

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)

合并极氪深化战略聚焦，上调目标价至32港元

- 合并极氪落地，持续推战略聚焦，核心资源聚焦香港上市公司提升价值
- 逆势提升年销量目标至300万辆彰显信心，下半年是销量利润强势上升期
- 上调核心利润预测8%-10%，上调目标价至32港元，公司当前显著低估

业务聚焦“一个吉利”，核心资源聚焦香港上市公司

7月15日公司与极氪 (NYSE ZK) 签署合并协议，收购其尚未持有的全部极氪股份，极氪私有化完成后将退市。1) 交易方式: a) 现金交易: 按每股 26.87 美元现金收购。b) 换股: 每 1 极氪 ADS 可换 12.3 股吉利新股，以 ADS 交付。发行上限最多发行 10.98 亿股新股，占吉利现股本 10.9%。

2) 财务及股本影响: a) 若全采用现金方案，总现金支出约 24 亿美元。b) 若全部换股份，发行新股占扩大后股本 9.8%。换股定价较极氪历史溢价 18.9%-25.6%，吉利新股发行价 17.15 港元，较公告前股价折让 4.6%。收购价格合理，对应估值约 0.4x 25FY P/S，远低于蔚小理平均 1.1x，同时低于吉利的 0.5x 25FY P/S。合并后吉利旗下四大核心品牌皆属香港上市公司，利于聚焦核心资源，减少关联交易，提升公司投资价值。

消除内部整合战略执行疑虑，逆势提升销量目标彰显信心

1) 我们估计极氪 Pre-IPO 的投资者多为产业基金或战略合作企业，考虑当前港股公司高增长但估值偏低，大概率选择换股以此获得更好的提升价值机会。仅有少量上市后买入的投资者选择或现金，因此对吉利账面现金影响极为有限。2) 公司持续内部整合，私有化极氪是继领克极氪合并后推进一个吉利战略重大举措。合并协议消除市场对“一个吉利”战略推进的疑虑，内部整合深化后各品牌间产品线及渠道协同、减少重复投资、共享技术等可以大幅度降低运营成本。3) 公司近期逆势上调年销量目标至 300 万辆，彰显公司长线发展信心。下半年将推出银河 A7/银河 M9/领克 900/极氪 9X 四款旗舰车型，带动公司下半年进入销量利润强势齐升周期。我们认为公司仍有可能超预期完成 300 万辆的销售目标。

上调核心利润预测8%-10%，上调目标价至32港元

保守假设合并极氪交易在四季度完成，对 25/26 年股本扩大影响 (加权平均) 为 3.6%/10.9%。考虑公司产品周期强劲，上调 FY25-27E 年销量 11%/11%/10%至 300 万/366 万/420 万辆，上调同期核心净利润预测 (剔除一次性及汇兑因素) 9%/8%/10%。考虑公司内部整合顺利推进，中长线成长动力强劲，以及股本扩大集中影响体现在明年，估值前移至 26 财年，上调目标价至 32 港元 (前次 27.5 港元)，相当于 16.4x FY26E P/E，接近公司历史平均估值 16x。公司当前估值仅为 11.1x/9.3x 的 FY25/26E P/E，公司高增长、低估值，是行业首推股。风险因素: 行业景气度下行。

盈利预测及估值

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	179,204	240,194	349,050	448,105	532,908
同比增长	21.1%	34.0%	45.3%	28.4%	18.9%
净利润	5,308	16,632	17,374	20,021	24,871
*核心净利润	5,308	9,028	15,674	20,021	24,871
同比增长	0.9%	70.1%	73.6%	27.7%	24.2%
*核心每股收益	0.53	0.90	1.50	1.79	2.23
*每股股息 (元)	0.20	0.31	0.58	0.63	0.78
市盈率 (倍)	31.7	18.6	11.1	9.3	7.5
市净率 (倍)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测，收盘价截至2025年7月16日，*核心利润剔除一次性因素

梁勇活

+86 755 8290 4571

liangy6@cmschina.com.cn

殷浩程

+86 755 8308 2215

yinhc@cmschina.com.cn

最新变动

吉利收购极氪点评

增持

前次评级	增持
股价	18.3港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	32港元(+75%)
前次目标价	27.5港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
175 HK	11.2	34.3	121.9
恒生指数	1.9	27.1	38.2

行业: 汽车汽配

恒生指数	24,518
国企指数	8,861

重要数据

52周股价区间 (港元)	7.31 - 20.9
港股市值 (百万港元)	193,424
日均成交量 (百万股)	69.77
每股净资产 (港元)	9.62

主要股东

Proper Glory Holding Inc.	26.20%
浙江吉利汽车有限公司	7.92%
浙江吉利控股集团有限公司	5.82%
股本 (百万股)	10,063
自由流通量	60.06%

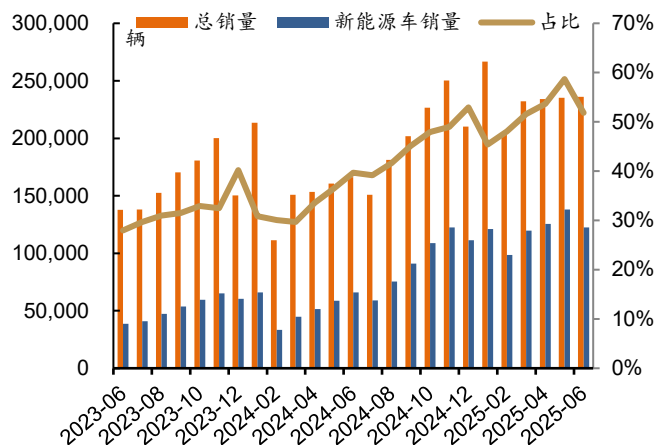
资料来源: 彭博

相关报告

- 吉利汽车 (175 HK) - 5 月新能源销量飞增，下半年产品周期仍强劲向上 (增持) (2025/6/3)
- 吉利汽车 (175 HK) - 内部整合降本见效，管理层调整体现战略从做大到做强 (增持) (2025/5/16)
- 吉利汽车 (175 HK) - 私有化极氪强化降本增效，香港上市公司价值提升 (增持) (2025/5/8)

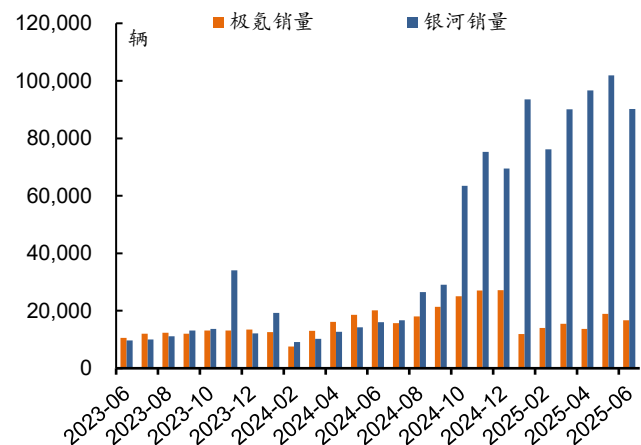
重点图表

图1: 新能源车销量及占比持续提升



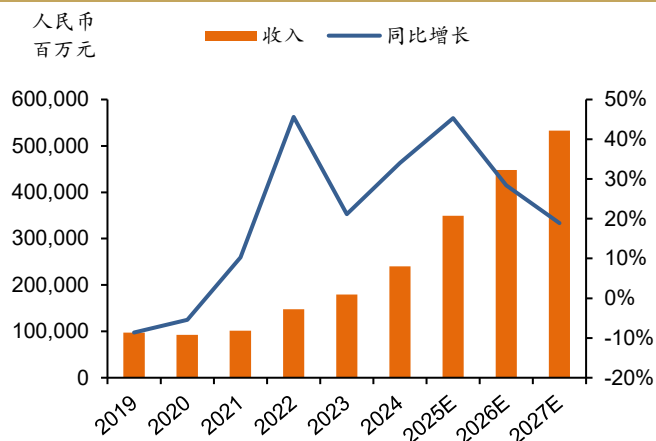
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 银河连续爆款销量猛增



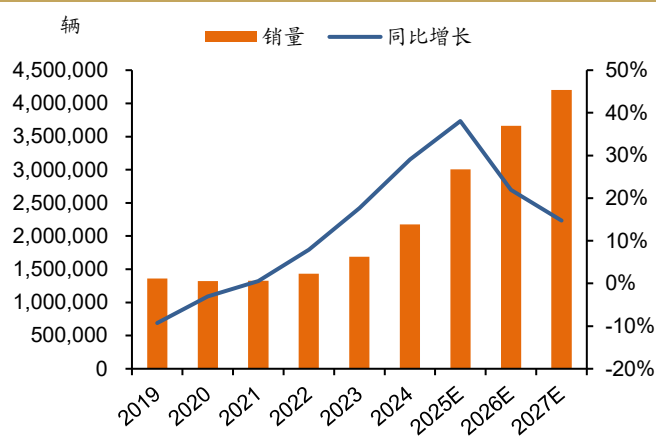
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 公司收入增长强劲



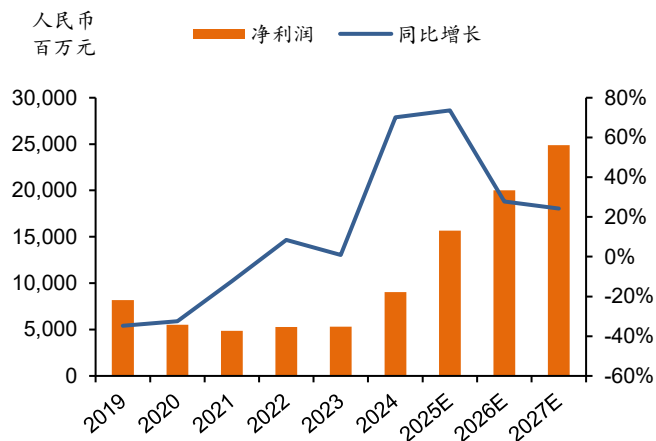
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图4: 公司总汽车销量进入持续增长期



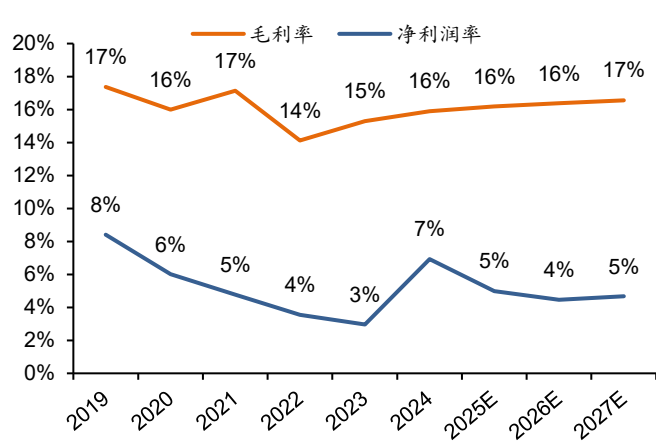
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图5: 公司核心净利润增长迅速



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图6: 毛利率及净利润保持稳定



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

下半年重磅车型:

下半年将推出银河 A7/银河 M9/领克 900/极氪 9X 四款旗舰车型, 针对不同细分区间, 进一步补全产品矩阵: **a)** 银河 A7 定位中型轿车, 全系支持高速 NOA, 指导价为 10.38 万元, 与比亚迪秦 L 和海豹 06 错位竞争。**b)** 银河 M9 定位中大型 SUV, 提供雷神 EM-P 插混与纯电双版本。全系标配激光雷达, 支持高阶智驾, 定价 25 万元区间, 对理想 L8/L9 形成“半价理想”的竞争优势。**c)** 领克 900 定位超大 SUV, 尺寸、得房率超理想 L9, 定价 29 万元。首月销量 5,593 辆, 进入大型 SUV 前五, 销量有望持续向上。**d)** 极氪 9X 搭载全新 900V 混动架构及多智能化配置, 定位 50 万级别豪华纯电 SUV, 塑造品牌力且有望未来共享技术提升整体产品力。

图 7: 银河 A7



资料来源: 公开资料, 招商证券 (香港)

图 8: 银河 M9



资料来源: 公开资料, 招商证券 (香港)

图 9: 领克 900



资料来源: 公开资料, 招商证券 (香港)

图 10: 极氪 9X



资料来源: 公开资料, 招商证券 (香港)

图11: 公司汽车销量预测调整

单位: 辆	新预测			原预测			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
吉利品牌 (含几何)	2,415,500	2,595,000	2,900,000	2,015,500	2,325,000	2,605,000	19.8%	11.6%	11.3%
领克品牌	339,000	369,000	429,000	366,000	405,000	545,000	-7.4%	-8.9%	-21.3%
极氪品牌	250,800	425,000	539,100	336,000	472,000	582,000	-25.4%	-10.0%	-7.4%
总销量	3,005,300	3,664,000	4,203,100	2,717,500	3,307,000	3,837,000	10.6%	10.8%	9.5%
ASP (千元, 不含合营)	116	134	141	110	118	123	5.7%	13.2%	14.9%
ASP (千元, 含合营)	118	123	127	114	117	121	3.5%	5.5%	5.2%
毛利率	16.2%	16.4%	16.6%	16.3%	16.5%	16.6%	-0.1ppt	-0.1ppt	0.0ppt

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

调整说明:

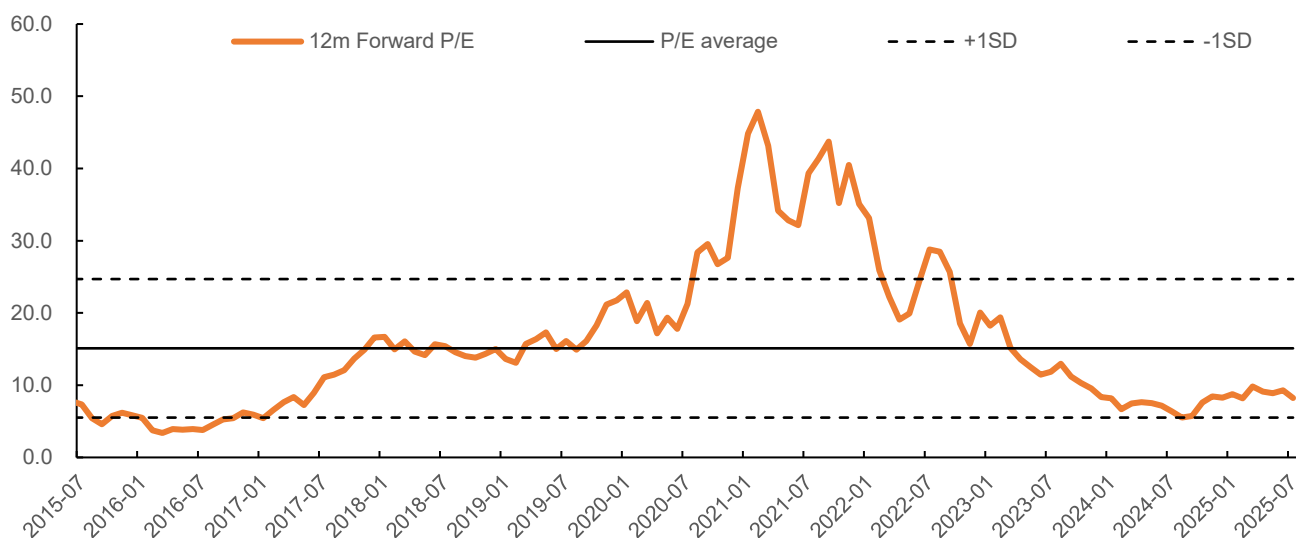
- 1) 收入端上调幅度大, 除考虑上调销量预测外, 其次是合并极氪后, 领克品牌从合营公司改为直接合并收入。
- 2) 25 财年股东应占利润上调幅度大, 因一季度录得超过 20 亿汇兑收益。
- 3) 核心净利润剔除一次性因素, 如股权出售及汇兑损益等。

图12: 公司盈利预测调整

人民币百万元	新预测			原预测			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业额	349,050	448,105	532,908	300,478	380,488	449,056	16.2%	17.8%	18.7%
销售成本	-292,561	-374,730	-444,656	-251,459	-317,780	-374,735	16.3%	17.9%	18.7%
毛利	56,489	73,374	88,252	49,019	62,708	74,321	15.2%	17.0%	18.7%
其他收入	2,873	672	799	751	685	1,347	282.4%	-1.9%	-40.7%
分销及销售费用	-18,151	-23,750	-28,244	-16,526	-20,927	-24,698	9.8%	13.5%	14.4%
行政费用	-6,632	-8,514	-10,125	-6,010	-7,610	-8,981	10.4%	11.9%	12.7%
以股份付款	-1,202	-851	-568	-521	-488	-461	130.7%	74.4%	23.2%
财务费用	698	896	1,066	866	1,097	1,295	-19.4%	-18.3%	-17.7%
经营利润	17,919	21,215	26,666	13,793	18,007	22,219	29.9%	17.8%	20.0%
应占合营公司收益	615	713	827	615	713	827	0.0%	0.0%	0.0%
应占合营公司收益	939	968	997	1,446	1,911	2,456	-35.1%	-49.4%	-59.4%
税前溢利	20,172	23,793	29,556	16,720	21,729	26,797	20.6%	9.5%	10.3%
税项	-2,622	-3,569	-4,433	-2,174	-3,042	-4,020	20.6%	17.3%	10.3%
本年度溢利	17,549	20,224	25,123	14,547	18,687	22,777	20.6%	8.2%	10.3%
股东应占利润	17,374	20,021	24,871	14,401	18,500	22,550	20.6%	8.2%	10.3%
股东应占核心利润 (经调整)	15,674	20,021	24,871	14,401	18,500	22,550	8.8%	8.2%	10.3%

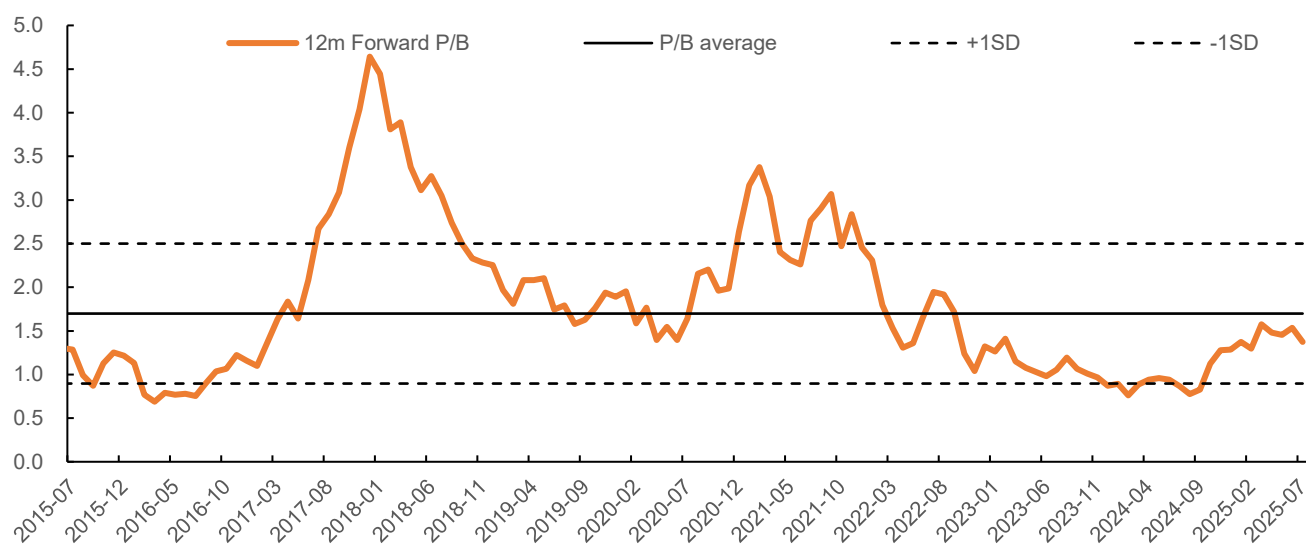
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 13: 公司股价处于 12 个月前瞻市盈率历史平均水平



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 14: 公司股价处于 12 个月前瞻市净率历史平均水平



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

2025 年 7 月 17 日 (星期四)

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)		市销率 (x)		ROE (%)		股息收益率 (%)		净负债率
				目标价		(百万美											(%)
公司	代码	评级	(本币)	(本币)	空间	元)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2024
新能源汽车制造商																	
比亚迪股份	1211 HK	增持	122.5	170.0	39%	139,160	18.0	14.7	4.4	3.6	1.0	0.8	24.4	23.9	1.7	2.0	-50.6
理想汽车	2015 HK	增持	113.1	138.0	22%	30,845	21.2	15.3	2.7	2.3	1.3	1.0	13.0	15.4	0.0	0.0	-135.3
小鹏汽车	9868 HK	增持	70.3	115.0	64%	17,074	n.a	n.a	4.4	4.2	1.5	1.1	-8.0	4.2	0.0	0.0	-56.4
蔚来汽车	9866 HK	未评级	33.0	n.a	n.a	9,427	n.a	n.a	62.4	-11.6	0.8	0.6	-246.4	-43.1	0.0	0.0	2.3
零跑汽车	9863 HK	未评级	59.3	n.a	n.a	79,215	n.a	n.a	6.7	5.3	1.2	0.8	2.5	17.7	0.0	0.0	-165.8
特斯拉	TSLA US	增持	321.7	377.0	17%	1,036,085	147.8	100.7	14.0	12.3	10.5	9.1	7.3	10.2	0.0	0.0	-31.1
平均							62.3	43.6	15.8	2.7	2.7	2.2	-34.5	4.7	0.3	0.3	-72.8
传统汽车制造商																	
长城汽车	2333 HK	增持	13.0	19.0	46%	22,634	7.0	6.3	1.1	1.0	0.7	0.6	15.8	15.5	4.3	4.7	16.5
吉利汽车	175 HK	增持	18.3	32.0	75%	23,457	11.1	9.3	1.7	1.5	0.5	0.4	17.2	17.4	3.5	3.7	-37.2
广汽集团	2238 HK	未评级	3.0	n.a	n.a	8,927	33.8	17.1	0.3	0.3	0.6	0.5	1.1	0.4	1.5	1.5	-21.1
东风集团	489 HK	未评级	4.0	n.a	n.a	4,195	68.8	36.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	0.0	1.0	2.8	-6.2
中国重汽	3808 HK	未评级	23.0	n.a	n.a	8,090	8.6	7.5	1.3	1.1	0.5	0.5	15.9	4.7	6.3	7.2	-7.6
平均							25.9	15.3	0.9	0.8	0.5	0.5	10.1	7.6	3.3	4.0	-11.1
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	增持	11.7	24.0	106%	3,516	6.2	4.9	0.5	0.5	0.1	0.1	8.4	9.9	7.4	9.4	39.6
美东汽车	1268 HK	未评级	2.2	n.a	n.a	369	6.8	5.1	0.9	0.8	0.1	0.1	15.4	-17.6	6.3	9.6	-10.9
永达汽车	3669 HK	未评级	2.3	n.a	n.a	540	7.6	0.7	0.3	0.3	0.1	0.1	2.8	3.7	5.7	7.9	23.1
平均							6.9	3.6	0.6	0.5	0.1	0.1	8.9	-1.3	6.5	9.0	17.3
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	增持	16.4	19.1	17%	18,616	10.2	9.2	1.5	1.3	0.6	0.6	14.3	14.2	2.6	2.9	-4.5
福耀玻璃	3606 HK	增持	57.4	73.0	27%	20,274	15.6	13.3	3.3	2.9	3.1	2.6	21.4	21.4	2.5	2.5	-10.0
敏实集团	425 HK	增持	25.2	34.0	35%	3,688	10.1	8.6	1.2	1.1	1.0	0.9	12.1	12.7	2.0	3.5	27.0
京东方精电	710 HK	增持	6.4	7.6	20%	640	11.2	9.7	1.1	1.1	0.3	0.3	10.2	10.8	2.7	2.9	-68.1
耐世特	1316 HK	未评级	6.0	n.a	n.a	1,912	15.7	12.0	0.9	0.9	0.4	0.4	7.1	1.8	2.1	2.5	-13.0
平均							12.6	10.6	1.6	1.4	1.1	0.9	13.0	12.2	2.4	2.8	-13.7
机器人产业链																	
地平线机器人	9660 HK	增持	6.7	8.3	23%	11,918	n.a	n.a	22.6	10.0	24.0	14.8	n.a	n.a	0.0	0.0	n.a
禾赛科技	HSAI US	增持	18.2	26.5	46%	2,896	47.3	24.5	26.1	60.3	18.6	12.2	9.1	14.9	0.0	0.0	-62.6
优必选	9880 HK	增持	81.1	110.0	36%	4,561	n.a	n.a	0.0	0.0	0.0	0.0	-70.7	-137.1	0.0	0.0	16.5
越疆	2432 HK	增持	58.5	76.0	30%	2,668	n.a	n.a	22.6	21.1	37.7	28.2	-1.0	5.1	0.0	0.0	n.a
平均							47.3	24.5	17.8	22.9	20.1	13.8	-20.9	-39.0	0.0	0.0	-23.1
整体平均							26.3	17.4	7.8	5.2	4.6	3.3	-5.8	0.3	2.1	2.7	-26.4

收盘价截至2025年7月16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

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	113,635	125,322	187,258	247,757	305,966
现金及现金等价物	35,746	40,865	66,029	93,095	122,729
限制性银行存款	943	2,881	2,881	2,881	2,881
贸易应收款项	42,711	58,307	84,731	108,776	129,362
存货	15,422	23,078	33,426	42,814	50,803
其他流动资产	18,813	191	191	191	191
非流动资产	78,963	104,070	112,738	117,384	120,694
物业、工厂及设备	27,351	26,384	26,106	25,185	24,164
租赁土地及土地使用权	3,600	4,126	4,617	5,048	5,443
无形资产	23,920	28,751	33,470	34,943	35,355
对合营公司投资	9,731	25,555	26,495	27,462	28,459
其他非流动资产	14,361	19,254	22,049	24,747	27,273
总资产	192,598	229,392	299,996	365,141	426,660
流动负债	96,824	127,200	183,416	234,419	277,822
贸易应付款项	87,398	125,379	181,594	232,597	276,001
当期所得税负债	774	960	960	960	960
短期贷款	0	30	30	30	30
其他流动负债	8,651	831	831	831	831
非流动负债	10,622	9,772	9,772	9,772	9,772
借款	2,840	414	414	414	414
应付债券	1,500	3,500	3,500	3,500	3,500
递延所得税负债	554	685	685	685	685
其他非流动负债	5,728	5,173	5,173	5,173	5,173
负债合计	107,446	136,972	193,188	244,191	287,594
发行股本	184	184	184	184	184
其他储备	76,912	86,558	100,771	114,711	132,575
永续资本证券	3,413	0	0	0	0
股东应占权益	80,509	86,742	100,955	114,895	132,759
少数股东权益	4,643	5,678	5,853	6,055	6,307
总权益	85,151	92,420	106,808	120,951	139,066
负债及权益合计	192,598	229,392	299,996	365,141	426,660

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	22,342	26,507	42,579	44,251	46,576
税前盈利	4,950	18,404	20,172	23,793	29,556
折旧摊销	8,203	9,393	10,019	11,018	11,213
营运资金变动	11,238	9,316	17,263	15,586	13,130
已付所得税	-2,307	-3,499	-2,622	-3,569	-4,433
其他经营活动	258	-7,107	-2,252	-2,577	-2,890
投资活动现金流	-16,145	-9,132	-14,302	-11,104	-9,934
资本支出	-15,150	-12,836	-14,461	-11,569	-10,605
已收利息	922	1,117	698	896	1,066
其他投资活动	-1,917	2,588	-539	-431	-395
筹资活动现金流	-2,764	-13,297	-3,113	-6,081	-7,008
净借款	663	611	0	0	0
已付股息	-1,916	-2,051	-3,113	-6,081	-7,008
其他融资活动	-1,511	-11,857	0	0	0
现金净增加额	3,434	4,079	25,164	27,066	29,634
汇率变动影响	0	11	0	0	0
期末现金及现金等价物	35,746	40,865	66,029	93,095	122,729

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售收入	179,204	240,194	349,050	448,105	532,908
销售成本	-151,789	-201,993	-292,561	-374,730	-444,656
毛利	27,415	38,201	56,489	73,374	88,252
分销成本	-11,832	-13,283	-18,151	-23,750	-28,244
行政开支	-4,210	-4,897	-6,632	-8,514	-10,125
其他收入净额	-7,249	-11,389	-13,788	-19,895	-23,217
运营利润	4,124	8,632	17,919	21,215	26,666
财务费用	544	692	698	896	1,066
联营公司投资收益	365	530	615	713	827
合营企业投资收益	234	439	939	968	997
其他非营业收入	-317	8,110	0	0	0
税前利润	4,950	18,404	20,172	23,793	29,556
应交所得税	-15	-1,604	-2,622	-3,569	-4,433
本年利润	4,935	16,799	17,549	20,224	25,123
少数股东收益	373	-167	-175	-202	-251
股东应占利润	5,308	16,632	17,374	20,021	24,871
每股收益 (人民币元)	0.51	1.63	1.66	1.79	2.23

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	21.1%	34.0%	45.3%	28.4%	18.9%
营业利润	102.2%	109.3%	107.6%	18.4%	25.7%
净利润	0.9%	213.3%	4.5%	15.2%	24.2%
获利能力					
毛利润率	15.3%	15.9%	16.2%	16.4%	16.6%
经营利润率	2.3%	3.6%	5.1%	4.7%	5.0%
净利率	3.0%	6.9%	5.0%	4.5%	4.7%
ROE	6.6%	19.2%	17.2%	17.4%	18.7%
ROA	2.8%	7.3%	5.8%	5.5%	5.8%
偿债能力					
资产负债率	55.8%	59.7%	64.4%	66.9%	67.4%
净负债比例	-40.9%	-46.6%	-65.0%	-80.6%	-92.1%
流动比率	1.17	0.99	1.02	1.06	1.10
速动比率	1.01	0.80	0.84	0.87	0.92
营运能力					
资产周转天数	357	321	277	271	271
存货周转天数	32	35	35	37	38
应收账款周转天数	79	77	75	79	82
应付账款周转天数	184	192	191	202	209
每股资料 (人民币元)					
每股收益	0.51	1.63	1.66	1.79	2.23
每股现金	3.55	4.06	6.55	9.24	12.18
每股净资产	8.00	8.61	10.02	11.40	13.18
每股派息	0.20	0.31	0.58	0.63	0.78
估值比率(倍)					
市盈率	31.7	18.6	11.1	9.3	7.5
市净率	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3

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) 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