



股票代码	000550.CH	200550.CH
评级	买入	买入
收盘价	人民币 25.10	港币 28.00
目标价	人民币 36.00	港币 36.92
上/下浮比例	43%	32%
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

1 季度经常性盈利低于预期

2014年1季度,江铃汽车实现营业收入62亿元,同比增长26.3%,实现净利润6亿元,同比增长19.8%,折合每股收益0.69元。1季度扣非后净利润为5.1亿元,同比增长3.9%。公司扣非后业绩低于市场预期,主要是由于1季度公司盈利能力较弱的SUV和轻卡快速上量,公司综合毛利率出现明显下降。同时,受市场竞争加剧影响,公司加大促销力度,导致销售费用快速增长。我们认为,作为高端轻客、皮卡、轻卡市场领导者,公司拥有国四发动机核心技术,是柴油车国四标准全面实施最大的受益者,市场份额将持续提升。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。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 1季度销量同比增长19%。其中全顺1季度仅增长3.6%,皮卡增长7%,JMC轻卡同比增长26.3%,SUV同比增长123.8%。预计2014-15年,公司销量分别达到28.6万台、34.5万台,同比分别增长24.4%和20.6%。
- 全顺销量受日系轻客冲击较大。1季度日系轻客企业金杯、福田、金龙(含)轻客同比分别增长36.7%、24.1%和31.1%,带领轻客行业实现16.2%的增长。而欧系轻客企业除上汽大通同比增长39.4%以外,其他几家基本都没有增长。
- 毛利率同比下降1.2个百分点。受盈利能力较弱的轻卡和SUV产品比重大幅提升影响,公司综合毛利率出现下行。
- 销售费用同比增长73.5%或1.7亿元。为应对市场竞争、巩固公司市场地位和推动SUV产品上量,公司自去年下半年起持续加大促销费用投入,以实现“以价换量”,迅速填补新增产能。
- 2013年公司研发费用11.9亿元,占收入比重为5.7%,尽管2014年研发费用仍将上升,但其占公司收入的比重将明显下降。2015年开始,新产品平台投资中,资本性支出将会上升,但费用性支出将会下降。
- 2013年江铃重汽亏损8,644万元,小蓝基地投产导致新增折旧约1亿元。2014年1季度,上述因素仍负面影响公司业绩表现。

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

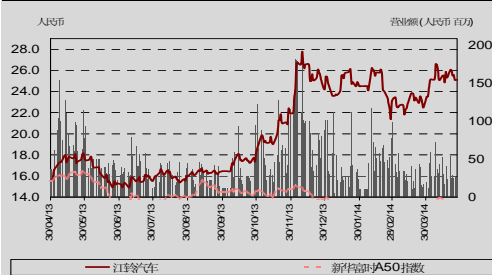
- 我们维持2014-15年每股收益预测2.40、3.20元,预计2016年每股收益为4.14元,维持A、B股**买入**评级,目标价36.00元人民币、36.92港币。

投资摘要—A股

年结日:12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经纪收入(人民币百万)	17,475	20,890	26,569	33,433	39,764
变动(%)	0	20	27	26	19
净利润(人民币百万)	1,517	1,698	2,073	2,763	3,572
全面摊薄每股收益(人民币)	1.757	1.967	2.401	3.201	4.138
变动(%)	(18.9)	12.0	22.1	33.3	29.3
全面摊薄市盈率(倍)	14.3	12.8	10.5	7.8	6.1
价格/每股现金流量(倍)	9.6	6.9	10.0	5.9	8.1
每股现金流量(人民币)	2.63	3.65	2.51	4.29	3.08
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.1	4.8	6.7	3.2	3.9
每股股息(人民币元)	0.700	0.790	0.960	1.280	1.655
股息收益率(%)	2.8	3.1	3.8	5.1	6.6

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	(1.2)	6.6	0.8	52.9
相对新华富时A50指数	4.0	4.7	2.1	68.0

发行股数(百万)	863
流通股(%)	19
流通股市值(人民币百万)	21,661
3个月日均交易额(人民币百万)	38
净负债比率(%) (2014E)	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4月25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

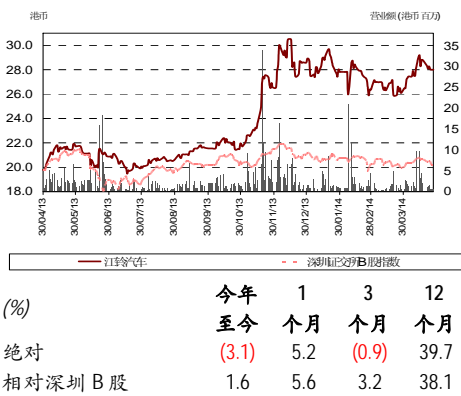
汽车:汽车

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


发行股数(百万)	863
流通股(%)	10
流通股市值(港币 百万)	24,164
3个月日均交易额(港币 百万)	3
净负债比率(%) (2014E)	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4月25日收市价为标准

投资摘要—B股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	17,475	20,890	26,569	33,433	39,764
变动(%)	0	20	27	26	19
净利润(人民币 百万)	1,517	1,698	2,073	2,763	3,572
全面摊薄每股收益(人民币)	1.757	1.967	2.401	3.201	4.138
变动(%)	(18.9)	12.0	22.1	33.3	29.3
全面摊薄市盈率(倍)	12.8	11.4	9.3	7.0	5.4
价格/每股现金流量(倍)	8.5	6.2	9.0	5.2	7.3
每股现金流量(人民币)	2.63	3.65	2.51	4.29	3.08
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.1	4.1	5.6	2.6	3.1
每股股息(人民币)	0.700	0.790	0.960	1.280	1.655
股息率(%)	3.1	3.5	4.3	5.7	7.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 江铃汽车 2014 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2013年 第1季度	2013年 第2季度	2013年 第3季度	2013年 第4季度	2014年 第1季度	同比增长(%)	环比增长(%)
营业收入*	4,901	4,770	5,124	6,094	6,191	26.3	1.6
营业成本	3,636	3,519	3,809	4,559	4,669	28.4	2.4
营业税金及附加	165	107	152	190	242	46.4	27.1
主营业务利润	1,100	1,144	1,164	1,345	1,280	16.4	(4.9)
销售费用	232	336	411	465	402	73.5	(13.5)
管理费用	303	369	408	620	326	7.8	(47.4)
财务费用	(35)	(54)	(52)	(56)	(56)	63.2	0.3
资产减值损失	3	1	4	58	2	(52.7)	(97.2)
公允价值变动净收益	(1)	0	0	0	(0)	(57.4)	(223.2)
营业利润	595	493	394	258	605	1.7	134.3
投资收益	3	3	3	4	4	21.6	16.8
营业外收入	1	6	11	161	91	10,755.7	(43.7)
营业外支出	0	1	2	3	0	1,341.5	(89.4)
利润总额*	599	501	406	420	700	16.8	66.6
所得税	80	64	84	(19)	101	26.3	(637.2)
少数股东损益	19	(0)	0	(0)	0	(100.0)	(100.0)
净利润*	500	438	322	439	599	19.8	36.3
每股收益(元)	0.58	0.51	0.37	0.51	0.69		

财务指标

毛利率	25.8	26.2	25.7	25.2	24.6
销售费用率	4.7	7.0	8.0	7.6	6.5
管理费用率	6.2	7.7	8.0	10.2	5.3
财务费用率	(0.7)	(1.1)	(1.0)	(0.9)	(0.9)
净利润率	10.2	9.2	6.3	7.2	9.7

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 2. 江铃汽车 2014 年 1 季度销量情况

(台)	2013年 第1季度	2013年 第2季度	2013年 第3季度	2013年 第4季度	2014年 第1季度	同比增长(%)	环比增长(%)
福特品牌商用车	16,704	15,849	16,502	18,730	17,277	3.4	(7.8)
JMC 品牌卡车	17,230	20,805	19,598	22,303	21,758	26.3	(2.4)
JMC 品牌皮卡及 SUV	18,597	17,085	18,830	23,724	19,907	7.0	(16.1)
重卡	232	71	36	53	0		
合计	56,420	53,810	54,966	64,810	67,125	19.0	3.6

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

损益表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	17,475	20,890	26,569	33,433	39,764
销售成本	(13,614)	(16,137)	(20,751)	(25,944)	(30,698)
经营费用	(1,964)	(2,726)	(3,202)	(4,026)	(4,676)
息税折旧前利润	1,897	2,026	2,617	3,463	4,391
折旧及摊销	(386)	(482)	(598)	(655)	(693)
经营利润(息税前利润)	1,511	1,544	2,019	2,808	3,698
净利息收入/(费用)	205	197	239	298	367
其他收益/(损失)	180	186	211	182	186
税前利润	1,895	1,927	2,470	3,288	4,251
所得税	(355)	(210)	(370)	(492)	(637)
少数股东权益	(23)	(19)	(27)	(33)	(43)
净利润	1,517	1,698	2,073	2,763	3,572
核心净利润	1,550	1,717	2,104	2,789	3,599
每股收益(人民币)	1.757	1.967	2.401	3.201	4.138
核心每股收益(人民币)	1.796	1.989	2.437	3.231	4.169
每股股息(人民币)	0.700	0.790	0.960	1.280	1.655
收入增长(%)	0	20	27	26	19
息税前利润增长(%)	(19)	2	31	39	32
息税折旧前利润增长(%)	(14)	7	29	32	27
每股收益增长(%)	(19)	12	22	33	29
核心每股收益增长(%)	(18)	11	23	33	29

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	1,895	1,927	2,470	3,288	4,251
折旧与摊销	386	482	598	655	693
净利息费用	(205)	(197)	(239)	(298)	(367)
运营资本变动	535	1,726	259	1,103	(771)
税金	(355)	(210)	(370)	(492)	(637)
其他经营现金流	10	(581)	(555)	(553)	(509)
经营活动产生的现金流	2,266	3,147	2,162	3,702	2,660
购买固定资产净值	(1,394)	(1,066)	(965)	(573)	(575)
投资减少/增加	(398)	(366)	5	5	6
其他投资现金流	477	261	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,315)	(1,171)	(960)	(568)	(569)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(0)	(424)	(0)	0	0
支付股息	(742)	(604)	(682)	(829)	(1,105)
其他融资现金流	(34)	(27)	217	299	368
融资活动产生的现金流	(777)	(1,055)	(465)	(530)	(737)
现金变动	175	920	737	2,604	1,354
期初现金	5,385	5,560	6,480	7,217	9,821
公司自由现金流	951	1,976	1,202	3,134	2,091
权益自由现金流	1,156	1,749	1,441	3,432	2,458

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	5,926	6,670	7,617	10,221	11,575
应收帐款	389	502	661	832	989
库存	1,195	1,746	2,204	2,754	3,259
其他流动资产	895	1,368	1,100	1,200	1,300
流动资产总计	8,405	10,286	11,582	15,007	17,124
固定资产	4,139	5,149	5,487	5,331	5,142
无形资产	545	1,014	1,090	1,164	1,234
其他长期资产	22	35	35	35	35
长期资产总计	4,707	6,198	6,612	6,529	6,411
总资产	13,111	16,484	18,194	21,536	23,535
应付帐款	3,689	5,388	5,535	6,909	6,397
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,024	1,641	1,809	1,809	1,810
流动负债总计	4,713	7,030	7,344	8,718	8,207
长期借款	6	5	5	5	5
其他长期负债	203	272	250	251	252
股本	863	863	863	863	863
储备	7,220	8,314	9,704	11,638	14,105
股东权益	8,083	9,177	10,568	12,501	14,968
少数股东权益	106	0	27	60	103
总负债及权益	13,111	16,484	18,194	21,536	23,535
每股帐面价值(人民币)	9.36	10.63	12.24	14.48	17.34
每股有形资产(人民币)	8.73	9.46	10.98	13.13	15.91
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.43)	(7.50)	(8.35)	(11.37)	(12.94)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.9	9.7	9.9	10.4	11.0
息税前利润率(%)	8.6	7.4	7.6	8.4	9.3
税前利润率(%)	10.8	9.2	9.3	9.8	10.7
净利率(%)	8.7	8.1	7.8	8.3	9.0
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.5	1.6	1.7	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)	1.5	1.2	1.3	1.4	1.7
估值					
市盈率(倍)	14.3	12.8	10.5	7.8	6.1
核心业务市盈率(倍)	14.0	12.6	10.3	7.8	6.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	20.0	18.1	14.8	11.1	8.6
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.7	2.4	2.1	1.7	1.4
价格/现金流(倍)	9.6	6.9	10.0	5.9	8.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.1	4.8	6.7	3.2	3.9
周转率					
存货周转天数	31.3	25.7	27.1	27.1	27.6
应收帐款周转天数	7.4	7.8	8.0	8.1	8.4
应付帐款周转天数	73.1	79.3	75.0	67.9	61.1
回报率					
股息支付率(%)	39.8	40.2	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	19.7	19.7	21.0	24.0	26.0
资产收益率(%)	9.8	9.3	9.9	12.0	14.0
已运用资本收益率(%)	19.3	17.8	20.4	24.2	26.8

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	17,475	20,890	26,569	33,433	39,764
销售成本	(13,614)	(16,137)	(20,751)	(25,944)	(30,698)
经营费用	(1,964)	(2,726)	(3,202)	(4,026)	(4,676)
息税折旧前利润	1,897	2,026	2,617	3,463	4,391
折旧及摊销	(386)	(482)	(598)	(655)	(693)
经营利润(息税前利润)	1,511	1,544	2,019	2,808	3,698
净利息收入/(费用)	205	197	239	298	367
其他收益/(损失)	180	186	211	182	186
税前利润	1,895	1,927	2,470	3,288	4,251
所得税	(355)	(210)	(370)	(492)	(637)
少数股东权益	(23)	(19)	(27)	(33)	(43)
净利润	1,517	1,698	2,073	2,763	3,572
核心净利润	1,550	1,717	2,104	2,789	3,599
每股收益(人民币)	1.757	1.967	2.401	3.201	4.138
核心每股收益(人民币)	1.796	1.989	2.437	3.231	4.169
每股股息(人民币)	0.700	0.790	0.960	1.280	1.655
收入增长(%)	0	20	27	26	19
息税前利润增长(%)	(19)	2	31	39	32
息税折旧前利润增长(%)	(14)	7	29	32	27
每股收益增长(%)	(19)	12	22	33	29
核心每股收益增长(%)	(18)	11	23	33	29

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	1,895	1,927	2,470	3,288	4,251
折旧与摊销	386	482	598	655	693
净利息费用	(205)	(197)	(239)	(298)	(367)
运营资本变动	535	1,726	259	1,103	(771)
税金	(355)	(210)	(370)	(492)	(637)
其他经营现金流	10	(581)	(555)	(553)	(509)
经营活动产生的现金流	2,266	3,147	2,162	3,702	2,660
购买固定资产净值	(1,394)	(1,066)	(965)	(573)	(575)
投资减少/增加	(398)	(366)	5	5	6
其他投资现金流	477	261	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,315)	(1,171)	(960)	(568)	(569)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(0)	(424)	(0)	0	0
支付股息	(742)	(604)	(682)	(829)	(1,105)
其他融资现金流	(34)	(27)	217	299	368
融资活动产生的现金流	(777)	(1,055)	(465)	(530)	(737)
现金变动	175	920	737	2,604	1,354
期初现金	5,385	5,560	6,480	7,217	9,821
公司自由现金流	951	1,976	1,202	3,134	2,091
权益自由现金流	1,156	1,749	1,441	3,432	2,458

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	5,926	6,670	7,617	10,221	11,575
应收帐款	389	502	661	832	989
库存	1,195	1,746	2,204	2,754	3,259
其他流动资产	895	1,368	1,100	1,200	1,300
流动资产总计	8,405	10,286	11,582	15,007	17,124
固定资产	4,139	5,149	5,487	5,331	5,142
无形资产	545	1,014	1,090	1,164	1,234
其他长期资产	22	35	35	35	35
长期资产总计	4,707	6,198	6,612	6,529	6,411
总资产	13,111	16,484	18,194	21,536	23,535
应付帐款	3,689	5,388	5,535	6,909	6,397
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,024	1,641	1,809	1,809	1,810
流动负债总计	4,713	7,030	7,344	8,718	8,207
长期借款	6	5	5	5	5
其他长期负债	203	272	250	251	252
股本	863	863	863	863	863
储备	7,220	8,314	9,704	11,638	14,105
股东权益	8,083	9,177	10,568	12,501	14,968
少数股东权益	106	0	27	60	103
总负债及权益	13,111	16,484	18,194	21,536	23,535
每股帐面价值(人民币)	9.36	10.63	12.24	14.48	17.34
每股有形资产(人民币)	8.73	9.46	10.98	13.13	15.91
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.43)	(7.50)	(8.35)	(11.37)	(12.94)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.9	9.7	9.9	10.4	11.0
息税前利润率(%)	8.6	7.4	7.6	8.4	9.3
税前利润率(%)	10.8	9.2	9.3	9.8	10.7
净利率(%)	8.7	8.1	7.8	8.3	9.0
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.5	1.6	1.7	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)	1.5	1.2	1.3	1.4	1.7
估值					
市盈率(倍)	12.8	11.4	9.3	7.0	5.4
核心业务市盈率(倍)	12.5	11.3	9.2	6.9	5.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	16.5	14.9	12.1	9.2	7.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.4	2.1	1.8	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	8.5	6.2	9.0	5.2	7.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.1	4.1	5.6	2.6	3.1
周转率					
存货周转天数	31.3	25.7	27.1	27.1	27.6
应收帐款周转天数	7.4	7.8	8.0	8.1	8.4
应付帐款周转天数	73.1	79.3	75.0	67.9	61.1
回报率					
股息支付率(%)	39.8	40.2	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	19.7	19.7	21.0	24.0	26.0
资产收益率(%)	9.8	9.3	9.9	12.0	14.0
已运用资本收益率(%)	19.3	17.8	20.4	24.2	26.8

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