证券研究报告
2017 年 3 月 23 日

中金沪港通

碧桂园

可持续的高质量增长

观点聚焦

投资建议

我们将碧桂园评级上调至推荐，目标价上调至 8.58 港元（存在 30%的上涨空间）。理由如下：

- **2016 年合约销售爆发式增长且销售质量高。**去化率攀升至 70%，现金回款率达到 92%，销售均价同比上涨 27%，有望在未来结算时提升毛利率。
- **资产负债表显著改善。**FY16 年公司新增土储面积高达 8,800 万平米，同时净负债率下降至 49%。截止 2016 年底，竣工库存下降 9%至 309 亿元，对比去年预售额 3,088 亿元。
- **2017 年销售目标（4,000 亿元，同比增长 30%）大概率会超额完成，**公司 2017 年可售资源充裕，达到 6,160 亿元。其中 80%将会是新开盘，65%位于三四线城市，因此可以受益于三四线城市市场的强劲表现。我们认为，公司销售的高质量在 2017 年仍可持续。
- **利润率有望进一步改善。**截止 2016 年底，公司已售但未结算面积达到 2,400 万平米，均价约为 8,000 元每平米（2016 年结算均价为每平米 6,200 元）。因此，2017 年公司毛利率有望进一步改善。

我们与市场的最大不同？（1）我们认为三四线城市房地产市场目前的增长势头将持续，从而助力公司的销售业绩；（2）公司 2017 年预测 NAV 为 21.16 港元，为股价提供坚实的支撑。

潜在催化剂：月度预售数据超预期。

盈利预测与估值

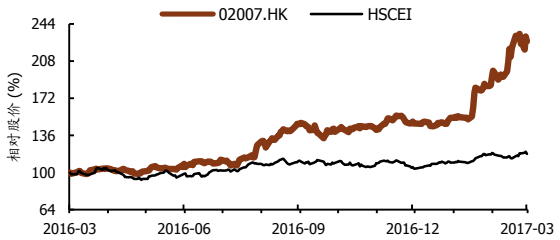
上调公司 2017/2018 年核心净利润预测 25%/46%至 148.1 亿元/209.1 亿元，主要考虑 2016/2017 年预售的结算。**评级上调至推荐。目标价上调至 8.58 港元，**较 2017 年预测 NAV 折价 60%，分别对应 11.1/8.0 倍 2017/2018 年预测市盈率。公司目前股价分别对应 8.5/6.2 倍 2017/2018 年预测市盈率。

风险

2017 年预售情况低于预期。

上调至推荐

股票代码	02007.HK
评级	↑ 推荐
最新收盘价	港币 6.60
目标价	港币 8.58
52 周最高价/最低价	港币 6.97~2.84
总市值(亿)	港币 1,410
30 日日均成交额(百万)	港币 229.12
发行股数(百万)	21,354
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	36.72
主营行业	房地产



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	113,223	153,087	199,974	266,539
增速	33.9%	35.2%	30.6%	33.3%
归属母公司净利润	9,796	11,985	14,810	20,912
增速	6.0%	22.3%	23.6%	41.2%
每股净利润	0.45	0.54	0.69	0.98
每股净资产	2.99	3.17	3.82	4.60
每股股利	0.13	0.17	0.22	0.30
每股经营现金流	-0.58	1.57	-0.29	-0.07
市盈率	12.3	10.9	8.5	6.2
市净率	2.6	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA	10.5	8.7	7.0	5.4
股息收益率	2.3%	2.9%	3.7%	5.1%
平均总资产收益率	3.1%	2.5%	2.3%	2.8%
平均净资产收益率	13.5%	15.5%	19.5%	23.3%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

张宇
分析员
eric.zhang@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080512070004
SFC CE Ref: AZB713

王惠菁
联系人
huijing.wang@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080116110020

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

财务报表和主要财务比率

财务报表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E
利润表				
营业收入	113,223	153,087	199,974	266,539
营业成本	-90,359	-120,851	-156,976	-206,902
毛利润	22,863	32,236	42,997	59,637
其他收入/费用	298	123	123	123
销售管理费用	-7,919	-12,354	-16,676	-22,336
息税前利润	15,242	20,005	26,444	37,424
财务费用	-1,290	-1,095	-1,187	-1,183
联营、合营公司投资收益	-56	362	474	695
公允价值损益及一次性损益	936	2,119	500	500
税前利润	14,833	21,391	26,231	37,436
所得税	-5,121	-7,727	-9,099	-13,400
少数股东损益及优先股分红	435	2,146	1,947	2,748
归属母公司净利润	9,276	11,517	15,185	21,287
核心净利润	9,796	11,985	14,810	20,912
资产负债表				
货币资金	47,878	96,491	79,519	68,784
应收账款及票据	42,242	117,322	153,254	204,268
已竣工及在建物业	171,200	249,472	327,177	399,602
其他流动资产	10,696	21,551	21,551	21,551
流动资产合计	272,016	484,836	581,501	694,205
投资性物业	8,686	9,773	10,273	10,773
联营、合营公司权益	1,688	11,185	11,658	12,353
其他非流动资产	79,566	85,778	86,593	87,366
资产合计	361,956	591,572	690,025	804,698
短期借款	22,778	38,720	34,360	32,180
应付账款	73,385	151,789	197,163	259,870
预收账款	96,516	192,409	243,648	288,356
其他流动负债	8,916	22,396	22,396	22,396
流动负债合计	201,595	405,314	497,566	602,801
长期借款	66,966	97,477	97,981	98,385
其他非流动负债	4,055	7,166	-536	-10,923
负债合计	272,616	509,956	595,012	690,263
少数股东权益	4,522	11,487	13,433	16,182
归属母公司股东权益	84,819	70,128	81,580	98,253
现金流量表				
税前利润	14,833	21,391	26,231	37,436
折旧和摊销	664	998	1,041	1,082
支付税款	-6,145	-7,716	-16,563	-23,788
营运资金变动	-22,402	21,479	-17,025	-16,023
其他经营活动现金流	416	-1,508	90	-135
经营活动现金流	-12,634	34,643	-6,225	-1,428
资本支出	-3,406	-2,081	-1,856	-1,856
联营、合营公司投资	-3,491	-9,234	0	0
其他投资活动现金流	231	-3,875	123	123
投资活动现金流	-6,666	-15,190	-1,733	-1,733
借款变动	23,986	46,453	-3,855	-1,776
股权融资	4,951	-23,295	0	0
支付股利	-5,099	-2,912	-3,734	-4,614
其他筹资活动现金流	12,876	3,721	-1,425	-1,183
筹资活动现金流	36,713	23,967	-9,014	-7,574
汇率变动及其他	66	4,986	0	0
现金变动	17,414	43,420	-16,972	-10,735
自由现金流	-16,039	32,562	-8,081	-3,284

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	33.9%	35.2%	30.6%	33.3%
毛利润	3.7%	41.0%	33.4%	38.7%
息税前利润	3.8%	31.2%	32.2%	41.5%
核心净利润	6.0%	22.3%	23.6%	41.2%
稀释每股核心净利润	-7.0%	20.8%	27.7%	41.2%
每股股利	-14.9%	26.7%	27.7%	41.2%
盈利能力				
毛利率	20.2%	21.1%	21.5%	22.4%
毛利率（扣土地增值税）	19.2%	19.0%	19.8%	20.4%
息税前利润率	13.5%	13.1%	13.2%	14.0%
核心净利润率	8.7%	7.8%	7.4%	7.8%
销售管理费用率	7.0%	8.1%	8.3%	8.4%
土地增值税占营业收入比率	1.0%	2.0%	1.7%	2.0%
有效税率	34.5%	36.1%	34.7%	35.8%
偿债能力				
净债务资本比率	87.9%	48.7%	55.6%	54.0%
短期借款占比	25.4%	28.4%	26.0%	24.6%
现金对短期借款覆盖率	2.1	2.5	2.3	2.1
息税前利润利息覆盖率	3.0	2.9	2.9	4.2
回报率分析				
净资产收益率	13.5%	15.5%	19.5%	23.3%
总资产收益率	3.1%	2.5%	2.3%	2.8%
已动用资本回报率	13.8%	16.9%	21.7%	25.4%
投入资本回报率	6.4%	6.3%	7.6%	10.4%
每股指标				
每股资产净值（港元）	N.A.	N.A.	21.16	N.A.
稀释每股净利润（元）	0.43	0.52	0.71	1.00
稀释每股核心净利润（元）	0.45	0.54	0.69	0.98
每股净资产（元）	2.99	3.17	3.82	4.60
每股股利（元）	0.13	0.17	0.22	0.30
估值分析				
资产净值折扣/（溢价）	N.A.	N.A.	68.8%	N.A.
市盈率（核心净利润）	12.3	10.9	8.5	6.2
市净率	2.6	1.9	1.5	1.3
股息收益率	2.3%	2.9%	3.7%	5.1%
核心净利润对股利比率	3.4	3.2	3.2	3.2
自由现金流收益率	-13.3%	24.9%	-6.4%	-2.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

碧桂园于 1992 年在广东注册成立，总部设在佛山市，由创始人杨国强先生的女儿杨惠妍女士持有 57.78%的股权。公司采用集中及标准化的运营模式，业务包含建安、装修、物业发展、物业管理、酒店开发和管理等，最大的运营优势在于能以较低的建安及土地成本打造较高质素的物业。公司专注于国内一二线城市近郊以及三线城市，目前拥有的 7900 万平米权益土地储备分布于近两百个项目，遍及近百个内地城市，另在海外有三个马来西亚项目及一个澳大利亚项目。公司所开发的多为大型楼盘，并对配套酒店进行自持运作。公司 2014 年销售金额为 1289 亿人民币，排名全国第六位。

图表 1：2016 年财务数据一览

（人民币百万元）	2015全年	2016全年	2016年同比	2016全年预测	相比2016全年预测	2017全年预测	2017年同比
利润表							
营业收入	113,223	153,087	35.2%	124,850	23%	199,974	30.6%
营业成本	-90,359	-120,851	33.7%	-98,820	22%	-156,976	29.9%
毛利润	22,863	32,236	41.0%	26,031	24%	42,997	33.4%
其他收入/费用	298	123	-58.7%	298	-59%	123	0.0%
销售管理费用	-7,919	-12,354	56.0%	-9,631	28%	-16,676	35.0%
息税前利润	15,242	20,005	31.2%	16,698	20%	26,444	32.2%
财务收入/费用	-1,290	-1,095	15.1%	-200	448%	-1,187	-8.4%
联营、合营公司投资收益	-56	362	748.7%	0	n.a.	474	-31.0%
公允价值损益及一次性损益	936	2,119	126.4%	500	324%	500	-76.4%
税前利润	14,833	21,391	44.2%	16,998	26%	26,231	22.6%
所得税	-5,121	-7,727	50.9%	-5,122	51%	-9,099	17.7%
税后利润	9,712	13,663	40.7%	11,876	15%	17,132	25.4%
少数股东损益及优先股分红	435	2,146	393.2%	1,113	93%	1,947	-9.3%
归属母公司净利润	9,276	11,517	24.2%	10,763	7%	15,185	31.9%
核心净利润	9,796	11,985	22.3%	10,388	15%	14,810	23.6%
计算核心净利润	8,669	10,983	26.7%	10,388	6%	14,810	34.8%
稀释每股净利润	0.43	0.52	22.6%	0.50	4%	0.71	36.2%
稀释每股核心净利润	0.45	0.54	20.8%	0.48	13%	0.69	27.6%
每股股利	0.13	0.17	32.2%	0.14	22%	0.22	28.5%
财务比率							
毛利率	20.2%	21.1%	0.9ppt	20.8%	0.2ppt	21.5%	0.4ppt
毛利率（扣除土地增值税）	19.2%	19.0%	-0.2ppt	19.9%	-0.9ppt	19.8%	0.8ppt
归属母公司净利润率	8.2%	7.5%	-0.7ppt	8.6%	-1.1ppt	7.6%	0.1ppt
核心净利润率	8.7%	7.8%	-0.8ppt	8.3%	-0.5ppt	7.4%	-0.4ppt
净债务资本比率	87.9%	48.7%	-39.2ppt	84.0%	-35.3ppt	55.6%	6.9ppt
有效税率	34.5%	36.1%	1.6ppt	30.1%	6ppt	34.7%	-1.4ppt
销售管理费用率	7.0%	8.1%	1.1ppt	7.7%	0.4ppt	8.3%	0.3ppt
利息资本化率	100.0%	97.9%	-2.1ppt	100.0%	-2.1ppt	97.9%	0ppt
运营数据							
合同销售额（人民币十亿元）	140	309	120.3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
合同销售面积（百万平米）	22	37	74.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
合同销售均价（元每平米）	6,510	8,242	26.6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
结算金额（人民币十亿元）	109	148	35.4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
结算面积（百万平米）	18	24	35.5%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
结算均价（元每平米）	6,194	6,191	0.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
总土地储备（百万平米）	110	166	51.2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
权益土地储备（百万平米）	94	125	32.4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
新增土储建筑面积（百万平米）	38	88	129.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
新增土储总成本（人民币十亿元）	56	178	217.2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
新增土储平均成本（元每平米）	1,464	2,028	38.5%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
新增土储总成本在销售额中的占比	39.9%	57.5%	17.6ppt	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
新增权益土储建筑面积（百万平米）	28	64	124.6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
新增权益土储总成本（人民币十亿元）	43	128	200.4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
新增权益土储平均成本（元每平米）	1,502	2,008	33.7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

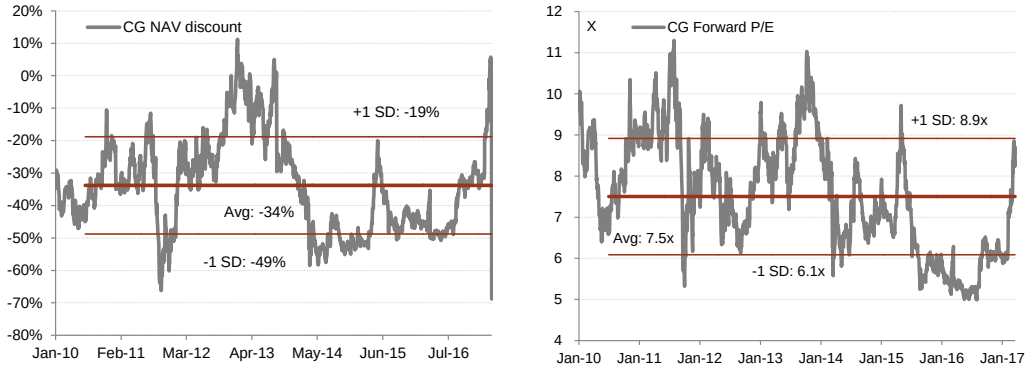
资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 2：盈利预测调整

人民币 百万	2017e			2018e		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
营业收入	137,510	**199,974**	45%	161,254	**266,539**	65%
毛利率，%	21.3%	**21.5%**	0.2ppt	21.7%	**22.4%**	0.7ppt
核心净利润	11,863	**14,810**	25%	14,286	**20,912**	46%
核心净利润率，%	8.6%	**7.4%**	-1.2ppt	8.9%	**7.8%**	-1.1ppt

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 3：历史每股净资产折价与动态市盈率



资料来源： 万得资讯、公司资料、中金公司研究部

图表 4：可比公司估值

公司名称	代码	当前评级	股价	目标价	上涨/下跌空间	市值	每股收益				P/E (x)				P/B (x)				股息收益率				每股NAV	溢/折价
							15A	16E	17E	18E	15A	16E	17E	18E	15A	16E	17E	18E	15A	16E	17E	18E		
H股地产			(HK$)	(HK$)		(HK$ bn)																	(HK$)	
华润置地	1109	推荐	22.05	30.03	36%	152.8	2.11	2.35	2.78	3.12	10.4	9.4	7.9	7.1	1.3	1.3	1.1	1.0	2.6%	3.2%	4.0%	4.5%	37.59	-41%
龙光地产	3380	推荐	3.68	4.34	18%	20.2	0.42	0.55	0.78	1.09	8.7	6.7	4.7	3.4	1.3	1.2	1.0	0.8	3.9%	4.5%	6.4%	8.9%	10.32	-64%
中国海外发展	0688	推荐	24.35	31.62	30%	266.8	2.99	3.08	3.21	3.56	8.2	7.9	7.6	6.8	1.1	1.1	1.0	0.9	3.8%	3.2%	2.6%	2.9%	37.05	-34%
绿城中国	3900	推荐	8.51	7.90	-7%	18.4	0.74	0.87	1.04	1.15	11.4	9.7	8.2	7.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.0%	2.1%	2.4%	2.7%	20.24	-58%
中国金茂	0817	推荐	2.59	2.59	0%	27.6	0.25	0.29	0.34	0.42	10.5	9.1	7.5	6.2	0.8	0.8	0.7	0.6	3.1%	3.3%	4.0%	4.9%	4.17	-38%
龙湖地产	0960	推荐	13.70	15.93	16%	80.1	1.41	1.47	1.65	1.88	9.7	9.3	8.3	7.3	1.2	1.2	1.0	0.9	3.1%	3.2%	3.6%	4.1%	25.00	-45%
大悦城	0207	推荐	1.15	1.51	31%	16.4	0.02	0.04	0.09	0.11	71.1	25.8	12.9	10.0	0.5	0.6	0.6	0.5	0.9%	3.5%	3.7%	4.4%	2.32	-50%
富力地产	2777	推荐	12.98	15.15	17%	41.8	2.22	2.28	2.61	2.86	5.8	5.7	5.0	4.5	0.9	0.9	0.8	0.7	11.0%	8.6%	8.6%	8.4%	22.50	-42%
深圳控股	0604	推荐	3.53	4.24	20%	27.0	0.31	0.37	0.38	0.48	11.6	9.5	9.3	7.4	0.7	0.7	0.7	0.6	4.5%	5.3%	5.4%	6.8%	7.12	-50%
世茂房地产	0813	推荐	13.56	13.97	3%	45.9	2.14	2.04	2.24	2.49	6.3	6.7	6.0	5.4	0.8	0.7	0.7	0.6	5.1%	5.8%	5.2%	5.8%	22.81	-41%
远洋集团	3377	推荐	4.13	4.41	7%	31.0	0.49	0.50	0.57	0.63	8.5	8.3	7.2	6.5	0.6	0.6	0.6	0.6	3.0%	3.9%	4.5%	5.0%	10.58	-61%
合景泰富	1813	推荐	5.88	7.06	20%	18.0	1.04	1.08	1.20	1.34	5.7	5.5	4.9	4.4	0.7	0.7	0.6	0.6	5.9%	9.7%	6.1%	6.8%	14.08	-58%
融创中国	1918	中性	9.57	6.56	-31%	37.0	1.18	0.19	0.60	1.16	8.1	38.8	15.8	8.3	1.4	1.8	1.6	1.4	2.4%	2.3%	2.3%	2.2%	11.94	-20%
雅居乐	3383	推荐	7.10	7.76	9%	27.8	0.75	0.79	0.92	1.07	9.5	9.0	7.7	6.6	0.7	0.7	0.7	0.6	5.5%	6.3%	4.6%	5.3%	15.48	-54%
碧桂园	2007	推荐	6.60	8.58	30%	140.9	0.54	0.60	0.77	1.07	12.3	10.9	8.5	6.2	2.6	1.9	1.5	1.3	2.3%	2.9%	3.7%	5.1%	21.16	-69%
中国恒大	3333	中性	6.46	6.03	-7%	88.5	0.33	0.64	0.97	1.24	19.6	10.2	6.7	5.2	1.6	1.3	1.2	1.1	7.0%	18.4%	22.3%	24.5%	9.04	-29%
SOHO中国	0410	中性	4.24	3.98	-6%	22.0	0.10	0.17	0.03	0.04	43.6	25.1	132.3	103.1	0.5	0.6	0.6	0.6	19.6%	9.0%	9.3%	8.4%	5.13	-17%
平均值											13.5	11.3	8.0	6.4	1.0	1.0	0.9	0.8	3.9%	5.2%	5.4%	6.0%		-48%
中间值											9.7	9.3	7.6	6.6	0.8	0.8	0.7	0.7	3.1%	3.5%	4.0%	5.0%		-50%
市值加权平均											11.2	10.1	7.9	6.4	1.3	1.2	1.1	0.9	3.9%	5.0%	5.4%	6.1%		-44%
H股地产：房地产服务商			(HK$)	(HK$)		(HK$ bn)																		
绿城服务	2869	推荐	2.92	4.10	40%	8.1	0.12	0.11	0.14	0.15	24.8	26.1	20.9	18.9	37.0	5.1	4.3	3.8	4.7%	1.2%	1.5%	1.8%	n.a.	n.a.
中海物业	2669	推荐	1.48	2.05	39%	4.9	0.04	0.07	0.08	0.11	41.6	21.5	18.0	14.1	7.7	6.7	5.3	4.1	0.8%	1.5%	1.8%	2.3%	n.a.	n.a.
彩生活	1778	中性	5.09	5.52	8%	5.1	0.19	0.20	0.26	0.28	26.1	24.9	19.9	18.2	3.4	3.1	2.8	2.7	2.0%	2.0%	2.5%	2.7%	n.a.	n.a.
平均值											30.8	24.1	19.6	17.1	16.1	5.0	4.1	3.5	2.5%	1.6%	1.9%	2.3%		
中间值											26.1	24.9	19.9	18.2	7.7	5.1	4.3	3.8	2.0%	1.5%	1.8%	2.3%		
市值加权平均											29.7	24.5	19.8	17.4	19.7	5.0	4.2	3.6	2.9%	1.5%	1.8%	2.2%		
美股地产：房地产服务商			(US$)	(US$)		(US$ bn)																		
乐居	LEJU	中性	3.11	3.67	18%	0.4	0.42	0.08	0.24	0.23	7.4	41.5	12.7	13.3	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	n.a.	n.a.
平均值											7.4	41.5	12.7	13.3	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
中间值											7.4	41.5	12.7	13.3	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
市值加权平均											7.4	41.5	12.7	13.3	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		

注：价格和市值截至 2017 年 3 月 22 日。SOHO 中国不包含在香港上市内地地产公司的平均市值加权市盈率中，以避免扭曲。资料来源： 万得资讯、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：卢伟
编辑：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

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

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

Singapore

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CICC
中金公司