

事件驱动策略

并购光环下的盲区：商誉减值风险显现

商誉减值风险已经开始显现

我们在去年11月2日发布的年度策略报告《2016，穷则思变》中，曾以专题的形式分析了商誉减值的风险。近期部分公司的2015年业绩预警表明该风险已经开始显现。

高价并购导致商誉占比跃升。近几年A股市场并购活跃，据彭博统计，仅2015年A股市场并购重组交易便超1千项，涉及金额1.4万亿，创下历史新高，比2014年的0.83万亿大幅上升了77%。并购市场的活跃以及资本市场的繁荣使得被收购公司同样估值高企，不少被并购资产的估值明显超过其账面价值，导致A股市场上商誉占净资产的比例加速上升。截止2015年三季度，非金融企业中商誉占净资产的比例已经达到3%（前几年该值一直在1%附近）。中小板及创业板非金融企业商誉占净资产比例分别达到7%及14%，远远超过主板非金融企业（2%左右）。

被收购企业若无法兑现承诺，将带来商誉减计风险。在整体经济相对疲弱的大环境下，这些被收购的企业经营及盈利状况可能不达预期，这会对上市公司盈利增速造成拖累，兼并收购中产生的商誉也将面临计提减值的压力。我们的测算表明，静态来看，若目前非金融企业账面商誉减值1%，其减值损失将占非金融上市公司2015年利润的0.5%（占创业板2015年利润的1.8%）；若商誉减值5%，减值损失将达到非金融上市公司2015年利润的2.3%（占创业板2015年利润的9.2%）。

2015年报期商誉风险已经开始显现。如图表14所示，目前已经有6家上市公司因前期的并购重组产生商誉减计，继而调减了2015年的预期业绩，包括北纬通信、蓝色光标、温州宏丰、江南化工、安科瑞、青松股份。

哪些行业和公司商誉风险较大？

频繁的收购成为上市公司“购买增长”的途径，中小板和创业板90%利润贡献来自外延式增长。我们以上市公司每年度兼并收购交易额与上市公司年末ROE的乘积衡量兼并收购带来的业绩增长（即为外延式增长），数据显示：非金融上市公司近年来盈利增长主要来自于收购兼并带来的外延式增长，企业原本业务的内生性增长贡献持续下滑，甚至在很多老经济行业内生性贡献为负。

这些中小市值公司尤其是其中的TMT板块商誉潜在风险较大。兼并收购在上市公司财报中另一个明显的体现是，随着上市公司（特别是创业板及中小板公司）兼并收购规模显著增长，企业资产负债表上的商誉大幅增加。分行业来看，传媒互联网、信息服务行业商誉占净资产比例更是已经接近20%。

包括蓝色光标在内，7家上市公司商誉占净资产的比例超过100%。我们在图表16中梳理了一些商誉占净资产比例较高的公司，除了已经披露商誉减值的蓝色光标外，南京新百、万好万家、四川圣达、江苏宏宝、誉衡药业、恒天天鹅等公司的商誉占净资产的比例均超过了100%，这些公司的商誉潜在风险同样较大。

分析员

王汉锋，CFA

SAC 执证编号：S0080513080002

SFC CE Ref: AND454

hanfeng.wang@cicc.com.cn

分析员

李求索

SAC 执证编号：S0080513070004

SFC CE Ref: BDO991

qiuesuo.li@cicc.com.cn

分析员

侯雨桐

SAC 执证编号：S0080515080007

SFC CE Ref: BDO983

yutong.hou@cicc.com.cn

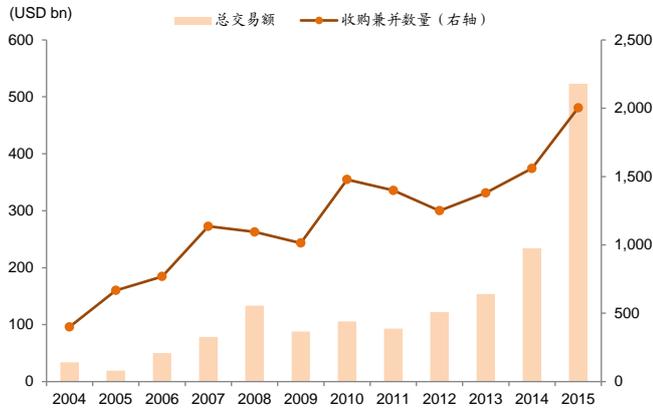
近期研究报告

- 市场策略 | 第3期：奇葩的一年一度“高送转” (2016.01.04)
- 市场策略 | A/H价差：物极则反 (2015.12.15)
- 市场策略 | 事件驱动策略：12月份沪深300指数成分调整回顾 (2015.11.30)
- 市场策略 | 事件驱动策略：12月份沪深300指数成分调整 (2015.11.26)



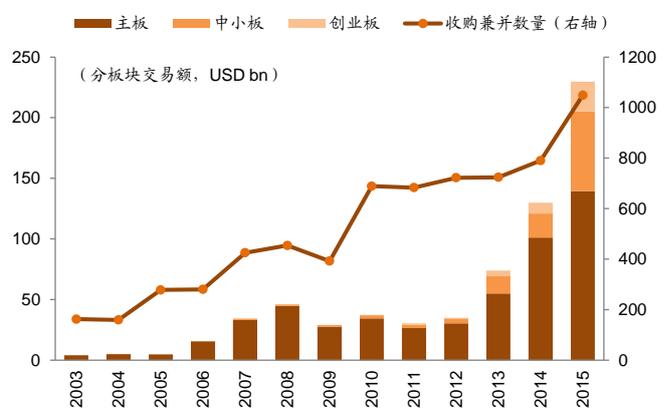
收购兼并对商誉及业绩的潜在影响分析

图表 1：全部中国公司兼并收购规模持续增长……



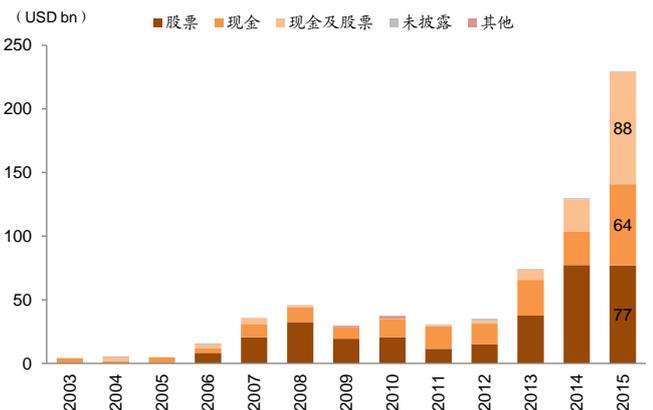
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 2：……A 股上市公司兼并收购规模也创新高



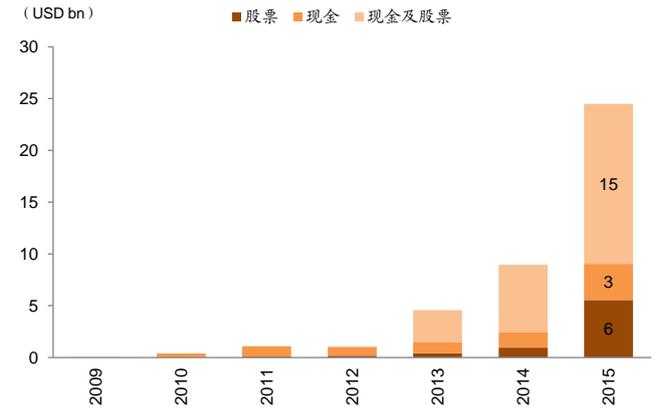
资料来源：彭博资讯、万得资讯、中金公司研究部

图表 3：不同支付方式交易额占比



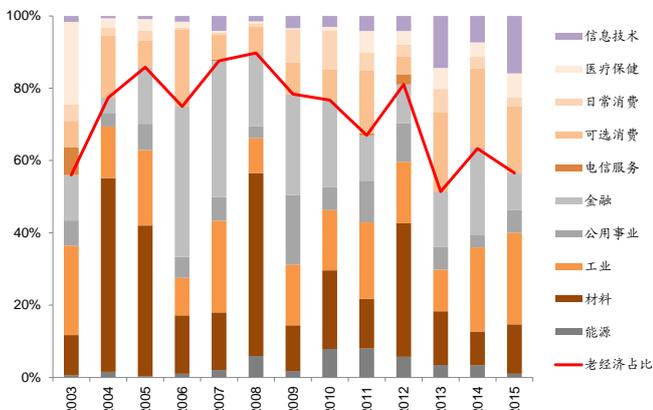
资料来源：彭博资讯、万得资讯、中金公司研究部

图表 4：估值较高的创业板公司中股票或者现金加股票的支付方式成为今年主流



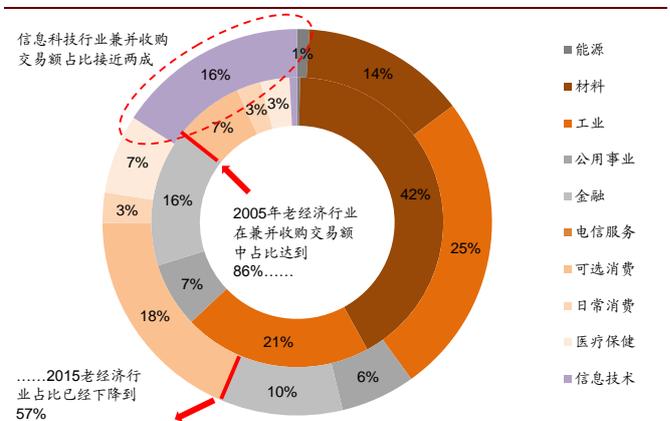
资料来源：彭博资讯、万得资讯、中金公司研究部

图表 5：A 股上市公司并购交易中，分行业来看，“新经济”行业交易额占比持续提升……



资料来源：彭博资讯、万得资讯、中金公司研究部

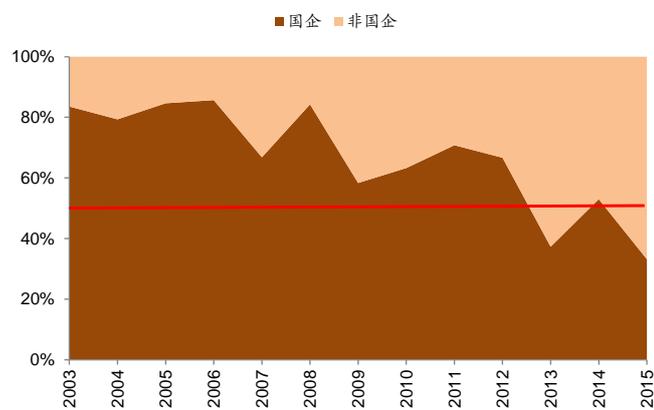
图表 6：……“老经济”行业占比则持续下降



资料来源：彭博资讯、万得资讯、中金公司研究部

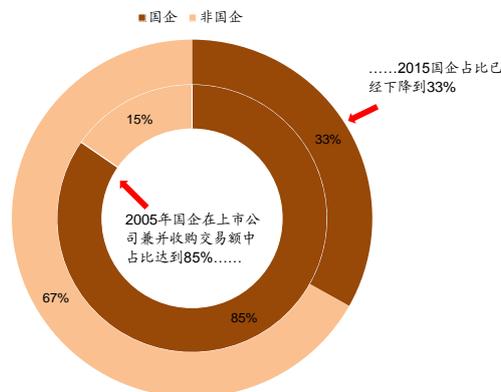


图表7：分企业属性来看，非国企交易额占比持续提升……



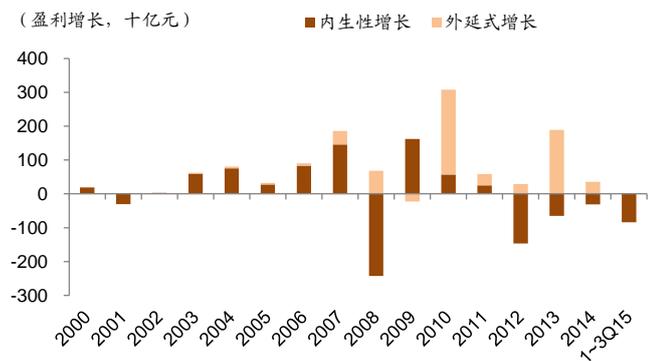
资料来源：彭博资讯、万得资讯、中金公司研究部

图表8：……国企占比则持续下降



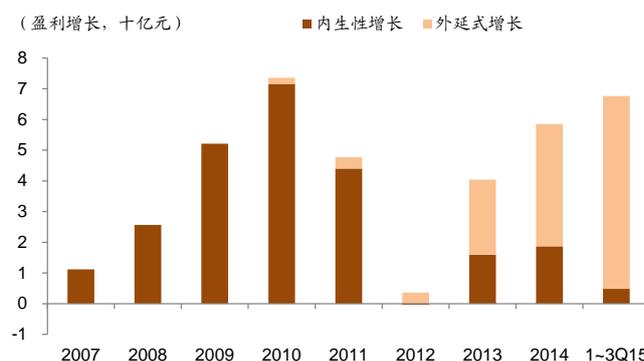
资料来源：彭博资讯、万得资讯、中金公司研究部

图表9：A股非金融企业近年来盈利增速主要来自于外延式增长的贡献，内生性增长贡献持续为负……



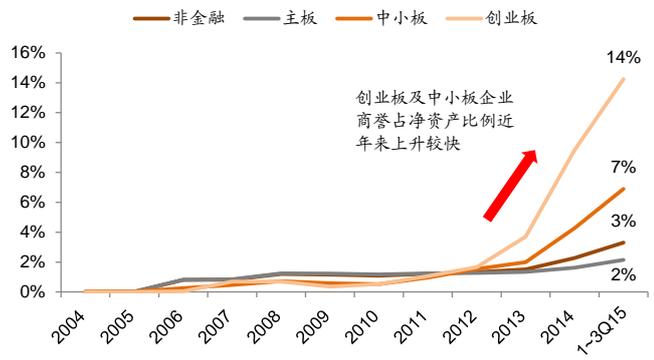
资料来源：彭博资讯、万得资讯、中金公司研究部

图表10：……创业板亦是如此：虽然其内生性增长情况好于主板，但外延式增长也是主要贡献



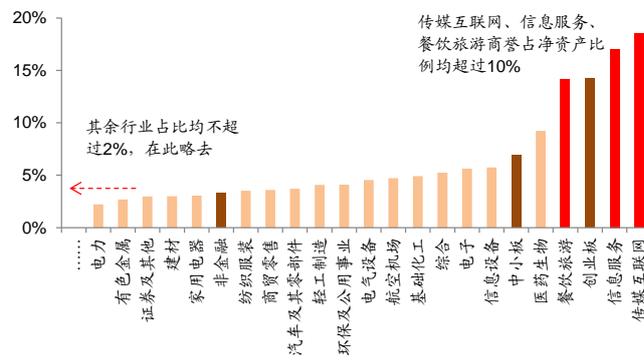
资料来源：彭博资讯、万得资讯、中金公司研究部

图表11：分板块来看，中小板及创业板商誉占净资产比例持续提升（截至1~3Q15）



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

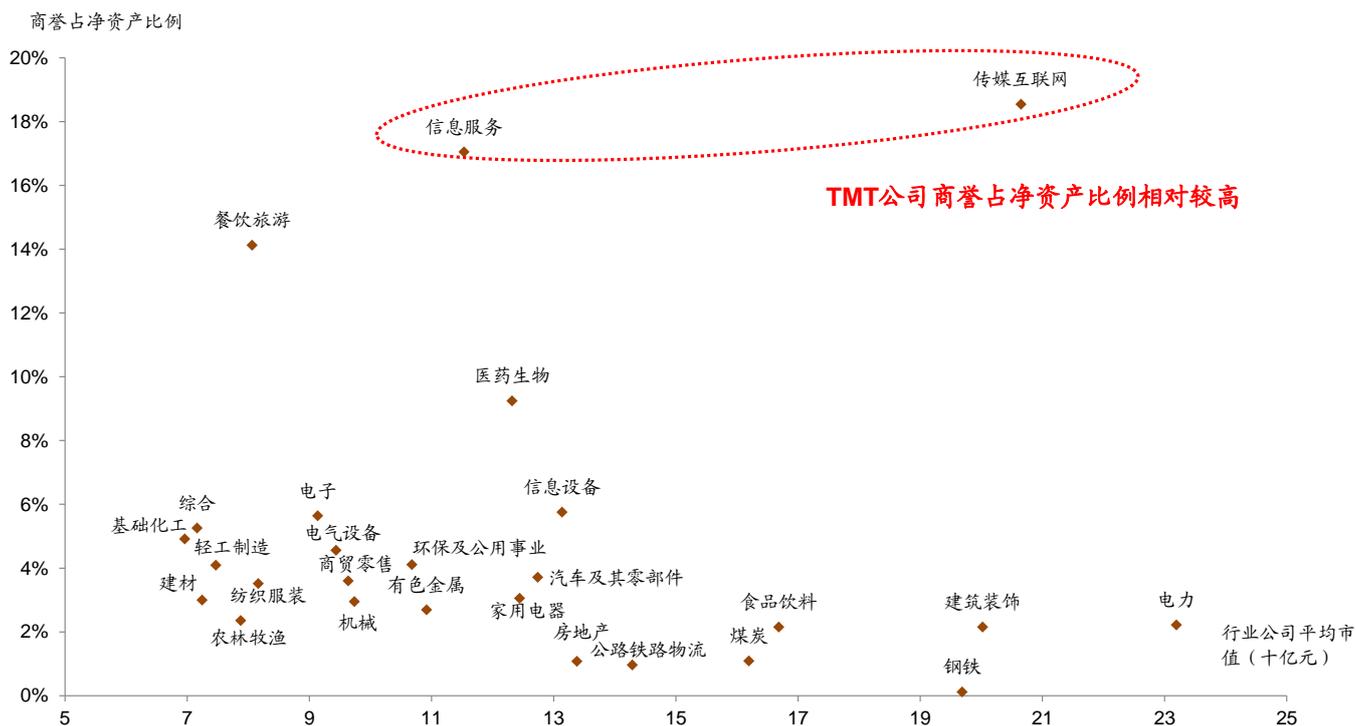
图表12：分行业来看，传媒互联网、信息服务等行业商誉占净资产比例较高（截至1~3Q15）



资料来源：万得资讯、中金公司研究部



图表 13: TMT 行业商誉占比较高



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

图表 14: 6 家公司已经因商誉减计使得 2015 年年报净利润将出现下滑，全部为创业板和中小板企业

证券代码	名称	预警类型	预警摘要	预告日期	定期报告预告披露日期	是否立案	预警内容
002148.SZ	北纬通信	首亏	约-2000万元~-1500万元,下降198.2824%~231.0432%	2015-12-23	2016-3-17	True	业绩修正原因说明：公司所属移动互联网行业，受行业环境变化影响，传统移动增值服务收入持续下降；手机游戏虽加大投入，但自研项目、与国际合作运营项目表现均大幅低于预期；虚拟运营商等新项目尚未产生规模收入，致使公司上半年归属于母公司所有者的净利润为-284万元。前三季度归属于母公司所有者的净利润为-129万元。考虑到公司开始对人员和业务结构进行调整，加之对本年度投资收益的确认，公司于《2015年度第三季度报告》中预计全年业绩为0-763万元。由于投资收益对公司全年业绩影响重大，为合理保证公司会计核算在所有重大方面符合现行企业会计准则的规定，本着审慎原则，公司对金额重大的投资收益项目与注册会计师进行了沟通，并对资产项目进行了全面减值测试。经过严谨核查及再三审视，发现存在以下需对全年业绩预告进行修正事项。1.因权益性投资收益确认影响全年业绩预告2.因 计提商誉及长期股权投资减值 损失影响全年业绩预告。
300058.SZ	蓝色光标	预减	约5000万元~10000万元,下降85%~93%	2016-1-5	2016-4-2	False	原因：(1)报告期内，公司费用较上年大幅提升，对公司经营利润产生较大影响。其中，由于公司银行贷款及债券等有息负债金额较高，促使财务费用较上年大幅增加；同时，报告期内由于公司业务规模扩大，员工人数增加导致管理费用大幅增长。(2)公司收购的西藏山南东方博杰广告有限公司(以下简称“博杰广告”)高估收购后业绩承诺期，受传统电视广告行业收入整体下滑等因素影响，博杰广告 2015年度实际经营业绩完成情况与收购时承诺业绩有较大差距 。公司将聘请专业中介机构进行减值测试，预计对收购博杰广告所形成的 商誉及无形资产需计提减值准备 ，对公司净利润有较大影响。(3)报告期内，由于公司业务数字化转型并进行新业务领域布局建设和投资，新业务虽取得阶段性成果，但尚未盈利，从而对公司经营利润产生影响。公司控股子公司温州宏丰金属功能复合材料有限公司生产的热双金属材料属于热敏控制及保护元件中的核心配件，部分客户对其认证时间较长，市场开发进度不及预期。同时由于该项目前期投入较大， 商誉减值及存货跌价导致 归属于上市公司股东的净利润减少。
300283.SZ	温州宏丰	预减	约233万元~930万元,下降60%~90%	2016-1-8	2016-3-4	False	业绩变动的因素：1、国内宏观经济增速放缓，部分区域民爆市场萎缩，导致民爆产品销售量下降；民爆器材出厂价格放开以后，对民爆产品销售价格有所影响。2、本年的管理费用较去年同期有所增加，主要原因系2015年全国社保基数上调，故公司支付的刚性工资成本增加等。3、2014年以来控股子公司新疆天河的业绩有所下降，公司将因重组合并于公司新疆天河形成的 商誉计提减值准备 ，本次商誉减值准备事项计入公司2015年度损益，使公司2015年度归属于母公司所有者的净利润减少。
002226.SZ	江南化工	预减	约4858万元~9716万元,下降40%~70%	2015-10-29	2016-4-22	False	公司控股子公司上海嘉塘电子发展有限公司业绩下滑， 造成商誉减值与业绩亏损 ，预估对公司净利润的影响约-1400万元；2015年度利息收入较去年同期减少，导致公司净利润较去年同期有所下降。
300286.SZ	安科瑞	略减	约4997万元~7138万元,下降0%~30%	2016-1-5	2016-3-26	False	报告期内公司产品销售价格及产品毛利率较去年同期均有所下降，且由于子公司张家港亚细亚化工有限公司经营业绩未达预期， 形成商誉减值 ，故公司年初至下一报告期末净利润与上年同期相比有较大幅度下降的可能。
300132.SZ	青松股份	略减		2015-10-27	2016-3-30	False	

资料来源：万得资讯、中金公司研究部



图表 15：可能的商誉减值损失占上市公司盈利的比例测算

商誉减值损失占全年利润的比例	3Q15商誉占净资产比例	商誉减值1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
合计	2%	-0.2%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%
金融	1%	0.0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
非金融	3%	-0.5%	-1%	-1%	-2%	-2.3%	-3%	-3%	-4%	-4%	-5%
主板	2%	-0.3%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%
中小板	7%	-0.9%	-2%	-3%	-4%	-4%	-5%	-6%	-7%	-8%	-9%
创业板	14%	-1.8%	-4%	-5%	-7%	-9.2%	-11%	-13%	-15%	-16%	-18%
石油石化	1%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%
煤炭	1%	-1%	-2%	-2%	-3%	-4%	-5%	-6%	-7%	-7%	-8%
有色金属	3%	-2%	-3%	-5%	-6%	-8%	-9%	-11%	-13%	-14%	-16%
钢铁	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
建材	3%	-1%	-1%	-2%	-2%	-3%	-3%	-4%	-5%	-5%	-6%
轻工制造	4%	-1%	-1%	-2%	-2%	-3%	-4%	-4%	-5%	-5%	-6%
基础化工	5%	-1%	-1%	-2%	-3%	-3%	-4%	-5%	-5%	-6%	-7%
电力	2%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
环保及公用事业	4%	0%	-1%	-1%	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%	-4%	-4%
航空机场	5%	0%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%
公路铁路物流	1%	0%	0%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
港口航运	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
机械	3%	-1%	-2%	-2%	-3%	-4%	-5%	-6%	-7%	-7%	-8%
电气设备	5%	-1%	-1%	-2%	-3%	-3%	-4%	-5%	-6%	-6%	-7%
建筑装饰	2%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%
银行	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
保险	2%	0%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
证券及其他	3%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%
房地产	1%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
信息设备	6%	-1%	-2%	-2%	-3%	-4%	-5%	-6%	-6%	-7%	-8%
信息服务	17%	-3%	-5%	-8%	-11%	-13%	-16%	-19%	-21%	-24%	-27%
传媒互联网	19%	-2%	-4%	-5%	-7%	-9%	-11%	-13%	-14%	-16%	-18%
电子	6%	-1%	-2%	-3%	-4%	-4%	-5%	-6%	-7%	-8%	-9%
汽车及其零部件	4%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%
家用电器	3%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%
商贸零售	4%	-1%	-1%	-2%	-2%	-3%	-3%	-4%	-4%	-5%	-6%
纺织服装	4%	0%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%	-4%
餐饮旅游	14%	-1%	-3%	-4%	-6%	-7%	-9%	-10%	-12%	-13%	-15%
食品饮料	2%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
医药生物	9%	-1%	-2%	-2%	-3%	-4%	-5%	-6%	-6%	-7%	-8%
农林牧渔	2%	0%	-1%	-1%	-2%	-2%	-3%	-3%	-4%	-4%	-5%
综合	5%	-3%	-5%	-8%	-11%	-13%	-16%	-18%	-21%	-24%	-26%

资料来源：万得资讯、中金公司研究部（数据表示商誉减值损失占2015年净利润的比例，静态假设2015年全年盈利为1~3Q15盈利的1.33倍）



图表 16：商誉占净资产比例较大的公司列表

证券代码	证券简称	板块	中金行业	商誉	总资产 3Q15, 百万元	净资产	净利润	商誉占总资产比例	商誉占净资产比例	5%商誉减值对全年利润的影响
600682.SH	南京新百	主板	商贸零售	3,563	14,796	1,640	-93	24%	217%	-144%
600576.SH	万好万家	主板	房地产	1,039	2,078	498	12	50%	209%	-336%
000835.SZ	四川圣达	主板	传媒互联网	613	1,496	325	9	41%	188%	-251%
002071.SZ	江苏宏宝	中小板	传媒互联网	1,107	2,720	929	78	41%	119%	-53%
300058.SZ	蓝色光标	创业板	传媒互联网	5,088	17,070	4,341	198	30%	117%	-97%
002437.SZ	誉衡药业	中小板	医药生物	3,639	8,023	3,447	499	45%	106%	-27%
000687.SZ	恒天天鹅	主板	基础化工	1,472	2,957	1,404	11	50%	105%	-512%
300051.SZ	三五互联	创业板	信息服务	741	1,514	878	-5	49%	84%	-585%
300339.SZ	润和软件	创业板	信息服务	2,561	4,756	3,121	61	54%	82%	-158%
600715.SH	松辽汽车	主板	传媒互联网	2,978	5,604	3,835	29	53%	78%	-385%
600633.SH	浙报传媒	主板	传媒互联网	2,885	7,032	3,929	398	41%	73%	-27%
300242.SZ	明家科技	创业板	电气设备	371	870	505	17	43%	73%	-80%
600597.SH	光明乳业	主板	食品饮料	2,554	35,837	3,516	214	7%	73%	-45%
002619.SZ	巨龙管业	中小板	建材	2,275	3,642	3,159	110	62%	72%	-78%
300292.SZ	吴通通讯	创业板	信息设备	1,678	2,899	2,342	116	58%	72%	-54%
300315.SZ	掌趣科技	创业板	传媒互联网	2,990	4,851	4,276	272	62%	70%	-41%
300343.SZ	联创节能	创业板	基础化工	1,165	2,521	1,675	34	46%	70%	-129%
300311.SZ	任子行	创业板	信息服务	708	1,599	1,065	29	44%	66%	-92%
300318.SZ	博晖创新	创业板	医药生物	909	2,050	1,405	29	44%	65%	-116%
600986.SH	科达股份	主板	建筑装饰	2,442	9,131	3,784	75	27%	65%	-122%
300299.SZ	富春通信	创业板	信息设备	829	1,571	1,295	41	53%	64%	-75%
300362.SZ	天保重装	创业板	电气设备	396	2,761	629	22	14%	63%	-66%
000663.SZ	永安林业	主板	农林牧渔	984	3,805	1,563	6	26%	63%	-644%
300350.SZ	华鹏飞	创业板	公路铁路物流	1,052	2,207	1,673	29	48%	63%	-135%
002400.SZ	省广股份	中小板	传媒互联网	1,485	6,595	2,370	354	23%	63%	-16%
600584.SH	长电科技	主板	电子	2,372	25,251	3,827	154	9%	62%	-58%
300288.SZ	朗玛信息	创业板	传媒互联网	571	1,164	940	61	49%	61%	-35%
300309.SZ	吉艾科技	创业板	机械	775	2,249	1,282	36	34%	60%	-82%
002308.SZ	威创股份	中小板	信息设备	1,262	3,059	2,094	46	41%	60%	-102%
300148.SZ	天舟文化	创业板	传媒互联网	1,124	1,951	1,869	116	58%	60%	-36%
300043.SZ	互动娱乐	创业板	传媒互联网	1,163	3,872	1,950	248	30%	60%	-18%
002425.SZ	凯撒股份	中小板	纺织服装	1,152	2,695	1,932	32	43%	60%	-133%
300078.SZ	中瑞思创	创业板	电子	710	2,259	1,215	75	31%	58%	-35%
300248.SZ	新开普	创业板	信息服务	451	1,350	772	23	33%	58%	-73%
300317.SZ	珈伟股份	创业板	电子	1,297	5,902	2,226	42	22%	58%	-116%
300269.SZ	联建光电	创业板	电子	1,465	3,160	2,574	161	46%	57%	-34%
002467.SZ	二六三	中小板	信息设备	865	1,814	1,541	83	48%	56%	-39%
300131.SZ	英唐智控	创业板	电子	941	2,669	1,687	27	35%	56%	-129%
002195.SZ	海隆软件	中小板	信息服务	2,400	4,657	4,316	292	52%	56%	-31%
002354.SZ	科冕木业	中小板	传媒互联网	482	1,502	881	243	32%	55%	-7%
300168.SZ	万达信息	创业板	信息服务	953	4,877	1,754	76	20%	54%	-47%
300379.SZ	东方通	创业板	信息服务	428	864	787	18	50%	54%	-91%
300326.SZ	凯利泰	创业板	医药生物	616	1,638	1,134	93	38%	54%	-25%
600652.SH	爱使股份	主板	传媒互联网	1,088	4,322	2,023	7	25%	54%	-620%
002261.SZ	拓维信息	中小板	传媒互联网	916	2,083	1,706	141	44%	54%	-24%
300003.SZ	乐普医疗	创业板	医药生物	1,849	6,517	3,448	416	28%	54%	-17%
300256.SZ	星星科技	创业板	电子	1,534	6,010	2,862	57	26%	54%	-101%
002019.SZ	鑫富药业	中小板	医药生物	1,488	4,020	2,792	294	37%	53%	-19%
600754.SH	锦江股份	主板	餐饮旅游	4,247	26,658	8,005	464	16%	53%	-34%

资料来源：万得资讯、中金公司研究部（静态假设 2015 年全年盈利为 1~3Q15 盈利的 1.33 倍）



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，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），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

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。

V150707

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

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

