



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年2月22日

汽车及零部件

研究部

陈鹏扬

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080210090002

chenpy@cicc.com.cn

郑栋 CFA

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080208030081

zhengd@cicc.com.cn

审慎推荐

福田汽车 (600166.CH)

重卡再度发力, 轻卡内涵增长

张涵一

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080208120091

zhanghy2@cicc.com.cn

主要财务信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	27,865	30,070	44,840	56,021	72,565	87,093
(+/-)	44%	8%	49%	25%	30%	20%
主营业务利润	2,376	2,351	4,806	6,337	7,759	9,298
(+/-)	65%	-1%	104%	32%	22%	20%
净利润	387	346	1,037	1,956	2,259	2,717
(+/-)	n.m.	-11%	200%	89%	16%	20%
每股盈利 (元)	0.48	0.38	1.13	1.85	2.14	2.58
市盈率	50.7	64.0	21.3	13.0	11.3	9.4
市净率	10.2	7.4	5.4	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	26.8	40.9	12.5	8.1	6.5	5.0
净资产收益率	20.2%	11.5%	25.5%	23.6%	21.8%	21.1%
ROCE	16.8%	10.8%	16.8%	17.5%	16.1%	15.7%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.6%	0.7%	0.7%
股价/经营现金	35.1	n.m.	5.4	26.0	6.8	6.0

股票信息

A股	
当前股价	人民币24.15
股票代码	600166.CH
日成交量 (百万股)	10.7
52周最高价/最低价	人民币29.09/15.54
发行股数 (百万股)	1055
其中: 流通股 (百万股)	603
总市值 (百万元)	25474
主要股东 (持股比例)	北京汽车工业控股有限责任公司 (32.76%)

最近估值走势

	上周	1个月	3个月	年初至今
[600166.CH]	+6.96	+20.35	+1.81	-0.54
[中金A指]	+1.15	+8.00	+1.53	+4.44
[中金汽车及零部件指数]	+2.00	+16.08	+5.67	+12.14

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况:

公司近日召开了投资者交流会, 并就公司未来的发展战略、行业发展趋势等内容与投资者进行了沟通。

评论:

2011 年公司重卡有望取得 35% 以上销量增长。随着欧曼二工厂投产以及产品型谱进一步完善, 公司重卡需求有望得到充分释放。2011 年, 公司在稳固原有中高端牵引车竞争优势同时, 将加大自卸车、矿用车以及中低端公路车的开拓力度, 凭借营销和服务优势, 预计 2011 年公司重卡销量增长将超过 35%。

与戴姆勒合作加速推动重卡平台升级。预计与戴姆勒合作今年能通过审核, 年底发动机及相关产品有望投产。此次合作引入戴姆勒管理经验和资源, 将明显提升重卡业务竞争力, 并对公司海外市场开拓起到推动作用。尽管合作后重卡业务 50% 利润由外方分享, 但 25 亿的评估增值能对近两年利润形成较强支撑, 而 2012 年后导入产品在国内和海外较强的竞争力将推动公司盈利重回上升通道。

发动机自配以及高端产品占比提升改善轻卡业务盈利。在城市化率提升、消费增长以及新农村建设刺激下, 预计轻卡行业销量仍将实现 15% 以上增长。作为行业龙头公司中低端轻卡销量将同步增长。在经过近两年培育后, 公司中高端轻卡逐渐获得消费认可, 凭借康明斯发动机优势, 市场份额将稳步提升。预计 2011 年欧马可和奥铃分别销售 1.5 万辆和 6.2 万辆, 福田康明斯销售 3.3 万台, 中高端产品占比提升将持续改善公司轻卡业务盈利能力。

短期产能密集投放及通胀压力影响略偏负面。公司欧曼二工厂和密云基地产能集中释放将推升今年折旧压力; 同时国内通胀环境下原材料及人工成本上升也将对利润率产生一定负面影响。

估值与建议:

我们小幅下调公司 2010 和 2011 年盈利预测至每股 1.85 元和 2.14 元。目前股价对应公司 2011 年市盈率和市净率分别为 11.3 倍和 2.4 倍, 估值处于行业低端, 我们维持对其审慎推荐的投资评级。

风险:

原材料价格涨幅超出预期; 重卡销量低于预期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 公司季度盈利走势

损益表 (百万元)	季度数据								前三季度数据			
	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	QoQ	YoY	1-3Q09	1-3Q10	YoY
主营业务收入	7,636	11,953	12,525	12,726	13,854	16,347	11,932	-27.0%	-4.7%	32,114	42,133	31.2%
主营业务成本	6,834	10,696	10,677	11,621	12,069	14,442	10,585	-26.7%	-0.9%	28,206	37,096	31.5%
主营业务利润	760	1,203	1,790	1,052	1,725	1,819	1,292	-29.0%	-27.8%	3,754	4,836	28.8%
销售费用	297	343	828	205	497	581	374	-35.7%	-54.9%	1,468	1,452	-1.1%
管理费用	194	482	561	437	605	467	383	-18.0%	-31.6%	1,236	1,456	17.8%
财务费用	26	8	10	11	2	19	12	-35.9%	17.2%	44	33	-25.4%
营业利润	239	335	367	316	606	728	525	-27.9%	43.2%	941	1,860	97.6%
税前利润	242	333	359	346	611	739	525	-28.9%	46.3%	934	1,875	100.8%
所得税	56	66	114	7	92	111	84	-24.6%	-26.7%	236	286	21.5%
净利润	186	267	245	339	519	628	442	-29.7%	80.3%	698	1,589	127.6%
每股收益 (元)	0.20	0.29	0.27	0.37	0.57	0.69	0.42	-38.9%	56.6%	0.76	1.51	97.7%
财务比率												
毛利率	10.5%	10.5%	14.8%	8.7%	12.9%	11.7%	11.3%	-0.4%	-3.5%	12.2%	12.0%	-0.2%
营业利润率	3.1%	2.8%	2.9%	2.5%	4.4%	4.5%	4.4%	-0.1%	1.5%	2.9%	4.4%	1.5%
净利润率	2.4%	2.2%	2.0%	2.7%	3.7%	3.8%	3.7%	-0.1%	1.7%	2.2%	3.8%	1.6%
销售费用率	3.9%	2.9%	6.6%	1.6%	3.6%	3.6%	3.1%	-0.4%	-3.5%	4.6%	3.4%	-1.1%
管理费用率	2.5%	4.0%	4.5%	3.4%	4.4%	2.9%	3.2%	0.4%	-1.3%	3.8%	3.5%	-0.4%
财务费用率	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	-0.1%
期间费用比例	6.8%	7.0%	11.2%	5.1%	8.0%	6.5%	6.4%	-0.1%	-4.7%	8.6%	7.0%	-1.6%

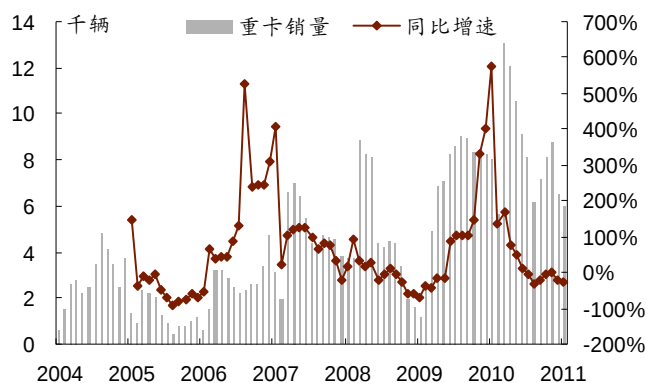
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 盈利预测调整表

利润表 (百万元)	2009	2010E			2011E		
	实际数	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
主营业务收入	44,840	56,168	56,021	-0.3%	68,007	72,565	6.7%
毛利	5,012	6,652	6,600	-0.8%	7,828	8,098	3.5%
营业费用	1,673	1,898	1,933	1.8%	2,312	2,467	6.7%
管理费用	1,673	1,966	1,961	-0.3%	2,312	2,467	6.7%
财务费用	54	54	54	0.0%	96	96	0.0%
资产减值损失	149	80	80	0.0%	80	80	0.0%
营业利润	1,257	2,393	2,309	-3.5%	2,712	2,648	-2.4%
税前利润	1,280	2,439	2,356	-3.4%	2,788	2,722	-2.4%
所得税费用	242	415	401	-3.4%	474	463	-2.4%
净利润	1,037	2,025	1,956	-3.4%	2,314	2,259	-2.4%
每股收益 (元)	1.13	1.92	1.85	-3.4%	2.19	2.14	-2.4%

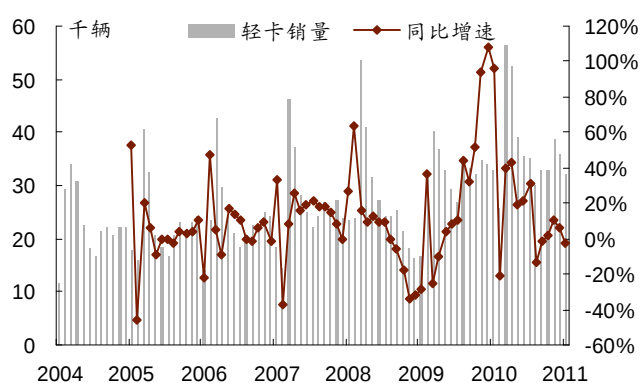
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 公司重卡月度销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部

图表 4: 公司轻卡月度销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部

图表 5: 历史与预测财务数据

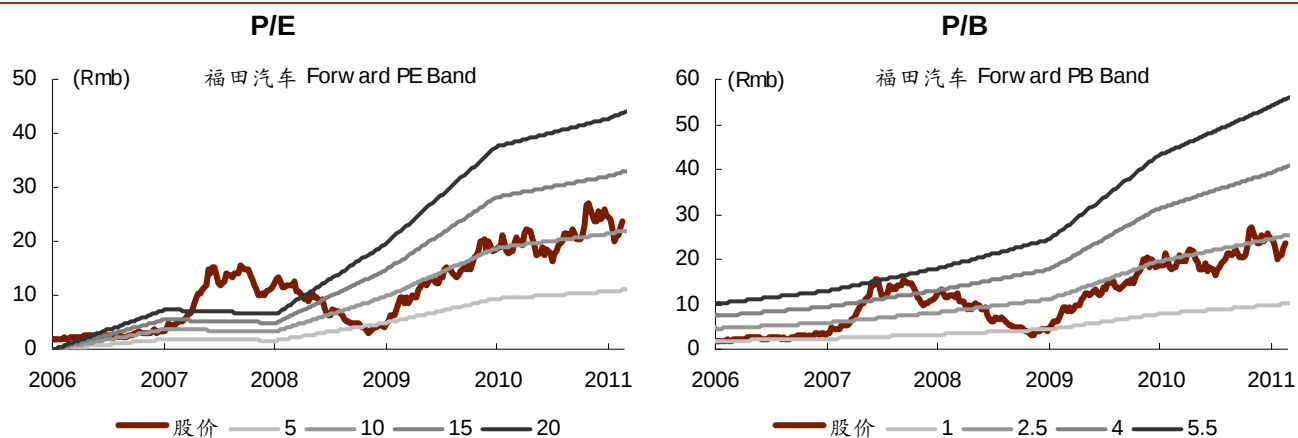
损益表 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	19,311	27,865	30,070	44,840	56,021	72,565	87,093
主营业务成本	-17,844	-25,446	-27,632	-39,828	-49,422	-64,466	-77,387
主营业务利润	1,440	2,376	2,351	4,806	6,337	7,759	9,298
营业费用	-733	-1,065	-991	-1,673	-1,933	-2,467	-2,961
管理费用	-668	-781	-974	-1,673	-1,961	-2,467	-2,874
财务费用	-4	-54	-131	-54	-54	-96	-202
资产减值损失	-	-58	-88	-149	-80	-80	-80
营业利润	40	416	168	1,257	2,309	2,648	3,181
税前利润	24	458	312	1,280	2,356	2,722	3,273
所得税	-24	-72	34	-242	-401	-463	-556
净利润	-1	387	346	1,037	1,956	2,259	2,717
现金流量表 (百万元)							
经营活动现金流净额	233	558	-417	4,088	979	3,735	4,231
投资活动现金流净额	-313	-496	-816	-713	-1,809	-2,309	-2,309
融资活动现金流净额	99	53	1,315	-277	2,878	497	391
货币资金增加额	6	117	84	3,099	2,048	1,923	2,313
资产负债表 (百万元)							
流动资产	3,378	3,907	4,790	11,183	13,202	17,253	21,399
长期投资	187	215	543	597	574	578	600
固定资产	2,572	3,100	3,535	3,963	5,251	7,002	8,702
无形资产和其他资产	275	396	817	1,625	1,687	1,660	1,630
流动负债	4,344	5,425	6,632	11,485	9,823	12,750	15,280
长期负债	567	378	190	2,087	2,870	3,652	4,434
股东权益	1,497	1,915	3,008	4,074	8,298	10,367	12,894
总资产	6,412	7,731	9,833	17,657	21,002	26,781	32,620
财务指标							
毛利率	7.6%	8.7%	8.1%	11.2%	11.8%	11.2%	11.1%
息税前利润率	0.2%	1.7%	1.0%	2.9%	4.2%	3.8%	3.9%
净利润率	0.0%	1.4%	1.2%	2.3%	3.5%	3.1%	3.1%
净资产收益率	0.0%	20.2%	11.5%	25.5%	23.6%	21.8%	21.1%
总资产收益率	0.0%	5.5%	3.9%	7.5%	10.1%	9.5%	9.1%
总资产负债率	76.6%	75.2%	69.4%	76.9%	60.5%	61.3%	60.5%
净资产负债率	88.3%	48.7%	50.7%	-30.1%	-31.7%	-36.4%	-41.1%
流动比率	0.8	0.7	0.7	1.0	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.5	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转期	8.6	6.6	9.2	7.4	7.4	7.4	7.4
存货周转期	37.4	33.2	34.8	35.1	35.1	35.1	35.1
分红比例	0.0%	0.0%	5.3%	15.9%	9.7%	8.4%	7.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值表

公司名称	类别	股价	市值	市盈率						市净率						EV/EBITDA						EPS 增长率 %					CAGR
		11-2-21	百万美元	06A	07A	08A	09A	10E	11E	06A	07A	08A	09A	10E	11E	06A	07A	08A	09A	10E	11E	07A	08A	09A	10E	11E	
中国A股上市公司																											
潍柴动力	CV	59.35	14,264	149.4	49.0	51.2	29.0	15.4	12.0	33.1	15.5	12.4	8.4	5.2	3.5	86.6	24.7	25.7	16.0	12.7	11.5	205%	-4%	76%	89%	28%	42%
中国重汽	CV	29.26	1,869	54.7	17.1	26.0	28.7	14.0	11.7	9.3	6.1	4.9	4.3	3.3	2.6	16.9	8.5	13.7	12.9	9.4	8.1	220%	-34%	-10%	105%	20%	10%
宇通客车	CV	26.49	2,097	62.4	36.5	25.9	24.4	16.4	12.9	11.0	5.2	8.2	6.4	5.9	5.5	35.0	19.7	23.0	16.1	14.6	12.6	71%	41%	6%	49%	27%	30%
福田汽车	CV	24.15	3,879	n.a.	57.2	64.0	21.3	13.0	11.3	14.8	11.6	7.4	5.4	3.1	2.5	110.1	34.2	45.3	15.6	10.7	9.5	n.m.	-11%	200%	64%	16%	50%
江铃汽车	CV	29.99	3,942	42.9	34.1	33.0	24.5	15.2	12.3	8.5	7.3	6.4	5.3	4.1	3.2	27.1	25.3	28.0	18.0	15.2	13.4	26%	3%	35%	62%	24%	29%
东风汽车	CV	5.43	1,654	21.6	22.2	34.4	34.2	14.5	10.3	2.2	2.1	2.1	2.0	1.8	1.6	12.3	10.5	41.2	42.5	18.8	12.2	-3%	-36%	1%	136%	41%	21%
江淮汽车	CV/PV	12.94	2,539	40.5	50.8	292.1	49.7	15.3	13.6	5.5	4.1	4.2	3.9	3.2	2.7	23.7	23.0	31.3	14.1	9.9	8.8	-20%	-83%	488%	224%	13%	39%
长安汽车	PV	10.24	4,188	46.0	35.8	984.6	22.2	10.9	10.1	3.4	3.2	3.1	2.7	2.2	1.8	25.2	n.a.	n.a.	46.5	19.6	16.2	28%	-96%	4343%	103%	8%	37%
一汽轿车	PV	18.21	4,513	85.3	53.6	27.3	18.2	12.8	11.2	5.5	5.1	4.5	3.9	3.2	2.6	41.2	21.2	19.9	12.0	10.3	9.4	59%	97%	50%	43%	14%	48%
上海汽车	PV	18.45	25,965	119.7	36.8	259.9	25.9	12.8	10.5	3.8	3.2	3.5	2.8	2.8	2.4	70.7	45.0	134.1	40.8	9.0	7.9	71%	-86%	905%	102%	22%	37%
中大股份	Dealer	17.13	1,146	106.3	51.4	35.8	27.4	14.7	13.2	6.4	4.4	3.5	3.1	2.6	2.3	85.5	36.1	13.9	12.4	7.8	6.7	71%	44%	30%	87%	11%	40%
东安动力	Parts	11.67	821	150.6	35.8	33.6	23.0	14.6	12.3	3.4	3.0	2.8	2.5	2.1	1.8	55.9	48.8	451.9	41.1	45.4	46.1	71%	6%	46%	57%	19%	31%
中鼎股份	Parts	26.09	1,691	n.a.	92.3	83.2	55.5	32.8	27.2	n.a.	21.8	23.1	13.3	9.4	7.0	n.a.	65.1	45.8	30.2	21.1	17.7	n.m.	11%	50%	69%	20%	36%
华域汽车	Parts	12.81	5,039	56.6	28.7	32.1	21.6	12.8	10.5	6.0	3.0	4.5	2.7	2.4	2.1	299.6	178.8	43.5	14.8	11.1	9.6	97%	-11%	49%	69%	21%	28%
一汽富维	Parts	36.20	1,166	n.m.	159.6	40.4	21.6	13.5	11.3	7.0	6.7	5.8	4.6	3.5	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	295%	87%	60%	19%	94%
福耀玻璃	Parts	12.12	3,697	39.4	26.5	98.7	21.7	13.4	11.0	8.6	6.9	7.4	5.5	4.5	3.7	24.9	18.9	19.6	13.1	11.4	9.5	49%	-73%	355%	62%	22%	25%
根桓股份	Parts	38.00	579	121.2	106.0	87.3	70.4	31.8	26.0	14.6	8.5	8.0	7.4	6.2	5.2	32.8	29.6	24.3	16.3	14.6	11.8	14%	21%	24%	122%	22%	49%
平均				59.5	36.5	51.2	24.5	14.7	12.3	5.7	4.4	4.5	3.9	3.2	2.6	35.0	23.8	26.8	15.6	11.1	9.5	71%	-11%	50%	62%	19%	30%
平均-商用车				42.9	35.3	33.7	28.9	15.2	12.1	8.9	5.6	5.7	4.8	3.3	2.7	25.4	21.3	26.8	15.8	11.7	10.5	71%	-19%	20%	76%	22%	29%
平均-乘用车				65.6	45.2	200.5	24.0	12.8	10.8	4.1	3.8	3.9	3.4	3.0	2.5	56.0	33.1	77.0	40.8	10.3	9.4	44%	-64%	491%	72%	14%	37%
平均-零部件				99.7	33.2	67.7	21.7	14.8	12.7	6.0	4.9	5.1	3.7	2.9	2.4	34.8	29.6	43.5	14.8	11.4	9.6	84%	-2%	51%	59%	19%	27%
香港上市公司																											
潍柴动力	CV	55.10	14,264	117.0	38.4	40.1	22.7	12.0	9.4	25.9	12.1	9.7	6.6	4.1	2.8	20.6	5.9	6.1	4.0	3.8	3.3	205%	-4%	76%	89%	28%	42%
庆铃汽车	CV	2.36	753	75.4	39.3	33.7	23.6	17.7	15.7	0.9	0.9	0.8	0.8	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	92%	17%	43%	33%	13%	26%
华晨汽车	PV	6.50	4,170	n.m.	245.3	294.1	n.m.	30.0	22.5	4.1	3.9	3.9	6.5	5.4	4.4	188.7	35.7	40.6	21.2	29.1	25.6	n.m.	-17%	n.m.	n.m.	33%	82%
吉利汽车	PV	3.55	3,393	59.6	49.5	22.1	17.5	17.0	13.5	25.3	10.7	6.2	4.1	3.4	2.7	n.m.	n.m.	42.6	12.3	9.1	7.4	20%	124%	26%	3%	26%	38%
广汽集团	PV	9.86	7,787	n.m.	10.0	22.0	18.2	12.1	11.2	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.6	2.3	n.m.	n.m.	11.8	10.3	6.5	6.0	n.m.	-54%	21%	50%	9%	-3%
长城汽车	CV/PV	12.44	4,376	14.1	30.7	56.0	28.1	13.8	10.7	2.8	4.5	4.3	3.8	3.1	2.5	33.7	23.7	38.7	22.2	2.8	2.6	-54%	-45%	99%	104%	29%	30%
东风汽车	PV	14.90	16,492	52.0	28.7	27.4	17.3	10.0	9.6	7.6	6.1	4.9	4.0	3.0	2.4	13.1	10.8	8.8	6.1	5.4	4.6	81%	5%	58%	74%	3%	31%
中国重汽	CV	8.02	2,845	29.3	16.8	21.2	19.4	12.5	10.6	19.9	1.7	1.7	1.1	1.0	0.9	15.6	11.1	15.1	10.4	8.3	7.0	74%	-21%	10%	55%	18%	12%
中升集团	Dealer	15.86	3,888	173.0	89.8	116.8	54.2	23.3	13.5	4.5	3.6	3.0	2.5	2.1	1.7	113.4	52.7	54.3	31.5	14.7	9.1	93%	-23%	115%	132%	73%	61%
大昌行	Dealer	8.53	1,990	47.4	30.5	27.2	21.6	10.6	10.7	4.2	3.6	3.2	2.8	2.3	2.1	56.6	35.8	17.9	14.9	10.2	8.1	56%	12%	26%	104%	-2%	30%
信义玻璃	Parts	6.88	3,109	62.8	36.4	34.4	31.5	16.2	12.2	10.9	6.0	5.6	4.6	4.0	3.4	53.6	31.4	27.5	24.4	14.8	9.5	73%	6%	9%	94%	33%	31%
敏实集团	Parts	13.54	1,868	45.4	33.9	28.8	19.6	14.9	12.1	10.3	4.1	3.7	3.2	2.2	1.9	32.7	22.0	18.1	13.6	10.4	8.6	34%	18%	47%	32%	23%	29%
平均				55.8	35.2	31.3	21.6	14.3	11.6	7.6	4.1	3.9	3.8	3.0	2.4	33.7	22.8	18.1	13.6	9.1	7.4	73%	0%	43%	74%	24%	31%
平均-商用车				75.4	38.4	33.7	22.7	12.5	10.6	19.9	1.7	1.7	1.1	2.6	1.9	18.1	8.5	10.6	7.2	6.0	5.1	92%	-4%	43%	55%	18%	26%
平均-乘用车				52.0	30.7	27.4	17.9	13.8	11.2	5.8	5.3	4.6	4.0	3.1	2.5	33.7	17.2	38.7	12.3	6.5	6.0	20%	-17%	42%	62%	26%	31%
平均-零部件				54.1	35.2	31.6	25.6	15.6	12.1	10.6	5.1	4.7	3.9	3.1	2.7	43.1	26.7	22.8	19.0	12.6	9.0	53%	12%	28%	63%	28%	30%
欧洲及美国上市公司																											
爱	CV	87.30	17,272	14.0	10.6	10.4	n.m.	19.7	14.9	3.4	2.5	2.4	2.5	2.2	2.0	10.7	7.5	8.2	15.2	9.8	8.4	33%	1%	n.m.	n.m.	33%	-8%
斯堪尼亚	CV	135.40	16,974	18.2	12.7	12.2	96.0	11.0	10.1	4.1	4.4	4.9	4.6	3.0	2.6	8.9	6.4	6.1	12.0	7.8	7.2	44%	4%	-87%	772%	9%	6%
沃尔沃	CV	107.60	35,590	13.4	14.6	22.0	n.m.	12.9	10.1	2.5	2.7	2.6	3.3	2.6	2.2	9.1	9.5	10.9	n.m.	7.9	6.7	-8%	-34%	n.m.	n.m.	27%	10%
帕卡	CV	52.65	19,233	13.2	15.9	18.9	169.8	21.4	14.7	4.4	3.9	3.9	3.8	3.3	2.9	6.7	7.8	8.4	16.7	10.6	7.8	-17%	-16%	-89%	695%	45%	2%
戴姆勒	CV/PV	52.83	76,931	14.4	13.8	37.5	n.m.	9.9	8.6	1.5	1.5	1.6	1.8	1.4	1.3	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	5%	-63%	n.m.	n.m.	15%	13%
菲亚特	CV/PV	6.89	11,634	8.2	4.5	5.3	n.m.	19.3	10.7	0.9	0.8	0.8	0.8	1.1	1.0	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	85%	-16%	n.m.	n.m.	80%	-20%
雷诺	PV	45.39	18,342	4.0	4.4	20.4	n.m.	6.7	5.0	0.6	0.6	0.7	0.8	0.5	0.5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-8%	-78%	n.m.	n.m.	35%	-3%
标致	PV	29.42	9,409	38.2	7.6	n.m.	n.m.	5.4	4.1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	6.8	5.8	7.8	12.0	5.7	5.2	404%	n.m.	n.m.	n.m.	31%	16%
宝马	PV	61.25	53,225	7.0	6.4	125.0	197.6	13.7	10.8	2.1	1.8	2.0	2.0	1.7	1.5	8.0	7.2	7.9	9.5	8.5	7.6	9%	-95%	-37%	1345%	26%	-12%
大众	PV	113.25	73,490	16.1	10.9	9.6	47.9	10.0	8.6	1.7	1.4	1.3	1.3	1.1	1.0	9.0	7.0	7.2	9.8	7.0	6.4	47%	14%	-80%			

图表 7: 历史估值区间



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED