

# 公司报告

招商證券(香港)有限公司  
證券研究部

焦一丁, CFA FRM 赵安博  
+86 755 8290 8475 +86 755 8385 2939  
jiaoyd@cmschina.com.cn zhaob@cmschina.com.cn

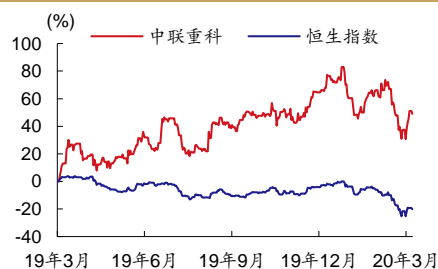
## 最新变动

下调2020年盈利预测, 上调2021年盈利预测

## 买入

前次评级	买入
股价	5.6港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	8.2港元 (+45.9%)
前次目标价	8.2港元

## 股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
1157 HK	(14.1)	9.2	49.1
恒生指数	(11.9)	(11.2)	(20.2)

行业: 机械设备	
恒生指数	23,603
国企指数	9,595

重要数据	
52周股价区间(港元)	4.07-7.16
港股市值(百万港元)	44,405
日均成交量(百万股)	12.98
每股净资产(港元)	5.17

主要股东	
湖南省人民政府	15.98%
总股数(百万股)	7,541
自由流通股	84.02%

资料来源: 彭博

## 相关报告

1. 中联重科 (1157 HK) - 短期影响有限, 聚焦长期发展 (2020/2/18)
2. 中联重科 (1157 HK) - 渠道调研维持乐观判断, 上调公司核心盈利预测 (2020/1/21)
3. 中联重科 (1157 HK) - 业绩预告净利润大幅增长, 行数据维持乐观 (2019/10/15)
4. 中联重科 (1157 HK) - 核心业务强势增长, 经营质量稳步提升 (2019/9/2)

## 中联重科 (1157 HK)

### 2019年业绩大幅增长, 疫情对收入影响正逐渐消退

- 公司业绩符合盈喜, 净利润同比增长 116%, 主要经营指标均向好
- 公司预计全年国内业务将保持正增长, 为应对疫情影响不派息
- 我们认为疫情影响将使公司短期承压, 但受益于国内逆周期调节政策, 二季度经营指标将明显好转, 维持买入评级

### 2019年业绩快速增长, 主要经营指标均有改善

公司 2019 年收入增长 50.9%, 其中混凝土机械、起重机械收入分别同比增长 36.8%和 77.6%。毛利率方面, 混凝土机械和起重机械分别同比提升 3.4 和 3.7 个百分点。混凝土机械毛利增长的主要原因是长臂架泵车销售占比提升; 起重机械毛利率提升主要由于公司在市场有绝对龙头地位的建筑工程起重机的销售和毛利率均有大幅提升。公司净利润同比增长 116%至 43.7 亿元人民币, 符合盈喜预告, 净利润快速增长得益于毛利率和规模效应提升。公司经营性现金流净流入为 62 亿元人民币, 同比提升 26.5%。公司预计 2020 年收入和经营性现金流将不低于 2019 年水平。

### 国内业务企稳, 短期现金流紧张

就疫情影响而言, 公司披露 2 月份受影响明显, 3 月份以来明显回暖。其中混凝土设备和建筑起重机年初至今的销售均超去年同期水平, 工程起重机销售约有 10%的下降。公司预计一季度整体销售将不低于去年同期。海外方面: 1) 销售端: 公司 2019 年海外收入占比约为 8%, 目前海外销售受影响明显, 但总量有限; 2) 供应链: 主要的瓶颈是液压件和车桥, 目前库存可以支持正常生产至 7 月, 国产配件亦可以完全替代, 仅部分参数略差。公司公告由于疫情影响, 2019 年度不派息, 主要理由为: 1) 公司给与下游行业一定程度的信用宽限; 2) 上游产能释放不确定, 若缺货上游企业可能要求增加预付款; 3) 公司投产智慧产业园, 虽然可以获得政府补贴, 但由于回款节点差异可能需要公司垫付资金; 4) 提升应对潜在风险的能力。我们认为: 1) 行业未出现大幅信用销售放松的迹象; 2) 公司应收账款未出现与收入规模不匹配的增长。公司一季度现金流表现预计明显下滑, 但预计在二季度出现好转。

### 国内逆周期刺激政策持续发力, 维持公司买入评级

公司虽然面对海外销售和现金流的压力, 但我们认为两者均为疫情带来的短期影响。国内逆周期政策持续发力, 我们对国内工程机械需求增长保持信心。我们微调 2020/21 年收入预测, 下调 2020 年核心净利润预测 3.6%, 上调 2021 年核心净利润预测 1.7%, 以反映疫情影响和后续的反弹。我们维持公司 8.2 港元的目标价, 对应 12 倍 2020 年预测市盈率, 维持公司买入评级。

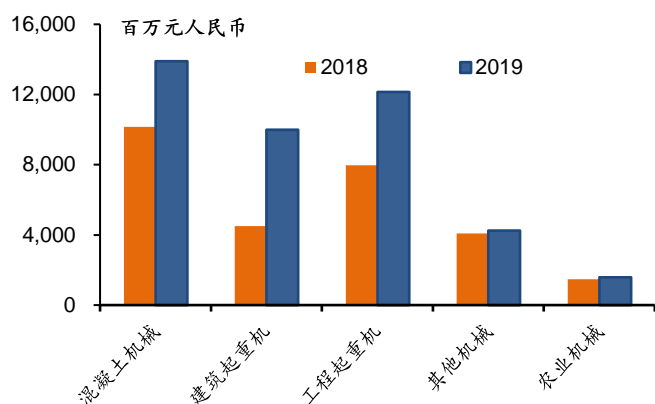
## 盈利预测及估值

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	28,697	43,307	51,665	57,550	62,729
同比增长	39.2%	50.9%	19.3%	11.4%	9.0%
净利润	2,031	4,381	4,714	6,155	7,006
调整后净利润	2,031	4,381	5,344	6,452	7,124
同比增长	51.3%	115.7%	7.6%	30.6%	13.8%
调整后每股盈利(元)	0.26	0.58	0.71	0.85	0.94
调整后市盈率(x)	19.5	8.9	7.3	6.0	5.5
市净率(x)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
ROE	5.3%	11.3%	10.8%	12.7%	13.1%

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测, 基于2020年3月31日收盘价

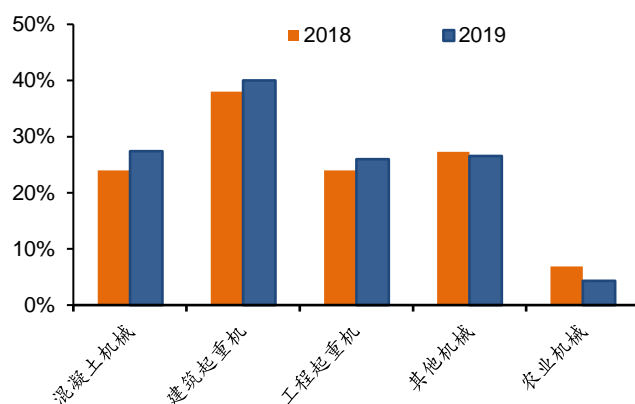
重点图表

图1: 公司主要板块收入对比



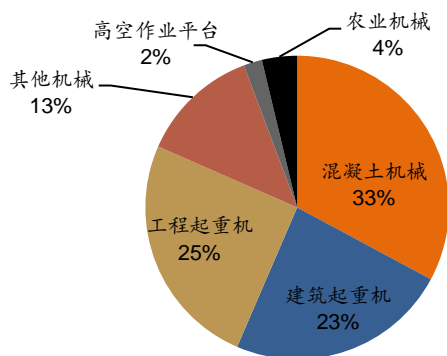
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 公司主要板块毛利率对比



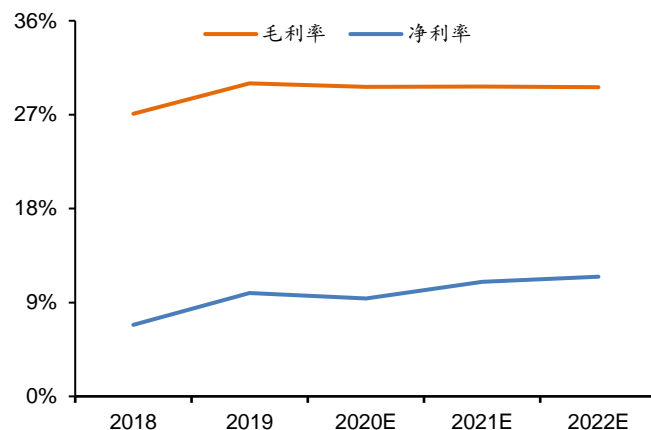
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 2020年公司主要产品收入占比预测



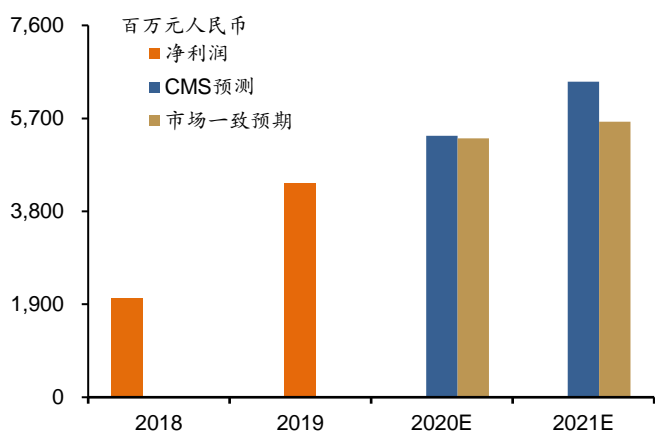
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图4: 公司毛利率与净利率对比



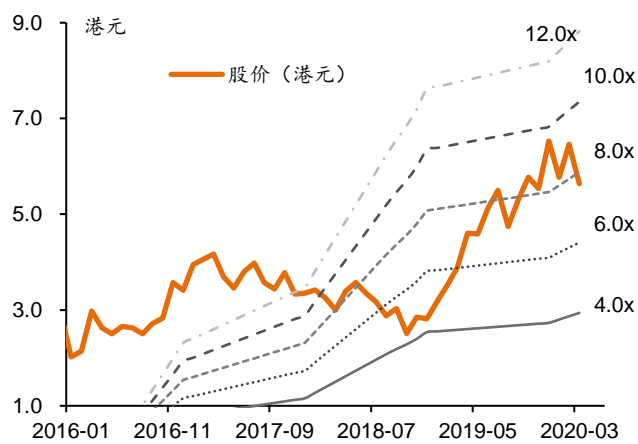
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图5: 净利润预测及市场预期



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图6: 前瞻市盈率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图 7: 产品收入及毛利率预测调整

百万元人民币 收入	更新假设			原始假设			变动		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
混凝土机械	16,682	18,351	20,186	17,687	19,456	n.a.	(5.7%)	(5.7%)	n.a.
建筑起重机	12,000	12,600	13,230	12,000	12,600	n.a.	0.0%	0.0%	n.a.
工程起重机	12,754	13,392	14,062	12,137	12,744	n.a.	5.1%	5.1%	n.a.
其他机械	4,454	4,454	4,454	4,505	4,505	n.a.	(1.1%)	(1.1%)	n.a.
高空作业平台	1,000	1,500	2,000	600	800	n.a.	66.7%	87.5%	n.a.
挖掘机	2,000	4,000	5,000	2,000	4,000	n.a.	0.0%	0.0%	n.a.
金融服务	874	974	1,062	497	497	n.a.	75.9%	96.0%	n.a.
农业机械	1,900	2,280	2,735	1,772	2,127	n.a.	7.2%	7.2%	n.a.
<b>合计</b>	<b>51,665</b>	<b>57,550</b>	<b>62,729</b>	<b>51,199</b>	<b>56,729</b>	<b>n.a.</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.4%</b>	<b>n.a.</b>
<b>毛利率</b>									
混凝土机械	26.4%	26.4%	26.4%	26.5%	26.5%	n.a.	(0.1ppt)	(0.1ppt)	n.a.
建筑起重机	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%	n.a.	0.0ppt	0.0ppt	n.a.
工程起重机	26.0%	26.0%	26.0%	24.0%	24.0%	n.a.	2.0ppt	2.0ppt	n.a.
其他机械	26.1%	25.6%	25.1%	24.5%	24.0%	n.a.	1.6ppt	1.6ppt	n.a.
高空作业平台	22.0%	26.0%	30.0%	20.0%	24.0%	n.a.	2.0ppt	2.0ppt	n.a.
挖掘机	10.0%	20.0%	20.0%	15.0%	20.0%	n.a.	(5.0ppt)	0.0ppt	n.a.
金融服务	99.3%	99.3%	99.3%	99.3%	99.3%	n.a.	0.0ppt	0.0ppt	n.a.
农业机械	6.0%	8.0%	10.0%	6.9%	6.9%	n.a.	(0.9ppt)	1.1ppt	n.a.
<b>合计</b>	<b>29.7%</b>	<b>29.7%</b>	<b>29.6%</b>	<b>28.9%</b>	<b>28.6%</b>	<b>n.a.</b>	<b>0.8ppt</b>	<b>1.1ppt</b>	<b>n.a.</b>

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

公司其他收入净额增加和财务费用净额增加主要是由于公司一部分理财收入计入投资收入, 公司实际财务费用呈下降趋势。核心净利润与归母净利润差异来自于股权激励费用的调整。

图 8: 盈利预测调整

百万元人民币	更新假设			原始假设			变动		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
<b>营业额</b>	<b>51,665</b>	<b>57,550</b>	<b>62,729</b>	<b>51,199</b>	<b>56,729</b>	<b>n.a.</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.4%</b>	<b>n.a.</b>
营业成本	(36,340)	(40,452)	(44,141)	(36,419)	(40,509)	n.a.	(0.2%)	(0.1%)	n.a.
<b>毛利</b>	<b>15,325</b>	<b>17,098</b>	<b>18,587</b>	<b>14,780</b>	<b>16,220</b>	<b>n.a.</b>	<b>3.7%</b>	<b>5.4%</b>	<b>n.a.</b>
其他收入及净收益	1,017	1,017	1,017	519	576	n.a.	95.8%	76.7%	n.a.
销售费用	(4,392)	(4,777)	(5,206)	(4,018)	(4,410)	n.a.	9.3%	8.3%	n.a.
一般及管理费用	(3,595)	(3,409)	(3,655)	(3,462)	(3,328)	n.a.	3.9%	2.4%	n.a.
股权激励费用	(754)	(358)	(142)	(754)	(358)	n.a.	0.0%	0.0%	n.a.
研发费用	(1,809)	(2,015)	(2,196)	(1,378)	(1,527)	n.a.	31.3%	32.0%	n.a.
<b>经营收益</b>	<b>6,546</b>	<b>7,915</b>	<b>8,547</b>	<b>6,442</b>	<b>7,531</b>	<b>n.a.</b>	<b>1.6%</b>	<b>5.1%</b>	<b>n.a.</b>
财务费用净额	(1,060)	(727)	(368)	(790)	(565)	n.a.	34.2%	28.7%	n.a.
应占联营公司损益	216	249	286	294	338	n.a.	(26.4%)	(26.4%)	n.a.
<b>税前利润</b>	<b>5,703</b>	<b>7,437</b>	<b>8,465</b>	<b>5,946</b>	<b>7,304</b>	<b>n.a.</b>	<b>(4.1%)</b>	<b>1.8%</b>	<b>n.a.</b>
所得税费用	(855)	(1,116)	(1,270)	(892)	(1,096)	n.a.	(4.1%)	1.8%	n.a.
<b>归母净利</b>	<b>4,714</b>	<b>6,155</b>	<b>7,006</b>	<b>5,054</b>	<b>6,046</b>	<b>n.a.</b>	<b>(6.7%)</b>	<b>1.8%</b>	<b>n.a.</b>
<b>核心净利润</b>	<b>5,344</b>	<b>6,452</b>	<b>7,124</b>	<b>5,545</b>	<b>6,342</b>	<b>n.a.</b>	<b>(3.6%)</b>	<b>1.7%</b>	<b>n.a.</b>

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图 9: 同业比较

公司	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)	EV/EBITDA (x)		市净率 (x)		市盈率 (x)		PEG (x)		ROE (%)		CAGR 2019-21E (%)		净负债 比率 (%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	EPS	EBITDA	2019E	
<b>大型基建</b>																				
中国铁建	1186 HK	买入	8.7	11.8	35.6	18,284	6.6	6.0	0.5	0.4	5.0	4.7	0.3	0.3	9.2	9.0	7.0	8.9	17.4	
中国中铁	390 HK	买入	4.1	5.7	37.0	17,704	8.3	7.8	0.4	0.3	4.7	4.4	0.5	0.5	8.8	8.8	3.8	4.7	51.3	
中国交建	1800 HK	买入	5.4	7.1	31.1	16,779	2.5	2.3	0.3	0.3	3.9	3.6	0.5	0.5	8.3	8.2	3.9	4.2	100.4	
行业平均							5.8	5.4	0.4	0.3	4.5	4.3	0.5	0.4	8.8	8.7	4.9	5.9	56.3	
<b>中型基建</b>																				
中建国际	3311 HK	买入	5.7	9.2	59.8	3,738	7.7	6.9	0.6	0.5	5.4	4.6	0.3	0.3	10.6	11.3	16.8	13.1	10.4	
城建设计	1599 HK	买入	1.9	4.0	106.2	337	6.9	5.8	0.5	0.4	3.6	3.0	0.2	0.2	12.9	13.8	21.6	18.9	净现金	
行业平均							7.3	6.4	0.5	0.5	4.5	3.8	0.2	0.2	11.8	12.6	19.2	16.0	10.4	
<b>铁路设备</b>																				
中国通号	3969 HK	买入	3.9	4.4	12.0	8,646	13.3	13.6	0.9	0.9	9.4	9.4	n.a.	n.a.	9.3	10.0	4.4	3.5	净现金	
时代电气	3898 HK	中性	23.0	22.0	-4.1	3,479	7.8	7.0	n.a.	n.a.	9.3	9.5	n.a.	n.a.	12.0	10.8	-0.4	10.6	净现金	
行业平均							10.5	10.3	0.9	0.9	9.3	9.4	n.a.	n.a.	10.6	10.4	2.0	7.0	n.a.	
<b>工程机械</b>																				
中联重科	1157 HK	买入	5.6	8.2	45.9	6,218	10.9	10.1	1.0	0.9	8.9	7.3	0.1	0.1	11.3	10.8	21.4	13.6	57.0	
中国龙工	3339 HK	中性	2.3	2.4	4.7	1,281	4.9	6.3	1.0	0.9	5.5	6.3	0.4	0.5	18.1	14.9	-5.1	-11.7	净现金	
行业平均							7.9	8.2	1.0	0.9	7.2	6.8	0.3	0.3	14.7	12.9	8.1	1.0	57.0	
<b>矿山及港口设备</b>																				
三一国际	631 HK	买入	4.2	5.5	31.8	1,659	17.3	9.4	1.9	1.6	14.8	11.2	0.4	0.3	12.9	15.3	41.8	62.6	净现金	

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测, 基于2020年3月31日收盘价

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>64,762</b>	<b>54,052</b>	<b>62,494</b>	<b>69,593</b>	<b>77,256</b>
现金	8,754	5,073	12,078	17,957	24,425
FVTPL金融资产	13,787	4,311	4,311	4,311	4,311
应收款项	20,204	19,091	19,645	20,036	20,379
其它应收款	8,835	9,229	9,044	8,864	8,686
存货	9,551	11,772	12,361	12,979	13,628
其他	3,631	4,576	5,055	5,448	5,828
<b>非流动资产</b>	<b>28,657</b>	<b>37,979</b>	<b>37,817</b>	<b>37,858</b>	<b>37,964</b>
长期股权投资	3,500	3,909	3,909	3,909	3,909
应收账款及其他应收款	5,498	9,072	9,072	9,072	9,072
固定资产	6,077	6,735	5,587	5,390	5,207
融资租赁应收款	3,656	7,771	7,616	7,463	7,314
无形资产	4,199	4,060	5,201	5,592	6,030
其他	5,727	6,432	6,432	6,432	6,432
<b>资产总计</b>	<b>93,419</b>	<b>92,031</b>	<b>100,310</b>	<b>107,451</b>	<b>115,220</b>
<b>流动负债</b>	<b>39,623</b>	<b>34,569</b>	<b>37,196</b>	<b>39,861</b>	<b>42,989</b>
短期借款	22044	7312	7526	7439	7541
应付账款	15,786	25,012	27,513	30,265	33,291
其他	1,793	2,245	2,157	2,157	2,157
<b>长期负债</b>	<b>15,065</b>	<b>17,965</b>	<b>18,770</b>	<b>18,317</b>	<b>17,798</b>
长期借款	13,645	14,515	13,515	12,515	11,515
其他	1,420	3,450	5,255	5,802	6,283
<b>负债合计</b>	<b>54,688</b>	<b>52,534</b>	<b>55,966</b>	<b>58,177</b>	<b>60,787</b>
股本	7,809	7,875	7,875	7,875	7,875
留存收益	30,355	30,952	35,666	40,407	45,567
少数股东权益	567	670	803	992	992
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>38,164</b>	<b>38,827</b>	<b>43,541</b>	<b>48,282</b>	<b>53,442</b>
负债及权益合计	93,419	92,031	100,310	107,451	115,220

现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,717</b>	<b>5,968</b>	<b>9,425</b>	<b>9,384</b>	<b>10,066</b>
净利润	2,218	4,652	4,847	6,321	7,195
折旧摊销	837	245	207	167	124
财务费用	1,104	1,124	1,060	727	368
投资收益	(222)	(188)	(216)	(249)	(286)
营运资金变动	1,152	2,099	3,528	2,418	2,664
其它	(372)	(1,964)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(7,242)</b>	<b>9,984</b>	<b>181</b>	<b>420</b>	<b>683</b>
资本支出	(428)	1,743	(200)	(200)	(200)
其他投资	(6,814)	8,241	381	620	883
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,102</b>	<b>(19,648)</b>	<b>(2,587)</b>	<b>(3,925)</b>	<b>(4,281)</b>
借款变动	7,142	(15,954)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
股利分配	(1,319)	(2,031)	0	(1,414)	(1,847)
其他	(1,721)	(1,663)	(1,587)	(1,511)	(1,434)
<b>现金净增加额</b>	<b>1,577</b>	<b>(3,696)</b>	<b>7,020</b>	<b>5,879</b>	<b>6,468</b>
期末现金及现金等价物	8,754	5,073	12,078	17,957	24,425

利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业额</b>	<b>28,697</b>	<b>43,307</b>	<b>51,665</b>	<b>57,550</b>	<b>62,729</b>
营业成本	(20,923)	(30,314)	(36,340)	(40,452)	(44,141)
<b>毛利</b>	<b>7,773</b>	<b>12,993</b>	<b>15,325</b>	<b>17,098</b>	<b>18,587</b>
其他收入及净收益	882	1,017	1,017	1,017	1,017
销售费用	(2,379)	(3,780)	(4,392)	(4,777)	(5,206)
一般及管理费用	(2,063)	(2,693)	(3,595)	(3,409)	(3,655)
研发费用	(581)	(1,516)	(1,809)	(2,015)	(2,196)
<b>经营收益</b>	<b>3,632</b>	<b>6,021</b>	<b>6,546</b>	<b>7,915</b>	<b>8,547</b>
财务费用净额	(1,205)	(1,165)	(1,060)	(727)	(368)
应占联营公司损益	222	188	216	249	286
税前利润	2,649	5,044	5,703	7,437	8,465
所得税费用	(682)	(759)	(855)	(1,116)	(1,270)
<b>本年度利润</b>	<b>1,967</b>	<b>4,285</b>	<b>4,847</b>	<b>6,321</b>	<b>7,195</b>
本年度净利润计归属于					
非控股股东	(63)	(96)	133	166	189
本公司股东	2,031	4,381	4,714	6,155	7,006
<b>调整后归母净利润</b>	<b>2,031</b>	<b>4,381</b>	<b>5,344</b>	<b>6,452</b>	<b>7,124</b>
<b>调整后EPS</b>	<b>0.26</b>	<b>0.58</b>	<b>0.71</b>	<b>0.85</b>	<b>0.94</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	39.2%	50.9%	19.3%	11.4%	9.0%
营业利润	n.a.	65.8%	8.7%	20.9%	8.0%
净利润	51.3%	115.7%	7.6%	30.6%	13.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.1%	30.0%	29.7%	29.7%	29.6%
净利率	6.9%	9.9%	9.4%	11.0%	11.5%
ROE	5.3%	11.3%	10.8%	12.7%	13.1%
ROA	2.2%	4.8%	4.7%	5.7%	6.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.5%	57.1%	55.8%	54.1%	52.8%
净负债比率	69.5%	42.4%	20.2%	4.1%	净现金
流动比率	1.63	1.56	1.68	1.75	1.80
速动比率	0.88	0.67	0.82	0.92	1.01
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.31	0.47	0.52	0.54	0.54
存货周转率	2.19	2.58	2.94	3.12	3.24
应收账款周转率	1.42	2.27	2.63	2.87	3.08
应付账款周转率	1.82	1.73	1.88	1.90	1.88
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.26	0.58	0.62	0.81	0.93
调整后每股收益	0.26	0.58	0.71	0.85	0.94
每股经营现金	0.61	0.79	1.25	1.24	1.33
每股净资产	5.04	5.22	5.86	6.51	7.20
每股股利	0.27	0.00	0.19	0.19	0.19
<b>估值比率</b>					
调整后P/E	19.5	8.9	7.3	6.0	5.5
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7

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
买入	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
卖出	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>。

### 免责声明

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件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