



联想集团

仍然举步维艰，财务压力高企；目标价下调至 2.6 港元

业绩回顾

2018 财年 3 季度业绩符合预期

联想集团公布 2018 财年 3 季度业绩：收入 129 亿美元，同比增长 6.3%，符合市场一致预测与我们的预期；税前利润 1.5 亿美元，同比增长 48.3%，也基本符合预期。净亏损 2.89 亿美元，主要是由于美国税改导致公司一次性核销 4 亿美元的递延所得税资产。

发展趋势

传统业务仍然处于困境中：1) PC (个人电脑) 市场有望小幅回升。联想 2018 财年 3 季度收入同比增长 9.2%，但由于出货量持平，推动收入增长的主要因素为产品平均销售价格出现上涨。我们预计 2018 财年 4 季度 PC 业务将保持个位数增长，并在 2019 财年保持稳定增长趋势。由于零部件价格影响消退，PC 业务利润率有望企稳。**2) 数据中心业务仍然处于转型中。**2018 财年 3 季度，数据中心业务收入与出货量双双增长，其中收入同比与环比分别增长 17% 和 26%，主要是得益于高性能计算 (HPC) 业务增长步伐加快，而传统产品仍然表现不佳。**3) 手机业务依然深陷泥沼。**2018 财年 3 季度，联想手机业务收入与出货量同比分别下降 5% 和 18%，主要是由于高端产品表现不佳而且市场竞争更为激烈。我们认为，如果国内手机企业加大在海外市场的扩张力度，联想将面临更大挑战。因此我们对其手机业务及其产生的高额亏损仍持谨慎立场。

财务风险急剧上升：截止 2018 财年 3 季度，联想总债务达到 27 亿美元。因此，公司面临较高的财务成本。另外，永续债券的发行进一步影响到了公司的利润率。联想杠杆率已经攀升至 5.7 的高位。我们认为高杠杆和庞大的无形资产已经带来较高的财务风险，影响到财务稳定性，需要更加谨慎的看待其未来发展。

盈利预测

我们将公司 2018 和 2019 财年收入预测分别上调 0.6% 和 5.0%，至 446 亿美元和 459 亿美元；同时将调整后净利润预测分别下调 55% 和 2.3%，至 2.02 亿美元和 4 亿美元（主要由于税改影响和永续债券衍生的财务费用），对应每股盈利 0.14 港元和 0.26 港元。

估值与建议

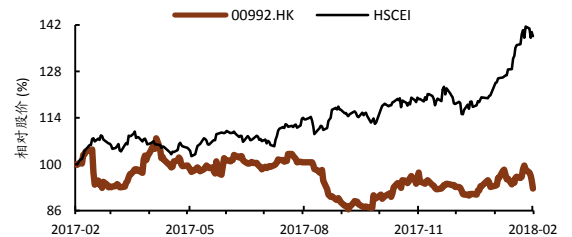
维持回避评级，但将目标价下调 19%，从 3.2 港元调低至 2.6 港元，对应 2019 年预测市盈率 10 倍。

风险

财务风险高企（高杠杆和无形资产面临的减值风险）。

维持回避

股票代码	00992.HK
评级	回避
最新收盘价	港币 4.39
目标价	港币 2.60
52 周最高价/最低价	港币 5.11~4.04
总市值(亿)	港币 530
30 日日均成交额(百万)	港币 253.94
发行股数(百万)	12,015
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	55.71
主营行业	技术硬件及设备



(美元 百万)	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	44,912	43,035	44,565	45,868
增速	-3.0%	-4.2%	3.6%	2.9%
归属母公司净利润	-128	535	-78	100
增速	-115.5%	N.M.	-114.5%	N.M.
每股净利润	-0.01	0.05	-0.01	0.01
每股净资产	0.27	0.37	0.32	0.31
每股股利	0.03	0.03	0.00	0.00
每股经营现金流	0.03	0.19	0.12	0.07
市盈率	N.M.	11.6	N.M.	67.7
市净率	2.1	1.5	1.8	1.8
EV/EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
股息收益率	5.6%	5.6%	0.0%	0.7%
平均总资产收益率	-0.5%	2.1%	-0.3%	0.4%
平均净资产收益率	-3.6%	15.0%	-2.0%	2.7%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

钱凯

分析师

kai.qian@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080513050004

SFC CE Ref: AZA933

赵丽萍

分析师

liping.zhao@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080516060004

SFC CE Ref: BEH709

陈真洋

联系人

zhenyang.chen@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080116090012



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万美元)	2016A	2017A	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E
利润表					成长能力				
营业收入	44,912	43,035	44,565	45,868	营业收入	-3.0%	-4.2%	3.6%	2.9%
营业成本	-38,288	-36,929	-38,460	-39,539	营业利润	-105.6%	N.M.	-49.0%	20.3%
营业费用	-2,373	-2,681	-2,830	-2,844	EBITDA	-260.3%	N.M.	N.M.	N.M.
管理费用	-2,109	-1,852	-1,693	-1,743	净利润	-115.5%	N.M.	-114.5%	N.M.
其他	-715	450	53	0	盈利能力				
营业利润	-62	672	343	413	毛利率	14.7%	14.2%	13.7%	13.8%
财务费用	-204	-204	-214	-229	营业利润率	-0.1%	1.6%	0.8%	0.9%
其他利润	2	11	0	0	EBITDA 利润率	-1.8%	-0.2%	-0.9%	-0.9%
利润总额	-277	490	129	183	净利润率	-0.3%	1.2%	-0.2%	0.2%
所得税	132	41	-155	-28	偿债能力				
少数股东损益	16	7	2	-3	流动比率	0.82	0.81	0.78	0.78
归属母公司净利润	-128	535	-78	100	速动比率	0.66	0.66	0.63	0.64
EBITDA	-802	-70	-412	-425	现金比率	0.12	0.15	0.16	0.16
扣非后净利润	1,125	656	202	400	资产负债率	87.9%	84.9%	86.1%	85.9%
资产负债表					净债务资本比率	43.4%	6.8%	38.3%	36.5%
货币资金	1,927	2,755	2,910	2,974	回报率分析				
应收账款及票据	4,534	4,537	4,457	4,587	总资产收益率	-0.5%	2.1%	-0.3%	0.4%
存货	2,637	2,794	2,500	2,570	净资产收益率	-3.6%	15.0%	-2.0%	2.7%
其他流动资产	3,868	4,783	3,907	4,017	每股指标				
流动资产合计	12,967	14,868	13,773	14,148	每股净利润 (美元)	-0.01	0.05	-0.01	0.01
固定资产及在建工程	1,391	1,236	1,309	1,375	每股净资产 (美元)	0.27	0.37	0.32	0.31
无形资产及其他长期资产	10,575	11,081	11,072	11,073	每股股利 (美元)	0.03	0.03	0.00	0.00
非流动资产合计	11,967	12,318	12,381	12,448	每股经营现金流 (美元)	0.03	0.19	0.12	0.07
资产合计	24,933	27,186	26,154	26,596	估值分析				
短期借款	746	70	1,346	1,384	市盈率	N.M.	11.6	N.M.	67.7
应付账款	4,501	6,486	5,769	5,931	市净率	2.1	1.5	1.8	1.8
其他流动负债	10,513	11,778	10,643	10,786	EV/EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
流动负债合计	15,760	18,334	17,758	18,100	股息收益率	5.6%	5.6%	0.0%	0.7%
长期借款	2,505	2,967	2,967	2,967					
非流动负债合计	6,147	4,757	4,757	4,757					
负债合计	21,907	23,091	22,515	22,857					
股本	2,690	2,690	2,690	2,690					
未分配利润	310	534	78	177					
股东权益合计	3,026	4,095	3,639	3,739					
负债及股东权益合计	24,933	27,186	26,154	26,596					
现金流量表									
税前利润	-277	490	129	183					
折旧和摊销	741	742	755	769					
营运资本变动	-147	1,705	675	31					
其他	-24	-817	-207	-84					
经营活动现金流	292	2,120	1,352	900					
资本开支	-751	-639	-819	-835					
其他	-102	-759	0	0					
投资活动现金流	-854	-1,398	-819	-835					
股权融资	-171	723	0	0					
银行借款	-415	-682	0	0					
其他	282	105	-378	0					
筹资活动现金流	-305	145	-378	0					
汇率变动对现金的影响	-62	-40	0	0					
现金净增加额	-928	828	155	64					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

联想主要从事投资控股，凭借创新的产品、高效的供应链和强大的战略执行，联想锐意为全球用户打造卓越的个人计算机和移动互联网产品。集团由联想及前 IBM 个人计算机事业部所组成，在全球开发、制造和销售优质、可靠、安全易用的科技产品及服务。产品线包括传统 Think 品牌商用个人电脑、Idea 品牌消费个人电脑，以及服务器、工作站和一系列包括平板电脑与智能手机在内的移动互联网终端。联想在日本大和、中国北京、上海、深圳及美国北卡罗莱纳州罗利等地均设有重点研发中心。



PC（个人电脑）业务：均价上涨稳定利润率，但出货量持平

联想公布个人电脑业务收入同比增长9.2%，与市场增速相比高出4.4个百分点。由于2017年4季度（即联想2018财年第三季度）公司的个人电脑出货量持平，推动收入增长的主要驱动力为产品销售均价上涨。IDC提供的数据显示，2018财年第三季度联想在全球的个人电脑市场的占有率下降0.2个百分点。

图表 1: 2017 年 4 季度全球传统 PC 出货量数据

公司	4Q17出货量	4Q17市场份额	4Q16出货量	4Q16市场份额	同比增长
1. 惠普	16,572	23.5%	15,297	21.8%	8.3%
2. 联想	15,704	22.2%	15,711	22.4%	0.0%
3. 戴尔	11,078	15.7%	11,001	15.7%	0.7%
4. 苹果	5,770	8.2%	5,375	7.7%	7.3%
5. 华硕	4,535	6.4%	5,105	7.3%	-11.2%
5. 宏基	4,492	6.4%	4,889	7.0%	-8.1%
其他	12,429	17.6%	12,710	18.10%	-2.2%
合计	70,579	100.0%	70,089	100.00%	0.7%

注：IDC 统计中华硕电脑和宏基电脑市场份额的差别小于 0.1% 即为统计意义上的市场份额排名并列。
资料来源：IDC、中金公司研究部

图表 2: 2017 年全球传统 PC 出货量数据

公司	2017出货量	2017市场份额	2016出货量	2016市场份额	同比增长
1. 惠普	58,800	22.7%	54,319	20.9%	8.2%
2. 联想	54,857	21.1%	55,517	21.3%	-1.2%
3. 戴尔	41,821	16.1%	40,731	15.7%	2.7%
4. 苹果	19,661	7.6%	18,558	7.1%	5.9%
5. 宏基	17,564	6.8%	17,649	6.8%	-0.5%
6. 华硕	17,109	6.6%	19,140	7.4%	-10.6%
其他	49,716	19.1%	54,243	20.90%	-8.3%
合计	259,529	100.0%	260,158	100.00%	-0.2%

资料来源：IDC、中金公司研究部

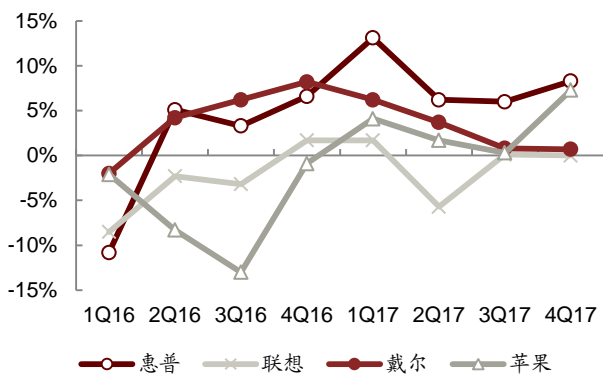
图表 3: 2017 年 4 季度，联想在美国市场的传统 PC 出货量占有率大幅下降

公司	4Q17出货量	4Q17市场份额	4Q16出货量	4Q16市场份额	同比增长
惠普	5,130	33.7%	5,049	30.5%	1.6%
戴尔	3,691	24.3%	4,209	25.4%	-12.3%
苹果	1,972	13.0%	2,003	12.1%	-1.6%
联想	1,792	11.8%	2,344	14.2%	-23.6%
宏基	587	39.0%	661	4.0%	-11.2%
其他	2,042	13.4%	2,276	13.8%	-10.3%
合计	15,214	100.0%	16,543	100.00%	-8.0%

资料来源：Gartner、中金公司研究部

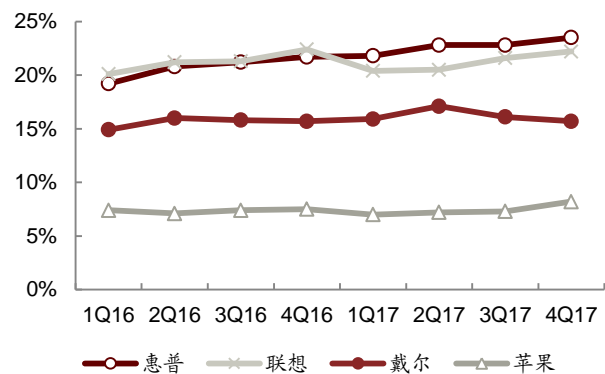


图表4：全球PC出货量增速



资料来源：IDC、中金公司研究部

图表5：全球PC出货量市场占有率



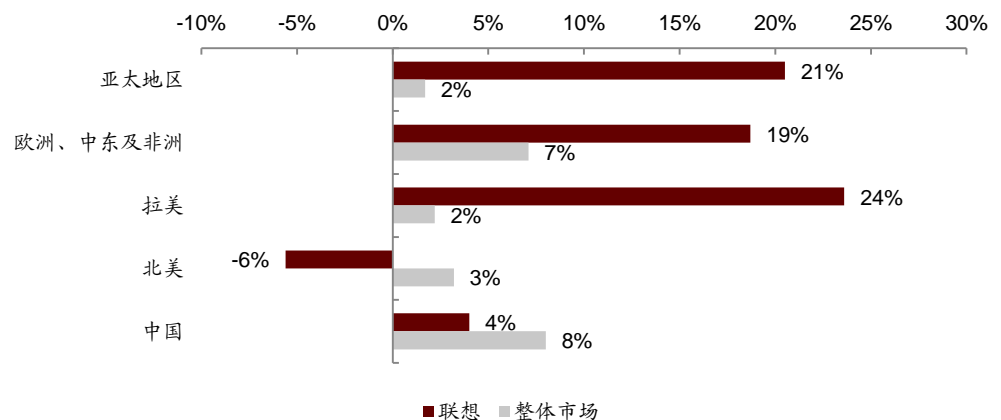
资料来源：IDC、中金公司研究部

在产品均价上涨的同时，联想持续优化其产品结构。其PC业务税前利润率季度环比小幅上升0.1个百分点，在一定程度上缓解了零部件价格上涨带来的影响。但是，联想PC出货量低迷，市场份额流失，主要是由于其主要竞争对手惠普与戴尔制定的产品价格更具竞争优势。来自IDC的数据显示，2017年4季度惠普、苹果和戴尔PC出货量同比分别增长8.3%、7.3%和0.7%，而联想出货量持平。

展望未来，我们认为虽然2018年成熟的PC市场有望出现回暖，但联想仍然面临较大挑战。主要原因包括：

- ▶ 在激烈的市场竞争环境下，产品均价上涨削弱了联想产品的竞争力。我们认为如果联想继续实行产品均价上调策略、以抵消零部件价格上涨带来的巨大压力，那么其PC出货量将继续面临强劲挑战。惠普和戴尔等其主要竞争对手可能会从联想手中抢夺更多市场份额。
- ▶ PC业务地区收入增速出现分化。联想公布亚太、EMEA（欧洲、中东、非洲）和拉美地区其收入增速分别高达20.5%、18.7%和23.6%。而中国和北美地区收入低于市场表现，同比增速分别为+4%和-5.6%。中国和北美地区是联想主要利润来源。这两大市场收入增速低迷可能会进一步影响到其PC业务的利润率。
- ▶ 成熟市场出现回升趋势，但联想竞争对手表现更佳。联想在北美市场收入同比下降5.6%，而行业同比增长3.2%。换句话说，竞争对手惠普、戴尔和苹果的表现更好，从市场的回暖趋势中获益更大。

图表6：2018财年第三季度PC收入增速



资料来源：Gartner、中金公司研究部

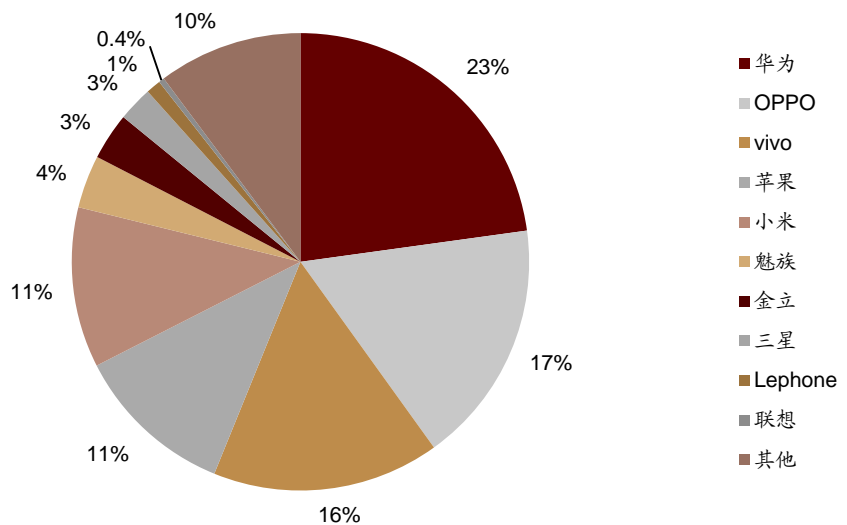


手机业务：主要侧重竞争相对温和的地区

2018 财年第三季度，联想拉美地区手机业务保持强劲增长，出货量与收入同比分别增长 24%和 37%，盈利能力也有所改善。与此同时，北美市场出货量同比增长 85%，主要是得益于运营业务扩张推动主流手机热销。不过，我们认为增长只是暂时的，因为主要驱动力是渠道扩张而非产品改善。

来自 GFK 的数据显示，联想在中国的市场份额继续下降至 0.4%。这表明联想在国内市场仍然举步维艰。与此同时，在印度市场，小米和 OPPO 出货量强劲增长，成功抢占联想的市场份额。因此，如果国内手机企业加快在北美和拉美市场的扩张步伐，我们预计联想在当地的市场份额将快速流失，其在国内与印度丧失市场份额的情形会再次上演。在电商帮助下，目前市场更加扁平化，更为看重产品竞争力而非渠道优势。因此，我们对联想手机业务的竞争力仍然持谨慎立场。

图表 7: 2017 年中国市场手机出货量市场份额



资料来源：GFK，中金公司研究部

与此同时，联想在高端手机市场也面临强大挑战。我们认为未来这一问题会更为严峻，影响到整体手机业务的收入增长和盈利能力，因为成熟市场对高端产品的需求通常会更大。联想低端手机产品对零部件价格更为敏感，而零部件价格波动幅度较大，因此手机业务未来前景更为黯淡。

由于持续重组，联想手机业务的盈利能力略有改善。但盈利能力何时出现反转仍然尚未可知。我们认为公司手机板块仍然深陷泥沼。

服务器业务：暂时改观

联想服务器业务实现收入 12.25 亿美元，同比增长 17%，环比增长 26%，占到公司总收入的 9%左右。得益于强劲的收入增长，服务器业务成功减亏。如果剔除与非现金并购有关的会计支出，此项业务税前经营性亏损为 5,600 万美元，低于前一季度 1 亿美元的亏损额。

联想正试图重新调整产品结构，加快对高性能计算（HPC）板块的布局。我们认为 HPC 板块布局道阻且长，因为：1）与国内其他企业相比，联想传统产品的定价与竞争力仍然缺乏吸引力，从而限制其出货量增长。而传统产品占到数据中心收入的 80%以上；2）云服务目前快速渗透，进一步影响到了传统服务器市场。虽然联想正试图与云服务企业合作，但目前仍处于前期阶段，云服务企业似乎具有更大的议价能力。因此，联想仍然处于进退两难的处境。维持较高的价格将会导致市场份额进一步流失，而降低价格则会对利润率带来更大压力。



财务风险大幅提升投资风险

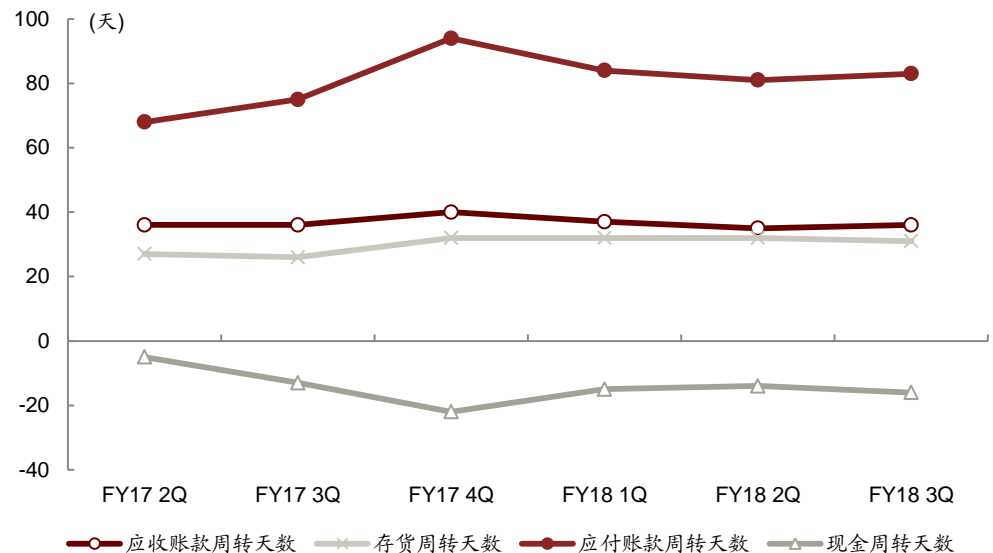
截止 2018 财年第三季度，联想总债务达到 26.7 亿美元。因此，公司面临较高的财务成本。另外，联想于 2017 年 3 月发行了 8.5 亿美元的永续债券，导致公司季度财务支出新增 1300 万美元左右。基于此，我们下调公司 2018 和 2019 财年业绩预测。

图表 8: 联想债务一览 (截止 2018 财年第三季度)

(百万美元)	金额
流动负债	
短期借款	57
长期负债	
长期借款	12
长期票据	2,606
总负债	2,674
收购摩托罗拉的递延欠款	25

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 9: 联想现金周转周期



资料来源：公司数据、中金公司研究部

杠杆率(总负债/总权益)处于高位，无形资产规模庞大。联想杠杆率攀升至 5.7，这对于一家制造企业而言已经是异常高位。与此同时，公司无形资产规模庞大，其中主要是并购产生的商誉价值。截止 2018 财年第三季度，联想无形资产规模达到 84 亿美元，占到总资产的 29%。公司面临较高的减值损失风险。



图表 10: 财务指标一览

	1QFY17	2QFY17	3QFY17	4QFY17	1QFY18	2QFY18	3QFY18	YoY	QoQ
	(US\$ mn)	(US\$ mn)	(US\$ mn)	(US\$ mn)	(US\$ mn)	(US\$ mn)	(US\$ mn)		
营业收入	10,056	11,231	12,169	9,579	10,012	11,761	12,939	6%	10%
毛利率	1,534	1,607	1,595	1,368	1,365	1,613	1,751	10%	9%
经营性开支	-1,289	-1,392	-1,457	-1,295	-1,371	-1,525	-1,547	6%	1%
经营利润	245	215	138	74	-6	88	204	48%	132%
其他非经营性开支	-40	-48	-37	-59	-63	-53	-54	48%	2%
税前利润	206	168	101	15	-69	35	150	48%	329%
净利润	168	152	107	104	-54	153	-275	n.a	n.a
调整后净利润	173	157	98	109	-72	139	-289	n.a	n.a
	119	151	171	183	2	207	-227	n.a	n.a
毛利率									
经营性利润率	15.3%	14.3%	13.1%	14.3%	13.6%	13.7%	13.5%	0.4 ppt	-0.2 ppt
净利率	2.4%	1.9%	1.1%	0.8%	-0.1%	0.7%	1.6%	0.4 ppt	0.8 ppt
	1.2%	1.3%	1.4%	1.9%	0.0%	1.8%	-1.8%	-3.2 ppt	-3.5 ppt

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 11: 盈利预测调整

(百万美元)	调整前		调整后		+/-	
	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E
收入	44,304	43,705	44,565	45,868	0.59%	4.95%
个人电脑	31,038	31,038	31,640	33,222	1.94%	7.03%
移动设备	8,170	7,761	7,438	6,694	-8.96%	-13.75%
企业业务	3,794	3,604	4,186	4,521	10.34%	25.44%
其他	1,301	1,301	1,301	1,431	0.00%	10.00%
调整后税前利润	477	431	409	483	-14.24%	12.14%
净利润	148	109	-78	100	-152.70%	-8.59%
调整后净利润	448	409	202	400	-54.83%	-2.29%
调整后全面摊薄每股净收益(美元)	0.04	0.04	0.02	0.03	-56.42%	-10.40%
调整后全面摊薄每股净收益(港币)	0.32	0.29	0.14	0.26	-56.42%	-10.40%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

我们将公司 2018 和 2019 财年收入预测分别上调 0.6% 和 5.0%，至 446 亿美元和 459 亿美元；同时将调整后净利润预测分别下调 55% 和 2.3%，至 2.02 亿美元和 4 亿美元，对应每股盈利 0.14 港元和 0.26 港元。我们之所以下调净利润预测，主要是由于税改影响而且与永续债券有关的财务成本出现上升。

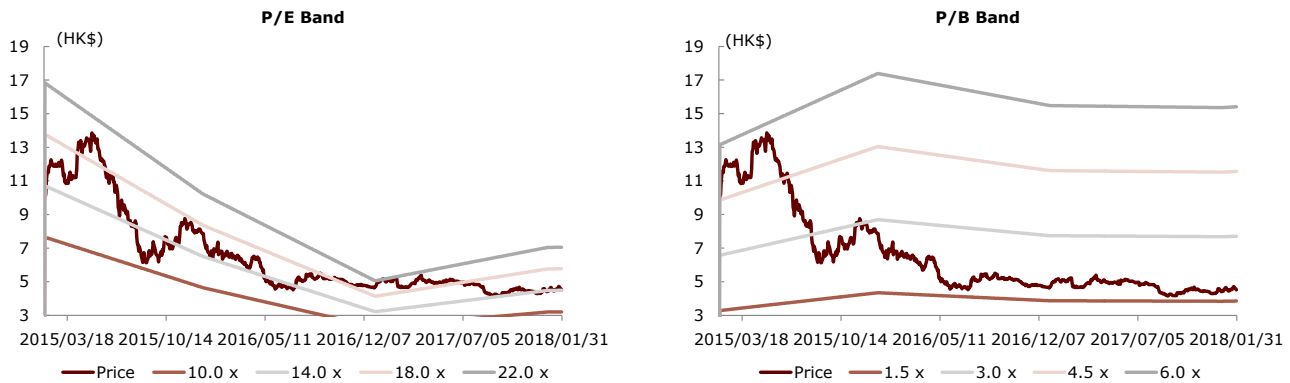
图表 12: 可比公司估值

公司名称	代码	股票货币	股价 (2018-02-01)	总市值 (百万美元)	16A	市盈率 17A/E	18E	16A	市净率 17A/E	18E
联想	992-HK	HKD	4.39	6,928	N.M.	11.6	N.M.	2.1	1.5	1.8
联想(调整后)	992-HK	HKD	4.39	6,928	5.5	9.5	31.4	2.1	1.5	1.8
惠普	HPQ-US	USD	23.32	38,367	14.1	12.9	12.3	n.a	n.a	n.a
IBM	IBM-US	USD	163.70	151,552	11.9	11.8	11.5	8.6	7.2	7.2
苹果	AAPL-US	USD	167.43	851,726	18.2	14.7	13.5	6.5	5.6	5.6
宏碁	2353-TW	TWD	27.65	2,874	n.a	34.6	27.7	1.5	1.5	1.5
华硕	2357-TW	TWD	281.00	7,161	10.9	13.8	12.9	1.2	1.2	1.2
HTC	2498-TW	TWD	71.00	2,000	n.a	n.a	n.a	1.1	1.3	1.3
东芝	6502-JP	JPY	311.00	18,572	n.a	n.a	8.4	n.a	3.5	3.5
索尼	6758-JP	JPY	5,209.00	60,346	89.7	16.7	15.7	2.6	2.2	2.2
三星	005930-KR	KRW	2,495,000.00	319,498	8.2	7.0	6.7	1.6	1.3	1.3

资料来源: 公司数据、Factset、中金公司研究部 注: 除联想外其它公司数据均采用市场一致预测。



图表 13: 历史市盈率与市净率区间



资料来源: 公司数据、Factset、中金公司研究部

图表 14: 历史与预测财务数据

(百万美元)	FY16A	FY17A	FY18 1QA	FY18 2QA	FY18 3QA	FY18 4QE	FY18E	FY19E
营业收入	44,912.1	43,034.7	10,012.2	11,760.9	12,938.5	9,853.6	44,565.2	45,868.4
个人电脑	29,646.3	30,076.0	7,005.4	8,381.7	9,250.5	7,002.3	31,639.9	33,221.9
移动业务	9,779.3	7,707.4	1,746.4	2,076.1	2,076.1	1,539.0	7,437.7	6,693.9
企业业务	4,553.4	4,068.5	970.6	975.9	1,225.1	1,014.9	4,186.5	4,521.4
其他	933.1	1,182.8	289.8	327.1	386.8	297.3	1,301.1	1,431.2
营业成本	(38,288.2)	(36,929.2)	(8,647.6)	(10,148.4)	(11,187.5)	(8,476.3)	(38,459.8)	(39,538.6)
增长率(YoY)	85.3%	85.8%	86.4%	86.3%	86.5%	86.0%	86.3%	86.2%
毛利	6,623.9	6,105.5	1,364.6	1,612.5	1,751.0	1,377.3	6,105.4	6,329.8
毛利率	14.7%	14.2%	13.6%	13.7%	13.5%	14.0%	13.7%	13.8%
增长率(YoY)	-0.9%	-7.8%	-11.1%	0.3%	9.8%	0.6%	0.0%	3.7%
SG&A	(6,687.9)	(5,444.1)	(1,370.7)	(1,524.9)	(1,546.9)	(1,319.8)	(5,762.3)	(5,917.0)
占总营收比例	14.9%	12.7%	13.7%	13.0%	12.0%	13.4%	12.9%	12.9%
增长率(YoY)	20.0%	-18.6%	6.3%	8.6%	6.2%	1.9%	5.8%	2.7%
管理费用	(2,108.7)	(1,852.0)	(460.5)	(387.3)	(453.0)	(392.7)	(1,693.5)	(1,743.0)
占总营收比例	4.7%	4.3%	4.6%	3.3%	3.5%	4.0%	3.8%	3.8%
增长率(YoY)	12.0%	-12.2%	0.4%	-11.6%	1.6%	-22.9%	-8.6%	2.9%
销售费用	(2,372.8)	(2,680.6)	(665.0)	(795.6)	(741.0)	(628.2)	(2,829.9)	(2,843.8)
占总营收比例	5.3%	6.2%	6.6%	6.8%	5.7%	6.4%	6.4%	6.2%
增长率(YoY)	3.1%	13.0%	12.9%	12.6%	2.0%	-4.6%	5.6%	0.5%
研发费用	(1,491.4)	(1,361.7)	(291.6)	(310.9)	(344.4)	(345.5)	(1,292.4)	(1,330.2)
占总营收比例	3.3%	3.2%	2.9%	2.6%	2.7%	3.5%	2.9%	2.9%
增长率(YoY)	22.2%	-8.7%	-18.0%	-10.9%	8.2%	2.0%	-5.1%	2.9%
其他费用	(715.0)	450.3	46.4	(31.0)	(8.5)	46.6	53.5	0.0
占总营收比例	1.6%	-1.0%	-0.5%	0.3%	0.1%	-0.5%	-0.1%	0.0%
增长率(YoY)	324.1%	-163.0%	-59.3%	-134.3%	-124.6%	-78.0%	-88.1%	n.a
其他收入	2.2	10.9	0.0	0.0	0.3	(0.3)	0.0	0.0
占总营收比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	(61.8)	672.3	(6.1)	87.7	204.5	57.1	343.2	412.8
营业利润率	-0.1%	1.6%	-0.1%	0.7%	1.6%	0.6%	0.8%	0.9%
增长率(YoY)	-105.6%	-1187.6%	-102.5%	-59.3%	48.2%	-22.7%	-49.0%	20.3%
财务费用	(203.9)	(203.8)	(62.9)	(51.1)	(52.9)	(47.1)	(213.9)	(229.3)
占总营收比例	0.5%	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
增长率(YoY)	31.9%	-0.1%	27.4%	1.6%	12.7%	-17.8%	4.9%	7.2%
关联公司份额	(11.1)	21.4	(0.3)	(1.3)	(1.3)	2.9	0.0	0.0
税前利润	(276.9)	489.9	(69.3)	35.3	150.3	12.9	129.2	183.5
税前利润率	-0.6%	1.1%	-0.7%	0.3%	1.2%	0.1%	0.3%	0.4%
增长率(YoY)	-128.5%	-277.0%	-133.7%	-78.9%	48.3%	-15.2%	-73.6%	42.0%
并购取得无形资产摊销	330.0	298.0	74.0	67.7	62.0	76.3	280.0	300.0
调整后税前利润	976.1	611.2	4.7	103.0	212.3	89.2	409.2	483.5
利润率	2.2%	1.4%	0.0%	0.9%	1.6%	0.9%	0.9%	1.1%
增长率(YoY)	-14.3%	-37.4%	-96.9%	-36.3%	21.8%	0.1%	-33.0%	18.1%
税收	132.3	40.5	15.4	117.8	(424.8)	136.5	(155.1)	(27.5)
实际税率	47.8%	-8.3%	22.2%	-333.3%	282.7%	-1060.1%	120.0%	15.0%
净利润	(144.6)	530.4	(53.9)	153.2	(274.5)	149.4	(25.8)	156.0
净利润率	-0.3%	1.2%	-0.5%	1.3%	-2.1%	1.5%	-0.1%	0.3%
增长率(YoY)	-117.3%	-466.9%	-132.1%	0.8%	-356.4%	44.0%	-104.9%	-703.3%
归属股东净利润	(128.1)	535.1	(72.3)	139.0	(288.8)	144.2	(77.8)	99.8
归属股东净利润率	-0.3%	1.2%	-0.7%	1.2%	-2.2%	1.5%	-0.2%	0.2%
增长率(YoY)	-115.5%	-517.6%	-141.8%	-11.3%	-393.4%	32.6%	-114.5%	-228.3%
调整后净利润	1,124.9	656.4	1.7	206.7	(226.8)	220.6	202.2	399.8
调整后净利润率	2.5%	1.5%	0.0%	1.8%	-1.8%	2.2%	0.5%	0.9%
增长率(YoY)	12.9%	-41.6%	-98.6%	37.0%	-232.3%	20.7%	-69.2%	97.7%
普通股加权平均股数(百万)基本	11,086.4	11,009.3	10,951.2	11,017.5	11,420.6	11,420.6	11,420.6	12,014.8
普通股加权平均股数(百万)摊薄	11,086.4	11,020.6	10,951.2	11,017.5	11,420.6	11,420.6	11,420.6	12,014.8
每股收益(美元)基本	(0.01)	0.05	(0.01)	0.01	(0.03)	0.01	(0.01)	0.01
增长率(YoY)	-114.9%	-520.5%	-142.2%	-11.3%	-382.5%	27.9%	-114.0%	-222.0%
每股收益(美元)摊薄	(0.01)	0.05	(0.01)	0.01	(0.03)	0.01	(0.01)	0.01
增长率(YoY)	-115.5%	-520.1%	-142.2%	-11.1%	-382.5%	28.0%	-114.0%	-222.0%
调整后每股净利润(港币)基本	0.79	0.47	0.00	0.15	(0.15)	0.15	0.14	0.26
增长率(YoY)	8.7%	-41.2%	-98.5%	37.1%	-227.4%	16.4%	-70.3%	88.0%
调整后每股净利润(港币)摊薄	0.79	0.46	0.00	0.15	(0.15)	0.15	0.14	0.26
增长率(YoY)	13.0%	-41.3%	-98.5%	37.4%	-227.4%	16.5%	-70.3%	88.0%

资料来源: 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：卢伟
编辑：樊荣



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

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

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B座13层1311单元
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

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

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

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司

