

## 公司报告

招商证券 (香港) 有限公司  
证券研究部

## 比亚迪股份 (1211 HK)

汽车业务盈利改善, 明年爆发可期

- 净利润环比回升35.6%, 估计汽车业务盈利改善
- 新能源车市占率突破, 明年爆发可期
- 维持买入评级, 上调目标价至385港元

## 三季度业绩环比回升, 料汽车业务盈利改善

根据中国会计准则, 公司三季度净利润为13亿元人民币, 同比下降27.5%, 环比增长35.6%, 含政府补助5.4亿元人民币。收入为543亿元人民币, 同比增长22%。1) 毛利率: 三季度毛利率为13.3%, 同比/环比-9ppt/+0.4ppt。2) 汽车业务: 三季度销量同比/环比增长40.2%/8.5%至15万辆, 其中新能源乘用车同比+162.5%至12万辆。以比亚迪扣除比亚迪电子作为参考: 三季度收入329亿元人民币, 同比+34.9%, 环比+30.3%; 毛利57亿元人民币, 同比-13.0%, 环比+22.3%; 净利润9.3亿元人民币, 同比增长77%, 环比+141%; 估计汽车销量和规模经济推动汽车业务盈利改善。3) 手机笔电: 收入同比+6.3%, 毛利率同比减少6.8ppt, 净利润同比/环比-72.4%/-38.5%至5亿元人民币。4) 费用率: 三季度销售/管理/研发/财务费用率合计同比/环比-3.9ppt/+0.8ppt至10.4%。

## 新能源车市占率突破, 明年爆发可期

1) 新能源车突破: 新能源车销量逐月提升, 5月以来每月环比增幅接近1万辆, 屡创新高, 9月突破7万辆, 预计年底实现月销10万辆。新能源乘用车市占率持续攀升, 一/二/三季度分别为11%/15%/20%。内部销量占比上, 新能源车占比5月至9月从70%突破至接近90%, 标志着公司基本完成了向新能源车企的转型。2) 插混市场霸主: 插混放量带动市占率强劲提升, 一/二/三季度插混市占率分别为18%/36%/54%, 成为插混市场的绝对龙头, 仍有大量订单待释放; 三季度公司插混销量规模基本与纯电持平, 形成纯电/插混两路出击的格局。3) 明年空间巨大: 公司明年新能源车销量目标高达150万辆, 包括纯电60万辆和插混90万辆。公司多款重磅车型上市, 汉、唐、宋Pro、宋PLUS等热销车型的DMi版本将持续引爆混动市场, 海洋系列的海鸥/海狮/海豹等车型以全新定位打开增量市场, 刀片电池扩产后赋能现有车型升级换代, 强劲产品线保障明年销量持续爆发。

## 估值释放加速, 上调目标价至385港元

维持净利润预测不变, 维持买入评级。按分部加总估值法 (见图7), 上调目标价至385港元 (前次332港元), 相当于4.3x FY21E P/S (前次3.7x), 反映: 1) 动力电池业务板块前景更乐观, 有望进入特斯拉等重磅车企的供应链, 明后年外供加速, 提升业务板块估值; 2) 预计半导体业务明年上半年单独上市, 成为股价催化剂。

## 财务数据

(人民币百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业额	121,778	153,469	203,405	264,359	349,654
同比增长	0.0%	26.0%	32.5%	30.0%	32.3%
净利润	1,614	4,234	5,045	6,867	8,454
同比增长	-41.9%	162.3%	19.2%	36.1%	23.1%
每股盈利 (人民币元)	0.50	1.47	1.85	2.52	3.10
每股股息 (人民币元)	0.06	0.15	0.18	0.24	0.30
市盈率 (倍)	503.0	171.1	136.0	99.9	81.2
市销率 (倍)	5.6	4.5	3.4	2.6	2.0
ROE	2.8%	7.4%	8.2%	10.1%	11.2%

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测; 截至2021年10月28日收盘价

梁勇活

+86 755 8290 4571

liangy6@cmschina.com.cn

杨岱东

+86 755 8323 5354

yangdd2@cmschina.com.cn

## 最新变动

2021年三季度业绩点评; 目标价上调

## 买入

前次评级	买入
股价	301.8港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	385.0港元(+28%)
前次目标价	332.0港元

## 股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
1211 HK	24.2	88.4	96.0
恒生指数	4.0	(11.0)	6.0

## 行业: 汽车汽配

恒生指数	25,556
------	--------

国企指数	9,053
------	-------

## 重要数据

52周股价区间 (港元)	138.4 - 324.6
--------------	---------------

港股市值 (百万港元)	995,191
-------------	---------

日均成交量 (百万股)	7.76
-------------	------

每股净资产 (港币)	34.16
------------	-------

## 主要股东

王传福	18.83%
-----	--------

吕向阳	8.77%
-----	-------

BERKSHIRE HATHAWAY INC.	8.25%
-------------------------	-------

总股数 (百万股)	2,728
-----------	-------

自由流通量	64.15%
-------	--------

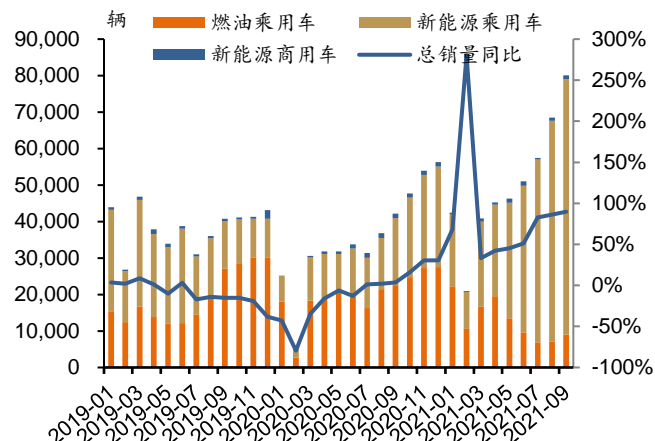
资料来源: 彭博

## 相关报告

1. 比亚迪股份 (1211 HK) - 成本端短期挤压利润, 新能源车销量指引乐观 (买入) (2021/8/30)
2. 比亚迪股份 (1211 HK) - 超级混动订单火爆, 电动化优势持续领先 (买入) (2021/3/30)

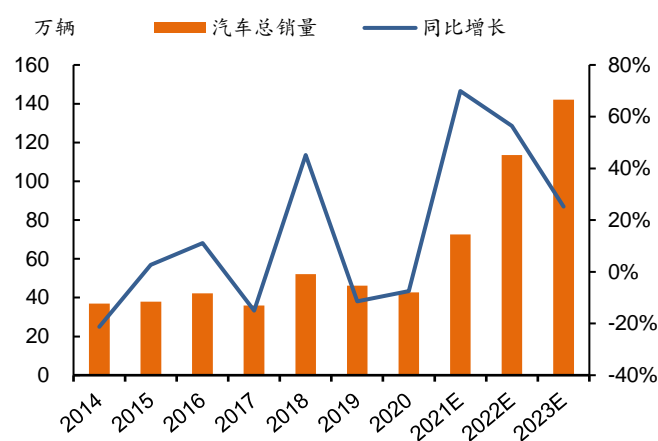
## 重点图表

图1: 比亚迪月销量及同比增速



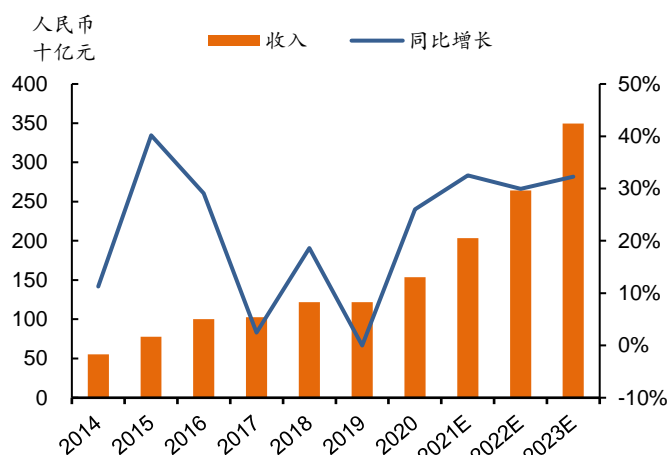
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图2: 公司汽车年度销量预测 (乘用车+商用车)



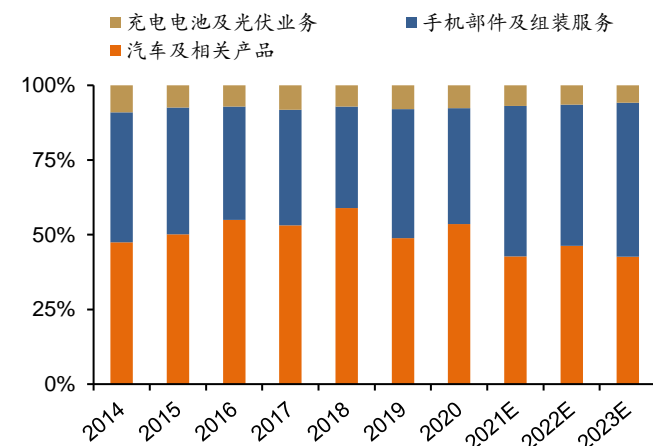
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图3: 公司收入预测



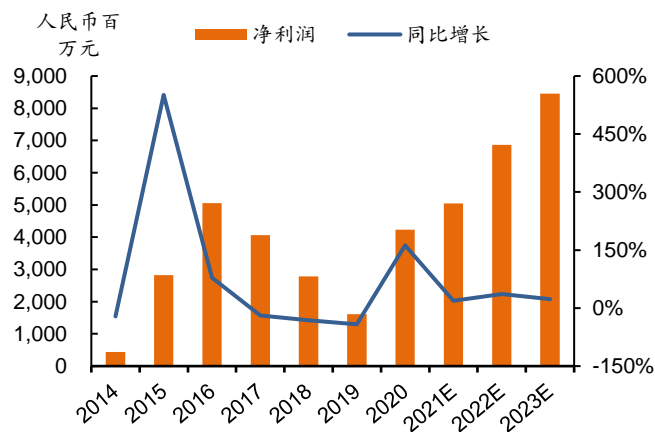
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图4: 公司收入结构预测



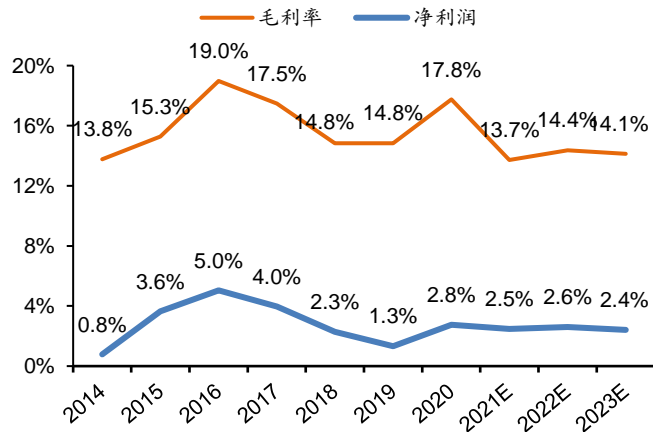
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图5: 公司净利润预测



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图6: 公司毛利率及净利润率预测



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 7: 最新分部加总估值

业务板块	估值方法	估值倍数	2021E 估值 (人民币百万元)	占比
新能源乘用车	P/S	4.5x FY21E P/S	271,011	36%
新能源商用车	P/S	2.0x FY21E P/S	29,194	4%
燃油车	P/S	1.0x FY21E P/S	32,805	4%
手机部件及组装服务	P/E	14x FY21E P/E	43,712	6%
二次充电电池及光伏业务	P/S	1.0x FY21E P/S	14,097	2%
动力电池	内含价值	n.a	396,805	45%
比亚迪半导体	内含价值	n.a	90,758	10%
云轨	内含价值	n.a	0	0%
<b>整体价值 (人民币百万元)</b>			<b>872,402</b>	
股数 (百万股)			2,728	
每股价值 (人民币)			320	
汇率 (港元/人民币)			1.2055	
<b>每股价值 (港元)</b>			<b>385</b>	

注: 云轨业务的政策不确定性大, 保守起见, 我们给予该项业务估值为零; 动力电池和比亚迪半导体估值参照宁德时代 (300750 CH) 和斯达半导 (603290 CH) 最近一个月平均市值;

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 8: 调整前分部加总估值

业务板块	估值方法	估值倍数	2021E 估值 (人民币百万元)	占比
新能源乘用车	P/S	4.5x FY21E P/S	271,011	36%
新能源商用车	P/S	2.0x FY21E P/S	29,194	4%
燃油车	P/S	1.0x FY21E P/S	32,805	4%
手机部件及组装服务	P/E	14x FY21E P/E	43,712	6%
二次充电电池及光伏业务	P/S	1.0x FY21E P/S	14,097	2%
动力电池	内含价值	n.a	315,870	42%
比亚迪半导体	内含价值	n.a	45,474	6%
云轨	内含价值	n.a	0	0%
<b>整体价值 (人民币百万元)</b>			<b>752,163</b>	
股数 (百万股)			2,728	
每股价值 (人民币)			276	
汇率 (港元/人民币)			1.2055	
<b>每股价值 (港元)</b>			<b>332</b>	

注: 云轨业务的政策不确定性大, 保守起见, 我们给予该项业务估值为零; 资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

2021 年 10 月 29 日(星期五)

## 行业估值比较

	彭博	招商证券	股价	招商证券	上涨	市值	市盈率(x)		市净率(x)		PEG(x)		ROE (%)		股息收益率(%)		净负债率(%)
				目标价													
公司	代码	评级	(港元)	(港元)	空间	(百万美元)	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2020
汽车制造商																	
比亚迪股份	1211 HK	买入	301.8	385.0	28%	127,954	136.0	99.9	11.2	10.1	4.7	2.2	8.2	10.1	0.1	0.1	66.0
长城汽车	2333 HK	买入	34.2	45.0	32%	76,877	29.9	22.6	4.1	3.7	0.5	0.7	13.7	16.2	1.6	2.1	8.9
吉利汽车	175 HK	买入	26.4	40.0	52%	33,272	31.4	21.4	3.1	2.8	1.3	0.5	10.0	13.1	0.9	1.4	-26.7
华晨中国	1114 HK	买入	7.3	10.0	37%	4,735	3.9	6.8	0.7	0.6	0.3	-0.2	18.2	9.6	1.6	1.6	10.9
广汽集团	2238 HK	未评级	7.4	n.a	n.a	22,467	8.1	6.5	0.7	0.6	0.2	0.3	8.8	10.3	3.8	4.7	-13.6
东风集团	489 HK	未评级	7.3	n.a	n.a	8,054	4.1	3.8	0.4	0.3	0.2	0.5	8.8	8.7	7.4	8.2	18.2
中国重汽	3808 HK	未评级	11.0	n.a	n.a	3,912	4.2	4.3	0.7	0.6	-0.7	-2.0	17.2	14.9	7.2	7.9	-59.6
平均*							13.6	10.9	1.6	1.5	0.3	0.0	12.8	12.1	3.8	4.3	-10.3
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	买入	70.0	105.0	50%	21,736	19.1	15.9	3.9	3.4	0.6	0.8	20.6	21.1	1.1	1.3	42.0
和谐汽车	3836 HK	中性	4.0	审视中	n.a	809	7.4	6.7	0.6	0.6	0.1	0.6	8.5	8.7	3.3	3.6	11.9
正通汽车	1728 HK	中性	1.0	1.0	2%	346	4.9	4.1	0.3	0.3	0.0	n.a	3.5	2.2	0.0	0.0	67.0
美东汽车	1268 HK	未评级	40.3	n.a	n.a	6,443	34.5	25.9	10.7	8.6	0.5	0.8	32.2	34.7	1.6	2.1	-9.8
永达汽车	3669 HK	未评级	12.6	n.a	n.a	3,191	8.3	7.1	1.5	1.3	0.1	0.4	19.0	19.7	3.9	4.7	70.3
宝信汽车	1293 HK	未评级	0.9	n.a	n.a	321	3.3	2.9	0.2	0.2	0.0	0.2	7.9	8.3	0.0	0.0	149.5
平均							12.9	10.4	2.9	2.4	0.2	0.6	15.3	15.8	1.6	2.0	55.1
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	买入	13.9	25.0	80%	19,437	8.7	7.7	1.6	1.3	0.6	0.6	17.9	17.4	2.9	3.2	-68.3
福耀玻璃	3606 HK	买入	45.5	78.0	71%	19,205	23.8	19.3	3.5	3.2	0.4	0.8	14.5	16.3	1.9	1.9	4.7
敏实集团	425 HK	买入	30.8	49.0	59%	4,595	15.9	13.2	1.8	1.7	0.5	0.6	11.7	12.9	2.5	3.0	77.7
耐世特	1316 HK	未评级	8.9	n.a	n.a	2,855	14.7	9.7	1.4	1.2	0.3	0.2	9.8	13.6	1.6	2.3	-12.9
平均							15.8	12.5	2.1	1.9	0.4	0.6	13.5	15.1	2.2	2.6	0.3
整体平均*							13.9	11.1	2.2	1.9	0.3	0.3	13.9	14.2	2.6	3.0	16.9

收盘价截至2021年10月28日，未评级公司基于市场共识，资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；\*注：汽车制造商平均和整体平均不含比亚迪股份

## 财务预测表

## 资产负债表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>106,967</b>	<b>111,605</b>	<b>112,413</b>	<b>130,290</b>	<b>155,925</b>
现金及现金等价物	11,674	13,738	19,538	18,253	11,535
存货	25,572	31,396	29,834	36,218	48,044
应收账款及应收票据	40,135	39,308	36,613	47,585	62,938
预付款项及其它应收款项	13,088	14,774	14,040	15,846	21,019
其他流动资产	16,498	12,388	12,388	12,388	12,388
<b>非流动资产</b>	<b>88,675</b>	<b>89,412</b>	<b>98,422</b>	<b>110,511</b>	<b>129,624</b>
物业、工厂及设备	55,296	58,202	65,525	76,739	93,235
预付土地租赁款项	7,241	7,528	7,528	7,528	7,528
无形资产	11,888	10,108	9,382	9,360	10,079
长期预付款	5,303	2,670	5,265	6,338	8,408
于合营/联营公司之权益	4,060	5,466	5,284	5,107	4,935
其他非流动资产	4,887	5,439	5,439	5,439	5,439
<b>资产合计</b>	<b>195,642</b>	<b>201,017</b>	<b>210,836</b>	<b>240,801</b>	<b>285,548</b>
<b>流动负债</b>	<b>108,029</b>	<b>106,431</b>	<b>102,891</b>	<b>118,316</b>	<b>145,633</b>
应付账款及应付票据	35,341	49,792	40,723	46,196	60,575
短期借款	54,062	27,645	33,174	43,126	56,063
拨备	1,824	1,939	1,939	1,939	1,939
其他流动负债	16,802	27,056	27,056	27,056	27,056
<b>非流动负债</b>	<b>25,011</b>	<b>30,133</b>	<b>37,220</b>	<b>43,363</b>	<b>50,735</b>
长期借款	21,916	23,626	30,714	36,856	44,228
递延收入	2,232	2,269	2,269	2,269	2,269
其他非流动负债	863	4,238	4,238	4,238	4,238
<b>负债合计</b>	<b>133,040</b>	<b>136,563</b>	<b>140,112</b>	<b>161,679</b>	<b>196,367</b>
股本	2,728	2,728	2,728	2,728	2,728
储备	49,640	53,052	57,693	64,079	71,878
永续债	4,395	1,095	1,095	1,095	1,095
<b>股东应占权益</b>	<b>56,762</b>	<b>56,874</b>	<b>61,516</b>	<b>67,901</b>	<b>75,700</b>
少数股东权益	5,839	7,580	9,208	11,220	13,481
<b>总权益</b>	<b>62,601</b>	<b>64,454</b>	<b>70,724</b>	<b>79,121</b>	<b>89,181</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>195,642</b>	<b>201,017</b>	<b>210,836</b>	<b>240,801</b>	<b>285,548</b>

## 现金流量表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>14,741</b>	<b>45,393</b>	<b>16,729</b>	<b>10,886</b>	<b>10,969</b>
税前盈利	2,431	6,883	7,634	10,147	12,240
财务费用净额	3,134	2,909	1,893	2,321	3,003
联营/合营企业应占溢利	423	187	182	177	172
折旧摊销	9,469	12,188	12,239	13,289	15,164
营运资金变动	-1,307	21,386	-4,077	-13,689	-17,974
已付税费	-445	-449	-960	-1,268	-1,525
其它经营活动现金流	1,037	2,290	-181	-91	-111
<b>投资活动现金流</b>	<b>-20,881</b>	<b>-14,444</b>	<b>-21,035</b>	<b>-25,158</b>	<b>-34,053</b>
资本支出	-12,434	-7,287	-18,836	-24,481	-32,379
非流动预付款增加	-7,396	-4,248	-2,595	-1,073	-2,070
共同控制实体注资	-918	-1,527	0	0	0
其它投资活动现金流	-133	-1,383	396	396	396
<b>筹资活动现金流</b>	<b>6,610</b>	<b>-28,907</b>	<b>10,105</b>	<b>12,987</b>	<b>16,366</b>
发行新股	0	0	0	0	0
净借款	7,179	-19,291	12,617	16,095	20,309
已付利息	-3,440	-3,245	-2,108	-2,627	-3,288
已付股息	-557	-164	-404	-481	-655
其它筹资活动现金流	3,428	-6,208	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>470</b>	<b>2,041</b>	<b>5,800</b>	<b>-1,285</b>	<b>-6,718</b>
汇兑损益	53	23	0	0	0
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>11,674</b>	<b>13,738</b>	<b>19,538</b>	<b>18,253</b>	<b>11,535</b>

## 利润表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>121,778</b>	<b>153,469</b>	<b>203,405</b>	<b>264,359</b>	<b>349,654</b>
营业成本	-103,702	-126,226	-175,497	-226,366	-300,278
<b>毛利</b>	<b>18,076</b>	<b>27,244</b>	<b>27,908</b>	<b>37,993</b>	<b>49,376</b>
销售费用	-4,346	-5,056	-6,102	-7,931	-10,490
管理费用	-4,232	-4,396	-5,695	-7,138	-9,091
研发费用	-5,629	-7,465	-8,543	-11,896	-15,734
其他收入	3,469	1,332	3,096	2,996	2,896
<b>营业利润</b>	<b>7,337</b>	<b>11,659</b>	<b>10,664</b>	<b>14,025</b>	<b>16,957</b>
财务费用	-3,487	-3,124	-2,848	-3,701	-4,546
应占合营公司溢利	-435	-199	-195	-191	-187
应占联营公司溢利	13	12	13	14	15
营业外收入	-996	-1,466	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>2,431</b>	<b>6,883</b>	<b>7,634</b>	<b>10,147</b>	<b>12,240</b>
应交所得税	-312	-869	-960	-1,268	-1,525
<b>本年利润</b>	<b>2,119</b>	<b>6,014</b>	<b>6,674</b>	<b>8,878</b>	<b>10,715</b>
少数股东损益	-504	-1,780	-1,629	-2,012	-2,261
<b>股东应占利润</b>	<b>1,614</b>	<b>4,234</b>	<b>5,045</b>	<b>6,866</b>	<b>8,454</b>
<b>每股收益 (元)</b>	<b>0.50</b>	<b>1.47</b>	<b>1.85</b>	<b>2.52</b>	<b>3.10</b>

## 主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>年成长率</b>					
营业收入	0.0%	26.0%	32.5%	30.0%	32.3%
营业利润	-12.6%	58.9%	-8.5%	31.5%	20.9%
净利润	-41.9%	162.3%	19.2%	36.1%	23.1%
<b>获利能力</b>					
毛利润率	14.8%	17.8%	13.7%	14.4%	14.1%
营业利润率	6.0%	7.6%	5.2%	5.3%	4.8%
净利率	1.3%	2.8%	2.5%	2.6%	2.4%
ROE	2.8%	7.4%	8.2%	10.1%	11.2%
ROA	0.8%	2.1%	2.4%	2.9%	3.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	68.0%	67.9%	66.5%	67.1%	68.8%
净负债比例	113.3%	66.0%	72.1%	90.9%	117.2%
流动比率	0.99	1.05	1.09	1.10	1.07
速动比率	0.75	0.75	0.80	0.80	0.74
<b>营运能力</b>					
资产周转天数	585	472	370	312	275
存货周转天数	91	82	64	53	51
应收账款周转天数	126	94	68	58	58
应付账款周转天数	142	123	94	70	65
<b>每股资料 (人民币元)</b>					
每股收益	0.50	1.47	1.85	2.52	3.10
每股现金流	5.40	16.64	6.13	3.99	4.02
每股净资产	20.81	20.85	22.55	24.89	27.75
每股派息	0.06	0.15	0.18	0.24	0.30
<b>估值比率 (倍)</b>					
市盈率	503.0	171.1	136.0	99.9	81.2
市净率	12.1	12.1	11.2	10.1	9.1

资料来源: 公司报表、招商证券 (香港)



## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

## 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

## 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分

发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828