



业绩分析 威孚高科 A (000581.SZ)

买入

证券研究报告

卡车周期疲弱导致业绩低于预期；公司业内地位稳固；买入

与预测不一致的方面

威孚高科 10月26日公布2015年三季度实现收入/盈利人民币11亿元/2.48亿元，分别同比下滑25%/38%，且比我们的预测低37%/30%。业绩不及预期主要源于：1) 销量疲软，因为三季度下游发动机生产企业进行了去库存，而且卡车周期持续疲弱（三季度卡车销量同比下滑了26%）；2) 销售费用占收入的比例高于预期，为18.2%，我们的预测为13.7%，2014年三季度为14.1%，因为管理费用的很大一部分是固定成本，难以消化吸收；3) 博世合资企业的收入为人民币1.79亿元，低于我们预测的3.15亿元，因为卡车周期疲弱而且轻型车的排放标准执行可能推迟至2016年；对以上不利因素起到部分抵消的是4) 工厂搬迁补贴使得营业外净收入达到人民币4,700万元，而我们此前预计营业外净支出7,200万元。

投资影响

我们将2015-18年每股盈利预测下调了8.9%/6.5%/5.9%/4.6%，以计入2015年销量走低/利润率疲软以及2016/17年的温和复苏。我们认为威孚高科在其主要产品领域的领先地位将得到巩固。由于预测下调，我们将基于2016年预期市净率 vs. 2016-18年净资产回报率均值的威孚高科A股/B股12个月目标价格下调至人民币27.19元/20.18港元（原为人民币28.62元/21.24港元）。威孚高科A股/B股当前股价分别对应11.1倍/8.3倍的2016年预期市盈率，而全球科技零部件同业的市盈率均值为14.6倍。我们维持对于威孚高科A股/B股的买入/中性评级。主要风险：宏观经济放缓；卡车需求走软；轻型车欧IV和非上路工程机械欧III排放标准的监管执行存在变数；企业并购。

威孚高科 2015 年三季度盈利概览

(Rmb mn)	3Q2015	GH 3Q2015E	Var%	3Q2014	YoY%	2Q2015	QoQ%
Revenue	1,110	1,765	-37%	1,488	-25%	1,608	-31%
EBIT	50	137	-64%	168	-70%	62	-20%
Pretax profit	285	384	-26%	444	-36%	673	-58%
Reported net profit	248	360	-31%	399	-38%	612	-60%
Reported EPS (Rmb)	0.25	0.35	-30%	0.39	-37%	0.60	-59%
(%)							
Gross margin	22.7%	21.5%	1.2%	25.4%	-2.7%	22.1%	0.6%
EBIT margin	4.5%	7.7%	-3.3%	11.3%	-6.8%	3.9%	0.6%
Pretax profit margin	25.6%	21.7%	3.9%	29.8%	-4.2%	41.8%	-16.2%
Net profit margin	22.3%	20.4%	1.9%	26.8%	-4.5%	38.1%	-15.7%

资料来源：公司数据、高华证券研究

所属投资名单

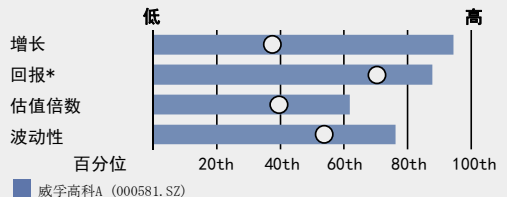
亚太买入名单

行业评级：中性

丁舒倩 (研究助理)
+86(10)6627-3327 yuqian.ding@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
杨一朋 (分析师) 执业证书编号: S1420511100006
+86(10)6627-3189 yipena.yanaq@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

投资摘要



* 回报 - 资本回报率 投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

主要数据

当前	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
股价 (Rmb)	24.60			
12个月目标价格 (Rmb)	27.19			
200581.SZ 股价 (HK\$)	22.28			
200581.SZ 12个月目标价格 (HK\$)	20.18			
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	25,092.0 / 3,951.5			
外资持股比例 (%)	--			
每股盈利 (Rmb) 新	1.51	1.60	2.21	2.79
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	(8.9)	(6.5)	(5.9)
每股盈利增长 (%)	38.9	6.0	38.1	26.3
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	1.51	1.60	2.21	2.79
市盈率 (X)	17.3	15.4	11.1	8.8
市净率 (X)	2.5	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA (X)	25.8	29.3	19.8	13.6
股息收益率 (%)	1.5	1.3	2.2	4.0
净资产回报率 (%)	15.0	14.0	17.2	19.1
GROCI (%)	17.2	18.2	19.9	20.8

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	(12.3)	(35.4)	(8.0)
相对于上证A股指数	4.2	(17.2)	(38.2)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为10/26/2015收盘价)

威孚高科 A: 财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	资产负债表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
主营业务收入	6,354.5	6,852.2	8,957.2	11,815.5	现金及等价物	2,360.0	3,071.2	3,515.3	4,729.9
主营业务成本	(4,555.4)	(5,220.9)	(6,724.5)	(8,802.8)	应收账款	2,199.7	2,569.5	3,664.8	4,558.9
销售、一般及管理费用	(823.6)	(856.5)	(1,101.7)	(1,441.5)	存货	1,111.7	1,293.4	1,804.3	2,250.7
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	1,930.5	1,930.5	1,930.5	1,930.5
其它营业收入/(支出)	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产	7,601.9	8,864.6	10,914.9	13,470.1
EBITDA	975.5	774.8	1,130.9	1,571.2	固定资产净额	1,827.2	1,895.3	1,967.8	2,107.7
折旧和摊销	(218.2)	(185.0)	(191.5)	(204.2)	无形资产净额	365.6	352.4	339.1	325.8
EBIT	757.2	589.8	939.4	1,367.0	长期投资	4,180.9	4,656.8	5,373.7	6,066.2
利息收入	52.8	51.8	67.5	77.2	其它长期资产	512.9	512.9	512.9	512.9
财务费用	(27.2)	(29.1)	(32.0)	(34.9)	资产合计	14,488.6	16,282.1	19,108.5	22,482.8
联营公司	881.9	1,061.5	1,386.4	1,624.0	应付账款	1,986.3	2,470.6	3,269.9	4,244.7
其它	47.7	100.0	100.0	100.0	短期贷款	415.0	465.0	515.0	565.0
税前利润	1,712.5	1,774.1	2,461.3	3,133.3	其它流动负债	405.5	320.2	554.8	982.7
所得税	(123.4)	(106.9)	(161.2)	(226.4)	流动负债	2,806.8	3,255.9	4,339.7	5,792.4
少数股东损益	(49.6)	(53.0)	(70.3)	(91.9)	长期贷款	60.0	60.0	60.0	60.0
优先股股息前净利润	1,539.4	1,614.2	2,229.7	2,815.0	其它长期负债	358.7	358.7	358.7	358.7
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	418.7	418.7	418.7	418.7
非经常性项目前净利润	1,539.4	1,614.2	2,229.7	2,815.0	负债合计	3,225.5	3,674.6	4,758.4	6,211.1
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	1,539.4	1,614.2	2,229.7	2,815.0	普通股权益	10,859.0	12,150.4	13,822.7	15,652.5
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	1.51	1.60	2.21	2.79	少数股东权益	404.1	457.0	527.4	619.2
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	1.51	1.60	2.21	2.79	负债及股东权益合计	14,488.6	16,282.1	19,108.5	22,482.8
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	1.51	1.60	2.21	2.79	每股净资产(Rmb)	10.64	12.04	13.70	15.51
每股股息(Rmb)	0.40	0.32	0.55	0.98					
股息支付率(%)	26.5	20.0	25.0	35.0					
自由现金流收益率(%)	0.3	1.9	0.2	3.1					
增长率和利润率(%)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	比率	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
主营业务收入增长率	13.7	7.8	30.7	31.9	CROCI (%)	17.2	18.2	19.9	20.8
EBITDA增长率	21.0	(20.6)	46.0	38.9	净资产回报率(%)	15.0	14.0	17.2	19.1
EBIT增长率	21.8	(22.1)	59.3	45.5	总资产回报率(%)	11.2	10.5	12.6	13.5
净利润增长率	38.9	4.9	38.1	26.3	平均运用资本回报率(%)	18.0	17.0	21.1	24.4
每股盈利增长	38.9	6.0	38.1	26.3	存货周转天数	84.1	84.1	84.1	84.1
毛利率	28.3	23.8	24.9	25.5	应收账款周转天数	127.0	127.0	127.0	127.0
EBITDA利润率	15.4	11.3	12.6	13.3	应付账款周转天数	155.8	155.8	155.8	155.8
EBIT利润率	11.9	8.6	10.5	11.6	净负债/股东权益(%)	(16.7)	(20.2)	(20.5)	(25.2)
					EBIT利息保障倍数(X)	NM	NM	NM	NM
现金流量表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	估值	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
优先股股息前净利润	1,539.4	1,614.2	2,229.7	2,815.0	基本市盈率(X)	17.3	15.4	11.1	8.8
折旧及摊销	218.2	185.0	191.5	204.2	市净率(X)	2.5	2.0	1.8	1.6
少数股东权益	49.6	53.0	70.3	91.9	EV/EBITDA(X)	25.8	29.3	19.8	13.6
运营资本增减	0.6	(67.2)	(806.9)	(365.7)	企业价值/总投资现金(X)	1.5	1.2	1.0	0.8
其它	(918.0)	(1,061.5)	(1,386.4)	(1,624.0)	股息收益率(%)	1.5	1.3	2.2	4.0
经营活动产生的现金流	889.9	723.4	298.3	1,121.5					
资本开支	(802.5)	(239.8)	(250.8)	(330.8)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	4.5	0.0	0.0	0.0					
其它	4.4	585.7	669.5	931.4					
投资活动产生的现金流	(793.5)	345.8	418.7	600.6					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(306.1)	(408.1)	(322.8)	(557.4)					
借款增减	15.5	50.0	50.0	50.0					
普通股发行(回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	106.6	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(183.9)	(358.1)	(272.8)	(507.4)					
总现金流	(87.5)	711.2	444.1	1,214.6					

注: 最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源: 公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

丁好倩

yuqian.ding@ghsl.cn

杨一朋

yipeng.yang@ghsl.cn

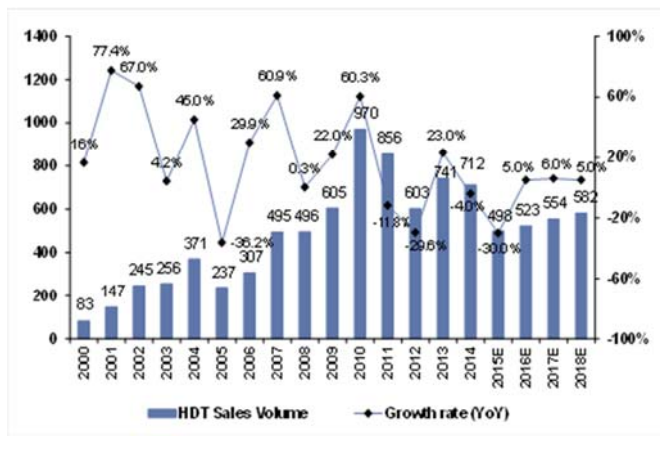
我们下调了盈利预测，以计入疲弱的卡车周期

图表1: 我们下调了盈利预测，以计入2015年全年的疲弱表现以及预期中2016-17年的温和复苏

(Rmb mn)	2015E			2016E			2017E			2018E		
	New	Old	Diff.	New	Old	Diff.	New	Old	Diff.	New	Old	Diff.
Revenue	6,852	6,993	-2%	8,957	9,081	-1%	11,815	12,129	-3%	13,322	13,291	0%
Gross profit (excl. D&A)	1,631	1,690	-3%	2,233	2,272	-2%	3,013	3,090	-2%	3,356	3,352	0%
Gross profit (incl. D&A)	1,816	1,876	-3%	2,424	2,465	-2%	3,217	3,295	-2%	3,575	3,572	0%
EBIT	590	631	-6%	939	963	-2%	1,367	1,405	-3%	1,471	1,470	0%
Pretax profit	1,774	1,952	-9%	2,461	2,641	-7%	3,133	3,345	-6%	3,801	4,003	-5%
Reported net profit	1,614	1,791	-10%	2,230	2,412	-8%	2,815	3,025	-7%	3,449	3,658	-6%
Reported EPS (Rmb)	1.60	1.76	-9%	2.21	2.36	-7%	2.79	2.96	-6%	3.42	3.59	-5%

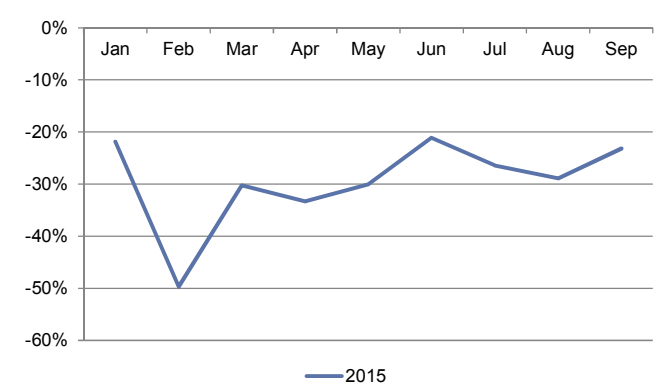
资料来源: 高华证券研究

图表2: 我们预计2016-18年重卡市场进入温和的复苏周期
中国重卡市场(千辆)和同比增速(%), 2000-18E



资料来源: 中国汽车工业协会, 高华证券研究

图表3: 2015年重卡市场月度降幅收窄
重卡市场月度同比增幅



资料来源: 中国汽车工业协会

图表4: 威孚高科 A 当前股价对应 11.1 倍的 2016 年预期市盈率, 而全球同业均值为 14.6 倍
股价截至 2015 年 10 月 26 日收盘

Valuation Summary - Global Technology Parts														
Ticker	Company name	Close	Market cap	Net income %	P/E	P/B		ROE		Dividend yield		CROCI		
		10/26/2015	USD/mn	14-17E CAGR	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E		
CONG.DE	Continental	220.90	48,743	12%	15.6X	13.8X	3.5X	2.9X	23%	22%	2%	2%	12%	12%
7259.T	Aisin Seiki	4,765	11,084	7%	14.6X	14.6X	1.0X	1.1X	7%	8%	3%	2%	8%	9%
6902.T	Denso	5,858	38,973	1%	13.8X	16.5X	1.3X	1.3X	10%	8%	2%	2%	7%	9%
BWA	BorgWarner Inc.	43.66	9,839	6%	15.0X	13.2X	2.6X	2.3X	18%	18%	1%	1%	16%	18%
6594.T	Nidec	9,261	22,485	7%	27.1X	24.8X	2.8X	3.3X	12%	14%	1%	1%	14%	18%
000581.SZ	Wefu A	24.60	3,951	23%	15.4X	11.1X	2.0X	1.4X	14%	17%	1%	2%	18%	20%
200581.SZ	Wefu B	22.28	2,932	23%	11.2X	8.3X	1.5X	1.4X	14%	17%	2%	3%	18%	20%
	Global avg.			11%	16.1X	14.6X	2.1X	2.0X	14%	15%	2%	2%	13%	15%

Valuation Summary - Global Parts														
Ticker	Company name	Close	Market cap	Net income %	P/E	P/B		ROE		Dividend yield		CROCI		
		10/26/2015	USD/mn	14-17E CAGR	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E		
0888.HK	Xinyi	5.39	2,357	26%	6.9X	5.6X	1.0X	0.9X	15%	16%	NA	NA	NA	NA
0425.HK	Mintih	16.00	1,971	15%	11.0X	8.4X	1.6X	1.4X	15%	18%	4%	5%	12%	18%
3606.HK	Fuyao (H)	16.58	5,367	18%	11.9X	9.9X	2.0X	1.8X	21%	19%	4%	5%	19%	19%
600660.SS	Fuyao (A)	13.13	5,187	18%	11.7X	9.6X	1.9X	1.8X	21%	19%	4%	5%	19%	19%
1316.HK	Nexteer	8.80	2,483	24%	9.5X	7.6X	2.2X	1.8X	26%	26%	NA	NA	NA	NA
600741.SS	Huayu	15.64	6,362	12%	7.8X	6.7X	1.5X	1.3X	20%	21%	4%	5%	24%	29%
	China avg.			13.2X	13.3X	11.3X	1.7X	2.0X	22%	22%	4%	5%	15%	22%
ALV	Autoliv Inc.	121.46	11,276	18%	23.0X	16.9X	3.1X	3.0X	9%	17%	2%	2%	8%	11%
EPED.PA	Faurecia	35.35	4,845	45%	12.2X	10.0X	2.1X	1.8X	22%	22%	1%	2%	12%	12%
GKN.L	GKN	293.50	7,388	39%	13.2X	11.9X	2.8X	2.5X	23%	22%	3%	3%	9%	10%
NREIV.HE	Nokian Renkaat	30.48	4,488	9%	13.2X	16.8X	3.1X	3.0X	24%	18%	5%	5%	17%	16%
PECL.MI	Pirelli	15.00	8,061	20%	17.6X	15.1X	2.6X	2.3X	15%	16%	3%	3%	9%	10%
VLOF.PA	Valeo	142.40	12,355	18%	16.2X	13.6X	3.4X	2.9X	23%	23%	2%	2%	12%	12%
	Europe avg.			15.5X	14.0X	11.3X	2.5X	2.5X	17%	20%	3%	3%	11%	12%
7296.T	FOC	2,127	981	-16%	10.2X	8.3X	1.6X	1.5X	13%	13%	2%	2%	8%	9%
7251.T	Keihin	2,039	1,245	4%	10.9X	13.3X	0.7X	0.8X	7%	7%	2%	2%	8%	9%
7230.T	Nissin Kogyo	1,927	1,032	2%	11.5X	10.3X	1.0X	0.9X	9%	9%	2%	2%	10%	10%
6923.T	Stanley Electric	2,744	3,817	8%	16.7X	16.0X	1.4X	1.5X	9%	9%	1%	1%	10%	10%
7313.T	TS Tech	3,395	1,906	2%	8.9X	9.4X	1.1X	1.1X	13%	13%	2%	2%	15%	15%
	Japan avg.			12.5X	12.7X	1.0X	1.1X	9%	9%	2%	2%	10%	11%	
LEA	Lear Corp.	120.94	9,223	16%	11.4X	10.0X	3.2X	2.6X	28%	28%	1%	1%	26%	26%
TOWR	Tower	28.26	596	1%	9.0X	9.3X	4.8X	3.3X	80%	43%	0%	0%	11%	12%
DAN	Dana	16.58	2,620	-2%	8.9X	8.9X	2.8X	2.2X	29%	26%	1%	1%	13%	12%
JCI	Johnson Controls	45.01	29,441	13%	13.0X	11.2X	2.7X	2.4X	21%	23%	2%	2%	13%	14%
MGA	Magna	53.25	21,822	12%	11.5X	9.6X	2.3X	2.0X	21%	22%	2%	2%	16%	15%
BWA	BorgWarner Inc.	43.66	9,839	6%	15.0X	13.2X	2.6X	2.3X	18%	18%	1%	1%	16%	18%
	US avg.			11.6X	10.4X	3.1X	2.6X	33%	27%	1%	1%	16%	16%	

资料来源: Datastream, 高华证券研究

信息披露附录

申明

我们，丁好倩、杨一朋，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

丁好倩：中国汽车行业。杨一朋：中国汽车行业。

中国汽车行业：江淮汽车、宝信、华晨汽车、比亚迪、和谐汽车、长安汽车 A、长安汽车 B、东风集团、一汽轿车、福耀玻璃(A)、福耀玻璃(H)、吉利汽车、长城汽车(H)、长城汽车(A)、广汽集团、华域汽车、敏实集团、上汽集团、中国重汽、潍柴动力(A)、潍柴动力(H)、威孚高科 A、威孚高科 B、正通汽车、中升集团。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：威孚高科 A (Rmb23.92)、威孚高科 B (HK\$21.62)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华是高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2015 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。