

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

中联重科 (1157 HK)
短期影响有限, 聚焦长期发展

- 新冠肺炎疫情短期影响有限, 2月底前若出现拐点则全年盈利预测不变
- 公司各业务维持多元化发展, 农机和挖掘机板块市场空间巨大
- 看好国家持续推出逆周期调控政策和长期设备智能化升级, 维持公司8.23港元目标价和买入评级

复工有序推进, 短期影响有限

公司主要生产基地位于长沙, 由于本地员工较多, 受返工延迟影响较小。叠加一季度为工程机械需求淡季, 配合公司的充足库存, 并不会出现供应紧张的局面。分板块来看, 公司塔机订单充足, 在行业中处于龙头地位, 短期波动对尾部的影响将更大。而混凝土设备和工程起重机的需求更多来自于更新需求, 疫情的影响将比较复杂。一方面, 经济下行压力或推迟排放提标, 提标不确定性的增加将促使更多下游客户采取持币观望的态度。另一方面, 疫情增加了下游企业的人力成本, 并促使下游企业转向更加信息化的管理模式, 这将助推智能化产品的渗透率, 使行业向高附加值产品靠拢, 使龙头企业受益。现金流方面, 工程机械企业或给与下游客户一定的信用宽限, 这将导致行业一季度现金流变差, 但预计在二季度得到修复。综合来看, 如果疫情在2月末得到明显控制, 且3月份建筑业基本复工的话, 工程机械行业所受影响将很有限。

公司新板块持续增长, 为公司长期发展提供空间

农机和挖掘机为公司长期发展提供了巨大空间。我们估算2018年中国农机市场规模为2,700亿元人民币左右, 中国农机渗透率较高; 但市场极度分散, 中国最大的农机企业市场占有率在2%左右, 而全球前四大农机企业的市场占有率为45%。同时, 中国农机主要集中在小型化、中低端产品, 高端产品有待突破, 致使盈利能力也偏低。中联重科2018年农机收入为15亿元人民币, 市场占有率约为0.6%。公司目前转向大马力拖拉机和秸秆处理等高附加值产品, 预计长期市场占有率和毛利率均有巨大提升空间。公司2019年推出挖掘机产品, 公司目标是2020/21年收入达到20/40亿元人民币, 相当于2%/4%的预测市场占有率。我们认为公司虽然是土方市场的后来者, 但是公司在规模效应、产品智能化水平、品牌知名度等多方面仍较行业第二梯队有优势, 快速开拓市场大概率可以实现。

市场回归理性, 维持公司买入评级

我们认为疫情对公司工程机械业务的长期影响偏正面, 加速了行业集中度提升的进程。而公司正稳步拓展农机和挖掘机等产品, 为公司长期发展提供动力。我们看好公司核心盈利的持续快速增长, 维持公司8.23港元的目标价, 对应10.2倍2020年预测市盈率, 维持公司买入评级。短期催化剂包括复工的快速落实和政府持续推出的逆周期刺激政策。

盈利预测及估值

人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	20,608	28,697	43,463	51,199	56,729
同比增长 (%)	2.9	39.2	51.5	17.8	10.8
净利润	1,342	2,031	4,377	4,923	6,049
调整后净利润	1,342	2,031	4,377	5,547	6,345
同比增长 (%)	n.a.	51.3	115.5	26.7	14.4
调整后每股盈利 (元)	0.17	0.26	0.56	0.71	0.81
调整后市盈率 (x)	33.0	21.9	10.2	8.0	7.0
市净率 (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
ROE (%)	3.6	5.3	10.8	11.2	12.5

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测, 基于2020年2月17日收盘价

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

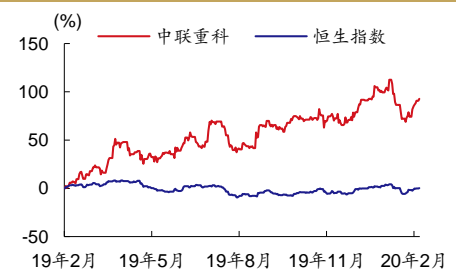
最新变动

公司情况更新

买入

前次评级	买入
股价	6.46港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	8.23港元 (+27%)
前次目标价:	8.23港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
1157 HK	(7.4)	31.3	92.8
恒生指数	(2.9)	6.6	0.2

行业: 机械设备

恒生指数	27,960
国企指数	10,958

重要数据

52周股价区间 (港元)	3.36-7.16
港股市值 (百万港元)	50,861
日均成交量 (百万股)	12.25
每股净资产 (港元)	4.79

主要股东

湖南省人民政府	15.98%
总股数 (百万股)	7,845
自由流通股	84.02%

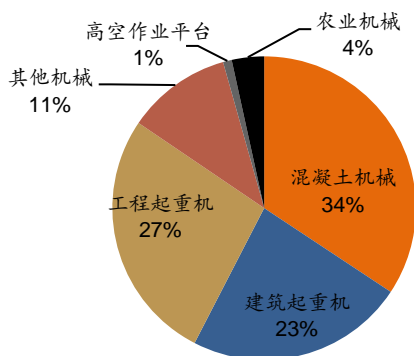
资料来源: 彭博

相关报告

1. 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)
2. 中联重科 (1157 HK) - 业绩预告净利润大幅增长, 行业数据维持乐观 (2019/10/15)
3. 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)
4. 中联重科 (1157 HK) - 中报业绩超预期, 上调全年盈利预测 (2019/7/15)

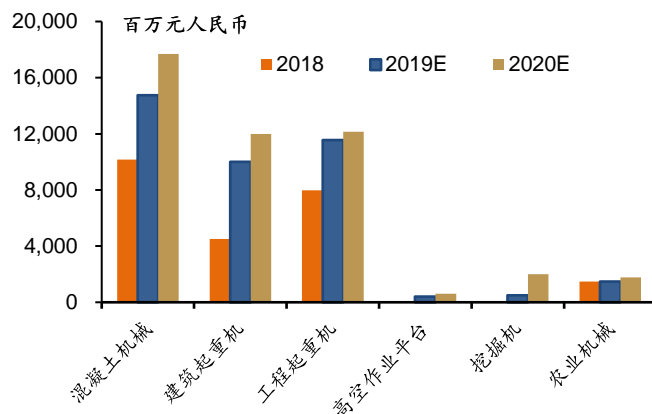
重点图表

图1: 2019年公司主要产品收入占比预测



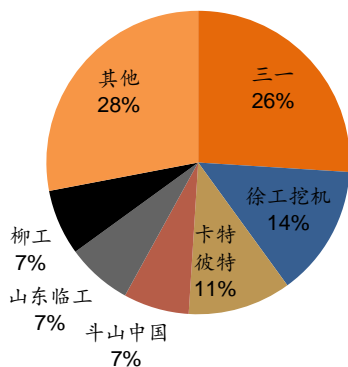
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 公司主要产品销售情况及预测



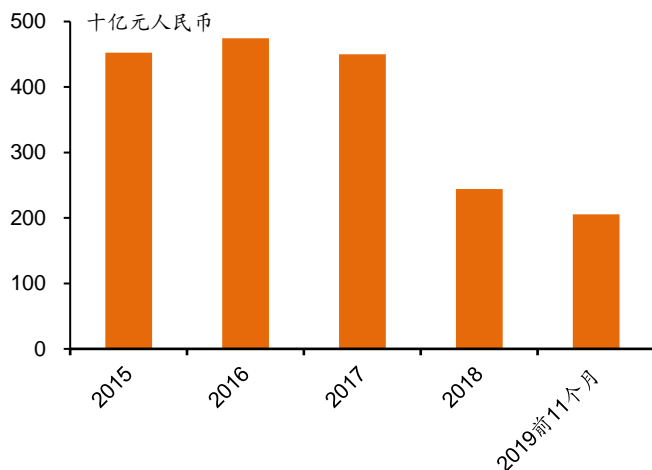
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 2019年前5个月挖掘机市场主要厂家份额对比



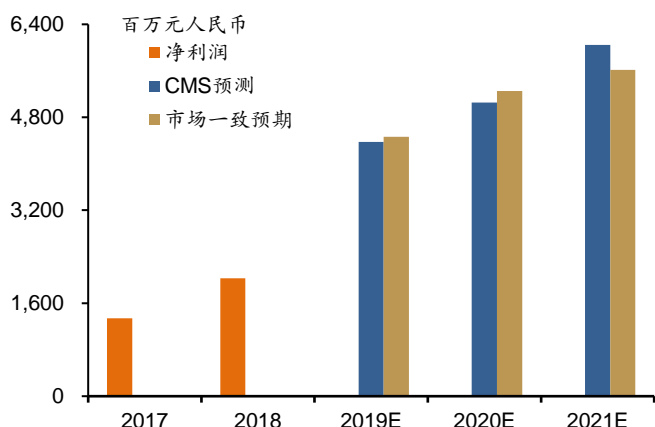
资料来源: 工程机械协会, 招商证券(香港)

图4: 2018年以来农机需求出现下滑, 但长期并不悲观



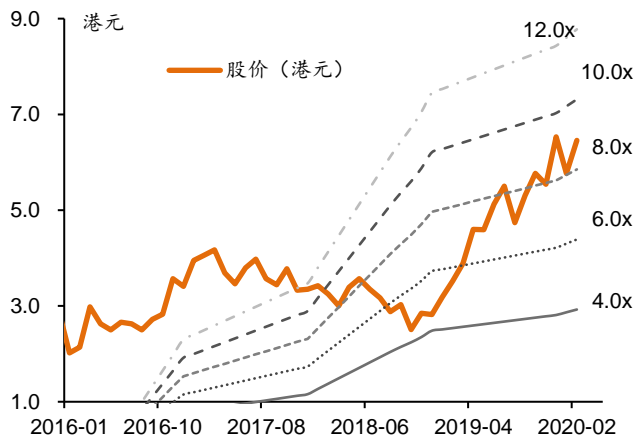
资料来源: WIND, 招商证券(香港)估算

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

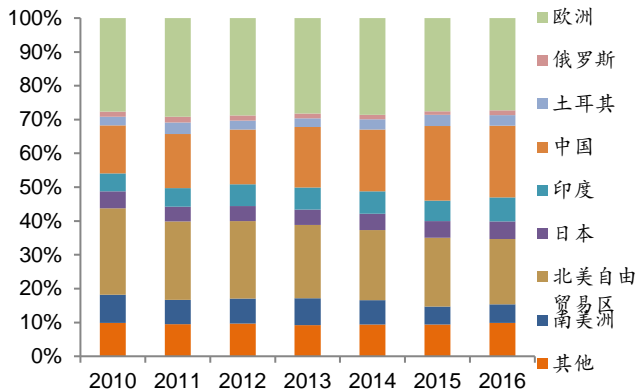


资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

农机市场巨大但缺乏龙头

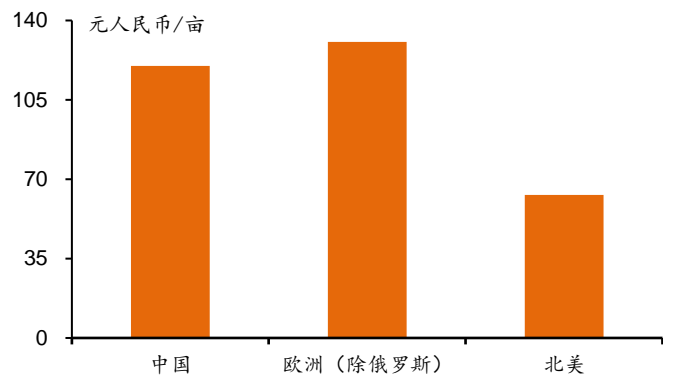
2018年中国农机企业收入约为2,439亿元人民币。由于中国农机有较高的国产化率，在90%左右，对应2018年中国农机市场整体规模为2,700亿元人民币左右。根据德国机械制造协会（VDMA）2016年的统计，中国市场农机的产量占全球的21.2%，而欧洲和北美分别占27.3%和19.3%。基于中国22.4亿亩耕地和林地，每亩对应农机投资为120元人民币。我们估算欧洲除俄罗斯和北美的水平为131元人民币/每亩和63元人民币/每亩。总体来看中国的农机渗透率较高，我们认为北美投资额较低的主要原因是美国农业绝大多数处在大平原地区，可以实现极高的规模效应。

图7：历年全球农机生产分布



资料来源：VDMA、招商证券（香港）

图8：2019年农业机械投资比较



资料来源：VDMA、招商证券（香港）

虽然表面上看中国农机有极大的市场规模和较高的渗透率，但由于中国土地集中度低，农机长期依靠补贴等原因，形成了市场分散、缺乏核心竞争力和行业内企业盈利能力普遍偏弱的行业格局。截至2019年11月，中国农机企业数量为1,728个，较工程机械企业数多24%，但农机行业产值却仅为工程机械行业的44%。而且行业中缺乏具有绝对实力的龙头企业。中国最大的农机企业，一拖股份（601038 SH）2018年农机收入仅占全行业规模不足2%，而全球前五大农机企业的市场占有率则接近50%。由于分散的行业格局，中国农机以小型化为主，缺乏规模效应和核心竞争力，导致行业内企业盈利能力明显低于国际龙头企业。

图9：全球前五大农机生产商经营数据比较

公司	代码	注册地	农机业务收入 (十亿元人民币)		农机业务营业利润率		区域收入分部 2018	主要农机产品
			2017	2018	2017	2018		
迪尔	DE N	美国	134.1	161.2	12%	12%	美国及加拿大 57% 西欧 15% 拉丁美洲 10% 新西兰及中东 11% 其他 7%	拖拉机、谷物收获机
凯斯纽	CNHI N	荷兰	72.7	80.2	7%	9%	北美 21% 欧洲 54% 南美 10% 其他 15%	拖拉机、谷物收获机
久保田	6326 T	日本	75.0	78.7	14%	13%	日本 31% 北美 33% 欧洲 14% 亚洲 (除日本) 18% 其他 4%	拖拉机、联合收割机和插秧机
爱科	AGCO N	美国	33.5	39.0	n.a.	n.a.	北美 23% 南美 10% 欧洲及中东 58% 亚洲, 非洲及太平洋 9%	拖拉机、联合收割机和插秧机
克拉斯	CLS GR	德国	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	联合收割机、自走式青贮收获机、甘蔗收获机、农用运输机械、拖拉机和割草机等

资料来源：公司资料、招商证券（香港）

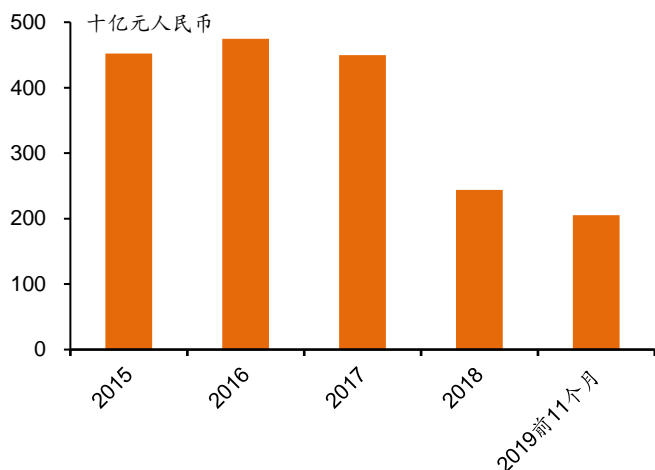
图10: 中国主要农机上市生产商经营数据比较

公司	代码	农机业务收入 (十亿元人民币)		整体营业利润率		主要农机产品
		2017	2018	2017	2018	
一拖股份	601038 SH	6.6	5.1	0.1%	-23.8%	轮式/履带拖拉机、粮食烘干机
吉峰科技	300022 SZ	2.7	2.5	-0.5%	2.0%	拖拉机, 整地机械, 打浆机, 水稻直播机, 玉米直播机, 油菜直播机, 玉米收获机, 粮食干燥机
中联重科	1157 HK	2.3	1.5	5.2%	9.1%	拖拉机, 收割机及烘干机, 插秧机
悦达投资	600805 SH	0.3	0.2	-20.1%	3.3%	拖拉机
星光农机	603789 SH	0.6	0.6	6.3%	-7.5%	拖拉机、联合收割机、采棉机、收获机械, 收后处理机械, 以及自主研发的跑道养鱼设施等
新研股份	300159 SZ	0.1	0.3	25.8%	18.5%	玉米、饲料、辣椒收获机

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

我们看到 2018 年以来中国农机市场出现了明显的下滑, 我们认为主要原因是: 1) 在持续补贴和政策推动下, 中国主粮作物的机械化程度已经较高; 2) 农机购置补贴资金的调整, 部分地区对拖拉机、收获机械等传统农机的补贴额度下调。我们认为农机行业将进入周期性调整, 公司亦认为行业将再经历 1-2 年的调整期。但对比工程机械行业, 我们认为行业低谷期有助于出清过剩产能和淘汰产品力弱的企业, 长期来看对行业集中度提升和行业健康发展有帮助。

图11: 中国农业机械企业累计产值比较



资料来源: Wind, 招商证券(香港)估算

我们认为随着中国城镇化进程的逐步推进, 土地耕种的实际集中度会逐步提升, 人力成本亦会持续提升, 倒逼中国农机向大型化和专业化转变。中国农机拥有巨大的市场空间, 长期缺乏龙头的现象会随着产品逐步升级而转变。我们认为中联重科在农机市场上的优势在于: 1) 相对于其他农机企业, 公司有规模效应优势, 这将长期体现在更低的制造成本, 更强大的研发能力和更高的智能化水平; 2) 借助公司的资金优势, 公司将推广秸秆处理设备等大型专业化设备的租赁模式, 这既加快了产品渗透率, 也解决了农户前期投资成本过高的问题; 3) 公司主攻大型化和专业化设备, 虽然短期承受转型压力, 但长期产品更符合市场发展方向, 且毛利率有较大提升空间。公司预计行业仍将维持 1-2 年的调整期。我们认为在新的一轮周期中, 中联重科的潜在增长动力并不止于行业销售的复苏, 而更重要的是产品线的上移和对成套化设备(如秸秆处理设备)市场的拓展。随着中联重科农机产品持续转型, 我们预计中联重科农机板块长期收入空间可达百亿规模, 2019 年预计收入为 15 亿元人民币, 毛利率有望逐步提升至 15% 左右(2019 年预测为 7%)。

图 12: 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	
大型基建																			
中国中铁	390 HK	买入	4.7	5.7	21.2	18,255	6.2	5.8	0.4	0.4	5.3	4.9	0.6	0.6	8.8	8.8	3.8	4.7	51.3
中国铁建	1186 HK	买入	8.7	11.8	36.1	17,623	4.7	4.3	0.4	0.4	4.9	4.6	0.3	0.3	9.2	9.0	7.0	8.9	17.4
中国交建	1800 HK	中性	5.8	审视中	n.a.	16,916	7.2	6.8	0.3	0.3	4.1	3.9	0.5	0.5	8.3	8.2	3.9	4.2	100.4
行业平均							6.0	5.7	0.4	0.4	4.8	4.5	0.5	0.5	8.8	8.7	4.9	5.9	56.3
中型基建																			
中建国际	3311 HK	买入	6.9	10.2	48.5	4,472	6.1	5.3	0.7	0.7	5.9	5.0	0.3	0.3	11.3	12.2	20.3	15.8	9.2
城建设计	1599 HK	买入	2.3	4.0	76.2	394	4.6	3.8	0.6	0.5	4.2	3.4	0.2	0.2	12.9	13.8	21.6	18.9	净现金
行业平均							5.3	4.6	0.7	0.6	5.0	4.2	0.3	0.2	12.1	13.0	21.0	17.4	9.2
铁路设备																			
中国通号	3969 HK	买入	4.2	6.7	58.9	9,721	9.0	7.5	0.8	0.7	8.2	7.5	0.7	0.6	10.4	11.6	11.4	15.8	净现金
时代电气	3898 HK	中性	28.8	30.7	6.6	4,358	8.6	7.7	1.4	1.2	11.5	10.6	2.4	2.2	12.7	12.4	8.3	10.6	净现金
行业平均							8.8	7.6	1.1	1.0	9.9	9.0	1.5	1.4	11.6	12.0	9.8	13.2	n.a.
工程机械																			
中联重科	1157 HK	买入	6.5	8.2	27.4	7,101	11.7	10.7	1.1	1.0	10.2	8.0	0.2	0.1	10.8	11.2	20.4	8.0	57.0
中国龙工	3339 HK	买入	2.2	2.4	7.6	1,234	4.1	4.5	1.0	0.9	6.1	6.1	0.5	0.5	15.9	14.8	1.2	-4.2	22.8
行业平均							7.9	7.6	1.0	1.0	8.1	7.0	0.3	0.3	13.4	13.0	10.8	1.9	39.9
矿山及港口设备																			
三一国际	631 HK	买入	4.7	5.5	16.4	1,876	10.2	8.3	2.1	1.9	15.5	11.7	0.3	0.3	13.8	16.0	34.5	27.4	净现金
钢铁																			
鞍钢股份	347 HK	中性	2.8	审视中	n.a.	3,853	5.6	5.3	0.3	0.3	6.8	5.6	n.a.	n.a.	5.0	5.8	13.3	4.3	29.2
马鞍山钢铁	323 HK	中性	2.9	2.7	-8.8	3,033	4.8	4.8	0.7	0.7	6.8	7.1	n.a.	n.a.	10.8	10.0	-0.3	0.7	14.0
行业平均							5.2	5.0	0.5	0.5	6.8	6.3	n.a.	n.a.	7.9	7.9	6.5	2.5	21.6
水泥																			
海螺水泥	914 HK	中性	57.4	54.5	-5.1	40,216	5.6	5.7	1.9	1.7	8.2	8.2	1.4	1.4	24.4	20.8	-1.6	-1.3	净现金
中国建材	3323 HK	中性	9.3	8.1	-12.4	10,044	4.4	4.4	0.9	0.8	6.3	6.3	0.4	0.4	12.5	11.4	-1.6	-1.4	111.4
行业平均							5.0	5.1	1.4	1.2	7.2	7.3	0.9	0.9	18.4	16.1	-1.6	-1.4	111.4
航空																			
中国国航	753 HK	中性	6.9	7.4	6.6	15,709	4.1	3.6	0.9	0.8	9.4	6.9	0.3	0.2	9.1	11.2	20.4	10.7	24.4
中国东方航空	670 HK	中性	3.8	4.2	10.2	10,436	3.5	3.1	0.8	0.7	11.3	6.6	0.2	0.1	7.0	10.9	36.2	9.2	88.3
中国南方航空	1055 HK	中性	4.7	4.8	2.1	9,871	3.3	2.8	0.8	0.7	12.4	6.9	0.2	0.1	6.1	9.9	42.3	13.8	76.0
行业平均							3.7	3.1	0.8	0.7	11.0	6.8	0.2	0.2	7.4	10.6	33.0	11.3	62.9

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测, 基于2020年2月17日收盘价

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	57,894	64,762	66,893	71,375	76,990
现金	7,148	8,754	8,636	11,465	15,729
FVTPL金融资产	6,323	13,787	13,787	13,787	13,787
应收款项	20,424	20,204	21,348	22,188	22,789
其它应收款	10,931	8,835	8,658	8,485	8,315
存货	8,886	9,551	10,029	10,530	11,056
其他	4,182	3,631	4,435	4,920	5,313
非流动资产	25,218	28,657	28,925	28,986	29,106
长期股权投资	3,123	3,500	3,500	3,500	3,500
应收账款及其他应收款	4,106	5,498	5,388	5,388	5,388
固定资产	6,274	6,077	5,845	5,629	5,429
融资租赁应收款	1,870	3,656	3,583	3,511	3,441
无形资产	4,338	4,199	4,882	5,230	5,621
其他	5,507	5,727	5,727	5,727	5,727
资产总计	83,112	93,419	95,818	100,361	106,096
流动负债	24,488	39,623	39,458	41,051	42,948
短期借款	9,348	22,044	20,301	20,157	20,144
应付账款	14,992	15,786	17,365	19,101	21,011
其他	148	1,793	1,793	1,793	1,793
长期负债	20,434	15,065	15,164	14,536	13,802
长期借款	19,296	13,645	12,645	11,645	10,645
其他	1,138	1,420	2,519	2,891	3,157
负债合计	44,922	54,688	54,622	55,587	56,750
股本	7,794	7,809	7,809	7,809	7,809
留存收益	29,746	30,355	32,701	36,147	40,719
少数股东权益	650	567	685	817	817
归属于母公司所有者权益	37,540	38,164	40,510	43,956	48,528
负债及权益合计	83,112	93,419	95,818	100,361	106,096

现金流量表

人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,453	4,717	6,245	6,490	7,715
净利润	1,025	2,218	4,495	5,055	6,212
折旧摊销	968	837	299	260	220
财务费用	1,090	1,104	952	788	561
投资收益	-90	-222	-255	-294	-338
营运资金变动	10,037	1,152	755	680	1,061
其它	-10,577	-372	0	0	0
投资活动现金流	4,036	-7,242	-3	104	273
资本支出	-608	-428	-250	-250	-250
其他投资	4,644	-6,814	247	354	523
筹资活动现金流	-5,906	4,102	-6,360	-3,765	-3,725
借款变动	-739	7,142	-3,000	-1,000	-1,000
股利分配	-1,152	-1,319	-2,031	-1,477	-1,477
其他	-4,015	-1,721	-1,329	-1,288	-1,248
现金净增加额	583	1,577	-118	2,829	4,264
期末现金及现金等价物	7,148	8,754	8,636	11,465	15,729

利润表

人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	20,608	28,697	43,463	51,199	56,729
营业成本	-16,303	-20,923	-30,419	-36,419	-40,509
毛利	4,305	7,773	13,044	14,780	16,220
其他收入及净收益	259	882	441	519	576
销售费用	-2,180	-2,379	-3,993	-4,018	-4,410
一般及管理费用	-10,487	-2,063	-2,337	-3,462	-3,328
研发费用	-277	-581	-1,170	-1,378	-1,527
经营收益	-8,380	3,632	5,985	6,442	7,531
财务费用净额	-1,443	-1,205	-952	-788	-561
应占联营公司损益	110	222	255	294	338
税前利润	-9,713	2,649	5,288	5,947	7,308
所得税费用	1,425	-682	-793	-892	-1,096
本年度利润	1,258	1,967	4,495	5,055	6,212
本年度净利润计归属于					
非控股股东	-84	-63	118	132	163
本公司股东	1,342	2,031	4,377	4,923	6,049
调整候归母净利润	1,342	2,031	4,377	5,547	6,345

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	2.9%	39.2%	51.5%	17.8%	10.8%
营业利润	n.a.	n.a.	64.8%	7.6%	16.9%
净利润	n.a.	51.3%	115.5%	12.5%	22.9%
获利能力					
毛利率	20.9%	27.1%	30.0%	28.9%	28.6%
净利率	6.1%	6.9%	10.3%	9.9%	10.9%
ROE	3.6%	5.3%	10.8%	11.2%	12.5%
ROA	1.6%	2.2%	4.6%	4.9%	5.7%
偿债能力					
资产负债率	54.0%	58.5%	57.0%	55.4%	53.5%
净负债比率	56.3%	69.5%	59.0%	45.4%	30.5%
流动比率	2.36	1.63	1.70	1.74	1.79
速动比率	1.17	0.88	0.90	0.94	1.00
营运能力					
资产周转率	0.25	0.31	0.45	0.51	0.53
存货周转率	1.83	2.19	3.03	3.46	3.66
应收账款周转率	1.01	1.42	2.04	2.31	2.49
应付账款周转率	1.37	1.82	2.50	2.68	2.70
每股资料 (元)					
每股收益	0.17	0.26	0.56	0.63	0.77
调整后每股收益	0.17	0.26	0.56	0.71	0.81
每股经营现金	0.31	0.60	0.80	0.83	0.98
每股净资产	4.90	4.96	5.25	5.71	6.29
每股股利	0.17	0.26	0.19	0.19	0.19
估值比率					
调整后P/E	33.0	21.9	10.2	8.0	7.0
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

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进行开放，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