

# 公司报告

招商证券(香港)有限公司  
证券研究部

## 福耀玻璃 (3606 HK)

真金不怕火炼, 逆境彰显龙头优势

- 一季度净利润同比下降24.1%, 受SAM和疫情拖累, 但大幅优于行业
- 高端产品占比提升, 现金流强劲, 保持高派息, 体现产业护城河优势
- 海外车企复工减轻疫情影响, 维持买入评级及目标价20.1港元

### 业绩下降但优于行业, 维持高派息率

根据中国会计准则, 公司一季度收入同比下降15.5%至42亿元人民币, 净利润同比下降24.1%至4.6亿元人民币; 剔除不可比的SAM业务亏损1,222万欧元及汇兑损益影响, 利润同比下降22.3%, 符合预期。关注点: 1) 虽然受疫情影响, 但收入降幅明显小于汽车行业产量跌幅45.2%, 得益于产品高端化和海外市场渗透率提升。估计公司国内/海外收入同比下降27%/7.5%。2) 毛利率同比下降4.6ppt至34.4%, 环比回升0.6ppt, 同比是合并SAM饰件业务拖累, 环比体现公司降本增效能力提升。3) 销售/管理/研发费用率合计同比增加1.1ppt至22.1%, 环比下降1.8ppt, 经营效率环比改善。财务费用率同比下降5.2ppt至-1.4% (净收入), 源于汇兑收益0.7亿元人民币。4) 经营活动现金流同比强劲增加17.2%至净流入9亿元人民币。5) 年报宣布每10股派息7.5元人民币, 派息率维持在65%高位。

### 真金不怕火炼, 逆境彰显龙头优势

顺风周期公司竞争优势突出: 1) 估计公司2019年高附加值产品占比同比提高1.72ppt达36%, 在受疫情严重冲击的一季度也保持上升势头, 体现公司产品竞争优势在顺风周期持续提升。2) 收入表现大幅跑赢行业体现龙头领先优势扩大。3) 公司现金流强劲增长并维持高派息, 彰显公司抗风险信心强大。4) 行业下行周期, 长期订单对抗风险能力强的龙头集中, 疫情结束后公司经营效率、市场空间和客户粘性有望再上新台阶。

### 海外车企复工在即, 疫情影响或进一步减弱

目前公司国内业务已经快速恢复, 但海外业务目前仍受欧美地区车企因疫情停工的影响(3月中下旬开始)。从海外车企的最新复工时间表判断(图8), 多数计划5月上旬或中旬复工, 但能否如期复工以及复产程度仍将视乎届时当地疫情防控能力而定。

### 维持买入评级及目标价20.1港元

公司的产业护城河优势显著, 经营风格稳健, 高派息, 尤其适合长线价值型投资者, 建议在市场波动之时逢低吸纳。维持公司买入评级及目标价20.1港元, 相当于17x FY20E P/E或14.6x FY21E P/E。

### 盈利预测及估值

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	20,225	21,104	19,429	21,085	23,045
同比增长	8.1%	4.3%	-7.9%	8.5%	9.3%
净利润	4,120	2,898	2,709	3,151	3,536
同比增长	30.9%	-29.7%	-6.5%	16.3%	12.2%
每股盈利(元)	1.64	1.16	1.08	1.26	1.41
每股股息(元)	0.75	0.75	0.70	0.82	0.92
市盈率(x)	9.4	13.3	14.2	12.2	10.9
市净率(x)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
ROE	20.4%	13.6%	12.2%	13.4%	14.1%

收盘价截至2020年4月27日; 资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

梁勇活 杨岱东  
+86 755 8290 4571 +86 755 8323 5354  
liangy6@cmschina.com.cn yangdd2@cmschina.com.cn

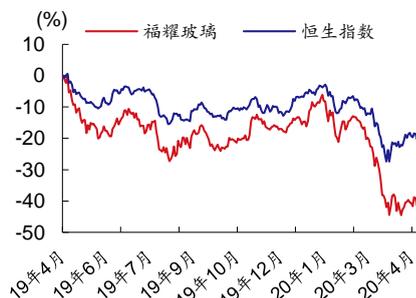
### 最新变动

一季度业绩点评

### 买入

前次评级	买入
股价	16.82港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	20.1港元 (+20%)
前次目标价	20.1港元

### 股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
3606 HK	(3.0)	(24.2)	(38.7)
恒生指数	3.4	(9.0)	(18.0)

行业: 汽车汽配

恒生指数	24,280
国企指数	9,876

重要数据

52周股价区间(港元)	15.3-28.45
港股市值(百万港元)	42,195
日均成交量(百万股)	1.74
每股净资产(人民币)	8.52

主要股东

HKSCC NOMINEES LIMITED	19.6%
三益发展有限公司	15.57%
河仁慈善基金会	11.56%
总股数(百万股)	2,509
自由流通量	53.27%

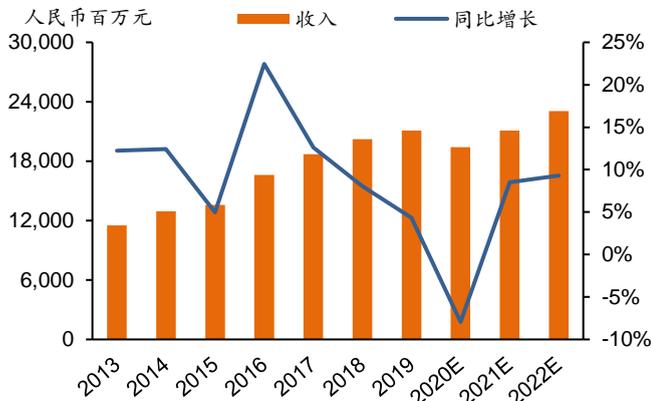
资料来源: 贝格数据

相关报告

1. 福耀玻璃(3606 HK) - 非经常性因素影响业绩, 不改优质公司长期价值(2020/3/30)
2. 福耀玻璃(3606 HK) - SAM整合效果超预期, 进入汽车轻量化新赛道(2019/10/31)

重点图表

图1: 公司营业收入及增长率



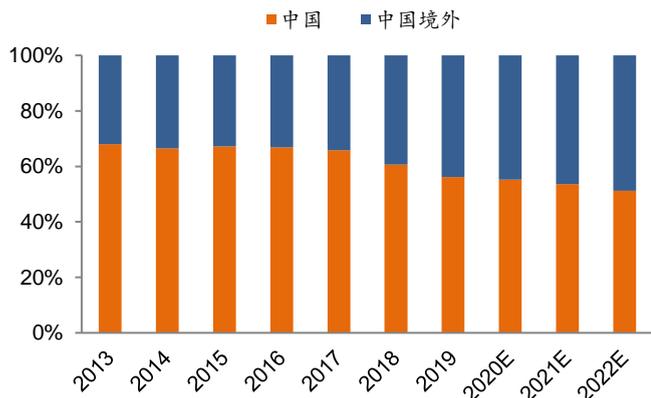
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 公司净利润增长



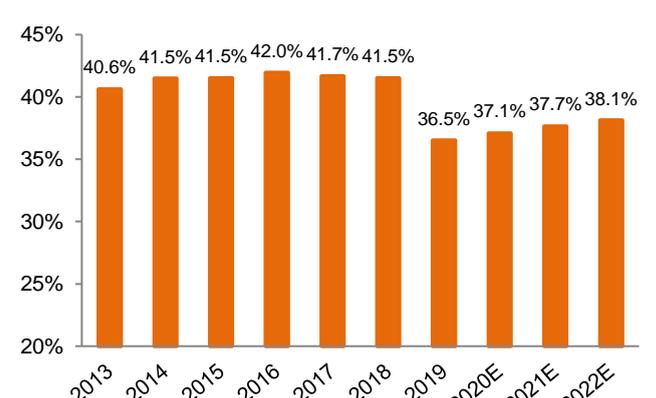
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 公司海外市场收入占比上升



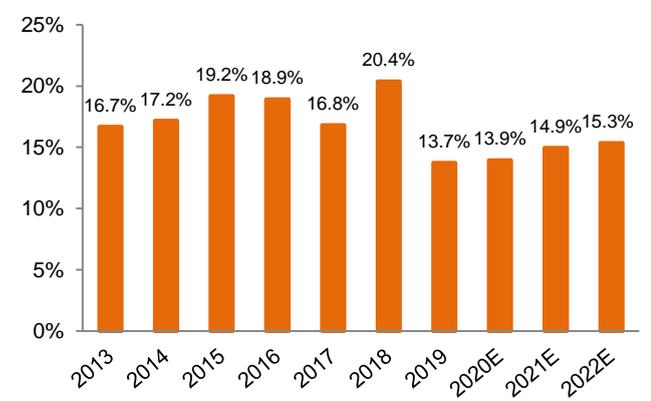
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 公司毛利率



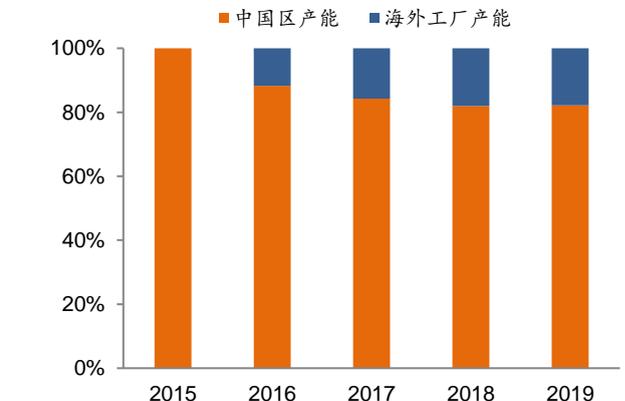
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 公司的净利润率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图6: 公司产能分布占比



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图7: 公司2020年一季度盈利情况

(人民币百万元)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	同比	环比
收入	4,933	5,354	5,346	5,470	4,170	-15.5%	-23.8%
销售成本	(3,006)	(3,421)	(3,356)	(3,617)	(2,734)	-9.0%	-24.4%
毛利	1,928	1,933	1,991	1,853	1,437	-25.5%	-22.5%
分销成本及销售开支	(348)	(344)	(376)	(413)	(313)	-10.0%	-24.1%
行政开支	(495)	(504)	(522)	(674)	(458)	-7.7%	-32.1%
研发开支	(191)	(206)	(194)	(222)	(151)	-21.0%	-32.2%
经营利润	670	1,017	1,066	632	614	-8.3%	-2.8%
除所得税前利润	724	1,030	1,078	398	617	-14.8%	54.9%
所得税费用	(118)	(130)	(238)	153	(158)	33.6%	-202.9%
年度利润	606	900	840	551	459	-24.2%	-16.7%
股东应占利润	606	900	841	551	460	-24.1%	-16.6%
毛利率	39.1%	36.1%	37.2%	33.9%	34.4%	-4.6ppt	0.6ppt
经营利润率	13.6%	19.0%	19.9%	11.6%	14.7%	1.2ppt	3.2ppt
净利润率	12.3%	16.8%	15.7%	10.1%	11.0%	-1.3ppt	0.9ppt
管理费用率	10.0%	9.4%	9.8%	12.3%	11.0%	0.9ppt	-1.3ppt
销售费用率	7.1%	6.4%	7.0%	7.5%	7.5%	0.5ppt	0.0ppt
研发费用率	3.9%	3.9%	3.6%	4.1%	3.6%	-0.3ppt	-0.4ppt
财务费用率	3.8%	-2.1%	-3.3%	4.6%	-1.4%	-5.2ppt	-6.0ppt
合计费用率	24.7%	17.6%	17.1%	28.5%	20.7%	-4.0ppt	-7.8ppt

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图8: 跨国车企复工时间表

品牌	工厂属地	复工时间	班次调整
大众	德国茨维考工厂	4月20日开始恢复生产	
	德国斯洛伐克布拉迪斯拉发工厂	4月20日开始恢复生产	
	德国、葡萄牙、西班牙、俄罗斯和美国的 其他工厂	4月27日开始恢复生产	
	英国克鲁工厂	5月11日开始大规模生产	
	南非、阿根廷、巴西、墨西哥工厂	将在5月陆续复产	
大众汽车零部件 公司	德国不伦瑞克和卡塞尔工厂	4月6日已逐步恢复生产	
	德国萨尔茨吉特、开姆尼茨和汉诺威工厂	4月14日开始恢复生产	
	波兰工厂	4月14日开始恢复生产	
丰田	法国瓦伦西亚工厂	4月22日恢复生产	将在一开始的两周 实行单班制
	波兰工厂	4月22日恢复生产	
	英国、土耳其和捷克的装配厂	至少关闭至5月4日	
沃尔沃	瑞典托斯兰达的旗舰工厂	4月20日重新启动	
	比利时根特等欧洲工厂	有望在4月20日-4月26日重启	
	美国南卡罗莱纳州里奇维尔工厂	5月11日恢复生产	
戴姆勒	中国的四家工厂	已经复工(销售门店客流量已经 回到正常水平)	
	德国的一家零部件工厂	4月20日起逐步开始生产 停产时间延长至4月30日	
现代汽车	捷克工厂	4月14日重新开放	实行两班倒
	土耳其工厂	4月20日开业	
	美国亚拉巴马州工厂	计划5月4日复工	
法拉利	马拉内洛和摩德纳的工厂	继续关闭至5月3日	
起亚	佐治亚州制造工厂	新的复工日期是4月27日	
马自达	日本工厂	4月30日之前	只安排白天班次
阿斯顿马丁	英国工厂	4月20日	
捷豹路虎	在华工厂	3月1日前全面复工	
本田		预计5月4日恢复生产	
日产	旗下工厂	一直关闭至5月中旬	
保时捷		尚不清楚何时恢复生产	
特斯拉	美国三大工厂	5月4日	
福特	欧洲和北美工厂	最快在5月4日才能恢复汽车和 发动机生产	
西雅特	西班牙工厂	4月27日	
雷诺	葡萄牙和俄罗斯工厂	4月20日	
宾利	英国工厂	5月11日开始逐步恢复运营	

资料来源: 各公司公告, 招商证券(香港)

行业估值比较

公司	彭博 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)	市盈率(x)		市净率(x)		PEG(x)		ROE (%)		股息收益率(%)		净负债率(%)
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	
<b>汽车制造商</b>																	
吉利汽车	175 HK	买入	11.9	13.3	12%	14,003	10.4	9.3	1.6	1.4	0.6	0.8	15.4	15.2	2.5	2.8	-23.4
华晨中国	1114 HK	买入	6.8	9.7	43%	4,379	4.5	3.9	0.8	0.7	1.3	0.3	18.8	17.8	1.6	1.6	7.7
长城汽车	2333 HK	中性	5.0	5.2	5%	8,609	9.8	7.6	0.7	0.7	-1.7	0.3	7.5	9.1	5.2	6.7	-10.3
比亚迪股份	1211 HK	未评级	44.1	n.a	n.a	19,632	59.1	40.6	1.9	1.8	1.9	0.9	3.2	4.3	0.3	0.4	105.5
广州汽车	2238 HK	未评级	6.6	n.a	n.a	12,095	7.7	6.3	0.7	0.7	0.5	0.3	9.7	10.7	3.9	4.9	-19.6
中国重汽	3808 HK	未评级	15.7	n.a	n.a	5,556	9.5	9.1	1.3	1.2	0.5	1.8	14.1	13.5	4.1	4.2	-69.4
东风集团	489 HK	未评级	4.9	n.a	n.a	5,449	3.6	3.0	0.3	0.3	-0.2	0.2	8.5	9.0	6.0	6.8	20.1
平均*							7.6	6.5	0.9	0.8	0.2	0.6	12.3	12.6	3.9	4.5	-15.8
<b>汽车经销商</b>																	
中升控股	881 HK	买入	30.7	34.8	13%	8,928	13.4	11.0	2.6	2.2	1.4	0.5	19.5	19.9	1.6	1.9	98.1
和谐汽车	3836 HK	中性	3.5	3.6	4%	699	8.5	7.6	0.6	0.6	n.a	n.a	7.3	7.6	2.4	2.6	20.2
正通汽车	1728 HK	中性	1.1	审视中	n.a	355	3.3	3.0	0.2	0.2	0.2	0.3	5.8	6.0	6.6	7.2	139.2
美东汽车	1268 HK	未评级	13.9	n.a	n.a	2,065	21.1	15.5	7.0	5.4	1.0	0.4	36.1	39.6	2.3	3.2	45.1
永达汽车	3669 HK	未评级	7.4	n.a	n.a	1,734	7.3	6.0	1.0	0.9	0.7	0.3	16.0	16.9	4.4	5.4	116.3
宝信汽车	1293 HK	未评级	0.9	n.a	n.a	341	3.8	3.1	0.3	0.3	22.4	0.1	8.8	8.6	3.5	4.1	203.2
平均							9.6	7.7	2.0	1.6	5.1	0.3	15.6	16.4	3.5	4.1	103.7
<b>汽车零部件</b>																	
潍柴动力	2338 HK	买入	13.6	17.3	27%	14,212	10.2	9.1	1.9	1.6	1.7	0.7	18.4	17.9	2.4	2.8	32.4
福耀玻璃	3606 HK	买入	16.8	20.1	20%	6,372	14.2	12.2	1.7	1.6	-2.2	0.7	12.2	13.4	4.6	5.3	11.1
敏实集团	425 HK	买入	18.0	21.0	17%	2,648	12.0	10.6	1.2	1.2	-1.8	0.8	10.5	11.0	3.5	3.9	-9.8
耐世特	1316 HK	未评级	3.9	n.a	n.a	1,265	7.3	5.3	0.7	0.6	-0.3	0.1	9.7	11.9	4.9	5.8	-12.6
平均							10.9	9.3	1.4	1.3	-0.6	0.6	12.7	13.5	3.9	4.5	4.1
整体平均*							9.2	7.7	1.4	1.2	1.6	0.5	13.6	14.3	3.7	4.3	34.0

收盘价截至2020年4月27日, 未评级公司基于市场共识, 资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测; \*注: 汽车制造商平均和整体平均不含比亚迪股份

## 财务预测表

### 资产负债表

单位: 人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>15,581</b>	<b>17,774</b>	<b>15,103</b>	<b>16,138</b>	<b>17,460</b>
现金及现金等价物	6,358	8,353	6,326	6,783	7,415
限制性银行存款	8	3	3	3	3
贸易应收款项	5,539	4,481	4,125	4,477	4,893
存货	3,242	3,280	2,992	3,218	3,491
其他流动资产	435	1,657	1,657	1,657	1,657
<b>非流动资产</b>	<b>18,922</b>	<b>21,064</b>	<b>22,205</b>	<b>23,228</b>	<b>24,123</b>
物业、工厂及设备	17,115	18,038	19,145	20,150	21,032
租赁土地及土地使用权	1,050	1,051	1,057	1,063	1,069
无形资产	277	376	409	427	440
其他非流动资产	479	1,600	1,594	1,588	1,582
<b>总资产</b>	<b>34,503</b>	<b>38,839</b>	<b>37,309</b>	<b>39,367</b>	<b>41,583</b>
<b>流动负债</b>	<b>12,405</b>	<b>14,786</b>	<b>11,963</b>	<b>12,605</b>	<b>13,307</b>
贸易应付款项	4,274	4,206	3,837	4,126	4,477
应付税费	332	265	265	265	265
短期贷款	7,153	9,526	7,073	7,425	7,777
其他流动负债	645	789	789	789	789
<b>非流动负债</b>	<b>1,896</b>	<b>2,671</b>	<b>3,137</b>	<b>3,161</b>	<b>3,185</b>
借款	1,247	1,193	1,659	1,683	1,707
递延所得税负债	160	161	161	161	161
其他非流动负债	489	1,317	1,317	1,317	1,317
<b>负债合计</b>	<b>14,301</b>	<b>17,457</b>	<b>15,100</b>	<b>15,766</b>	<b>16,492</b>
发行股本	2,509	2,509	2,509	2,509	2,509
股本溢价	6,203	6,203	6,203	6,203	6,203
其他储备	2,329	2,831	3,020	3,241	3,488
留存收益	9,163	9,841	10,479	11,651	12,893
<b>股东应占权益</b>	<b>20,204</b>	<b>21,383</b>	<b>22,210</b>	<b>23,603</b>	<b>25,093</b>
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
<b>总权益</b>	<b>20,203</b>	<b>21,381</b>	<b>22,209</b>	<b>23,601</b>	<b>25,091</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>34,503</b>	<b>38,839</b>	<b>37,309</b>	<b>39,367</b>	<b>41,583</b>

### 现金流量表

单位: 人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,451</b>	<b>4,701</b>	<b>5,469</b>	<b>5,351</b>	<b>5,814</b>
税前盈利	4,962	3,231	3,150	3,664	4,112
折旧摊销	1,631	1,947	2,270	2,373	2,495
营运资金变动	174	41	274	(288)	(339)
其他经营活动	(1,316)	(518)	(226)	(398)	(453)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,971)</b>	<b>(2,699)</b>	<b>(3,238)</b>	<b>(3,216)</b>	<b>(3,189)</b>
资本支出	(3,430)	(2,682)	(3,378)	(3,378)	(3,378)
收购资产	(82)	(25)	(32)	(32)	(32)
投资变动	682	0	0	0	0
其他投资活动	(142)	8	171	194	220
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3,080)</b>	<b>(116)</b>	<b>(4,258)</b>	<b>(1,678)</b>	<b>(1,993)</b>
净借款	223	2,280	(1,988)	376	376
已付股息	(2,885)	(1,881)	(1,881)	(1,759)	(2,046)
其他融资活动	(418)	(514)	(389)	(295)	(323)
<b>现金净增加额</b>	<b>(600)</b>	<b>1,886</b>	<b>(2,027)</b>	<b>457</b>	<b>632</b>
汇兑损益	253	109	0	0	0
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>6,358</b>	<b>8,353</b>	<b>6,326</b>	<b>6,783</b>	<b>7,415</b>

### 利润表

单位: 人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>销售收入</b>	<b>20,225</b>	<b>21,104</b>	<b>19,429</b>	<b>21,085</b>	<b>23,045</b>
销售成本	(11,828)	(13,399)	(12,222)	(13,144)	(14,260)
<b>毛利</b>	<b>8,397</b>	<b>7,705</b>	<b>7,206</b>	<b>7,940</b>	<b>8,785</b>
分销成本	(1,468)	(1,482)	(1,360)	(1,476)	(1,613)
行政开支	(2,071)	(2,194)	(1,943)	(2,108)	(2,305)
研发开支	(888)	(813)	(758)	(822)	(899)
其他收入	147	182	117	127	138
其他损失	982	(13)	19	21	23
<b>运营利润</b>	<b>5,098</b>	<b>3,385</b>	<b>3,282</b>	<b>3,681</b>	<b>4,130</b>
财务收入	236	284	262	284	311
财务成本	(376)	(433)	(389)	(295)	(323)
财务净成本	(140)	(148)	(127)	(11)	(12)
应占合营企业利润	4	(6)	(5)	(6)	(6)
<b>税前利润</b>	<b>4,962</b>	<b>3,231</b>	<b>3,150</b>	<b>3,664</b>	<b>4,112</b>
应交所得税	(855)	(333)	(441)	(513)	(576)
<b>本年利润</b>	<b>4,107</b>	<b>2,898</b>	<b>2,709</b>	<b>3,151</b>	<b>3,536</b>
少数股东收益	13	0	0	0	0
<b>股东应占利润</b>	<b>4,120</b>	<b>2,898</b>	<b>2,709</b>	<b>3,151</b>	<b>3,536</b>
<b>每股收益(人民币元)</b>	<b>1.64</b>	<b>1.16</b>	<b>1.08</b>	<b>1.26</b>	<b>1.41</b>

### 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	8.1%	4.3%	-7.9%	8.5%	9.3%
营业利润	37.4%	-33.6%	-3.0%	12.2%	12.2%
净利润	30.9%	-29.7%	-6.5%	16.3%	12.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.5%	36.5%	37.1%	37.7%	38.1%
经营利润率	25.2%	16.0%	16.9%	17.5%	17.9%
净利润率	20.4%	13.7%	13.9%	14.9%	15.3%
ROE	20.4%	13.6%	12.2%	13.4%	14.1%
ROA	11.9%	7.5%	7.3%	8.0%	8.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.4%	44.9%	40.5%	40.0%	39.7%
净负债比例	10.1%	11.1%	10.8%	9.8%	8.2%
流动比率	1.26	1.20	1.26	1.28	1.31
速动比率	0.99	0.98	1.01	1.03	1.05
<b>营运能力</b>					
资产周转天数	598	634	715	664	641
存货周转天数	96	89	94	86	86
应收账款周转天数	97	87	81	74	74
应付账款周转天数	128	116	120	111	110
<b>每股资料(人民币元)</b>					
每股收益	1.64	1.16	1.08	1.26	1.41
每股现金	2.53	3.33	2.52	2.70	2.96
每股净资产	8.05	8.52	8.85	9.41	10.00
每股派息	0.75	0.75	0.70	0.82	0.92
<b>估值比率(x)</b>					
P/E	9.4	13.3	14.2	12.2	10.9
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5

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档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