



**谨慎
买入**

14% ↑

目标价格: 人民币 15.75

601058.CH

价格: 人民币 13.77

目标价格基础: 20倍14年市盈率

板块评级: 增持

赛轮股份

橡胶价格下跌推动轮胎毛利率继续提升

2014年上半年公司实现营业收入49.1亿元,同比增加22.1%;归属母公司净利润2.0亿元,同比增加51.8%;实现每股收益为0.44元。2014年上半年公司综合毛利率同比提高5.21个百分点,这主要是因为天胶等原材料价格的下降超过轮胎价格所致。目前公司拥有的半钢子午胎产能为2,550万条/年,在建产能投产后公司轿车胎产能将达到4,400万条。另外公司越南项目继续扩产以应对美国双反。随着新增产能的投产,将为公司实现规模效益,进一步降低成本和做大做强奠定坚实有力的基础。我们给予15.75元的目标价,维持谨慎买入评级。

支持评级的要点

■ 2014年上半年公司综合毛利率同比提高5.21个百分点,这主要是因为天胶等原材料价格的下降超过轮胎价格所致。2014年上半年天然橡胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶同比分别下跌32.1%、24.0%、16.8%,2014年上半年轿车子午胎价格同比下跌5.5%,橡胶在轮胎中的成本占比约50-60%,由于轮胎价格下跌幅度小于天胶、合成胶等原材料,2014年上半年公司综合毛利率同比提高。

■ 赛轮(越南)的半钢产能约为350万条,预计年底将达到700万条,而公司2013年销往美国的半钢子午胎为341万条,2014年第一季度为131万条。若美国“双反”正式通过且实施,公司可以通过境内外半钢子午胎产能的整体调配,将出口到美国市场的订单转移至越南工厂生产,从而减少美国“双反”的影响。

评级面临的主要风险

■ 并购进度不达预期风险;产品及原材料价格波动超预期风险。

估值

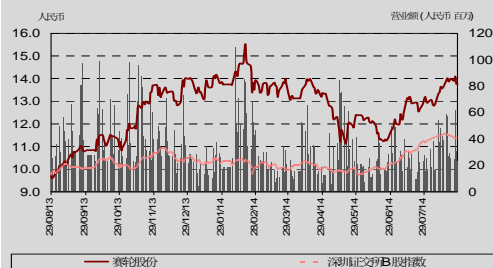
■ 我们预计公司2014-2016年的每股收益分别为0.79、1.04和1.30元,考虑到未来两年公司收入利润增速有望保持较快增长。我们给予公司2014年20倍的市盈率水平,目标价为15.75元,维持谨慎买入评级。

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) | 7,075 | 8,022 | 9,890 | 12,334 | 15,000 |
| 变动(%) | 11 | 13 | 23 | 25 | 22 |
| 净利润(人民币 百万) | 160 | 245 | 351 | 463 | 579 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.360 | 0.550 | 0.787 | 1.039 | 1.299 |
| 变动(%) | 52.7 | 52.8 | 43.2 | 31.9 | 25.1 |
| 市场预期每股收益(人民币) | | | 0.843 | 1.078 | 1.360 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.358 | 0.530 | 0.850 | 1.090 | 1.420 |
| 变动(%) | 54.8 | 48.0 | 54.3 | 31.6 | 24.9 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 38.3 | 25.0 | 17.5 | 13.3 | 10.6 |
| 核心市盈率(倍) | 38.4 | 26.0 | 16.8 | 12.8 | 10.2 |
| 每股现金流量(人民币) | 1.60 | 0.54 | 1.58 | 1.12 | 1.05 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 8.6 | 25.7 | 8.7 | 12.3 | 13.1 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 15.9 | 14.1 | 9.5 | 8.2 | 7.0 |
| 每股股息(人民币) | 0.179 | 0.403 | 0.200 | 0.200 | 0.200 |
| 股息率(%) | 1.3 | 2.9 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|-------------|-------|-----|-------|------|
| 绝对 | (1.8) | 6.9 | 13.4 | 38.5 |
| 相对新华富时A50指数 | (9.5) | 5.7 | (0.1) | 22.0 |

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 445 |
| 流通股(%) | 85 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 5,205 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 26 |
| 净负债比率(%) (2013E) | 70 |
| 主要股东(%) | |
| 杜玉岱 | 7.50 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年8月28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

化工

苏文杰

(8610) 6622 9389

wenjie.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511050001

2014 年上半年经营情况分析

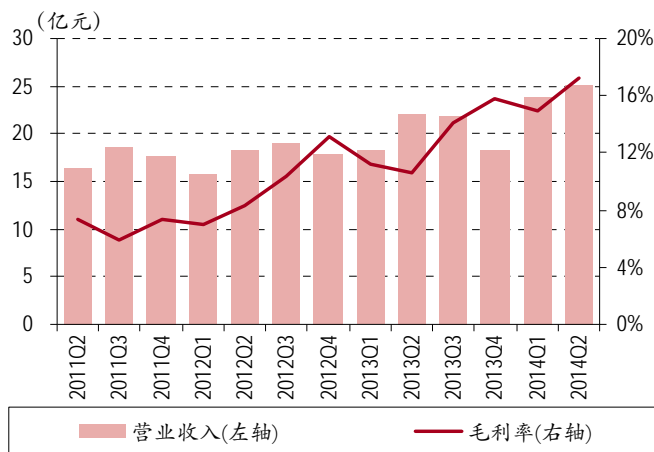
2014 年上半年公司实现营业收入 49.1 亿元，同比增加 22.1%；归属母公司净利润 2.0 亿元，同比增加 51.8%；实现每股收益为 0.44 元。2014 年上半年公司综合毛利率为 16.08%，同比提高 5.21 个百分点；同期净利率为 4.01%，同比提高 0.76 个百分点。

2014 年上半年公司综合毛利率同比提高 5.21 个百分点。这主要是因为天胶等原材料价格的下降超过轮胎价格所致。2014 年上半年天然橡胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶同比分别下跌 32.1%、24.0%、16.8%，2014 年上半年轿车子午胎价格同比下跌 5.5%，橡胶在轮胎中的成本占比约 50-60%，由于轮胎价格下跌幅度小于天胶、合成胶等原材料，2014 年上半年公司综合毛利率同比提高。

上半年综合毛利率同比大幅提高，而净利率同比仅提升 0.76 个百分点，一方面是因为今年上半年三项费用率同比提高 6.50 个百分点至 14.09%，三项费用率大幅增加主要是因为合并范围增加、研发投入增加、对外借款增加；另一方面是因为所得税率同比提高 7.14 个百分点至 20.62%。

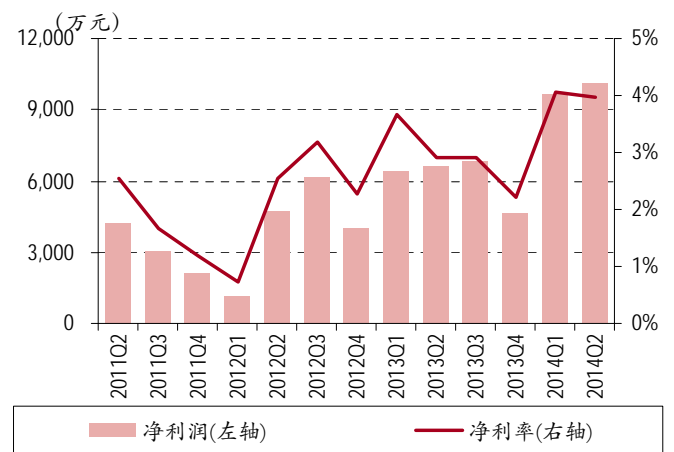
2014 年 2 季度公司实现营业收入 25.2 亿元，同比增加 14.8%，环比增加 5.4%；2014 年 2 季度公司实现净利润 1.0 亿元，同比增加 52.9%，环比增加 4.8%；2014 年 2 季度公司综合毛利率为 17.21%，同比提高 6.59 个百分点，环比提高 2.32 个百分点；2014 年 2 季度公司净利率为 3.97%，同比提高 1.06 个百分点，环比下降 0.08 个百分点。

图表 1. 分季度收入、毛利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

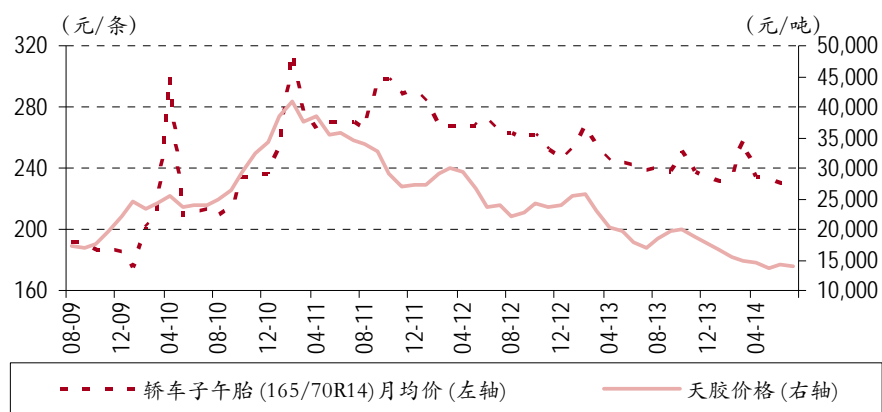
图表 2. 分季度净利润、净利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

天胶价格与轮胎价格波动一致性较强

天胶与合成胶占轮胎成本的 50% 以上，我们将载重子午胎价格与天然橡胶价格进行对比，发现二者之间同步性还是很强的，因为天然橡胶价格是透明的，轮胎下游企业会根据天然橡胶价格情况对轮胎生产企业进行报价。但二者既有联系又有差别，我们很明显可以看出天胶价格在上涨的时候与轮胎价格波动更为一致，天胶价格下跌时轮胎价格下跌更慢。天胶价格已经跌到很低的地步，后续如果天胶价格向上，那么相对来说轮胎价格比较优势将消除，这对于轮胎毛利率是不利的。

图表 3. 我国轿车子午胎价格与天然橡胶价格对比


资料来源：万得资讯、中银国际研究

公司海外扩产以应对美国双反

2014年6月3日，美国钢铁工人联合会代表美国乘用车及轻型卡车轮胎产品产业向美国商务部（DOC）和美国国际贸易委员会（ITC）提出申请，要求对来自中国的乘用车及轻卡轮胎产品启动反倾销和反补贴调查。

根据美国国际贸易委员会网站公布的信息显示，美国商务部将于2014年8月27日左右公布反补贴初裁结果，于2014年11月10日左右公布反倾销初裁结果，根据美国“双反”相关程序性规定结合目前的调查进度估算，美国商务部将于2015年6月4日左右公布反补贴和反倾销的终裁结果，于2015年7月26日左右颁布反补贴和反倾销令。目前，美国商务部和美国国际贸易委员会正在针对从中国进口的乘用车和轻卡轮胎对美国相关产业所造成的损害幅度进行调查。

最近三年一期，公司销往美国市场的半钢子午胎的收入占公司收入的比重为10%左右；毛利占公司整体毛利总额的比例平均值为13.36%。

目前公司拥有的半钢子午胎产能为2,550万条/年，其中赛轮（越南）的半钢产能约为350万条/年（预计年底将达到700万条/年的产能），而公司2013年销往美国的半钢子午胎为341.40万条，2014年第一季度为131.39万条。因此，若美国“双反”正式通过且实施，公司可以通过境内外半钢子午胎产能的整体调配，将出口到美国市场的订单转移至越南工厂生产，以满足美国市场的需求，从而减少美国“双反”的影响。

公司产能继续扩张，预计年底轿车子午胎产能达到4,400万条

目前公司拥有的半钢子午胎产能为2,550万条/年，其中赛轮（越南）的半钢产能约为350万条/年，预计年底将达到700万条/年的产能；金宇二期年产1,500万条大轮辋高性能子午线轮胎项目正在建设，预计将于2014年10月份投产；巨胎项目相关工作也正稳步推进。在建产能投产后公司轿车胎产能将达到4,400万条。

随着上述项目的建成并达产，将为公司实现规模效益，进一步降低成本和做大做强奠定坚实的基础。

公司估值

我们预计公司 2014-2016 年的每股收益分别为 0.79、1.04 和 1.30 元，按照 2014 年 8 月 28 日收盘价 13.77 元计算，2014-2016 年对应的动态市盈率分别为 17.5 倍、13.3 倍和 10.6 倍。考虑到公司未来两年公司收入利润增速有望保持较快增长。我们给予公司 2014 年 20 倍的市盈率水平，目标价为 15.75 元，维持 **谨慎买入** 评级。

图表 4. 业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2013 年中报 | 2014 年中报 | 同比变动(%) |
|-----------------|----------------|----------------|---------------|
| 一、营业总收入 | 4,023.3 | 4,911.6 | 22.1 |
| 营业收入 | 4,023.3 | 4,911.6 | 22.1 |
| 二、营业总成本 | 3,915.2 | 4,702.6 | 20.1 |
| 营业成本 | 3,585.8 | 4,121.7 | 14.9 |
| 营业税金及附加 | 8.6 | 6.9 | (19.3) |
| 销售费用 | 142.5 | 231.8 | 62.6 |
| 管理费用 | 93.4 | 209.7 | 124.5 |
| 财务费用 | 69.2 | 125.2 | 80.9 |
| 资产减值损失 | 15.6 | 7.2 | (53.8) |
| 三、其他经营收益 | 35.7 | 11.3 | (68.3) |
| 公允价值变动净收益 | | | |
| 投资净收益 | 35.7 | 11.3 | (68.3) |
| 汇兑净收益 | | | |
| 四、营业利润 | 143.7 | 220.3 | 53.3 |
| 加：营业外收入 | 10.9 | 29.4 | 169.9 |
| 减：营业外支出 | 3.5 | 1.5 | (56.4) |
| 五、利润总额 | 151.1 | 248.2 | 64.3 |
| 减：所得税 | 20.4 | 51.2 | 151.3 |
| 加：未确认的投资损失 | | | |
| 六、净利润 | 130.7 | 197.0 | 50.7 |
| 减：少数股东损益 | 0.6 | (0.6) | (190.2) |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 130.1 | 197.6 | 51.8 |
| 七、每股收益： | | | |
| (一) 基本每股收益(元) | 0.34 | 0.44 | 51.8 |
| (二) 稀释每股收益(元) | 0.34 | 0.44 | 51.8 |
| 主要指标(%) | | | |
| 营业利润率 | 10.9 | 16.1 | |
| 息税前利润率 | 3.6 | 4.5 | |
| 净利润率 | 3.2 | 4.0 | |

资料来源：公司数据、中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 销售收入 | 7,075 | 8,022 | 9,890 | 12,334 | 15,000 |
| 销售成本 | (6,382) | (6,989) | (8,513) | (10,680) | (13,018) |
| 经营费用 | (253) | (459) | (561) | (739) | (935) |
| 息税折旧前利润 | 440 | 574 | 816 | 914 | 1,048 |
| 折旧及摊销 | (163) | (201) | (190) | (198) | (205) |
| 经营利润 (息税前利润) | 277 | 373 | 626 | 716 | 842 |
| 净利息收入/(费用) | (108) | (181) | (186) | (136) | (118) |
| 其他收益/(损失) | 15 | 96 | (12) | (16) | (20) |
| 税前利润 | 184 | 288 | 428 | 564 | 705 |
| 所得税 | (25) | (53) | (77) | (102) | (127) |
| 少数股东权益 | 1 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 160 | 245 | 351 | 463 | 579 |
| 核心净利润 | 160 | 236 | 364 | 480 | 599 |
| 每股收益(人民币) | 0.360 | 0.550 | 0.787 | 1.039 | 1.299 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.358 | 0.530 | 0.818 | 1.077 | 1.345 |
| 每股股息(人民币) | 0.179 | 0.403 | 0.200 | 0.200 | 0.200 |
| 收入增长(%) | 11 | 13 | 23 | 25 | 22 |
| 息税前利润增长(%) | 48 | 35 | 68 | 15 | 18 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 25 | 30 | 42 | 12 | 15 |
| 每股收益增长(%) | 53 | 53 | 43 | 32 | 25 |
| 核心每股收益增长(%) | 55 | 48 | 54 | 32 | 25 |

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 | 184 | 288 | 428 | 564 | 705 |
| 折旧与摊销 | 163 | 201 | 190 | 198 | 205 |
| 净利息费用 | 108 | 181 | 186 | 136 | 118 |
| 运营资本变动 | 182 | (298) | (17) | (295) | (426) |
| 税金 | (25) | (53) | (77) | (102) | (127) |
| 其他经营现金流 | (9) | (79) | (5) | (5) | (6) |
| 经营活动产生的现金流 | 604 | 239 | 705 | 497 | 469 |
| 购买固定资产净值 | (655) | (995) | (50) | (50) | (50) |
| 投资减少/增加 | (239) | (36) | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | (106) | (9) | 5 | 5 | 5 |
| 投资活动产生的现金流 | (1,000) | (1,040) | (45) | (45) | (45) |
| 净增权益 | 0 | 705 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 1,161 | 327 | 1,000 | (500) | (500) |
| 支付股息 | (21) | (68) | (179) | (89) | (89) |
| 其他融资现金流 | (111) | (94) | (276) | (136) | (117) |
| 融资活动产生的现金流 | 1,029 | 871 | 544 | (725) | (706) |
| 现金变动 | 632 | 70 | 1,204 | (274) | (282) |
| 期初现金 | 533 | 1,160 | 1,204 | 2,428 | 2,155 |
| 公司自由现金流 | (393) | (829) | 674 | 492 | 459 |
| 权益自由现金流 | 657 | (654) | 1,474 | (185) | (194) |

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 | 1,160 | 1,204 | 2,520 | 2,248 | 1,968 |
| 应收帐款 | 1,524 | 1,838 | 1,903 | 2,466 | 2,969 |
| 库存 | 1,107 | 978 | 1,365 | 1,686 | 1,988 |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动资产总计 | 3,791 | 4,019 | 5,788 | 6,401 | 6,926 |
| 固定资产 | 2,470 | 3,257 | 3,116 | 2,968 | 2,814 |
| 无形资产 | 340 | 373 | 373 | 373 | 373 |
| 其他长期资产 | 639 | 668 | 668 | 668 | 668 |
| 长期资产总计 | 3,449 | 4,297 | 4,157 | 4,009 | 3,855 |
| 总资产 | 7,239 | 8,316 | 9,945 | 10,410 | 10,780 |
| 应付帐款 | 1,690 | 1,418 | 1,852 | 2,440 | 2,816 |
| 短期债务 | 2,657 | 2,554 | 3,554 | 3,054 | 2,554 |
| 其他流动负债 | 36 | 189 | 97 | 95 | 93 |
| 流动负债总计 | 4,382 | 4,162 | 5,503 | 5,588 | 5,463 |
| 长期借款 | 758 | 1,150 | 1,150 | 1,150 | 1,150 |
| 其他长期负债 | 111 | 156 | 159 | 163 | 167 |
| 股本 | 378 | 445 | 445 | 445 | 445 |
| 储备 | 1,583 | 2,389 | 2,671 | 3,045 | 3,534 |
| 股东权益 | 1,961 | 2,834 | 3,116 | 3,490 | 3,980 |
| 少数股东权益 | 27 | 15 | 16 | 18 | 21 |
| 总负债及权益 | 7,239 | 8,316 | 9,945 | 10,410 | 10,780 |
| 每股帐面价值(人民币) | 5.19 | 6.36 | 7.00 | 7.84 | 8.94 |
| 每股有形资产(人民币) | 4.29 | 5.53 | 6.16 | 7.00 | 8.08 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 5.96 | 5.61 | 4.90 | 4.39 | 3.90 |

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 |
|-----------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 6.2 | 7.2 | 8.2 | 7.4 | 7.0 |
| 息税前利润率(%) | 3.9 | 4.6 | 6.3 | 5.8 | 5.6 |
| 税前利润率(%) | 2.6 | 3.6 | 4.3 | 4.6 | 4.7 |
| 净利率(%) | 2.3 | 3.1 | 3.5 | 3.8 | 3.9 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.3 |
| 利息覆盖率(倍) | 2.4 | 1.8 | 3.0 | 3.8 | 5.2 |
| 净权益负债率(%) | 113.4 | 87.8 | 69.7 | 55.7 | 43.4 |
| 速动比率(倍) | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.9 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 38.3 | 25.0 | 17.5 | 13.3 | 10.6 |
| 核心业务市盈率 | 38.4 | 26.0 | 16.8 | 12.8 | 10.2 |
| 目标价对应核心业务市盈率 | 43.9 | 29.7 | 19.3 | 14.6 | 11.7 |
| 盈率 | | | | | |
| 市净率(倍) | 2.7 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 1.5 |
| 价格/现金流(倍) | 8.6 | 25.7 | 8.7 | 12.3 | 13.1 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 15.9 | 14.1 | 9.5 | 8.2 | 7.0 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 60.2 | 54.4 | 50.2 | 52.1 | 51.5 |
| 应收帐款周转天数 | 71.8 | 76.5 | 69.0 | 64.6 | 66.1 |
| 应付帐款周转天数 | 72.0 | 70.7 | 60.4 | 63.5 | 63.9 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 42.2 | 73.2 | 25.4 | 19.3 | 15.4 |
| 净资产收益率(%) | 8.4 | 10.2 | 11.8 | 14.0 | 15.5 |
| 资产收益率(%) | 4.0 | 3.9 | 5.6 | 5.8 | 6.5 |
| 已运用资本收益率(%) | 6.3 | 6.7 | 9.0 | 9.9 | 11.5 |

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