



603111.CH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 10.68

板块评级: 未有评级

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|--------|-------|--------|--------|
| 绝对 | (25.4) | (2.6) | (14.6) | (26.7) |
| 相对上证指数 | (17.0) | 0.1 | (1.1) | (23.4) |

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 993 |
| 流通股(%) | 74 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 7,886 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 57 |
| 净负债比率(%) (2018E) | 12 |
| 主要股东(%) | |
| 南京工程学院资产经营有限责任公司 | 9 |

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年4月23日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 运输设备

杨绍辉*

(8621) 20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

*陈祥为本报告重要贡献者

康尼机电

双轮驱动格局元年, 估值有望伴随业绩同步修复

康尼机电发布2017年年报和18年季报, 2017年实现归母净利润2.81亿元, 同比增长17%; 2018年一季度实现归母净利润2.81亿元, 同比增长136%。公司收购龙昕科技及定增均已顺利结束, 正式开启“轨道交通”+“消费电子”双轮驱动格局, 重点发展门系统、智能手机表面处理和汽车零部件三大方向, 我们持续看好公司未来发展, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 康尼机电发布2017年年报, 实现营业收入24.18亿元, 同比增长20.28%; 归属于上市公司股东的净利润2.81亿元, 同比增长17%; 扣非归母净利润2.65亿元, 同比增长18%; 基本每股收益0.38元, 同比增长16%。康尼机电发布2018年一季度, 实现营业收入7.97亿元, 同比增长102.24%; 归属于上市公司股东的净利润9934万元, 同比增长136%; 扣非归母净利润9638万元, 同比增长106%; 基本每股收益0.11元, 同比增长83%
- 2017年业绩稳步增长, 符合预期。母公司2017年业绩增长以及未来可持续发展的边际变化主要在于: 城轨门系统伴随城轨通车里程逐年增加而稳步增长, 充分受益“十三五”期间城轨的高景气度; 动车组门系统市占率大幅提高, “复兴号”动车组门系统市占率达到80%; 城轨后市场快速放量, 配件业务大幅增长。
- 龙昕科技完成业绩承诺, 符合预期。未来业绩增长点主要包括: 传统塑胶件表面处理的市占率在提高, IMT工艺的放量, 塑胶件全制程表面处理, 不锈钢外框表面处理, 非消费电子(健康医疗产品、化妆品包装)等的表面处理等, 未来业绩有望超业绩承诺。
- 子公司康尼新能源亏损941万元, 环比减亏。康尼新能源2017年实现营业收入2.3亿元, 净利润-941万元, 主要原因是战略调整和产品结构调整。新能源汽车未来3年内生发展的主要方向之一, 2018年1季度业绩已经实现扭亏为盈, 2018年目标有望恢复到16年水平, 收入达到2.7亿元, 净利润有望超过1500万元。

评级面临的主要风险

- 城轨通车里程不及预期, 消费电子出现断崖式下跌

估值

- 由于子公司龙昕科技已并表, 我们更新了盈利预测, 预计2018-2020年归母净利润6.23、7.42和8.59亿元, 每股收益分别为0.63、0.75和0.87元, 对应当前股价市盈率分别为17、14和12倍, 持续推荐, 维持买入评级。

投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 2,010 | 2,418 | 4,250 | 5,160 | 6,189 |
| 变动(%) | 21 | 20 | 76 | 21 | 20 |
| 净利润(人民币 百万) | 240 | 281 | 623 | 742 | 859 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.241 | 0.283 | 0.627 | 0.746 | 0.865 |
| 变动(%) | 30.5 | 17.1 | 121.8 | 19.1 | 15.9 |
| 市场预期每股收益(人民币) | | | 0.617 | 0.768 | 0.950 |
| 原先预测摊薄每股收益(人民币) | | | 0.447 | 0.478 | |
| 调整幅度(%) | | | 40.2 | 56.1 | |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 44.2 | 37.8 | 17.0 | 14.3 | 12.3 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 172.5 | 58.2 | (11.6) | 6.3 | (59.0) |
| 每股现金流量(人民币) | 0.06 | 0.18 | (0.92) | 1.68 | (0.18) |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 34.5 | 27.6 | 13.7 | 9.9 | 8.9 |
| 每股股息(人民币) | 0.074 | 0.032 | 0.155 | 0.167 | 0.169 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 2017 年年报业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 同比增速(%) |
|------------|----------|----------|----------|------------|
| 营业收入 | 1,656.43 | 2,010.15 | 2,417.79 | 20.28 |
| 营业成本 | 1,017.79 | 1,247.93 | 1,550.55 | 24.25 |
| 毛利润 | 638.64 | 762.22 | 867.24 | 13.78 |
| 税金及附加 | 15.99 | 19.74 | 24.91 | 26.23 |
| 销售费用 | 111.19 | 129.66 | 150.74 | 16.26 |
| 管理费用 | 306.1798 | 342.5677 | 375.1267 | 9.50 |
| 财务费用 | 10.42 | 7.73 | 20.31 | 162.70 |
| 资产减值 | 4.37 | 8.22 | 9.08 | 10.50 |
| 投资收益 | 12.20 | 5.70 | 3.37 | (41.00) |
| 营业外收入 | 27.19 | 40.94 | 3.69 | (91.00) |
| 营业外支出 | 0.29 | 1.63 | 1.37 | (16.22) |
| 利润总额 | 229.59 | 299.32 | 333.45 | 11.40 |
| 所得税 | 34.69 | 43.76 | 44.90 | 2.61 |
| 净利润 | 194.91 | 255.56 | 288.55 | 12.91 |
| 少数股东损益 | 11.08 | 15.62 | 7.65 | (51.01) |
| 归属母公司股东的净利 | 183.83 | 239.94 | 280.90 | 17.07 |
| 基本每股收益(元) | 0.63 | 0.33 | 0.38 | 16.33 |
| 毛利率 | 38.56 | 37.92 | 35.87 | 减少 2.05pct |
| 净利率 | 11.77 | 12.71 | 11.93 | 减少 0.78pct |

资料来源: 万得数据, 中银证券

图表 2. 2018 年 1 季报业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2016 年 Q1 | 2017 年 Q1 | 2018 年 Q1 | 同比增速(%) |
|------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 营业收入 | 434.56 | 394.16 | 797.14 | 102.24 |
| 营业成本 | 273.92 | 241.25 | 525.46 | 117.81 |
| 毛利润 | 160.64 | 152.91 | 271.68 | 77.67 |
| 税金及附加 | 0.16 | 0.20 | 2.49 | 1162.26 |
| 销售费用 | 24.74 | 27.53 | 32.88 | 19.41 |
| 管理费用 | 74.60 | 78.43 | 111.70 | 42.42 |
| 财务费用 | 2.68 | 3.12 | 9.27 | 197.16 |
| 资产减值 | 0.83 | 0.76 | 1.45 | 89.73 |
| 投资收益 | 2.31 | 0.79 | 1.88 | 138.89 |
| 营业外收入 | 7.42 | 9.68 | 0.55 | (94.29) |
| 营业外支出 | 0.01 | 0.21 | 0.48 | 128.47 |
| 利润总额 | 63.85 | 49.12 | 118.51 | 141.29 |
| 所得税 | 11.05 | 7.88 | 19.52 | 147.79 |
| 净利润 | 52.80 | 41.24 | 99.00 | 140.05 |
| 少数股东损益 | 3.15 | (0.94) | (0.35) | 63.13 |
| 归属母公司股东的净利 | 49.66 | 42.18 | 99.34 | 135.53 |
| 基本每股收益(元) | 0.63 | 0.33 | 0.38 | 16.33 |
| 毛利率 | 36.97 | 38.79 | 34.08 | 减少 4.71pct |
| 净利率 | 12.15 | 10.46 | 12.42 | 增加 1.96pct |

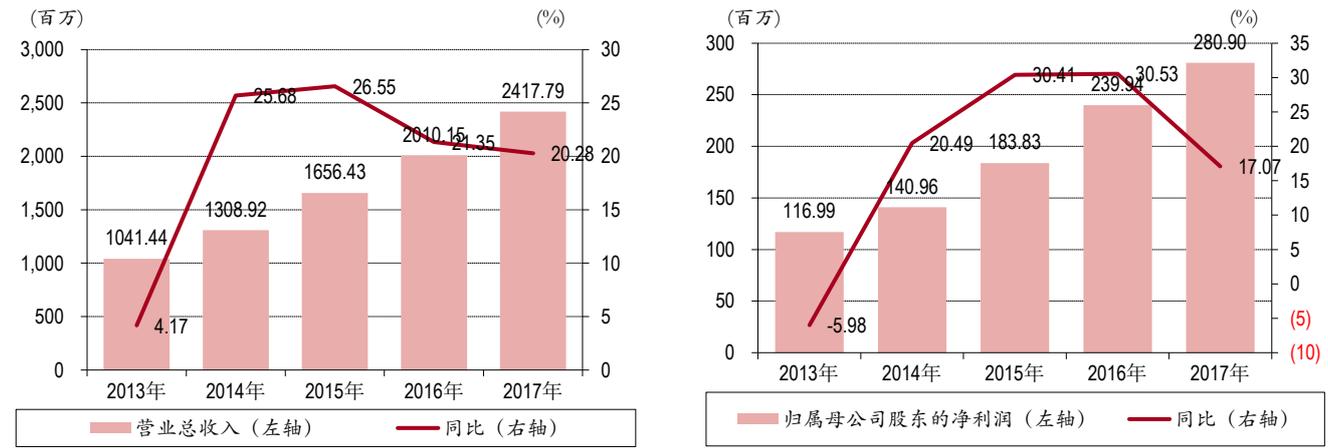
资料来源: 万得数据, 中银证券

点评:

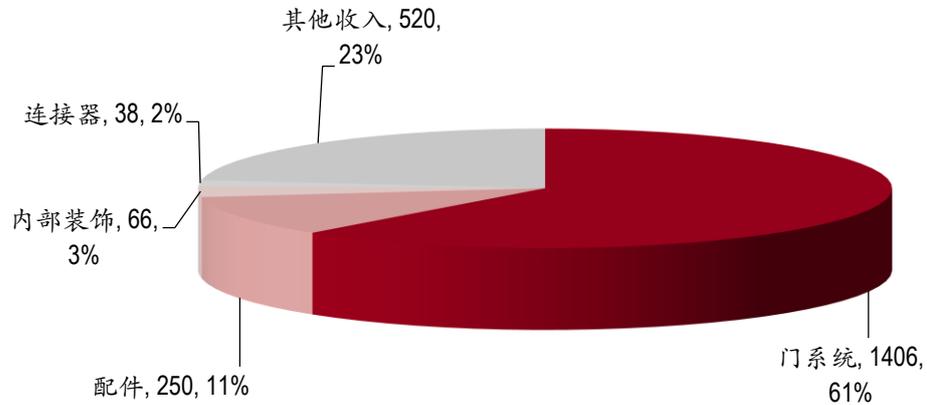
一、母公司业绩增长, 动车组市占率在提高, 城轨门系统稳步增长

公司营业收入稳步增长, 符合预期。2017 年度公司营业收入 24.18 亿元, 较 2016 年度增长 20.28%, 其中母公司 22.8 亿元, 同比增长 13.4%。龙昕科技并表 (2017 年 12 月单月) 增加 1.38 亿元, 母公司轨道交通主业营业收入增加 2.70 亿元。

母公司收入分拆: 门系统收入 14 亿元, 同比增长 12%; 配件收入 2.5 亿元, 同比增长 80.55%; 内部装饰收入 6594 万元, 同比增长 61%; 连接器收入 3783 万元, 同比增加 2.6%。

图表 3. 公司业绩大幅增长


资料来源：公司公告、中银证券

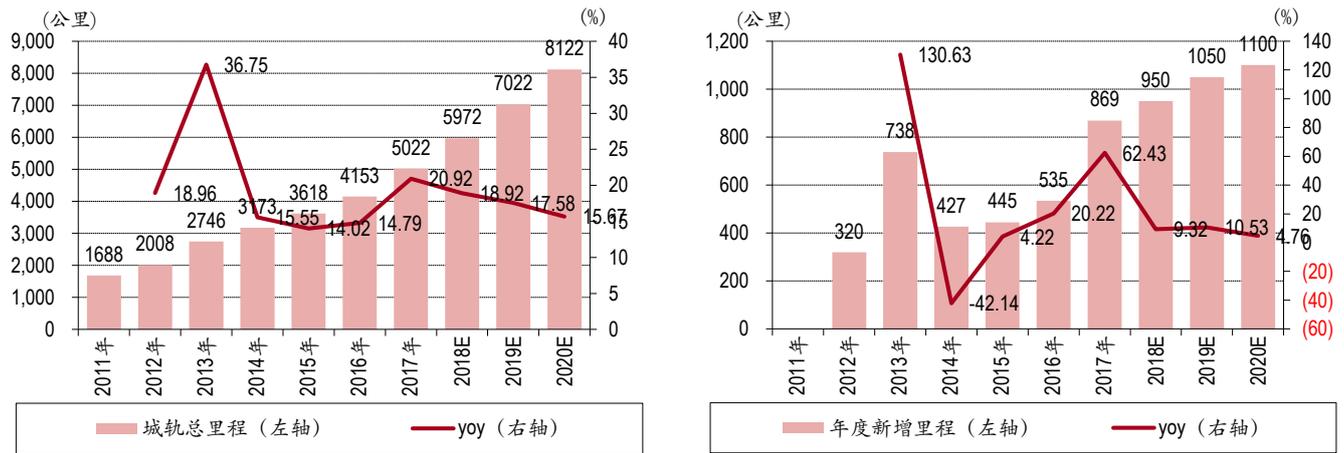
图表 4. 2017 年母公司收入拆分，门系统收入占比超 60% (单位：百万元)


资料来源：公司公告、中银证券

“复兴号”动车组高国产化率受益者，公司门系统市占率达 80%。2017 年，公司在“复兴号”动车组外门系统销量为 173 组，占比 80%左右。公司作为中国标准动车组门系统研发、试制的主要参与单位，伴随“复兴号”动车组成为市场的主流，公司动车组外门产品的收入及市占率有望保持稳定增长。此外，公司 17 年有“让利换市场”的举措，保障未来 2 年市占率维持在 70-80%以上。

城轨门系统“双 50%”业绩在持续。城轨门系统收入占母公司门系统收入 50%以上，产品市占率保持在 50%以上。十三五期间，城轨建设通车景气度较高，下游客户中国中车城轨业务也呈持续增长态势。城轨门系统龙头有望充分受益，保障母公司业绩的持续增长。

城轨后市场快速放量，贡献公司配件业务快速增长。城市轨道交通车辆（包括门系统）运营 5 年或者 60 万公里需要架修，运营 10 年或者 120 万公里必须进行大修。近两年公司的维保配件业务一直处于快速增长态势，2017 年公司维保配件业务收入达到 2.5 亿元，同比增长 80.55%。未来预计持续快速增长。

图表 5. 全国城轨年度新增里程十三五期间将迎来通车高峰


资料来源：中国城市轨道交通协会，中银证券

子公司康尼新能源，净利润-941万元，环比减亏。康尼新能源 2017 年实现营业收入 2.3 亿元，净利润-941 万元，主要原因是战略调整和产品结构调整。新能源汽车未来 3 年内生发展的主要方向之一，2018 年 1 季度业绩已经实现扭亏为盈，2018 年目标有望恢复到 16 年水平，收入达到 2.7 亿元，净利润有望超过 1500 万元。

毛利率微降，主要由于公司战略实施，无需担心。公司产品毛利率一直维持较高水平，2017 年母公司产品整体毛利率 38.78%，同比微降 1.84 个 pct，主要因为门系统的毛利率 37.7%，同比减少 3.6 个 pct。我们认为这与公司在 2017 年采取的“让利换市场”策略有关，公司降价 7-8%，以保证未来 2 年的动车组门系统市占率在 70-80%。由于公司成本的规模效应，产品成本管控合理，毛利率仅仅微降 3.6%，由此保障公司的核心竞争力和盈利能力。

二、龙昕科技业绩符合预期，新技术、新产品、新领域打造新细分领域龙头

龙昕科技 2017 年业绩达到业绩承诺，符合预期。公司塑胶件表面处理工艺成熟，良品率可达到 90%，技术和良率保障公司核心竞争力。公司 2017 年主打新工艺，NCL 技术可实现仿金属，已大量投产，技术和产量水平均为业内龙头；仿玻璃工艺（IMT 新工艺）将在 2018 年得到应用并实现批量生产；同时，公司已掌握金属陶瓷化、不锈钢中框表面处理等技术储备，适合未来 5G 时代的新产品应用。

龙昕科技 2018 年在手订单充裕，业绩有望超额完成。除了传统塑胶件表面处理的市占率在提高，2018 年业绩增长点主要包括：IMT 工艺的放量，塑胶件全制程表面处理，不锈钢外框表面处理，非消费电子（健康医疗产品、化妆品包装）等的表面处理等。

三、2018 年静等风来，轨交+消费电子行业恢复有望迎来估值提升

2018 年公司 1 季度业绩高增长，主要因为龙昕科技并表所致。2018 年 1 季度母公司实现收入 3.65 亿元，同比增长 21%，净利润 4278 万元，同比基本持平；2018 年 1 季度子公司龙昕科技实现收入 4.32 亿元，实现净利润 5656 万元，完成全年承诺业绩 3.1 亿元的 18%。一季度是轨交领域传统淡季，也是消费电子业务淡季。我们预计下半年伴随手机销量的高峰，龙昕科技订单会加快增长，实现业绩承诺 3.1 亿元净利润，压力不大。

2018 年为公司新三年计划实施元年，打造“轨交”+“消费电子”双轮驱动，以轨道交通装备+表面处理+汽车零部件为重点发展方向。目前轨交行业和智能手机行业均处于相对低谷，随着铁路“八纵八横”的进一步通车，和未来 5G 时代新手机的新一轮消费电子大周期的临近，行业有望复苏，叠加公司业绩稳步增长，有望迎来估值业绩双双提升。

投资建议

由于子公司龙昕科技已并表，我们更新了盈利预测，预计2018-2020年归母净利润6.23、7.42和8.59亿元，每股收益分别为0.63、0.75和0.87元，对应当前股价市盈率分别为17、14和12倍，持续推荐，维持买入评级。

损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入 | 2,010 | 2,418 | 4,250 | 5,160 | 6,189 |
| 销售成本 | (1,268) | (1,575) | (2,774) | (3,382) | (4,037) |
| 经营费用 | (438) | (481) | (665) | (783) | (981) |
| 息税折旧前利润 | 305 | 362 | 812 | 996 | 1,172 |
| 折旧及摊销 | (43) | (54) | (74) | (103) | (141) |
| 经营利润(息税前利润) | 262 | 307 | 738 | 893 | 1,030 |
| 净利息收入/(费用) | (8) | (20) | (37) | (54) | (50) |
| 其他收益/(损失) | 45 | 6 | 26 | 25 | 19 |
| 税前利润 | 299 | 293 | 728 | 864 | 999 |
| 所得税 | (44) | (45) | (105) | (122) | (140) |
| 少数股东权益 | 16 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 240 | 281 | 623 | 742 | 859 |
| 核心净利润 | 246 | 241 | 626 | 745 | 862 |
| 每股收益(人民币) | 0.241 | 0.283 | 0.627 | 0.746 | 0.865 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.247 | 0.242 | 0.630 | 0.749 | 0.867 |
| 每股股息(人民币) | 0.074 | 0.032 | 0.155 | 0.167 | 0.169 |
| 收入增长(%) | 21 | 20 | 76 | 21 | 20 |
| 息税前利润增长(%) | 30 | 17 | 140 | 21 | 15 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 33 | 19 | 124 | 23 | 18 |
| 每股收益增长(%) | 31 | 17 | 122 | 19 | 16 |
| 核心每股收益增长(%) | 31 | (2) | 160 | 19 | 16 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|---------|---------|---------|-------|
| 税前利润 | 299 | 293 | 728 | 864 | 999 |
| 折旧与摊销 | 43 | 54 | 74 | 103 | 141 |
| 净利息费用 | 8 | 20 | 37 | 54 | 50 |
| 运营资本变动 | (283) | (23) | (690) | 301 | (462) |
| 税金 | (28) | 3 | (105) | (122) | (140) |
| 其他经营现金流 | 23 | (166) | (954) | 473 | (768) |
| 经营活动产生的现金流 | 62 | 182 | (911) | 1,672 | (180) |
| 购买固定资产净值 | (1) | 81 | 169 | 200 | 189 |
| 投资减少/增加 | 6 | (2,268) | 3 | 3 | 3 |
| 其他投资现金流 | (0) | 2,589 | (339) | (399) | (379) |
| 投资活动产生的现金流 | 4 | 402 | (166) | (196) | (186) |
| 净增权益 | (74) | (32) | (154) | (165) | (167) |
| 净增债务 | (120) | 120 | 2,343 | (801) | 1,098 |
| 支付股息 | 0 | 27 | 53 | 103 | 221 |
| 其他融资现金流 | 13 | (81) | 24 | (157) | (271) |
| 融资活动产生的现金流 | (181) | 34 | 2,265 | (1,021) | 880 |
| 现金变动 | (115) | 618 | 1,188 | 455 | 514 |
| 期初现金 | 407 | 292 | 937 | 2,125 | 2,580 |
| 公司自由现金流 | 66 | 584 | (1,077) | 1,476 | (366) |
| 权益自由现金流 | (47) | 725 | 1,302 | 728 | 782 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 456 | 1,140 | 2,328 | 2,783 | 3,297 |
| 应收帐款 | 1,333 | 2,267 | 2,871 | 3,390 | 4,679 |
| 库存 | 386 | 664 | 1,614 | 1,163 | 1,944 |
| 其他流动资产 | 24 | 45 | 76 | 62 | 111 |
| 流动资产总计 | 2,199 | 4,116 | 6,889 | 7,397 | 10,032 |
| 固定资产 | 416 | 602 | 699 | 796 | 844 |
| 无形资产 | 37 | 117 | 116 | 116 | 115 |
| 其他长期资产 | 8 | 144 | 144 | 144 | 144 |
| 长期资产总计 | 461 | 863 | 959 | 1,056 | 1,104 |
| 总资产 | 2,685 | 7,308 | 10,160 | 10,748 | 13,414 |
| 应付帐款 | 803 | 1,489 | 2,059 | 2,395 | 3,058 |
| 短期债务 | 190 | 307 | 1,520 | 1,738 | 1,955 |
| 其他流动负债 | 263 | 1,492 | 863 | 1,334 | 1,548 |
| 流动负债总计 | 1,255 | 3,288 | 4,443 | 5,467 | 6,561 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 1,133 | 112 | 992 |
| 其他长期负债 | 44 | 53 | 36 | 44 | 45 |
| 股本 | 738 | 896 | 994 | 994 | 994 |
| 储备 | 623 | 3,011 | 3,480 | 4,056 | 4,748 |
| 股东权益 | 1,361 | 3,907 | 4,474 | 5,050 | 5,742 |
| 少数股东权益 | 64 | 75 | 75 | 75 | 75 |
| 总负债及权益 | 2,685 | 7,308 | 10,160 | 10,748 | 13,414 |
| 每股帐面价值(人民币) | 1.37 | 3.93 | 4.50 | 5.08 | 5.78 |
| 每股有形资产(人民币) | 1.79 | 4.23 | 4.39 | 4.97 | 5.66 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (0.14) | (0.70) | 0.53 | (0.73) | (0.15) |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

| 年结日: 12月31日 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 15.2 | 15.0 | 19.1 | 19.3 | 18.9 |
| 息税前利润率(%) | 13.0 | 12.7 | 17.4 | 17.3 | 16.6 |
| 税前利润率(%) | 14.9 | 12.1 | 17.1 | 16.7 | 16.1 |
| 净利率(%) | 11.9 | 11.6 | 14.7 | 14.4 | 13.9 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.8 | 1.3 | 1.6 | 1.4 | 1.5 |
| 利息覆盖率(倍) | 33.9 | 15.1 | 20.2 | 16.6 | 20.7 |
| 净权益负债率(%) | 净现金 | 净现金 | 11.6 | 净现金 | 净现金 |
| 速动比率(倍) | 1.4 | 1.0 | 1.2 | 1.1 | 1.2 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 44.2 | 37.8 | 17.0 | 14.3 | 12.3 |
| 核心业务市盈率(倍) | 43.2 | 44.1 | 16.9 | 14.2 | 12.3 |
| 市净率(倍) | 7.8 | 2.7 | 2.4 | 2.1 | 1.8 |
| 价格/现金流(倍) | 172.5 | 58.2 | (11.6) | 6.3 | (59.0) |
| 企业价值/息税折旧前利 | 34.5 | 27.6 | 13.7 | 9.9 | 8.9 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 113.8 | 121.5 | 149.9 | 149.9 | 140.5 |
| 应收帐款周转天数 | 213.9 | 271.8 | 220.6 | 221.4 | 237.9 |
| 应付帐款周转天数 | 144.3 | 173.0 | 152.4 | 157.6 | 160.8 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 30.8 | 11.4 | 24.8 | 22.3 | 19.5 |
| 净资产收益率(%) | 18.8 | 10.7 | 14.9 | 15.6 | 15.9 |
| 资产收益率(%) | 8.6 | 5.2 | 7.2 | 7.3 | 7.3 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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