



股票代码	000550.CH	200550.CH
评级	买入	买入
收盘价	人民币 24.72	港币 28.60
目标价	人民币 36.00	港币 36.92
原目标价	人民币 21.97	港币 24.80
上/下浮比例	46%	29%
目标价格基础	15倍14年市盈率	12倍14年市盈率
板块评级	中立	中立

江铃汽车

进入业绩高增长周期

2014年,公司资本性支出和研发费用仍将处于高位,但这已是公司连续四年资本密集投入期的最后一年,2014年公司新产品平台的研发投入也将基本结束。我们判断,2014年高端轻客和轻卡市场仍将保持快速增长的态势,作为高端轻客和轻卡领域的龙头企业,公司仍将享受行业增长的红利。同时作为为数不多的具备国IV柴油机核心技术的企业,商用车国IV标准的实施将进一步增强公司的市场竞争力和产品盈利能力。2015年起福特SUV、新一代全顺、自主SUV、重卡等新产品将陆续上市,同时研发费用将大幅下降,公司将面临巨大的业绩弹性。短期内,公司将承受产能投放带来的折旧压力以及江铃重汽的持续亏损,但我们认为其影响总体有限。我们维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **销量仍将保持快速增长。**预计2014-15年,公司销量分别达到27万台、35万台,同比分别增长17.4%和29.7%。2015年起,福特SUV、新一代全顺、自主SUV、重卡等新产品将陆续上市,销量和利润贡献将持续提升。
- **研发费用占收入的比重已见顶。**我们估测,2013年公司研发费用达到12亿元,较2012年的8.58亿元增长40%以上,研发费用占公司收入的比重达到5.9%。我们判断,2014年研发费用仍将处于高位,但其占公司收入的比重将明显下降,2015年开始,公司新产品平台的研发工作将基本结束,研发费用将出现大幅下降,这将为公司业绩带来巨大弹性。
- **江铃重汽和固定资产折旧的负面影响总体可控。**我们预计,2013年江铃重汽和小蓝基地新增折旧负面影响了公司约2亿元净利润。预计2014年,江铃重汽可能小幅增亏,新增固定资产折旧将在5,000万元左右,总体负面影响有限。

评级面临的主要风险

- 轻客、轻卡市场竞争加剧;原材料价格攀升。

估值

- 我们上调2014-15年盈利预测至2.40、3.20元。公司A、B股股价对应2014年分别10倍、9倍市盈率,估值仍处于国内商用车最低水平。我们认为,这一估值并未真正反映出公司未来几年的高速增长特征,公司价值仍被低估。我们维持公司A、B股**买入**评级,上调A股、B股目标价至36.00元人民币、36.92港币。

投资摘要—A股

年结日:12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经纪收入(人民币百万)	17,457	17,475	20,890	24,188	30,227
变动(%)	11	0	20	16	25
净利润(人民币百万)	1,871	1,517	1,698	2,073	2,763
全面摊薄每股收益(人民币)	2.167	1.757	1.968	2.402	3.201
变动(%)	9.3	(18.9)	12.0	22.1	33.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.949	2.259	2.965
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.997	2.273	2.794
调整幅度(%)	-	-	(1.5)	5.7	14.6
全面摊薄市盈率(倍)	11.4	14.1	12.6	10.3	7.7
价格/每股现金流量(倍)	1.33	2.63	3.53	3.20	4.35
每股现金流量(人民币)	18.6	9.4	7.0	7.7	5.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.3	8.4	7.4	5.2	3.2
每股股息(人民币元)	0.860	0.700	0.787	0.961	1.280
股息收益率(%)	3.5	2.8	3.2	3.9	5.2

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(2.7)	(2.4)	41.6	42.1
相对新华富时A50指数	1.5	0.0	48.7	63.0

发行股数(百万)	863
流通股(%)	19
流通股市值(人民币百万)	21,339
3个月日均交易额(人民币百万)	68
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
江铃控股	41

资料来源:公司数据,彭博及中银国际研究
以2014年1月23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

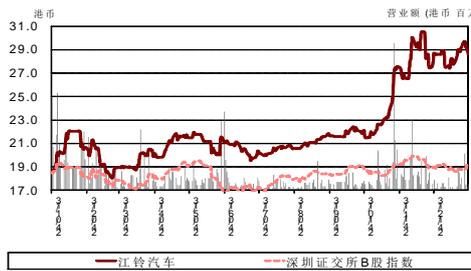
汽车:汽车

宋佳佳

(8621) 2032 8532

jjajia.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090002

股价表现—B股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(1.0)	3.5	31.0	52.9
相对深圳B股	0.3	3.4	31.2	51.2

发行股数(百万)	863
流通股(%)	10
流通股市值(港币 百万)	24,688
3个月日均交易额(港币 百万)	4
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
福特汽车公司	32

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年1月23日收市价为标准

投资摘要—B股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	17,457	17,475	20,890	24,188	30,227
变动(%)	11	0	20	16	25
净利润(人民币 百万)	1,871	1,517	1,698	2,073	2,763
全面摊薄每股收益(人民币)	2.167	1.757	1.968	2.402	3.201
变动(%)	9.3	(18.9)	12.0	22.1	33.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.949	2.259	2.965
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.997	2.273	2.794
调整幅度(%)	-	-	(1.5)	5.7	14.6
全面摊薄市盈率(倍)	10.3	12.7	11.3	9.3	7.0
每股现金流量(人民币)	1.33	2.63	3.53	3.20	4.35
价格/每股现金流量(倍)	16.8	8.5	6.3	7.0	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.4	7.3	6.3	4.4	2.6
每股股息(人民币)	0.860	0.700	0.787	0.961	1.280
股息率(%)	3.9	3.1	3.5	4.3	5.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2013年净利润增长12%

2013年, 公司实现营业收入208.9亿元, 同比增长19.5%; 实现归属于母公司净利润17亿元, 同比增长12%, 折合每股收益1.97元。其中4季度单季实现净利润4.39亿元, 同比增长29.2%, 折合每股收益0.51元。公司业绩基本符合预期。

图表1. 江铃汽车2013年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012年	2013年	同比	2013年	同比	环比
			增长(%)	第4季度	增长(%)	增长(%)
营业收入*	17,475	20,890	19.5	6,094	28.9	18.9
营业成本	13,108	15,535	18.5	4,571	30.3	20.0
营业税金及附加	507	607	19.8	183	22.4	20.4
主营业务利润	3,860	4,748	23.0	1,341	25.2	15.2
销售费用	1,117	1,473	31.9	495	59.4	20.5
管理费用	1,237	1,650	33.4	571	4.8	40.0
财务费用	(205)	(196)	(4.2)	(55)	16.1	5.2
资产减值损失	3	78	2704.8	70	5,834.8	1,835.4
公允价值变动净收益	7	(0)	(102.8)	0	(100.0)	(100.0)
营业利润	1,715	1,743	1.6	260	(0.8)	(34.0)
投资收益	2	11	488.0	2	(22.7)	(25.4)
营业外收入	182	177	(2.6)	159	(6.1)	1359.3
营业外支出	4	4	(9.7)	1	(53.4)	(66.0)
利润总额*	1,895	1,927	1.7	421	(2.9)	3.6
所得税	355	210	(41.0)	(19)	(120.9)	(122.4)
少数股东损益	23	19	(15.9)	0	(100.0)	-
净利润*	1,517	1,698	12.0	439	29.2	36.6
每股收益(元)	1.76	1.97		0.51		

财务指标

毛利率	25.0	25.6		25.0
销售费用率	6.4	7.1		8.1
管理费用率	7.1	7.9		9.4
财务费用率	(1.2)	(0.9)		(0.9)
净利润率	8.7	8.1		7.2

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

注: “营业收入”、“利润总额”和“净利润”数据为公司业绩快报披露数据, 其余数据为中银国际研究预测

销售结构改善。2013年，公司实现整车销售23万台，同比提升15%，其中，单价和毛利率较高的全顺系列车型同比增长18.6%，此外高端皮卡域虎自上市以来表现抢眼，预计2013年销量接近1万台。

毛利率显著提升。尽管2013年小蓝基地投产导致公司折旧压力增大，但全年看，受益于产品结构的改善和原材料价格的持续下行，全年公司毛利率较2012年仍有显著的提升。我们预计2013年公司毛利率达到25.6%，同比提升0.6个百分点。

预计13年研发费用达到12亿元。我们估测，2013年公司研发费用在12亿元左右，较2012年的8.58亿元大幅提升40%以上或3.42亿元。研发费用占公司收入的比重则由2012年的4.9%提升至2013年的5.9%。受研发费用大幅提升的影响，2013年公司管理费用率高达7.9%，较2012年同期提升0.8个百分点。我们认为，14年公司研发费用仍将处于高位，但并不会在13年的基础上继续提升，研发费用占公司收入的比重将会下降。2015年及之后，公司研发费用有望出现大幅的下降。

促销力度加大及新车上市导致销售费用也大幅攀升。我们估测，2013年公司销售费用达到14.7亿元左右，较2012年增长30%以上。2013年，公司包括全顺、JMC轻卡在内的主要产品线均受来自竞品的竞争威胁，为此公司加大促销力度，同时新品上市费用增加。预计2013年公司销售费用率将达到7.1%，较2012年提升0.7个百分点。

2014年公司资本支出仍将处于高位。2014年，江铃重汽整车产能投资及重卡发动机的产能投资规模巨大。同时，福特SUV、新一代全顺、自主研发的SUV等车型模具等机器设备也将陆续到位，以及公司发动机研发及生产项目，将导致2014年资本性支出处于高位。

江铃重汽对公司业绩拖累较大。上半年，江铃重汽汽车有限公司实现营业收入5,553万元，实现净利润6,688万元，下半年公司计提了江铃重汽存货减值约2,000万元，预计全年重卡业务亏损在1亿元以上。我们认为，2014-15年，公司在重卡领域的资本性支出约8亿元，短期内重卡业务仍将持续负面影响公司业绩。

新增折旧影响有限。我们预计，受固定资产转固的影响，2013年公司新增折旧接近1亿元。2014年公司在建工程转固压力相对减轻，新增折旧规模在5,000万元左右。

图表 2. 江铃汽车 2013 年销量情况

(台)	2012 年	2013 年	同比 增长 (%)	2013 年 第 4 季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
福特品牌商用车	57,177	67,785	18.6	18,730	14.7	13.5
JMC 品牌卡车	68,447	79,936	16.8	22,303	34.0	13.8
JMC 品牌皮卡及 SUV	74,384	81,893	10.1	23,724	25.5	26.0
重卡		392		53		47.2
合计	200,008	230,006	15.0	64,810	24.9	17.9

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

盈利预测与估值

我们预计,公司 2014-15 年销量分别达到 27 万台、35 万台,同比分别增长 17.4% 和 29.7%。我们上调 2014-15 年盈利预测分别至 2.40 元、3.20 元。目前,公司 A、B 股股价分别对应 2014 年 10 倍和 9 倍预期市盈率,估值仍处于国内商用车公司中最低水平。我们认为,这一估值并未真正反映出公司未来几年的高速增长特征,公司仍被市场低估。我们维持公司 A、B 股**买入**评级,基于 15 倍和 12 倍预期市盈率,上调 A、B 股目标价至 36.00 元人民币、36.92 港币。

损益表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	17,457	17,475	20,890	24,188	30,227
销售成本	(13,658)	(13,614)	(16,142)	(18,722)	(23,365)
经营费用	(1,600)	(1,964)	(2,702)	(2,834)	(3,426)
息税折旧前利润	2,199	1,897	2,046	2,632	3,435
折旧及摊销	(342)	(386)	(499)	(613)	(669)
经营利润(息税前利润)	1,857	1,511	1,547	2,020	2,766
净利息收入/(费用)	168	205	196	247	319
其他收益/(损失)	103	180	184	203	204
税前利润	2,127	1,895	1,927	2,470	3,288
所得税	(226)	(355)	(210)	(370)	(493)
少数股东权益	(30)	(23)	(19)	(27)	(33)
净利润	1,871	1,517	1,698	2,073	2,763
核心净利润	1,881	1,550	1,717	2,103	2,793
每股收益(人民币)	2.167	1.757	1.968	2.402	3.201
核心每股收益(人民币)	2.179	1.796	1.989	2.436	3.235
每股股息(人民币)	0.860	0.700	0.787	0.961	1.280
收入增长(%)	11	0	20	16	25
息税前利润增长(%)	(4)	(19)	2	31	37
息税折旧前利润增长(%)	(2)	(14)	8	29	30
每股收益增长(%)	9	(19)	12	22	33
核心每股收益增长(%)	10	(18)	11	22	33

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	2,127	1,895	1,927	2,470	3,288
折旧与摊销	342	386	499	613	669
净利息费用	(168)	(205)	(196)	(247)	(319)
运营资本变动	(1,143)	535	494	524	1,020
税金	(226)	(355)	(210)	(370)	(493)
其他经营现金流	215	10	535	(231)	(410)
经营活动产生的现金流	1,148	2,266	3,051	2,759	3,757
购买固定资产净值	(1,032)	(1,394)	(1,817)	(965)	(573)
投资减少/增加	(305)	(277)	11	5	5
其他投资现金流	497	356	0	0	0
投资活动产生的现金流	(840)	(1,315)	(1,806)	(960)	(568)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(25)	0	30	0	1
支付股息	(682)	(742)	(604)	(679)	(829)
其他融资现金流	(28)	(34)	213	277	320
融资活动产生的现金流	(735)	(777)	(362)	(402)	(509)
现金变动	(428)	175	883	1,397	2,681
期初现金	5,813	5,385	5,560	6,442	7,839
公司自由现金流	307	951	1,244	1,799	3,189
权益自由现金流	450	1,156	1,470	2,046	3,509

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - A股 (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	5,402	5,926	6,843	8,240	10,920
应收帐款	324	389	416	481	602
库存	1,140	1,195	1,402	1,628	2,034
其他流动资产	1,121	895	1,000	1,100	1,200
流动资产总计	7,987	8,405	9,661	11,449	14,756
固定资产	3,272	4,139	5,380	5,661	5,494
无形资产	543	545	621	694	763
其他长期资产	18	22	22	22	22
长期资产总计	3,833	4,707	6,024	6,377	6,280
总资产	11,820	13,111	15,685	17,826	21,036
应付帐款	3,309	3,689	4,315	5,006	6,247
短期债务	7	0	30	30	31
其他流动负债	878	1,024	1,811	1,811	1,811
流动负债总计	4,193	4,713	6,156	6,846	8,089
长期借款	6	6	6	6	6
其他长期负债	193	203	220	250	251
股本	863	863	863	863	863
储备	6,449	7,220	8,314	9,708	11,641
股东权益	7,312	8,083	9,177	10,571	12,505
少数股东权益	115	106	126	153	186
总负债及权益	11,820	13,111	15,685	17,826	21,036
每股帐面价值(人民币)	8.47	9.36	10.63	12.25	14.49
每股有形资产(人民币)	7.84	8.73	9.91	11.44	13.60
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.22)	(6.43)	(7.42)	(9.04)	(12.14)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - A股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.6	10.9	9.8	10.9	11.4
息税前利润率(%)	10.6	8.6	7.4	8.3	9.2
税前利润率(%)	12.2	10.8	9.2	10.2	10.9
净利率(%)	10.7	8.7	8.1	8.6	9.1
流动性					
流动比率(倍)	1.9	1.8	1.6	1.7	1.8
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)	1.6	1.5	1.3	1.4	1.6
估值					
市盈率(倍)	11.4	14.1	12.6	10.3	7.7
核心业务市盈率(倍)	11.3	13.8	12.4	10.1	7.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	16.5	20.1	18.1	14.8	11.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.9	2.6	2.3	2.0	1.7
价格/现金流(倍)	18.6	9.4	7.0	7.7	5.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.3	8.4	7.4	5.2	3.2
周转率					
存货周转天数	34.4	31.3	22.7	22.9	22.1
应收帐款周转天数	5.2	7.4	7.0	6.8	6.5
应付帐款周转天数	74.5	73.1	69.9	70.3	67.9
回报率					
股息支付率(%)	39.7	39.8	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	27.8	19.7	19.7	21.0	23.9
资产收益率(%)	14.4	9.8	9.6	10.2	12.1
已运用资本收益率(%)	27.1	19.3	17.6	20.1	23.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 - B股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	17,457	17,475	20,890	24,188	30,227
销售成本	(13,658)	(13,614)	(16,142)	(18,722)	(23,365)
经营费用	(1,600)	(1,964)	(2,702)	(2,834)	(3,426)
息税折旧前利润	2,199	1,897	2,046	2,632	3,435
折旧及摊销	(342)	(386)	(499)	(613)	(669)
经营利润(息税前利润)	1,857	1,511	1,547	2,020	2,766
净利息收入/(费用)	168	205	196	247	319
其他收益/(损失)	103	180	184	203	204
税前利润	2,127	1,895	1,927	2,470	3,289
所得税	(226)	(355)	(210)	(370)	(493)
少数股东权益	(30)	(23)	(19)	(27)	(33)
净利润	1,871	1,517	1,698	2,073	2,763
核心净利润	1,881	1,550	1,717	2,103	2,793
每股收益(人民币)	2.167	1.757	1.968	2.402	3.201
核心每股收益(人民币)	2.179	1.796	1.989	2.436	3.235
每股股息(人民币)	0.860	0.700	0.787	0.961	1.280
收入增长(%)	11	0	20	16	25
息税前利润增长(%)	(4)	(19)	2	31	37
息税折旧前利润增长(%)	(2)	(14)	8	29	30
每股收益增长(%)	9	(19)	12	22	33
核心每股收益增长(%)	10	(18)	11	22	33

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - B股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	2,127	1,895	1,927	2,470	3,289
折旧与摊销	342	386	499	613	669
净利息费用	(168)	(205)	(196)	(247)	(319)
运营资本变动	(1,143)	535	494	524	1,021
税金	(226)	(355)	(210)	(370)	(493)
其他经营现金流	215	10	535	(231)	(410)
经营活动产生的现金流	1,148	2,266	3,051	2,759	3,757
购买固定资产净值	(1,032)	(1,394)	(1,817)	(965)	(573)
投资减少/增加	(305)	(277)	11	5	5
其他投资现金流	497	356	0	0	0
投资活动产生的现金流	(840)	(1,315)	(1,806)	(960)	(568)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(25)	0	30	0	1
支付股息	(682)	(742)	(604)	(679)	(829)
其他融资现金流	(28)	(34)	213	277	320
融资活动产生的现金流	(735)	(777)	(362)	(402)	(509)
现金变动	(428)	175	883	1,397	2,681
期初现金	5,813	5,385	5,560	6,442	7,839
公司自由现金流	307	951	1,244	1,799	3,189
权益自由现金流	450	1,156	1,470	2,046	3,509

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - B股 (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	5,402	5,926	6,843	8,240	10,920
应收帐款	324	389	416	481	602
库存	1,140	1,195	1,402	1,628	2,034
其他流动资产	1,121	895	1,000	1,100	1,200
流动资产总计	7,987	8,405	9,661	11,449	14,756
固定资产	3,272	4,139	5,380	5,661	5,494
无形资产	543	545	621	694	763
其他长期资产	18	22	22	22	22
长期资产总计	3,833	4,707	6,024	6,377	6,280
总资产	11,820	13,111	15,685	17,826	21,036
应付帐款	3,309	3,689	4,315	5,006	6,247
短期债务	7	0	30	30	31
其他流动负债	878	1,024	1,811	1,811	1,811
流动负债总计	4,193	4,713	6,156	6,846	8,089
长期借款	6	6	6	6	6
其他长期负债	193	203	220	250	251
股本	863	863	863	863	863
储备	6,449	7,220	8,314	9,708	11,641
股东权益	7,312	8,083	9,177	10,571	12,505
少数股东权益	115	106	126	153	186
总负债及权益	11,820	13,111	15,685	17,826	21,036
每股帐面价值(人民币)	8.47	9.36	10.63	12.25	14.49
每股有形资产(人民币)	7.84	8.73	9.91	11.44	13.60
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.22)	(6.43)	(7.42)	(9.04)	(12.14)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - B股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.6	10.9	9.8	10.9	11.4
息税前利润率(%)	10.6	8.6	7.4	8.3	9.2
税前利润率(%)	12.2	10.8	9.2	10.2	10.9
净利率(%)	10.7	8.7	8.1	8.6	9.1
流动性					
流动比率(倍)	1.9	1.8	1.6	1.7	1.8
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)	1.6	1.5	1.3	1.4	1.6
估值					
市盈率(倍)	10.3	12.7	11.3	9.3	7.0
核心业务市盈率(倍)	10.2	12.4	11.2	9.2	6.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	13.1	15.8	14.3	11.7	8.8
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.6	2.4	2.1	1.8	1.5
价格/现金流(倍)	16.8	8.5	6.3	7.0	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.4	7.3	6.3	4.4	2.6
周转率					
存货周转天数	34.4	31.3	22.7	22.9	22.1
应收帐款周转天数	5.2	7.4	7.0	6.8	6.5
应付帐款周转天数	74.5	73.1	69.9	70.3	67.9
回报率					
股息支付率(%)	39.7	39.8	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	27.8	19.7	19.7	21.0	23.9
资产收益率(%)	14.4	9.8	9.6	10.2	12.1
已运用资本收益率(%)	27.1	19.3	17.6	20.1	23.6

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