



买入

26% ↑

目标价格: 港币 129.00

原目标价格: 港币 105.70

2018.HK

价格: 港币 102.30

目标价格基础: 市盈率

板块评级: 中立

我们的观点有何不同?

- 我们对 iPhone8 出货和声学器件平均售价保持信心

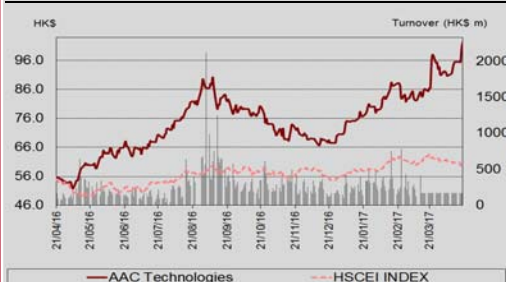
本报告亮点

- 2017 年收入增长驱动分析

主要催化剂/事件

- iPhone8 组件价格确认

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	45.2	19.9	33.6	85.8
相对恒生中国企业指数	38.2	24.9	30.1	75.7

发行股数(百万)	1,228
流通股(%)	60
流通股市值(港币百万)	125,624
3个月日均交易额(港币百万)	316
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
潘政民、吴春媛	41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2017 年 4 月 20 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

科技: 零部件

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

本研究报告是《AAC Technologies -- iPhone8 doubling acoustics ASP and strong volume not yet priced in; reiterate top BUY with HK\$129.00 TP》的中文译本, 英文原稿已于 2017 年 4 月 21 日出版

瑞声科技

iPhone8 声学价值翻番和超级周期出货尚未反映; 重申首选买入, 目标价升至港币 129.00 元

我们预计 iPhone8 的声学价值达到 12 美元, 是 iPhone7 的两倍。超级周期可能推动 2017 iPhone8 组装机增长 33%, 达到 1 亿只。这会驱动瑞声科技在 2017 年取得 40% 的收入增长。实现虚拟按钮功能的新触觉马达和屏幕发声方案会支持公司长期增长。重申首选买入, 目标价升至 129.00 港元。

报告要点

- iPhone 8 声学器件平均售价可能翻倍。iPhone 8 的受话器模组和扬声器模组的总价值可能会达到 12 美元, 是 iPhone7 的两倍。主要得益于防水性能改善和更平衡有力的立体声效果优化。
- iPhone8 触发 iPhone “超级周期”。在新升级的驱动下, 如 AMOLED 屏幕, 3D 感应和升级双摄像头等, iPhone8 有望触发一个超级周期。我们预计 2017 年 iPhone8 组装机将达到 1 亿, 相比 iPhone7 在 2016 年的 7500 万增长 33%。
- 2017 年收入增长 40%。增长主要来自于: iPhone8 的声学价值翻倍和 iPhone 出货量的增长、iPhone 出货量推动的触觉马达收入增长、以及更多的金属机壳出货。
- iPhone 8 延迟推出不是问题。可能的 2 个月盈利确认延迟不会影响瑞声科技的长期基本面估值。我们的分析显示, 如果发生延迟, 将使公司 2017 年的收入增长减少 12 个百分点。然而, 大部分延迟收益将反映在 2018 年。
- 声学 and 触觉新解决方案确保行业领先地位。瑞声开发了新的触觉马达以替代物理按键。新的屏幕发声方案适应了新的全面屏手机的需求。

评级面临的主要风险

- iPhone8 出货量和平均售价低于预期。

估值

- 重申首选买入, 目标价 129.00 港币基于 21 倍 2017 和 2018 平均每股收益。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	11,739	15,507	21,781	28,049	35,048
变动(%)	32	32	40	29	25
净利润(人民币 百万)	3,107	4,025	5,744	7,578	9,436
全面摊薄每股收益(人民币)	2.530	3.278	4.677	6.171	7.684
变动(%)	34.1	29.6	42.7	31.9	24.5
市场预期每股收益(人民币)	-	-	3.992	4.643	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	4.550	5.854	7.083
调整幅度(%)	-	-	2.8	5.4	8.5
核心每股收益(人民币)	2.530	3.278	4.677	6.171	7.684
变动(%)	34.1	29.6	42.7	31.9	24.5
全面摊薄市盈率(倍)	35.8	27.6	19.4	14.7	11.8
核心市盈率(倍)	35.8	27.6	19.4	14.7	11.8
每股现金流量(人民币)	3.08	3.98	4.77	6.40	7.11
价格/每股现金流量(倍)	29.4	22.8	19.0	14.2	12.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.5	20.3	14.1	10.6	9.0
每股股息(人民币)	0.844	1.094	1.561	2.059	2.564
股息率(%)	0.9	1.2	1.7	2.3	2.8

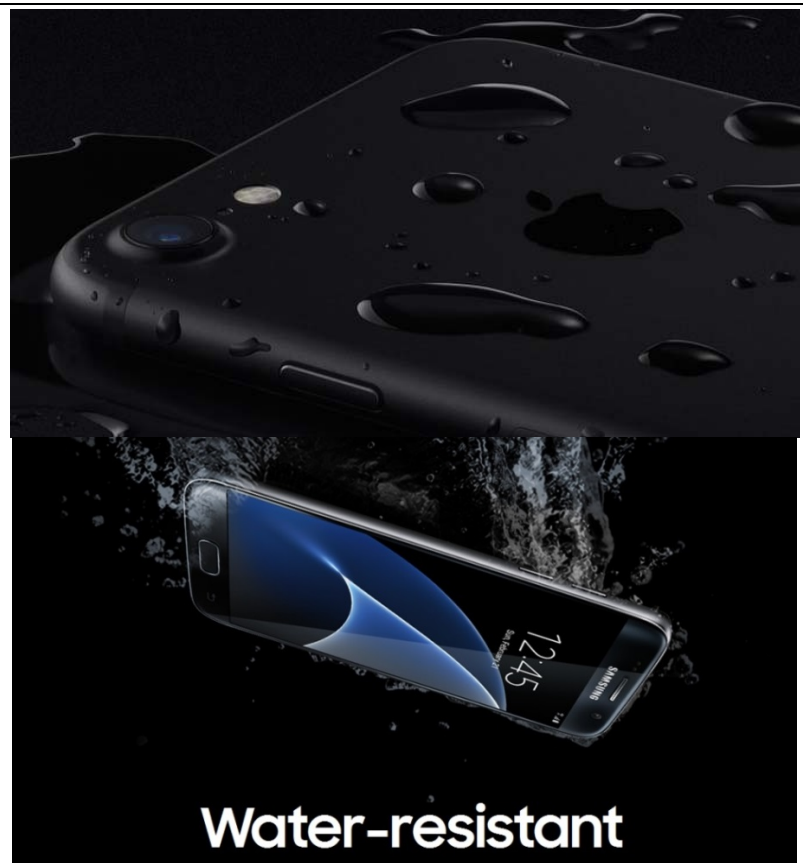
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

iPhone8 声学器件平均售价有可能再次翻番

根据我们的调研，苹果公司(AAPL US/未有评级)将于本年秋季推出三款 iPhone 新机。其中两款为配置 LCD 显示屏的 iPhone7 和 iPhone7 plus 的升级版，本文中我们称其为为 iPhone7S 和 iPhone7S plus。另一个大升级版使用了 AMOLED 显示屏，本报告中我们称其为“iPhone8”。

从 iPhone6S 到 2016 年发布的 iPhone7，扬声器和受话器/受话器模组总价值已由 3 美元涨至 6 美元，主要得益于防水和立体声特性。iPhone8 声学组件方面，我们的调研显示防水功能得到改善，立体声效果更均衡有力，扬声器和受话器模组的总价值可能会达到 12 美元，是 iPhone7 的两倍。我们预计在 5 月上中旬，在苹果公司结束与供应商的谈判后，价格预计会得到确认。iPhone7S 和 iPhone7S plus 方面，我们预计组件的价格将会和去年的版本基本相同。

图表 1. iPhone7（上图）防水级别低于 Galaxy S7（下图）



资料来源：苹果，三星

图表 2. 受话器功率较低，iPhone7 立体声效果不均衡



资料来源：苹果

iPhone8 “超级周期” 驱动销量增长

自 2014 年秋季发布 iPhone6 以来，iPhone 的性能改进十分有限。2017 年是 iPhone 上市十周年，iPhone8 将迎来大的特性升级，包括 AMOLED 显示屏、3D 感应以及升级版双摄像头等。因此，iPhone 用户换新以及安卓用户的转换需求将驱动 iPhone 销售的“超级周期”。

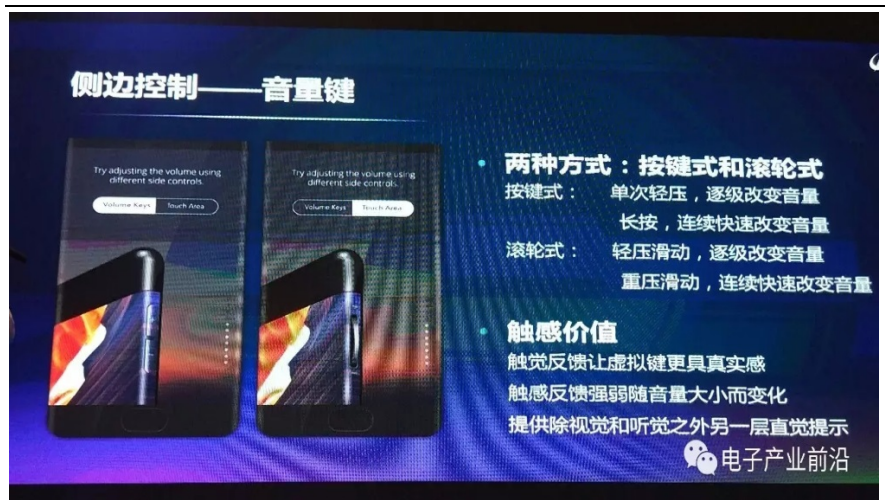
我们预计 2016 年 iPhone7 和 iPhone7 Plus 的组装机量为 7,500 万台，预计 2017 年 iPhone8 的组装机量将达到 1 亿台。

新升级触觉马达代替物理音量按钮

根据我们的调研，瑞声科技的触觉马达将使 iPhone8 淘汰物理按钮。按键的功能将由压力感应器和触觉反馈振动器替代。Home 键和音量键反馈仅由一个振动器就可以实现。手机不同部位的震动感应由软件控制，而非一个新的振动器。我们的调研显示 iPhone8 触觉马达的平均售价与 iPhone7 的触觉马达基本相同，在 11 美元左右。

根据中国媒体的报道，瑞声科技在公司的新技术交流会上展示了虚拟音量按钮技术。

图表 3. 基于瑞声科技触觉马达的虚拟音量按钮



资料来源：电子产业前沿, 瑞声科技

iPhone8 延迟推出不是问题

许多投资者担心 iPhone8 延迟推出。由于 iPhone8 应用了较多的新科技，我们认为产品延迟推出的可能性存在。但瑞声科技将不会受到影响。

如果推迟发布，iPhone8 和苹果公司的供应商将会受到怎样的负面影响？主要有两方面：1) iPhone8 的潜在客户会转而使用安卓系统支持的手机，因为他们无法再多等两个月；2) 2017 年的利润会延后至 2018 年，2017 年业绩受拖累。

在第一种情况下，我们认为负面影响将十分有限，因为许多 iPhone8 的潜在客户已经等待了很长时间，多等两个月并不影响他们其购买新 iPhone。第二种情况下，收益确认延迟 2 个月并不影响公司的长远增长潜力和基本面估值，因为市场多数在看长线。

我们认为目前的价格并未反映 iPhone8 推出后的股价上行空间，讨论 iPhone8 延迟推出的负面影响为时尚早。

安卓立体声业务稳健增长

根据管理层指引，2017 年升级版的声学部件出货量为 1 亿件，其中大部分为立体声功能升级。在为 P9 Plus 和 Mate9 配备立体声以后，更多的中端华为智能手机将安装立体声受话器模组。此外，更多的国内品牌，如 vivo 和 OPPO，也将采取立体声解决方案。中国智能手机的立体声方案平均售价将达到每件 2.5 美元。升级版高端的 1,000 万件立体声组件平均售价将达到 4 美元。

金属机壳业务收入增长和利润率改善

公司的金属机壳业务以前主要依赖少数大客户，如乐视网(300104 CH/未有评级)手机。2017 年，公司的客户基础将更加多元化，每产品型号的产量也将增长。公司的客户包括华为、三星、小米等智能手机品牌。得益于产量增长和生产工艺的改进，公司的金属机壳业务利润率将在今年有所改善。公司计划在 2017 年生产 3,000 万个机壳，平均售价为 15-20 美元。我们认为 2017 年金属机壳收入将达到 30 亿元人民币，2016 年该业务收入还不足 20 亿元人民币。

2017 年 iPhone 销售将带来 40% 的同比收入增长

公司给出 2017 年收入增长指引为 25%，相对保守，我们认为 2017 年收入增长将达到 40%。关于各业务分部增长驱动力的详细分析如下：

(1) 声学器件升级 (16%)。本业务的驱动因素为：1) iPhone8 声学器件平均售价和销量相较 iPhone7 上升。这将使公司 2017 年收入同比增长 13%。2) iPhone7/7 Plus 平均元器件单价高于 iPhone6，带来 3% 的收入增长，着重在 2017 年上半年体现。

(2) 触控马达 (12%)。本业务驱动因素为：1) iPhone7 触控马达平均售价高于 iPhone6S；2) iPhone8 的销量高于 iPhone 7。

(3) 射频业务 (7%)。假设金属机壳出货量为 3,000 万件，平均售价为 100 人民币，公司 2017 年射频业务收入将达到 30 亿元人民币，收入同比增长将超过 10 亿元人民币。

(4)立体声方案(3%)。假设1,000万件组件的平均售价为4美元,9,000万件组件平均售价为2.5美元,其收入贡献将达到18.3亿元人民币。假设2016年同样出货量的产品的平均售价为2美元,则总收入为13.8亿元人民币。因此收入增长额为4.5亿元人民币,涨幅为3%。

上述业务一共可以驱动2017年同比收入增长率为38%。再加上安卓声学业务平均售价的增长,我们预测收入增长将达到40%是合理的。

如果iPhone8延迟推出,使2017年销售量由1亿台降至7,500万台,2017年的销售增长将下降12个百分点。但如之前提到的,延迟到来的收益将会反映在2018年业绩中。

图表 4. iPhone 声学器件升级带来的收入增长贡献

	2016	2017E	2018E
旧 iPhone	6s/6s Plus	7/7 Plus/7S/7S plus	8
新 iPhone	7/7 Plus	8	8s
出货量(百万件)			
旧 iPhone	140	120	140
新 iPhone	75	100	80
总计	215	230	220
平均售价(美元)			
旧 iPhone	3	5	10
新 iPhone	6	11	11
瑞声科技份额(%)			
旧 iPhone	40	40	40
新 iPhone	45	45	45
收入(人民币, 百万)			
旧 iPhone	1,159	1,656	3,864
新 iPhone	1,397	3,416	2,732
总计	2,556	5,072	6,596
同比变动(人民币, 百万)			
对瑞声科技收入增长贡献	635	2,515	1,525
(%)	5.4%	16.2%	7.0%

资料来源: 苹果, 中银国际研究预测

图表 5. iPhone 触控马达升级带来的收入增长贡献

	2016	2017E	2018E
旧 iPhone	6s/6s Plus	7/7 Plus/7S/7S plus	8
新 iPhone	7/7 Plus	8	8s
出货量(百万件)			
旧 iPhone	140	120	140
新 iPhone	75	100	80
总计	215	220	220
平均售价(美元)			
旧 iPhone	4	8	10
新 iPhone	11	11	12
瑞声科技份额(%)			
旧 iPhone	48	45	50
新 iPhone	53	50	50
收入(人民币, 百万)			
旧 iPhone	1,855	2,981	4,830
新 iPhone	3,017	3,795	3,312
总计	4,872	6,776	8,142
同比变动(人民币 百万)			
对瑞声科技收入增长贡献	644	1,904	1,366
(%)	5.5	12.3	6.3

资料来源: 苹果, 中银国际研究预测

图表 6. 安卓立体声升级带来的收入增长贡献

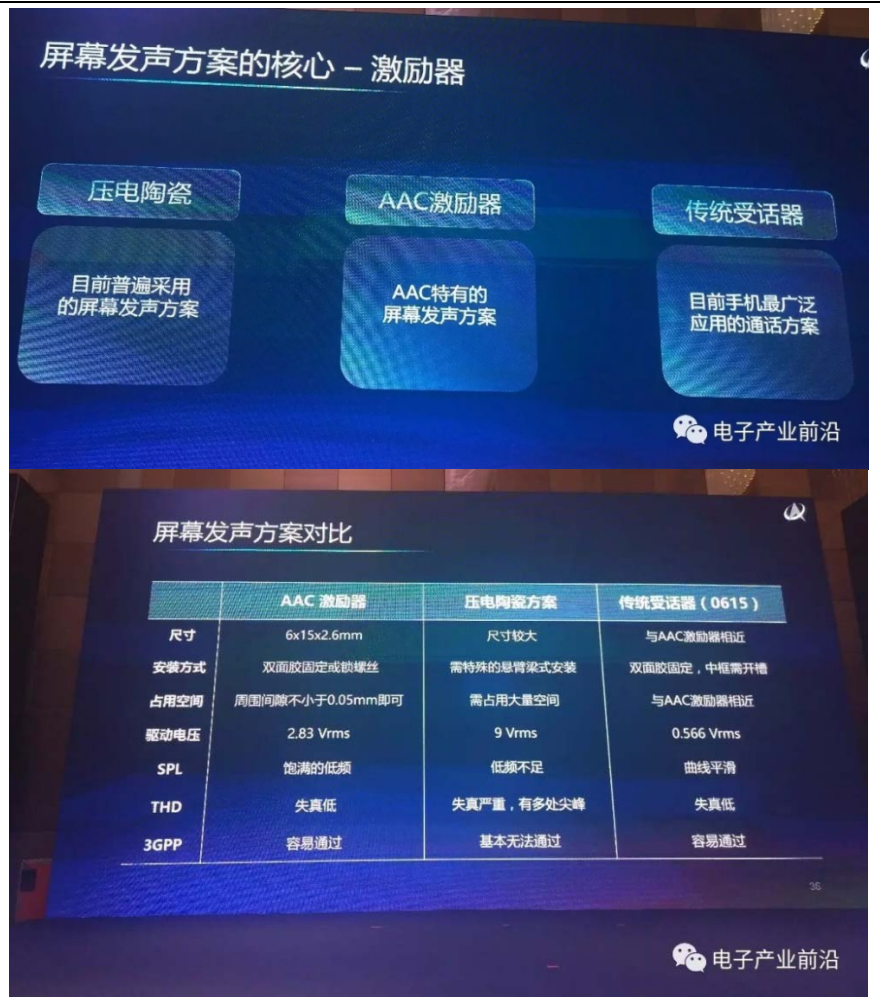
主要指标	产量(百万件)	平均售价(美元)	美元/人民币	收入(人民币, 百万)
	a	b	c	a*b*c
2017E				
高端立体声	10	4	6.9	276
立体声	90	2.5	6.9	1,553
总计				1,829
2016				
一般产品价格	100	2	6.9	1,380
同比变动(人民币 百万)				449
对瑞声科技收入增长贡献(%)				3

资料来源: 中银国际研究预测

新声学科技保障行业领先地位

瑞声科技也公布了屏幕发声方案。18:9 的全面屏成为今年智能手机发展的新趋势, 这样以来将无法在屏幕上方安装传统的受话器。因此, 屏幕发声方案将成为所有全面屏智能手机的必需品。根据电子产业前沿相关报导, 瑞声科技将会为新一代小米 MIX 提供 AAC 激励器发声方案以增强声音效果。AAC 激励器方案显示了公司在微型声学领域的领先地位, 这将成为公司新的增长驱动力。

图表 7. 屏幕发声方案



资料来源: 电子产业前沿

图表 8. 全面屏的兴起为屏幕发声方案带来需求

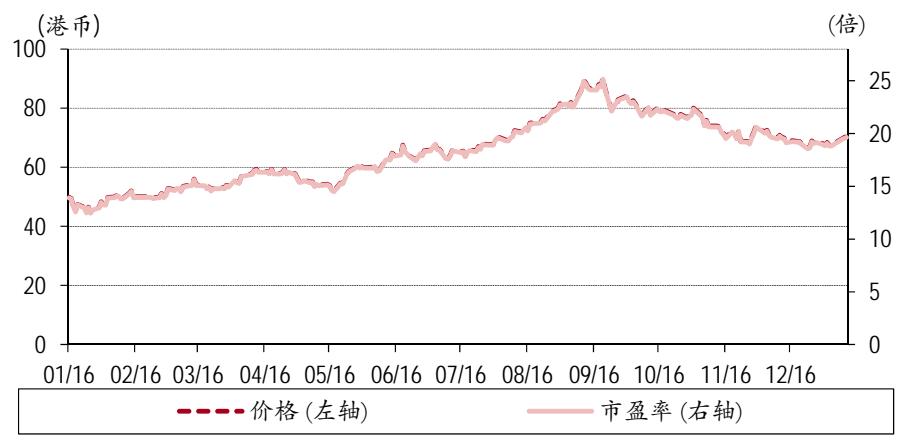


资料来源: 小米

重申首选买入，目标价格 129 港币

我们以公司 2016 年的上升周期估值作为参考，因为当时 iPhone 声学 and 触觉组件同样大幅升级。2016 年下半年，公司股价达到 90.2 港币的高点，又回到 80 港币的水平，随后受到有关乐视的新闻影响被拉低至 68 港币。如果将 80 港币作为基准，对应 22.5 倍当年期（2016）市场一致预测市盈率。昨日收市股价为 102.3 港币时，对应 19.4 倍中银国际预测 2017 年市盈率或 22.5 倍市场一致预测 2017 年市盈率。这意味着市场认为瑞声科技估值大致对应 22-23 倍当年期市盈率。因此，我们的全年目标价格预测预测值 129 港币基于 21 倍 2017-18 年平均每股收益预测。未来一年 26% 的上行空间主要由于随时间向前推动的估值基础年份转换以及 iPhone8 驱动利润增长导致市场上调对公司的盈利预测。

图表 9. 2016 年瑞声科技当年期市盈率曲线



资料来源：彭博

图表 10.年度盈利摘要

(人民币, 百万)	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
动圈器件	6,766	6,015	6,184	7,956	11,297	14,122
麦克风	816	844	975	535	562	579
耳机	67	0	0	0	0	0
非声学	447	2,021	4,580	7,016	9,922	13,349
总收入	8,096	8,879	11,739	15,507	21,781	28,049
同比 (%)	29	9.7	32.2	32.1	40.5	28.8
动圈器件	(3,672)	(3,290)	(3,389)	(4,337)	(6,100)	(7,626)
麦克风	(552)	(580)	(673)	(488)	(489)	(504)
非声学	(366)	(1,313)	(2,805)	(4,239)	(6,060)	(8,192)
生产成本	(4,637)	(5,201)	(6,867)	(9,065)	(12,650)	(16,322)
毛利润	3,459	3,678	4,872	6,443	9,131	11,727
同比	0.247	6.3	32.5	32.2	41.7	28.4
毛利率 (%)	43	41.4	41.5	41.5	41.9	41.8
其他收入	90	115	177	149	149	150
销售及分销	(182)	(199)	(257)	(291)	(330)	(370)
管理费用	(349)	(338)	(546)	(472)	(542)	(612)
研发费用	(553)	(656)	(859)	(1,166)	(1,742)	(2,104)
总经营费用	(1,083)	(1,193)	(1,662)	(1,929)	(2,615)	(3,086)
经营利润	2,376	2,485	3,210	4,514	6,517	8,642
同比 (%)	0.285	5	29	41	44	33
经营利润率 (%)	29.3	28.0	27.3	29.1	29.9	30.8
应占联营公司利润	12	(1)	(5)	(9)	(9)	(9)
财务(成本)/收入	(11)	(14)	(22)	(67)	(50)	(65)
减值损失及其他	369	(4)	76	46	5	5
税前利润	2,835	2,581	3,435	4,633	6,612	8,724
税费	(263)	(270)	(325)	(609)	(869)	(1,146)
少数股东权益	(6)	(7)	3	(1)	0	0
经调整净利润	2,252	2,318	3,107	4,026	5,744	7,578
同比 (%)	27.7	2.9	34.1	29.6	42.7	31.9
净利率 (%)	27.8	26.1	26.5	26.0	26.4	27.0
经调整每股收益(人民币)	1.83	1.89	2.53	3.28	4.68	6.17

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	11,739	15,507	21,781	28,049	35,048
销售成本	(6,867)	(9,065)	(12,650)	(16,322)	(20,540)
经营费用	(847)	(961)	(1,298)	(1,558)	(2,897)
息税折旧前利润	4,025	5,481	7,834	10,169	11,612
折旧及摊销	(815)	(968)	(1,317)	(1,527)	(814)
经营利润(息税前利润)	3,210	4,513	6,517	8,642	10,798
净利息收入/(费用)	(22)	(67)	(50)	(65)	(81)
其他收益/(损失)	247	186	145	146	146
税前利润	3,435	4,633	6,612	8,724	10,863
所得税	(325)	(609)	(869)	(1,146)	(1,427)
少数股东权益	-3	1	0	0	0
净利润	3,107	4,025	5,744	7,578	9,436
核心净利润	3,107	4,025	5,744	7,578	9,436
每股收益(人民币)	2.53	3.278	4.677	6.171	7.684
核心每股收益(人民币)	2.53	3.278	4.677	6.171	7.684
每股股息(人民币)	0.844	1.094	1.561	2.059	2.564
收入增长(%)	32	32	40	29	25
息税前利润增长(%)	29	41	44	33	25
息税折旧前利润增长(%)	40	36	43	30	14
每股收益增长(%)	34	30	43	32	25
核心每股收益增长(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	3,435	4,633	6,612	8,724	10,863
折旧与摊销	815	968	1,317	1,527	814
净利息费用	22	67	50	65	81
运营资本变动	(203)	(211)	(1,288)	(1,354)	(1,633)
税金	(325)	(609)	(869)	(1,146)	(1,427)
其他经营现金流	37	41	39	39	37
经营活动产生的现金流	3,781	4,888	5,862	7,854	8,735
购买固定资产净值	(2,573)	(4,137)	(3,000)	(2,000)	(2,114)
投资减少/增加	158	14	0	0	0
其他投资现金流	(66)	(20)	(145)	(145)	(162)
投资活动产生的现金流	(2,481)	(4,143)	(3,145)	(2,145)	(2,276)
净增权益	6	21	0	0	(22)
净增债务	378	2,285	0	0	(140)
支付股息	(1,037)	(1,343)	(1,917)	(2,529)	(3,149)
其他融资现金流	(22)	(67)	(50)	(65)	(81)
融资活动产生的现金流	(674)	896	(1,967)	(2,593)	(3,392)
现金变动	626	1,640	749	3,115	3,068
期初现金	1,582	2,224	3,864	4,614	7,729
公司自由现金流	1,300	744	2,716	5,709	6,460
权益自由现金流	1,678	3,029	2,716	5,709	6,319

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2,224	3,864	4,614	7,729	10,797
应收帐款	4,196	6,156	8,646	11,135	13,913
库存	1,718	2,623	3,795	5,033	6,478
其他流动资产	43	186	261	336	420
流动资产总计	8,181	12,829	17,316	24,234	31,608
固定资产	7,080	9,494	11,393	12,081	12,847
无形资产	245	256	252	258	280
其他长期资产	914	1,678	2,195	2,711	3,288
长期资产总计	8,239	11,428	13,839	15,051	16,415
总资产	16,420	24,257	31,155	39,284	48,023
应付帐款	2,919	5,346	7,509	9,670	12,083
短期债务	1,159	3,303	3,303	3,303	3,303
其他流动负债	248	476	1,445	2,344	2,559
流动负债总计	4,326	9,125	12,257	15,317	17,945
长期借款	649	789	789	789	649
其他长期负债	91	128	67	86	28
股本	100	100	100	100	100
储备	11,207	14,089	17,916	22,965	29,253
股东权益	11,307	14,189	18,016	23,065	29,353
少数股东权益	47	26	26	26	48
总负债及权益	16,420	24,257	31,155	39,284	48,023
每股帐面价值(人民币)	9.21	11.55	14.67	18.78	23.90
每股有形资产(人民币)	9.01	11.35	14.47	18.57	23.68
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.34)	0.19	(0.42)	(2.96)	(5.57)

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	34.3	35.3	36.0	36.3	33.1
息税前利润率(%)	27.3	29.1	29.9	30.8	30.8
税前利润率(%)	29.3	29.9	30.4	31.1	31.0
净利率(%)	26.5	26.0	26.4	27.0	26.9
流动性					
流动比率(倍)	1.9	1.4	1.4	1.6	1.8
利息覆盖率(倍)	146.2	67.6	130.1	134.0	133.9
净权益负债率(%)	净现金	1.6	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.1	1.1	1.3	1.4
估值					
市盈率(倍)	35.8	27.6	19.4	14.7	11.8
核心业务市盈率(倍)	35.8	27.6	19.4	14.7	11.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	45.1	34.8	24.4	18.5	14.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	9.8	7.8	6.2	4.8	3.8
价格/现金流(倍)	29.4	22.8	19.0	14.2	12.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.5	20.3	14.1	10.6	9.0
周转率					
存货周转天数	79.3	87.4	92.6	98.7	102.3
应收帐款周转天数	125.1	121.8	124.0	128.7	130.4
应付帐款周转天数	82.5	97.3	107.7	111.8	113.3
回报率					
股息支付率(%)	33.4	33.4	33.4	33.4	33.4
净资产收益率(%)	30.4	31.6	35.7	36.9	36.0
资产收益率(%)	19.6	19.3	20.4	21.3	21.5
已运用资本收益率(%)	27.0	28.7	32.2	35.0	35.7

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
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371