



华润啤酒

内生专注产品结构和资产整合

业绩回顾

减值损失增加拖累税后利润，符合预期

华润啤酒公布2016业绩：收入286.94亿元，同比增长2.6%；净利润6.29亿元，同比下降5.7%，对应每股盈利0.22元。若剔除2016年4.64亿元和2015年1.43亿元关闭亏损产能计提的减值损失，税后利润将同比增长28%至18.8亿元，对应2016年税后利润率6.56%（2015年为5.26%）。

发展趋势

今年需求或将小幅改善，公司将继续致力于扩大市场份额。考虑2016下半年销量差距收窄，且今年1季度零售端持平，预计今年啤酒需求或有小幅改善。公司仍坚持销量增速继续超行业均值的目标，正如我们过去几年看到的一样。2016年行业销量同比下降4.4%，而华润则小幅增0.3%。

成本上行或引发担忧，华润啤酒将通过产品结构提升和降低销售费用率来解决成本问题。2016年因原材料价格疲弱，吨成本同比下降1.6%。虽然今年包装和运输成本上涨值得担忧，但我们认为公司 will 通过产品组合及更加高效地利用销售费用来应对。改善产品结构是公司主要目标之一，2016年中高端产品销量增长超10%（公司整体销量增速仅0.3%），吨价因而上升2.3%。促销费用增加导致2016下半年销售费用上涨，但我们认为2017年正常化的全年销售费用率应在17%左右或者更低，以应对成本压力，因为利润率提升也是公司的重要目标之一。

为了长期利润率增长前景，资产整合刚刚开始。削减冗余产能和低效资产是一项持续性的工作，能够帮助公司改善长期利润率，但同时也可能带来减值损失，增加近期盈利预测的不确定性。减值损失从2015年1.43亿元大幅增至2016年的4.64亿元，主要因为2015年仅涉及四川地区，而2016年则扩大到华中、华东和东北。但我们认为未来几年这一脚步或将放缓，以达到近期和远期更好的折衷。因此2017年管理费用可能同比下降，以缓解成本压力，并有助于完成利润率改善的目标。

行业整合方面，公司看好双方之间可以形成协同确定性高的标的，我们仍看好今年强强联合的机会。

盈利预测

基本维持对FY17/18年的盈利预期。

估值与建议

目前，公司股价对应12.4倍2017EV/EBITDA。我们维持推荐的评级和20.00港元的目标价。2017年底目标价对应13.9倍的2017年EV/EBITDA（因折旧费用降低且净债务增加EV/EBITDA大幅上涨），较全球可比公司均值有15%的溢价，以反映受整合的推动华润啤酒更好的增长潜力。

风险

需求恶化；成本大幅上行；行业整合进一步推迟。

袁霏阳

分析员

feiyang.yuan@cicc.com.cn

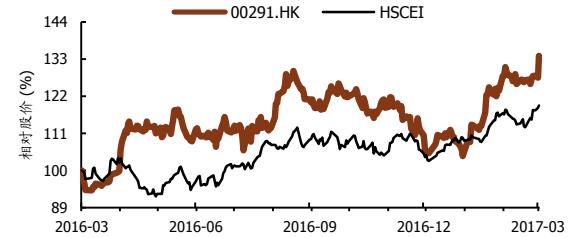
SAC执证编号：S0080511030012

SFC CE Ref: A1Z727

维持推荐

股票代码	00291.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币18.66
目标价	港币20.00

52周最高价/最低价	港币18.90~12.85
总市值(亿)	港币610
30日日均成交额(百万)	港币70.42
发行股数(百万)	3,244
其中：自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	3.95
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	27,959	28,694	30,353	32,110
增速	0.9%	2.6%	5.8%	5.8%
归属母公司净利润	-4,118	629	1,978	2,252
增速	N.M.	N.M.	214.5%	13.9%
每股净利润	-1.27	0.19	0.61	0.69
每股净资产	5.96	5.45	5.98	6.55
每股股利	7.41	0.08	0.12	0.14
每股经营现金流	1.45	1.03	1.27	1.33
市盈率	N.M.	86.2	27.4	24.6
市净率	2.6	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	17.7	15.5	12.4	11.3
股息收益率	47.4%	0.5%	0.7%	0.8%
平均总资产收益率	-4.4%	1.5%	4.5%	4.8%
平均净资产收益率	-10.9%	3.4%	10.7%	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



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
利润表									
营业收入	27,959	28,694	30,353	32,110	成长能力				
营业成本	-19,272	-19,021	-20,042	-20,997	营业收入	0.9%	2.6%	5.8%	5.8%
营业费用	-4,552	-5,033	-5,324	-5,632	营业利润	-1.8%	-6.3%	42.9%	13.5%
管理费用	-3,003	-3,535	-3,066	-3,243	EBITDA	1.3%	0.6%	21.7%	8.5%
其他	0	0	0	0	净利润	N.M.	N.M.	214.5%	13.9%
营业利润	1,951	1,828	2,612	2,964					
财务费用	-228	-89	-76	-76					
其他利润	0	0	0	0					
利润总额	1,723	1,739	2,536	2,888					
所得税	-394	-320	-558	-635					
少数股东损益	-110	-790	0	0					
归属母公司净利润	-4,118	629	1,978	2,252					
EBITDA	3,542	3,565	4,340	4,710					
扣非后净利润	667	629	1,978	2,252					
资产负债表									
货币资金	2,927	3,590	5,129	6,785	盈利能力				
应收账款及票据	1,531	1,253	1,325	1,402	毛利率	31.1%	33.7%	34.0%	34.6%
存货	6,488	6,110	6,438	6,745	营业利润率	7.0%	6.4%	8.6%	9.2%
其他流动资产	90	75	75	75	EBITDA 利润率	12.7%	12.4%	14.3%	14.7%
流动资产合计	11,036	11,028	12,968	15,007	净利润率	-14.7%	2.2%	6.5%	7.0%
固定资产及在建工程	21,389	20,900	21,091	21,267					
无形资产及其他长期资产	10,343	10,702	11,188	11,672					
非流动资产合计	31,732	31,602	32,279	32,939					
资产合计	42,768	42,630	45,247	47,946					
短期借款	1,778	1,592	1,592	1,592					
应付账款	16,778	16,411	17,292	18,116					
其他流动负债	194	80	84	88					
流动负债合计	18,750	18,083	18,969	19,796					
长期借款	3,839	2,953	2,953	2,953					
非流动负债合计	4,698	4,158	4,172	4,186					
负债合计	23,448	22,241	23,140	23,982					
股本	5,941	14,090	14,090	14,090					
未分配利润	4,115	3,511	5,229	7,086					
股东权益合计	19,320	17,667	19,385	21,242					
负债及股东权益合计	42,768	39,908	42,525	45,224					
现金流量表									
税前利润	-1,971	1,739	2,536	2,888	估值分析				
折旧和摊销	3,540	1,737	1,728	1,746	市盈率	N.M.	86.2	27.4	24.6
营运资本变动	739	244	480	439	市净率	2.6	3.1	2.8	2.6
其他	2,382	-378	-639	-751	EV/EBITDA	17.7	15.5	12.4	11.3
经营活动现金流	4,690	3,342	4,104	4,322	股息收益率	47.4%	0.5%	0.7%	0.8%
资本开支	-5,368	-1,745	-2,400	-2,400					
其他	3,276	-7,358	95	130					
投资活动现金流	-2,093	-9,103	-2,305	-2,270					
股权融资	0	8,501	0	0					
银行借款	-3,266	-1,072	0	0					
其他	-12,624	0	-260	-396					
筹资活动现金流	-15,890	7,429	-260	-396					
汇率变动对现金的影响	-494	-983	0	0					
现金净增加额	-13,786	685	1,539	1,656					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

华润啤酒(控股)有限公司旗下附属公司为华润雪花啤酒有限公司。公司自1994年开始与全球最大的啤酒集团之一SABMiller PLC组成策略联盟，共同在中国发展啤酒业务。透过对中国市场的深入了解和强劲的销售网络，以及SABMiller PLC国际啤酒行业经验的强强联合，总销量自2006年起连续多年位居中国市场第一，「雪花Snow」亦自2008年起成为全球销量最高单一啤酒品牌。



2016年业绩回顾完整版

财务数据要点。2016年，华润啤酒全年收入286.94亿元，同比增长2.6%。销量同比增长0.3%至1,171.5万吨，吨价上涨2.3%至2,449元/吨，主要因为产品结构改善（2015年吨价为2,393元/吨）以及中高端啤酒产品增长加速。华润啤酒的市场占有率为2015年的24.8%增长至2016年的26%。毛利率增长2.6个百分点至33.7%（2015年为31.1%），主要因为可观的ASP以及部分原材料成本下降。息税前利润同比下降6.3%至19.51亿元，因为非现金减值损失较大（2016年为4.64亿元，2015年为1.43亿元）。净利润同比下降5.7%至6.29亿元，因为4季度合并了SAB公司49%的股份（淡季）。

销售收入拆分。2016年，雪花销量仍占总销量的90%左右。华东、华中和华南地区的销售收入分别占比52.4%、22.5%和25.0%，同比增速分别为3.8%、6.1%和7.9%。

财务杠杆和资本支出。截至2016年末，公司净债务为9.55亿元，对应净负债权益比为5.4%（2015年为26.8%）。资本支出下降至17.45亿元，2015年为24.91亿元（持续经营业务）。

分红：2016年，华润啤酒公告期末每股分红0.08元（2015年无），总分红数额为2.6亿元，全年股息支付率为41%。

图表1：业绩对比

(人民币百万元)	2015A	2016E	2016A	2016A YoY	vs CICC estimate	2017E	2017E YoY
收入	27,959	28,283	28,694	2.6%	1.5%	30,353	5.8%
毛利	8,687	9,500	9,673	11.4%	1.8%	10,310	6.6%
营业利润	1,951	2,391	1,828	-6.3%	-23.5%	2,612	42.9%
净利润	-4,118	1,597	629	n.m	-60.6%	1,978	214.5%
全面摊薄每股收益（元）	-1.27	0.23	0.19	n.m	-16.6%	0.61	214.5%
毛利率	31.1%	33.6%	33.7%	2.6ppt	0.1ppt	34.0%	0.3ppt
营业利润率	7.0%	8.5%	6.4%	-0.6ppt	-2.1ppt	8.6%	2.2ppt
净利润率	-14.7%	5.6%	2.2%	16.9ppt	-3.5ppt	6.5%	4.3ppt

资料来源：公司数据、中金公司研究部



图表2：盈利预测调整

(人民币 百万)	2017E		2018E			
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
收入	29,920	30,353	1.4%	31,653	32,110	1.4%
成本	(19,677)	(20,042)	1.9%	(20,615)	(20,997)	1.9%
毛利	10,242	10,310	0.7%	11,038	11,113	0.7%
其他收入	630	691	9.7%	655	726	10.9%
销售费用	(4,937)	(5,324)	7.8%	(5,223)	(5,632)	7.8%
管理费用	(3,022)	(3,066)	1.4%	(3,197)	(3,243)	1.4%
营业利润	2,914	2,612	-10.4%	3,273	2,964	-9.4%
财务费用	(275)	(76)	-72.4%	(275)	(76)	-72.4%
除税前利润	2,639	2,536	-3.9%	2,998	2,888	-3.7%
所得税	(660)	(558)	-15.4%	(749)	(635)	-15.2%
年度利润	1,979	1,978	-0.1%	2,248	2,252	0.2%
净利润	1,979	1,978	-0.1%	2,248	2,252	0.2%
毛利率	34.2%	34.0%	-0.3%	34.9%	34.6%	-0.3%
销售费用率	16.5%	17.5%	1.0%	16.5%	17.5%	1.0%
管理费用率	10.1%	10.1%	0.0%	10.1%	10.1%	0.0%
营业利润率	9.7%	8.6%	-1.1%	10.3%	9.2%	-1.1%
净利率	6.6%	6.5%	-0.1%	7.1%	7.0%	-0.1%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

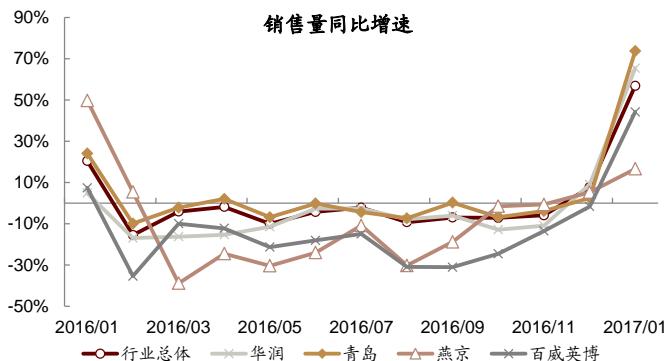
图表3：历史财务数据

(人民币 百万)	同比数据			历史数据									
	2H16	2H15	YoY	2016	2015	YoY	2015A	2016A	2017E	1H15A	2H15A	1H16A	2H16
销量 (百万千升)	5.6	5.4	2.8%	11.7	11.7	0.3%	11.7	11.7	12.0	6.2	5.4	6.1	5.6
-雪花 (百万千升)	5.0	4.9	2.8%	10.5	10.5	0.3%	10.5	10.5	10.9	5.6	4.9	5.5	5.0
-其他品牌 (百万千升)	0.6	0.5	2.8%	1.2	1.2	0.3%	1.2	1.2	1.2	0.6	0.5	0.6	0.6
销售均价 (元/千升)	2,413	2,293	5.2%	2,449	2,393	2.3%	2,393	2,449	2,523	2,480	2,293	2,483	2,413
收入	13,481	12,460	8.2%	28,694	27,959	2.6%	27,959	28,694	30,353	15,499	12,460	15,213	13,481
毛利	4,553	3,493	30.3%	9,673	8,687	11.4%	8,687	9,673	10,310	5,194	3,493	5,120	4,553
其他收入/损失	427	486	-12.1%	723	819	-11.7%	819	723	691	333	486	296	427
销售费用	(2,601)	(1,682)	54.6%	(5,033)	(4,552)	10.6%	(4,552)	(5,033)	(5,324)	(2,870)	(1,682)	(2,432)	(2,601)
管理费用	(2,234)	(1,601)	39.5%	(3,535)	(3,003)	17.7%	(3,003)	(3,535)	(3,066)	(1,402)	(1,601)	(1,301)	(2,234)
营业利润	145	696	-79.2%	1,828	1,951	-6.3%	1,951	1,828	2,612	1,255	696	1,683	145
财务费用	(9)	(155)	-94.2%	(89)	(228)	-61.0%	(228)	(89)	(76)	(73)	(155)	(80)	(9)
除税前利润	136	541	-74.9%	1,739	1,723	0.9%	1,723	1,739	2,536	1,182	541	1,603	136
所得税	63	(48)	-231.3%	(320)	(394)	-18.8%	(394)	(320)	(558)	(346)	(48)	(383)	63
年度净利润	199	493	n.m	1,419	1,329	6.8%	1,329	1,419	1,978	836	493	1,220	199
少数股东权益	(790)	(157)	n.m	(790)	(110)	n.m	(110)	(790)	0	47	(157)	0	(790)
净利润	(591)	(698)	n.m	629	(4,118)	n.m	(4,118)	629	1,978	(3,420)	(698)	1,220	(591)
持续经营业务净利润	(591)	250	-336.4%	629	667	-5.7%	667	629	1,978	417	250	1,220	(591)
EBITDA	1,058	1,474	-28.2%	3,565	3,542	0.6%	3,542	3,565	4,340	2,068	1,474	2,507	1,058
毛利率	33.8%	28.0%	5.7%	33.7%	31.1%	2.6%	31.1%	33.7%	34.0%	33.5%	28.0%	33.7%	33.8%
销售费用率	19.3%	13.5%	5.8%	17.5%	16.3%	1.3%	16.3%	17.5%	17.5%	18.5%	13.5%	16.0%	19.3%
管理费用率	16.6%	12.8%	3.7%	12.3%	10.7%	1.6%	10.7%	12.3%	10.1%	9.0%	12.8%	8.6%	16.6%
营业利润率	1.1%	5.6%	-4.5%	6.4%	7.0%	-0.6%	7.0%	6.4%	8.6%	8.1%	5.6%	11.1%	1.1%
除税前利润率	1.0%	4.3%	-3.3%	6.1%	6.2%	-0.1%	6.2%	6.1%	8.4%	7.6%	4.3%	10.5%	1.0%
税率	-46.3%	8.9%	-55.2%	18.4%	22.9%	-4.5%	22.9%	18.4%	22.0%	29.3%	8.9%	23.9%	-46.3%
持续经营业务净利率	-4.4%	2.0%	-6.4%	2.2%	2.4%	-0.2%	2.4%	2.2%	6.5%	2.7%	2.0%	8.0%	-4.4%
EBITDA利润率	7.8%	11.8%	-4.0%	12.4%	12.7%	-0.2%	12.7%	12.4%	14.3%	13.3%	11.8%	16.5%	7.8%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

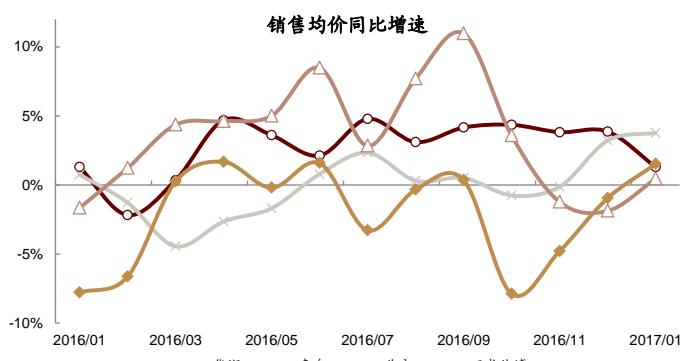


图表4: 现代渠道啤酒销售量增速监测



资料来源: 商务部, 中金公司研究部

图表5: 现代渠道啤酒销售均价增速监测



资料来源: 商务部, 中金公司研究部

图表6: 主要假设

(百万人民币)	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
销售收入	27,704	27,959	28,694	30,353	32,110
同比		0.9%	2.6%	5.8%	5.8%
销售量 (百万千升)	11.84	11.68	11.72	12.03	12.36
同比	-1.3%	0.3%	2.7%	2.7%	
-雪花 (百万千升)	10.66	10.51	10.54	10.86	11.19
同比	-1.3%	0.3%	3.0%	3.0%	
销售均价 (元/千升)	2,339	2,393	2,449	2,523	2,599
同比	2.3%	2.3%	3.0%	3.0%	
毛利	9,603	8,687	9,673	10,310	11,113
销售费用	-5,569	-4,552	-5,033	-5,324	-5,632
管理费用	-2,824	-3,003	-3,535	-3,066	-3,243
营业利润	1,987	1,951	1,828	2,612	2,964
净利润	-129	-4,118	629	1,978	2,252
持续经营业务净利润	586	667	629	1,978	2,252
EBITDA	3,497	3,542	3,565	4,340	4,710
同比增长					
毛利		-9.5%	11.4%	6.6%	7.8%
EBIT		-1.8%	-6.3%	42.9%	13.5%
持续经营业务净利润		13.7%	-5.7%	214.5%	13.9%
EBITDA		1.3%	0.6%	21.7%	8.5%
利润率					
毛利率	34.7%	31.1%	33.7%	34.0%	34.6%
销售费用率	20.1%	16.3%	17.5%	17.5%	17.5%
管理费用率	10.2%	10.7%	12.3%	10.1%	10.1%
EBIT利润率	7.2%	7.0%	6.4%	8.6%	9.2%
持续经营业务净利率	2.1%	2.4%	2.2%	6.5%	7.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



图表7：全球可比公司估值

公司	代码	市值 (百万美元)	市盈率			市净率			净资产收益率(%)			股息收益率(%)			EV/EBITDA		
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
2017/3/21																	
国际可比公司																	
英博啤酒集团	ABI BB Equity	226,857	156.0	24.7	21.9	3.2	3.2	3.1	2.0	12.8	13.9	3.4	3.4	3.5	22.9	17.0	15.8
荷兰喜力公司	HEIA NA Equity	49,499	29.5	20.2	18.4	3.4	3.2	2.9	11.6	15.6	15.5	1.7	1.8	2.0	12.7	10.8	10.2
莫尔森·康胜	TAP US Equity	21,204	10.6	15.6	14.5	1.9	1.7	1.6	18.3	10.8	10.7	1.7	1.7	1.7	8.9	13.0	12.2
泰国酿酒公司	THBVEV SP Equity	16,892	23.6	21.5	19.7	4.7	4.4	4.1	19.9	20.6	20.7	2.6	3.2	3.5	n.m	n.m	n.m
朝日集团控股株式会社	2502 JP Equity	18,030	21.6	18.5	16.3	2.4	2.0	1.8	11.0	10.9	11.3	1.3	1.6	1.8	12.3	10.8	9.8
麒麟控股	2503 JP Equity	17,002	16.2	21.3	19.7	2.8	2.6	2.4	17.3	12.0	12.0	1.9	1.9	2.0	11.5	11.1	10.5
嘉士伯公司	CARLB DC Equity	13,860	21.3	19.0	17.1	n.m	1.8	1.7	n.m	9.3	9.8	1.6	2.0	2.4	9.7	9.3	8.9
华润啤酒	291 HK Equity	7,795	72.6	27.9	24.4	3.1	2.6	2.4	4.2	9.4	9.9	0.5	0.9	1.2	15.9	12.9	11.8
青岛啤酒-A	600600 CH Equity	6,504	26.6	29.3	29.9	2.7	2.6	2.5	10.0	8.9	8.2	1.2	1.1	1.1	17.3	14.0	13.9
青岛啤酒-H	168 HK Equity	6,504	25.7	28.2	29.3	2.6	2.5	2.4	10.0	8.8	8.0	1.2	1.1	1.1	15.3	12.6	12.5
Cia Cervecerias Unidas 公司	CCU CI Equity	4,547	25.3	23.1	21.0	2.8	2.5	2.3	11.0	11.0	11.2	-	2.2	2.3	11.4	10.2	9.2
Anadolu Efes啤酒与麦芽酒工业	AEFES TI Equity	3,345	-170.2	23.7	18.2	1.3	1.4	1.4	-0.8	6.0	7.6	1.0	1.5	2.1	12.1	10.4	9.1
尼日利亚啤酒公共有限公司	NB NL Equity	3,155	35.0	26.1	21.1	6.0	5.8	5.6	17.1	22.1	26.4	3.7	3.5	4.1	12.1	11.6	10.0
United Breweries有限公司	UBBL IN Equity	3,132	69.3	67.1	55.1	9.7	8.6	7.6	14.0	12.9	13.8	0.1	0.2	0.2	29.0	30.0	25.5
燕京啤酒	000729 CH Equity	3,044	35.6	41.3	37.6	1.6	1.6	1.6	4.5	3.9	4.2	0.9	0.8	0.9	13.1	13.6	13.0
Royal UNIBREW	RBREW DC Equity	2,283	19.8	19.3	17.5	5.2	5.5	5.6	26.5	28.3	32.2	2.8	2.9	3.2	12.9	12.7	12.3
波士顿啤酒公司	SAM US Equity	1,890	21.4	26.7	25.2	4.1	4.4	4.4	19.3	16.3	17.6	-	-	-	9.6	11.3	11.0
东非啤酒有限公司	EABL KN Equity	1,687	18.0	18.7	15.3	14.5	12.3	9.3	80.5	65.6	61.1	3.2	3.7	4.4	10.1	9.0	7.6
坦桑尼亚酿酒公司	TBL TZ Equity	1,584	15.6	17.8	14.9	5.6	n.m	n.m	35.9	n.m	n.m	5.0	4.9	5.4	9.4	10.4	8.7
均值			25.4	26.2	23.5	4.2	3.8	3.5	16.3	15.8	16.3	1.6	1.9	2.1	13.9	13.0	12.0
中值			24.4	23.4	20.4	3.1	2.6	2.4	11.6	11.5	11.6	1.4	1.7	2.0	12.3	11.6	11.0

资料来源：彭博资讯、公司数据、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应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：张懿

编辑：杨梦雪



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

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 楼 2 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

