



绿城中国

股价已达公允价值，评级下调至中性

观点聚焦

投资建议

我们把对绿城中国的评级下调至中性。目标价下调至 7.51 港元，对应 4% 的下行空间。理由如下：2016 年核心净利润同比增速仅为 15%，而 2015 年是个底部；股息收益率仅为 1.7%，明显低于可比公司。

- ▶ **合同销售额高增速在 2017 年不可持续**，因为可售资源(1490 亿元)与 2016 年(1470 亿元)基本持平。这其中开发类物业占 1125 亿元；新、老项目比重相同，结构与 2016 年相似。
- ▶ **毛利率短期仍将承压**。2016 年毛利率 20.8%，与 2015 年持平，而 2014 年为 25.4%。由于公司 2016 年持续在三四线城市去库存，销售均价同比仅增长 7%，我们认为已售未交付产品不能显著提高其 2017/18 年的毛利率。
- ▶ **净负债率仍高达 84.4%**，难以支持大规模扩张。同时 2017/18 年显著改善的可能性不大。

我们与市场的最大不同？ 2016 年预售高增速（同比增长 33%）在 2017 年不可持续。

潜在催化剂： 月度销售表现疲弱，低于市场预期。

盈利预测与估值

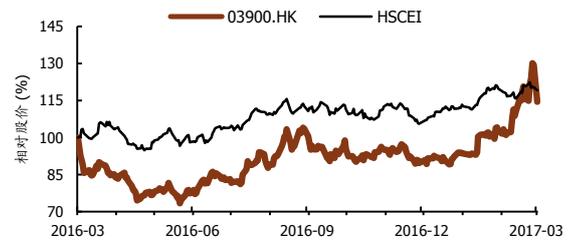
下调 2017/18 年核心净利润预测 10%/6% 至 18.2 亿元/21.3 亿元。评级下调至中性，目标价下调 5% 至 7.51 港元（4% 的下行空间），较 2017 年预测 NAV 折让 60%，对应 8.0/6.9 倍 2017/18 年预测市盈率。公司目前交易于 8.4 倍 2017 年预测市盈率，处于公允价值。

风险

月销售大幅超过市场预期。

下调至中性

股票代码	03900.HK
评级	↓ 中性
最新收盘价	港币 7.85
目标价	港币 7.51
52 周最高价/最低价	港币 9.07~5.00
总市值(亿)	港币 170
30 日日均成交额(百万)	港币 65.03
发行股数(百万)	2,163
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	8.13
主营行业	房地产



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	26,047	28,976	32,230	36,119
增速	-18.7%	11.2%	11.2%	12.1%
归属母公司净利润	1,353	1,554	1,815	2,129
增速	-40.0%	14.9%	16.8%	17.3%
每股净利润	0.62	0.72	0.84	0.98
每股净资产	11.07	11.39	12.13	12.96
每股股利	0.00	0.12	0.17	0.20
每股经营现金流	0.33	2.75	-1.73	-0.69
市盈率	10.5	9.8	8.4	7.3
市净率	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	18.3	15.1	15.4	14.7
股息收益率	0.0%	1.7%	2.4%	2.7%
平均总资产收益率	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%
平均净资产收益率	5.0%	5.4%	5.8%	6.5%

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 执业编号：S0080512070004

SFC CE Ref: AZB713

王惠菁

联系人

huijing.wang@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080116110020



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					成长能力				
营业收入	26,047	28,976	32,230	36,119	营业收入	-18.7%	11.2%	11.2%	12.1%
营业成本	-20,626	-22,954	-25,431	-28,354	毛利润	-33.3%	11.1%	12.9%	14.2%
毛利润	5,421	6,022	6,799	7,765	息税前利润	-60.6%	13.1%	11.0%	12.2%
其他收入/费用	849	977	1,000	1,000	核心净利润	-40.0%	14.9%	16.8%	17.3%
销售管理费用	-3,802	-4,208	-4,701	-5,290	稀释每股核心净利润	-40.0%	14.9%	16.8%	17.3%
息税前利润	2,468	2,792	3,098	3,475	每股股利	N.M.	N.M.	39.9%	17.3%
财务费用	-886	-1,037	-1,083	-1,115	盈利能力				
联营、合营公司投资收益	1,668	1,425	2,634	2,143	毛利率	20.8%	20.8%	21.1%	21.5%
公允价值损益及一次性损益	-316	569	569	569	毛利率 (扣土地增值税)	17.5%	19.3%	17.1%	18.0%
税前利润	2,935	3,748	5,218	5,072	息税前利润率	9.5%	9.6%	9.6%	9.6%
所得税	-1,675	-1,526	-2,261	-2,206	核心净利润率	5.2%	5.4%	5.6%	5.9%
少数股东损益及优先股分红	446	305	687	695	销售管理费用率	14.6%	14.5%	14.6%	14.6%
归属母公司净利润	532	1,513	1,857	2,171	土地增值税占营业收入比率	3.3%	1.5%	4.0%	3.5%
核心净利润	1,353	1,554	1,815	2,129	有效税率	57.1%	40.7%	43.3%	43.5%
资产负债表					偿债能力				
货币资金	18,239	24,971	21,510	20,607	净债务资本比率	89.1%	84.4%	92.6%	92.7%
应收账款及票据	4,319	6,304	5,298	5,937	短期借款占比	33.7%	21.0%	18.3%	16.8%
已竣工及在建物业	73,196	88,114	105,978	126,585	现金对短期借款覆盖率	1.2	2.5	2.4	2.4
其他流动资产	27,630	28,295	28,295	28,295	息税前利润利息覆盖率	0.8	0.8	0.9	0.9
流动资产合计	123,383	147,684	161,082	181,425	回报率分析				
投资性物业	1,932	1,982	2,037	2,093	净资产收益率	5.0%	5.4%	5.8%	6.5%
联营、合营公司权益	9,626	10,164	12,798	14,941	总资产收益率	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%
其他非流动资产	9,572	9,966	10,511	11,055	已动用资本回报率	4.6%	5.2%	5.5%	5.6%
资产合计	144,513	169,796	186,429	209,515	投入资本回报率	1.3%	1.9%	1.9%	2.1%
短期借款	15,237	10,037	9,019	8,509	每股指标				
应付账款	18,754	17,290	20,903	23,305	每股资产净值 (港元)	N.A.	N.A.	20.05	N.A.
预收账款	22,223	38,423	50,106	69,593	稀释每股净利润 (元)	0.25	0.70	0.86	1.00
其他流动负债	17,052	22,177	22,751	23,436	稀释每股核心净利润 (元)	0.62	0.72	0.84	0.98
流动负债合计	73,266	87,928	102,778	124,842	每股净资产 (元)	11.07	11.39	12.13	12.96
长期借款	29,957	37,797	40,237	42,190	每股股利 (元)	0.00	0.12	0.17	0.20
其他非流动负债	4,630	4,745	1,803	-1,632	估值分析				
负债合计	107,853	130,469	144,818	165,400	资产净值折扣 / (溢价)	N.A.	N.A.	60.9%	N.A.
少数股东权益	9,644	9,037	9,724	10,420	市盈率 (核心净利润)	10.5	9.8	8.4	7.3
归属母公司股东权益	27,016	30,289	31,887	33,695	市净率	0.6	0.6	0.6	0.6
现金流量表					股息收益率	0.0%	1.7%	2.4%	2.7%
税前利润	2,935	3,748	5,218	5,072	核心净利润对股利比率	N.M.	6.0	5.0	5.0
折旧和摊销	317	332	334	335	自由现金流收益率	4.1%	36.8%	-27.1%	-12.0%
支付税款	-2,620	-1,402	-4,629	-4,955					
营运资金变动	832	5,218	-1,562	643					
其他经营活动现金流	-737	-1,934	-3,120	-2,597					
经营活动现金流	726	5,962	-3,760	-1,502					
资本支出	-143	-360	-366	-366					
联营、合营公司投资	-3,012	-889	0	0					
其他投资活动现金流	1,775	1,134	1,000	1,000					
投资活动现金流	-1,380	-115	634	634					
借款变动	6,911	2,640	1,422	1,443					
股权融资	3	1,760	0	0					
支付股利	-4,556	0	-260	-363					
其他筹资活动现金流	5,402	-2,354	-1,496	-1,115					
筹资活动现金流	7,760	2,047	-334	-35					
汇率变动及其他	40	-96	0	0					
现金变动	7,106	7,894	-3,460	-903					
自由现金流	583	5,602	-4,126	-1,868					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

绿城中国于1995年在杭州注册成立，2000年开始全国拓展战略，是一家民营房地产公司。公司的第一大股东为中交集团（29%），第二大股东为香港上市公司九龙仓（25%），第三大股东为公司创始人宋卫平先生和寿柏年先生（19%）。公司专注于精品物业的开发，拥有自己的设计、建筑团队，物业品质及后续服务为业内称道。目前持有的3500万平方米土地储备分布于98个项目，遍及约50个长三角、环渤海及其它省会城市。公司2014年销售金额为794亿人民币，排名全国第八位。



图表 1: 2016 财年财务摘要

(人民币百万元)	2015年	2016全年预测	2016年	同比	vs. 2016 CICCe	2017全年预测	同比
利润表							
营业收入	26,047	28,356	28,976	11.2%	2.2%	32,230	11.2%
营业成本	-20,626	-21,988	-22,954	11.3%	4.4%	-25,431	10.8%
毛利润	5,421	6,368	6,022	11.1%	-5.4%	6,799	12.9%
其他收入/费用	849	1,000	977	15.1%	-2.3%	1,000	2.3%
销售管理费用	-3,802	-4,422	-4,208	10.7%	-4.8%	-4,701	11.7%
息税前利润	2,468	2,946	2,792	13.1%	-5.2%	3,098	11.0%
财务费用	-886	-950	-1,037	17.1%	9.2%	-1,083	4.4%
联营、合营公司投资收益	1,668	2,299	1,425	-14.6%	-38.0%	2,634	84.9%
公允价值损益及一次性损益	-316	100	569	n.a.	469.0%	569	0.0%
税前利润	2,935	4,395	3,748	27.7%	-14.7%	5,218	39.2%
所得税	-1,675	-1,667	-1,526	-8.9%	-8.5%	-2,261	48.2%
税后利润	1,259	2,728	2,223	76.5%	-18.5%	2,958	33.1%
股本证券分红	281	0	404	43.9%	n.a.	414	2.3%
少数股东损益及优先股分红	446	585	305	-31.6%	-47.8%	687	124.9%
归属母公司净利润	532	1,777	1,513	184.2%	-14.9%	1,857	22.8%
核心净利润	1,033	1,702	1,958	89.5%	15.0%	1,815	-7.3%
调整后核心净利润	1,353	1,702	1,554	14.9%	-8.7%	1,815	16.8%
稀释每股净利润	0.25	0.82	0.70	180.0%	-14.6%	0.86	22.9%
稀释每股核心净利润	0.48	0.79	0.90	89.6%	15.1%	0.84	-7.3%
调整后稀释每股核心净利润	0.62	0.79	0.72	16.0%	-8.5%	0.84	16.5%
每股股利	0.00	0.16	0.12	n.a.	-25.0%	0.17	41.7%
财务比率							
毛利率	20.8%	22.0%	20.8%	0ppt	-1.2ppt	21.1%	0.3ppt
毛利率(扣除土地增值税)	17.5%	20.0%	19.3%	1.8ppt	-0.7ppt	17.1%	-2.2ppt
归属母公司净利润率	2.0%	6.3%	5.2%	3.2ppt	-1ppt	5.8%	0.5ppt
核心净利润率	4.0%	6.0%	6.8%	2.8ppt	0.8ppt	5.6%	-1.1ppt
调整后核心净利润率	5.2%	6.0%	5.4%	0.2ppt	-0.6ppt	5.6%	0.3ppt
净债务资本比率	89.1%	92.8%	84.4%	-4.7ppt	-8.4ppt	92.6%	8.2ppt
有效税率	57.1%	37.9%	40.7%	-16.4ppt	2.8ppt	43.3%	2.6ppt
销售管理费用率	14.6%	15.6%	14.5%	-0.1ppt	-1.1ppt	14.6%	0.1ppt
利息资本化率	70.7%	70.7%	70.1%	-0.7ppt	-0.7ppt	70.1%	0ppt
运营数据							
合同销售额(人民币十亿元)	71.90	n.a.	95.80	33.2%	n.a.	n.a.	n.a.
权益合同销售额(人民币十亿元)	38.80	n.a.	51.10	31.7%	n.a.	n.a.	n.a.
占总合同销售额比重	54.0%	n.a.	53.3%	-0.6ppt	n.a.	n.a.	n.a.
合同销售面积(百万平方米)	3.90	n.a.	4.83	23.9%	n.a.	n.a.	n.a.
合同销售均价(元每平方米)	18,449	n.a.	19,813	7.4%	n.a.	n.a.	n.a.
结算金额(人民币十亿元)	23.33	n.a.	25.52	9.4%	n.a.	n.a.	n.a.
结算面积(百万平方米)	1.61	n.a.	2.27	40.9%	n.a.	n.a.	n.a.
结算均价(元每平方米)	14,481	n.a.	11,247	-22.3%	n.a.	n.a.	n.a.
总土地储备(百万平方米)	18.21	n.a.	13.33	-26.8%	n.a.	n.a.	n.a.
新增土储建筑面积(百万平方米)	1.33	n.a.	1.60	20.3%	n.a.	n.a.	n.a.
新增土储总成本(人民币十亿元)	3.70	n.a.	18.68	404.9%	n.a.	n.a.	n.a.
新增土储平均成本(元每平方米)	2,782	n.a.	11,676	319.7%	n.a.	n.a.	n.a.
新增土储总成本在销售额中的占比	9.5%	n.a.	36.6%	27ppt	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源：公司数据、中金公司研究部

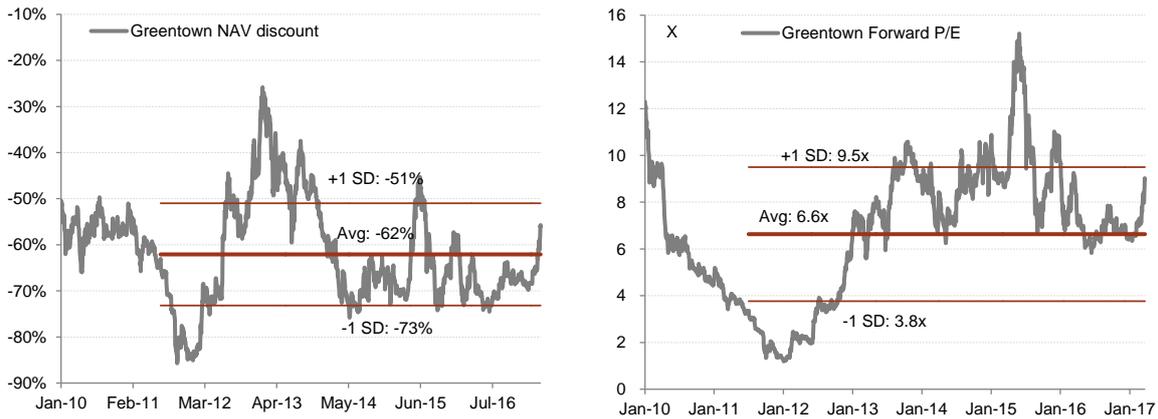


图表2: 盈利调整

(人民币百万元)	2017e			2018e		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
营业收入	30,862	32,230	4%	32,432	36,119	11%
核心净利润	2,015	1,815	-10%	2,276	2,129	-6%
毛利率	24.8%	21.1%	-3.7ppt	26.3%	21.5%	-4.8ppt
核心净利润率	6.5%	5.6%	-0.9ppt	7.0%	5.9%	-1.1ppt

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表3: 历史 NAV 折让和动态 P/E



资料来源: 万得资讯、公司数据、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	盈利能力				P/E (x)				P/B (x)				股息收益率				每股NAV	溢价/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)																				
华润置地	1109	推荐	21.85	30.03	37%	151.4	2.11	2.35	2.78	3.12	10.3	9.3	7.9	7.0	1.3	1.3	1.1	1.0	2.6%	3.2%	4.1%	4.5%	37.59	-42%		
龙光地产	3380	推荐	3.78	4.34	15%	20.8	0.42	0.55	0.78	1.09	8.9	6.9	4.8	3.5	1.3	1.2	1.0	0.8	3.8%	4.4%	6.2%	8.6%	10.32	-63%		
南国海外发展	0688	推荐	22.70	31.62	39%	248.7	2.99	3.08	3.21	3.56	7.6	7.4	7.1	6.4	1.0	1.0	0.8	4.1%	3.4%	2.8%	3.1%	37.05	-39%			
绿城中国	3900	中性	7.85	7.51	-4%	17.0	0.74	0.80	0.94	1.08	10.5	9.8	8.4	7.3	0.6	0.6	0.6	0.6	0.0%	1.7%	2.4%	2.7%	20.05	-61%		
中国金茂	0817	推荐	2.54	2.59	2%	27.1	0.25	0.29	0.34	0.42	10.3	8.9	7.4	6.1	0.7	0.7	0.7	0.6	3.2%	3.4%	4.1%	4.9%	4.17	-39%		
龙湖地产	0960	推荐	13.12	17.91	37%	76.7	1.41	1.48	1.71	1.95	9.3	8.8	7.7	6.7	1.2	1.1	1.0	0.9	3.2%	4.0%	4.9%	5.6%	27.49	-52%		
大悦城	0207	推荐	1.12	1.51	35%	15.9	0.02	0.04	0.09	0.11	69.3	25.1	12.6	9.7	0.5	0.6	0.6	0.5	0.9%	3.5%	3.8%	4.5%	2.32	-52%		
富力地产	2777	推荐	12.22	15.15	24%	39.4	2.22	2.28	2.61	2.86	5.5	5.4	4.7	4.3	0.8	0.8	0.7	0.6	11.7%	9.1%	9.1%	9.0%	22.50	-46%		
深圳控股	0604	推荐	3.49	4.24	21%	26.7	0.31	0.37	0.38	0.48	11.4	9.4	9.2	7.3	0.7	0.7	0.7	0.6	4.6%	5.3%	5.4%	6.9%	7.12	-51%		
世茂房地产	0813	推荐	12.52	13.97	12%	42.4	2.14	2.04	2.24	2.49	5.9	6.1	5.6	5.0	0.7	0.7	0.6	0.6	5.5%	5.8%	5.6%	6.3%	22.81	-45%		
远洋集团	3377	推荐	3.96	4.41	11%	29.8	0.49	0.50	0.57	0.63	8.1	8.0	6.9	6.2	0.6	0.6	0.6	0.5	3.1%	4.1%	4.7%	5.2%	10.58	-63%		
合景泰富	1813	推荐	5.65	7.06	25%	17.3	1.04	1.08	1.20	1.34	5.5	5.2	4.7	4.2	0.6	0.6	0.6	0.5	6.1%	10.1%	6.4%	7.1%	14.08	-60%		
融创中国	1918	中性	9.38	6.58	-30%	36.3	1.18	0.19	0.60	1.16	8.0	38.8	15.5	8.1	1.4	1.7	1.6	1.4	2.5%	2.3%	2.3%	2.3%	11.94	-21%		
雅居乐	3383	推荐	6.87	7.76	13%	26.9	0.75	0.79	0.92	1.07	9.2	8.7	7.4	6.4	0.7	0.7	0.6	0.6	5.7%	6.6%	4.7%	5.4%	15.48	-56%		
碧桂园	2007	推荐	6.87	8.58	25%	146.7	0.54	0.60	0.77	1.07	12.8	11.4	8.9	6.4	2.6	1.9	1.6	1.4	2.2%	2.8%	3.5%	4.9%	21.16	-68%		
中国恒大	3333	中性	6.20	6.03	-3%	85.0	0.33	0.64	0.97	1.24	18.8	9.7	6.4	5.0	1.5	1.3	1.2	1.1	7.3%	19.2%	23.2%	25.6%	9.04	-31%		
SOHO中国	0410	中性	4.22	4.79	14%	21.9	0.10	0.12	0.15	0.16	43.4	36.7	28.6	26.6	0.5	0.6	0.6	0.6	19.7%	14.2%	9.2%	9.0%	7.14	-41%		
平均值											13.1	11.0	7.8	6.2	1.0	1.0	0.9	0.8	4.1%	5.4%	5.6%	6.3%		-50%		
中间值											9.3	8.8	7.4	6.4	0.7	0.7	0.7	0.6	3.2%	4.0%	4.7%	5.2%		-52%		
市值加权平均											10.9	10.0	7.7	6.2	1.3	1.2	1.0	0.9	4.0%	5.2%	5.7%	6.4%		-47%		
H股地产: 房地产服务商			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)												3.6	3.2	3.4%	1.4%	1.8%	2.1%	n.a.	n.a.	
绿城服务	2869	推荐	2.89	4.10	42%	8.0	0.12	0.13	0.15	0.17	n.a.	21.7	19.4	16.6	n.a.	3.6	3.6	3.2	3.4%	1.4%	1.8%	2.1%	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	4.97	5.52	11%	5.0	0.19	0.20	0.26	0.28	25.5	24.3	19.4	17.7	3.3	3.1	2.8	2.6	2.0%	2.0%	2.5%	2.7%	n.a.	n.a.		
平均值											33.5	22.5	18.9	16.1	5.5	4.4	3.9	3.3	2.1%	1.6%	2.0%	2.4%				
中间值											33.5	21.7	19.4	16.6	5.5	3.6	3.6	3.2	2.0%	1.5%	1.8%	2.3%				
市值加权平均											18.4	22.4	19.0	16.2	3.0	4.3	3.8	3.3	2.3%	1.6%	2.0%	2.3%				
美股地产: 房地产服务商			(US\$)	(US\$)		(US\$ bn)												1.1	1.2	1.1	1.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
乐居	LEJU	中性	3.49	3.67	5%	0.5	0.42	0.08	0.24	0.23	8.3	46.5	14.3	14.9	1.1	1.2	1.1	1.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	n.a.	n.a.		
平均值											8.3	46.5	14.3	14.9	1.1	1.2	1.1	1.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%				
中间值											8.3	46.5	14.3	14.9	1.1	1.2	1.1	1.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%				
市值加权平均											8.3	46.5	14.3	14.9	1.1	1.2	1.1	1.1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%				

资料来源: 万得资讯、中金公司研究部

注: 股价和市值截至3月27日; SOHO 不包含在香港上市内地地产股平均市值加权市盈率中, 以避免扭曲。



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、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仅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：王耘

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

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



CICC
中金公司

