

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

吉利汽车 (175 HK)

雷神混动爆发在即, 高端纯电动极氪进化

- 6月销量大幅改善, 新能源渗透率新高, 出口强劲, 在手订单充沛
- 下半年重点关注雷神混动爆发力, 极氪技术进化提升市场竞争力
- 技术进步迈入新阶段, 提升目标价至23.0港元

6月销量强劲, 新能源渗透率新高

公司6月销量为13万辆, 同比+26.4%, 环比+42.1%, 环比反映购置税减半政策落地后的强劲表现, 且增幅跑赢乘用车行业(环比+34.4%)。上半年累计销量61万辆, 同比-2.6%。**1) 分市场:** 6月国内销量为10万辆, 同比/环比+11.4%/+41.5%, 上半年为52万辆, 同比-9.5%; 6月出口2.3万辆, 同比/环比+224.5%/+45%, 占比18.1%, 上半年出口9万辆, 占比+14.9%。**2) 分品牌:** 领克销量1万辆, 同比/环比-22.7%/+16.4%, 占比10.4%; 吉利品牌(含几何)销售10万辆, 同比/环比+25.4%/+50.2%, 其中几何品牌1万辆。极氪交付4千辆, 环比-0.6%, 仍受缺芯拖累。**3) 销量结构:** 中国星2.3万辆, 占吉利品牌25.5%; 新能源3万辆, 同比/环比强劲增长389%/49.2%, 渗透率23.4%再创新高(1月仅11.5%), 星越L/帝豪L雷神混动分别销售4千/3千辆。**4) 订单:** 约20万辆, 其中帝豪L雷神Hi-x约3万辆, 星越L含HEV约4万辆, 几何4万辆。**5) 库存:** 1个月的低水平。**6) 展望:** 公司指引7月销量争取同环比双位数增长。

雷神混动爆发在即, 高端纯电动极氪进化

1) 技术卓越: 雷神混动在 NVH/动力性能/燃油经济性等方面表现优秀, 亏电油耗/整体噪音/整体震动等方面领先竞品, 技术实力得到第三方测评认可。**2) 缩短开发周期:** 雷神+CMA 平台化布局, PHEV 开发周期仅 12 个月, 而在硬件沿用、只进行标定的车型搭载只需 6 个月, 可涵盖 A0 到 D 级车型, 利于雷神混动快速推广; 零件通用的降本效应预计也将在上量后逐渐释放。**3) 车型密集投放:** 雷神未来三年推出 20 余款车型, 其中今年推出 7 款新车, 目标销售 15 万辆, 明年翻倍; 领克今年推出 4 款, 2025 年实现全系混动化。**4) 极氪进化:** 公司近期将发布高端电动品牌极氪的技术进化方案, 涉及全新车机及车型配置调整。新车机将搭载 8155 芯片车机系统, 芯片算力 8TOPS, 图像处理能力超过现款 820A 近 4 倍且带有专门的 AI 计算模块。新方案将改善极氪的车机体验, 提高市场竞争力。部分车型配置的调整有利于产品差异化, 获得更精准的市场定位。

技术进步迈入新阶段, 上调目标价至23.0港元

维持净利润预测不变, 上调公司目标价至 23.0 港元(前次 21.0 港元), 相当于 26.9x 2022E P/E(前次 24.6x)。估值倍数上调 10%, 反映下半年吉利进入技术进化(混动+高端电动)与行业周期共振的阶段, 明年通过技术提升, 产销量有望更强劲的释放。风险因素: 行业景气度低于预期。

盈利预测及估值

人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业额	92,114	101,611	147,096	183,241	227,794
同比增长	-5.4%	10.3%	44.8%	24.6%	24.3%
净利润	5,534	4,847	7,198	9,178	11,111
同比增长	-32.4%	-12.4%	48.5%	27.5%	21.1%
每股收益(元)	0.56	0.48	0.73	0.93	1.12
每股股息(元)	0.17	0.18	0.27	0.35	0.42
市盈率(倍)	26.5	30.9	20.4	16.0	13.2
市净率(倍)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7
ROE	8.7%	7.1%	9.7%	11.4%	12.6%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测, 收盘价截至2022年7月8日

梁勇活 杨岱东
+86 755 8290 4571 +86 755 8323 5354
liangy6@cmschina.com.cn yangdd2@cmschina.com.cn

最新变动

2022年6月销量点评; 目标价上调

买入

前次评级	买入
股价	17.4港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	23.0港元 (+32%)
前次目标价	21.0港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
175 HK	6.8	(16.3)	(32.1)
恒生指数	(1.0)	(9.1)	(21.5)

行业: 汽车汽配

恒生指数	21,726
国企指数	7,552

重要数据

52周股价区间(港元)	10 - 29.8
港股市值(百万港元)	179,373
日均成交量(百万股)	117.12
每股净资产(港元)	7.98

主要股东

吉利控股	41%
总股数(百万股)	9,821
自由流通量	59%

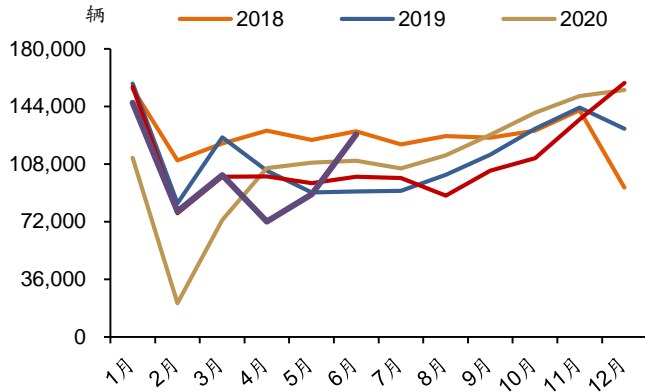
资料来源: 彭博

相关报告

1. 汽车汽配 - 2022 年下半年展望: 新势力极速成长, 自主龙头加速混动化(推荐) (2022/7/7)

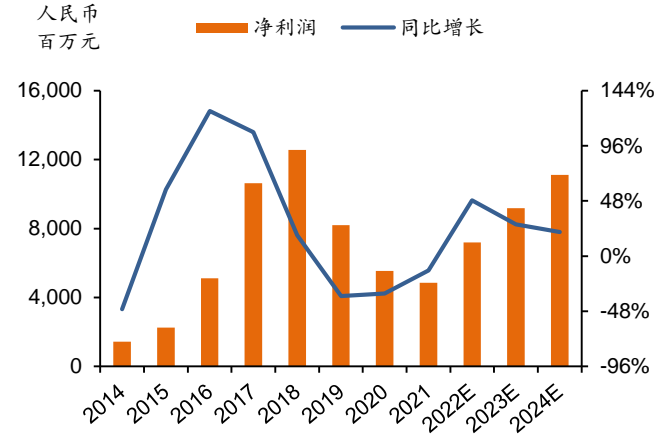
重点图表

图1: 公司汽车月销量



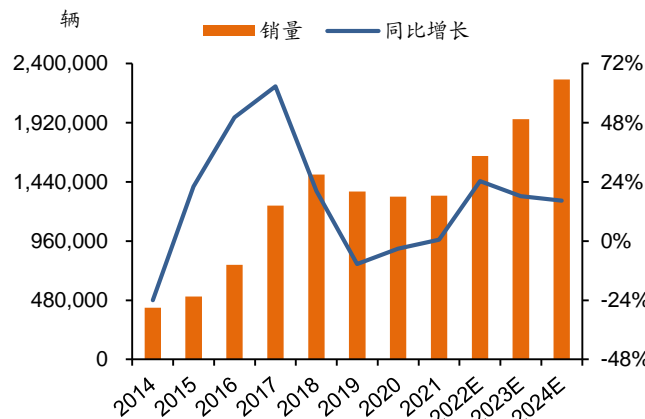
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 公司净利润预测



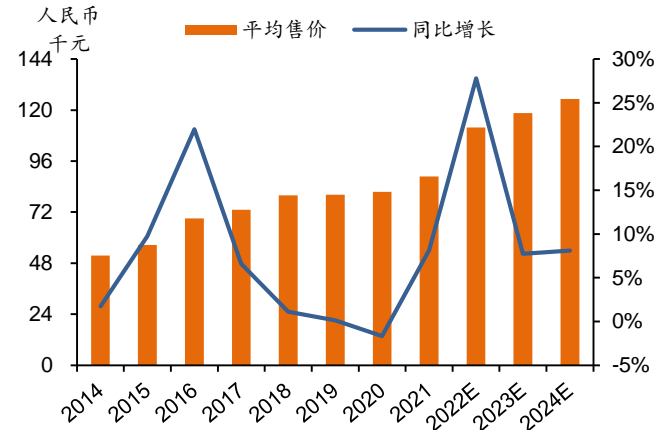
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 公司汽车销量增长预测



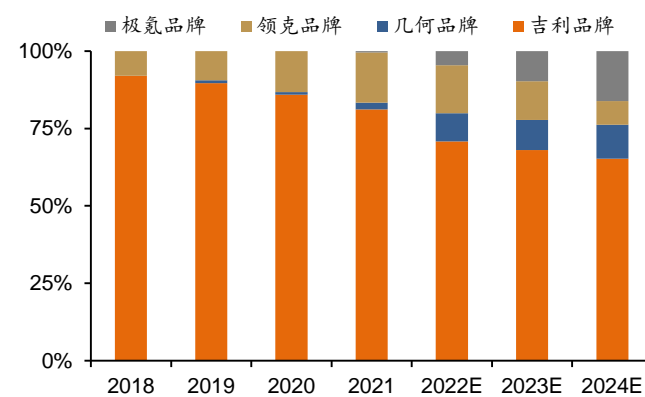
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 公司汽车销售平均售价(含领克、睿蓝)预测



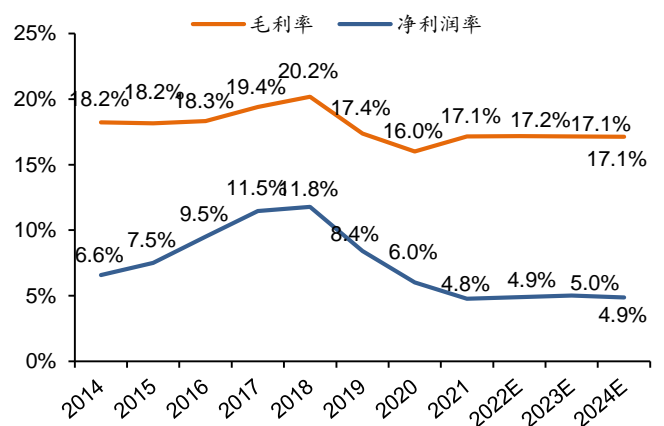
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 公司销量分品牌占比



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



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图7: 城市路况一星越L雷神Hi·X亏电油耗最低

城市路况油耗测试成绩(路程120.3km)					
车型	表显油耗	加油量	实测油耗	当日油价(92#)	折合每公里油费
魏牌摩卡DHT-PHEV	9.7	10.79	8.97	8.71	0.78
长安UNI-K iDD	7.9	10.13	8.42		0.73
传祺第二代GS8 THS	6.3	9.06	7.53		0.66
奇瑞瑞虎8 PLUS 鲲鹏e+	9.3	11.85	9.85		0.86
吉利星越L雷神Hi·X	5.4	6.76	5.62		0.49

资料来源: 太平洋汽车网, 招商证券(香港)

图8: 高速路况一星越L雷神Hi·X亏电油耗最低

高速路况油耗测试成绩(路程115.3km)					
车型	表显油耗	加油量	实测油耗	当日油价(92#)	折合每公里油费
魏牌摩卡DHT-PHEV	6.7	8.66	7.51	8.71	0.65
长安UNI-K iDD	8.2	10.01	8.68		0.76
传祺第二代GS8 THS	6.4	8.44	7.32		0.64
奇瑞瑞虎8 PLUS 鲲鹏e+	9.4	10.23	8.87		0.77
吉利星越L雷神Hi·X	5.5	6.95	6.03		0.53
比亚迪唐DM-i	6.4	8.73	7.57		0.66

资料来源: 太平洋汽车网, 招商证券(香港)

图9: 噪音测试成绩一星越L雷神Hi·X整体噪音最低

车型	停车+熄火	停车+怠速	60km/h EV模式	60km/h 全油门
吉利星越L雷神Hi·X	32.3	41.7	53.0	64.5
传祺第二代GS8 THS	33.8	47.3	54.6	65.9
比亚迪唐DM-i	33.1	45.6	55.8	67.7
长安UNI-K iDD	35.0	42.0	60.6	68.6
魏牌摩卡DHT-PHEV	33.3	43.6	54.5	68.4
奇瑞瑞虎8 PLUS 鲲鹏e+	35.9	43.7	56.0	69.1

资料来源: 太平洋汽车网, 招商证券(香港)

图10: 振动测试成绩一星越L雷神Hi·X整体震动最小

车型	怠速方向盘震动数值(mm)	怠速中控震动数值(mm)
魏牌摩卡DHT-PHEV	0.034	0.027
奇瑞瑞虎8 PLUS 鲲鹏e+	0.039	0.032
长安UNI-K iDD	0.034	0.037
传祺第二代GS8 THS	0.025	0.018
吉利星越L雷神Hi·X	0.025	0.013
比亚迪唐DM-i	0.040	0.025

资料来源: 太平洋汽车网, 招商证券(香港)

图11: 星越L雷神Hi·X Super睿综合油耗最低

车型	表显总里程(km)	实测油耗(L/100km)	当时油价(元/L)	每公里费用(元/km)
1 星越L 2022款 1.5T 雷神Hi·X Super睿	371.4	5.63	8.46	0.48
2 宋PLUS新能源 2021款 DM-i 1.5L 两驱 旗舰PLUS (亏电)	372.2	5.68	8.46	0.48
3 皓影 2021款 锐·混动 2.0L 两驱 E-CVT 锐·幻夜版	369.7	5.87	8.46	0.50
4 拿铁DHT 2022款 1.5T DHT超大杯	364.4	6.04	8.46	0.51
5 瑞虎8 PLUS 鲲鹏e+ 2022款 1.5T DHT 风范e+ 5座 (亏电)	367.9	7.95	8.46	0.67

资料来源: 易车实测, 招商证券(香港)

图12: 100-0km/h制动测试成绩

排名	车型	最佳制动距离 (m)	平均制动距离 (m)
1	皓影 2021款 锐·混动 2.0L 两驱 E-CVT 锐·幻夜版	37.83	38.33
2	瑞虎8 PLUS鲲鹏e+ 2022款 1.5T DHT 风范e+ 5座	38.88	39.41
3	星越L 2022款 1.5T 雷神Hi·X Super睿	38.96	39.77
4	拿铁DHT 2022款 1.5T DHT超大杯	39.61	40.64
5	宋PLUS新能源 2021款 DM-i 1.5L 两驱 旗舰PLUS	40.46	41.36

资料来源: 易车实测, 招商证券 (香港)

图13: 星越L雷神Hi·X整体麋鹿测试成绩第一



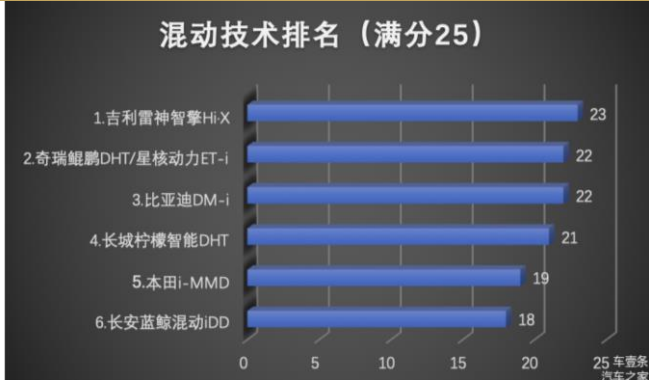
资料来源: 易车实测, 招商证券 (香港)

图14: 噪音测试成绩

排名	车型	平均行驶噪音 (dB)	怠速 (dB)	50 km/h (dB)	80 km/h (dB)	120 km/h (dB)	急加速 (dB)
1	拿铁DHT 2022款 1.5T DHT超大杯	58.3	37.4	53.1	58.3	63.6	71.7
2	星越L 2022款 1.5T 雷神Hi·X Super睿	58.8	37.5	52.5	57.9	66.0	67.8
3	宋PLUS新能源 2021款 DM-i 1.5L 两驱 旗舰PLUS (纯电模式)	59.2	37.5	55.0	57.3	65.4	68.9
4	宋PLUS新能源 2021款 DM-i 1.5L 两驱 旗舰PLUS (混动模式)	60.0	37.5	55.1	58.4	66.5	68.9
5	瑞虎8 PLUS鲲鹏e+ 2022款 1.5T DHT 风范e+ 5座 (纯电模式)	60.4	37.3	55.2	60.0	66.0	68.1
6	瑞虎8 PLUS鲲鹏e+ 2022款 1.5T DHT 风范e+ 5座 (混动模式)	60.9	37.3	55.2	61.3	66.1	73.3
7	皓影 2021款 锐·混动 2.0L 两驱 E-CVT 锐·幻夜版	62.9	37.7	57.8	63.6	67.4	73.7

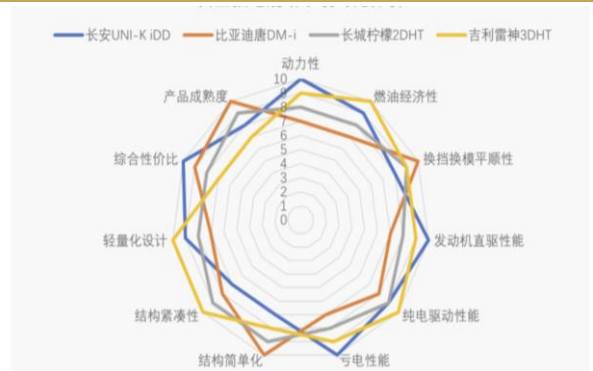
资料来源: 易车实测, 招商证券 (香港)

图 15: 星越L雷神Hi·X混动技术得分第一



资料来源: 车壹条、招商证券(香港)

图 16: 自主插电混动系统对比分析



资料来源: 徐向阳《自主插电混动系统对比分析》、招商证券(香港)

图 17: 高通 2-4 代骁龙数字座舱平台性能对比

	制造工艺	CPU	CPU 性能/DMIPS	GPU	GPU 性能/GFLOPS
高通 820A	14nm	4 核,Kyro200	42K	Adreno 530	320
高通 SA6155P	11nm	8 核,Kyro300	40K	Adreno 608	430
高通 SA8155P	7nm	8 核,Kyro435	80K (估)	Adreno 640	1142
高通 SA8195P	7nm	8 核,Kyro495	150K (估)	Adreno 899	2100
高通第 4 代数字座舱 Soc	5nm	8 核,Kyro680	/	Adreno 660	/

资料来源: 易车网、招商证券(香港)

行业估值比较

公司	彭博 代码	招商证券 评级	股价 (港元)	招商证券 目标价 (港元)	上涨 空间	市值 (百万美元)	市盈率(x)		市净率(x)		市销率(x)		ROE (%)		股息收益率(%)		净负债率(%)
							2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2021
汽车制造商																	
长城汽车	2333 HK	买入	14.6	24.0	64%	38,844	13.2	10.9	1.6	1.4	1.2	0.9	12.4	13.1	0.7	0.9	-22.6
吉利汽车	175 HK	买入	17.4	23.0	32%	22,190	20.4	16.0	2.0	1.8	1.0	0.8	9.7	11.4	1.7	2.2	-38.1
广汽集团	2238 HK	未评级	7.9	n.a	n.a	21,447	7.3	6.1	0.7	0.7	1.6	1.4	10.3	11.3	3.9	4.5	0.8
东风集团	489 HK	未评级	5.9	n.a	n.a	6,466	3.6	3.4	0.3	0.3	0.4	0.4	8.1	7.9	9.8	11.8	-3.6
中国重汽	3808 HK	未评级	10.6	n.a	n.a	3,743	6.1	5.3	0.7	0.6	0.3	0.3	10.2	11.0	6.2	7.2	8.2
平均							10.1	8.3	1.1	1.0	0.9	0.7	10.1	10.9	4.5	5.3	-11.1
新能源汽车制造商																	
比亚迪股份	1211 HK	买入	320.8	387.0	21%	136,282	112.5	92.4	7.7	7.1	2.7	1.8	6.8	7.7	0.1	0.1	-16.9
理想汽车	2015 HK	买入	151.3	213.0	41%	39,836	n.a	290.7	6.5	6.4	5.0	2.7	-1.5	2.2	0.0	0.0	-53.2
小鹏汽车	9868 HK	买入	125.0	167.0	34%	27,415	n.a	n.a	5.3	6.3	4.9	2.5	-20.3	-16.2	0.0	0.0	-83.5
蔚来汽车	9866 HK	未评级	176.1	n.a	n.a	37,481	n.a	n.a	7.5	8.0	4.1	2.4	-19.5	-9.7	4.9	5.3	-84.8
平均							112.5	191.5	6.8	6.9	4.2	2.4	-8.6	-4.0	1.3	1.3	-59.6
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	买入	55.1	92.0	67%	16,928	11.9	10.1	2.4	2.0	0.5	0.5	20.4	20.0	1.7	2.0	23.0
和谐汽车	3836 HK	中性	3.2	审视中	n.a	631	5.4	4.8	0.5	0.5	0.2	0.2	9.2	9.7	7.2	8.2	12.6
美东汽车	1268 HK	未评级	23.8	n.a	n.a	3,867	15.9	12.0	5.7	4.5	0.8	0.6	36.4	37.6	3.8	5.3	-32.4
永达汽车	3669 HK	未评级	7.4	n.a	n.a	1,856	4.8	4.0	0.8	0.7	0.1	0.1	17.5	18.4	7.1	8.5	17.8
宝信汽车	1293 HK	未评级	0.6	n.a	n.a	206	2.1	1.9	0.1	0.1	0.0	0.0	7.4	7.5	0.0	0.0	52.0
平均							8.0	6.6	1.9	1.6	0.3	0.3	18.2	18.6	4.0	4.8	14.6
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	买入	12.9	17.0	32%	16,260	9.4	8.5	1.2	1.1	0.5	0.5	12.8	12.9	4.2	4.6	-70.5
福耀玻璃	3606 HK	买入	39.8	50.0	26%	15,665	21.3	18.2	3.2	2.9	3.9	3.3	14.9	16.2	3.0	3.0	-14.2
敏实集团	425 HK	买入	21.9	28.0	28%	3,234	12.3	10.6	1.3	1.2	1.2	1.0	10.4	11.2	3.2	3.8	79.1
京东方精电	710 HK	买入	14.4	17.0	18%	1,353	21.0	15.1	3.1	2.7	1.0	0.8	14.6	17.6	1.6	2.2	-74.8
耐世特	1316 HK	未评级	6.4	n.a	n.a	2,043	13.4	8.8	1.0	0.9	0.5	0.5	7.5	10.5	1.5	2.3	-12.1
平均							15.5	12.2	1.9	1.8	1.4	1.2	12.0	13.7	2.7	3.2	-18.5
整体平均							17.5	30.5	2.7	2.6	1.6	1.1	8.8	10.5	3.2	3.8	-16.5

收盘价截至2022年7月8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

财务预测表

资产负债表

单位: 人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	50,935	65,296	90,008	110,364	136,488
现金及现金等价物	18,977	28,014	36,136	43,303	53,168
限制性银行存款	174	4	4	4	4
贸易应收款项	27,868	31,549	45,672	56,894	70,728
存货	3,691	5,522	7,989	9,956	12,382
其他流动资产	225	207	207	207	207
非流动资产	59,881	69,046	74,823	80,780	87,086
物业、工厂及设备	26,574	30,859	32,742	34,555	36,302
租赁土地及土地使用权	3,043	3,436	3,436	3,436	3,436
无形资产	18,610	20,901	22,770	24,496	26,088
对合营公司投资	9,194	9,595	11,194	13,249	15,775
其他非流动资产	2,460	4,255	4,681	5,044	5,485
总资产	110,816	134,341	164,830	191,144	223,575
流动负债	41,887	60,351	85,996	106,446	131,655
贸易应付款项	41,516	57,393	83,038	103,488	128,698
当期所得税负债	340	853	853	853	853
短期贷款	0	1,907	1,907	1,907	1,907
其他流动负债	30	198	198	198	198
非流动负债	4,716	3,770	3,770	3,770	3,770
借款	1,960	0	0	0	0
应付债券	1,950	1,901	1,901	1,901	1,901
递延所得税负债	409	405	405	405	405
其他非流动负债	397	1,464	1,464	1,464	1,464
负债合计	46,602	64,120	89,766	110,216	135,425
发行股本	180	183	183	183	183
其他储备	60,038	65,010	70,508	77,129	84,980
永续资本证券	3,413	3,413	3,413	3,413	3,413
股东应占权益	63,631	68,606	74,104	80,725	88,576
少数股东权益	582	1,615	960	203	-426
总权益	64,213	70,221	75,065	80,928	88,149
负债及权益合计	110,816	134,341	164,830	191,144	223,575

现金流量表

单位: 人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,597	15,348	15,916	15,718	18,998
税前盈利	6,441	4,665	7,565	9,734	12,118
折旧摊销	5,491	6,893	2,748	2,961	3,161
营运资金变动	-7,576	5,161	8,697	6,976	8,600
已付所得税	-1,371	-1,197	-1,021	-1,314	-1,636
其他经营活动	-1,389	-174	-2,072	-2,639	-3,244
投资活动现金流	-5,430	-7,159	-6,094	-5,995	-5,872
资本支出	-6,998	-6,100	-6,500	-6,500	-6,500
收购资产	0	0	0	0	0
投资变动	40	889	0	0	0
其他投资活动	1,527	-1,948	406	505	628
筹资活动现金流	3,761	916	-1,699	-2,557	-3,261
发行新股	5,937	0	0	0	0
净借款	-129	-53	0	0	0
已付股息	-2,121	-1,611	-1,699	-2,557	-3,261
其他融资活动	74	2,580	0	0	0
现金净增加额	-72	9,105	8,122	7,166	9,866
汇率变动影响	-232	-68	0	0	0
期末现金及现金等价物	18,977	28,014	36,136	43,303	53,168

利润表

单位: 人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	92,114	101,611	147,096	183,241	227,794
销售成本	-77,377	-84,199	-121,822	-151,824	-188,807
毛利	14,737	17,412	25,274	31,417	38,987
分销成本	-5,053	-6,323	-9,120	-11,361	-14,123
行政开支	-5,745	-7,908	-11,473	-14,659	-18,224
财务费用	208	280	406	505	628
其他收入净额	1,027	-2	812	1,699	2,234
运营利润	5,174	3,460	5,898	7,601	9,502
联营公司投资收益	51	58	67	78	91
合营企业投资收益	825	1,147	1,599	2,055	2,526
出售附属公司收益	392	0	0	0	0
税前利润	6,441	4,665	7,565	9,734	12,118
应交所得税	-866	-312	-1,021	-1,314	-1,636
本年利润	5,575	4,353	6,543	8,420	10,482
少数股东收益	-41	494	654	758	629
股东应占利润	5,534	4,847	7,198	9,178	11,111
每股收益 (人民币元)	0.56	0.48	0.73	0.93	1.12

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业收入	-5.4%	10.3%	44.8%	24.6%	24.3%
营业利润	-41.1%	-33.1%	70.5%	28.9%	25.0%
净利润	-32.4%	-12.4%	48.5%	27.5%	21.1%
获利能力					
毛利率	16.0%	17.1%	17.2%	17.1%	17.1%
经营利润率	5.6%	3.4%	4.0%	4.1%	4.2%
净利率	6.0%	4.8%	4.9%	5.0%	4.9%
ROE	8.7%	7.1%	9.7%	11.4%	12.6%
ROA	5.0%	3.6%	4.4%	4.8%	5.0%
偿债能力					
资产负债率	42.1%	47.7%	54.5%	57.7%	60.7%
净负债比例	-26.7%	-38.1%	-46.2%	-51.2%	-57.7%
流动比率	1.22	1.08	1.05	1.04	1.03
速动比率	1.13	0.99	0.95	0.94	0.94
营运能力					
资产周转天数	433	440	371	354	332
存货周转天数	20	20	20	22	22
应收账款周转天数	106	107	96	102	102
应付账款周转天数	211	214	210	224	224
每股资料 (人民币元)					
每股收益	0.56	0.48	0.73	0.93	1.12
每股现金	1.98	2.83	3.66	4.37	5.35
每股净资产	6.66	6.94	7.50	8.15	8.93
每股派息	0.17	0.18	0.27	0.35	0.42
估值比率 (倍)					
市盈率	26.5	30.9	20.4	16.0	13.2
市净率	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7

资料来源: 公司报表, 招商证券(香港)预测

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/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

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进行开放，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