



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年4月26日

汽车及零部件

研究部

陈鹏扬

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210090002
chenpy@cicc.com.cn

郑栋 CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208030081
zhengd@cicc.com.cn

审慎推荐

江铃汽车 (000550.SZ)

业绩符合预期, 物流升级的主要受益者

张涵一

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208120091
zhanghy2@cicc.com.cn

主要财务信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	8,587	10,433	15,768	20,693	25,574
(+/-)	2%	21%	51%	31%	24%
主营业务利润	1,796	2,546	3,784	4,837	5,953
(+/-)	-8%	42%	49%	28%	23%
净利润	784	1,056	1,712	2,112	2,647
(+/-)	3%	35%	62%	23%	25%
每股盈利 (元)	0.91	1.22	1.98	2.45	3.07
(+/-)	3%	35%	62%	23%	25%
市盈率	33.6	25.0	15.4	12.5	10.0
市净率	6.5	5.4	4.3	3.5	2.9
EV/EBITDA	27.2	15.5	9.3	7.4	5.3
净资产收益率	20.7%	23.7%	31.2%	31.1%	32.0%
ROCE	19.5%	22.3%	29.5%	29.5%	30.6%
现金分红收益率	1.0%	1.0%	1.6%	2.6%	2.9%
每股经营现金流(元)	0.2	3.6	3.1	3.0	4.0
股价/经营现金	144.9	8.5	9.7	10.3	7.6

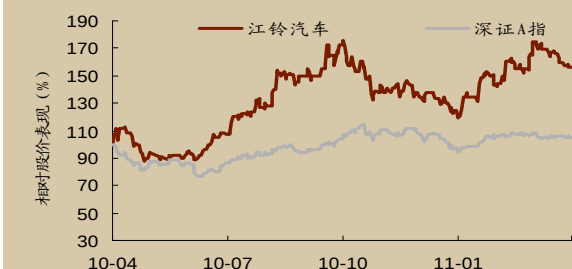
股票信息

B股		A股
HK\$24.39	当前股价	人民币30.56
HK\$29.1	目标价	-
200550.CH	股票代码	000550.CH
0.2	日成交量(百万股)	0.9
HK\$27.49/13.34	52周最高价/最低价	人民币35.72/17.18
863	发行股数(百万股)	863
344	其中:流通股(百万股)	516
主要股东(持股比例)		江铃控股有限公司(41.03%)

最近估值走势

	上周	1个月	3个月	年初至今
[000550.CH]	-3.66	-11.98	+27.28	+10.97
[A股指数]	-3.02	-0.43	+10.74	+5.58
[中金汽车指数]	-4.79	-10.06	+10.66	+6.16

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

2010年1季度业绩略低于预期:

2011年1季度, 公司实现营业收入47.4亿元, 同比增长33.6%; 实现净利润5.48亿元, 对应每股收益0.63元, 同比增长10.7%; 增速慢于收入增长, 略低于预期, 主要由于毛利率降幅超出预期。

正面:

- **销量稳步增长。**2011年1季度, 公司销售55,443辆整车, 比去年同期上升34.2%, 包括20,740辆JMC品牌卡车, 18,979辆JMC品牌皮卡及SUV, 15,724辆全顺客车, 三者增速分别为35.9%, 30.0%和37.5%。
- **市场份额呈现提升。**1季度, 全顺轻客市场份额提升2.3个百分点至20.1%; JMC轻卡市场份额提升1个百分点至4.0%; 主要受益于中高端市场增长以及公司产品线下延伸。
- **期间费用率明显下降。**1季度公司销售费用率同比和环比分别下降1.3个和4.9个百分点至3.8%。

负面:

- 1季度毛利率为同比降约3个百分点至23%, 一方面由于策略性价格调整, 另外主要受原材料成本上升影响。
- 经营性现金流大幅下降82%至1.24亿元。
- 城建税等调整导致营业税金及附加增长119%至1.3亿元。

发展趋势:

往后看, 公司城市物流需求增长的最大受益者。公司全顺轻客和JMC轻卡在其细分市场定位均位居中高端, 且销量规模领先, 能更好的受益于轻客和轻卡产品结构升级, 销量增速有望持续快于行业平均水平。2011年, 预计全顺轻客和JMC轻卡预计销量增速将接近20%。

估值与建议:

我们维持2011、2012年每股2.45元和3.07元的盈利预测。公司经营稳健, 产品在中高端轻型商用车市场竞争力强, 且与福特合作深化将打开成长空间。目前股价对应2011年P/E为12.5倍, 估值处于行业中低端, 维持对公司审慎推荐评级。同时, 我们给予江铃B股29.1港币的目标价, 对应10倍目标市盈率。

图表 1：季度盈利分析

损益表 (百万元)	季度数据					年度数据			中金评论	
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	QoQ	YoY	2009	2010	YoY
主营业务收入	3,566	4,110	3,966	4,126	4,727	14.6%	32.6%	10,433	15,768	51.1%
主营业务成本	2,630	3,045	2,954	3,067	3,628	18.3%	37.9%	7,707	11,696	51.8%
主营业务利润	875	994	942	974	966	-0.8%	10.4%	2,546	3,784	48.6%
销售费用	184	197	280	357	180	-49.6%	-2.0%	770	1,019	32.3%
管理费用	129	158	196	338	156	-53.7%	21.4%	596	820	37.6%
财务费用	-19	-23	-22	-30	-35	16.2%	88.7%	-52	-93	79.5%
资产减值损失	0	1	0	3	1	-62.8%	140.9%	1	4	358.2%
营业利润	580	661	487	306	664	116.7%	14.4%	1,231	2,035	65.3%
投资收益	1	2	1	2	2	-24.4%	5.3%	5	7	30.4%
营业外收入	1	1	0	1	1	17.1%	-10.4%	8	4	-49.3%
营业外支出	0	6	3	2	0	-99.5%	-94.9%	1	13	1023.7%
税前利润	583	658	486	307	666	117.2%	14.3%	1,244	2,033	63.5%
所得税	84	98	68	35	103	192.2%	21.7%	163	286	75.2%
少数股东权益	5	11	6	13	16	21.9%	243.6%	24	35	47.4%
净利润	494	548	411	259	548	111.8%	10.9%	1,056	1,712	62.1%
每股收益	0.57	0.64	0.48	0.30	0.63	111.8%	10.9%	1.22	1.98	62.1%
财务比率										
毛利率	26.2%	25.9%	25.5%	25.7%	23.3%	-2.4%	-3.0%	26.1%	25.8%	-0.3%
营业利润率	16.3%	16.1%	12.3%	7.4%	14.0%	6.6%	-2.2%	11.8%	12.9%	1.1%
净利率	13.8%	13.3%	10.4%	6.3%	11.6%	5.3%	-2.3%	10.1%	10.9%	0.7%
销售费用率	5.2%	4.8%	7.1%	8.7%	3.8%	-4.9%	-1.3%	7.4%	6.5%	-0.9%
管理费用率	3.6%	3.9%	4.9%	8.2%	3.3%	-4.9%	-0.3%	5.7%	5.2%	-0.5%
财务费用率	-0.5%	-0.6%	-0.5%	-0.7%	-0.7%	0.0%	-0.2%	-0.5%	-0.6%	-0.1%

1季度公司汽车销量同比增长34.2%至55,443辆

1季度毛利下滑主要由于产品降价及产品结构变化

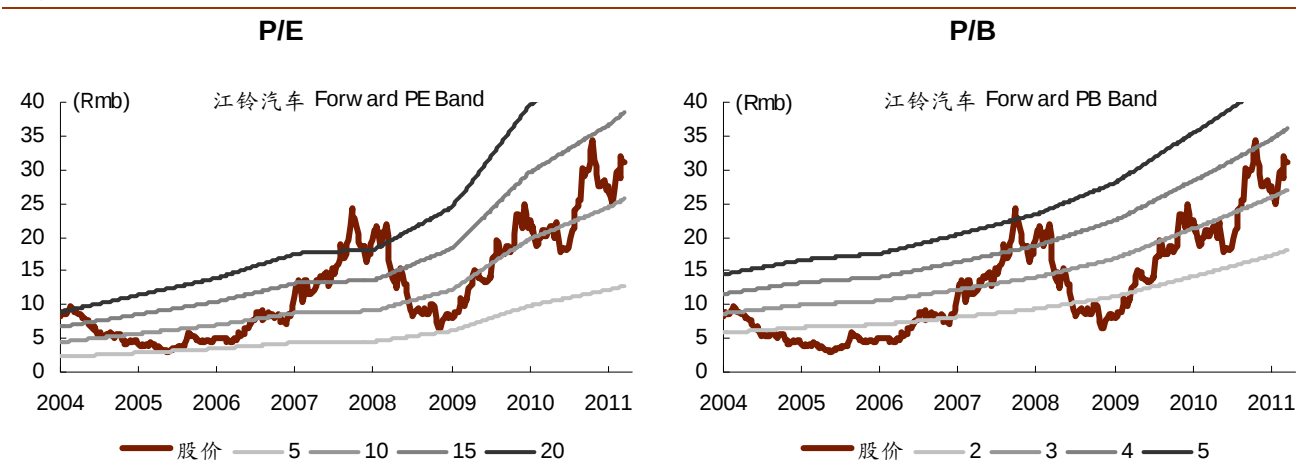
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：公司季度销量走势

季度销量 (辆)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	QoQ	YoY
JMC 品牌卡车	15,263	18,894	16,528	15,539	20,740	33.5%	35.9%
JMC 品牌皮卡及SUV	14,599	14,380	14,881	16,557	18,979	14.6%	30.0%
福特品牌商用车	11,438	13,789	13,188	13,943	15,724	12.8%	37.5%
合计	41,300	47,063	44,597	46,039	55,443	20.4%	34.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：历史 P/E 和 P/B 区间



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 历史和预测财务数据

损益表 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入净额	7,369	8,456	8,587	10,433	15,768	20,693	25,574
主营业务利润	1,647	1,951	1,796	2,546	3,784	4,837	5,953
营业费用	-494	-619	-526	-770	-1,019	-1,345	-1,631
管理费用	-509	-537	-589	-596	-820	-1,079	-1,303
营业利润	741	851	741	1,232	2,038	2,516	3,150
税前利润	738	860	902	1,244	2,033	2,528	3,167
净利润	604	759	784	1,056	1,712	2,112	2,647

现金流量表 (百万元)							
经营活动现金流净额	1,157	843	182	3,114	2,718	2,567	3,472
投资活动现金流净额	-491	-500	-515	-416	-373	-537	-537
融资活动现金流净额	-457	-403	-262	-296	-445	-603	-670
货币资金增加额	209	-61	-595	2,402	1,899	1,428	2,265

资产负债表 (百万元)							
流动资产	3,222	3,615	3,153	5,336	8,075	9,663	12,495
长期投资	16	18	16	17	18	25	32
固定资产	1,756	2,208	2,363	2,491	2,631	2,947	3,254
无形资产和其他资产	244	176	327	316	309	292	275
流动负债	2,060	2,430	1,633	3,147	4,762	5,294	6,774
长期负债	10	79	180	200	233	233	233
少数股东权益	127	88	101	103	115	142	181
股东权益	3,040	3,527	4,050	4,844	6,127	7,462	9,073

财务指标							
主营业务利润率	22.3%	23.1%	20.9%	24.4%	24.0%	23.4%	23.3%
息税前利润率	9.5%	9.4%	7.9%	11.3%	12.3%	11.7%	11.8%
净利润率	8.2%	9.0%	9.1%	10.1%	10.9%	10.2%	10.3%
净资产收益率	19.9%	21.5%	19.4%	21.8%	27.9%	28.3%	29.2%
总资产收益率	12.2%	13.4%	13.0%	14.8%	17.5%	17.3%	18.0%
总资产负债率	39.5%	41.0%	30.4%	40.4%	44.4%	42.1%	43.1%
净资产负债率	-67.0%	-56.4%	-31.9%	-76.1%	-90.7%	-93.6%	-102.0%
流动比率	1.6	1.5	1.9	1.7	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.3	1.1	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5
应收帐款周转期	15.2	19.8	20.9	9.8	7.6	7.6	7.6
存货周转期	39.9	41.9	52.8	50.1	38.9	38.9	38.9
分红比例	26.8%	29.3%	27.9%	40.0%	39.8%	36.8%	39.1%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 5: 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	
		11-4-25	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	07-11		
中国A股上市公司																													
潍柴动力	CV	52.50	13,083	132.1	43.3	45.3	25.7	12.9	10.6	29.3	13.7	10.9	7.4	4.7	3.1	76.9	21.9	22.8	14.2	11.2	10.2	205%	-4%	76%	99%	21%	42%		
中国重汽	CV	23.02	1,479	43.0	13.5	20.4	22.6	14.4	12.1	7.3	4.8	3.9	3.4	2.8	2.5	13.3	6.6	10.8	10.1	7.3	6.4	220%	-34%	-10%	57%	19%	3%		
宇通客车	CV	23.22	1,849	54.7	32.0	22.7	21.4	14.0	11.4	9.7	4.5	7.2	5.6	4.9	4.0	30.6	17.3	20.1	14.1	12.7	11.0	71%	41%	6%	53%	24%	30%		
福田汽车	CV	21.58	3,487	n.a.	51.1	57.2	19.1	13.8	11.5	13.2	10.3	6.6	4.9	2.8	2.3	98.7	30.7	40.6	14.0	9.6	8.5	n.m.	-11%	200%	38%	20%	45%		
江铃汽车	CV	30.56	4,041	43.7	34.7	33.6	25.0	15.4	12.5	8.7	7.5	6.5	5.4	4.3	3.5	27.6	25.8	28.6	18.3	15.5	13.6	26%	3%	35%	62%	23%	29%		
东风汽车	CV	5.28	1,618	21.0	21.6	33.5	33.2	18.5	12.3	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7	11.9	10.1	39.7	41.0	18.1	11.7	-3%	-36%	1%	80%	51%	15%		
江淮汽车	CV/PV	11.81	2,332	37.0	46.3	266.6	45.3	13.1	11.3	5.0	3.8	3.8	3.5	2.8	2.4	21.6	20.9	28.5	12.8	9.0	8.0	-20%	-83%	488%	246%	16%	42%		
长安汽车	PV	10.00	4,114	51.7	40.3	1,101.6	24.0	13.3	13.1	2.3	2.6	3.1	2.7	2.2	1.7	24.6	n.a.	n.a.	45.4	19.1	15.8	28%	-96%	4497%	81%	1%	32%		
一汽轿车	PV	15.86	3,954	74.3	46.7	23.7	15.8	11.1	9.7	4.8	4.5	3.9	3.4	2.8	2.3	35.4	18.3	17.1	10.3	8.9	8.1	59%	97%	50%	43%	14%	48%		
上海汽车	PV	18.09	25,613	117.3	36.1	254.8	25.4	12.2	9.6	3.7	3.2	3.4	2.8	2.5	2.2	69.3	44.1	131.4	40.0	8.8	7.7	71%	-86%	905%	108%	26%	39%		
中大股份	Dealer	18.98	1,277	117.8	56.9	39.6	30.4	16.6	13.9	7.1	4.9	3.9	3.4	2.8	2.4	93.7	39.6	15.3	13.6	8.6	7.4	71%	44%	30%	83%	20%	42%		
东安动力	Parts	10.86	769	140.1	33.3	31.3	21.4	13.6	11.4	3.1	2.8	2.6	2.3	2.0	1.7	52.1	45.5	421.1	38.3	42.3	42.9	71%	6%	46%	57%	19%	31%		
中鼎股份	Parts	20.20	1,317	n.a.	71.5	64.4	43.0	27.7	19.2	n.a.	16.9	17.9	10.3	8.1	5.8	n.a.	50.5	35.5	23.4	16.3	13.8	n.m.	11%	50%	55%	44%	39%		
华域汽车	Parts	11.29	4,468	49.8	25.3	28.3	19.1	11.6	9.3	5.3	2.6	4.0	2.4	2.0	1.8	264.0	157.5	38.3	13.1	9.8	8.5	97%	-11%	49%	64%	24%	28%		
一汽富维	Parts	30.43	986	n.m.	134.2	34.0	18.1	11.3	9.5	5.9	5.7	4.8	3.9	2.9	2.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	295%	87%	61%	18%	94%		
福耀玻璃	Parts	10.73	3,292	34.9	23.4	87.4	19.2	12.0	9.8	7.6	6.1	6.6	4.9	3.7	3.2	22.5	17.0	17.7	11.9	10.3	8.6	49%	-73%	355%	60%	23%	24%		
银轮股份	Parts	29.18	447	93.1	81.4	67.0	54.1	22.3	18.2	11.2	6.5	6.2	5.7	4.6	3.7	32.7	29.5	24.2	16.2	12.9	10.8	14%	21%	24%	142%	23%	54%		
平均				53.2	36.1	45.3	24.0	14.2	12.3	5.1	4.5	3.9	3.4	2.8	2.4	32.7	21.4	26.4	14.0	9.8	8.7	71%	-11%	50%	57%	19%	30%		
平均 - 商用车				43.0	33.4	33.6	25.3	14.2	11.8	8.0	4.7	5.2	4.2	2.8	2.4	24.6	19.1	25.7	14.0	10.4	9.3	71%	-19%	20%	60%	21%	29%		
平均 - 乘用车				63.0	43.5	187.5	24.7	12.7	11.4	3.7	3.4	3.5	3.1	2.7	2.3	52.4	31.2	74.3	40.0	8.9	8.1	44%	-64%	491%	62%	14%	36%		
平均 - 零部件				91.3	33.4	59.6	19.1	15.0	13.2	5.3	4.6	4.4	3.3	2.6	2.1	38.1	29.5	35.5	13.1	10.3	9.1	84%	-2%	51%	56%	19%	27%		
香港上市公司																													
潍柴动力	CV	56.40	13,078	119.2	39.1	40.9	23.2	11.6	9.6	26.4	12.4	9.9	6.7	4.3	2.8	20.6	5.9	6.1	4.0	3.7	3.3	205%	-4%	76%	99%	21%	42%		
庆铃汽车	CV	2.63	840	84.0	43.8	37.6	26.3	21.9	18.8	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	1.2	0.8	1.0	0.8	0.7	0.6	92%	17%	43%	20%	17%	24%		
华晨汽车	PV	8.08	5,192	n.m.	304.9	365.6	n.m.	31.7	24.2	5.0	4.9	4.9	8.0	5.0	4.0	228.4	43.2	49.1	25.7	54.7	34.7	n.m.	-17%	n.m.	n.m.	31%	88%		
吉利汽车	PV	3.26	3,124	54.5	45.3	20.2	16.0	17.4	14.3	23.1	9.8	5.7	3.7	3.0	2.5	n.m.	n.m.	37.9	10.9	8.1	7.1	20%	124%	26%	-8%	22%	33%		
广汽集团	PV	9.51	7,524	n.m.	9.7	21.2	17.6	10.3	11.4	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.0	1.7	n.m.	7.1	8.9	7.7	5.3	4.8	n.m.	-54%	21%	70%	-9%	-4%		
长城汽车	CV/IPV	14.88	5,243	16.8	36.5	66.7	33.5	12.7	9.5	3.3	5.3	5.1	4.5	3.4	2.6	42.9	30.1	49.2	28.3	10.2	3.2	-54%	-45%	99%	164%	33%	40%		
东风汽车	PV	12.82	14,214	44.6	24.6	23.5	14.8	8.4	7.9	6.5	5.2	4.2	3.4	2.5	2.0	13.0	10.7	8.8	6.1	5.4	4.5	81%	5%	58%	76%	7%	33%		
中国重汽	CV	6.76	2,402	24.6	14.1	17.8	16.3	10.6	8.6	16.7	1.4	1.4	0.9	0.9	0.8	15.5	11.1	15.0	10.4	8.2	7.0	74%	-21%	10%	54%	23%	13%		
中升集团	Dealer	14.70	3,610	159.6	82.9	107.8	50.0	22.9	14.1	4.2	3.4	2.8	2.4	2.0	1.6	116.1	54.0	55.6	32.3	16.3	8.9	93%	-23%	115%	119%	62%	56%		
大昌行	Dealer	9.41	2,203	52.4	33.6	30.1	23.9	12.0	12.0	4.6	4.0	3.5	3.1	2.5	2.2	63.0	39.9	19.9	16.8	11.0	8.5	56%	12%	26%	99%	0%	29%		
信义玻璃	Parts	9.16	4,149	83.7	48.4	45.8	42.0	20.8	13.2	14.4	8.0	7.4	6.1	5.0	4.1	71.3	41.9	36.6	32.5	15.4	12.1	73%	6%	9%	102%	58%	39%		
航发集团	Parts	12.06	1,669	40.0	30.1	25.5	17.4	13.4	10.6	9.2	3.7	3.3	2.8	2.0	1.7	26.7	18.0	14.8	11.1	n.m.	7.0	34%	18%	47%	31%	26%	30%		
平均				53.4	37.8	33.8	23.2	13.0	11.7	6.5	4.9	4.2	3.4	2.5	2.1	34.8	18.0	17.5	11.0	8.2	7.0	73%	0%	43%	76%	22%	33%		
平均 - 商用车				84.0	39.1	37.6	23.2	11.6	9.6	16.7	1.4	1.4	0.9	0.9	0.9	15.5	5.9	6.1	4.0	3.7	3.3	92%	-4%	43%	54%	21%	24%		
平均 - 乘用车				44.6	36.5	23.5	16.8	12.7	11.4	5.8	5.3	5.0	4.1	3.0	2.5	42.9	20.4	37.9	10.9	8.1	4.8	20%	-17%	42%	73%	22%	33%		
平均 - 零部件				62.0	39.3	35.7	29.7	17.1	11.9	11.8	5.8	5.4	4.5	3.5	2.9	49.0	29.9	25.7	21.8	15.4	9.6	53%	12%	28%	66%	42%	34%		
欧洲及美国上市公司																													
曼	CV	91.80	19,503	14.7	11.1	10.9	n.m.	18.9	14.5	3.6	2.6	2.5	2.7	2.0	1.8	11.0	7.7	8.4	15.6	12.7	8.0	33%	1%	n.m.	n.m.	31%	-6%		
斯堪尼亚	CV	146.10	19,323	19.7	13.7	13.2	103.6	12.8	11.9	4.5	4.7	5.3	5.0	3.3	2.8	10.0	7.2	6.8	13.4	7.2	8.8	44%	4%	-87%	707%	8%	4%		
沃尔沃	CV	112.70	39,432	14.0	15.3	23.0	n.m.	21.0	13.7	2.6	2.8	2.7	3.4	2.7	2.3	9.4	9.8	11.3	n.m.	10.4	8.3	-8%	-34%	n.m.	n.m.	53%	3%		
帕卡	CV	53.27	19,461	13.4	16.1	19.1	171.8	42.6	20.2	4.5	3.9	4.0	3.8	3.2	2.9	6.7	7.8	8.4	16.7	13.3	10.4	-17%	-16%	-89%	303%	110%	-6%		
戴姆勒	CV/IPV	51.14	79,555	14.0	13.4	36.3	n.m.	11.9	9.7	1.4	1.4	1.5	1.7	1.4	1.3	6.2	6.8	9.2	35.6	10.3	8.4	5%	-63%	n.m.	n.m.	23%	8%		
菲亚特	CV/IPV	6.87	12,381	8.2	4.4	5.3	n.m.	16.3	22.4	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	2.5	2.0	1.9	4.4	3.7	3.4	85%	-16%	n.m.	n.m.	-27%	-33%		
雷诺	PV	38.40	16,575	3.4	3.7	17.2	n.m.	3.0	5.7	0.5	0.5	0.6	0.7	0.5	0.4	8.8	8.0	11.6	14.4	8.9	8.4	-8%	-78%	n.m.	n.m.	-47%	-10%		
标志	PV	29.19	9,971	37.9	7.5	n.m.	n.m.	5.8	5.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	6.8	5.8	7.8	11.9	6.0	5.7	404%	n.m.	n.m.	n.m.	9%	9%		
宝马	PV	60.80	56,542	6.9	6.4	124.1	196.1	12.4	10.5	2.1	1.8	2.0	2.0	1.5	1.3	8.2	7.3	8.1	9.7	6.3	8.0	9%	-95%	-37%	1484%	18%	-12%		
大众	PV	110.75	77,153	15.7	10.7	9.3	46.8	7.3	7.9	1.6	1.4	1.3	1.3	1.0	0.9	9.2	7.2	7.3	10.0	6.5	6.3	47%	14%	-80%	541%	-8%	</		

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