

2011 年 7 月 8 日

买入
A

600741.SS - 人民币 11.74

目标价格: 人民币 15.34

王玉笙*

(8621) 2032 8523

yusheng.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208010260

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	15	13	(4)	51
相对新华富时 A50 指数 (%)	14	10	2	42

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	2,583
流通股(%)	40
流通股市值(人民币 百万)	12,100
3 个月日均交易额(人民币 百万)	163
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
上汽集团	60

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*楼佳为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

华域汽车

业绩稳健, 估值偏低

华域汽车业务覆盖内外饰件、功能性总成和热加工三大板块。在未来上汽版图中, 公司将承载集团零部件和新能源核心零部件两大业务。我们认为未来公司的新能源业务有望处于国内领先地位。公司 1 季度录得每股收益 0.3 元, 我们预计 2 季度盈利与 1 季度接近, 预计全年每股收益 1.18 元。基于 2011 年 13 倍市盈率, 首次覆盖给予目标价 15.34 元和买入评级。

支持评级的要点

- 公司旗下零部件公司, 多为上汽集团与国际零部件巨头“强强联合”组建的合资企业, 具备雄厚的研发实力和良好的盈利能力, 保障了公司在乘用车中高端配套领域的龙头地位。
- 在上汽未来版图中, 公司将承载集团层面驱动电机、电转向、电空调、电制动等新能源核心零部件业务。新能源相关领域布局的完成及率先产业化有望给公司业绩增长带来新的动力。
- 截至 6 月, 公司主要下游配套客户上海大众、上海通用、一汽大众等销量表现显著好于行业平均。我们预计今年主流欧美系汽车销量同比增速有望达到 15-25%, 为公司业绩的稳健增长提供了支撑。

评级面临的主要风险

- 主要配套企业销量低于预期; 商用车市场低迷抑制汽车板块估值修复。

估值

- 我们对公司 2011-2013 年每股收益预测分别为 1.18 元、1.42 元和 1.71 元。综合考虑公司目前在中高端乘用车配套领域的龙头地位以及未来在新能源核心零部件产业的先发优势, 建议给予公司 2011 年 13 倍市盈率, 目标价 15.34 元, 首次覆盖给予买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	24,668	44,063	53,498	63,626	75,701
变动(%)	255	79	21	19	19
净利润(人民币 百万)	1,531	2,513	3,048	3,674	4,410
全面摊薄每股收益(人民币)	0.593	0.973	1.180	1.422	1.707
变动(%)	52.6	64.2	21.3	20.5	20.0
市场预期每股收益(人民币)	-	0.956	1.137	1.326	-
全面摊薄市盈率(倍)	19.8	12.1	10.0	8.3	6.9
每股现金流量(人民币)	1.32	1.74	1.90	2.12	2.47
价格/每股现金流量(倍)	8.9	6.7	6.2	5.5	4.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.2	6.2	4.7	3.7	2.8
每股股息(人民币)	0.303	0.220	0.295	0.356	0.427
股息率(%)	2.6	1.9	2.5	3.0	3.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要.....	3
公司概况.....	5
配套客户分析.....	7
控股子公司业务分析.....	9
合营及联营企业分析.....	13
新能源业务.....	16
估值.....	18
附录、重点零部件公司介绍.....	19
研究报告中所提及的有关公司	27

投资摘要

华域汽车是上汽集团旗下独立供应汽车零部件的上市公司，也是目前国内最大的汽车零部件上市公司，为国内主要乘用车企业提供配套，其中欧美系配套比重超过 75%。上汽重组完成后，华域汽车将成为上海汽车直接控股的公司，并承载集团零部件和新能源核心零部件两项重要业务。

2010 年华域汽车实现盈利 25.1 亿元，其中合营及联营企业贡献的投资收益 15.3 亿元，占比超过 60%；其余来自于合并报表业务。分板块看，内外饰件、功能性总成件和热加工三大板块盈利占比分别为 55%、42%和 3%。具体来看，盈利贡献最大来源是延峰伟世通（估算 8-9 亿元），占比超过 30%；其次是纳铁幅传动轴（估算 2-3 亿元），占比超过 10%；其余盈利贡献估算在 1-2 亿元的合资公司包括内外饰件板块的上海拖内、实业交通和小系车灯，还包括功能性总成件板块的采埃孚转向机、制动系统、法雷奥电器、三电贝洱。我们估计上述“一超八强”九家企业对华域汽车盈利贡献比重超过 80%。

我们认为，华域汽车作为 OEM 配套供应商，收入和盈利增长与下游配套企业的销量增速高度相关。今年乘用车市场呈现结构性分化，上半年公司主要下游配套客户上海大众、上海通用、一汽大众等欧美系销量表现显著好于行业平均。我们预计今年主流欧美系汽车销量同比增速有望达到 15-25%，为公司订单和业绩的稳健增长提供了支持。

销售收入预测

基于对下游配套客户全年销量增速的预测，我们预计华域汽车 2011 年合计销售收入 535 亿元左右，同比增长 21.4%。其中：

内外饰件板块—主要收入来源延峰伟世通和上海拖内 2011 年收入同比增速在 15%左右。该板块全年收入增速约 14.8%。

功能性总成件板块—主要合并公司三电贝洱、上实交通和制动系统全年收入增速 10-12%。由于合并范围变化（制动系统于 2010 年 11 月起并表），将导致功能性总成件板块 2011 年销售收入同比增长 45.5%。

热加工板块—由于 2011 年 1 月起将圣德曼纳入合并范围，因此预测该板块今年收入同比增速达 95.8%。

图表 2. 华域汽车销售收入分板块预测 (单位: 百万元)

业务板块	2009	2010	2011E	2012E	2013E
内外饰件	19,044	35,838	41,139	49,227	58,915
增速 (%)	916.6	88.2	14.8	19.7	19.7
功能总成件	4,976	7,445	10,832	12,623	14,721
增速 (%)	13.9	49.6	45.5	16.5	16.5
热加工件	648	780	1,526	1,710	1,915
增速 (%)	(7.4)	20.3	95.8	12.0	12.0
合计	24,668	44,063	53,498	63,560	75,551
增速 (%)	255.3	78.6	21.4	18.8	18.9

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

合营及联营企业

投资收益方面，我们认为盈利贡献最大的四家合联营企业依次是纳铁福传动轴、采埃孚转向机、法雷奥电器和小糸车灯，这四家合资公司均是细分市场的龙头企业，在国内主要配套中高端产品，盈利能力相对稳定。我们预计，除法雷奥电器今年由于原材料铜价上涨，业绩可能受到负面影响之外，其余三家公司今年盈利有望保持 10-20% 的同比增速。综合来看，我们预计 2011 年投资收益同比增长 15% 左右，未来两年有望保持 15-20% 的同比增幅。

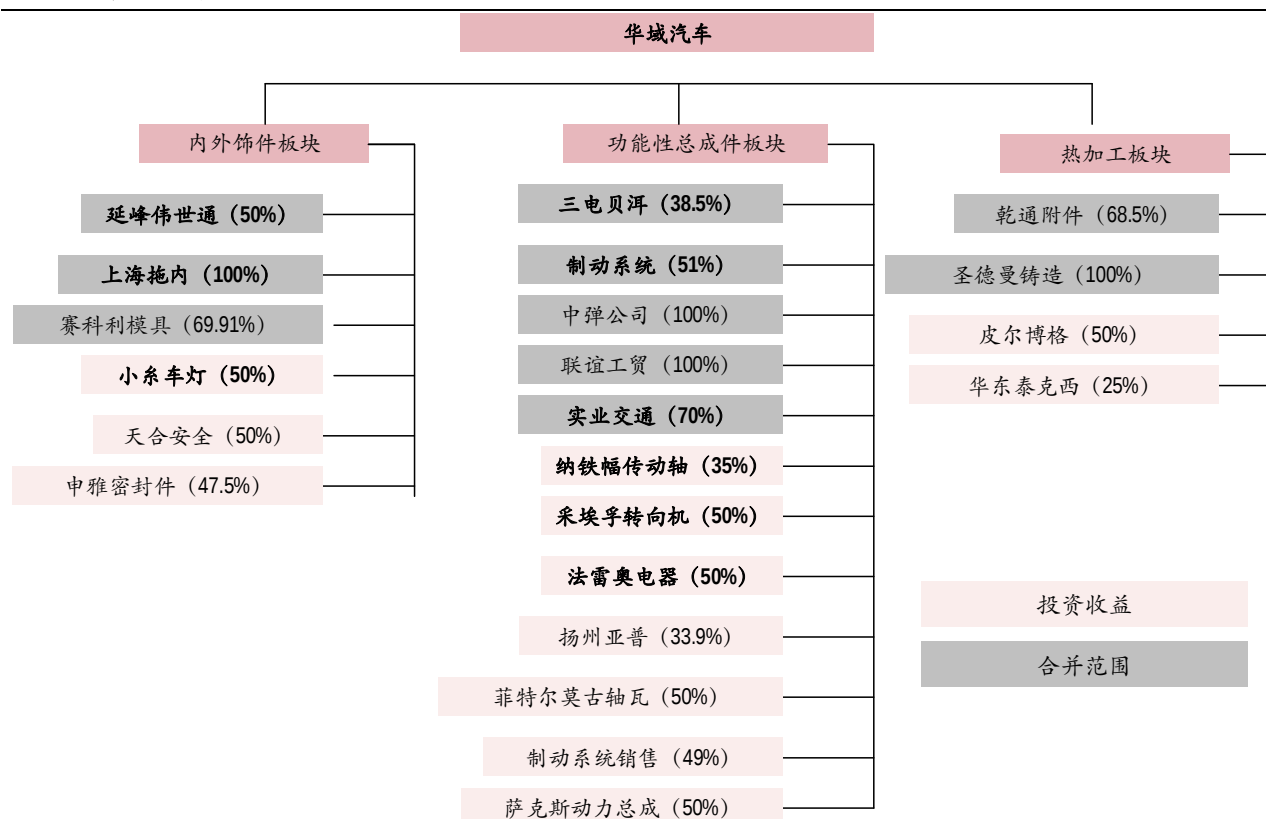
另外，参考 2010 年的费率水平，我们预计华域汽车 2011-2013 年每股收益分别为 1.18 元、1.42 元和 1.71 元。我们看好公司目前在中高端乘用车配套领域的龙头地位以及未来在新能源核心零部件产业的先发优势，建议给予公司 2011 年 13 倍市盈率，对应目标价 15.34 元，首次覆盖给予买入评级。

公司概况

华域汽车是上汽集团旗下独立供应汽车零部件的上市公司，控股股东上汽集团持有公司 60.1% 的股权。公司业务覆盖内外饰件、功能性总成件和热加工三大板块，主要为国内乘用车主机厂(OEM)提供配套，其中上汽系配套比重超过 60%，集团外配套厂商主要包括一汽大众、长福马和神龙等欧美系合资企业。我们预计上汽重组方案将于年内完成，届时华域汽车将成为上海汽车直接控股子公司。在未来上汽版图中，公司将承载集团传统零部件和新能源关键零部件（驱动电机、电转向、电空调、电制动）两大业务。

2010 年华域汽车实现归属母公司净利润 25.1 亿元，其中内外饰件和功能性总成件板块分别贡献盈利 13.9 亿元和 10.5 亿元，所占比重分别为 55% 和 42%；热加工板块盈利贡献比重相对较小，仅为 3%。

图表 3. 华域汽车业务结构



资料来源：公开资料，中银国际研究

注：加粗体为盈利贡献较大的“一超八强”九家公司

图表 4. 华域汽车主要客户和生产研发基地布局

生产研发基地	下游配套客户
东北地区	一汽大众、一汽奥迪、一汽轿车、华晨汽车、华晨宝马
环渤海地区	北京奔驰、北京现代、北汽制造、一汽丰田、克莱斯勒、福田汽车
华东地区	上海通用、上海大众、上汽自主品牌、上海汇众、吉利汽车、江淮汽车、奇瑞汽车、悦达起亚
华中地区	长安汽车、长安福特、东风风神、东风本田、东风 PSA、长安铃木、比亚迪、昌河铃木
华南地区	上汽通用五菱、广汽本田、广汽丰田、广汽自主品牌、海马汽车

资料来源：公司资料，中银国际研究

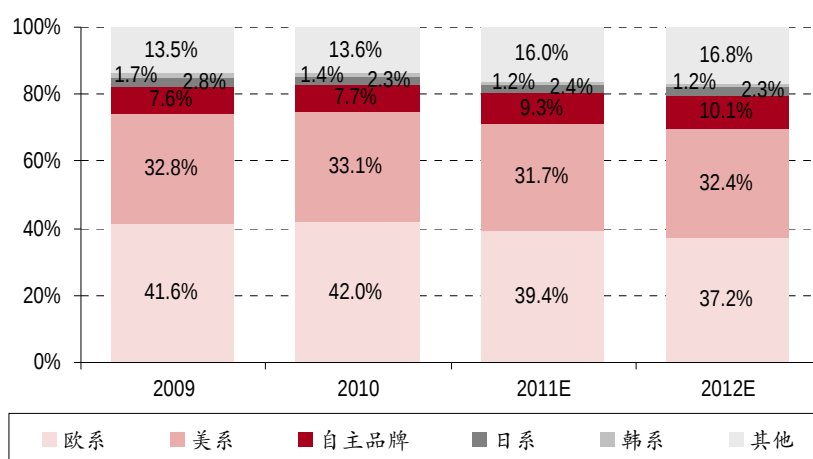
配套客户分析

客户比重

合并报表层面，欧美系整车企业是华域汽车的主要客户，两者合计业务比重超过 75%，其中上海通用和上海大众配套占比超过 60%。投资收益方面，我们估计大多数合联营企业客户比重与合并层面相似，除了小系车灯等日资企业供货日系比重相对较多。

根据中性化发展战略，公司将进一步拓展外部市场，尤其是自主品牌客户的开拓，预计未来集团外配套业务比重将呈现逐年上升趋势。公司规划到“十二五”末，外部市场配套业务比重将由目前 35% 提高到 50%。我们认为，上汽系配套业务在今后相当长时间内依然是华域汽车最稳定和重要的订单来源，集团市场地位的稳步提升保证了公司业绩的稳健；另一方面，外部市场的积极拓展及配套比重的提升将推动公司业绩以超越行业平均的增速发展。

图表 5. 合并层面各系别客户比重列示



资料来源：公司资料，中银国际研究

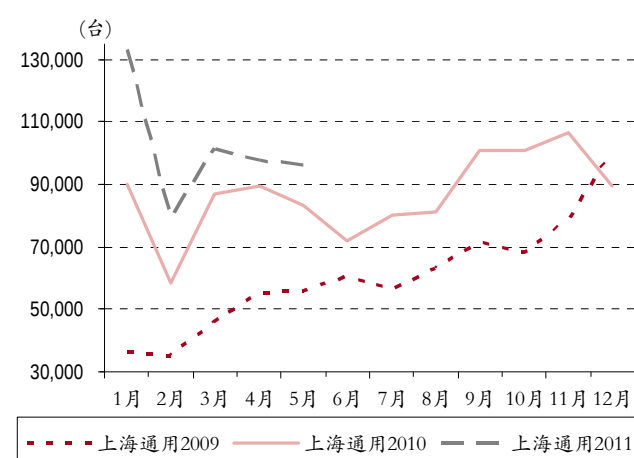
主要客户销量

今年乘用车市场呈现结构性分化，欧美系销量表现好于其他系别。截至 5 月，华域汽车主要下游配套客户上海通用、上海大众和一汽大众累计同比增速分别为 24.3%、32% 和 15.6%。我们预计上述三家主流欧美系 2011 年销量分别同比增长 21%、19%、15%。

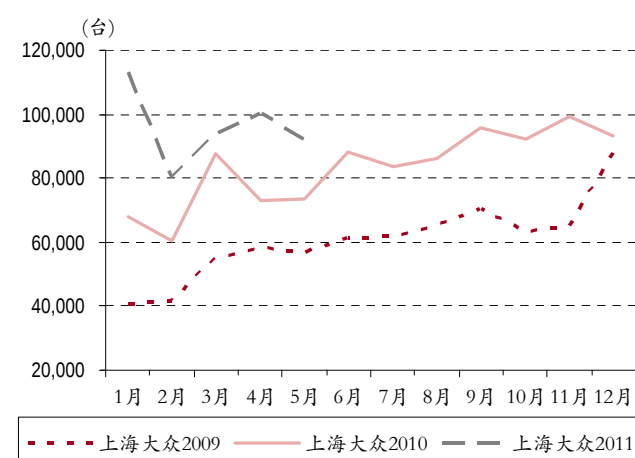
图表 6. 华域汽车主要下游配套客户销量及 2011 年增速预测

(台)	5 月销量	同比增速(%)	1-5 月销量	累计同比增 速 (%)	2011 年增速 预测 (%)
上海通用	96,188	15.5	507,600	24.3	21.0
上海大众	91,968	25.1	478,828	32.0	19.0
一汽大众	79,949	15.5	386,963	15.6	15.0
长福马	34,079	21.3	177,987	5.6	10.0
神龙汽车	30,211	1.3	163,257	8.8	12.0

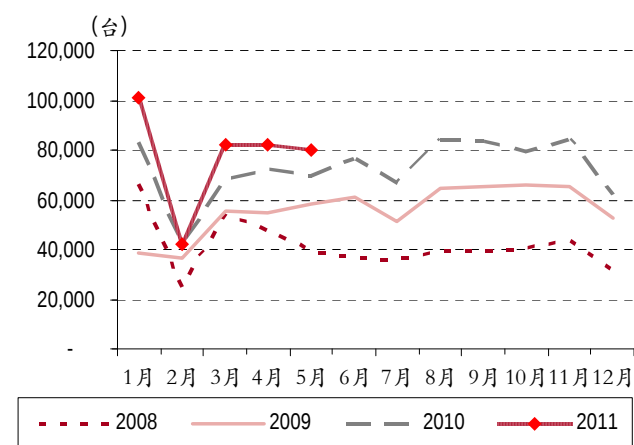
资料来源：产销快讯，中银国际研究预测

图表 7. 上海通用销量走势


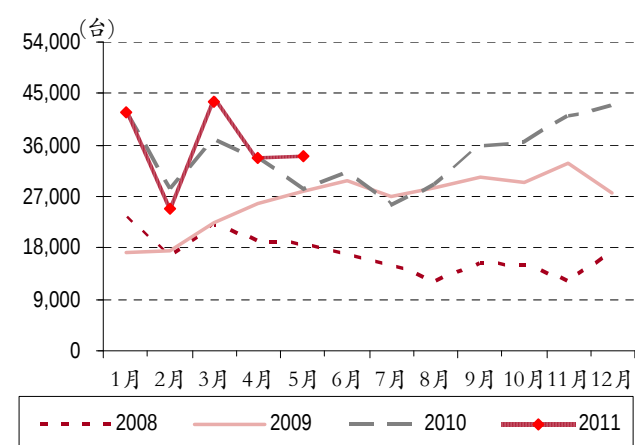
资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

图表 8. 上海大众销量走势


资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

图表 9. 一汽大众销量走势


资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

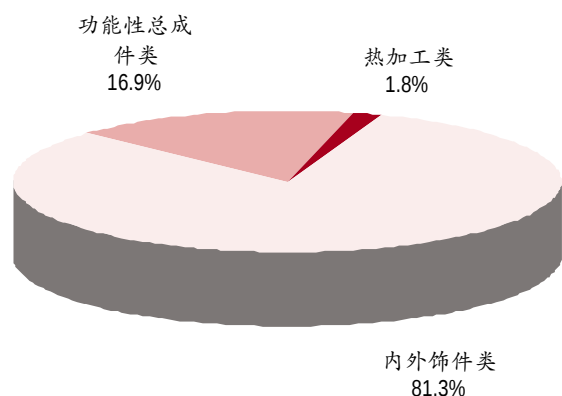
图表 10. 长福马销量走势


资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

控股子公司业务分析

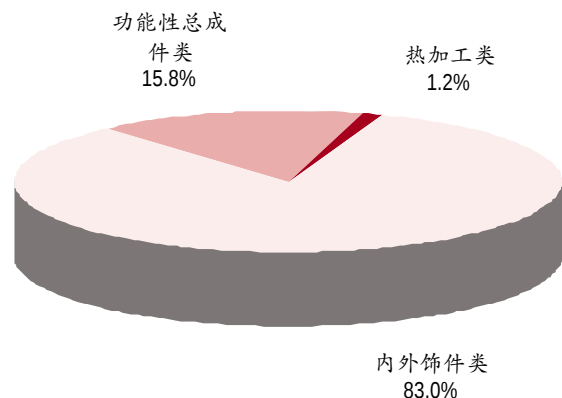
从合并范围看，2010 年内外饰件和功能性总成两大业务收入占比分别为 81.3%和 16.9%，热加工业务收入和盈利贡献相对较少。

图表 11. 华域汽车销售收入分板块列示（2010 年）



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 12. 华域汽车毛利润分板块列示（2010 年）



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 13. 华域汽车合并范围收入拆分

销售收入(百万元)		持股比例	2006	2007	2008*	2009	2010
内外饰件板块	延锋伟世通*	50%	5,119	7,092	7,786	19,382*	31,397
	上海拖内	100%	808	978	924	1,668	2,705
	赛科利模具	69.9%	799	1,066	1,045	1,355	2,001
	抵消及其他				(96)	(73)	(266)
	内外饰件小计				1,873	19,044	35,838
功能性总成板块	三电贝洱	38.5%	1,790	2,687	2,738	2,873	3,969
	制动系统*	51%	1,653	2,443	2,234	2,315	2,856*
	中弹公司	100%	127	554	603	855	1,240
	上实交通	70%	476	752	731	794	1,010
	联谊工贸	100%	238	403	429	474	666
热加工板块	抵消及其他				(131)	(20)	25
	功能性总成小计				4,371	4,976	7,445
	乾通附件	68.5%	484	522	609	630	780
	上海锻造*	100%	175	179	118	18	
	圣德曼铸造*	100%				490	608
合并范围收入合计					6,944	24,668	44,063

资料来源：公司数据，中银国际研究

注：1. 延锋伟世通于 09 年 4 月纳入合并范围，09 年并表收入约 160.9 亿元；

2. 制动系统于 10 年 11 月纳入合并范围，10 年并表收入约 5.4 亿元；

3. 上海锻造于 10 年 7 月被上海拖内吸收合并

4. 圣德曼于 11 年 1 月纳入合并范围

5. 2008 年各子公司销售数据为根据前 11 月销售收入年化推算得出。

内外饰件板块

主要指与整车内外部造型、直接使用功能、车身构造直接相关的总成级零部件，具体包括内外饰、座椅、安全系统、车身电子等产品。目前该板块合并延锋伟世通（51%）、上海拖内（100%）、赛科利模具（69.9%）三家公司，主要收入和利润来自于延锋伟世通。2010年延锋伟世通实现销售收入314亿元，同比增速达62%，权益净利贡献估算在8-9亿元左右，占归属母公司净利润比重超过30%。根据主要下游配套客户上海通用、上海大众、一汽大众、长福马等厂商全年销量预测，我们预计延锋2011年销售收入和盈利增速有望达到15%以上。

功能性总成件板块

主要包括传动系统、转向系统、制动系统、排气系统等具有相对独立功能特性的零部件总成。目前该板块合并收入主要来自于三电贝洱（38.5%）、制动系统（51%）、中弹公司（100%）和实业交通（70%）等。

热加工板块

主要是指采用金属铸造、锻造等专业加工工艺，为整车动力总成及底盘部件提供毛坯产品，具体产品包括发动机缸体、活塞、汽车锻件等，目前合并收入来自乾通附件（68.5%）和圣德曼铸造（100%）。

由于合并范围的变化（制动系统和圣德曼分别自去年11月和今年1月起纳入合并范围），我们预计功能性总成件和热加工板块2011年收入增速分别达到45%和96%左右，两板块占总销售收入比重也相应提高。

图表 14. 华域汽车各板块销售收入占比

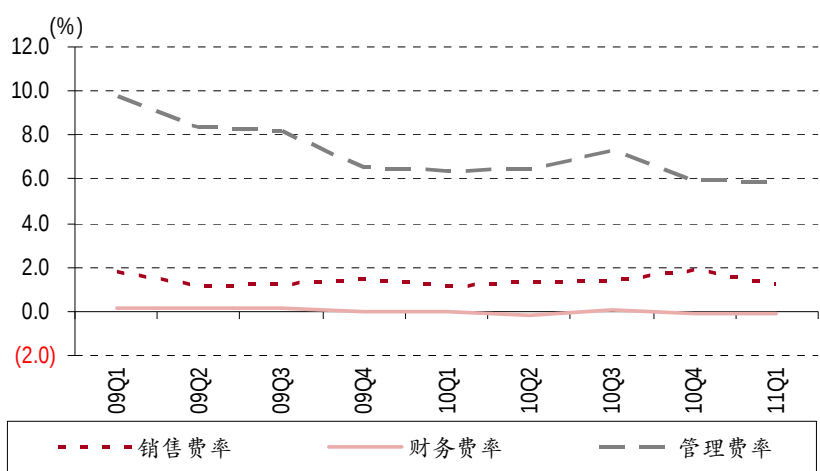
销售收入结构(%)	2008	2009	2010	2011E
内外饰件类	27.0	77.2	81.3	77.1
功能性总成件类	62.9	20.2	16.9	20.1
热加工类	10.1	2.6	1.8	2.8
合计	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

费用分析

自 09 年完成重组以来，公司加强成本管控和资源整合力度，管理费率呈稳步下降态势。09 年和 10 年管理费用率分别为 7.7% 和 6.5%，考虑到本部技术研发和海外客户中心筹备等费用，我们预计今年管理费用率与去年相仿；公司销售费率一直维持在 1-2% 左右的较低水平，波动较小，预计今年与去年基本持平。

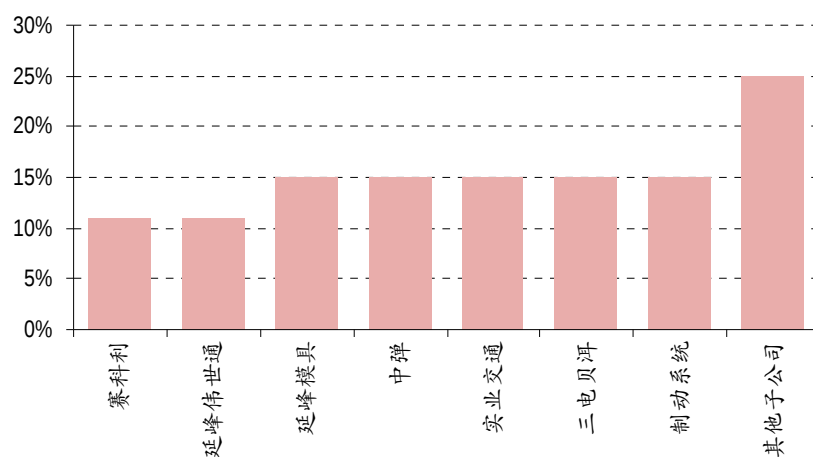
图表 15. 华域汽车三大费率分季度列示



资料来源：公司数据，中银国际研究

华域汽车直接投资的 11 家合并子公司中，有 5 家（延峰伟世通、中弹公司、实业交通、三电贝洱、制动系统）为高新技术企业，享受 15% 的所得税优惠税率；2 家（赛科利、延峰模具）享受两免三减半优惠政策，实际适用税率为 11%，其他合并子公司（上海拖内、联谊工贸、乾通附件等）适用 25% 的企业所得税率。

图表 16. 华域汽车合并子公司税率情况



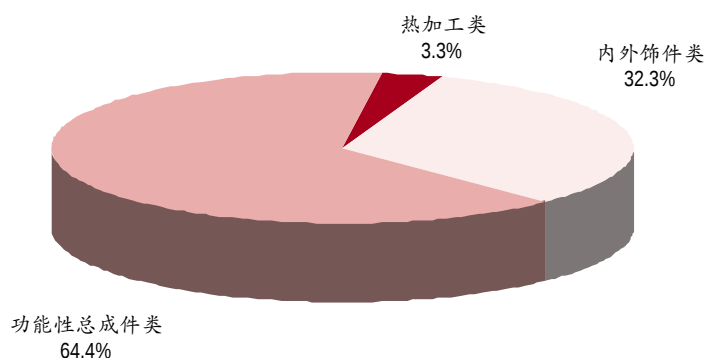
资料来源：公司数据，中银国际研究

2010 年合并层面公司实际税率 14.5%，其中盈利贡献最大的延峰伟世通、三电贝洱、制动系统和实业交通所得税率均在 15%，我们目前预计 2011 年实际税率与去年相近，在 15% 左右。

合营及联营企业分析

2010 年华域汽车实现投资收益 15.3 亿元，其中内外饰件、功能性总成件和热加工三大板块贡献额分别约为 4.9 亿元、9.9 亿元以及 0.5 亿元，所占比重分别为 32.3%、64.4%和 3.3%。其中，盈利贡献较大的合联营企业包括内外饰件板块的小系车灯（50%）和功能性总成板块的纳铁福传动轴（35%）、采埃孚转向机（49%）以及法雷奥电器（50%），粗略估算上述四家公司对投资收益的贡献比重超过 50%。

图表 17. 华域汽车投资收益拆分（2010 年）



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 18. 华域汽车主要合营及联营企业历年销售收入列示

销售收入（百万元）	股权比例	2006	2007	2008*	2009	2010
内外饰件板块	小系车灯	2,469	3,302	3,481	3,720	5,572
	博泽汽车部件				980	1,422
	天合安全系统	399	701	672	906	1,247
	中雅密封件	533	612	653	775	982
	恩坦华汽车门				308	356
功能性总成件板块	纳铁福传动轴	1,679	2,241	2,244	2,582	3,849
	采埃孚转向机	1,039	1,170	1,320	2,348	3,086
	法雷奥电器	970	1,253	1,364	1,720	2,385
	亚普汽车	766	1,083	1,056	1,629	2,477
	贝洱热系统				1,487	2,128
	KS 活塞	250	359	389	401	570
	法雷奥雨刮系统				313	422
	菲特尔莫古轴瓦	117	145	153	198	304
	菲特尔莫古复合材料		14	61	29	31
	皮尔博格	876	1,063	1,322	1,171	1,978
热加工板块	华东泰克西	462	573	694	571	516

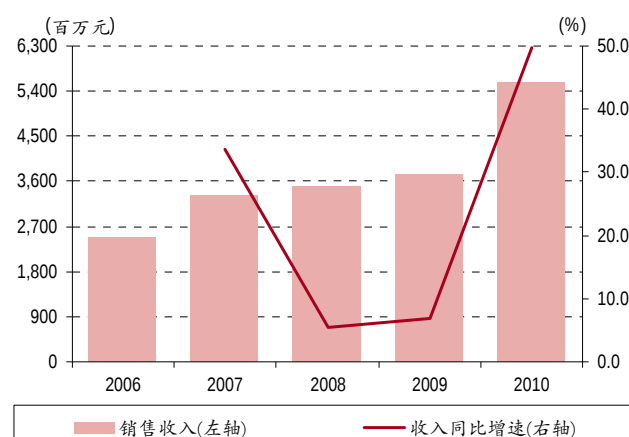
资料来源：公司数据，中银国际研究

注：*08 年数据为根据前 11 月收入年化推算得出。

小系车灯—是华域汽车旗下外向度较高的合资企业，在国内乘用车车灯总成市场占有率接近 50%。06-10 年销售收入年均复合增速 17.7%，净利率估计在 3.5-5% 上下。2010 年销售收入突破 55 亿元，同比增长 49.8%，估算权益净利在 1-1.5 亿元左右。

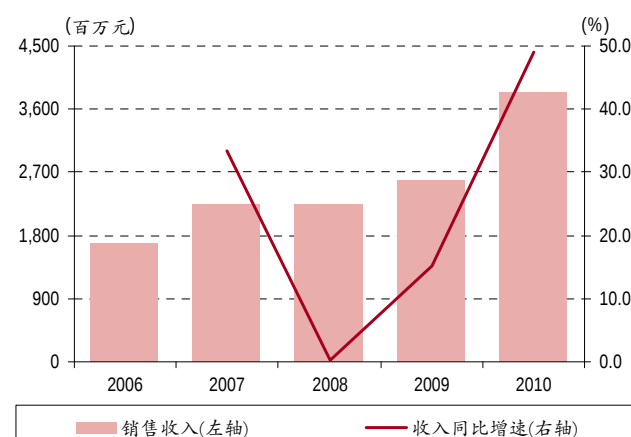
纳铁福传动轴—不仅是华域汽车旗下盈利能力最强的子公司（近年来净利率估计维持在 15-20% 较高水平），也是仅次于延峰伟世通的利润贡献来源。公司在国内传动轴市场占有率超过 50%，尤其是中高端乘用车配套领域具有绝对竞争优势。09 年销售收入增速低于行业平均，主要是受制于产能瓶颈。随着 10 年武汉基地的投产，收入重新恢复快速增长，2010 年同比增速达 49.1%，估算权益净利在 2-3 亿元左右。

图表 19. 小系车灯历年销售收入及同比增速



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 20. 纳铁福传动轴历年销售收入及同比增速

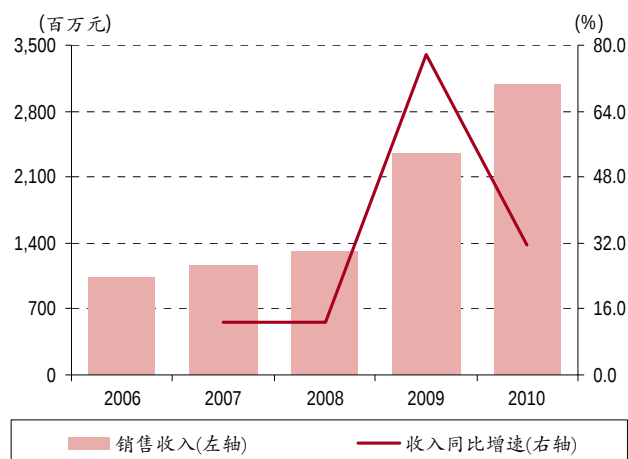


资料来源：公司数据，中银国际研究

采埃孚转向机—目前是国内规模最大、综合能力最强的转向系统专业生产商，主导产品转向机总成和转向助力器位居行业前列。06-10 年销售收入年均复合增速达 24.3%，净利率估计维持在 10-12% 左右。10 年采埃孚销售收入突破 30 亿元，同比增长 31.5%，估算权益净利在 1.5-1.8 亿元左右。

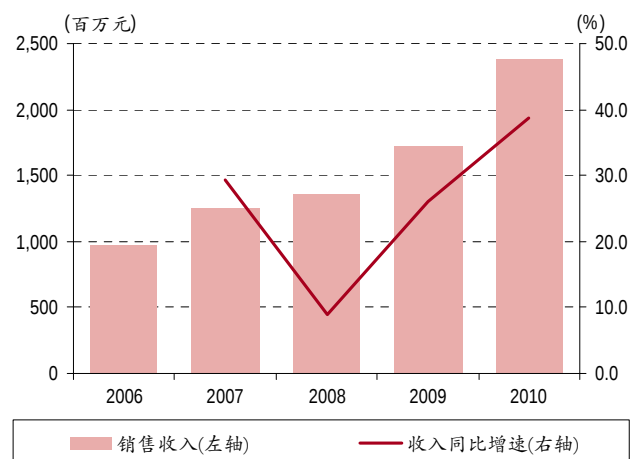
法雷奥电器—是目前国内规模最大、品种最齐全的专业汽车电机生产企业，两大主要产品发电机和起动机，在细分市场占有率均位居首位。近年来公司收入稳步提升，净利率估计稳定在 10-12% 左右。2010 年销售收入同比增长 38.6% 至 23.8 亿元，估算权益净利在 1.2-1.5 亿元。

图表 21. 采埃孚转向机历年销售收入及同比增速



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 22. 法雷奥电器历年销售收入及同比增速



资料来源：公司数据，中银国际研究

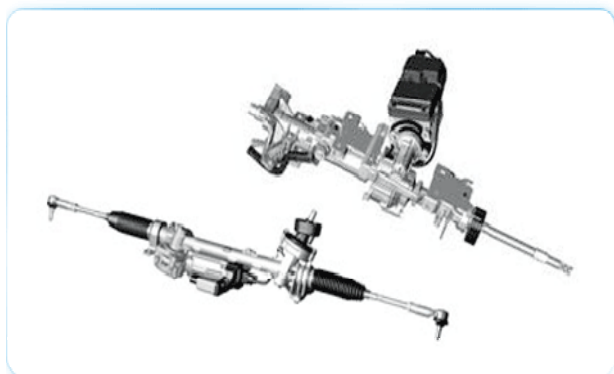
我们预计今年除法雷奥电器由于原材料铜价上涨等因素，业绩可能受到负面影响，其他几家主要合联营公司将随下游配套客户销量的增长，将可保持 10-20% 的盈利同比增速；综合来看，我们预计 2011 年投资收益有望同比增长 15% 左右。

新能源业务

我们认为公司在新能源汽车关键零部件领域的业务，主要包括驱动电机以及电动转向、电空调和电制动系统。在驱动电机领域，公司本部已与贵航科工集团按股比 60:40 投资设立合资公司华域电动，研发生产汽车和工程车辆及机械用的各类电机及电控系统，我们预计将于明年配套供货上汽荣威 550 插电式混合动力和纯电动汽车。在电动转向和电空调领域，分别由合资企业采埃孚转向机和三电贝洱承担相关产品的研发生产，目前部分产品已进入批量生产阶段。电子制动方面，我们认为公司可能也会采取与国际厂商合作的方式，控股子公司制动系统有望承担相关业务。

图表 23 采埃孚转向机研制的电动转向机

• 电动转向机



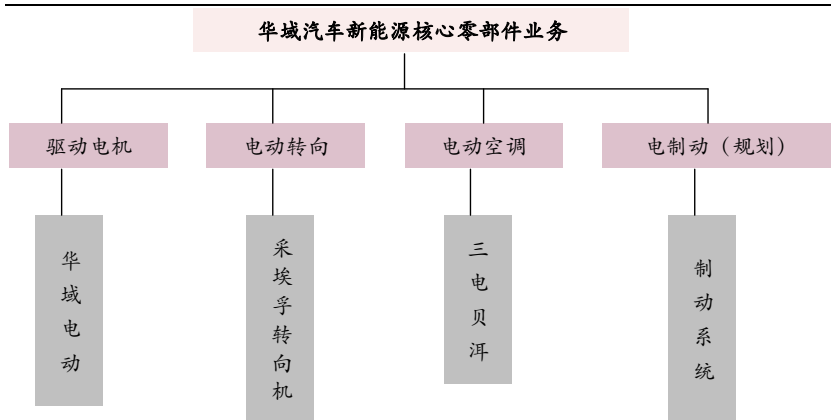
资料来源：公司网站，中银国际研究

图表 24 三电贝洱为新能源汽车配套的电动压缩机



资料来源：公司网站，中银国际研究

图表 25. 华域汽车新能源关键零部件布局



资料来源：公司资料，中银国际研究

我们认为，公司在新能源关键零部件领域的产业布局已初步完成，由于现有业务量较小，尚处于培育阶段，目前对公司盈利贡献微乎其微。但从中长期考虑，借助合资方贵航、采埃孚、三电贝洱等的技术研发实力，我们认为公司有望在驱动电机和新能源“三小电”（电转向、电空调、电制动）领域率先实现产业化。

估值

目前来看，A股汽车行业2011年市盈率为12.3倍，其中乘用车12倍，商用车12.7倍。我们认为，华域汽车作为乘用车零部件的优质上市公司，估值水平至少应不低于乘用车行业平均水平。综合考虑公司目前在中高端乘用车配套领域的龙头地位以及未来在新能源核心零部件产业的先发优势，我们建议给予公司2011年13倍市盈率，根据2011年每股收益1.18元的盈利预测，首次覆盖给予目标价15.34元和买入评级。

图表 26.国内主要汽车股 2011-2012 年估值水平

公司名称	评级	股价*	总市值	每股收益			每股收益增长		市盈率		市净率		净资产收益率	
				(人民币)			(%)		(倍)		(倍)		(%)	
A股上市公司		(人民币, 元)	(人民币, 百万)	2010	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
上海汽车	买入	19.14	176,900	1.49	1.80	2.30	20.8	27.8	10.6	8.3	2.1	1.8	20.2	21.4
江淮汽车	买入	11.38	14,666	0.90	1.15	1.50	27.8	30.4	9.9	7.6	2.1	1.6	21.0	21.3
一汽轿车	持有	15.13	24,624	1.14	0.90	0.98	(21.1)	8.9	16.8	15.4	2.4	2.0	14.2	13.3
长安汽车	持有	9.96	26,751	0.75	0.79	0.99	5.3	25.3	12.6	10.1	2.1	1.8	16.7	17.8
福田汽车	持有	9.46	19,957	0.78	0.80	0.90	2.6	12.5	11.8	10.5	1.0	0.8	8.5	7.9
江铃汽车	持有	27.62	23,842	1.98	2.40	2.93	21.2	22.0	11.5	9.4	3.1	2.4	26.6	25.8
宇通客车	买入	23.88	12,415	1.65	1.99	2.44	20.6	22.8	12.0	9.8	3.7	2.8	30.8	28.6
中国重汽	持有	19.51	8,183	1.60	1.32	1.61	(17.5)	22.0	14.8	12.1	2.0	1.7	13.4	13.8
潍柴动力-A	买入	47.13	78,523	4.07	4.27	4.79	4.9	12.2	11.0	9.8	3.1	2.3	27.7	23.8
福耀玻璃	持有	10.68	21,392	0.89	0.92	1.09	3.4	18.5	11.6	9.8	3.2	2.6	27.5	26.1
威孚高科	持有	37.31	21,165	2.36	2.47	3.51	4.7	42.1	15.1	10.6	3.9	3.0	25.8	28.2
一汽富维	未有评级	31.19	6,597	2.70	2.74	3.19	1.5	16.4	11.4	9.8	2.4	1.9	21.2	19.7
悦达投资	未有评级	15.79	11,196	1.02	1.46	1.79	43.9	22.2	10.8	8.8	3.0	2.2	27.6	24.8
A股平均							9.1	21.8	12.3	10.2	2.6	2.1	21.6	20.9
H股上市公司														
潍柴动力-H股	买入	47.80	79,639	4.07	4.27	4.79	4.9	12.2	9.3	8.3	2.6	2.0	27.7	23.8
东风汽车集团	买入	15.62	134,582	1.27	1.38	1.56	7.9	13.1	9.4	8.3	2.3	1.9	24.8	22.5
庆铃汽车	买入	2.47	6,131	0.12	0.14	0.15	15.6	8.5	14.5	13.4	0.7	0.7	4.8	5.2
H股平均							9.5	11.3	11.1	10.0	1.9	1.5	19.1	17.1

资料来源：公司数据，万得资讯，中银国际研究

*股价为7月6日收盘价

附录、重点零部件公司介绍

华域汽车作为一个投资控股型企业，通过直接或间接方式投资的企业合计高达 126 家，但公司主要盈利来自于纳入合并范围的延锋伟世通、上海托内、三电贝洱、制动系统、实业交通，以及计入投资收益部分的纳铁福传动轴、采埃孚转向机、小系车灯和法雷奥电器，粗略估算上述 9 家公司贡献盈利比重超过 80%。我们将这 9 家企业的基本情况列示如下。

图表 27. 华域汽车合并子公司经营情况列示

子公司	股权比例	主要产品	配套客户	10 年销售 收入同比 收入(百万)增速 (%)
内外饰件板延锋伟世通块	50%	仪表板、门板、仪表、保险杠、座椅、音响、注塑模等	上汽集团、一汽大众、长安福特、东风神龙、北京现代、东风日产、北京奔驰、华晨金杯、奇瑞、江淮汽车、长安铃木、长城汽车等	31,397 62.0%
上海拖内	100%	汽车冲压焊接总成，汽车金属加工，汽车排气系统、油嘴油泵等	上汽集团	2,705 62.2%
赛科利模具	69.91%	车身外覆盖件焊接总成、车身外覆盖件模具等	戴姆勒、福特、上海通用，上汽自主，以及日系、欧系的汽车企业	2,001 47.7%
功能性总成三电贝洱件板块	38.50%	汽车空调系统及汽车空调压缩机	上汽集团、一汽集团、东风 PSA、戴姆勒克莱斯勒、奇瑞汽车等	3,969 38.1%
制动系统	51%	液压制动总泵、真空助力器、制动钳及 ABS 系统	上海大众、上海通用、一汽大众、上汽通用五菱、马自达、北汽、长城汽车、长安汽车、BYD 汽车等	2,856 23.4%
中弹公司	100%	弹簧及弹性悬架装置	上海大众、一汽大众、上海通用、广州风神、广州本田等	1,240 45.0%
实业交通	70%	喇叭、调节器、继电器、闪光灯、电动刮水器、电动玻璃升降器等	上汽集团、一汽大众、东风汽车、奇瑞、长安汽车、沈阳金杯、金杯通用、长丰汽车、南京依维柯、江淮汽车等	1,010 27.1%
联谊工贸	100%	各类车用功能性塑料件及车用动力转向系统	上海大众、一汽大众、上海通用、奇瑞汽车、上汽通用五菱等	666 40.6%
热加工板块乾通附件	68.50%	发动机活塞、有色金属压铸件	上海大众、上海通用、一汽大众、长安福特、上汽通用五菱、上柴股份	780 23.9%
圣德曼铸造	100%	汽车铸造类零部件（制动壳体类、曲轴类、排气管类、支架类等）	上海大众、上海通用、博格华纳、霍尼韦尔等	608 24.1%

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 28. 华域汽车主要合联营公司经营情况列示

合联营企业	股权比例	主要产品	配套客户	10 年销售 收入同比 收入(百万) 增速(%)
内外饰件板小系车灯 块	50%	电子设备、照明	上海通用、上海大众、上汽股份、一汽 丰田、一汽大众、东风日产、东风乘用车、 长安福特、长安铃木、安徽奇瑞、 沈阳华晨、东风悦达、北京吉普、四川 丰田、广州汽车等主机厂	5,572 49.8%
博泽汽车部件	40%	轿车内门板系统	神龙汽车、上海通用、吉利、长安福特、 奇瑞、戴姆勒等	1,422 45.0%
天合安全系统	50%	安全带、安全气囊	上海大众、上海通用、上汽制造、长安 福特、一汽大众、北京奔驰、华晨宝马、 安徽奇瑞等	1,247 37.6%
申雅密封件	47.5%	汽车密封件	上海大众、上海通用、长安福特、本田、 丰田等	982 26.8%
恩坦华汽车门	40%	汽车门锁系统	上海大众、上海通用、上海汽车、华晨 金杯、奇瑞汽车、湖南长丰等套	356 15.8%
功能性总成纳铁福传动轴 件板块	35%	十字万向节、等速传动轴、 偏心轴、十字万向节传动 轴等	上海大众、上海通用、长安福特、美国 通用、东风本田、东风日产、一汽轿车、 一汽大众、海南马自达、南亚汽车、四 川丰田、郑州日产等	3,849 49.1%
采埃孚转向机	49%	液压助力转向机、转向管 柱，以及转向阀组、齿条 等转向系统相关产品、电 动转向(EPS)	上海大众、上海通用、通用五菱、上汽 乘用车、一汽大众、华晨宝马、长安福 特马自达、神龙汽车、长城汽车、江铃 汽车、海马汽车、东南汽车等	3,086 31.5%
法雷奥电器	50%	轿车、轻卡及柴油机配套 用电动机和起动机	上海大众、上海通用、一汽大众、北京 现代、一汽轿车、神龙汽车、长城汽车、 长安福特、比亚迪、奇瑞汽车、江淮汽 车等乘用车主机厂，以及上柴、潍柴、 康明斯等柴油机及工程机械生产厂家	2,385 38.6%
亚普汽车	34%	汽车塑料油箱	大众、奥迪、通用、福特、雪铁龙/标致、 克莱斯勒、铃木	2,477 52.1%
贝洱热系统	50%	引擎降温系统、空调	上海大众、上海通用、上汽汽车、一汽 大众、华晨宝马、北汽戴姆勒·克雷斯 勒、东南汽车、长安福特马自达、福建 戴姆勒、华晨金杯、安徽江淮	2,128 43.1%
KS 活塞	50%	活塞组建	上海大众，一汽大众，上海通用，天津 丰田，长安福特，东风康明斯	570 41.9%
法雷奥雨刮系统	45%	雨刮系统和各类汽车执行 电机	上海通用、上海大众、一汽大众、长福 马等	422 34.9%
菲特尔莫古轴瓦	40%	轴瓦、衬套、止推片	上海大众、上海通用、上柴股份、上海 拖内、玉柴股份和大柴、朝柴、柳发、 上汽股份汽车齿轮总厂、无锡华源凯马 机械有限公司	304 53.4%
热加工板块皮尔博格	50%	有色铸造部件	上海大众、上海通用、上海汽车、上汽 通用五菱、一汽大众、神龙公司、德国 大众、Volvo	1,978 68.9%
华东泰克西	25%	缸体铸铁件	上海通用、上海大众、北京现代、南京 依维柯、南京菲亚特、奇瑞、江淮	516 -9.6%

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

延锋伟世通

延锋伟世通汽车饰件系统有限公司由华域汽车（50%）和美国伟世通国际控股（50%）共同投资建立。公司成立于 1994 年，目前业务领域覆盖汽车内饰系统、外饰系统、座椅系统、电子系统和安全系统等，在全球设立了 70 余个生产基地和供货点，为国内外 30 多家著名整车制造商提供零距离的即时化供货与服务。公司客户几乎覆盖国内主要汽车整车制造商，并且进入众多跨国汽车企业的全球采购体系，产品出口至北美、欧洲、澳洲和东南亚等 14 个国家和地区。

近年来延锋通过内涵增长和外延扩张两种方式，资产和收入规模显著扩大，06-10 年销售收入分别为 51.2、70.9、77.9、193.8 和 314 亿元，年均复合增速达 47.3%。延锋于 09 年 4 月纳入合并范围，目前是华域汽车收入和盈利的最大贡献来源，收入比重超过 70%，盈利贡献度在 30% 以上。我们预计，随着业务不断拓展和市场地位的提升，延锋伟世通的收入和盈利将保持高于行业平均水平的速度增长。

上海拖内

上海拖拉机内燃机有限公司前身上海拖拉机厂，现为华域汽车全资子公司，主要生产汽车冲压焊接总成、汽车金属加工、汽车排气系统、拖拉机、内燃机、油嘴油泵、齿轮、曲轴等产品。目前拖内旗下包括合资企业上海纽荷兰农业机械（40%）、上海天纳克排气系统（45%）、上海捷众汽车冲压件（60%），以及两家全资子公司沈阳捷众和山东捷众。

近年来，上海拖内汽车冲压、焊接业务不断增长，目前拥有上海五角场、上海安亭、辽宁沈阳和山东烟台四大生产基地，并已成为全国一流的车身内骨架件总成配套供应商。主要配套车型包括上海通用的凯迪拉克、林荫大道，新君越、新君威、科鲁兹、英朗、凯越、新赛欧等；上海大众的新领驭、昊锐、朗逸、明锐、波罗等；上海汽车的荣威 750、荣威 550 等。

公司于去年 7 月吸收合并原华域汽车旗下全资子公司锻造公司。2010 年拖内实现销售收入 27.1 亿元，同比大幅增长 62.2%，估算净利润大约在 1.5-1.8 亿元左右。

制动系统

上汽制动系统（SABS）成立于1995年，由华域汽车（51%）和德国大陆集团（49%）合资设立，是目前国内汽车制动系统的领先企业，生产的产品液压制动总泵、真空助力器、制动钳及ABS系统在国内细分市场占有率位居第一。公司主要客户包括上海大众、上海通用、一汽大众、上汽通用五菱、马自达、北汽、长城汽车、长安汽车、BYD汽车等，同时还为日本、马来西亚和印度等地用户提供产品和服务。

华域汽车于去年11月份对制动系统增资1%将其纳入合并范围。2010年制动系统实现销售收入28.6亿，同比增长23.4%，权益净利估算在1.5亿元左右。

上实交通

上海实业交通电器有限公司前身为1951年创建的上海交通电器厂，目前旗下包括法雷奥汽车雨刮系统（雨刮系统和汽车执行电机）、博泽汽车部件（轿车内门板系统）、恩坦华汽车门系统（门锁执行器、中央集控门锁、机电一体化门锁系统）、李尔实业交通汽车部件（汽车线束、电器开关和电子产品等）、阿文美驰汽车部件（汽车天窗系统）等6家合资企业。

目前公司已形成汽车电器、汽车电机、汽车电子电器“三足鼎立”的产品格局，并为上海大众、上海通用、上汽五菱、一汽集团、一汽大众、东风汽车、奇瑞、长安汽车、沈阳金杯、金杯通用、长丰汽车、南京依维柯、江西五十铃等国内著名汽车公司提供配套，并远销北美、欧洲、日本、东南亚等三十多个国家和地区。2010年上实交通销售收入突破10亿元，同比增长27.1%，权益净利贡献估算大约在1.5亿元左右。

三电贝洱

上海三电贝洱汽车空调有限公司是由华域汽车（38.5%）、日本三电株式会社（35%）、德国贝洱有限公司（17.5%）和上海龙华工业有限公司（9%）共同组建而成，是国内最大生产汽车空调系统及汽车空调压缩机等系列产品的专业定点企业。目前公司已与国内整车企业形成了同步开发、模块集成的合作关系，主要配套上汽集团、一汽集团、东风 PSA 集团、北京戴姆勒克莱斯勒、奇瑞汽车等各类车型，产品国内市场占有率约为 50%，同时出口 32 个国家和地区。

除传统定排量、变排量压缩机技术外，公司还积极开展前沿技术领域的研发项目。比如，由三电贝洱研制的 CO2 汽车空调系统及压缩机为国内首创，弥补了我国在二氧化碳压缩机技术领域的空白；此外公司还成功开发出配套新能源汽车的电动压缩机，这也是国际著名企业竞相研发的电动汽车空调系统核心零部件。

2010 年三电贝洱实现销售收入 39.7 亿元，同比增长 38.1%；估算权益净利贡献超过 1 亿元左右。预计未来，凭借领先的技术研发能力和市场影响力，公司在传统空调压缩机领域的市场地位将进一步巩固，而新能源相关零部件的投产将给公司带来新的业绩增长点。

纳铁福传动轴

上海纳铁福传动轴（SDS）成立于 1988 年，是我国最早成立的汽车零部件制造业的中外合资企业之一，主要投资方包括以生产汽车传动轴及航空零部件闻名的 GKN 集团（50%）和华域汽车（35%）。SDS 主要生产十字万向节、等速传动轴、偏心轴、十字万向节传动轴等，目前具备年产 600 万支等速驱动轴的生产能力，在传动轴市场占有率接近 50%，尤其是在高端乘用车领域具有绝对竞争力。

纳铁福传动轴不仅是华域汽车旗下盈利能力最强的子公司，也是仅次于延峰伟世通的利润贡献来源。近年来公司净利率一直维持在 15% 以上的较高水平。2010 年纳铁福实现销售收入 38.5 亿元，同比增长 49.1%，权益净利估算在 2-3 亿元左右。

采埃孚转向机

上海采埃孚转向机有限公司由华域汽车（49%）和德国采埃孚（ZF）传动系统（51%）于1994年共同投资设立。自1996年开始批量生产以来，公司产量以平均每年近25%的速度递增，目前是国内规模最大、综合能力最强的转向系统专业生产商。公司主导产品为液压助力转向机、转向管柱，以及转向阀组、齿条等转向系统相关产品，并且已经开始实施具有技术领先水平的电动转向机项目。主要客户包括上海大众、上海通用、通用五菱、上汽乘用车、一汽大众、华晨宝马、长安福特马自达、神龙汽车、长城汽车、江铃汽车、海马汽车、东南汽车等，部分产品远销欧洲、印度、马来西亚等地。

2010年采埃孚实现销售收入30.9亿元，同比增长31.5%；权益净利贡献估算在1.5-1.8亿元左右，净利率在10-12%左右。

小糸车灯

小糸车灯创建于1989年，由华域汽车（50%）、株式会社小糸制作所（45%）和丰田通商株式会社（5%）共同投资设立。公司专业生产销售各种汽车电子照明灯具，共3,000多个品种。主要客户包括上海通用、上海大众、上汽股份、一汽丰田、一汽大众、东风日产、长安福特、长安铃木、安徽奇瑞等国内主要主机厂。其产品在国内乘用车车灯细分市场占绝对领先地位，市场份额接近50%。此外，公司积极开拓国际市场，目前已有40多种产品出口北美、欧洲、日本等国家和地区。2010年小糸车灯实现销售收入55.7亿元，同比增长49.8%；权益净利估算在1-1.5亿元左右。

法雷奥电器

上海法雷奥电器系统成立于 1995 年，由华域汽车（50%）和法雷奥国际控股（50%）共同组建而成，是目前国内规模最大、品种最齐全的专业汽车电机生产企业。公司的两大主要产品——为轿车、轻卡和柴油机配套生产的发电机和起动机，在细分市场占有率均位居首位。配套客户包括上海大众、上海通用、一汽大众、北京现代、上汽自主品牌、一汽轿车、神龙汽车、长城汽车、长安福特、比亚迪、奇瑞汽车、江淮汽车、马自达等乘用车主机厂，以及上柴、潍柴、康明斯等多家柴油机及工程机械、拖拉机生产厂家。

2010 年法雷奥电器实现销售收入 23.8 亿元，同比增长 38.6%，权益净利估算在 1.2-1.5 亿元左右。我们预计今年法雷奥业绩可能会受到主要原材料铜价上涨的负面影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	24,668	44,063	53,498	63,626	75,701
销售成本	(20,750)	(37,176)	(45,081)	(53,607)	(63,771)
经营费用	(1,695)	(2,610)	(3,114)	(3,706)	(4,474)
息税折旧前利润	2,223	4,277	5,303	6,313	7,455
折旧及摊销	(597)	(923)	(1,032)	(1,193)	(1,355)
经营利润(息税前利润)	1,626	3,355	4,271	5,119	6,101
净利息收入/(费用)	(29)	25	67	130	210
其他收益/(损失)	1,120	1,602	1,836	2,196	2,627
税前利润	2,717	4,982	6,174	7,445	8,938
所得税	(172)	(497)	(657)	(793)	(953)
少数股东权益	(1,014)	(1,972)	(2,470)	(2,978)	(3,575)
净利润	1,531	2,513	3,048	3,674	4,410
核心净利润	1,533	2,517	3,052	3,678	4,414
每股收益(人民币)	0.593	0.973	1.18	1.422	1.707
每股收益(人民币)	0.593	0.975	1.182	1.424	1.709
每股股息(人民币)	0.303	0.22	0.295	0.356	0.427
收入增长(%)	255	79	21	19	19
息税前利润增长(%)	386	106	27	20	19
息税折旧前利润增长(%)	252	92	24	19	18
每股收益增长(%)	53	64	21	21	20
核心每股收益增长(%)	52	64	21	21	20

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	2,717	4,982	6,174	7,445	8,938
折旧与摊销	597	923	1,032	1,193	1,355
净利息费用	29	(25)	(67)	(130)	(210)
运营资本变动	1,622	1,784	1,112	760	838
税金	(172)	(497)	(657)	(793)	(953)
其他经营现金流	(1,376)	(2,672)	(2,685)	(2,991)	(3,582)
经营活动产生的现金流	3,416	4,494	4,909	5,485	6,386
购买固定资产净值	(843)	(1,399)	(1,814)	(1,814)	(1,814)
投资减少/增加	950	(106)	1,296	1,656	2,087
其他投资现金流	968	1,210	0	0	0
投资活动产生的现金流	1,074	(295)	(518)	(159)	273
净增权益	10	17	0	0	0
净增债务	(209)	(31)	20	0	0
支付股息	0	(783)	(568)	(762)	(918)
其他融资现金流	1,561	(367)	(40)	130	210
融资活动产生的现金流	1,361	(1,164)	(588)	(632)	(708)
现金变动	5,852	3,035	3,803	4,695	5,950
期初现金	1,206	6,895	9,930	13,733	18,428
公司自由现金流	4,491	4,200	4,391	5,326	6,658
权益自由现金流	4,253	4,193	4,479	5,456	6,868

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	7,058	9,930	13,733	18,428	24,378
应收帐款	4,469	6,700	8,148	9,691	11,530
库存	2,238	3,470	4,373	5,223	6,238
其他流动资产	2,722	3,086	2,768	2,769	2,768
流动资产总计	16,487	23,186	29,023	36,110	44,914
固定资产	3,904	4,598	4,663	4,657	4,579
无形资产	2,642	3,430	4,147	4,774	5,311
其他长期资产	4,495	4,655	5,155	5,655	6,155
长期资产总计	11,041	12,683	13,965	15,086	16,045
总资产	27,528	35,868	42,988	51,196	60,959
应付帐款	9,504	13,220	15,510	17,828	20,524
短期债务	956	1,080	1,000	1,000	1,000
其他流动负债	896	1,048	1,015	1,015	1,015
流动负债总计	11,356	15,348	17,525	19,844	22,540
长期借款	106	56	156	156	156
其他长期负债	763	1,107	1,000	1,000	1,000
股本	2,583	2,583	2,583	2,583	2,583
储备	9,822	11,927	14,406	17,318	20,810
股东权益	12,405	14,510	16,990	19,901	23,393
少数股东权益	2,897	4,847	7,317	10,295	13,870
总负债及权益	27,528	35,868	42,988	51,196	60,959
每股帐面价值(人民币)	4.8	5.62	6.58	7.70	9.06
每股有形资产(人民币)	3.78	4.29	4.97	5.86	7
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.32)	(3.40)	(4.87)	(6.69)	(8.99)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9	9.7	9.9	9.9	9.8
息税前利润率(%)	6.6	7.6	8	8	8.1
税前利润率(%)	11	11.3	11.5	11.7	11.8
净利率(%)	6.2	5.7	5.7	5.8	5.8
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.5	1.7	1.8	2
利息覆盖率(倍)	56.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.3	1.4	1.6	1.7
估值					
市盈率(倍)	19.8	12.1	10	8.3	6.9
核心业务市盈率	19.8	12	9.9	8.2	6.9
目标价对应核心业务	25.9	15.7	13	10.8	9
市盈率					
市净率(倍)	2.4	2.1	1.8	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	8.9	6.7	6.2	5.5	4.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.2	6.2	4.7	3.7	2.8
周转率					
存货周转天数	29.4	28	31.7	32.7	27.6
应收帐款周转天数	39.9	46.3	50.7	51.2	51.2
应付帐款周转天数	83.8	94.1	98	95.6	92.5
回报率					
股息支付率(%)	51.1	22.6	25	25	25
净资产收益率(%)	15.5	18.7	19.4	19.9	20.4
资产收益率(%)	7.9	9.5	9.7	9.7	9.7
已运用资本收益率(%)	13	18.2	18.6	18	17.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关公司

上海汽车 (600104.SS/人民币 19.14, 买入)
江淮汽车 (600418.SS/人民币 11.38, 买入)
一汽轿车 (000800.SZ/人民币 15.13, 持有)
长安汽车 (000625.SZ/人民币 9.96; 200625.SZ/港币 5.94, 持有)
福田汽车 (600166.SS/人民币 9.46, 持有)
江铃汽车 (000550.SZ/人民币 27.62; 200550.SZ/港币 20.80, 持有)
宇通客车 (600066.SS/人民币 23.88, 买入)
中国重汽 (000951.SZ/人民币 19.51, 持有)
潍柴动力 (000338.SZ/人民币 47.13; 2338.HK/港币 47.80, 买入)
福耀玻璃 (600660.SS/人民币 10.68, 持有)
威孚高科 (000581.SZ/人民币 37.31; 200581.SZ/港币 24.25, 持有)
一汽富维 (600742.SS/人民币 31.19, 未有评级)
悦达投资 (600805.SS/人民币 15.79, 未有评级)
东风集团股份 (0489.HK/港币 15.62, 买入)
庆铃汽车 (1122.HK/港币 2.47, 买入)

以2011年7月6日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371