/利润率强于/弱于预期。

图表10: 我们将 2013-16 年每股盈利预测下调了 2%-31%

(Rmb mn)	2013E			2014E			2015E			2016E		
	New	Old	Diff.	New	Old	Diff.	New	Old	Diff.	New	Old	Diff.
Revenue	32,848	35,044	-6%	37,168	40,594	-8%	41,045	45,615	-10%	44,727	50,217	-11%
Gross profit (excl. D&A)	5,680	5,814	-2%	6,278	6,856	-8%	6,809	7,704	-12%	7,331	8,381	-13%
EBIT	841	831	1%	1,011	1,327	-24%	1,094	1,554	-30%	1,181	1,632	-28%
Pretax profit	1,040	1,050	-1%	1,317	1,519	-13%	1,440	1,819	-21%	1,534	2,210	-31%
Reported net profit	924	943	-2%	1,165	1,360	-14%	1,281	1,620	-21%	1,349	1,949	-31%
Reported EPS (Rmb)	0.72	0.73	-2%	0.91	1.06	-14%	1.00	1.26	-21%	1.05	1.52	-31%
Wind consensus (Rmb)	0.79		-9%	1.04		-13%	1.23		-19%	NA		NA

资料来源: 高华证券研究

本报告股价截至 2013 年 11 月 28 日收盘价。

信息披露附录

分析师申明

我们，杨一朋、丁好倩，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

杨一朋：中国交通运输行业、中国汽车行业。

中国汽车行业：江淮汽车、比亚迪、宝信、华晨汽车、和谐汽车、长安汽车 A、长安汽车 B、东风集团、一汽轿车、吉利汽车、长城汽车(H)、长城汽车(A)、广汽集团、华域汽车、敏实集团、上汽集团、中国重汽、潍柴动力(A)、潍柴动力(H)、兴达国际、正通汽车、中升集团。

中国交通运输行业：中航飞机、中航电子、中航科工、大秦铁路、广深铁路(A)、广深铁路(H)、哈飞股份、洪都航空、航空动力。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：江淮汽车 (Rmb8.79)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2013 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。