



**买入** **55% ↑**  
目标价格: 人民币 17.80

# 一汽轿车

000800.CH

价格: 人民币 11.46

目标价格基础: 10倍 2016年市盈率

板块评级: 中立

## 厚积薄发

一汽轿车是一汽集团自主品牌乘用车骨干企业, 现有红旗、奔腾、欧朗和Mazda等乘用车产品系列。2014年马自达阿特兹和CX-7投产, 公司业绩有望大幅提升; 同时, 奔腾系列和红旗系列乘用车产销规模也在提升, 也有助于公司长远发展。考虑到公司业绩有望大幅增长, 我们认为公司合理目标价是17.80元, 首次给予买入评级。

### 本报告要点

- 一汽集团整体上市后, 可以减少关联交易, 提升公司管理水平;
- 一汽轿车马自达新车陆续上市, 盈利有望大幅提升;
- 一汽轿车自主品牌新车上市, 盈利将改善。

### 我们的观点有何不同?

- 马自达阿特兹和CX-7销量有望超市场预期。

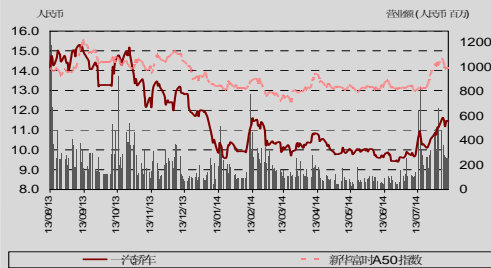
### 主要催化剂/事件

- CX-7和阿特兹销量超预期

### 支撑评级的要点

- 一汽集团整体上市, 有利于公司未来发展。我们认为一汽集团整体上市障碍点有: 一汽大众中外股权比例和一汽集团管理层调整。在德方要求提升股权及商讨延长合资期限之际, 我们认为一汽大众股权问题有望得到较快解决。十八大以后, 一汽集团管理层有一定调整, 我们认为待中央巡视组完成一汽集团巡视后, 集团管理层有望最终稳定。一汽大众股权问题解决以及一汽集团管理层稳定后, 一汽集团整体上市工作有望得到较快推进。集团整体上市后, 可以减少关联交易, 提升公司管理水平, 有利于公司长远发展。

### 股价表现



(%)	今年	1	3	12
绝对	至今	个月	个月	个月
相对新华富时A50指数	(3.7)	16.4	16.2	(17.7)
	(5.4)	9.5	7.7	(22.1)

- 2014年一汽轿车加大了马自达品牌车型引进力度, 先后推出了全新马自达睿翼的换代车型阿特兹及中型SUV CX-7, 公司马自达品牌车型由3款扩充到5款, 且阿特兹和CX-7单车均价要高于以前销售车型, 单车盈利能力更强。我们预计2014-2015年一汽轿车马自达品牌车型销售和贡献的利润均有望大幅增长。

- 自主品牌走上正确道路。公司自主品牌车型销量已超总销量的50%, 新款奔腾B70和X80逐渐上量, 将进一步提升自主品牌销量和盈利能力。随着政府采购的示范效应显现, 红旗H7有望持续上量, 将有助于公司自主品牌影响力和销量的提升, 从而提升业绩。

### 评级面临的主要风险

- 1) 一汽集团整体上市进程低于预期; 2) 自主品牌竞争加剧, 公司自主品牌产品销量下滑; 3) 一汽轿车马自达新车销量低于预期。

发行股数(百万)	1595
流通股(%)	47
流通股市值(人民币 百万)	18,651
3个月日均交易额(人民币 百万)	175
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
一汽股份	53

### 估值

- 我们预计2014-2016年一汽轿车每股收益分别为0.82元、1.41元和1.78元。给予2016年10倍市盈率, 其合理股价为17.80元。考虑到公司业绩有望大幅增长, 我们首次给予公司买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	23,385	29,675	40,340	50,506	59,138
变动(%)	(28)	27	36	25	17
净利润(人民币 百万)	(756)	1,007	1,335	2,298	2,888
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.465)	0.619	0.821	1.412	1.775
变动(%)	(448.9)	233.1	32.6	72.1	25.7
全面摊薄市盈率(倍)	(24.7)	18.5	14.0	8.1	6.5
每股现金流量(人民币)	1.75	1.61	3.21	5.89	6.28
价格/每股现金流量(倍)	6.6	7.1	3.6	1.9	1.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.0	7.6	3.3	1.1	0.3
每股股息(人民币)	0.000	0.200	0.246	0.424	0.532
股息率(%)	0.0	1.7	2.1	3.7	4.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2014年8月8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

行业: 汽车

彭勇

(8621) 2032 8596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

## 目录

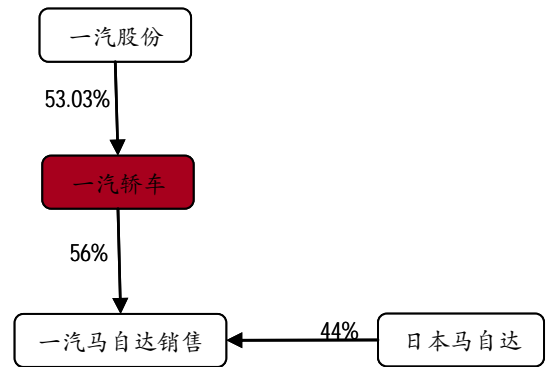
一汽轿车：一汽集团自主品牌乘用车骨干企业.....	3
一汽集团整体上市进程有望提速 .....	4
马自达新车上市，业绩有望大幅向上 .....	5
自主品牌走上正确轨道.....	7
盈利预测及估值 .....	9
风险因素 .....	10

## 一汽轿车：一汽集团自主品牌乘用车骨干企业

一汽轿车是中国第一汽车集团公司发展自主品牌乘用车的骨干企业，现有红旗、奔腾、欧朗和Mazda等乘用车产品系列。

一汽轿车一直是一汽集团自主品牌乘用车生产基地，前期主要是自主研发和引进国外先进技术生产红旗系列轿车，如红旗 98、红旗世纪星、红旗明仕和红旗 18 等，先后引进过德国奥迪、美国福特和日本日产整车或发动机技术。

图表 1. 一汽轿车股权结构

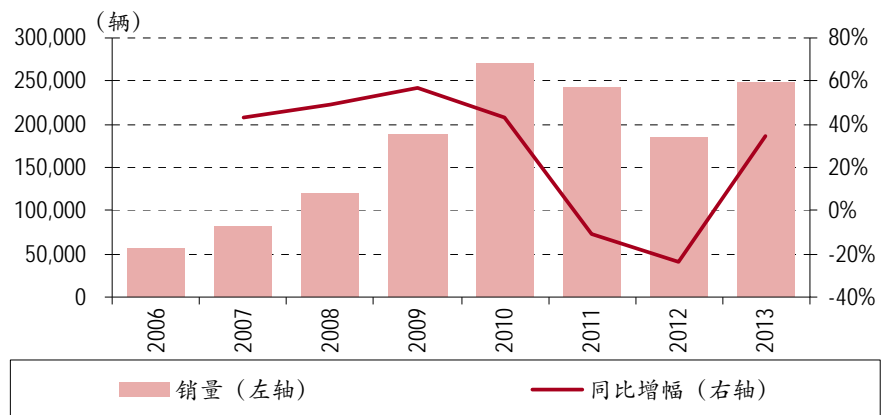


资料来源：一汽轿车公告

2003 年公司展开与日本马自达的技术合作，引进马自达 6 轿车产品，公司进入快速成长轨道，当年即创造了产销 5 万辆整车的历史记录。

2006 年公司自主业务开创新篇章，吸收使用马自达 6 技术的奔腾 B70 推出，进军经济型轿车生产领域，自此公司自主品牌业务快速发展，目前自主品牌产销规模已达总销量的 50% 以上。

图表 2. 一汽轿车历年销量及同比增幅



资料来源：中汽协

## 一汽集团整体上市进程有望提速

按照一汽轿车的公告，一汽股份成立时承诺 2016 年 6 月前完成集团整体上市计划，但碍于集团资产庞大，股权结构复杂，牵扯到利益方众多，目前仍未发布最新的集团整体上市计划。

我们认为一汽集团整体上市计划推进的困难点有：1) 一汽大众中外股权比例问题；2) 一汽丰田相关方日本丰田和天津市政府意愿问题；3) 一汽集团管理层调整问题。

根据盖世汽车网引用外电报道，德国大众集团高管表示正在考虑提高在一汽大众的股权占比。目前德国大众及奥迪合计持有一汽大众 40% 股权，其一直谋求提升股权占比，正值中德双方讨论延长合资年限及一汽集团整体上市之际，我们预计一汽集团和德国大众及奥迪有望近期达成股权协议。如若两者达成新的股权协议，一汽集团整体上市最大障碍扫除，上市进程有望提速。

一汽集团与丰田合作关系良好，除在天津建立天津一汽丰田外，还与丰田在成都和长春建立生产基地。丰田配合一汽集团做大做强长春基地，已将 RAV4 车型从天津调整至长春生产。我们认为丰田不会成为一汽集团整体上市的障碍点。天津市政府将夏利控制权转让给一汽集团，已表明政府希望在一汽集团体制内做大做强夏利，若一汽集团整体上市，天津夏利有望获得更多集团资源支持，将有利于天津本地汽车工业发展。

十八大以后，一汽集团管理层有一定调整，主要上市公司董事长均由一汽集团总经理许宪平兼任，且许还出任一汽股份董事长。我们认为待中央巡视组完成一汽集团巡视后，集团管理层有望最终稳定。

综上，我们认为一汽集团整体上市进程有望加速。集团整体上市后，可以减少关联交易，提升公司管理水平，有利于公司长远发展。

## 马自达新车上市，业绩有望大幅向上

来自马自达品牌车辆销售一直是一汽轿车主要利润来源，2013 年公司约 50% 销量来自马自达品牌，我们估计利润大部分是来自马自达品牌。马自达品牌车辆销售情况关乎公司未来业绩增长。

2013 年一汽轿车马自达品牌车型有马自达 6、马自达 6 睿翼和马自达 8，其中马自达 6 贡献 80% 左右的销量。马自达 6 已在国内生产销售了 10 年，价格已降至合资 A 级轿车水平，目前仍保有较好的销量水平，主要是为公司摊销固定成本和费用，盈利能力无法与合资品牌 B 级车相比，我们估计单车盈利能力相当于合资品牌 A 级轿车，不过，仍是一汽轿车主要盈利车型。马自达 6 睿翼月销量规模在 1,500 辆左右，我们估计处于盈利平衡或略有盈利阶段，马自达 8 销量较低，基本处于亏损阶段。

图标 3.马自达 6 (2003 年 1 月上市)



资料来源：太平洋汽车网

图表 4.马自达 6 睿翼 (2009 年 5 月上市)



资料来源：太平洋汽车网

图表 5.马自达 8 (2010 年 12 月上市)



资料来源：太平洋汽车网

2014 年一汽轿车加大了马自达品牌车型引进力度，先后推出了全新马自达睿翼换代车型阿特兹及中型 SUV CX-7，公司马自达品牌车型由 3 款扩充到 5 款，且阿特兹和 CX-7 单车均价要高于以前销售车型，单车盈利能力更强。我们预计 2014 年一汽轿车马自达品牌车型销售和贡献的利润有望大幅增长。

图表 6.阿特兹 (2014 年 5 月上市)



资料来源：太平洋汽车网

图表 7.CX-7 (2014 年 7 月上市)



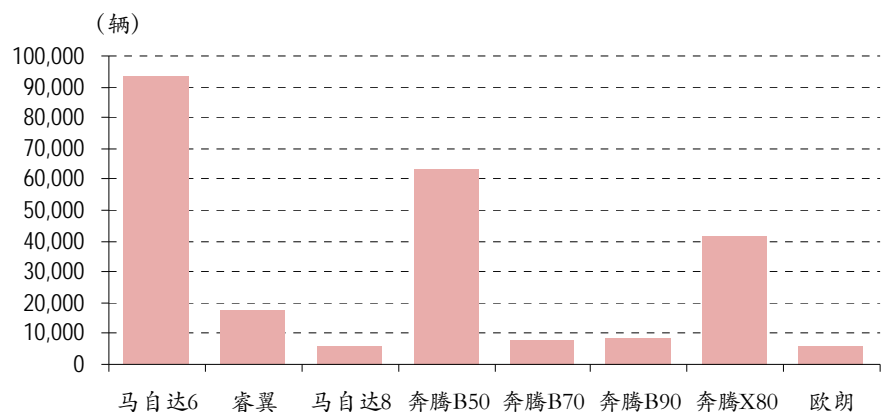
资料来源：太平洋汽车网

## 自主品牌走上正确轨道

一汽轿车自主品牌是从吸收马自达技术的基础上，推出奔腾系列才拉开快速发展序幕的。一汽轿车先后推出了奔腾 B70、B50、B90、欧朗等轿车及奔腾 X80 SUV，目前奔腾系列车型销量已超过公司总销量的 50%。

奔腾 B50 是公司自主品牌销量最高的单一车型，2013 年销量已达 6.3 万辆；其次是 X80，销量达 4.1 万辆。上述两款车型是公司自主品牌贡献利润车型，B70、B90 及欧朗车型年销量不足万辆，难以贡献利润。

图标 8. 一汽轿车 2013 年分车型销量



资料来源：中汽协

新款 B70 较老款有较大提升，外形更为靓丽，性价比突出，新增 1.8T 增压发动机。由于新款 B70 上市时间不久，目前月销量保持在 2,000 辆左右，预计未来仍有提升空间，B70 有望为公司贡献正收益。

公司在吸收马自达全套底盘和发动机技术后，推出的 X80 受到市场欢迎，最高月销量曾达到 8,000 辆左右。X80 肩负着公司自主品牌业务盈利能力改善的重任，预计月均销量有望保持在 6,000 辆左右。

图表 9. 新款 B70 (2014 年 5 月上市)



资料来源：太平洋汽车网

图表 10. X80 (2013 年 5 月上市)



资料来源：太平洋汽车网

红旗品牌复兴是公司未来自主品牌力提升重要推动力。国内自主品牌尚无法与合资品牌同级车型展开竞争，均是采取错级竞争策略。自主品牌以 B 级轿车及 A 级 SUV 与合资品牌 A 级轿车竞争，自主品牌 A 级轿车与合资品牌 A0 级轿车展开竞争，品牌力不足是自主品牌采取错级竞争策略主因，自主品牌只能采取更大空间更高配置更低价格来吸引消费者。

若红旗品牌得到复兴，公司自主品牌有望提升，以区别于国内其他自主品牌，从而可以获得一定的品牌溢价，争取到合理的利润率水平。公司自主品牌车型均采用国际及国内一流零部件供应商产品，并且完全吸收了马自达技术，拥有与合资品牌竞争的实力。

红旗 H7 推出，并已开始配备省部级领导，随着 H7 配备量增加，将有助提升红旗品牌的影响力，从而提升一汽轿车红旗品牌销量，并带动奔腾系列等自主车型销售。

图表 11. 红旗 H7 (2013 年 5 月上市)



资料来源：一汽轿车网站



## 盈利预测及估值

未来 2-3 年马自达品牌仍将是一汽轿车盈利的主要增长点，随着阿特兹和 CX-7 引入，将大幅提升公司 2014-2015 年销量和净利润规模。

奔腾 B70 和 X80 也有望助力公司业绩增长。随着 H7 知名度和美誉度提升，及政府配车示范作用，H7 销量有望得到提升。红旗品牌销量提升将有助于公司长远发展，自主品牌有望成为公司业绩超预期的驱动力。

我们预计 2014-2016 年一汽轿车每股收益分别为 0.82 元、1.41 元和 1.78 元，按照 2014 年 8 月 8 日收盘价计算，对应的市盈率分别为 14 倍、8 倍和 6 倍。给予公司 2016 年 10 倍市盈率，我们认为合理目标价为 17.80 元。

我们认为公司未来成长空间大，首次给予公司买入评级。

## 风险因素

- 1) 一汽集团整体上市进程低于预期；
- 2) 自主品牌竞争加剧，自主品牌业务盈利恶化；
- 3) 一汽轿车马自达新车销量低于预期。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	23,385	29,675	40,340	50,506	59,138
销售成本	(20,746)	(24,151)	(32,998)	(40,809)	(47,783)
经营费用	(2,876)	(3,672)	(4,946)	(6,247)	(7,286)
息税折旧前利润	(238)	1,852	2,395	3,450	4,069
折旧及摊销	(876)	(832)	(1,024)	(1,127)	(1,230)
经营利润(息税前利润)	(1,114)	1,021	1,372	2,323	2,839
净利息收入/(费用)	(39)	(89)	(41)	77	195
其他收益/(损失)	194	223	228	272	323
税前利润	(959)	1,154	1,559	2,672	3,357
所得税	206	(121)	(172)	(310)	(393)
少数股东权益	(4)	(26)	(50)	(60)	(70)
净利润	(756)	1,007	1,335	2,298	2,888
核心净利润	(756)	1,009	1,337	2,302	2,896
每股收益(人民币)	(0.465)	0.619	0.821	1.412	1.775
核心每股收益(人民币)	(0.465)	0.620	0.822	1.415	1.779
每股股息(人民币)	0.000	0.200	0.246	0.424	0.532
收入增长(%)	(28)	27	36	25	17
息税前利润增长(%)	(1,913)	192	34	69	22
息税折旧前利润增长(%)	(126)	879	29	44	18
每股收益增长(%)	(449)	233	33	72	26
核心每股收益增长(%)	(449)	233	32	72	26

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	(959)	1,154	1,559	2,672	3,357
折旧与摊销	876	832	1,024	1,127	1,230
净利息费用	39	89	41	(77)	(195)
运营资本变动	1,878	(252)	1,860	2,844	2,552
税金	206	(121)	(174)	(314)	(399)
其他经营现金流	(531)	(308)	(1,536)	(1,168)	(1,127)
经营活动产生的现金流	1,510	1,394	2,774	5,084	5,419
购买固定资产净值	(2,579)	(1,414)	(1,245)	(1,247)	(1,249)
投资减少/增加	108	14	237	280	330
其他投资现金流	9	19	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,462)	(1,382)	(1,008)	(967)	(919)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	500	0	(2,000)	0	0
支付股息	0	0	(326)	(401)	(689)
其他融资现金流	20	(98)	(118)	76	193
融资活动产生的现金流	520	(98)	(2,444)	(325)	(496)
现金变动	(433)	(86)	(678)	3,792	4,004
期初现金	1,804	1,371	1,285	607	4,399
公司自由现金流	(952)	12	1,767	4,119	4,503
权益自由现金流	(491)	(77)	(275)	4,194	4,695

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,383	1,285	607	4,399	8,403
应收帐款	106	185	235	295	345
库存	2,458	2,626	3,813	4,728	5,548
其他流动资产	4,895	7,325	8,500	8,500	8,500
流动资产总计	8,842	11,420	13,155	17,922	22,796
固定资产	4,909	6,993	7,377	7,665	7,860
无形资产	1,602	1,603	1,443	1,276	1,102
其他长期资产	978	1,071	1,071	1,071	1,071
长期资产总计	7,489	9,666	9,891	10,012	10,033
总资产	16,331	21,086	23,047	27,935	32,829
应付帐款	5,652	9,302	12,425	15,354	17,978
短期债务	2,000	2,000	0	0	0
其他流动负债	564	547	401	402	403
流动负债总计	8,215	11,849	12,826	15,756	18,381
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	442	537	461	462	463
股本	1,628	1,628	1,628	1,628	1,628
储备	5,979	6,980	7,990	9,887	12,086
股东权益	7,607	8,607	9,617	11,514	13,713
少数股东权益	66	92	142	202	272
总负债及权益	16,331	21,086	23,047	27,935	32,829
每股帐面价值(人民币)	4.67	5.29	5.91	7.07	8.43
每股有形资产(人民币)	3.69	4.30	5.02	6.28	7.73
每股净负债/(现金)(人民币)			(0.37)	(2.70)	(5.16)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	(1.0)	6.2	5.9	6.8	6.9
息税前利润率(%)	(4.8)	3.4	3.4	4.6	4.8
税前利润率(%)	(4.1)	3.9	3.9	5.3	5.7
净利率(%)	(3.2)	3.4	3.3	4.6	4.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2
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)	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	(24.7)	18.5	14.0	8.1	6.5
核心业务市盈率(倍)	(24.7)	18.5	13.9	8.1	6.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	(32.3)	24.2	18.3	10.6	8.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.5	2.2	1.9	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	6.6	7.1	3.6	1.9	1.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.0	7.6	3.3	1.1	0.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	41.7	31.3	29.1	30.9	31.7
应收帐款周转天数	2.3	1.8	1.9	1.9	2.0
应付帐款周转天数	86.7	92.0	98.3	100.4	102.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	-	32.3	29.9	29.9	29.9
净资产收益率(%)	(9.5)	12.4	14.7	21.8	23.0
资产收益率(%)	(6.8)	4.9	5.5	8.1	8.3
已运用资本收益率(%)	(11.4)	10.0	13.4	21.7	22.1

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，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 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