

正通汽车

上调至推荐评级；目标市值 180 亿元

观点聚焦

投资建议

我们将正通汽车上调至推荐评级，同时上调目标价 98% 至 8.9 港元，对应 19 倍 2017 年市盈率。理由如下：

- **2017 年业绩有望全面反转；经销商业务将推动扩张。**自 2014 年上半年开始正通汽车经销商服务快速扩张，预计 2016 年新增不少门店。随着经销商服务受益豪车需求上升和宝马、奔驰、奥迪产品周期，预计正通汽车 2017 年业绩将全面反转。
- **汽车金融业务将进入高速增长期。**经历了漫长的起步阶段之后，正通汽车的金融服务业务有望进入高速增长期：1) 精心准备之后业务系统已经较为完善；2) 随着数据不断积累，运营安排有望优化；作为经中国银监会获批的第一家非主机厂背景的专业性汽车金融公司，正通汽车的金融服务业务将在资金成本和规模效应方面享有独特优势。

我们与市场的最大不同？目前行业 2017 年市盈率估值约为 8~9 倍，我们认为未来有望达到 12 倍。经销商板块股价仍存在 50% 上行空间。

潜在催化剂：正通汽车正在快速赶超。随着新宝马 5 系在 2017 年下半年推出，公司将获得新的增长动力。

盈利预测与估值

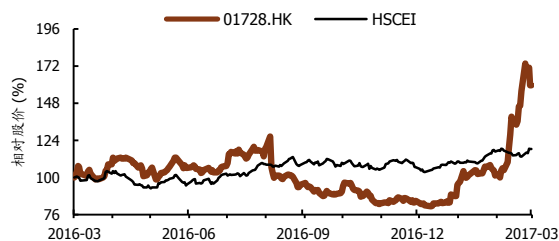
我们分别给予正通汽车经销商业务、汽车金融业务、物流业务市值 100 亿元、50 亿元、30 亿元，对应总市值 180 亿元。我们上调正通汽车至推荐评级，上调目标价 98% 至 8.9 港元，对应 19 倍 2017 年市盈率；同时，我们上调 2017 年盈利预测 10.8% 至 9.43 亿元。

风险

新车销售盈利能力不及预期。

上调至推荐

股票代码	01728.HK
评级	↑ 推荐
最新收盘价	港币 4.34
目标价	港币 8.90
52 周最高价/最低价	港币 4.89~2.20
总市值(亿)	港币 100
30 日均成交额(百万)	港币 85.88
发行股数(百万)	2,210
其中：自由流通股(%)	100
30 日均成交量(百万股)	22.36
主营行业	汽车及零部件



(人民币 百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	29,361	33,761	38,383	42,591
增速	-5.0%	15.0%	13.7%	11.0%
归属母公司净利润	619	499	943	1,139
增速	-23.0%	-19.3%	88.9%	20.8%
每股净利润	0.28	0.23	0.43	0.52
每股净资产	3.93	4.08	4.45	4.86
每股股利	0.08	0.06	0.12	0.14
每股经营现金流	0.69	0.16	0.36	0.36
市盈率	13.0	17.2	9.1	7.7
市净率	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	12.9	12.9	7.6	6.4
股息收益率	2.2%	1.6%	3.1%	3.6%
平均总资产收益率	2.7%	2.0%	3.6%	4.1%
平均净资产收益率	7.3%	5.6%	10.0%	11.1%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

奉玮

分析师

wei.feng@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080513110002

SFC CE Ref: BCK590

任丹霖

联系人

danlin.ren@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080116060043



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
利润表					成长能力				
营业收入	29,361	33,761	38,383	42,591	营业收入	-5.0%	15.0%	13.7%	11.0%
营业成本	-26,775	-30,823	-34,880	-38,646	营业利润	-17.1%	-6.7%	56.2%	18.2%
营业费用	-847	-1,182	-1,113	-1,193	EBITDA	-54.1%	4.3%	63.7%	18.4%
管理费用	-912	-1,104	-1,113	-1,193	净利润	-23.0%	-19.3%	88.9%	20.8%
其他	0	0	0	0	盈利能力				
营业利润	1,351	1,260	1,968	2,326	毛利率	8.8%	8.7%	9.1%	9.3%
财务费用	-460	-547	-599	-656	营业利润率	4.6%	3.7%	5.1%	5.5%
其他利润	0	0	0	0	EBITDA 利润率	3.4%	3.1%	4.5%	4.8%
利润总额	922	745	1,401	1,702	净利率	2.1%	1.5%	2.5%	2.7%
所得税	-293	-238	-443	-545	偿债能力				
少数股东损益	-10	-8	-15	-19	流动比率	1.06	1.05	1.08	1.10
归属母公司净利润	619	499	943	1,139	速动比率	0.78	0.73	0.77	0.79
EBITDA	1,012	1,055	1,728	2,046	现金比率	0.26	0.24	0.26	0.27
扣非后净利润	619	499	943	1,139	资产负债率	63.3%	64.5%	63.8%	63.0%
资产负债表					净债务资本比率	55.9%	54.0%	44.8%	37.8%
货币资金	3,080	3,117	3,629	4,033	回报率分析				
应收账款及票据	5,294	5,642	6,309	6,885	总资产收益率	2.7%	2.0%	3.6%	4.1%
存货	3,194	4,138	4,300	4,659	净资产收益率	7.3%	5.6%	10.0%	11.1%
其他流动资产	835	853	855	857	每股指标				
流动资产合计	12,403	13,749	15,094	16,434	每股净利润 (元)	0.28	0.23	0.43	0.52
固定资产及在建工程	3,428	3,877	4,326	4,771	每股净资产 (元)	3.93	4.08	4.45	4.86
无形资产及其他长期资产	7,848	7,804	7,783	7,794	每股股利 (元)	0.08	0.06	0.12	0.14
非流动资产合计	11,276	11,681	12,109	12,565	每股经营现金流 (元)	0.69	0.16	0.36	0.36
资产合计	23,680	25,431	27,203	28,999	估值分析				
短期借款	5,651	5,651	5,651	5,651	市盈率	13.0	17.2	9.1	7.7
应付账款	5,133	6,502	7,406	8,259	市净率	0.9	1.0	0.9	0.8
其他流动负债	972	972	972	972	EV/EBITDA	12.9	12.9	7.6	6.4
流动负债合计	11,756	13,126	14,029	14,882	股息收益率	2.2%	1.6%	3.1%	3.6%
长期借款	2,346	2,396	2,446	2,496					
非流动负债合计	3,234	3,284	3,334	3,384					
负债合计	14,990	16,410	17,364	18,266					
股本	2,210	2,210	2,210	2,210					
未分配利润	6,378	6,702	7,505	8,380					
股东权益合计	8,689	9,021	9,839	10,733					
负债及股东权益合计	23,680	25,431	27,203	28,999					
现金流量表									
税前利润	922	745	1,401	1,702					
折旧和摊销	-339	-205	-240	-280					
营运资本变动	105	60	72	-83					
其他	839	-238	-443	-545					
经营活动现金流	1,526	362	790	794					
资本开支	-769	-200	-188	-176					
其他	0	0	0	0					
投资活动现金流	-769	-200	-188	-176					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	128	50	50	50					
其他	-732	-175	-140	-264					
筹资活动现金流	-605	-125	-90	-214					
汇率变动对现金的影响	11	0	0	0					
现金净增加额	164	36	512	404					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

正通汽车是中国第 9 大经销商集团，专注于经销宝马/Mini、奥迪、捷豹路虎、沃尔沃等豪华品牌汽车和日产、别克、现代、本田、雪佛兰等中高档品牌。公司的汽车经销业务涵盖拥有大型、成熟汽车市场的中国富庶地区以及迅速发展地区的多个城市，集团亦有设立汽车物流业务和润滑油贸易业务。至 2014 年，正通拥有 105 家 4S 经销店，其中 22 家为宝马，占到宝马 4S 店数量的 5%。



目录

经销商业务扩张进行时	4
汽车金融业务快速成长	4
盈利预测与估值	6
分部估值	8
附录: 正通汽车业务介绍	11

图表

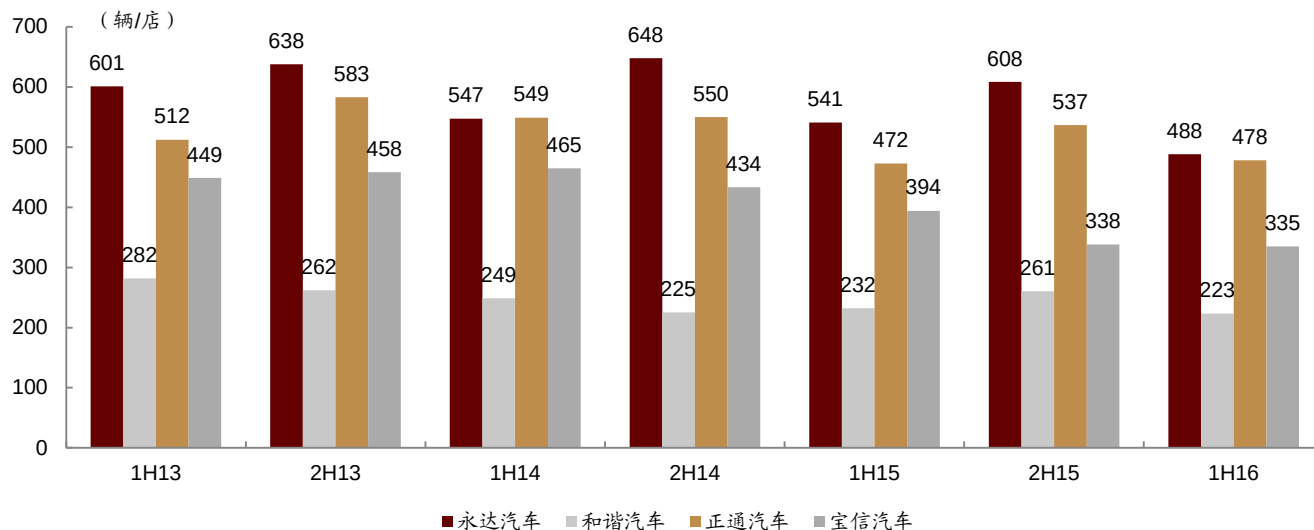
图表 1: 截至 2016 年上半年正通汽车店均新车销量情况	4
图表 2: 正通汽车门店数量	4
图表 3: 2015 年~2016 年上半年正通汽车金融业务增长情况	5
图表 4: 2015 年~2016 年上半年正通汽车金融服务增长情况	5
图表 5: 盈利预测调整	6
图表 6: 分业务关键假设	7
图表 7: 正通汽车经销商业务净利润	8
图表 8: 正通汽车历史市盈率	8
图表 9: 港股汽车经销商平均动态市盈率水平	8
图表 10: 可比公司汽车金融业务估值	9
图表 11: 正通汽车金融业务资产和净利润预测	9
图表 12: 物流业务净利润预测	9
图表 13: 可比公司物流业务估值	10
图表 14: 正通汽车门店分布 (截至 2016 年上半年)	11
图表 15: 正通汽车门店结构 (截至 2016 年上半年)	11
图表 16: 正通汽车旗下各品牌门店数量 (截至 2016 年上半年)	12
图表 17: 收入拆分	12
图表 18: 分业务收入分拆	12
图表 19: 新车销售毛利润率	13
图表 20: 售后服务毛利润率	13
图表 21: 中国和其他国家汽车金融渗透率对比	13
图表 22: 国内汽车金融市场竞争格局和主要参与者	14
图表 23: 物流收入和总收入	15



经销商业务扩张进行时

自 2013 年以来，正通汽车每半年约新增四家 4S/5S 门店，店均销量约为 526 辆，在有数据的可比公司中单店销量排名第二。虽然公司不断新增门店，但是店均销量依然维持稳定。

图表 1：截至 2016 年上半年正通汽车店均新车销量情况



资料来源：公司资料，中金公司研究部

2013 年正通汽车获批新建 24 间 4S/5S 门店，其中一半以上已经在 2016 年上半年以前开业。基于施工进度，我们预计 2016 年下半年约有超过十间门店开业。

图表 2：正通汽车门店数量

	运营中门店数	待开业门店数	待开业 5S/4S 店数
2013	92	31	24
2014	105	28	22
2015	112	15	14
1H16	113	15	13

资料来源：公司资料，中金公司研究部

我们认为经销商业务扩张将提振公司盈利能力，主要考虑：

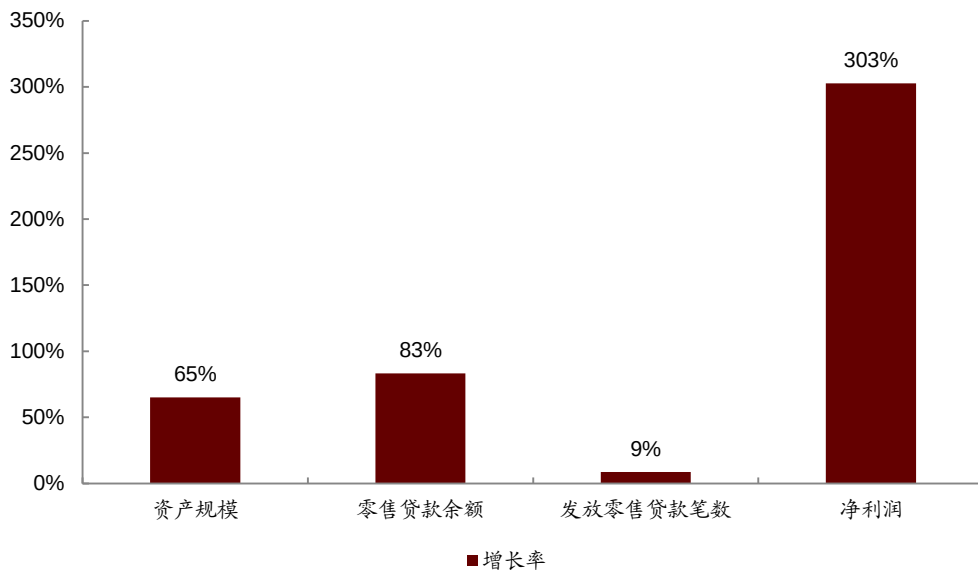
- ▶ 新增门店均为豪华车和超豪华品牌，因此销售均价有望提升，总销售额有望增加，毛利润率有望优化。
- ▶ 新增门店地域分布更为均衡，正通汽车的地域优势有望进一步强化。
- ▶ 新增门店有望带来新车销售服务增量价值，例如维护、金融服务、保险代理佣金等。

汽车金融业务快速成长

经过长时间的筹备，正通汽车的汽车金融平台东正汽车金融于 2015 年 3 月成为经银监会批准的第一家非主机厂商背景的专业性汽车金融公司，并于 2015 年 4 月正式开始运营。截至 2015 年上半年，东正汽车金融汽车零售贷款余额超过 6 亿元，且汽车金融服务每一项指标均实现较快增长。



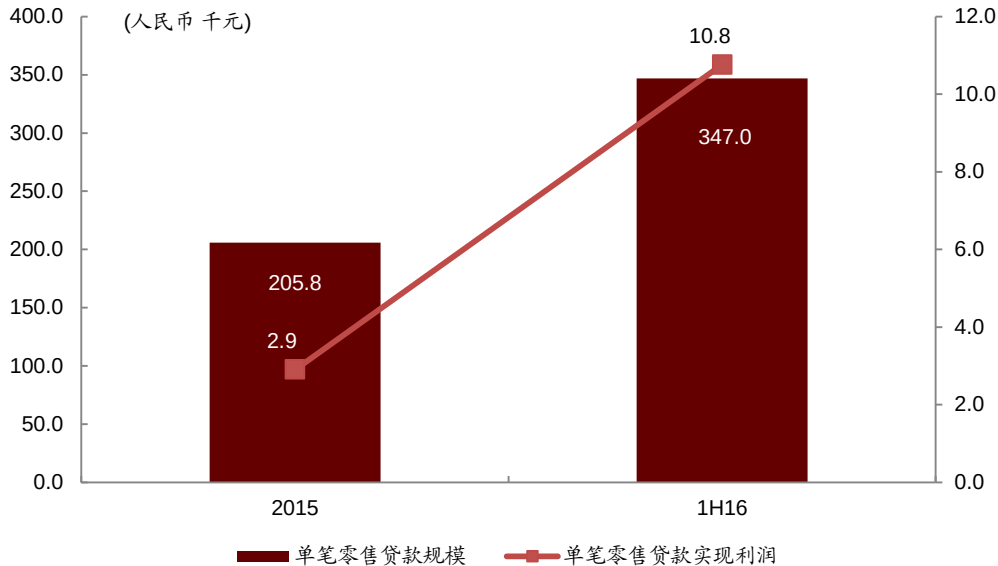
图表 3: 2015 年~2016 年上半年正通汽车金融业务增长情况



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

值得注意的是, 2015 年~2016 年上半年, 通过东正汽车金融购买的汽车数量仅增长 9%, 但是零售贷款余额大幅增长 83%, 净利润增长约 3 倍。换言之, 单车零售贷款和单车净利润显著增长。随着公司汽车金融业务由起步阶段进入高速增长阶段, 预计盈利能力将显著提升。

图表 4: 2015 年~2016 年上半年正通汽车金融服务增长情况



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

我们认为公司金融服务快速增长的原因包括: 1) 精心准备之后业务系统已经较为完善; 2) 随着数据不断积累, 运营安排有望优化; 作为经中国银监会获批的第一家非主机厂背景的专业性汽车金融公司, 东正汽车金融将在资金成本和规模效应方面享有独特优势。



盈利预测与估值

2017年有望全面反转

我们预计2017年正通汽车业绩有望全面反转，主要因为：

- ▶ 我们预计豪华车品牌销量有望实现双位数增长，主要推动力来自需求提升和高端购买力改善；因此豪华车品牌经销商有望受益。
- ▶ 宝马新产品周期有望提供强劲增长动力，预计将推动市场份额回升和相关产业链盈利能力显著改善。
- ▶ 随着渗透率和新车销售趋势上升，正通汽车的自有汽车金融服务有望快速增长。此外，正通汽车的金融产品已经成功进入其他经销商网络，未来将继续扩张，从而推动盈利增长。
- ▶ 2014~2016年，正通汽车持续新开门店。经过1~2年的发展，预计新增门店的盈利能力将逐步成熟，带来较大增量。

因此，基于以下关键假设，我们上调2016~2017年盈利预测12.5%和88.3%至4.92亿元和9.43亿元，同时引入2018年盈利预测11.39亿元。

图表5：盈利预测调整

人民币：百万	2015A	2016e	2017e		
	实际值	调整后	调整前	调整后	变化
营业收入	29,361	33,761	33,853	38,383	13.4%
营业成本	26,775	30,823	30,924	34,880	12.8%
毛利	2,587	2,938	2,928	3,503	19.6%
其他业务收入	524	608	609	691	13.4%
销售费用	847	1,182	863	1,113	29.0%
管理费用	912	1,104	914	1,113	21.8%
财务费用	460	547	528	599	13.4%
税前利润	922	745	1,264	1,401	10.8%
所得税	293	238	399	443	10.9%
少数股东收益	-10	-8	-14	-15	9.5%
净利润	619	499	851	943	10.8%
每股收益（元）	0.28	0.23	0.38	0.43	12.3%

资料来源：公司资料，中金公司研究部



图表 6：分业务关键假设

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营业务收入					
中高端车	3,512	3,396	4,034	4,394	4,785
豪华车	23,618	21,907	24,941	28,395	31,485
售后服务	3,180	3,375	3,881	4,463	4,999
物流服务和润滑油	600	615	646	678	712
金融服务		68	258	452	610
增长率					
中高端车	13.3%	-3.3%	18.8%	8.9%	8.9%
豪华车	0.5%	-7.2%	13.9%	13.9%	10.9%
售后服务	14.3%	6.1%	15.0%	15.0%	12.0%
物流服务和润滑油	29.7%	2.5%	5.0%	5.0%	5.0%
金融服务			280.0%	75.0%	35.0%
销量					
中高端车	28,279	27,438	32,926	36,218	39,840
豪华车	59,613	61,017	70,170	80,695	90,378
增长率					
中高端车	18%	-3%	20%	10%	10%
豪华车	9%	2%	15%	15%	12%
平均单位售价（人民币千元）					
中高端车	124	124	123	121	120
豪华车	396	359	355	352	348
增长率					
中高端车	-4%	0%	-1%	-1%	-1%
豪华车	-8%	-9%	-1%	-1%	-1%
销售网络（门店数量）					
中高端车	16	15	15	15	15
豪华车	89	90	105	113	118
单位门店平均销量					
中高端车	1,767	1,829	2,195	2,415	2,656
豪华车	670	678	668	714	766
增长率					
中高端车	18%	3%	20%	10%	10%
豪华车	-15%	1%	-1%	7%	7%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

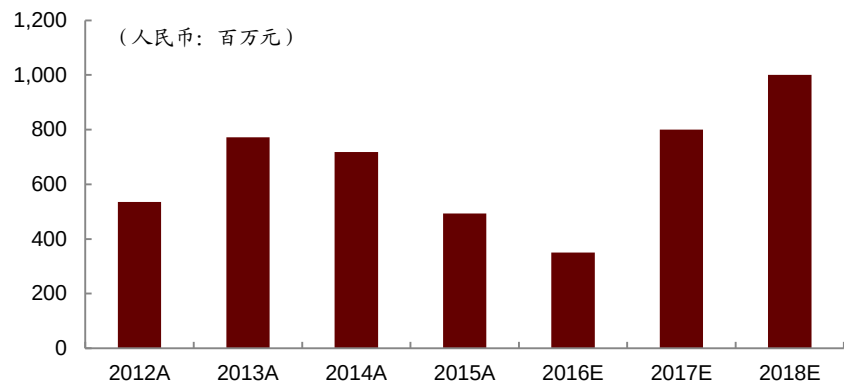


分部估值

经销商业务：目标估值 100 亿元

基于平均净利润率 2%，我们估计 2017 年正通汽车新车销售净利润将达到 7~8 亿元；考虑公司门店持续扩张和宝马、奔驰、奥迪新产品周期，我们给予正通汽车经销商业务 12.5 倍市盈率，对应目标市值 100 亿元。

图表 7：正通汽车经销商业务净利润



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 8：正通汽车历史市盈率



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 9：港股汽车经销商平均动态市盈率水平

平均 PE TTM over 2017/1/1 to 2017/3/15	
正通汽车	10.57
永达汽车	12.68
和谐汽车	8.02
中升控股	23.81
平均	13.77

资料来源：公司资料，中金公司研究部



汽车金融业务: 目标市值 50 亿元

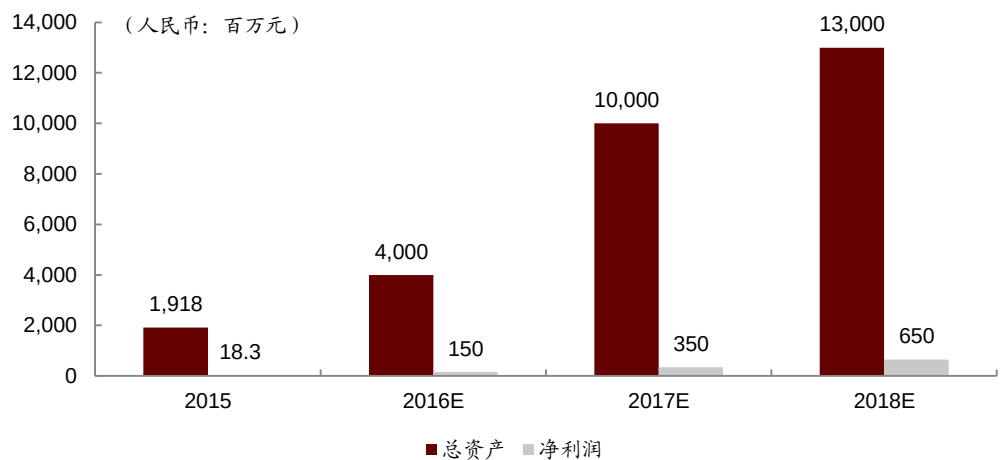
预计 2017 年总资产 100 亿元, 净利润 3.5 亿元, 给予 14 倍市盈率 (可比公司平均水平), 对应目标市值 50 亿元。

图表 10: 可比公司汽车金融业务估值

股票代码	公司名称	P/E TTM
3963.HK	融众金融	10.16
1606.HK	国银租赁	18.86
平均		14.51

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 11: 正通汽车金融业务资产和净利润预测

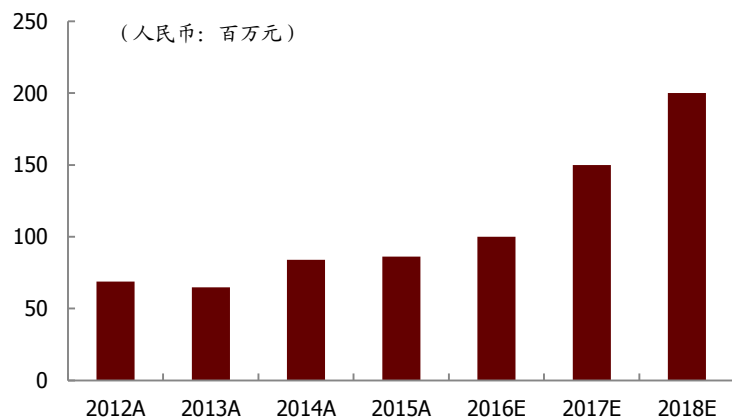


资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

汽车物流业务: 目标市值 30 亿元

预计未来 5 年物流业务净利润率将稳定在 5% 左右, 但是随着新物流订单生效, 收入有望大幅增长。预计 2017 年物流业务净利润 1.5 亿元, 给予 20 倍市盈率 (可比公司平均水平), 对应目标市值 30 亿元。

图表 12: 物流业务净利润预测



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



图表 13: 可比公司物流业务估值

Ticker	Company	P/E TTM
600057.SH	Xiamen Xiangyu	25.81
600787.SH	CMST Development	29.37
600270.SH	Sinotrans Air Transportation	15.37
600153.SH	Xiamen C&D Inc	13.17
603128.SH	CTS Logistics	36.99
0144.HK	China Merchants Port	15.19
0152.HK	Shenzhen International	15.29
0636.HK	Kerry Logistics	9.43
Average		20.08

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

我们分别给予正通汽车经销商业务、汽车金融业务、物流业务市值 **100 亿元、50 亿元、30 亿元**, 对应总市值 **180 亿元**。我们上调正通汽车至推荐评级, 上调目标价 **98%至 8.90 港元**, 对应 **19 倍 2017 年市盈率**; 同时, 我们上调 **2017 年盈利预测 10.8%至 9.43 亿元**。

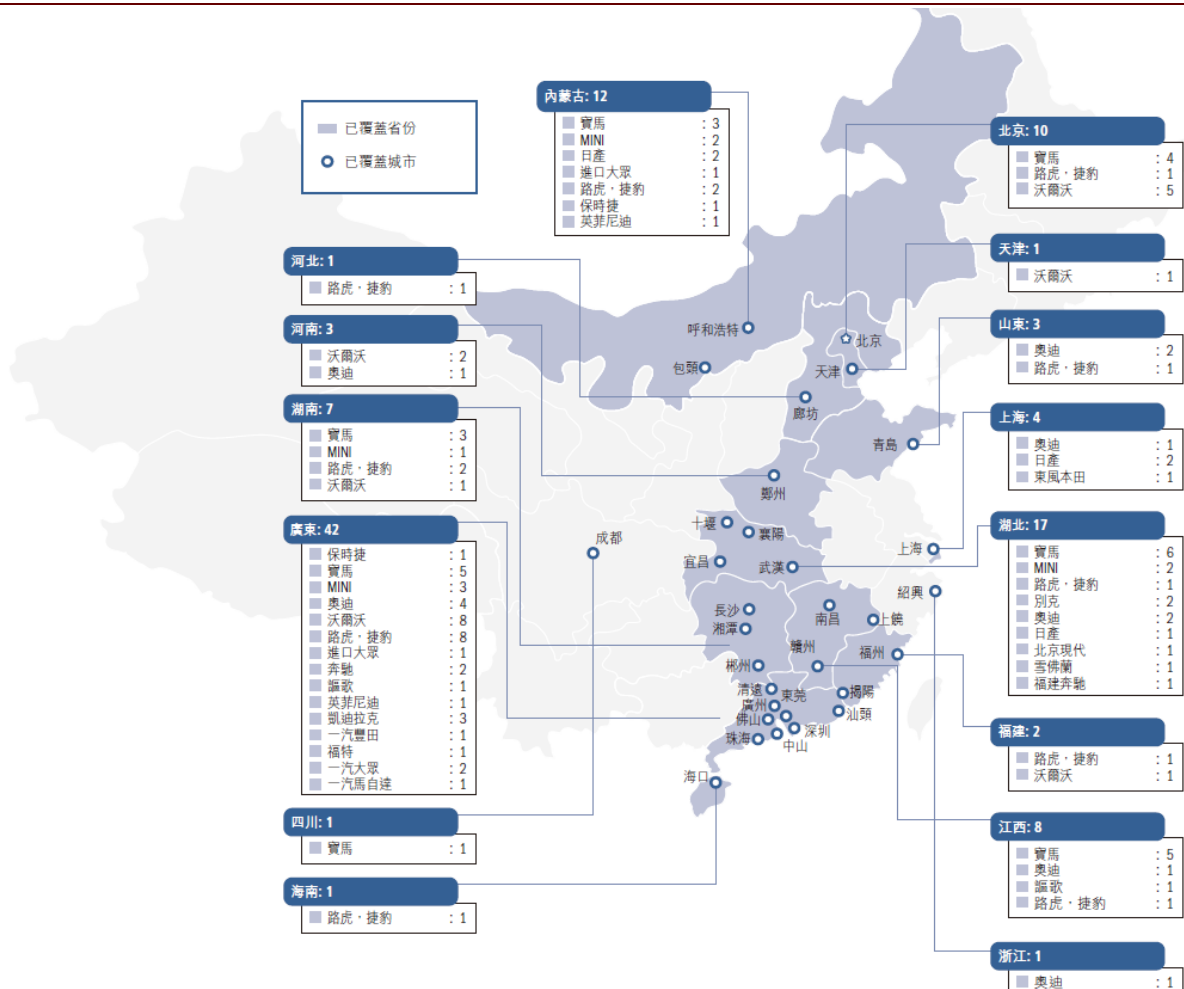


附录：正通汽车业务介绍

汽车经销商业务

品牌和门店。正通汽车旗下共 113 家经销商门店，包括 5S/4S 店、城市展厅、服务中心等，大部分集中在东南地区。

图表 14：正通汽车门店分布（截至 2016 年上半年）



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 15：正通汽车门店结构（截至 2016 年上半年）

	已开业网点数
豪华及超豪华品牌 4S/5S 店	78
中高端品牌 4S 店	15
豪华品牌城市展厅	15
豪华品牌授权维修中心	5
二手车中心	0
总计	113

资料来源：公司资料，中金公司研究部

正通汽车经销商门店主要经营豪华车以及超豪华车品牌，旗下共有 27 家宝马门店、19 家路虎门店、12 家奥迪门店。正通汽车是香港上市经销商中为数不多囊括宝马、奔驰、奥迪品牌经销权的企业。考虑到奔驰延续其强劲的产品周期，宝马将在 2017 年迎来新的



产品周期以及奥迪将在 2018 年推出明星产品翻新版,我们认为正通汽车有望持续受益三大品牌,减小周期性和季节性风险。

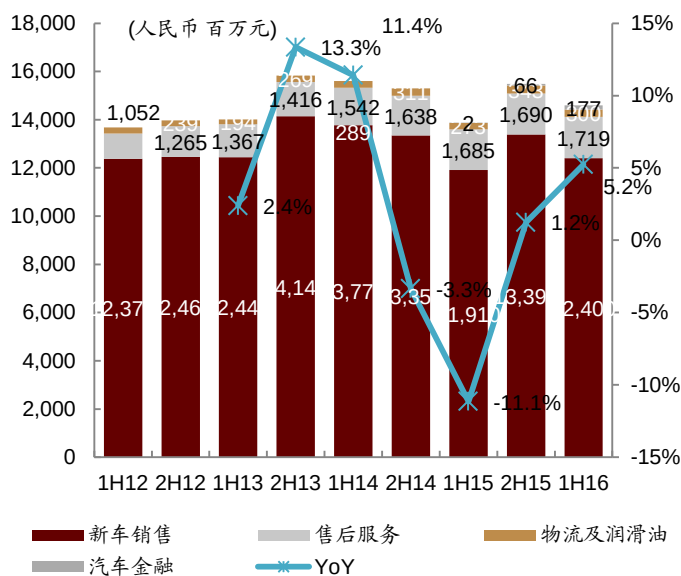
图表 16: 正通汽车旗下各品牌门店数量 (截至 2016 年上半年)



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

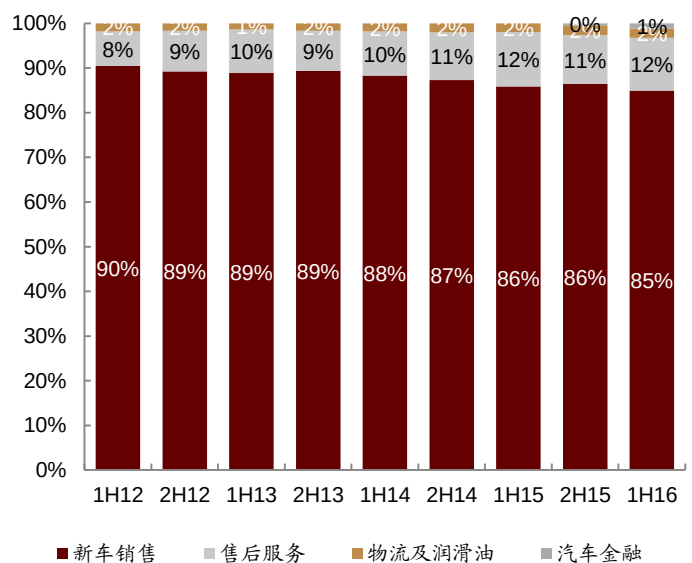
收入和利润率水平。自 2015 年上半年开始, 正通汽车收入开始提速, 经销商业(包括新车销售和售后服务)收入占比超过 97%。经销商业的收入结构也逐渐改善, 售后服务占比由 8%提升至 12%, 新车销售收入占比 2012 年上半年~2016 年上半年下降了 5 个百分点。

图表 17: 收入拆分



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 18: 分业务收入分拆

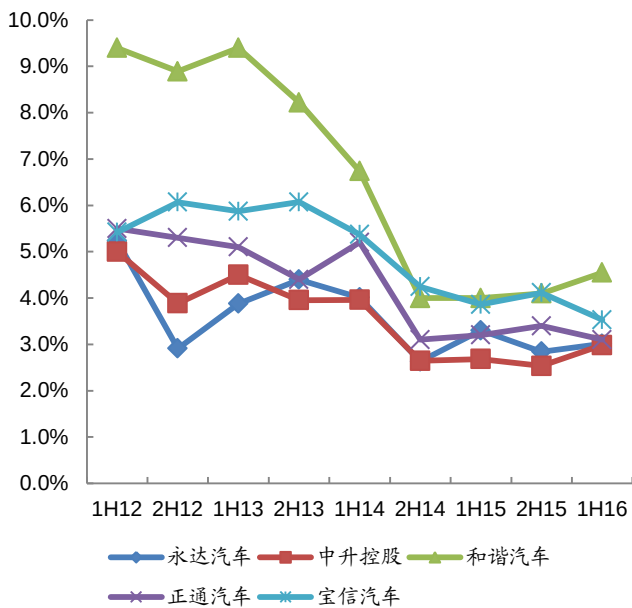


资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

正通汽车新车销售毛利润率 2014 年上半年触底, 此后一直维持在平均水平。售后服务毛利润率 2014 年上半年~2015 年上半年表现好于同业, 但是 2016 年上半年回到了平均水平。我们认为 2016 年上半年开始公司新车销售毛利润率将实现反转, 售后服务毛利润率也将随着同业情况改善而逐步复苏。

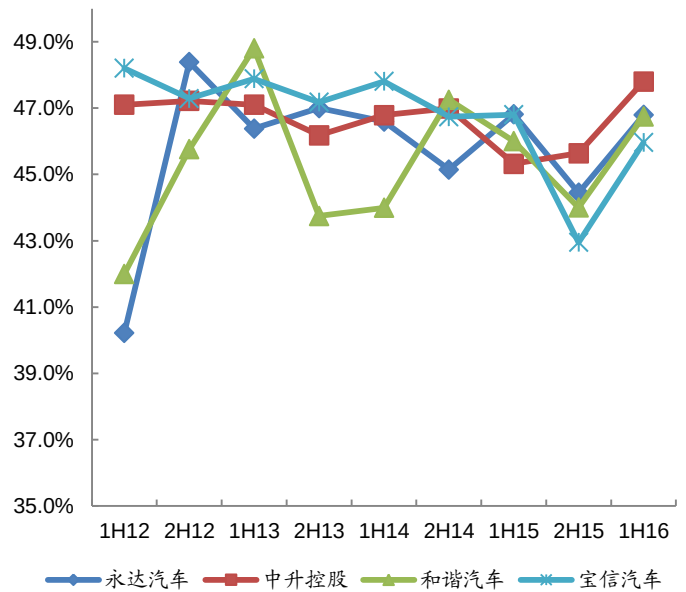


图表 19: 新车销售毛利率



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 20: 售后服务毛利率



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

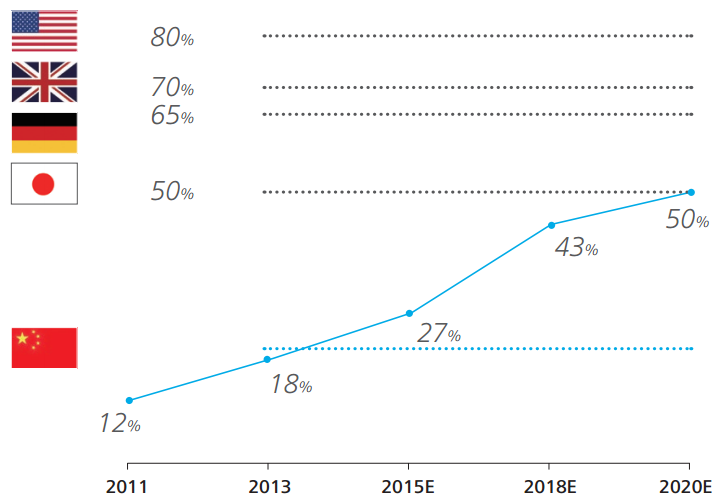
汽车金融业务

渗透率较低。国内汽车金融业务才刚刚起步, 2014 年底渗透率不到 20%, 不仅低于欧美和日本等发达国家, 同时也低于俄罗斯、印度、巴西等金砖国家。汽车金融在中国渗透率较低的主要原因在于:

- ▶ 老一代消费者融资买车意识不强;
- ▶ 国内汽车金融市场不成熟, 产品较少。

随着供需情况改善(金融产品多样化、居民理财意识增强、年轻一代逐渐成为消费主力), 汽车金融有望进入黄金期实现高速增长。

图表 21: 中国和其他国家汽车金融渗透率对比



资料来源: Deloitte, 中金公司研究部



汽车金融市场的主要参与者包括银行、汽车金融公司、租赁公司、小贷公司、互联网金融公司和汽车经销商（例如广汇汽车和永达汽车）。

图表 22：国内汽车金融市场竞争格局和主要参与者



资料来源：Deloitte，中金公司研究部

正通汽车独特的优势

经过长时间的筹备，正通汽车的汽车金融平台东正汽车金融于**2015年3月**成为经银监会批准的**第一家非主机厂商背景的专业性汽车金融公司**，并于2015年4月正式开始运营。正通汽车持股95%，东风汽车持股5%。

物流服务

合同物流：准入门槛较高。正通汽车的物流服务属合同物流，将资源管理外包给第三方企业。合同物流企业主要负责设计和规划供应链、设计基础设施、仓储、运输、处理订单、收款、管理库存、提供客服等。

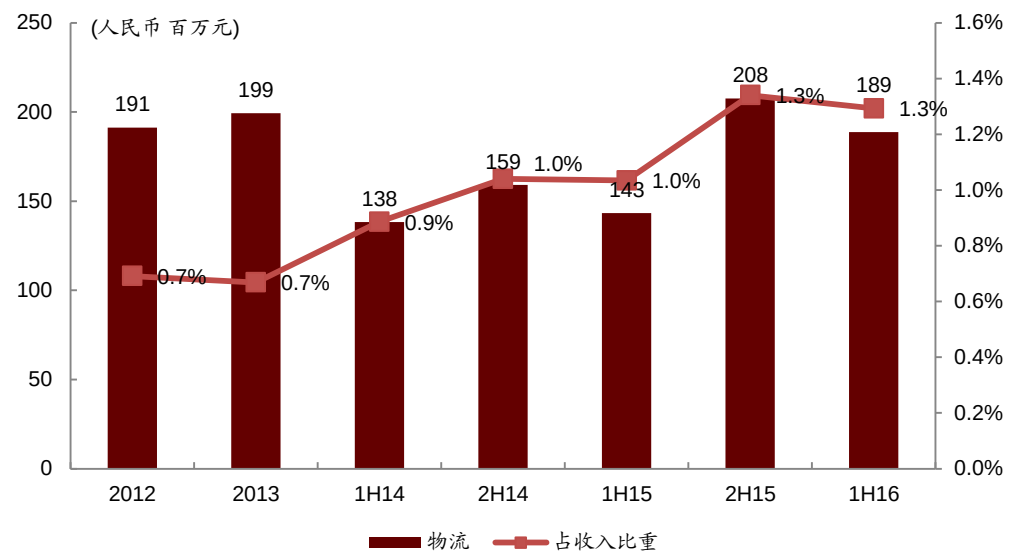
两家子公司贡献稳定

正通汽车供应链业务主要由汽车物流业务和汽车养护用品贸易两部分组成。汽车物流业务主要服务国内主流汽车集团，服务网络覆盖25个省市。作为国内技术领先的汽车物流服务平台，我们认为正通汽车的物流业务未来增长潜力很大，公司目标成为国内最大的独立第三方汽车物流服务供应商之一。

正通汽车旗下有两家物流子公司，分别是正通风神（持股比例50%）和圣泽捷运（持股比例100%）。2015年下半年~2016年上半年物流服务收入占比约为1.3%。



图表 23：物流收入和总收入



资料来源：公司资料，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（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，但中国国际金融股份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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。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。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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告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。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告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”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。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。

本报告由受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”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将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，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

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。

V160908

翻译：刘剑

编辑：江薇、张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
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

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市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

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

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

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

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

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

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

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

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

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

