

证券研究报告—首次评级

2015年5月6日



发行股数(百万)	239
流通股(%)	100
流通市值(人民币 百万)	4,410
3个月日均交易额(人民币 百万)	161
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
中通汽车工业集团有限责任公司	22

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2015 年 4 月 29 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

彭勇

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

投资咨询资格编号:S1300514060001

中通客车

新能源和改革推动跨越式发展

中通客车是国内第三大客车生产企业，仅次于宇通客车和金龙汽车，通过多年的投入及积累，在新能源客车、天然气客车以及客车出口上均取得不俗成绩。2014 年中通客车销量为 1.3 万辆，其中出口 3,148 辆、新能源客车 1,700 辆左右。我们预计到 2016 年中通客车新能源汽车销售收入占比有望突破 50%，成为新能源业务占比最高的汽车企业。新能源客车销量占比提升，将有望带动公司收入和盈利能力提升。山东省已经颁布国企改革指导文件，预计山东省内国企改革也有望惠及中通客车，将有助于其提升管理水平和市场竞争力。我们预计 2015-2017 年中通客车每股收益分别为 1.30 元、1.48 元和 1.55 元，考虑到未来公司成长性，给予 2015 年 20 倍动态市盈率，合理目标价 26.00 元，给予买入的首次评级。

支撑评级的要点

- **借助新能源客车异军突起。** 中通客车是国内最早投入新能源客车研发的企业之一，2004 年就开始进行新能源客车的研发，承担了国家 863 计划节能与新能源汽车的三个专项。2014 年公司新能源客车销量仅次于宇通、金龙，预计 2016 年公司新能源客车销售收入占比将超过 50%。宇通、金龙分别借助卧铺客车、旅游客车奠定市场地位，成为行业翘楚，中通客车有望借助新能源汽车异军突起，实现年产值突破百亿元的目标。
- **受惠山东省国企改革，管理层激励提升企业竞争力和管理水平。** 2015 年 3 月山东省发布了《关于深化省属国有企业改革几项重点工作的实施意见》，要求：推进上市公司股权激励。我们预计 2015 年 4 月底山东省国企改革计划推出后，中通客车有望纳入股权激励试点企业。客车行业竞争较为充分，属于人力密集型行业，管理层及骨干人员的激励对提升客车企业的管理水平及竞争力意义重大，管理层激励对客车企业的影响重大。

评级面临的主要风险

- 1) 新能源客车推广数量和盈利能力大幅低于预期；2) 传统客车行业景气度大幅下行。

估值

- 我们预计 2015-2017 年中通客车每股收益分别为 1.30 元、1.48 元和 1.55 元，考虑到未来公司成长性，给予 2015 年 20 倍动态市盈率，合理目标价 26.00 元，首次给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	3,217	3,612	5,026	5,630	6,085
变动(%)	12	12	39	12	8
净利润(人民币 百万)	101	298	320	358	380
全面摊薄每股收益(人民币)	0.438	1.172	1.298	1.476	1.549
变动(%)	80.7	167.5	10.7	13.7	5.0
全面摊薄市盈率(倍)	42.2	15.8	14.2	12.5	11.9
价格/每股账面价值(倍)	16.9	18.7	47.1	9.8	4.7
每股现金流量(人民币)	1.09	0.99	0.39	1.89	3.93
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.5	23.9	10.1	8.7	7.0
每股股息(人民币)	0.080	0.000	0.110	0.148	0.155
股息率(%)	0.4	n.a.	0.6	0.8	0.8

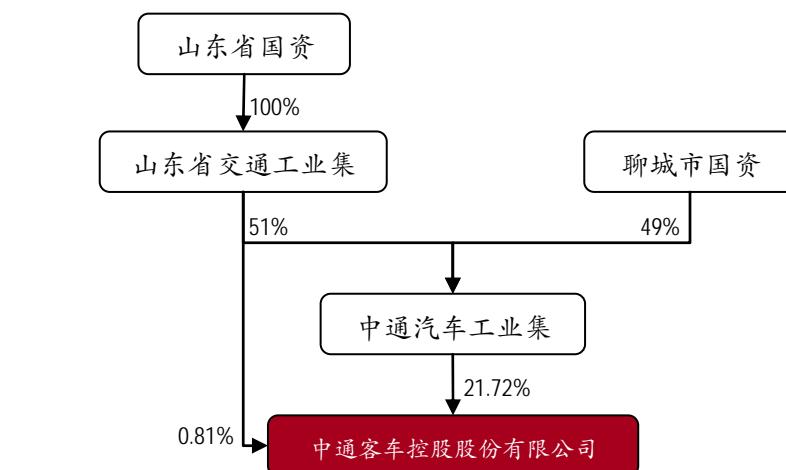
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中通客车：客车市场新势力

中通客车控股股份有限公司是一家具有四十多年专业生产大中型客车的历史，于2000年1月13日在深圳证券交易所成功上市，是我国客车行业最早的上市公司之一。2000年公司成功引进荷兰BOVA公司完整的制造技术和具有国际先进水平的生产线，2006年获得客车底盘生产资质，成为整车生产企业。

中通客车是由山东省和聊城市两级国资委控制的地方国有企业。

图表 1. 中通客车股权结构

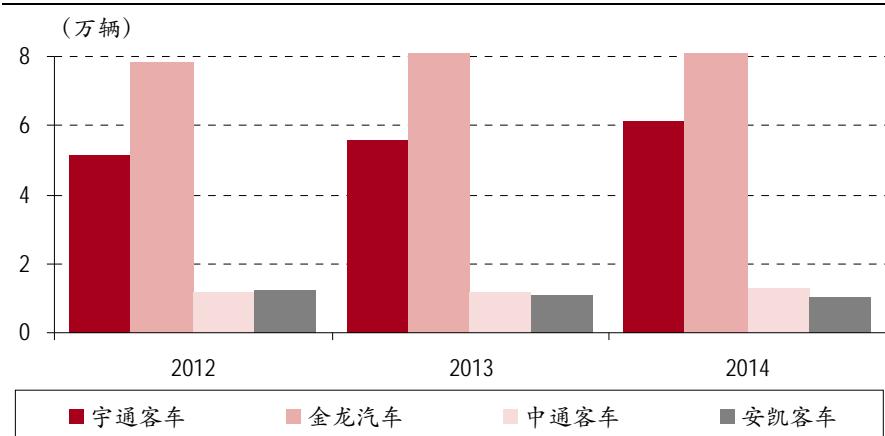


资料来源：公司公告，中银国际研究

中通客车抓住了近几年公交客车（尤其是新能源公交和天然气公交）和校车快速增长的机遇，2014年累计销售客车12,795辆，仅次于宇通客车和金龙汽车，位居客车行业销量第三位，进入客车行业第一阵营。

中通客车老厂区仅有200多亩地，当初的设计产能只有5,000辆，在这样的厂区条件下，公司最多单月产量曾达到2,000辆。随着2014年底新基地建成投产，中通客车跨入新的发展时期，生产工艺、制造能力得以大幅提升，具备年产3万台客车生产能力，产能也是仅次于宇通客车和金龙汽车，位居行业第三位，远高于其它竞争对手。

图表 2.2012-2014年客车销量前4名企业



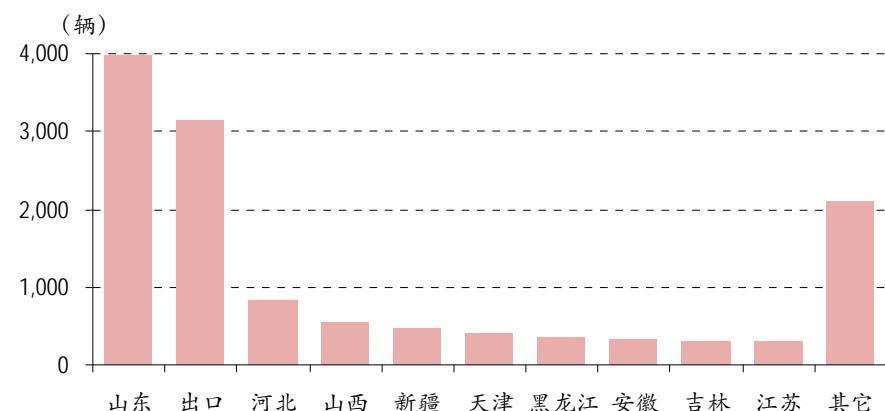
资料来源：中客网

与宇通客车和金龙汽车销售区域已完成全国覆盖不同，中通客车正从区域性客车企业向全国性客车企业发展，并积极拓展海外市场。

山东市场一直是中通客车最重要的市场，2014年山东省内销售3,062辆，占其总销量的31.0%，为其第一大市场。其次是出口市场，近年中通客车在客车出口上取得较大进步，出口规模已从2012年的1,320辆增长至2014年的3,148辆，增长幅度远高于行业平均水平。2014年客车出口量已占其总销量的24.6%。

除了山东和出口外，公司产品主要销售区域还有河北、山西、新疆、天津、黑龙江等地区。

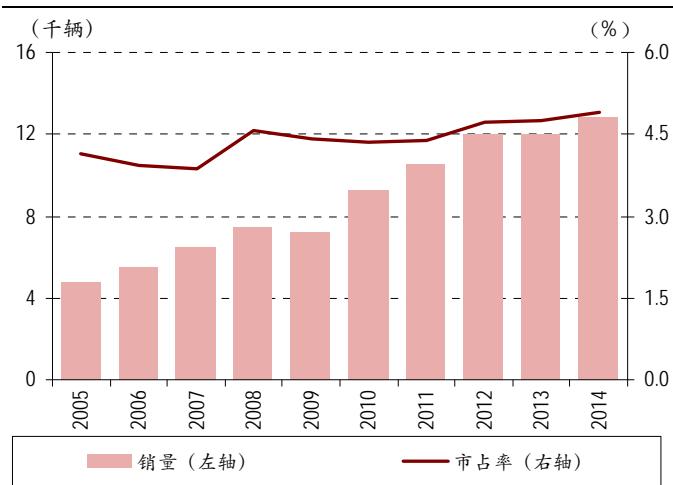
图表3.2014年中通客车分区域客车销量



资料来源：中客网

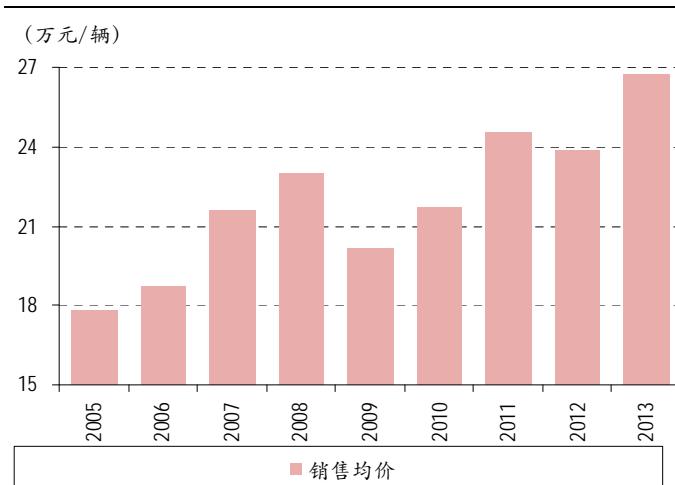
近十年中通客车销量逐年增长，已从年产销不足5,000辆增长至1.3万辆，市场占有率也接近提升了1个百分点，产品销售均价也提升约9万元。

图表4.中通客车销量及市占率



资料来源：中客网

图表5.中通客车单车销售均价

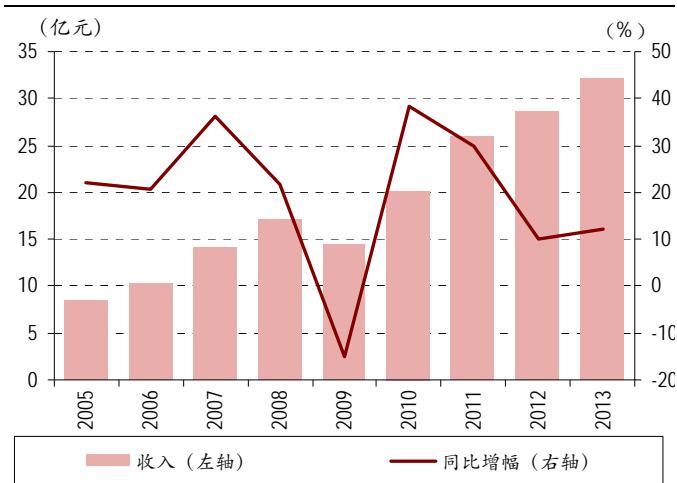


资料来源：公司公告，中客网

除2009年外，公司收入一直保持两位数以上的增长，2005-2013年复合增长率约为18%，我们预计2014年公司收入规模约为36亿元。

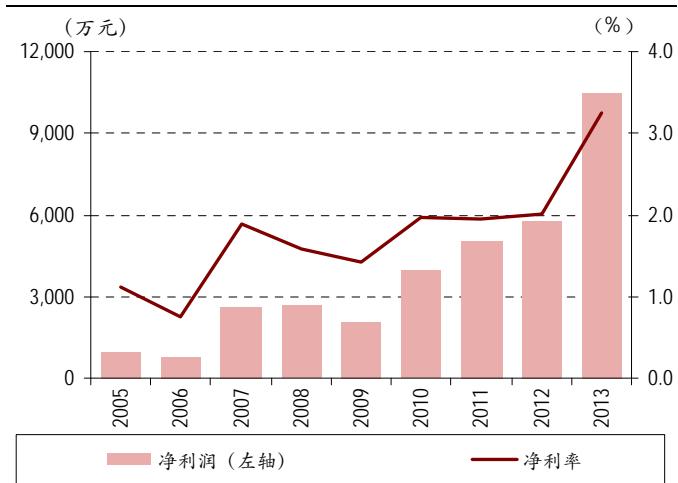
随着收入增长、产品单价提升、产品结构变化，公司净利率提升较为明显。

图表 6. 中通客车收入及增幅



资料来源：公司公告

图表 7. 中通客车净利润及增幅



资料来源：公司公告

2014 年大中型客车销量占比提升，结构逐渐上移，预计随着新能源客车销量增加，结构有望进一步改善。

图表 8.2014 年中通客车分产品销量及同比增幅

	大型客车		中型客车		轻型客车		合计	
	销量	同比(%)	销量	同比(%)	销量	同比(%)	销量	同比(%)
座位客车	1,164	7.2	2,779	42.5	1,883	4.1	5,826	20.2
校车	56	(52.5)	327	(35.8)	690	(61.7)	1,073	(55.8)
公交客车	3,591	(7.0)	2,165	140.3	140		5,896	23.8
卧铺与其它								
合计	4,811	(5.0)	5,271	56.9	2,713	(24.8)	12,795	6.3

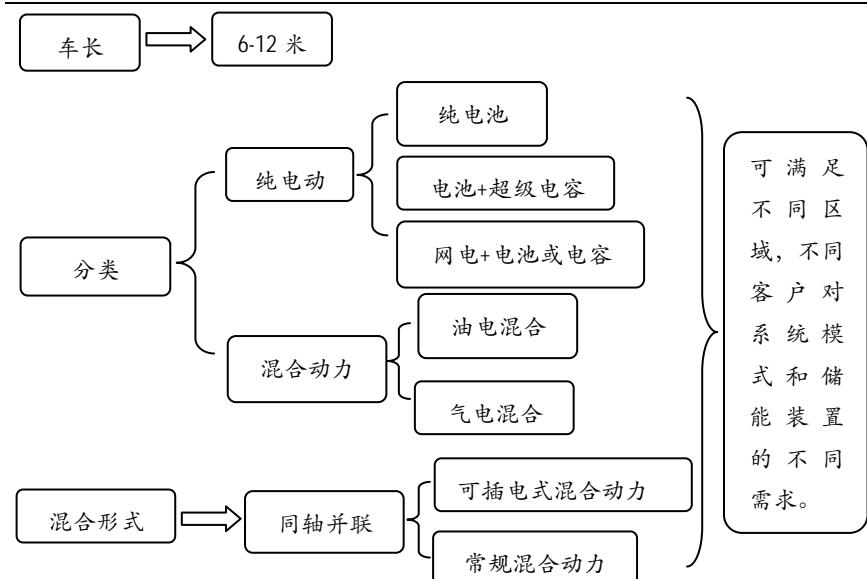
资料来源：中客网

借助新能源异军突起

宇通、金龙分别借助卧铺客车、旅游客车奠定市场地位，成为行业翘楚，中通客车有望借助新能源汽车异军突起，实现年产值突破百亿元的目标。

中通客车是国内最早投入新能源客车研发的企业之一，2004 年就开始进行新能源客车的研发，承担了国家 863 计划节能与新能源汽车的三个专项，截止目前，中通已推出全系列涵盖 6-12 米多种模式的纯电动客车以及多种类型的插电式混合动力客车，储能装置有锂电池、锂电池+超级电容、网电+锂电池或超级电容，可以用于满足不同区域不同客户的不同需求。

图表 9. 中通客车节能与新能源汽车产品路线规划



资料来源：中客网，中银国际研究

中通客车推出了大型插电式混合动力客车、大中型纯电动公交车、轻型纯电动公交车，以及插电式混合动力旅游团体客车，满足公共交通干线、最后一公里的微公交、旅游市场包车等不同市场需求。

图表 10. 中通客车双源无轨纯电动客车（网电+电池或电容）



资料来源：公司网站

图表 11. 中通客车插电式混合动力旅游团体客车



资料来源：中客网

图表 12. 中通客车 6 米轻型纯电动客车



资料来源：中客网

图表 13. 中通客车插电式混合动力公交客车



资料来源：公司网站

根据中通客车测算，10米插电式混合动力客车全生命周期已较传统客车节约燃料成本23-39万元，并可减少131-160吨碳排放和15-20吨NOx排放。

插电式混合动力客车在节能减排上效果显著，加之国家给予约25万元/辆补贴，具备较大的经济性及环保性。

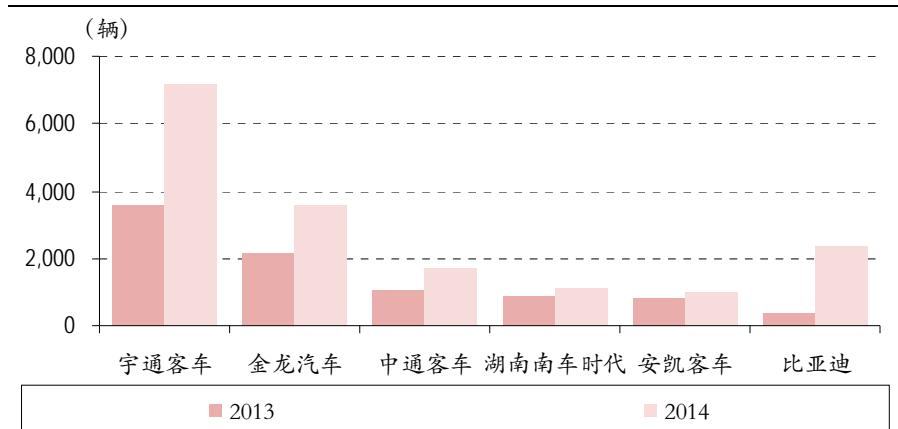
图表 14. 中通客车插电式混合动力客车与传统客车全生命周期成本对比

车型	10米插电式 气柴油-电混合 (按日180公里)	10米柴油车 (手动挡)	10米柴油车 (自动挡)
日内百公里能量消耗量	12.5L+14kWh	20.5L	25.6L
燃料价格	6.3元/L;0.5元/kWh	6.3元/L	6.3元/L
折算燃料成本(元/公里)	0.86	1.29	1.61
年均行驶里程(公里)	65,000	65,000	65,000
单年度碳排放(吨)	10.88	16.32	20.03
单年度NOx排放(吨)	1.26	1.89	2.52
单年度燃料成本(万元)	5.57	8.39	10.48
8年碳排放(吨)	87.04	130.56	160.28
8年NOx排放(吨)	10.07	15.10	20.13
8年燃料成本总计(万元)	44.59	67.16	83.87
8年度相对柴油车减少碳排放(吨)		43.52	73.24
8年度相对柴油车减少NOx排放(吨)		5.03	10.07
8年插电式相对柴油车(万元)		22.57	39.28
节约燃料成本			

资料来源：中客网

凭借多年的技术积累和市场耕耘，中通客车新能源客车奠定较高的市场地位，近两年在新能源客车（含混合动力）产销规模上仅次于宇通客车和金龙汽车，位居行业第三位，其中混合动力客车（含插电式）产量仅次于宇通客车。

图表 15. 2013-2014年新能源客车产量前5位客车企业

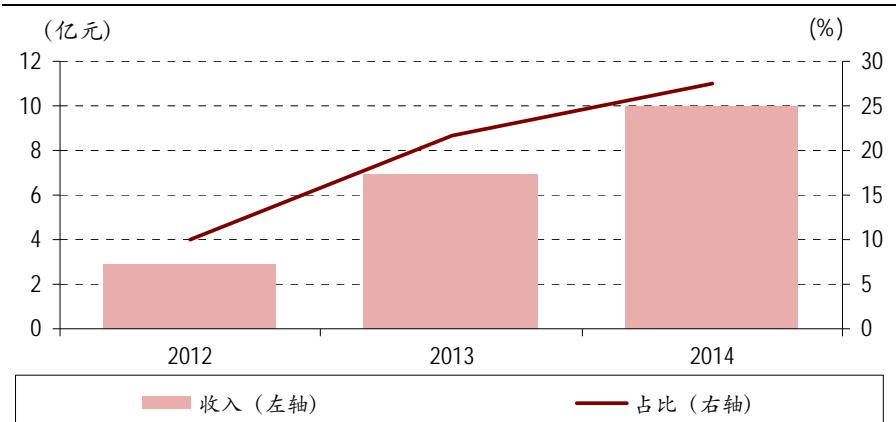


资料来源：节能与新能源汽车网

注：2013年含混合动力客车，2014年为纯电动+插电式混合动力客车。

我们估计公司2014年交付的新能源客车超过1,600辆，合同金额近10亿元，占其总销售收入的27.5%。

图表 16. 中通客车仅三年新能源客车收入及占比（估计值）



资料来源：中银国际研究

中通客车将加大在纯电动公交方面的推广力度，以城市微循环为突破口，大力推广中通的中轻型纯电动客车，根据中客网报道，2015年前两个月公司与天津市公交签订了500辆城市微公交订单。

我们预计中通客车2015年来自新能源汽车收入占比有望接近一半，2016年新能源汽车贡献的收入有望达到六成，将是目前汽车行业上市企业中新能源业务贡献占比最高的。

国企改革带来大幅改善空间

增发提升大股东持股比例，打开后期改革空间

汽车行业属于典型的资本密集型行业，公司自IPO以来一直没有实施股权融资，支撑公司业务发展的资金来源除了公司自身的逐年利润积累之外，主要依赖银行借款。

2014年底公司2万辆新能源客车及节能型客车生产基地建成投产，标志着公司新能源客车跨越式发展的正式开始。在新增产能释放期内，随着公司业务规模的快速提升，可以预期未来数年内公司流动资金的需求会快速上升。

中通客车拟以12.19元/股的价格发行5,742万股，募集7亿元偿还部分银行贷款和补充流动资金。若本次募集资金全部用于降低应付票据余额并偿还银行贷款，则本次发行后对于2014年9月30日相关财务指标进行模拟后，公司的资产负债率有望修正为58.28%

图表 17. 中通客车资产负债率偏高

项目	2014/9/30	2013/12/31	2012/12/31	2011/12/31
中通客车资产负债率(%)	74.8	75.5	74.6	72.4
可比上市公司平均资产负债率(%)	61.3	60.6	59.4	59.6

资料来源：公司公告

目前中通客车控股股东中通集团持股比例仅有21.7%，本次增发完成后持股比例将提升至23.1%。

图表 18. 增发完后，大股东持股比例提升

	认购金额	增发前持股比例(%)	增发后持股比例(%)
中通集团	2亿元	21.7	23.1
山东省国投	2亿元	-	13.9

资料来源：公司公告

中通汽车工业集团

中通汽车工业集团建企于 1958 年，是以经营客车、专用车为主业的大型国有企业集团，下属中通客车、中通专用车、中通特种客车、中通钢构和中通小额贷款等子公司，产品涵盖客车、环卫车、特种客车、混凝土机械和微型电动车等。

除中通客车以外，中通汽车工业集团还具备年产 1 万辆专用车和 1 万辆客车底盘的能力，并具备 10 万吨的钢结构制造年加工能力和 10 万平米房地产的年开发能力。

图表 19. 微型纯电动车



资料来源：中通汽车工业集团网站

图表 20. 微型纯电动路面清扫车



资料来源：中通汽车工业集团网站

图表 21. 联合吸污车



资料来源：中通汽车工业集团网站

图表 22. 混凝土搅拌车



资料来源：中通汽车工业集团网站

中通汽车工业集团主要收入和利润来自中通客车，2013 年中通客车占其收入的 60% 和净利润的 34%。

图表 23. 中通汽车工业集团 2013 年收入及利润（扣除中通客车）

营业收入（万元）	182,256
归属于母公司所有者净利润（万元）	4,371

资料来源：公司公告，中银国际研究

山东国企改革

2015 年 3 月山东省发布《关于深化省属国有企业改革几项重点工作的实施意见》，要求：推进上市公司股权激励，2015 年 4 月底前制定国有控股上市公司股权激励推进计划；2015 年上半年制定办法，下半年选择部分企业开展试点，以多种方式对非上市企业核心骨干人才实施中长期激励；设立投资运营公司，推动国有企业改革重组，促进产业科技创新，以市场方式进行资本运作和融资主体，作为中大产业转型升级项目和公共服务项目的投资主体。

参与中通客车增发的的山东省国投是山东省确立的第一批试点改建成投资运营公司。中通客车所从事的新能源客车产业属于山东省鼓励的科技创新产业，山东省国投参与中通客车增发，也促进山东省新能源汽车产业的发展。

山东省本次国企改革也重点强调了推进上市公司股权激励，围绕健全激励机制，加快员工持股计划推行，重点关注以“奖励金”为纽带的持股方案。

山东黄金已率先于推出了第一期员工持股计划，通过员工持股计划参与定增来完成管理层及骨干员工的激励。通过员工持股计划不仅将管理层及骨干员工利益与公司长远目标的锁定，有望大幅促进公司管理水平和市场竞争能力的提升，也很好的回避了国有资产流失等问题。

我们预计 2015 年 4 月底山东省国企改革计划推出后，中通客车有望纳入股权激励试点企业。客车行业竞争较为充分，属于人力密集型行业，管理层及骨干人员的激励对提升客车企业的管理水平及竞争力意义重大，如宇通客车完成管理层 MBO 后进入多年持续增长，且盈利能力远高于同类企业，所以管理层激励对客车企业的影响重大。

盈利预测及投资建议

按照中通客车规划，公司未来追求双百亿目标（产值超百亿、公司市值超百亿）。2014 年公司提出利用 3-5 年时间，达到百亿的销售目标，主要依靠三个方面：1) 海外销售，力争在三到五年之内做到 33 亿规模，占百亿目标的三分之一；2) 新能源客车，利用两年左右的时间要将新能源客车销售额做到 33 亿；3) 常规客车市场，包括公路客车、旅游客车以及公交车、校车等细分市场，也要在三年内实现 33 亿的销售额。

我们预计公司未来新能源客车销量及收入占比将逐渐提升，并有望在 2016 年超过 50%。

图表 24. 中通客车销量及收入预测

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
客车销量(辆)	12,017	12,036	12,795	14,590	15,520	16,340
新能源客车销量(辆)	402	966	1,610	3,400	4,400	5,300
占比(%)	3	8	13	23	28	32
新能源客车收入(万元)	28,944	69,552	99,900	240,000	302,700	344,100
占比(%)	10	22	28	48	54	57

资料来源：中银国际研究，中客网

我们预计 2015-2017 年中通客车每股收益分别为 1.30 元、1.48 元和 1.55 元，考虑到未来公司成长性，给予 2015 年 20 倍动态市盈率，合理目标价 26.00 元，买入评级。

风险提示

- 1) 新能源客车推广数量和盈利能力大幅低于预期；
- 2) 传统客车行业景气度大幅下行。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	3,217	3,612	5,026	5,630	6,085
销售成本	(2,706)	(3,073)	(4,167)	(4,676)	(5,078)
经营费用	(383)	(390)	(444)	(454)	(439)
息税折旧前利润	128	150	415	499	568
折旧及摊销	(26)	(31)	(55)	(91)	(136)
经营利润(息税前利润)	102	119	359	408	432
净利润收入/(费用)	(11)	(25)	(15)	(24)	(20)
其他收益/(损失)	35	251	26	30	28
税前利润	126	345	370	415	440
所得税	(23)	(56)	(63)	(71)	(75)
少数股东权益	(2)	9	13	15	15
净利润	101	298	320	358	380
核心净利润	107	302	325	363	385
每股收益(人民币)	0.438	1.172	1.298	1.476	1.549
核心每股收益(人民币)	0.450	1.267	1.362	1.522	1.615
每股股息(人民币)	0.080	0.000	0.110	0.148	0.155
收入增长(%)	12	12	39	12	8
息税前利润增长(%)	63	16	203	14	6
息税折旧前利润增长(%)	48	17	177	20	14
每股收益增长(%)	81	168	11	14	5
核心每股收益增长(%)	82	182	8	12	6

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	126	345	370	415	440
折旧与摊销	26	31	55	91	136
净利息费用	11	25	15	24	20
运营资本变动	165	187	65	(234)	741
税金	(25)	(47)	(48)	(48)	(55)
其他经营现金流	(42)	(305)	(364)	203	(345)
经营活动产生的现金流	261	236	94	450	937
购买固定资产净值	64	(3)	560	560	560
投资减少/增加	1	225	1	1	1
其他投资现金流	(301)	(314)	(1,120)	(1,120)	(1,120)
投资活动产生的现金流	(236)	(92)	(559)	(559)	(559)
净增权益	(19)	0	(26)	(35)	(37)
净增债务	78	30	(158)	228	(276)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(7)	0	(85)	(126)	(241)
融资活动产生的现金流	52	57	(216)	169	(333)
现金变动	76	201	(682)	60	46
期初现金	730	817	1,184	503	563
公司自由现金流	25	144	(465)	(109)	378
权益自由现金流	114	199	(608)	142	122

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	877	1,314	566	648	701
应收账款	879	996	1,573	1,555	1,556
库存	413	502	879	670	1,012
其他流动资产	51	57	82	73	95
流动资产总计	2,219	2,868	3,100	2,945	3,364
固定资产	682	1,014	1,518	1,986	2,410
无形资产	327	324	325	326	327
其他长期资产	25	19	23	22	21
长期资产总计	1,035	1,358	1,866	2,334	2,758
总资产	3,255	4,227	4,967	5,281	6,123
应付帐款	1,459	2,154	2,679	2,485	3,123
短期债务	188	262	188	238	195
其他流动负债	430	496	551	495	642
流动负债总计	2,076	2,912	3,418	3,217	3,961
长期借款	245	99	80	249	0
其他长期负债	136	144	119	133	132
股本	239	239	239	239	239
储备	548	808	1,091	1,408	1,740
股东权益	786	1,047	1,329	1,646	1,979
少数股东权益	1	8	21	36	51
总负债及权益	3,255	4,227	4,967	5,281	6,123
每股帐面价值(人民币)	3.30	4.39	5.57	6.90	8.30
每股有形资产(人民币)	1.92	3.03	4.21	5.53	6.93
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.61)	(3.45)	(0.98)	(0.32)	(1.73)

主要比率

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.0	4.1	8.2	8.9	9.3
息税前利润率(%)	3.2	3.3	7.1	7.2	7.1
税前利润率(%)	3.9	9.5	7.4	7.4	7.2
净利率(%)	3.1	8.2	6.4	6.4	6.3
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
利息覆盖率(倍)	9.2	4.7	24.6	17.3	21.6
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)	0.9	0.8	0.6	0.7	0.6
估值					
市盈率(倍)	42.2	15.8	14.2	12.5	11.9
核心业务市盈率(倍)	41.1	14.6	13.6	12.2	11.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	65.8	23.4	21.7	19.5	18.3
市净率(倍)	5.6	4.2	3.3	2.7	2.2
价格/现金流(倍)	16.9	18.7	47.1	9.8	4.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.5	23.9	10.1	8.7	7.0
周转率					
存货周转天数	51.0	54.3	60.5	60.5	60.5
应收帐款周转天数	99.1	94.7	93.3	101.4	93.3
应付帐款周转天数	159.9	182.5	175.5	167.4	168.2
回报率					
股息支付率(%)	18.9	0.0	8.2	9.8	9.7
净资产收益率(%)	13.8	32.5	27.0	24.1	21.0
资产收益率(%)	2.8	2.7	6.5	6.6	6.3
已运用资本收益率(%)	2.3	5.3	5.1	4.6	4.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

一汽轿车(000800.CH/人民币 23.97, 买入)

中通客车(000957.CH/人民币 18.60, 买入)

上汽集团 (600104.CH/人民币 27.31, 买入)

华域汽车 (600741.CH/人民币 21.75, 买入)

广汽集团 (601238.CH/人民币 13.01, 持有)

江淮汽车(600418.CH/人民币 15.48, 持有)

金龙汽车(600686.CH/人民币 22.11, 未有评级)

物产中大(600704.CH/人民币 22.67, 未有评级)

江铃汽车 (000550.CH/人民币 40.75, 买入)

长安汽车 (xxx.CH/人民币 25.28, 买入)

*ST 夏利 (000927.CH/人民币 10.17, 未有评级)

西仪股份(002265.CH/人民币 16.20, 未有评级)

东风汽车(600006.CH/人民币 7.93, 买入)

林海股份 (600099.CH/人民币 13.37, 未有评级)

东安动力 (600178.CH/人民币 10.56, 未有评级)

国机汽车 (600335.CH/人民币 27.61, 未有评级)

风神股份(600469.CH/人民币 23.19, 未有评级)

凌云股份 (600480.CH/人民币 17.13, 未有评级)

风帆股份 (600482.CH/人民币 22.92, 未有评级)

长春一东 (600148.CH/人民币 26.91, 未有评级)

天华院 (600579.CH/人民币 14.74, 未有评级)

湖南天雁 (600698.CH/人民币 10.40, 未有评级)

一汽富维(600742.CH/人民币 37.81, 未有评级)

中国嘉陵 (600877.CH/人民币 11.02, 未有评级)

中国汽研 (6001965.CH/人民币 19.70, 未有评级)

富奥股份 (000030.CH/人民币 12.65, 未有评级)

启明信息(002232.CH/人民币 17.71, 未有评级)

以 2015 年 4 月 29 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

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，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
西单北大街 110 号 7 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