



买入

68% ↑

目标价格:人民币 31.60

原目标价格:人民币 27.10

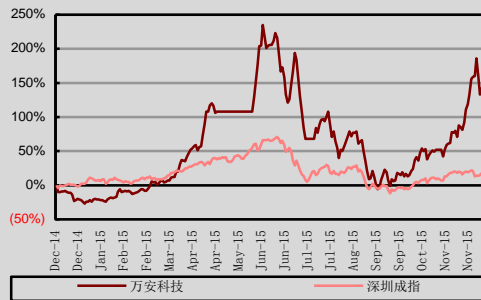
002590.CH

价格:人民币 18.87

目标价格基础:分部估值法

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	209.3	55.3	151.6	149.3
相对深证成指	202.3	51.6	129.0	126.4

发行股数(百万)	413
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	6,801
3个月日均交易额(人民币 百万)	181
净负债比率(%) (2015E)	26
主要股东(%)	
万安集团有限公司	53

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2015年12月4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: 汽车零部件

彭勇*

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

*魏敏、朱朋为本报告重要贡献者

万安科技

布局车联网, 涉足新能源汽车共享经济

万安科技是国内领先的汽车制动系统供应商, 通过参股方式, 分别获得北京飞驰镁物和苏打科技各 22% 的股权, 布局发展车联网, 并涉足新能源汽车分时租赁系统。我们近期对飞驰镁物与苏打科技两家公司进行了现场调研, 就公司的业务发展状况以及未来发展规划进行了深入的沟通与交流。飞驰镁物主营前装车联网系统研发及平台运营服务, 并已获得多家整车厂订单, 苏打科技一期投放试运营市场反馈良好, 考虑到两家公司分别在车联网及新能源汽车共享经济领域发展前景广阔, 我们将万安科技目标价格上调至 31.60 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **牵手整车厂, 切入车联网 TSP 核心领域。** 飞驰镁物是国内领先的前装车联网供应商, 并与多家整车厂签订服务协议, 并为车企提供车联网平台运营服务, 从而切入车联网核心的 TSP 业务, 有望成为国内重要的 TSP 运营商。TSP 是车联网的核心枢纽, 可以获取汽车及用户行为等大数据, 是未来车联网时代商业模式创新的核心。国内汽车厂商初步计划 2020 年实现所有车辆出厂标配车联网, 飞驰镁物有望在近几年获得飞速成长的机会。
- **新能源汽车分时租赁, 打造未来出行共享经济。** 苏打科技定位为中国版的 Autolib, 是国内新能源汽车共享平台的开拓者, 盈利来自新能源汽车租赁收入和运营积累的碳排放积分的出售。苏打通过自购、第三方加盟等形式来打造全新的新能源汽车共享模式, 专注轻资产的共享运营平台打造。汽车供需差距加大与新能源汽车政策红利释放将助力公司迎来快速发展期。

评级面临的主要风险

- 1) 商用车行业持续低迷, 传统业务加速下滑; 2) ADAS、车联网、智能交通、无线充电新业务发展不及预期。

估值

- 我们维持万安科技盈利预测, 预计公司 2015-2017 年每股收益分别为 0.26 元、0.35 元和 0.54 元。采取分部估值, 给予传统业务 25 倍动态市盈率, 新兴业务 90 亿元市值, 公司合理目标价由 27.10 元上调为至 31.60 元, 维持买入评级。

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)	1,283	1,322	1,653	2,099	2,708
变动(%)	26	3	25	27	29
净利润(人民币 百万)	34	75	89	156	256
全面摊薄每股收益(人民币)	0.294	0.363	0.264	0.345	0.539
变动(%)	201.9	23.5	(27.4)	30.8	56.4
市场预期每股收益(人民币)			0.130	0.180	0.235
全面摊薄市盈率(倍)	64.2	52.0	71.6	54.7	35.0
价格/每股现金流量(倍)	79.8	46.2	107.2	22.5	28.3
每股现金流量(人民币)	0.24	0.41	0.18	0.84	0.67
企业价值/息税折旧前利润(倍)	68.9	46.8	41.4	27.8	19.2
每股股息(人民币)	0.060	0.080	0.053	0.076	0.135
股息率(%)	0.3	0.4	0.3	0.4	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

飞驰镁物——切入车联网 TSP 核心领域

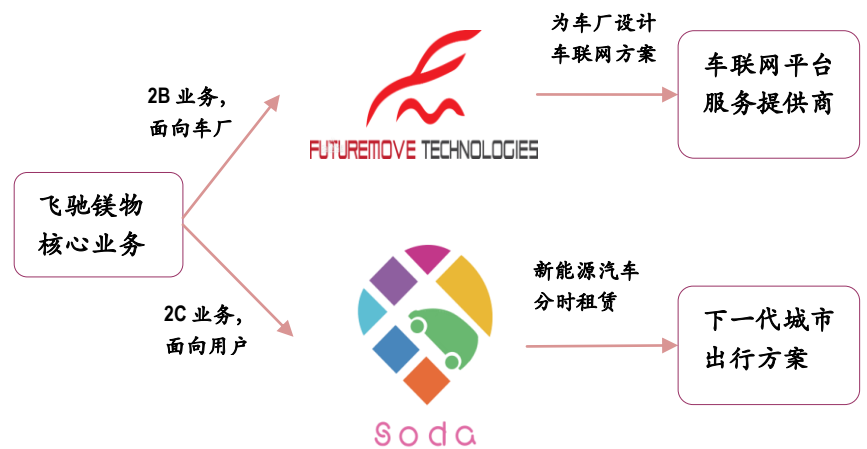
万安科技与飞驰镁物签订《股权投资协议书》，拟以增资扩股的方式向飞驰镁物投资人民币 2,000 万元与资源估值 820.5 万元，获得扩股后目标公司 22% 的股权，布局车联网领域。此次战略投资有利于公司进入车联网领域，更好的布局汽车智能驾驶领域，拓展汽车智能电子产品的开发和生产。

国内前装车联网领先者

飞驰镁物于 2014 年 12 月底成立，专注于前装车联网平台研发及服务运营，围绕智能汽车联网服务和共享服务来提供产品、服务等解决方案的公司。智能汽车即服务 (Smart x vehicle as a service) 为公司愿景目标。8 个创始人，来自微软、惠普、埃森哲、德国电信、中国联通、观致汽车等，曾主导宝马 ConnectedDrive、观致逸云、福特 SYNC 3 等车联网项目，有着丰富的项目经验与行业资源。

目前公司与中国联通签署合作备忘录，确立了双方未来在车联网领域的合作将选择中国联通作为电信业务主要提供商，中国联通和飞驰镁物将在包括固定通信业务、移动通信及行业信息化应用、汽车信息化解决方案等领域展开深入合作。飞驰镁物目前已经与多家车企签订订单，成为其车联网技术与服务供应商，未来发展空间巨大。

图表 1. 飞驰镁物业务方向



资料来源：中银国际证券

专注前装服务，志在 TSP

易观智库预测 2016 年前装车联网规模达 200 亿，汽车厂商初步计划在 2020 年实现所有汽车的车联网，互联网巨头纷纷加入车联网市场争夺，未来发展空间广阔。汽车互联网产业链前装市场链条较长复杂，参与者有商务及架构咨询商、TSP 平台供应商、服务内容提供商、TSP 服务运营商、车载终端供应商、通信运营商、集成商、整车制造商、销售渠道，市场上成千上万个参与者，但并未能切入到核心价值链环节车联网服务提供商 (TSP)。TSP 组成部分主要为呼叫中心、网络通道、车机与车载终端，成本上前两部分为 1/3，后两部分为 2/3。飞驰镁物目标是成为中国市场的专业 TSP 车联网平台服务提供商，最主要的客户是整车企业。

公司目前与整车厂签订协议是完成一个项目支付一次性费用，充当平台供应商角色。公司欲成为服务运营商，与车厂签订前期3-5年免费期，之后按车、按时提取费用分成，与车厂共同承担盈利与风险，最终达到2C端，开拓广阔利润空间。

安吉星、九五智驾、博泰、钛马星云、联通等都为其竞争对手，但是从业务与主要定位上来说，公司主要竞争对手为WirelessCar、休斯。休斯曾成功为奔驰、大众提供TSP业务，被Verizon收购后成为电信运营商的一部分，发展受到极大限制，现有的中国分公司业务停滞不前。WirelessCar 9年前成立，为沃尔沃全资子公司，与宝马起草了NGTP车联网架构协议，受车厂拥护，符合车厂需求，技术优势强。作为国外知名老牌的TSP服务提供商，普遍做法是使用一个统一的平台架构，在全球范围内进行广泛套用，但是并未能在中国市场很好的本土化应用，且技术陈旧，外企的属性也使其拿不到国内的资质。这为飞驰镁物提供了绝佳的弯道超车机会。

公司产品布局

公司定位创造“互联网+”时代智能汽车联网服务，打造第三代汽车互联网极致体验。主要有CLOUDMove车联网服务平台、GEARMove专业咨询实施服务、DREAMove汽车情商平台、JOYMove“汽车即服务”平台。

图表 2. 飞驰镁物产品布局

CLouDMove™ 终极汽车互联网平台

<p>UCCA™</p> <p>CLouDMove™基于自主研发的联网汽车架构 Ultimate Connected Car Architecture基础上实现,是业内最佳实践的积累和标准化</p>		<p>Cloud Ready</p> <p>CLouDMove™基于公有云基础架构,实现汽车与多种移动终端设备对海量联网在线服务的无缝访问体验</p>	
	<p>One Stop</p> <p>针对汽车制造商提供快速便捷的一站式服务,开箱即用,包含业务运营支撑系统内的基础能力,并预集成了优秀的互联网内容和第三方服务</p>		<p>Field Reference</p> <p>CLouDMove™意在打造一个汽车互联网平台的典范之作,同时成为行业其他参与者的参考标杆,同时帮助汽车更好地融入互联网</p>

终极汽车互联网平台 (CLouDMove): 飞驰镁物业务的核心,建立在飞驰镁物自主研发的联网汽车架构 UCCA 的基础上,并基于公有云基础架构,预先整合集成内容提供商或服务提供商。能够帮助车企完成专业车联网服务的基础落地,并使得第三方内容及服务符合车企自身要求的 SLA 服务水平协议。整合服务内容后,用户所有的数据将发送到 TSP 系统上,成为车厂的数据。CLouDMove 能将不同内容、服务资源整合,一站式车联网服务,强调多屏一云。

DREAMove™ 先进的智能汽车情商平台

<p>DREAMove™</p> <p>DREAMove是智能汽车的“大脑”,意为Drive Re-imagination Engine & Applications,通过创新科技与网融思维的结合,实现更智能、更便捷的服务</p>		<p>Social</p> <p>注重社区化功能,聚合用户群,实现社交,大量多人互动体验,随时分享与连接,不仅大大提高用户粘性和推广速度,同时激活无限商业价值</p>	
	<p>Context-Aware</p> <p>情景感知计算强调以人为本,围绕用户(人+车+旅程)情景重新定义应用和服务,DREAMove的核心技术之一就是先进的情景感知引擎,实现个性化的价值体验</p>		<p>Gamifying</p> <p>通过游戏化技术,使得汽车互联网的价值可视化、趣味化、人性化,结合人工智能、大数据等技术使汽车不再是一个解决位移的工具,而变成一个富有智慧和情感的伙伴</p>

EQ 情商平台 (DREAMove): 为 CLouDMove 衍生,情景感应,通过 TSP 系统与大数据应用,未来的四个方向是:基于大数据的车联网智能情景感知平台,面向聚类客户的浅社交平台、精准营销与服务推荐平台、开放的乘驾应用孵化平台,实际落地还较遥远。

JOYMove™ 卓越的汽车互联网运营服务

<p>O2O</p> <p>利用在线电商方式取代传统IT项目生命周期模式,面向最终客户,提供卓越的以客户为中心的互联网服务运营,在给客户提供价值的同时,也为企业创造价值。</p>		<p>Closed-loop</p> <p>提供覆盖客户全生命周期的端到端的业务管理体系和IT支撑体系,支持企业未来业务的运营和发展。</p>	
	<p>Social CRM</p> <p>通过移动应用、社交网络等多种渠道实现客户的全程参与和互动,通过客户社区进行自服务和自传播,提高客户满意度和忠诚度。</p>		<p>Operation Intelligence</p> <p>运用大数据分析手段,探知销售目标群体,并对目标销售群体进行分类后为其提供有针对性的服务,实现精准营销。</p>

“汽车即服务”平台 (JOYMove): 2C 端产品,苏打共享汽车为其中一种。CLouDMove 车联网服务平台可优先在苏打上进行预先搭载和试验,提供产品验证。

GEARMove™ 专业的车联网专业咨询实施服务

<p>Smart Solution</p> <p>面向车厂及商业机构,提供专业的定制化智能汽车互联网解决方案,帮助企业应对激烈的市场挑战,实现汽车的智能化转型。</p>		<p>Leading Practice</p> <p>团队成员曾作为关键项目负责人承担了宝马中国、观致凌云、林肯、一汽大众、雷诺等咨询实施服务,积累了丰富的行业领先经验,并与行业领先的研究机构建立了合作关系。</p>	
	<p>Experts</p> <p>我们的服务团队中具有中国汽车互联网行业领军人物,丰富行业经验的车联网专家,数字化变革管理咨询和市场营销、技术实施专家。</p>		<p>Delivery Method</p> <p>以完善的项目交付方法论为指导,结合可复用的项目资产,保障项目高质量、高效率的成功交付,满足客户的业务需求。</p>

专业咨询实施服务 (GEARMove): 在国内,包括绝大多数自主品牌在内的不少车企,对专业 TSP 服务的理解并不深,通过专业化咨询服务团队,依托成熟的汽车互联网产品平台,为汽车制造企业和合作伙伴提供定制化实施服务,包括车联网业务战略规划、车联网平台体系建设、客户端产品体验设计、应用系统开发与交付等。

资料来源:公司网站,中银国际证券

苏打科技——打造下一代城市出行方案

万安科技与苏打科技签订《股权投资协议书》，拟以增资扩股的方式向苏打科技投资人民币 512.8 万元与资源估值 1,179.5 万元，获得扩股后目标公司 22% 的股权，布局智能交通。苏打科技是飞驰镁物的子公司。新能源汽车的推动与智能交通提升交通效率是未来汽车行业发展的趋势，本次投资有助于万安科技公司把握行业走势，推动其实现产业升级。

汽车共享经济发展空间广阔

中国交管局数据显示，截至 2014 年底，中国私家车保有量 1.05 亿辆，持有驾照人数约为 3.28 亿人，即超 2 亿的驾照持有人有自驾需求却没有车开，汽车的供需差距持续加大。从供给端看，车辆购置成本大、油费、维修保养成本高、停车限行与低碳环保的要求，需求端看，车的利用时间短效率低，交通拥堵造成巨大不便，自由出行与个性化多样需求，汽车共享经济应运而生，是可持续发展的商业模式。罗兰贝格预计中国市场未来五年内汽车共享的年增长率甚至会达到 80%。以车联网、绿色出行、共享汽车的模式已经成为分时租赁非常重要的组成部分。

苏打科技意欲升级现有共享自行车模式，共享车联结在云端，有自己的车载硬件产品，同时有云端的运行平台对车进行监控和预测，建立车联网技术领域的 APP，汽车共享，便捷、环保的出行，打造中国版 Autolib。而巴黎的 Autolib 现有超过 3,500 辆共享车，能够减少 2.2 万辆私家车，5,000 万吨二氧化碳排放，服务 100 多万人次。苏打科技主做新能源车分时租赁，这种共享汽车的模式更自由、便捷、低碳、智慧、便宜与高效，是可持续的城市交通组成部分。作为新能源汽车共享平台的开拓者，公司未来盈利将来自汽车租赁收入和运营积累的碳排放积分的出售，成为突出增长点。

定位年轻，智能出行

苏打科技的新能源汽车分时租赁产品主要定位于拥有 1 台及以下私家车，有自驾需求与消费能力，短途即时出行的目标群。碎片化使用，不需提前预约质押，速度快。自己驾驶自由化。通过数据能够更好地配置车，提取用户习惯，公司在北京试投了 30 辆车开始公测，反馈情况良好，准备进行下一阶段 200-300 辆车的试运行。据公司测算，不考虑研发成本与营销费用的情况下，投入运营 600 台车时已经可以基本实现盈亏平衡，到 24 个月后投入 2,000 台车时，3 个月大概能创造 2,000 万的利润。

苏打方案适用于密集的写字楼与孵化器园区 (station-based)；在没有特别密集的需求，可以找到其他代驾公司等将车开回，提高车的使用效率，不用自己建造很重的运营团队，同时也能成为他们的稳定收入来源 (free floating)；也可即时约较长时间的约车服务，如两周归还 (holding service)。

苏打方案用户也定位于初创、小型企业。一般用车使用具体流程为先在 APP 上认证驾照和信用卡，再打开手机搜索周围的共享车，用手机解锁车辆，GPS 导航到目的地，再由异地还车后用手机支付费用。企业端使用时需要进行企业备案，同时用户的一些信息包括报销凭证也会反馈到企业。

图表 3. 苏打科技公司产品



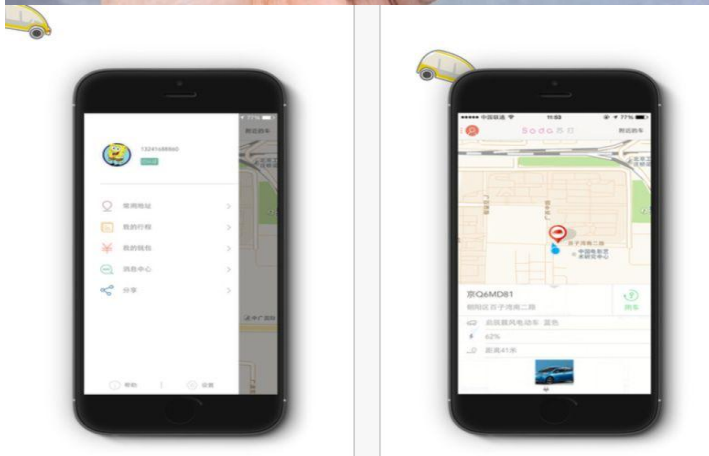
苏打出行

Soda, 代表了 Smart、Open、Disruptive、Automobile 和 Application。苏打网络正在与诸多新能源汽车厂商合作, 打造为共享而生的智能汽车和汽车共享平台, 提供下一代城市出行方案: 缓解城市拥堵, 减少碳排放, 满足短线即时出行的需求, 并充分结合地铁等公共轨道交通网络, 满足“最后数公里”的出行痛点。Soda 会进化为一款为未来城市智能汽车品牌, 为大众出行提供一种全新的出行体验。



SODA-CAR

新能源汽车分时租赁, 按分钟计费, 通过 Soda 应用随时发现身边共享车辆, 借助 APP 或 iWatch 等穿戴设备完成选取车辆、控制车辆、使用车辆与支付费用的整个过程, 无需固定地点还车。将服务进一步碎片化, 定位于年級的、扁平化群体, 重视自驾与自由感受的群体, 提供的主要是后台管理技术的提升, 注重客户的感受, 产品与服务好, 建立品牌效应。



Soda 出行 APP

通过车联网能为客户提供更精准贴心的服务提示等, 云端通过采集客户大数据, 能够更好地分析客户进行营销, 并能不断进行改进。提供标准化数据服务, 能够将汽车服务进行迭代, 不断满足客户的需求。

资料来源: 中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	1,283	1,322	1,653	2,099	2,708
销售成本	(984)	(992)	(1,263)	(1,569)	(1,986)
经营费用	(184)	(160)	(196)	(252)	(318)
息税折旧前利润	115	170	194	279	403
折旧及摊销	(52)	(60)	(62)	(71)	(82)
经营利润(息税前利润)	63	110	131	208	321
净利息收入/(费用)	(25)	(22)	(22)	(22)	(20)
其他收益/(损失)	4	4	3	6	7
税前利润	42	92	112	191	308
所得税	(7)	(17)	(24)	(39)	(56)
少数股东权益	(1)	0	1	3	4
净利润	34	75	89	156	256
核心净利润	34	76	90	157	257
每股收益(人民币)	0.294	0.363	0.264	0.345	0.539
核心每股收益(人民币)	0.283	0.367	0.218	0.317	0.517
每股股息(人民币)	0.060	0.080	0.053	0.076	0.135
收入增长(%)	26	3	25	27	29
息税前利润增长(%)	41	76	19	58	55
息税折旧前利润增长(%)	28	48	14	44	45
每股收益增长(%)	202	23	(27)	31	56
核心每股收益增长(%)	146	29	(40)	45	63

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	42	92	112	191	308
折旧与摊销	52	60	62	71	82
净利息费用	25	22	22	22	20
运营资本变动	(57)	(37)	(63)	270	60
税金	(8)	(17)	(2)	(17)	(36)
其他经营现金流	(25)	(35)	(59)	(121)	(102)
经营活动产生的现金流	29	84	73	417	332
购买固定资产净值	(4)	4	100	150	210
投资减少/增加	1	0	(75)	(15)	(34)
其他投资现金流	(100)	(50)	(200)	(300)	(420)
投资活动产生的现金流	(104)	(46)	(175)	(165)	(244)
净增权益	(7)	(17)	(22)	(38)	(67)
净增债务	55	(26)	27	(232)	59
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(55)	(44)	(13)	(40)	(241)
融资活动产生的现金流	(7)	(59)	45	(207)	(28)
现金变动	(82)	(20)	(58)	45	61
期初现金	324	266	223	165	210
公司自由现金流	(75)	39	(103)	252	89
权益自由现金流	5	35	(53)	42	168

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	285	235	176	224	283
应收帐款	576	592	877	778	1,403
库存	259	295	356	468	575
其他流动资产	8	5	15	12	15
流动资产总计	1,129	1,126	1,424	1,482	2,277
固定资产	516	529	561	636	759
无形资产	143	147	152	157	161
其他长期资产	37	33	86	133	173
长期资产总计	696	709	799	926	1,093
总资产	1,825	1,836	2,243	2,398	3,353
应付帐款	632	585	744	956	1,559
短期债务	392	378	379	167	229
其他流动负债	70	72	136	99	183
流动负债总计	1,094	1,035	1,259	1,222	1,971
长期借款	0	0	22	0	0
其他长期负债	32	34	46	38	39
股本	121	206	413	497	497
储备	549	532	474	608	809
股东权益	671	738	887	1,105	1,306
少数股东权益	28	28	29	33	37
总负债及权益	1,825	1,836	2,243	2,398	3,353
每股帐面价值(人民币)	5.53	3.58	2.15	2.22	2.63
每股有形资产(人民币)	4.35	2.86	1.78	1.91	2.30
每股净负债/(现金)(人民币)	1.03	0.75	0.57	(0.09)	(0.08)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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(%)	8.9	12.8	11.7	13.3	14.9
息税前利润率(%)	4.9	8.3	7.9	9.9	11.9
税前利润率(%)	3.3	6.9	6.8	9.1	11.4
净利率(%)	2.6	5.7	5.4	7.4	9.4
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	2.5	5.0	5.9	9.4	16.1
净权益负债率(%)	18.0	20.2	25.7	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	64.2	52.0	71.6	54.7	35.0
核心业务市盈率(倍)	66.6	51.5	86.5	59.6	36.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	111.5	86.2	144.8	99.8	61.2
市净率(倍)	3.4	5.3	8.8	8.5	7.2
价格/现金流(倍)	79.8	46.2	107.2	22.5	28.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	68.9	46.8	41.4	27.8	19.2
周转率					
存货周转天数	90.8	101.8	94.0	95.9	95.9
应收帐款周转天数	143.6	161.2	162.2	144.0	147.0
应付帐款周转天数	160.1	168.0	146.8	147.8	169.5
回报率					
股息支付率(%)	21.6	22.0	24.4	24.1	26.2
净资产收益率(%)	5.1	10.7	11.0	15.7	21.2
资产收益率(%)	3.0	4.9	5.1	7.1	9.1
已运用资本收益率(%)	0.8	1.7	2.2	3.3	4.7

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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。

本报告期内含保密信息，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
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