

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

理想汽车 (2015 HK)

产品线切换及竞品扰动短期销量, 四季度强劲增长可期

■7月销量环比走弱, 因竞品M7新车L9部分分流ONE订单, 以及6月透支

■L9订单突破5万辆, 其中大定突破3万辆, L8四季度上市接力ONE

■产品线切换L9/L8后进入爆发期, 港股/美股目标价213港元/54.3美元

7月交付量受竞品及L9上市扰动, L9订单火爆

1) 交付: 7月交付1万辆, 同比+21.3%, 环比-20%, 连续3个月突破1万辆, 环比减少原因: a) 公司7月销售资源相对集中于重磅新车型L9, 部分ONE订单向上分流至L9; b) 竞品M7上市冲击ONE市场份额, 部分订单流失; c) 少部分潜在客户观望, 等待理想ONE换代车型L8上市; d) 部分地区的新能源车优惠补贴截至6月底, 透支了部分7月销量。1-7月累计交付7万辆, 同比+82.8%。2) 排名: 公司7月交付量为中国造车新势力第四名, 哪吒/零跑/小鹏/理想/蔚来分别交付1.4万/1.2万/1.2万/1万/1万辆, 环比分别+6.7%/+7%/-24.7%/-20%/-22.4%。3) 渠道拓展: 截至7月末有259家零售中心, 当月净增12家; 覆盖118座城市, 当月净扩展5座。4) 单店销量: 7月平均单店销量为41辆, 环比-24.1%。5) 理想ONE: 理想ONE第20万辆生产下线, 用时986天, 继创造新势力最快单车型破十万辆纪录后, 再创最快破二十万辆纪录, 且为中国品牌中首个售价超过30万元且生产超过二十万辆的车型。6) 理想L9: 自6月21日发布以来订单超5万(大定超3万); 预计四季度产能升至1.2万辆/月。

L8有望四季度接力ONE, 产品力强劲可期

据车媒信息, 第三款产品定位中大型6座SUV, 内部代号X02(或命名为L8)有望四季度上市, 为理想ONE的全新换代车型: 1) 车身尺寸类似理想ONE, 外观类似L9, 延续6座布局。2) 车顶搭载一颗激光雷达, 与L9设计一致, 或搭载L9同款的AD Max智能驾驶系统, 提升智能化水平。3) 用L9同款的双联屏取代ONE的三联屏, 搭配方向盘上的交互屏; 仪表盘以HUD替代。4) 搭载新晨的1.5T四缸增程器, 动力较ONE的1.2T三缸机强劲。5) 产品力强于ONE, 预计售价35-40万元, 有望延续爆款表现。

产品线切换后进入爆发期

因8月底L9的交付量仍少, 8月是公司自身产品线切换的断档周期, 预期公司销量基本平稳。预计重磅车型L9在9月开始大规模交付, 以及理想ONE的换代车型L8在四季度上市后, 公司将迎来基本面爆发期。公司是新势力首推股, 建议逢低买入, 维持目标价港股(2015 HK) 213港元/美股(LI US) 54.3美元, 相当于7x 2022E P/S。风险因素: 宏观经济不及预期, 行业景气度低于预期。

财务数据

| (人民币百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 营业额(人民币 百万元) | 9,457 | 27,010 | 53,264 | 100,377 | 168,749 |
| 同比增长(%) | 3225.5% | 185.6% | 97.2% | 88.5% | 68.1% |
| 净利润(人民币 百万元) | -792 | -321 | -601 | 911 | 4,446 |
| 同比增长(%) | n.a | n.a | n.a | n.a | 388.2% |
| 每股盈利(人民币 元) | -0.44 | -0.17 | -0.29 | 0.44 | 2.17 |
| 每股股息(人民币 元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 市盈率(X) | n.a | n.a | n.a | 257.6 | 52.8 |
| 市销率(X) | 24.8 | 8.7 | 4.4 | 2.3 | 1.4 |
| ROE(%) | -4.6% | -0.9% | -1.5% | 2.2% | 10.2% |

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测; 截至2022年8月1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

2022年7月销量点评

增持

| | |
|----------------------|---------------|
| 前次评级 | 增持 |
| 股价 | 134.1港元 |
| 12个月目标价 (上涨/下跌空间) | 213.0港元(+59%) |
| 前次目标价 | 213.0港元 |

股价表现



资料来源: 彭博

| % | 1m | 6m | 12m |
|---------|--------|--------|--------|
| 2015 HK | (14.9) | 40.5 | n.a |
| 恒生指数 | (10.1) | (17.5) | (25.1) |

行业: 汽车汽配

| | |
|-----------------|--------|
| 恒生指数(2022年8月1日) | 20,166 |
| 国企指数(2022年8月1日) | 6,877 |

重要数据

| | |
|-------------|-------------|
| 52周股价区间(港元) | 67.3- 165.3 |
| 港股市值(百万港元) | 283,323 |
| 日均成交量(百万股) | 5.58 |
| 每股净资产(人民币) | 20.81 |

主要股东

| | |
|----------|--------|
| 李想 | 22.85% |
| 美团 | 12.70% |
| 王兴 | 6.62% |
| 总股数(百万股) | 2,052 |
| 自由流通量 | 57.83% |

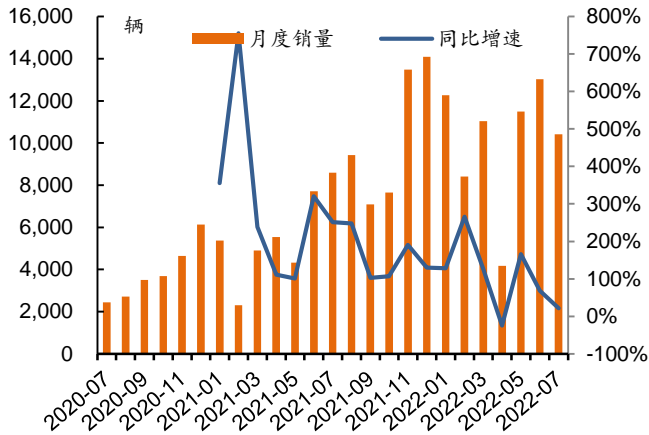
资料来源: 彭博

相关报告

1. 汽车汽配-豪华车专题: 短期面临考验, 三季度末有转机(推荐)(2022/7/27)

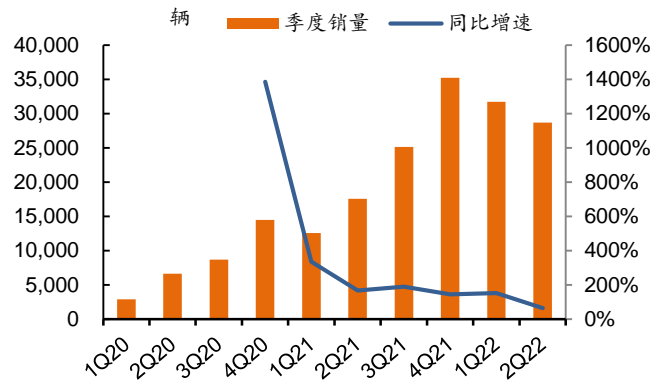
重点图表

图1: 公司月销量



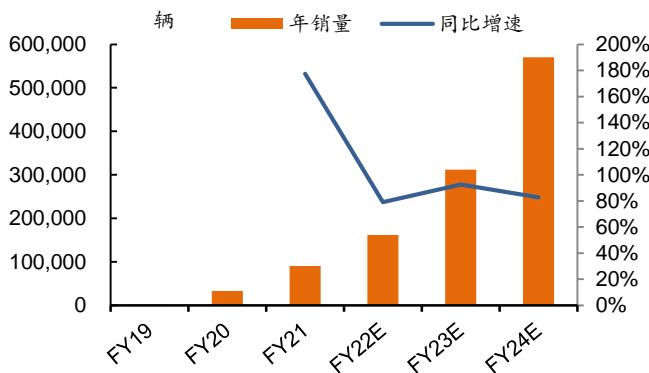
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 公司季度销量



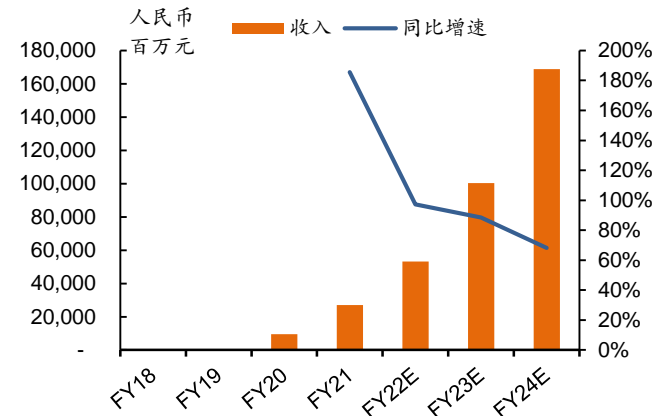
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 公司年销量预测



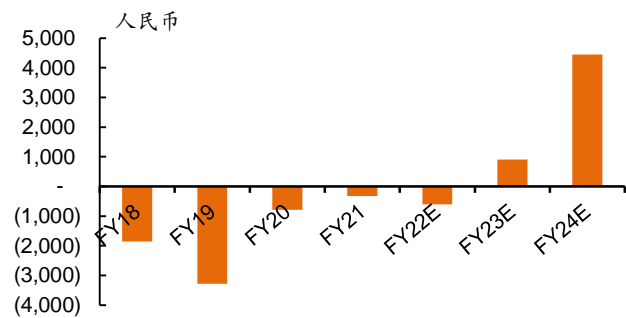
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图4: 公司收入预测



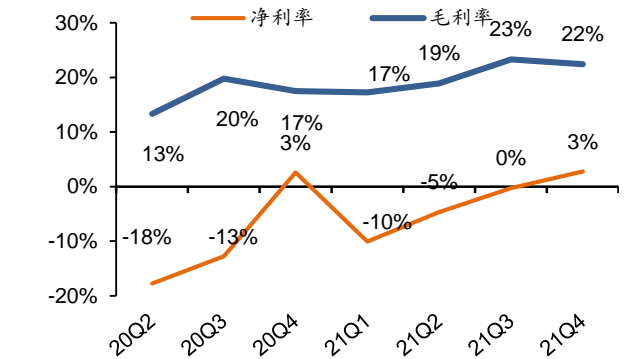
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图5: 公司净利润预测



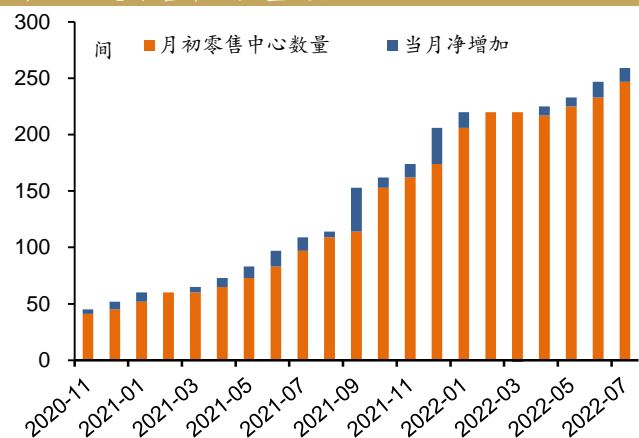
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图6: 公司净利率和毛利率持续改善



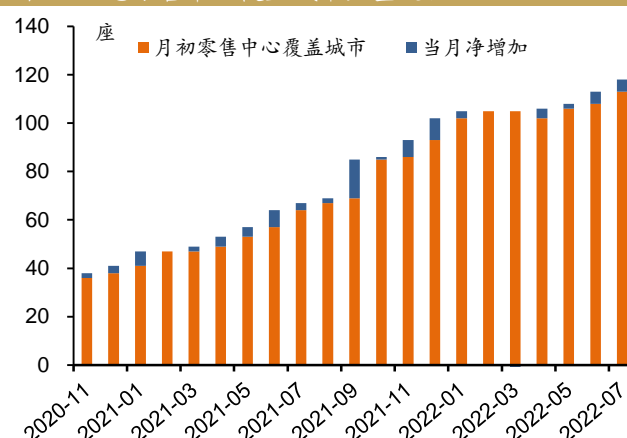
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图7: 理想零售中心数量变化



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图8: 理想零售中心覆盖城市数量变化



资料来源: 公司资料, 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 | 增持 | 13.6 | 24.0 | 76% | 38,210 | 12.3 | 10.2 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 0.9 | 12.4 | 13.1 | 0.8 | 0.9 | -22.6 |
| 吉利汽车 | 175 HK | 增持 | 17.5 | 23.0 | 31% | 22,339 | 20.5 | 16.1 | 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 | 7.7 | n.a | n.a | 19,973 | 7.0 | 5.9 | 0.7 | 0.6 | 1.5 | 1.3 | 10.3 | 11.3 | 4.0 | 4.6 | 0.8 |
| 东风集团 | 489 HK | 未评级 | 5.5 | n.a | n.a | 5,993 | 3.4 | 3.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 8.1 | 7.9 | 9.6 | 12.7 | -3.6 |
| 中国重汽 | 3808 HK | 未评级 | 9.1 | n.a | n.a | 3,215 | 5.6 | 4.7 | 0.6 | 0.5 | 0.3 | 0.2 | 9.5 | 10.7 | 7.0 | 8.3 | 8.2 |
| 平均 | | | | | | | 9.7 | 8.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.7 | 10.0 | 10.9 | 4.6 | 5.8 | -11.1 |
| 新能源汽车制造商 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 比亚迪股份 | 1211 HK | 增持 | 295.8 | 387.0 | 31% | 129,915 | 103.7 | 85.2 | 7.1 | 6.6 | 2.6 | 1.8 | 6.8 | 7.7 | 0.1 | 0.1 | -16.9 |
| 理想汽车 | 2015 HK | 增持 | 134.1 | 213.0 | 59% | 35,302 | n.a | 257.6 | 5.8 | 5.7 | 4.4 | 2.3 | -1.5 | 2.2 | 0.0 | 0.0 | -53.2 |
| 小鹏汽车 | 9868 HK | 增持 | 98.2 | 167.0 | 70% | 21,534 | n.a | n.a | 4.2 | 4.9 | 3.9 | 2.0 | -20.3 | -16.2 | 0.0 | 0.0 | -83.5 |
| 蔚来汽车 | 9866 HK | 未评级 | 162.1 | n.a | n.a | 34,496 | n.a | n.a | 7.6 | 7.2 | 3.8 | 2.2 | -21.1 | -7.8 | 5.4 | 5.8 | -84.8 |
| 平均 | | | | | | | 103.7 | 171.4 | 6.2 | 6.1 | 3.7 | 2.1 | -9.0 | -3.5 | 1.4 | 1.5 | -59.6 |
| 汽车经销商 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 中升控股 | 881 HK | 增持 | 44.6 | 70.0 | 57% | 13,713 | 10.6 | 9.1 | 2.0 | 1.7 | 0.5 | 0.4 | 18.9 | 18.6 | 1.9 | 2.2 | 23.0 |
| 和谐汽车 | 3836 HK | 中性 | 2.6 | 审视中 | n.a | 510 | 4.4 | 3.9 | 0.4 | 0.4 | 0.2 | 0.1 | 9.2 | 9.7 | 8.9 | 10.1 | 12.6 |
| 美东汽车 | 1268 HK | 未评级 | 18.5 | n.a | n.a | 3,006 | 13.3 | 9.8 | 4.5 | 3.6 | 0.6 | 0.5 | 34.1 | 36.4 | 4.5 | 6.5 | -32.4 |
| 永达汽车 | 3669 HK | 未评级 | 6.8 | n.a | n.a | 1,692 | 4.4 | 3.7 | 0.7 | 0.6 | 0.1 | 0.1 | 17.4 | 18.3 | 7.7 | 9.3 | 17.8 |
| 宝信汽车 | 1293 HK | 未评级 | 0.5 | n.a | n.a | 181 | 1.8 | 1.7 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 7.4 | 7.5 | 0.0 | 0.0 | 52.0 |
| 平均 | | | | | | | 6.9 | 5.6 | 1.6 | 1.3 | 0.3 | 0.2 | 17.4 | 18.1 | 4.6 | 5.6 | 14.6 |
| 汽车零部件 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 潍柴动力 | 2338 HK | 增持 | 11.2 | 17.0 | 52% | 14,919 | 8.1 | 7.4 | 1.0 | 1.0 | 0.5 | 0.5 | 12.8 | 12.9 | 4.8 | 5.3 | -70.5 |
| 福耀玻璃 | 3606 HK | 增持 | 39.0 | 50.0 | 28% | 15,188 | 20.9 | 17.8 | 3.1 | 2.9 | 3.8 | 3.3 | 14.9 | 16.2 | 3.0 | 3.0 | -14.2 |
| 敏实集团 | 425 HK | 增持 | 22.4 | 28.0 | 25% | 3,308 | 12.6 | 10.8 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 10.4 | 11.2 | 3.2 | 3.7 | 79.1 |
| 京东方精电 | 710 HK | 增持 | 17.8 | 审视中 | n.a | 1,666 | 25.8 | 18.6 | 3.8 | 3.3 | 1.3 | 1.0 | 14.6 | 17.6 | 1.3 | 1.8 | -74.8 |
| 耐世特 | 1316 HK | 未评级 | 6.4 | n.a | n.a | 2,033 | 14.5 | 9.5 | 1.0 | 0.9 | 0.6 | 0.5 | 7.0 | 9.8 | 1.4 | 2.1 | -12.1 |
| 平均 | | | | | | | 16.4 | 12.8 | 2.0 | 1.8 | 1.5 | 1.2 | 11.9 | 13.5 | 2.7 | 3.2 | -18.5 |
| 整体平均 | | | | | | | 16.8 | 27.9 | 2.5 | 2.3 | 1.5 | 1.0 | 8.4 | 10.5 | 3.4 | 4.1 | -16.5 |

收盘价截至2022年8月1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 |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 流动资产合计 | 31,391 | 52,380 | 53,846 | 66,905 | 90,915 |
| 货币资金 | 8,938 | 27,854 | 27,781 | 39,055 | 61,338 |
| 定期存款及其他短期投资 | 19,701 | 19,668 | 19,668 | 19,668 | 19,668 |
| 应收款项 | 116 | 121 | 835 | 1,584 | 1,983 |
| 存货 | 1,048 | 1,618 | 2,088 | 3,167 | 3,965 |
| 预付款项及其他资产 | 354 | 481 | 835 | 792 | 1,322 |
| 其他流动资产 | 1,234 | 2,639 | 2,639 | 2,639 | 2,639 |
| 非流动资产合计 | 4,982 | 9,468 | 16,957 | 20,611 | 23,857 |
| 物业、厂房及设备 | 2,479 | 4,498 | 11,996 | 15,657 | 18,909 |
| 无形资产 | 683 | 751 | 742 | 735 | 729 |
| 其他非流动资产 | 1,820 | 4,219 | 4,219 | 4,219 | 4,219 |
| 资产总计 | 36,373 | 61,849 | 70,803 | 87,516 | 114,772 |
| 流动负债合计 | 4,309 | 12,108 | 20,471 | 34,843 | 55,936 |
| 短期借款 | 0 | 37 | 41 | 45 | 49 |
| 应付贸易款和应付票据 | 3,161 | 9,376 | 17,735 | 32,103 | 53,192 |
| 其他流动负债 | 1,149 | 2,695 | 2,695 | 2,695 | 2,695 |
| 非流动负债合计 | 2,260 | 8,676 | 9,869 | 11,299 | 13,016 |
| 长期债务 | 512 | 5,961 | 7,153 | 8,584 | 10,300 |
| 经营租赁负债非流动部分 | 1,025 | 1,370 | 1,370 | 1,370 | 1,370 |
| 其他非流动负债 | 724 | 1,346 | 1,346 | 1,346 | 1,346 |
| 负债合计 | 6,570 | 20,785 | 30,339 | 46,142 | 68,952 |
| 夹层股本-可转换优先股 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 股本溢价 | 37,290 | 48,296 | 48,296 | 48,296 | 48,296 |
| 其他综合收益 | -1,005 | -429 | -429 | -429 | -429 |
| 留存收益 | -6,482 | -6,804 | -7,405 | -6,494 | -2,048 |
| 股东应占权益 | 29,804 | 41,064 | 40,463 | 41,374 | 45,820 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 权益合计 | 29,804 | 41,064 | 40,463 | 41,374 | 45,820 |
| 负债及权益合计 | 36,373 | 61,849 | 70,803 | 87,516 | 114,772 |

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 | 3,140 | 8,340 | 7,090 | 15,272 | 26,079 |
| 年内利润 | -152 | -321 | -601 | 911 | 4,446 |
| 折旧及摊销 | 321 | 286 | 512 | 1,346 | 1,754 |
| 营运资本变动 | 3,188 | 7,008 | 6,820 | 12,584 | 19,361 |
| 其它经营活动现金流 | -217 | 1,368 | 360 | 432 | 518 |
| 投资活动现金流 | -18,738 | -4,257 | -8,000 | -5,000 | -5,000 |
| 资本支出 | -675 | -4,008 | -8,000 | -5,000 | -5,000 |
| 短期投资净额 | -17,580 | 33 | 0 | 0 | 0 |
| 其它投资活动现金流 | -482 | -283 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 24,711 | 16,710 | 836 | 1,003 | 1,204 |
| 发行普通股所得款 | 21,026 | 11,620 | 0 | 0 | 0 |
| 发行可转换优先股所得款 | 3,830 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净借款 | -145 | 5,486 | 1,196 | 1,435 | 1,721 |
| 其它筹资活动现金流 | 0 | -397 | -360 | -432 | -518 |
| 现金净增加额 | 9,113 | 20,793 | -74 | 11,275 | 22,283 |
| 汇率变动对现金的影响 | -377 | -472 | 0 | 0 | 0 |
| 期末现金及现金等价物 | 10,173 | 30,493 | 30,419 | 41,694 | 63,977 |

利润表

| 单位: 人民币百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 9,457 | 27,010 | 53,264 | 100,377 | 168,749 |
| 营业成本 | -7,907 | -21,248 | -41,756 | -79,178 | -132,181 |
| 毛利 | 1,549 | 5,761 | 11,508 | 21,199 | 36,568 |
| 研发费用 | -1,100 | -3,286 | -5,593 | -7,428 | -11,812 |
| 销售、行政及一般费用 | -1,119 | -3,492 | -7,031 | -13,149 | -20,250 |
| 其他支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | -669 | -1,017 | -1,116 | 622 | 4,506 |
| 财务费用净额 | -26 | 677 | 515 | 450 | 725 |
| 投资收益净额 | 214 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益净额 | 292 | 187 | 0 | 0 | 0 |
| 除税前溢利 | -189 | -153 | -601 | 1,071 | 5,230 |
| 所得税 | 23 | -169 | 0 | -161 | -785 |
| 已终止经营净利润 | 14 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 年内溢利 | -152 | -321 | -601 | 911 | 4,446 |
| 优先股赎回价值的增值 | -651 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 向优先股股东分派股息 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 优先股外汇折算调整 | 11 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | -792 | -321 | -601 | 911 | 4,446 |

主要财务比率

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 3225.5% | 185.6% | 97.2% | 88.5% | 68.1% |
| 营业利润 | n.a | n.a | n.a | n.a | 624.7% |
| 净利润 | n.a | n.a | n.a | n.a | 388.2% |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 16.4% | 21.3% | 21.6% | 21.1% | 21.7% |
| 营业利润率 | -7.1% | -3.8% | -2.1% | 0.6% | 2.7% |
| 净利率 | -8.4% | -1.2% | -1.1% | 0.9% | 2.6% |
| ROE | -4.6% | -0.9% | -1.5% | 2.2% | 10.2% |
| ROA | -3.5% | -0.7% | -0.9% | 1.2% | 4.4% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 18.1% | 33.6% | 42.9% | 52.7% | 60.1% |
| 净负债比例 | -28.3% | -53.2% | -50.9% | -73.5% | -111.3% |
| 流动比率 | 728.5% | 432.6% | 263.0% | 192.0% | 162.5% |
| 速动比率 | 704.1% | 419.2% | 252.8% | 182.9% | 155.4% |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转天数 | 886 | 664 | 455 | 288 | 219 |
| 存货周转天数 | 36 | 23 | 16 | 12 | 10 |
| 应收账款周转天数 | 2 | 2 | 3 | 4 | 4 |
| 应付账款周转天数 | 534 | 589 | 659 | 696 | 732 |
| 每股资料 (人民币元) | | | | | |
| 每股盈利 | -0.44 | -0.17 | -0.29 | 0.44 | 2.17 |
| 每股现金流 | 1.74 | 4.50 | 3.46 | 7.44 | 12.71 |
| 每股净资产 | 16.47 | 22.16 | 19.72 | 20.16 | 22.33 |
| 每股派息 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率(x) | n.a | n.a | n.a | 257.6 | 52.8 |
| 市销率(x) | 24.8 | 8.7 | 4.4 | 2.3 | 1.4 |

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 |
|--------|---------------------------|
| 增持 | 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 |
| 减持 | 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