

正通汽车

转型步入正轨

业绩回顾

2014年业绩低于预期 10.6%

归母净利润下降 4%至 8.04 亿元。业绩比我们之前的预期低 10.6%，但远远好于行业平均水平（同比下降 20~30%）。

发展趋势

转型步入正轨，可带来估值溢价。在新常态下，经销商估值将分化，虽然其短期基本面相似。正通积极开展转型，已步入正轨。汽车金融不仅会在长期优化各项服务（例如旧车销售和保险销售服务），还会在短期快速贡献盈利和现金流，这在转型中非常重要。

2015年陆虎新车销售压力。虽然 2014 年存在价格压力，但陆虎销售情况不错，成为抵消宝马负面影响的重要因素。但未来，我们认为这一品牌价格较高，将给正通 2015 年新车销售盈利能力带来压力，因为：1) 国产揽胜极光的高昂价格不太被消费者接受，给经销商带来库存和压力；2) 2015 年 3 季度 Discovery Sport 国产预期将摧毁进口车型目前的价格体系。

盈利预测调整

根据 2014 年业绩情况，我们下调 2015 年盈利预测 **17.7%至 10.8 亿元**。预计 2016 年盈利 12.7 亿元（同比增长 17.6%），其中 1.5 亿元来自汽车金融的贡献。

估值与建议

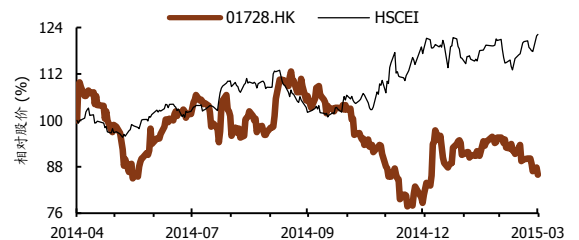
下调目标价 **16.6%至 5 港元**，对应 8x 2015e P/E。我们认为正通的积极转型和汽车金融业务预期将支持当前 6x P/E。 **维持推荐。**

风险

豪华车需求显著下滑。

维持推荐

股票代码	01728.HK
最新收盘价	港币 3.67
目标价	港币 5.00
52 周最高价/最低价	港币 4.90~3.27
总市值(亿)	港币 81
30 日日均成交额(百万)	港币 9.67
发行股数(百万)	2,210
其中：自由流通股(%)	38
30 日日均成交量(百万股)	2.50
主营行业	汽车及零部件



(人民币 mn)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	29,840	30,910	33,074	37,043
增速	7.9%	3.6%	7.0%	12.0%
净利润	837	804	1,083	1,274
增速	38.5%	-4.0%	34.7%	17.7%
每股净利润	0.38	0.36	0.49	0.58
每股净资产	3.41	3.70	4.11	4.58
每股股利	0.08	0.08	0.08	0.09
每股经营现金流	0.58	0.40	0.58	0.79
市盈率	7.6	8.1	6.0	5.0
市净率	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.5	4.2	4.0	3.2
股息收益率	2.8%	2.7%	2.7%	3.2%
平均总资产收益率	4.6%	3.9%	5.0%	5.3%
平均净资产收益率	11.8%	10.2%	12.5%	13.3%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

奉玮

分析员
 wei.feng@cicc.com.cn
 SAC 执证编号: S0080513110002
 SFC CE Ref: BCK590

刘册

分析员
 ce.liu@cicc.com.cn
 SAC 执证编号: S0080513090002
 SFC CE Ref: BCF475



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表				
营业收入	29,840	30,910	33,074	37,043
营业成本	-27,252	-28,185	-30,196	-33,857
营业费用	698	818	827	926
管理费用	581	771	661	741
其他	0	0	0	0
营业利润	1,674	1,629	1,918	2,111
财务费用	489	478	378	446
其他利润	0	0	0	0
利润总额	1,206	1,175	1,565	1,816
所得税	-352	-352	-422	-472
净利润	854	824	1,142	1,344
少数股东损益	17	20	59	70
归属母公司净利润	837	804	1,083	1,274
EBITDA	2,063	2,082	2,432	2,670
扣非后净利润	837	804	1,083	1,274
资产负债表				
货币资金	2,996	3,098	3,434	5,653
应收账款及票据	4,771	4,807	4,254	5,895
存货	2,528	4,346	3,100	5,249
其他流动资产	18	31	31	31
流动资产合计	10,313	12,282	10,819	16,828
固定资产及在建工程	6,258	6,632	6,748	6,690
无形资产及其他长期资产	2,545	3,269	3,539	3,789
非流动资产合计	8,803	9,900	10,287	10,478
资产合计	19,116	22,183	21,106	27,306
短期借款	2,942	4,348	5,548	6,748
应付账款	4,628	5,826	3,274	6,929
其他流动负债	636	777	382	917
流动负债合计	8,205	10,950	9,204	14,594
长期借款	919	903	903	903
非流动负债合计	3,272	2,935	2,635	2,335
负债合计	11,478	13,886	11,839	16,929
股本	189	189	189	189
未分配利润	7,354	7,983	8,894	9,933
股东权益合计	7,543	8,172	9,083	10,122
负债及股东权益合计	19,116	22,183	21,106	27,306
现金流量表				
税前利润	1,206	1,175	1,565	1,816
折旧和摊销	389	453	513	559
营运资本变动	-479	-792	-329	-994
其他	154	38	-473	374
经营活动现金流	1,271	874	1,276	1,754
资本开支	578	557	630	500
其他	-1,447	-1,510	-1,500	-1,178
投资活动现金流	-869	-953	-870	-678
股权融资	345	0	0	0
银行借款	811	422	522	454
其他	-1,284	-383	-169	-171
筹资活动现金流	-129	39	353	283
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0
现金净增加额	273	-40	759	1,359

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	7.9%	3.6%	7.0%	12.0%
营业利润	28.8%	-2.7%	17.8%	10.1%
EBITDA	24.1%	0.9%	16.8%	9.8%
净利润	38.5%	-4.1%	34.6%	17.6%
盈利能力				
毛利率	8.7%	8.8%	8.7%	8.6%
营业利润率	5.6%	5.3%	5.8%	5.7%
EBITDA 利润率	6.9%	6.7%	7.4%	7.2%
净利润率	2.8%	2.6%	3.3%	3.4%
偿债能力				
流动比率	1.26	1.12	1.18	1.15
速动比率	0.95	0.72	0.84	0.79
现金比率	0.37	0.28	0.37	0.39
资产负债率	60.0%	62.6%	56.1%	62.0%
净债务资本比率	11.5%	26.3%	33.2%	19.7%
回报率分析				
总资产收益率	4.6%	3.9%	5.0%	5.3%
净资产收益率	11.8%	10.2%	12.5%	13.2%
每股指标				
每股净利润 (元)	0.38	0.36	0.49	0.58
每股净资产 (元)	3.41	3.70	4.11	4.58
每股股利 (元)	0.08	0.08	0.08	0.09
每股经营现金流 (元)	0.58	0.40	0.58	0.79
估值分析				
市盈率	7.6	8.1	6.0	5.0
市净率	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.5	4.2	4.0	3.2
股息收益率	2.8%	2.7%	2.7%	3.2%

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2013年，正通拥有92家4S经销店，其中22家为宝马，占到宝马4S店数量的5%。



图表 1：正通汽车分部经营数据

	1H13	2H13	1H14	2H14	HoH	2012	2013	2014	YoY
新车销售收入	12,449	14,146	13,788	13,342	-3.2%	24,841	26,595	27,130	2.0%
豪华车收入	11,080	13,414	12,193	11,425	-6.3%	21,834	24,494	23,618	-3.6%
中档车收入	1,369	1,732	1,595	1,917	20.2%	3,007	3,101	3,512	13.3%
新车销量	36,347	43,722	42,804	45,088	5.3%	70,493	80,069	87,892	9.8%
豪华	25,156	29,238	29,729	29,884	0.5%	45,810	54,394	59,613	9.6%
中档	11,191	14,484	13,075	15,204	16.3%	24,683	25,675	28,279	10.1%
新车销售ASP	34	32	32	30	-8.1%	35	33	31	-7.1%
豪华车销售ASP	44	46	41	38	-6.8%	48	45	40	-12.0%
售后收入	1,367	1,416	1,542	1,638	6.2%	2,317	2,783	3,180	14.3%
售后毛利	637	625	711	796	12.0%	1,044	1,262	1,507	19.4%
新车毛利	638	625	722	417	-42.2%	1,336	1,263	1,139	-9.8%
豪华	616	609	699	387	-44.6%	1,300	1,225	1,086	-11.3%
中档	22	16	23	30	30.4%	36	38	53	39.5%
总毛利	1,299	1,289	1,467	1,259	-14.2%	2,452	2,588	2,726	5.3%
售后毛利占比	49.0%	48.5%	48.5%	63.2%	30.5%	42.6%	48.8%	55.3%	14.5%
	1H13	2H13	1H14	2H14	HoH	2012	2013	2014	YoY
新车毛利率	5.1%	4.4%	5.2%	3.1%	-2.1	5.4%	4.7%	4.2%	-11.6%
豪华销售毛利率	5.6%	4.5%	5.7%	3.4%	-2.3	6.0%	5.0%	4.6%	-8.1%
中档销售毛利率	1.6%	0.9%	1.4%	1.6%	0.1	1.2%	1.2%	1.5%	23.2%
售后服务毛利率	46.6%	44.1%	46.1%	48.6%	2.5	45.1%	45.3%	47.4%	4.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：正通半年度数据分析

(百万人民币)	半年度数据								年度数据				
	1H12	2H12	1H13	2H13	1H14	2H14	HoH	YoY	2011	2012	2013	2014	YoY
收入	13,683	13,967	14,010	15,830	15,609	15,301	-2.0%	-3.3%	14,444	27,649	29,840	30,910	3.6%
成本	(12,488)	(12,710)	(12,711)	(14,541)	(14,143)	(14,042)	-0.7%	-3.4%	(13,058)	(25,198)	(27,252)	(28,185)	3.4%
毛利	1,195	1,257	1,299	1,289	1,467	1,259	-14.2%	-2.3%	1,386	2,452	2,588	2,726	5.3%
其他业务收入	131	139	158	207	252	240	-4.9%	16.0%	120	269	365	492	34.8%
销售费用	(304)	(389)	(316)	(382)	(401)	(416)	3.7%	8.9%	(330)	(694)	(698)	(818)	17.2%
管理费用	(336)	(393)	(280)	(301)	(376)	(394)	4.8%	30.9%	(320)	(728)	(581)	(771)	32.5%
营业利润	686	614	862	812	941	688	-26.9%	-15.3%	856	1,300	1,674	1,629	-2.7%
财务费用	(200)	(204)	(208)	(281)	(226)	(252)	11.5%	-10.4%	(128)	(404)	(489)	(478)	-2.3%
投资收益	10	10	8	14	13	11	-9.5%	-17.0%	21	19	22	24	11.1%
税前利润	495	420	662	545	728	447	-38.5%	-17.9%	749	915	1,206	1,175	-2.6%
所得税	(144)	(137)	(188)	(164)	(219)	(132)	-39.7%	-19.4%	(187)	(282)	(352)	(352)	-0.2%
少数股东权益	21	9	8	8	10	10	-0.9%	17.5%	38	29	17	20	17.5%
净利润	330	274	465	372	499	305	-38.8%	-18.0%	524	604	837	804	-4.0%
每股收益	0.15	0.12	0.21	0.17	0.23	0.14	-39.1%	-18.6%	0.25	0.27	0.38	0.36	-4.3%
财务比率													
毛利率	8.7%	9.0%	9.3%	8.1%	9.4%	8.2%	-1.2%	0.1%	9.6%	8.9%	8.7%	8.8%	0.1%
销售费用率	2.2%	2.8%	2.3%	2.4%	2.6%	2.7%	0.1%	0.3%	2.3%	2.5%	2.3%	2.6%	0.3%
管理费用率	2.5%	2.8%	2.0%	1.9%	2.4%	2.6%	0.2%	0.7%	2.2%	2.6%	1.9%	2.5%	0.5%
财务费用率	1.5%	1.5%	1.5%	1.8%	1.4%	1.6%	0.2%	-0.1%	0.9%	1.5%	1.6%	1.5%	-0.1%
有效所得税率	29.2%	32.6%	28.4%	30.1%	30.1%	29.6%	-0.6%	-0.6%	25.0%	30.8%	29.2%	29.9%	0.7%
净利率	2.4%	2.0%	3.3%	2.4%	3.2%	2.0%	-1.2%	-0.4%	3.6%	2.2%	2.8%	2.6%	-0.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

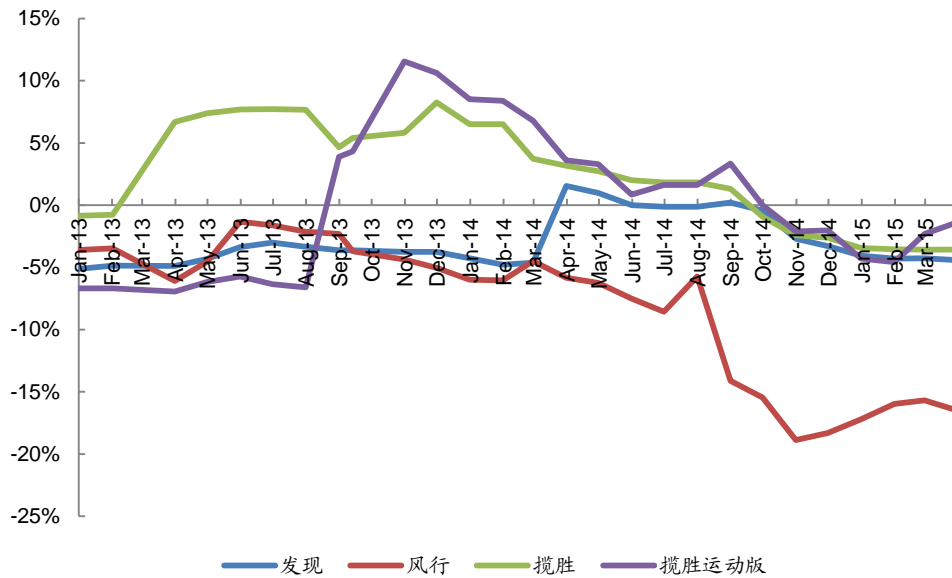


图表3: 正通盈利预测调整

百万人民币	2014A	2015E			2016E
	实际值	调整前	调整后	变化	新预测
营业收入	30,910	37,862	33,074	-12.6%	37,043
营业成本	28,185	34,303	30,196	-12.0%	33,857
毛利	2,726	3,559	2,877	-19.2%	3,186
其他业务收入	492	442	529	19.9%	593
销售费用	818	871	827	-5.1%	926
管理费用	771	704	661	-6.1%	741
财务费用	478	547	378	-31.0%	446
投资收益	24	24	24	0.3%	150
税前利润	1,175	1,900	1,565	-17.7%	1,816
所得税	352	513	422	-17.7%	472
少数股东收益	-20	-72	-59	-17.7%	-70
净利润	804	1,315	1,083	-17.7%	1,274
每股收益(元)	0.36	0.59	0.49	-17.7%	0.58

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

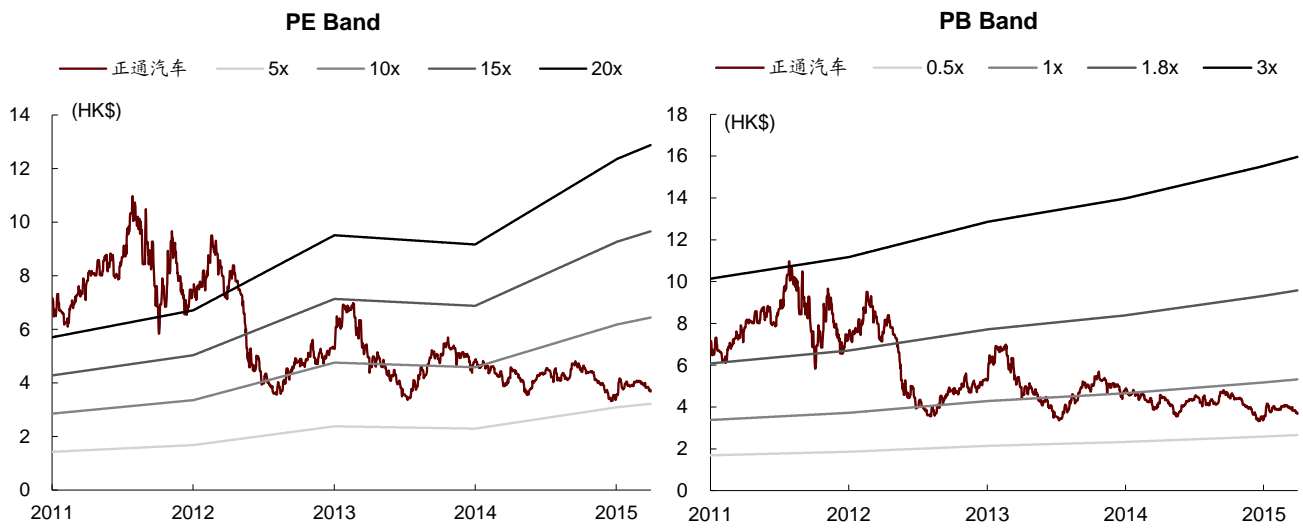
图表4: 14年三季度以来路虎各车型折扣放大



资料来源: China auto market, 中金公司研究部



图表5：正通汽车 P/E Bands and P/B Bands



资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表6: 可比公司估值表

公司名称	类别	股价 市值		市盈率				市净率				EV/EBITDA			
		2015-3-20	百万美元	12A	13 A	14A/E	15E	12A	13 A	14A/E	15E	12A	13 A	14A/E	15E
中国A股上市公司															
中金覆盖															
长安汽车	PV	20.29	15,250	65.5	27.1	12.8	9.8	6.1	5.0	3.7	2.7	45.2	24.0	59.6	33.2
上汽集团	PV	24.71	43,915	13.1	11.0	9.8	8.3	2.2	2.0	1.8	1.6	7.5	7.2	7.1	6.4
江淮汽车	CV/PV	14.90	3,086	39.2	21.0	15.9	13.0	3.2	2.8	2.5	2.4	19.4	11.5	8.2	9.1
潍柴动力	CV	28.51	9,188	19.1	15.9	10.4	12.6	2.3	2.1	1.7	1.6	11.9	11.1	9.1	7.2
中国重汽	CV	19.91	1,346	179.7	21.9	16.7	14.5	2.2	2.0	1.9	1.7	26.5	19.6	16.2	10.1
宇通客车	CV	28.57	6,803	23.5	20.0	15.7	13.9	5.0	4.2	4.2	3.7	18.8	16.1	10.9	9.9
江铃汽车	CV	39.95	5,559	22.7	20.0	16.7	12.5	4.3	3.8	3.3	2.7	10.7	10.0	7.2	5.6
金龙汽车	CV	20.43	1,458	36.6	39.3	32.0	22.3	4.3	4.0	4.0	2.8	22.4	18.3	21.8	16.1
华域汽车	Parts	19.99	8,324	16.6	14.8	11.0	9.5	2.7	2.8	2.3	1.9	8.1	7.7	7.0	5.8
福耀玻璃	Parts	15.54	5,017	20.4	16.2	13.5	11.3	4.5	4.0	3.4	2.9	12.4	10.4	8.9	8.4
银轮股份	Parts	15.72	830	120.9	52.4	35.7	23.5	4.1	3.8	3.5	3.1	57.0	30.6	21.7	14.3
威孚高科	Parts	32.72	5,381	25.0	30.3	19.5	14.5	2.6	3.5	3.0	2.6	27.0	22.5	18.2	16.3
均胜电子	Parts	29.49	3,024	81.9	62.7	53.6	37.8	10.2	8.2	7.1	4.7	28.5	22.9	21.2	17.9
中金未覆盖															
一汽轿车	PV	18.37	4,819	11.3	29.7	73.1	27.4	3.9	3.5	3.4	3.1	10.8	15.3	22.4	11.4
一汽夏利	PV	7.32	1,882	44.8	n.a.	n.a.	n.a.	3.2	3.7	5.1	6.3	n.a.	85.0	n.a.	n.a.
比亚迪	PV	38.60	223	1115.61	167.83	157.55	48.5	4.29	4.19	3.61	3.27	33.44	26.57	24.96	18.81
东风汽车	CV	6.76	2,179	17.0	269.3	62.4	17.5	2.3	2.3	2.2	2.1	20.2	16.2	34.0	12.2
一汽富维	Parts	34.17	1,165	18.5	19.6	14.1	11.3	2.5	2.3	2.0	1.8	31.8	34.8	8.8	7.6
物产中大	Dealer	20.29	3,257	37.6	31.7	32.4	28.6	4.1	3.8	5.4	2.8	26.5	18.2	15.3	n.a.
亚夏汽车	Dealer	11.47	508	26.1	54.6	71.6	48.5	2.4	3.0	n.a.	n.a.	35.6	22.0	16.9	n.a.
平均值	Median			23.7	27.0	31.1	19.9	3.2	3.2	3.3	2.8	26.5	18.4	16.1	11.4
香港上市公司															
中金覆盖															
华晨汽车	PV	14.74	9,548	25.6	17.6	10.8	9.4	5.9	4.6	3.2	2.4	31.7	22.6	14.1	12.3
吉利汽车	PV	3.91	4,435	11.6	9.8	12.0	10.4	1.8	1.6	1.5	1.3	6.6	5.3	5.5	4.7
东风汽车	PV	12.14	13,481	9.2	8.4	6.2	5.6	1.6	1.3	1.1	1.0	n.m.	n.m.	43.7	38.0
长城汽车	CV/PV	49.30	19,332	21.1	14.6	14.9	9.7	5.5	4.3	3.6	2.8	18.3	12.9	9.2	7.9
潍柴动力	CV	28.60	7,370	15.3	12.7	8.3	10.1	1.8	1.6	1.4	1.2	15.2	11.6	8.8	7.4
中国重汽	CV	4.62	1,644	92.4	37.0	24.6	19.4	0.5	0.5	0.5	0.5	2.6	2.2	2.0	1.7
信义玻璃	Parts	4.93	2,492	15.9	9.5	8.0	n.a.	1.9	1.7	1.5	n.a.	13.3	8.4	9.0	7.7
敏实集团	Parts	14.10	1,998	14.5	12.5	10.1	8.7	1.8	1.6	1.5	1.3	12.0	9.4	8.1	6.8
中升集团	Dealer	5.39	1,491	11.1	8.1	7.2	5.5	0.9	0.8	0.7	0.6	10.6	9.2	8.3	7.1
大昌行	Dealer	3.80	897	6.7	8.6	6.9	n.a.	0.8	0.8	0.7	n.a.	6.6	7.6	6.9	6.1
正通汽车	Dealer	3.84	1,094	11.4	8.1	6.5	5.2	1.0	0.9	0.8	0.7	7.3	6.4	5.6	4.8
中金未覆盖															
比亚迪电子	PV	38.60	222.99	1,115.6	167.83	157.55	48.49	4.3	4.19	3.61	3.27	33.4	26.57	24.96	18.81
庆铃汽车	CV	2.76	883	23.0	18.4	13.5	12.5	0.9	0.9	0.9	0.9	3.7	3.0	3.0	2.7
宝信汽车	Dealer	4.37	1,441	15.6	11.2	10.1	8.3	2.9	2.4	2.0	1.7	15.9	9.6	8.5	7.2
永达汽车	Dealer	4.10	782	12.1	10.3	9.0	6.6	2.0	1.8	1.5	1.2	12.3	10.3	7.8	6.0
和谐汽车	Dealer	6.19	13.10	n.a.	14.74	12.90	9.90	n.a.	3.05	2.54	2.08	18.1	11.91	9.20	6.81
平均值	Median			15.3	11.2	9.0	8.7	1.8	1.6	1.4	1.2	12.0	9.2	8.1	6.8
欧洲及美国上市公司															
雷诺	PV	83.88	26,886	12.9	39.0	9.1	7.3	1.0	1.1	0.9	0.8	13.9	15.2	10.2	9.08
标志	PV	15.79	13,462	n.m.	n.m.	18.6	10.9	0.7	1.0	1.3	1.2	7.2	5.2	4.3	3.91
宝马	PV	116.76	81,374	15.1	14.5	12.2	11.5	2.5	2.2	1.8	1.6	8.8	10.5	10.8	10.19
大众	PV	241.53	126,286	5.2	13.0	10.1	9.0	1.4	1.3	1.2	1.1	9.0	8.4	8.0	7.27
戴姆勒	CV/PV	91.71	106,347	15.2	14.3	12.9	11.5	2.6	2.3	1.9	1.7	14.7	14.5	10.3	9.39
福特汽车	CV/PV	16.50	65,253	11.1	9.0	10.3	8.8	4.1	2.5	2.0	1.7	5.3	5.0	5.6	4.82
通用汽车	CV/PV	38.88	62,609	12.5	14.3	8.5	7.8	2.1	1.4	1.6	1.4	n.m.	3.6	3.1	2.93
曼	CV	97.03	15,453	78.9	n.m.	78.1	40.3	2.6	2.8	3.2	3.2	12.8	14.4	19.3	15.14
沃尔沃	CV	102.90	25,437	18.3	58.1	17.5	13.5	2.8	2.7	2.5	2.3	9.7	12.1	10.6	8.98
帕卡	CV	63.34	22,465	20.2	19.1	14.6	13.7	3.8	3.4	3.1	2.8	12.1	11.2	10.9	9.98
玛格纳	Parts	106.32	21,814	17.2	15.5	11.0	9.3	2.6	2.4	2.4	2.1	8.9	7.0	6.5	5.85
博格华纳	Parts	60.82	13,805	27.3	22.3	17.4	14.6	4.6	3.9	3.3	2.9	13.8	12.5	9.6	8.52
奥托立夫	Parts	115.40	10,236	22.3	22.7	17.8	15.4	2.9	2.7	2.9	2.7	10.5	9.9	8.7	7.79
爱尔铃克铃尔	Parts	29.21	2,006	21.6	17.6	16.7	15.5	3.0	2.7	2.4	2.2	10.3	9.2	9.3	8.50
法雷奥	Parts	138.60	11,938	28.2	24.3	15.4	13.5	5.4	4.6	3.3	2.8	9.9	9.3	6.8	6.04
平均值	Median			22.0	22.3	17.1	14.2	3.0	2.8	3.0	2.7	10.4	10.5	9.5	8.5
日本上市公司															
马自达	PV	2400	11,993	41.8	10.6	11.9	11.9	2.9	2.2	2.3	1.7	15.2	7.2	7.2	6.0
本田	PV	4117	62,115	20.2	12.9	12.8	12.8	1.5	1.3	1.3	1.1	11.7	8.6	10.3	10.0
铃木	PV	3645	17,035	25.4	19.0	18.2	18.2	1.8	1.5	1.6	1.4	7.3	5.7	5.8	5.4
日产	PV	1271	47,863	15.6	13.7	14.3	14.3	1.4	1.2	1.3	1.1	12.0	10.3	13.3	11.1
丰田	CV/PV	8598	244,802	28.3	14.9	14.5	14.5	2.2	1.9	1.9	1.7	18.5	12.7	13.6	12.2
五十铃	CV	1683	11,894	14.8	11.9	12.6	12.6	2.7	2.3	2.2	2.0	9.0	6.9	7.0	6.7
日野汽车	CV	1780	8,520	21.3	11.4	12.9	12.9	3.8	3.0	3.2	2.6	10.8	7.7	7.9	7.9
电装	Parts	5718	42,109	25.2	15.8	16.0	17.0	2.0	1.7	1.8	1.6	10.5	8.1	7.9	8.0
爱信精机	Parts	4465	10,960	16.2	14.0	13.8	14.6	1.5	1.3	1.3	1.2	5.9	5.3	5.0	5.1
丰田纺织	Parts	1514	2,367	17.8	22.2	20.0	46.3	1.5	1.4	1.4	1.3	5.5	4.9	5.1	5.0
捷太格特	Parts	1953	5,585	48.2	28.6	31.9	15.3	1.8	1.7	1.7	1.6	11.7	7.7	7.9	6.9
平均值	Median			19.5	14.9	14.9	15.0	1.9	1.7	1.7	1.6	9.8	7.3	7.4	6.8
全球平均	Global Median			21.5	22.1	16.7	14.6	2.7	2.7	2.5	2.3	12.1	11.2	9.3	7.9

资料来源: Bloomberg, Wind, 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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。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。

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。

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。本报告作者的香港证监会中央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》及《财务顾问法》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。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为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，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

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：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；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”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。

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。

V150323
翻译：王耘
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融有限公司
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

Singapore

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

上海

中国国际金融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

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

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

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

