

中国海外发展

穿越周期，铸就王者

观点聚焦

投资建议

重申中海为内房股板块首选标的，目标价港币 40.31，隐含 44%上行空间。优质的资源禀赋、领先的操盘能力以及稳健的财务管控助力公司实现穿越周期的高质量增长。前期调整已经结束，基本面 2018 年将全面回升，而当前预期差显著、估值安全边际高，短期风险收益极具吸引力。

理由

- ▶ **土储精良，多元化拿地铸就核心竞争力。**近 6000 万平米土储、逾 9000 亿港币货值均衡分布于六大城市群，聚焦核心一二线城市，配套设施完善，资源价值高。此外，公司拿地方式多元，除在招拍挂市场维持稳定的成本优势外，受益于国企资质及杰出的运营能力，公司亦通过并购国有资产、参与旧改等方式获取稀缺资源，持续、稳定补充土储。
- ▶ **产品优质，精耕细作充分释放资源价值。**品牌和品质赋予中海赚取溢价的资本，而公司建造成本和三费率均为行业最低，二者结合，公司可采取灵活的销售和定价策略，实现有韧性、高质量的增长。预计 2018 年可售货值达 4500 亿-5000 亿港币，可轻松支撑 3000 亿港币销售，销售增速经历过去三年持续放缓后将重回 30% 高增长。
- ▶ **财务稳健，量入为出严控风险。**公司始终坚持现金流和杠杆安全，在当下持续收紧的货币环境中更能够抵抗风险甚至逆势扩张。过去五年销售回款基本覆盖投资、经营需求；此外，平均融资成本低至 4.2%，外部融资亦提供额外支撑。截至 2017 年中期，公司净负债率低至 16.1%。

盈利预测与估值

每股核心盈利将稳步重回 20% 增长。除收入稳健增长外，结转毛利率将由 2016 年的 27.8% 重回 30%，叠加股数扩大带来的摊薄将逐步消除，预计 2017-19 年摊薄每股 EPS 增速为 8.6%、15%、19.9%。

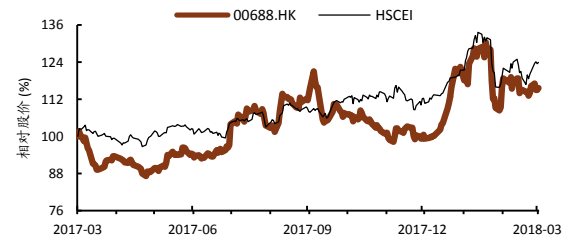
估值极具吸引力。当前估值（7.3 倍、6.1 倍 2018、19 年预测市盈率）处于公司过去七年平均水平负一倍标准差位置。

风险

按揭贷款额度过度收缩将会抑制购房需求，对去化、销售带来负面影响；土地市场过热导致新增土储利润率被显著挤压。

维持推荐

股票代码	00688.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 27.90
目标价	港币 40.31
52 周最高价/最低价	港币 32.20~20.84
总市值(亿)	港币 3,057
30 日日均成交额(百万)	港币 432.60
发行股数(百万)	10,956
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	15.48
主营行业	房地产



(港币 百万)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	164,069	188,778	214,759	260,326
增速	-3.2%	15.1%	13.8%	21.2%
归属母公司净利润	31,370	36,636	42,129	50,524
增速	13.8%	16.8%	15.0%	19.9%
每股净利润	3.08	3.34	3.85	4.61
每股净资产	21.82	23.59	27.34	31.72
每股股利	0.77	0.84	0.96	1.15
每股经营现金流	5.94	-5.32	-2.78	0.31
市盈率	9.1	8.3	7.3	6.1
市净率	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.2	7.4	7.3	6.1
股息收益率	2.8%	3.0%	3.4%	4.1%
平均总资产收益率	5.4%	6.3%	6.8%	7.4%
平均净资产收益率	14.5%	15.2%	15.1%	15.6%

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

王翼羽

联系人
yiyu.wang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080117080111



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万港元)	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
利润表					成长能力				
营业收入	164,069	188,778	214,759	260,326	营业收入	-3.2%	15.1%	13.8%	21.2%
营业成本	-118,425	-131,743	-150,057	-180,314	毛利润	-1.0%	25.0%	13.4%	23.7%
毛利润	45,643	57,035	64,702	80,012	息税前利润	-2.4%	24.7%	10.3%	21.8%
其他收入/费用	3,062	3,062	3,062	3,062	核心净利润	13.8%	16.8%	15.0%	19.9%
销售管理费用	-6,551	-7,542	-9,788	-12,485	稀释每股核心净利润	3.1%	8.6%	15.0%	19.9%
息税前利润	42,154	52,555	57,976	70,590	每股股利	-16.0%	0.9%	15.0%	19.9%
财务费用	-2,056	-797	-912	-982	盈利能力				
联营、合营公司投资收益	1,252	1,850	2,202	1,808	毛利率	27.8%	30.2%	30.1%	30.7%
公允价值损益及一次性损益	15,751	10,723	10,723	10,723	毛利率 (扣土地增值税)	23.1%	26.0%	27.1%	27.5%
税前利润	57,102	64,331	69,988	82,138	息税前利润率	25.7%	27.8%	27.0%	27.1%
所得税	-18,711	-19,175	-19,166	-23,175	核心净利润率	19.1%	19.4%	19.6%	19.4%
少数股东损益及优先股分红	1,370	478	652	397	销售管理费用率	4.0%	4.0%	4.6%	4.8%
归属母公司净利润	37,021	44,678	50,171	58,566	土地增值税占营业收入比率	4.7%	4.2%	3.0%	3.2%
核心净利润	31,370	36,636	42,129	50,524	有效税率	32.8%	29.8%	27.4%	28.2%
资产负债表					偿债能力				
货币资金	157,162	116,180	92,683	91,286	净债务资本比率	7.3%	30.6%	37.9%	33.3%
应收账款及票据	23,424	26,951	30,661	37,166	短期借款占比	23.2%	15.3%	12.0%	10.8%
已竣工及在建物业	269,410	309,150	361,545	413,669	现金对短期借款覆盖率	3.9	3.9	3.7	4.1
其他流动资产	24,918	30,175	40,716	51,025	息税前利润利息覆盖率	4.8	6.6	6.4	7.2
流动资产合计	474,913	482,456	525,605	593,145	回报率分析				
投资性物业	67,093	76,463	84,618	92,341	净资产收益率	14.5%	15.2%	15.1%	15.6%
联营、合营公司权益	16,063	17,913	20,115	21,923	总资产收益率	5.4%	6.3%	6.8%	7.4%
其他非流动资产	13,220	12,999	12,798	12,614	已动用资本回报率	16.0%	18.2%	15.4%	16.0%
资产合计	571,289	589,831	643,136	720,023	投入资本回报率	6.8%	8.4%	8.5%	9.2%
短期借款	40,286	30,143	25,072	22,536	每股指标				
应付账款	47,703	54,141	61,667	74,102	每股资产净值 (港元)	N.A.	N.A.	40.32	N.A.
预收账款	82,256	35,360	27,913	43,162	稀释每股净利润 (港元)	3.64	4.08	4.58	5.35
其他流动负债	29,360	29,360	29,360	29,360	稀释每股核心净利润 (港元)	3.08	3.34	3.85	4.61
流动负债合计	199,604	149,003	144,011	169,159	每股净资产 (港元)	21.82	23.59	27.34	31.72
长期借款	133,534	166,827	183,462	186,770	每股股利 (港元)	0.77	0.84	0.96	1.15
其他非流动负债	10,727	9,857	9,857	9,857	估值分析				
负债合计	343,866	325,688	337,330	365,786	资产净值折扣 / (溢价)	N.A.	N.A.	30.8%	N.A.
少数股东权益	5,175	5,653	6,304	6,701	市盈率 (核心净利润)	9.1	8.3	7.3	6.1
归属母公司股东权益	222,248	258,490	299,502	347,536	市净率	1.3	1.2	1.0	0.9
现金流量表					股息收益率	2.8%	3.0%	3.4%	4.1%
税前利润	57,102	64,331	69,988	82,138	核心净利润对股利比率	3.7	4.0	4.0	4.0
折旧和摊销	357	336	317	300	自由现金流收益率	20.9%	-19.7%	-10.2%	1.1%
支付税款	-15,038	-24,432	-29,707	-33,484					
营运资金变动	35,480	-83,725	-56,026	-30,945					
其他经营活动现金流	-17,361	-14,838	-15,074	-14,611					
经营活动现金流	60,540	-58,328	-30,502	3,398					
资本支出	-1,139	-1,762	-549	-115					
联营、合营公司投资	13,023	0	0	0					
其他投资活动现金流	3,230	6,062	6,062	6,062					
投资活动现金流	15,114	4,300	5,513	5,947					
借款变动	-15,023	23,150	11,563	772					
股权融资	0	0	0	0					
支付股利	-8,193	-8,436	-9,159	-10,532					
其他筹资活动现金流	-9,179	-1,667	-912	-982					
筹资活动现金流	-32,394	13,047	1,492	-10,742					
汇率变动及其他	-6,145	0	0	0					
现金变动	37,114	-40,982	-23,497	-1,397					
自由现金流	59,401	-60,091	-31,050	3,283					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

中国海外发展于1979年在香港注册成立，后发展为全国领先的国有房地产开发商，大股东中国建筑拥有56.02%公司股权。截至2014年底，公司拥有的3700万平方米土地储备遍及中国内地31个一、二线城市以及香港、澳门。公司拥有香港上市公司中海宏洋37.98%股份，而中海宏洋的核心业务为中国内地三线城市的房地产开发与销售。公司专注于打造中高端物业，2014年销售金额为1408亿港元，排名全国第七位。



目录

投资概要	5
土储精良，坚实筑底	7
层层精选，价值高.....	7
多元拿地，成本低.....	10
楼楼精品，游刃有余	14
产品高溢价.....	14
经营低成本.....	16
财务强健，攻防兼备	17
量入为出，资金充沛.....	17
审慎扩张，杠杆稳健.....	18
王者归来，反转可期	20
销售重回 30% 高增长.....	20
每股盈利稳步重回 20% 增长.....	20
估值处于历史区间底部.....	21
附录：公司历史沿革	23

图表

图表 1: 中海股权结构示意图.....	5
图表 2: 可比公司估值表.....	6
图表 3: 截止 2016 年末中海已进入城市.....	6
图表 4: 精选内地核心城市，2008 年便已基本完成全国性布局.....	7
图表 5: 总土储按区域分布（2017 年中期）.....	7
图表 6: 权益土储按区域分布（2017 年中期）.....	7
图表 7: 中海所进入城市经济及房地产市场发展处于不同阶段，将有效平衡周期性波动带来的风险.....	8
图表 8: 中海持续加强已进入城市的项目布局.....	8
图表 9: 单城市土储量稳居第一梯队.....	8
图表 10: 以进入较早、土储占比较多的城市为例，公司销售排名按年稳居前列.....	9
图表 11: 总土储按城市等级分布（2017 年中期）.....	9
图表 12: 权益土储按城市等级分布（2017 年中期）.....	9
图表 13: 中海所进入城市绝大部分供需结构合理，住房需供比多在 0.9 以上.....	9
图表 14: 南京中海玄武公馆周边配套.....	10
图表 15: 哈尔滨中海文昌公馆周边配套.....	10
图表 16: 西安中海昆明路九号周边配套.....	10
图表 17: 青岛中海寰宇天下周边配套.....	10
图表 18: 公司结合公开市场及收并购进行土地资源补充.....	11
图表 19: 一二线城市土地市场热度变化.....	11
图表 20: 公司在公开市场拿地的成本不可避免地会受到市场环境的影响.....	11
图表 21: 公司 2017 年新拿地平均价格占销售均价比例处于一二线龙头房企中的低位.....	12
图表 22: 中建资产包为公司补充了充裕且优质的土储，助其进行一二线核心城市深耕.....	12
图表 23: 中信资产包提供更多助力.....	13
图表 24: 北辛安项目简介.....	13
图表 25: 公司实现穿越周期的、有韧性的增长.....	14
图表 26: 2014-16 年受收并购的拖累结转毛利率暂时下降，但始终处于行业中上水平.....	14



图表 27: 中海精雕细琢、专注于产品和服务的每个细节, 把控品质	15
图表 28: 南京中海玄武公馆与周边项目比较	15
图表 29: 哈尔滨中海文昌公馆与周边项目对比	15
图表 30: 西安中海昆明路九号与周边项目比较	15
图表 31: 青岛中海寰宇天下与周边项目对比	15
图表 32: 母公司中建提供建筑服务, 建安成本行业最低	16
图表 33: 融资成本显著低于同行	16
图表 34: 三项费用率持续为行业最低	16
图表 35: 历年销售回款基本覆盖投资与经营现金流出	17
图表 36: 三大海外评级机构均给予中海投资级评级	17
图表 37: 平均融资成本持续处于低位	17
图表 38: 年末可动用资金对下一年到到期债务提供充裕覆盖	18
图表 39: 营业利润对利息支出提供充裕覆盖	18
图表 40: 中海净负债率持续保持低位	18
图表 41: 中海净负债率水平处于全行业最低 (2017 年中期)	19
图表 42: 预计 2018 年销售可轻松实现 30%增长, 重回高增速通道	20
图表 43: 结转收入与同比增速	21
图表 44: 核心净利润与同比增速	21
图表 45: 毛利率与核心净利润率	21
图表 46: 稀释每股核心净利润及同比增速	21
图表 47: 可比估值表	22
图表 48: 市盈率与每股净资产折让处于历史负一倍标准差位置	22
图表 49: 公司发展历程	23



投资概要

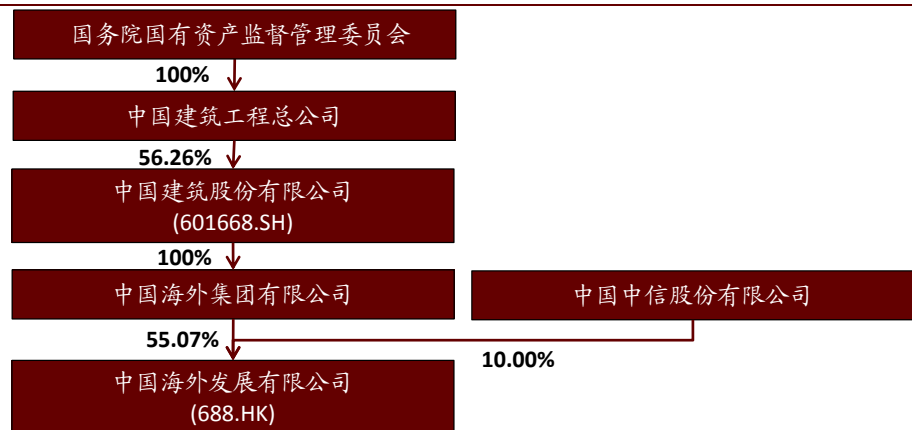
投资要点：作为国内龙头国企开发商，中国海外发展（“中海”）凭借优质的资源禀赋、领先的操盘能力以及稳健的财务管控实现穿越周期的高质量增长。前期调整已经结束，销售、盈利增速 2018 年将全面提升，而当前预期差显著、估值安全边际高，短期风险收益极具吸引力。**重申公司为内房股板块首推标的，目标价港币 40.31，隐含 44% 上行空间。**

行业概览：我们预计房地产市场销售规模未来几年仍将维持平稳，期间土储、资金等核心资源将向龙头房企集中，市占率有望加速提升，保守预计 2018 年 10 强/20 强/50 强房企集中度将分别达到 30%/40%/50%。

经营现状：2017 年公司实现合约销售额港币 2321 亿，同比增长 10%，考虑到 2018 年备货充裕，达 4500 亿-5000 亿港币，预计 3000 亿港币销售可轻松达成，同比增长 30%。2017 年上半年营业收入港币 872 亿，同比增长 3.5%，结转毛利率 30.5%，同比提升 3 个百分点，归母核心净利润港币 168 亿，同比增长 26%。考虑到 2016-18 年合约销售将在近几年集中交付，叠加股数扩大带来的摊薄将逐步消除，预计每股盈利增速 2017-19 年将持续提升。

管理层和股权结构：控股股东中国建筑（持股比例 55.07%）是我国建筑领域唯一一家由中央直接管理的国有重要骨干企业，中国中信为 2016 年中海以部分股权作价收购中信资产包时引入，剩余为流通股。颜建国先生于 2016 年 12 月获委任为执行董事兼行政总裁，于 2017 年 5 月获委任为董事局主席，并继续担任行政总裁。

图表 1：中海股权结构示意图



资料来源：公司公告，中金公司研究部

前景展望：在调控常态化、长效机制加速落地、行业集中度加速提升的背景下，预计公司在拿地和操盘方面的竞争优势将更为凸显，高效释放为有韧性的高质量增长。公司同时加强资产运营能力，计划 2020 年实现 50 亿港币的租金收入，为利润的可持续增长提供额外支撑。

财务分析：公司始终坚持现金流和杠杆的安全，维持生存和发展的平衡。截至 2017 年中期，公司平均融资成本为 4.2%，拥有海外三大评级机构的投资级，同时净负债率为 16.1%，两项指标均为行业最低。强劲的资产负债表为规模扩张提供坚实支撑。

估值及估值方法：受过去三年增速持续放缓的拖累，公司目前交易在 7.3 倍、6.1 倍 2018、19 年预测市盈率，处于过去七年历史平均负一倍标准差位置。往前看，考虑到公司将重回销售、盈利稳健高增长通道，且即将到来的业绩期和月度销售表现均将提供强劲催化剂，同时参考国企同行（如华润、金茂）的估值表现，我们给以中海 2018 年 10.5 倍的目标市盈率，对应目标价港币 40.31，隐含 44% 上行空间。



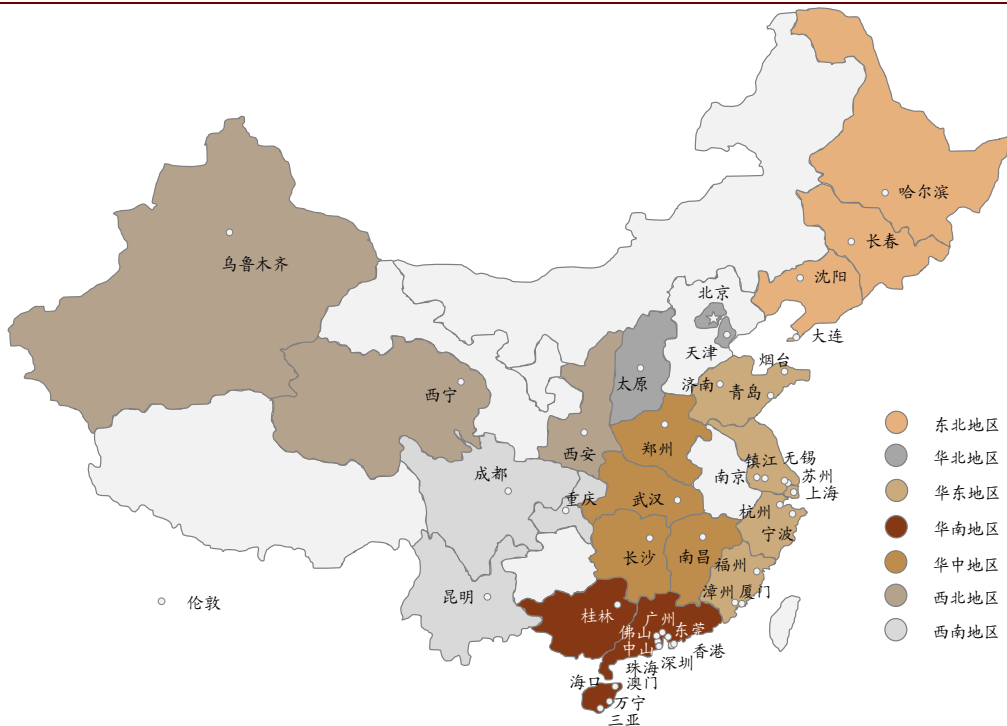
图表2: 可比公司估值表

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	溢价率		
							16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	16A	17E			18E	19E
H股地产			(HKS)	(HKS)		(HKS bn)	(HKS)	(HKS)	(HKS)	(HKS)												(HKS)		
中国海外发展	0688.HK	推荐	27.90	40.31	44%	305.68	3.1	3.3	3.8	4.6	9.1	8.3	7.3	6.1	1.3	1.2	1.0	0.9	2.8%	3.0%	3.4%	4.1%	40.32	-31%
华润置地	1109.HK	推荐	28.45	40.47	42%	197.19	2.3	2.6	3.1	3.6	12.1	10.8	9.3	7.9	1.7	1.5	1.3	1.1	2.5%	2.8%	3.2%	3.8%	42.62	-33%
中国金茂	0817.HK	推荐	4.91	6.64	35%	56.84	0.2	0.4	0.5	0.7	25.7	12.8	9.9	7.3	1.8	1.6	1.4	1.2	1.8%	3.8%	4.8%	6.5%	7.93	-38%
龙湖地产	0960.HK	推荐	23.50	30.73	31%	139.01	1.5	1.9	2.6	3.2	15.9	11.8	9.2	7.3	2.0	1.7	1.4	1.2	2.2%	3.0%	3.8%	4.8%	39.05	-40%
富力地产	2777.HK	推荐	19.36	30.28	56%	62.99	2.3	3.0	4.0	5.2	8.5	6.6	4.8	3.7	1.3	1.0	0.9	0.7	5.8%	7.4%	10.4%	11.7%	33.74	-43%
深圳控股	0604.HK	推荐	3.38	4.03	19%	27.24	0.3	0.4	0.5	n.a.	9.7	7.7	6.3	n.a.	0.8	0.7	0.7	n.a.	6.5%	7.2%	8.7%	n.a.	8.32	-59%
密茂房地产	0813.HK	推荐	21.70	31.04	43%	73.50	2.0	2.5	3.5	4.6	10.7	9.8	6.2	4.8	1.3	1.0	0.9	0.8	3.5%	3.6%	5.7%	7.4%	35.18	-38%
远洋集团	3377.HK	推荐	5.87	7.69	31%	44.53	0.4	0.6	0.8	1.1	14.8	9.3	7.0	5.5	0.9	0.8	0.7	0.6	3.4%	4.9%	6.2%	7.7%	12.23	-52%
合泰泰高	1813.HK	推荐	12.10	16.47	36%	38.18	1.1	1.3	1.9	2.4	12.2	10.1	6.5	4.9	1.4	1.4	1.0	0.9	4.7%	3.2%	4.9%	6.5%	20.87	-42%
碧桂园	2007.HK	推荐	15.82	20.68	31%	343.93	0.6	1.3	1.9	2.7	26.2	12.6	8.2	5.8	4.5	3.2	2.2	1.7	1.2%	2.4%	3.7%	5.2%	26.43	-40%
雅居乐	3383.HK	推荐	14.60	16.36	12%	57.19	0.8	1.4	1.8	2.1	18.7	10.5	8.2	7.1	1.5	1.2	1.1	1.0	3.1%	3.8%	4.9%	4.9%	20.38	-28%
龙光地产	3380.HK	推荐	12.14	12.22	1%	66.66	0.6	0.9	1.6	2.3	19.5	13.3	7.6	5.2	3.1	2.4	1.8	1.4	2.1%	2.8%	4.9%	7.1%	17.56	-31%
旭辉控股	0884.HK	推荐	7.20	8.85	23%	54.76	0.5	0.7	1.0	1.3	15.4	10.7	7.5	5.7	2.9	2.1	1.6	1.3	2.1%	3.2%	4.7%	6.1%	9.12	-21%
禹洲地产	1628.HK	推荐	5.30	6.96	31%	22.18	0.6	0.8	1.0	1.3	8.9	7.0	5.1	3.9	1.7	1.3	1.1	0.9	4.2%	5.1%	6.9%	9.0%	9.43	-44%
中海宏洋	0081.HK	推荐	4.32	6.60	53%	14.79	0.4	0.7	0.7	0.9	11.1	6.0	6.2	5.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5%	0.7%	0.6%	0.8%	10.41	-59%
融创中国	1918.HK	中性	31.80	46.12	45%	139.91	0.5	2.1	4.9	7.6	61.6	15.3	6.5	4.2	4.3	2.8	2.0	1.4	0.9%	1.2%	1.5%	1.8%	68.86	-54%
中国恒大	3333.HK	中性	26.00	32.87	26%	342.55	0.7	3.7	4.9	n.a.	39.1	7.0	5.3	n.a.	7.3	3.2	1.9	n.a.	0.0%	0.0%	15.2%	n.a.	33.78	-23%
绿城中国	3900.HK	中性	12.94	11.23	-13%	28.05	0.8	1.00	1.23	1.48	16.2	12.9	10.5	8.7	1.0	0.9	0.8	0.7	1.0%	1.5%	1.9%	2.3%	16.84	-23%
平均值											18.6	10.1	7.3	5.8	2.2	1.6	1.2	1.0	2.7%	3.3%	5.3%	5.6%		-39%
中位数											15.1	10.3	7.1	5.6	1.6	1.4	1.1	0.9	2.3%	3.1%	4.8%	5.6%		-39%
市值加权平均											23.1	10.3	7.3	6.0	3.3	2.1	1.5	1.2	2.0%	2.5%	6.0%	5.0%		-35%
H股地产: 房地产服务商			(HKS)	(HKS)		(HKS bn)																		
绿城服务	2869.HK	推荐	6.24	7.35	18%	17.33	0.13	0.17	0.26	0.35	47.0	36.4	24.5	18.0	7.7	7.2	5.6	4.6	0.6%	0.9%	1.3%	1.8%	n.a.	n.a.
中海物业	2669.HK	推荐	2.87	3.05	6%	9.43	0.07	0.09	0.12	0.16	41.8	31.3	23.5	18.5	13.0	9.8	7.5	5.7	0.8%	1.0%	1.4%	1.7%	n.a.	n.a.
彩生活	1778.HK	中性	6.10	4.20	-31%	8.02	0.20	0.27	0.31	n.a.	29.8	23.0	19.6	n.a.	3.8	3.2	2.8	n.a.	1.6%	2.0%	2.2%	n.a.	n.a.	n.a.
平均值											39.5	30.2	22.5	18.3	8.1	6.7	5.3	5.2	1.0%	1.3%	1.6%	1.7%		
中位数											41.8	31.3	23.5	18.3	7.7	7.2	5.6	5.2	0.8%	1.0%	1.4%	1.7%		
市值加权平均											41.6	31.9	23.1	18.2	8.2	7.0	6.3	3.8	0.9%	1.2%	1.5%	1.8%		

注: 截至2018年3月15日收盘价。资料来源: 万得资讯, 公司公告, 中金公司研究部

风险: 1) 按揭额度过度收缩。在国家倡导居民去杠杆、打击投机炒房的背景下,按揭额度的过度收缩会对购房需求带来明显抑制,由此影响房企去化及回款,使得销售增速、利润率双双承压。**2) 土地市场过热。**旺盛的补库存需求,尤其是在中海深耕的核心一二线城市,将会对土地购置价格提供强支撑,由此影响房企拿地,对未来的增长、利润率带来负面作用。

图表3: 截止2016年末中海已进入城市



注: 不包括中海宏洋。资料来源: 公司官网, 中金公司研究部



土储精良，坚实筑底

作为早在 2008 年即已基本实现全国布局的龙头房企，中海以灵活多元的拿地方式持续获取高价值、低成本的优质土储，为穿越周期的增长提供了坚实支撑。

层层精选，价值高

中海自 1998 年逐步将战略重心转移到内地，精选核心城市，2008 年便已基本完成全国性的土储布局，之后不断夯实、加深版图，截至 2017 年中期，公司总土储 5853 万平方米（对应货值约 9400 亿港元），主要分布在 30 余个内地核心城市以及香港。总结来说，公司土储以均衡布局、区域深耕、专注供需健康的一二线城市以及配套资源完善著称。

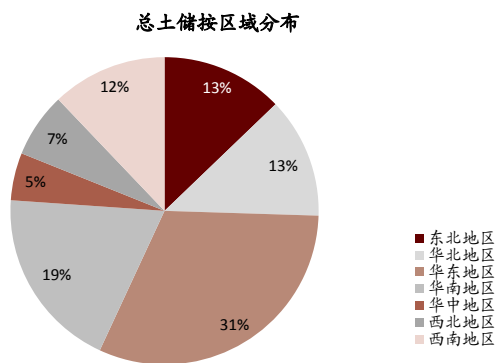
图表 4：精选内地核心城市，2008 年便已基本完成全国性布局



注：未包含中海宏洋所进入城市。资料来源：公司官网，中金公司研究部

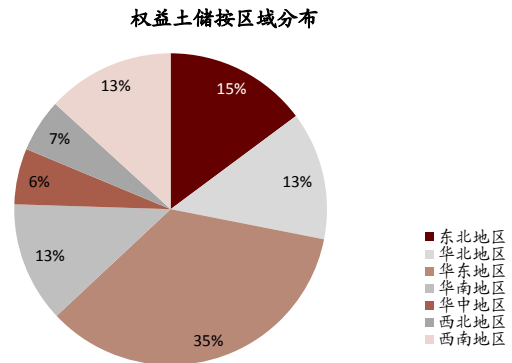
- **均衡布局，区域深耕。**截至 2017 年中期，土储均匀分布在东北、华北、华东、华南、华中、西北和西南这七个大区，且进入的城市处于不同的经济发展和房地产市场阶段，完善的全国性战略布局能更有效地平衡市场周期性波动带来的风险。此外，公司坚持区域深耕，夯实在已进入城市的领先地位。

图表 5：总土储按区域分布（2017 年中期）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

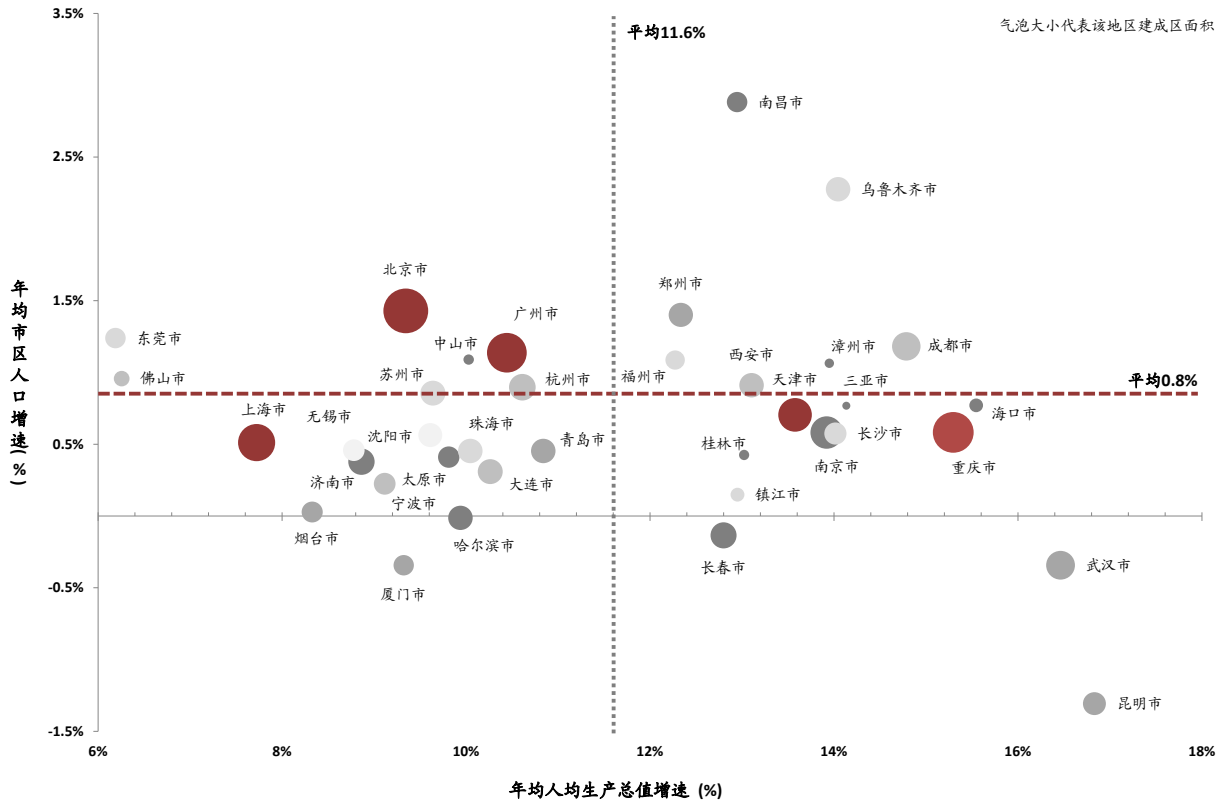
图表 6：权益土储按区域分布（2017 年中期）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

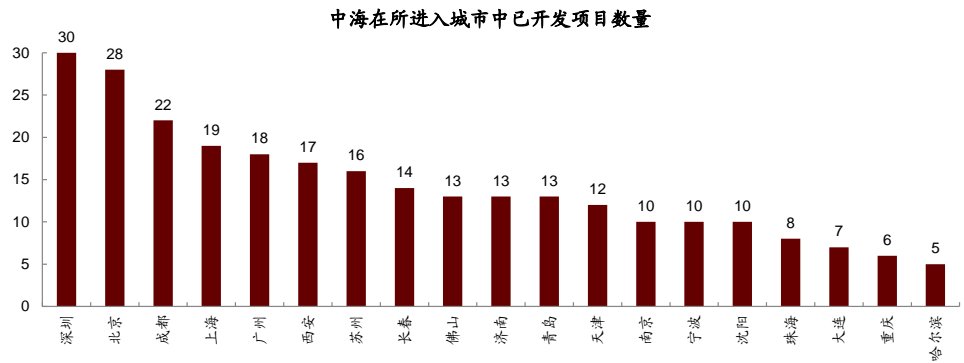


图表7：中海所进入城市经济及房地产市场发展处于不同阶段，将有效平衡周期性波动带来的风险



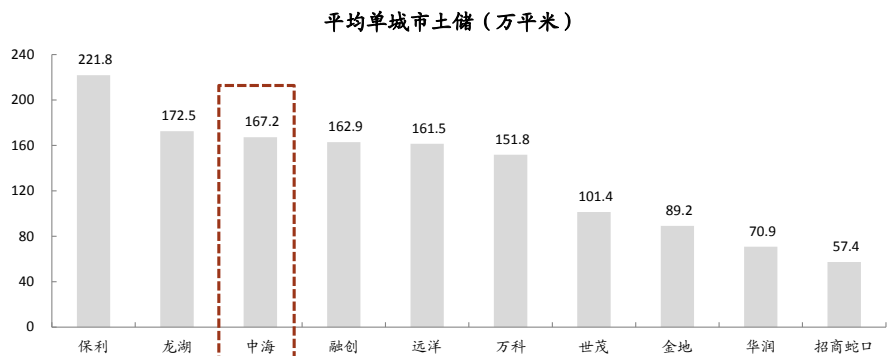
资料来源：统计局，中金公司研究部

图表8：中海持续加强已进入城市的项目布局



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表9：单城市土储量稳居第一梯队



资料来源：公司公告，中金公司研究部



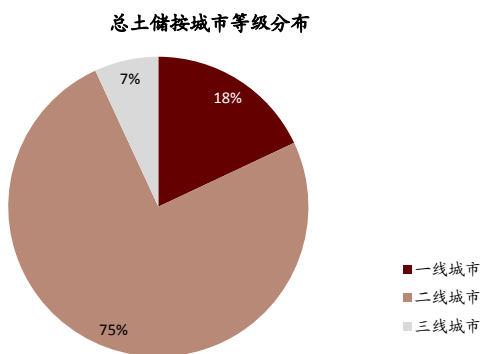
图表 10: 以进入较早、土储占比较多的城市为例，公司销售排名按年稳居前列

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
北京		★	★	☆				
上海			☆	☆	☆			
哈尔滨						☆	☆	★
苏州	★	★	★	★	★	★	☆	
长春	★	☆	☆	☆	★	★	☆	☆
沈阳	★	★	★	☆	★	★	☆	☆
济南		★	★	☆	☆	★	☆	☆
西安	☆	★	★	★	★	☆	☆	☆
青岛		☆	☆	☆	☆			
天津						☆	☆	
成都	☆	☆	☆	☆	☆	☆		
佛山					☆	☆	☆	
南京							☆	
宁波	☆			☆	☆	☆	☆	

注：白色五角星代表排名前5，黑色五角星代表排名第一。资料来源：中指数据库，中金公司研究部

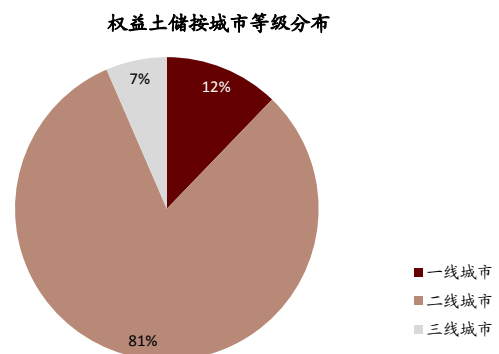
- ▶ 专注核心一二线城市，供求结构提供良性发展环境。截至2017年中期，约93%土储位于核心一二线城市，并且公司所进入的绝大部分城市2016-20年期间住房需供比超过0.9¹，提供均衡或供不应求的市场环境。

图表 11: 总土储按城市等级分布 (2017 年中期)



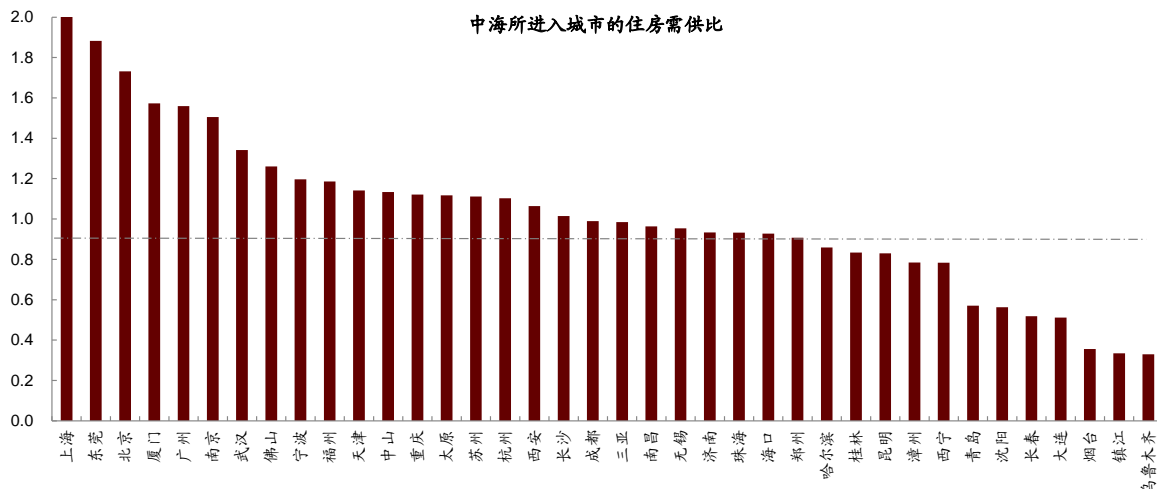
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 12: 权益土储按城市等级分布 (2017 年中期)



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 13: 中海所进入城市绝大部分供需结构合理，住房需供比多在 0.9 以上



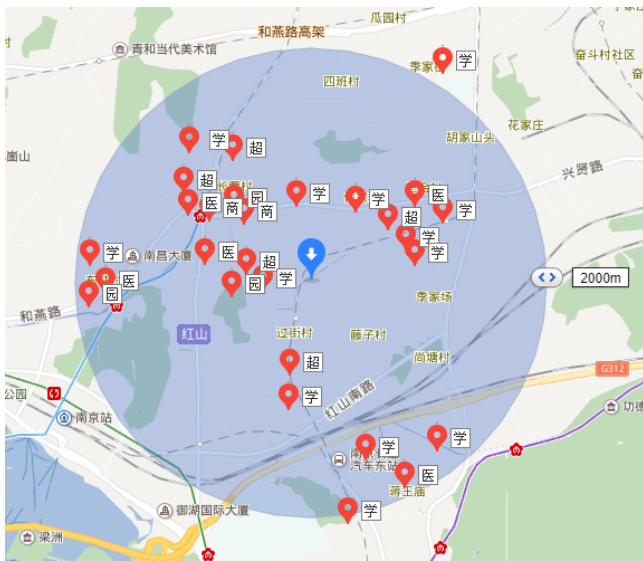
注：深圳需供比为3.0 资料来源：统计局，中金公司研究部

¹ “住房需供比”测算详见报告《时空坐标下的中国房地产（三）：立足供需视角，长期投资精选30城》：需供比大于1.1代表住房市场供不应求，小于0.9代表住房市场供过于求，处于0.9~1.1之间代表住房市场未来供需相对平衡。



- ▶ **地块配套设施完善。**公司谨慎筛查、优中选优，拣选交通位置优越、教育医疗等配套设施完善的地块，为后期操盘变现提供额外附加值。

图表 14: 南京中海玄武公馆周边配套



资料来源：百度地图，中金公司研究部

图表 15: 哈尔滨中海文昌公馆周边配套



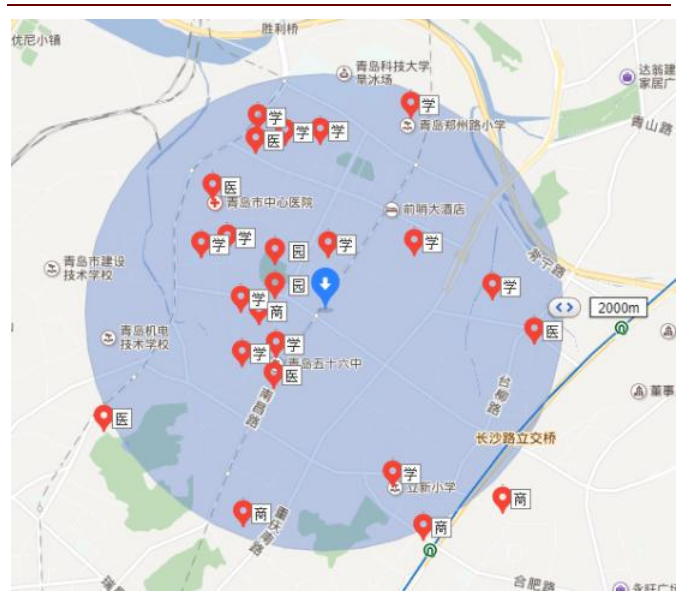
资料来源：百度地图，中金公司研究部

图表 16: 西安中海昆明路九号周边配套



资料来源：百度地图，中金公司研究部

图表 17: 青岛中海寰宇天下周边配套



资料来源：百度地图，中金公司研究部

多元拿地，成本低

受益于国企资质以及来自母公司中建的支持，中海拿地方式灵活多样，综合运用公开市场招拍挂、政企合作、整合国企资产包等方式，保障新增土储的质与量，同时纪律严明，严控成本，实现规模的可持续扩张。



图表 18: 公司结合公开市场及收并购进行土地资源补充

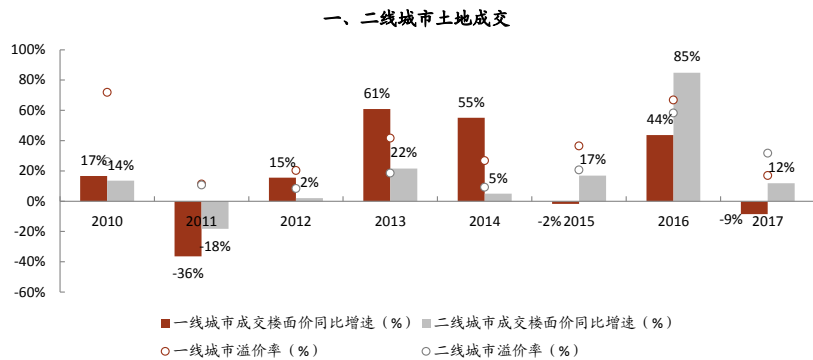


资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

公开市场谨慎筛选, 严守纪律, 相对优势明显

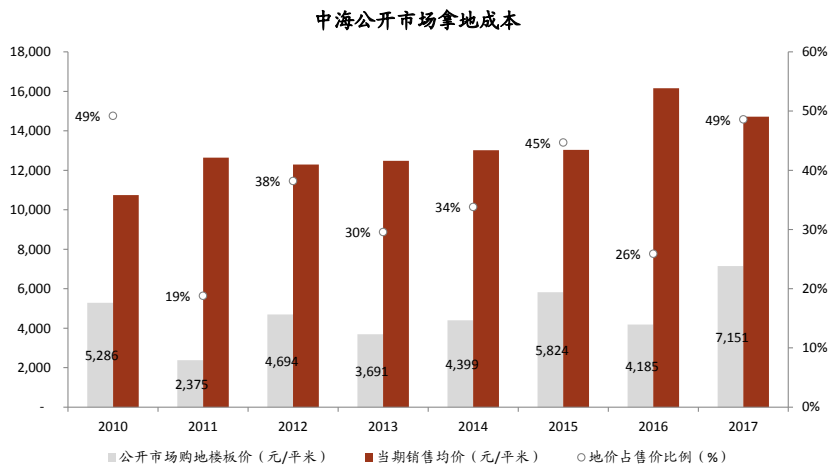
尽管不可避免会受到土地市场冷热波动的影响, 公司坚持积极参与, 必要时与优质龙头合作拿地, 以此控制成本。拿行业补库存需求旺盛、量价齐升的 2017 年为例, 即使拿地价格的绝对水平处于历史高位, 但以楼面地价占当期售价的比例来看, 公司依旧处于一二线龙头房企的低位, 相对优势明显。

图表 19: 一二线城市土地市场热度变化



资料来源: 中指数据库, 中金公司研究部

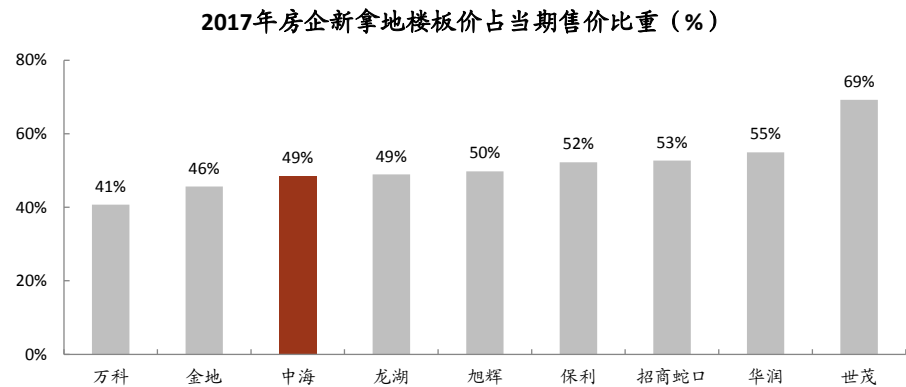
图表 20: 公司在公开市场拿地的成本不可避免地会受到市场环境的影响



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部



图表 21: 公司 2017 年新拿地平均价格占销售均价比例处于一二线龙头房企中的低位



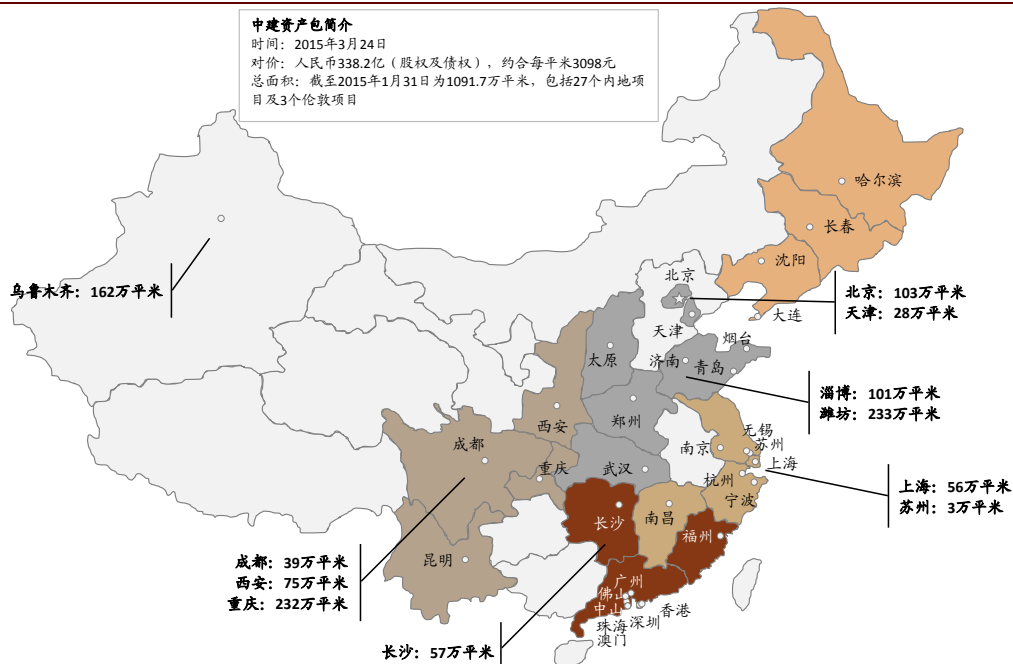
资料来源：公司公告，中金公司研究部

国企资质和杰出运营能力助力公司获取稀缺资源

国企身份和杰出的运营能力加持，公司深受地方政府及其他国企信任，得以获取稀缺土地资源。具体来说：

- ▶ **收购整合国企土储。**举例来说，公司分别在 2015 年和 2016 年收购中建、中信两个大体量资产包，价格极具吸引力，同时资产包的土储分布与中海的布局高度吻合，集中补充核心城市的储备。

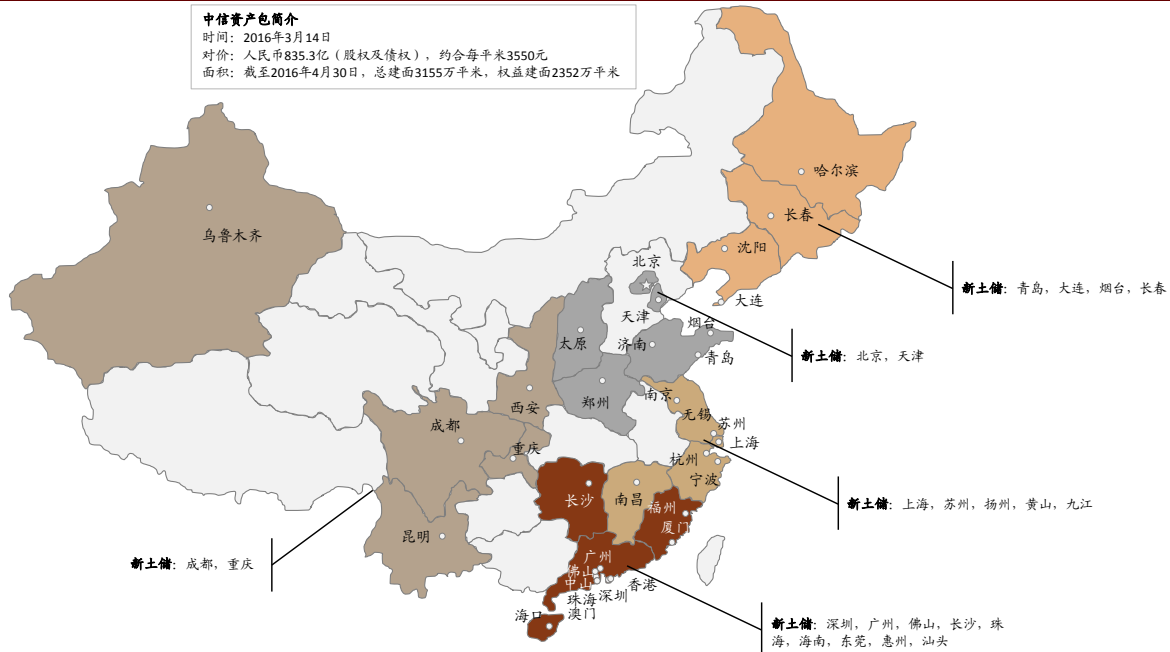
图表 22: 中建资产包为公司补充了充裕且优质的土储，助其进行一二线核心城市深耕



注：资产包中淄博、潍坊项目于 2016 年末注入中海宏洋 资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 23: 中信资产包提供更多助力



注：资产包中扬州、黄山、九江、惠州、汕头项目于2016年末注入中海宏洋 资料来源：公司公告，中金公司研究部

- ▶ **政企合作，参与城市更新。** 举例来说，除主导了济南华山片区改造外，中海正在推进北京石景山区北辛安棚改项目，计划将老旧污染的工业片区打造为集高端商务、综合换乘、购物休闲等多功能为一体的“中海金融城”。

图表 24: 北辛安项目简介

项目	具体信息
名称	北京市石景山区北辛安棚户区改造项目
位置	项目位于石景山区北辛安社区，东至首钢集团特殊钢公司用地，南至石景山路，西至北辛安路，北至阜石路，整个棚户区改造项目占地约140.9公顷
规划	建设南北两个商务区，中间布置商品房和安置房，打造成集高端商务、综合换乘、购物休闲等多功能为一体的“中海金融城”，中海将全权负责土地整理、城市规划、地产开发、工程建设、产业导入、商业运营、物业管理等“一条龙”服务
规模	总建面约320万平米，其中安置房项目是石景山区改善群众居住条件的重点民生工程，总建面约130万平米，共11个居住区，69栋楼，房源11000余套
进展	公司于2016年11月9日、12月6日启动了国地非住宅和住宅房屋征收签约工作，在42天的签约期内取得了非住宅签约率100%、住宅超98%的成绩，5个月内，已腾空土地10余公顷，并于2017年7月26日上午为安置房一期项目顺利举行开工仪式

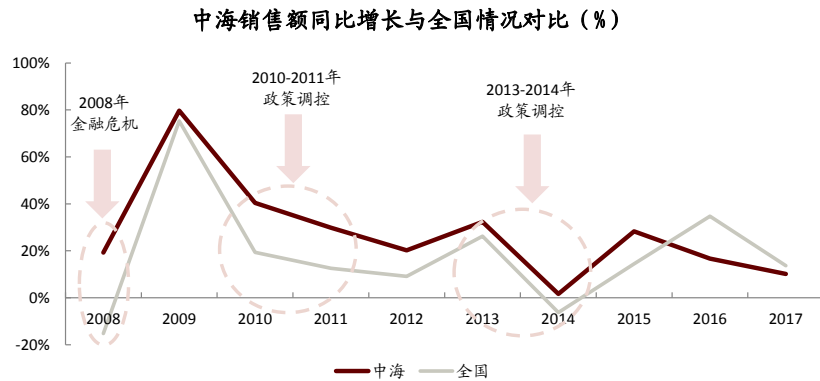
资料来源：公司官网，中金公司研究部



楼楼精品，游刃有余

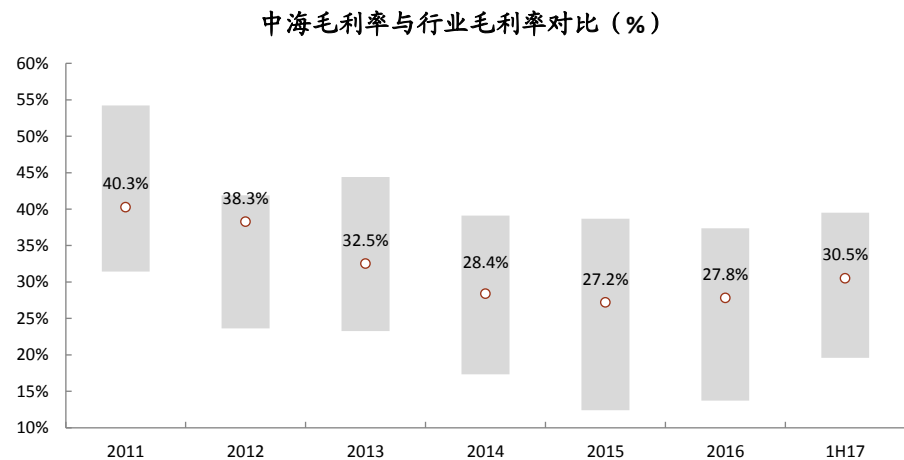
搭配业界领先的操盘能力，公司得以将土储资源的价值充分释放：品牌和品质赋予中海获取溢价的资本，而精耕细作的方针引导公司积累了突出的成本优势，二者结合，意味着公司可以采取灵活的销售和定价策略，在行业下行期相较于同行更加游刃有余，最终实现有韧性的增长和利润率水平。

图表 25: 公司实现穿越周期的、有韧性的增长



资料来源：公司公告，统计局，中金公司研究部

图表 26: 2014-16 年受收并购的拖累结转毛利率暂时下降，但始终处于行业中上水平



资料来源：公司公告，中金公司研究部

产品高溢价

发家于香港豪宅市场，公司目前产品系列丰富，既包含主打首置、首改的大型社区“中海国际社区”，也持续拓展地标、豪宅产品，如“紫御”系列，而精品意识贯穿始终。公司素有“工科中海”之称，前期户型设计到售后物管服务均遵守严格标准，以此维持高于同行的产品、服务质量。单个项目依靠高素质积累良好口碑，而区域深耕的战略则多点联动，持续加强品牌影响力，从而使公司稳定、可持续地赚取合理溢价。



图表 27: 中海精雕细琢, 专注于产品和服务的每个细节, 把控品质



建筑风格

中海地产的精品项目具有鲜明的特色, 公司在长期的项目开发实践中, 逐步形成了新古典、法式、英式、Art-Deco、新中式等多种住宅建筑风格, 造型设计严谨精细, 材料应用原汁原味, 赋予建筑立面持久的美感, 成就了中海建筑美学的典范, 并广受市场认可。



户型设计

中海地产深信“健康、适用、高效”的居住使用空间是每位客户的追求, 更是公司所有户型产品设计及优化的焦点所在, 公司以“土地价值与空间价值”最大化利用为准则, 坚持户型设计中南向面积的最大化, 保证了客户主要居住生活空间最佳的日照、采光、通风与景观视野。



园林景观

诞生、成长于香港的中海地产, 早在上世纪90年代, 就在住宅的建造设计中, 率先引入环境设计的概念, 依据项目所在区位、地势、日照、风向等因素科学规划社区园林景观布局, 为客户营造最佳居住与休憩空间。



绿色节能

作为中国绿色建筑与节能委员会绿色房地产学组组长单位, 公司长期以来积极推动绿色建筑的项目实践、技术探索与推广工作。中海地产从设计、施工和运营的全过程, 以实现有效节能、低碳环保为目标, 持续提升住宅产品的功能品质及使用舒适度, 产生了积极的经济和社会效益。



精品物管

中海物业是国内领先的物业管理企业, 多次获得中国物业服务百强企业综合实力前十名、中国物业服务百强满意度领先企业前五名等各类殊荣。其持续为中海地产项目输入物业管理服务, 为业主提供高品质服务。

资料来源: 公司官网, 中金公司研究部

图表 28: 南京中海玄武公馆与周边项目比较



资料来源: 中指数据库, 中金公司研究部

图表 29: 哈尔滨中海文昌公馆与周边项目对比



资料来源: 中指数据库, 中金公司研究部

图表 30: 西安中海昆明路九号与周边项目比较



资料来源: 中指数据库, 中金公司研究部

图表 31: 青岛中海寰宇天下与周边项目对比



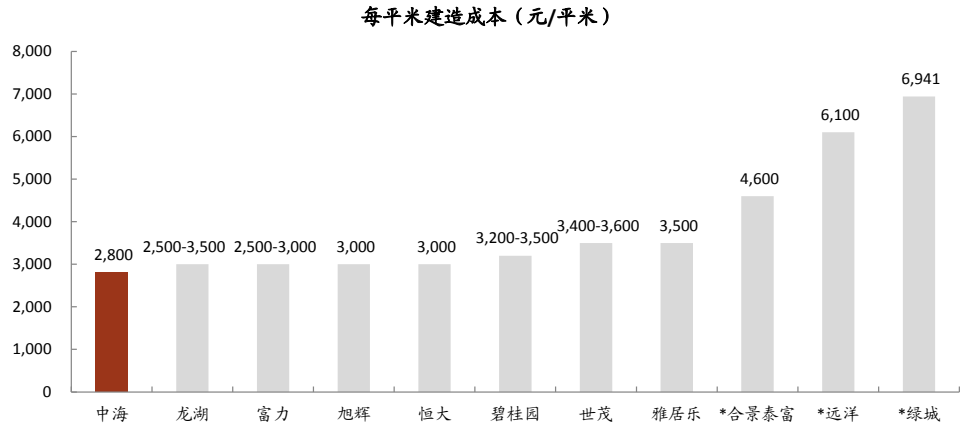
资料来源: 中指数据库, 中金公司研究部



经营低成本

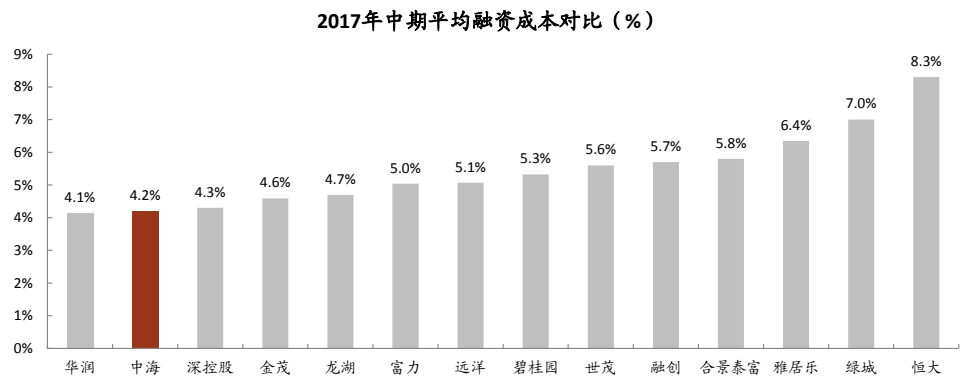
受益于母公司中建的支持、国企资质以及精耕细作的经营理念，公司在建造、融资、三项费率方面展示出突出的成本优势，更进一步增强防御性。

图表 32: 母公司中建提供建筑服务, 建安成本行业最低



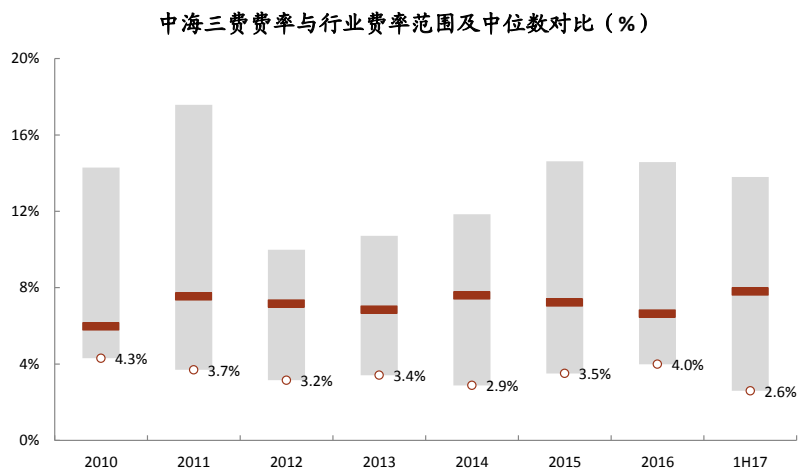
注: 星标公司建筑成本包含装修费用。资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 33: 融资成本显著低于同行



注: 截至17年中期。资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 34: 三项费用率持续为行业最低



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部



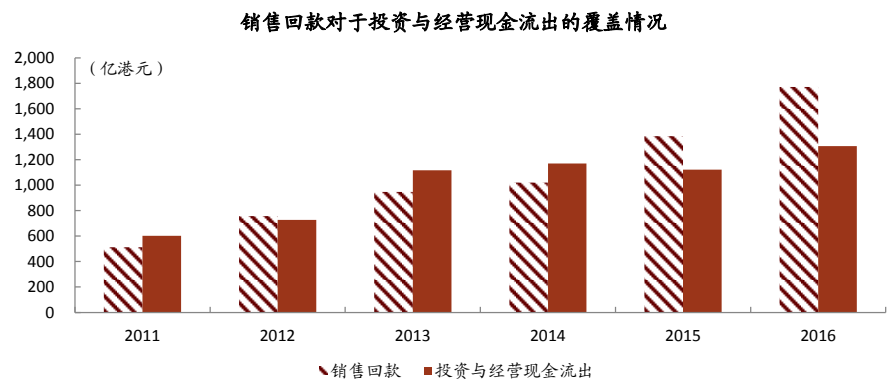
财务强健，攻防兼备

公司坚持可持续的高质量增长，寻求生存和发展的平衡。因此，无论外部环境紧张与否，公司纪律严明，坚持现金流和杠杆的安全，在当下持续收紧的货币环境中更能体现出抗风险、过寒冬的竞争优势，也更加拥有适度加杠杆、逆势扩张的空间。

量入为出，资金充沛

以自身造血能力为准确定规模扩张速度。公司严控回款和销售质量，而每年销售回款基本覆盖当期拿地、建安、经营费用等现金流出。

图表 35: 历年销售回款基本覆盖投资与经营现金流出



注：“投资与经营现金流出”包括拿地、建造及各类费用与税务等经营支出。资料来源：公司公告，中金公司研究部

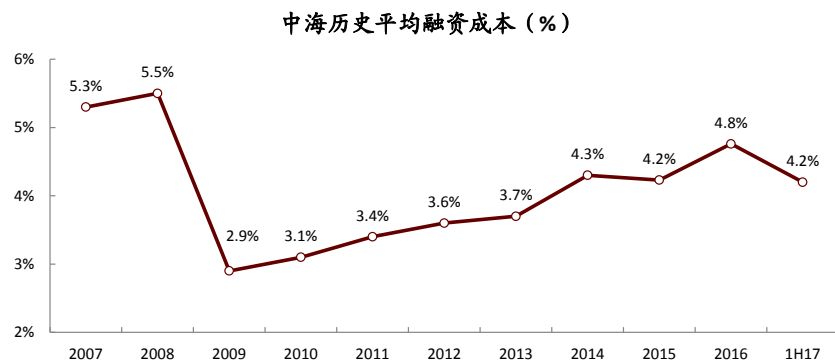
适度使用外部融资助力扩张。受益于国企资质、持续突出的经营表现以及龙头房企的地位，公司广受国内外评级机构认可；同时，1992年赴港上市以来，公司灵活运用境内外融资渠道，降低融资成本并延长债期。债务融资的使用适度而不过度，公司每年末可动资金都对下一年到期债务提供充裕覆盖，同时每年营业利润对利息支出充裕覆盖。

图表 36: 三大海外评级机构均给予中海投资级评级

机构	评级	展望
穆迪	Baa1	稳定
标准普尔	BBB+	稳定
惠誉	A-	稳定

资料来源：公司公告，中金公司研究部

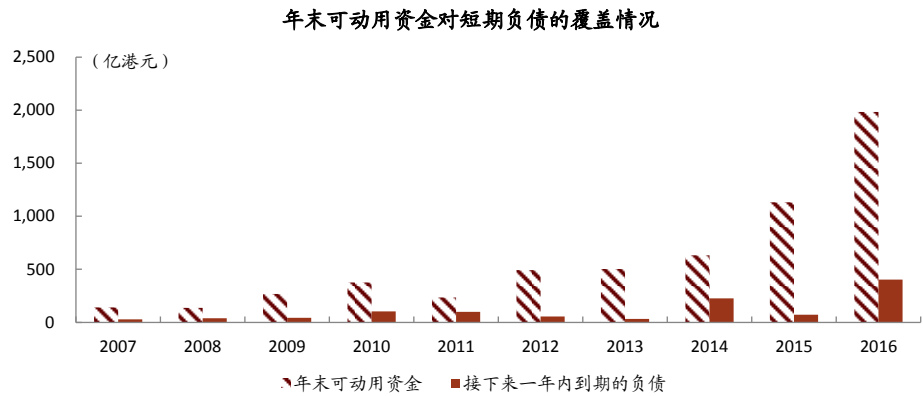
图表 37: 平均融资成本持续处于低位



资料来源：公司年报，中金公司研究部

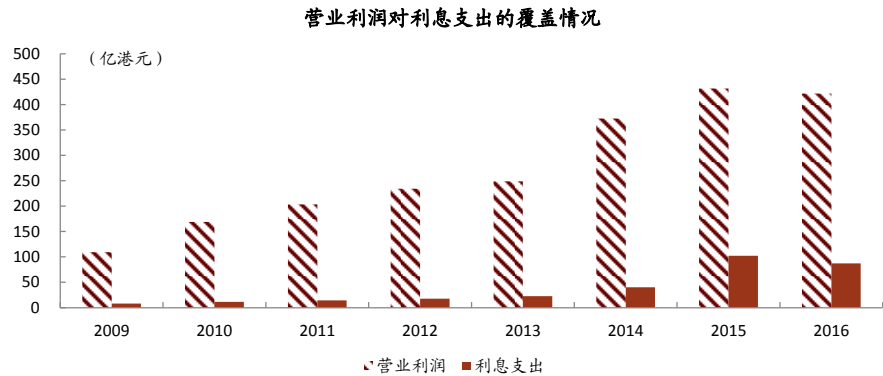


图表 38: 年末可动用资金对下一年到期债务提供充裕覆盖



注：“年末可动用资金”包括在手现金与可使用银行授信额度。资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 39: 营业利润对利息支出提供充裕覆盖

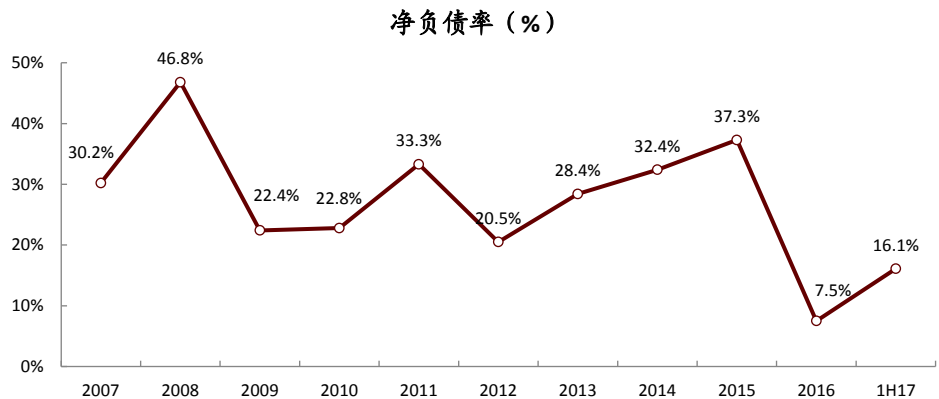


资料来源：公司公告，中金公司研究部

审慎扩张，杠杆稳健

无论是历史表现或是 2017 年中期与同行相比，公司的杠杆水平均处于低位，这在行业下行期、集中度加速提升的阶段为公司逆势扩张提供了坚实基础。

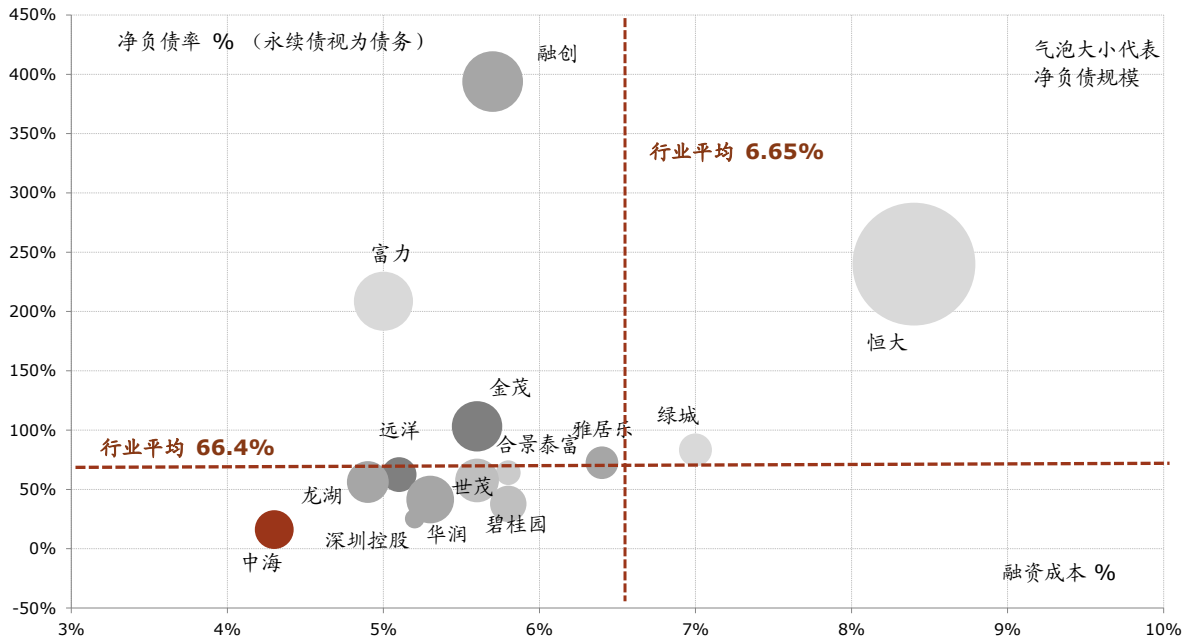
图表 40: 中海净负债率持续保持低位



资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 41: 中海净负债率水平处于全行业最低 (2017 年中期)



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部



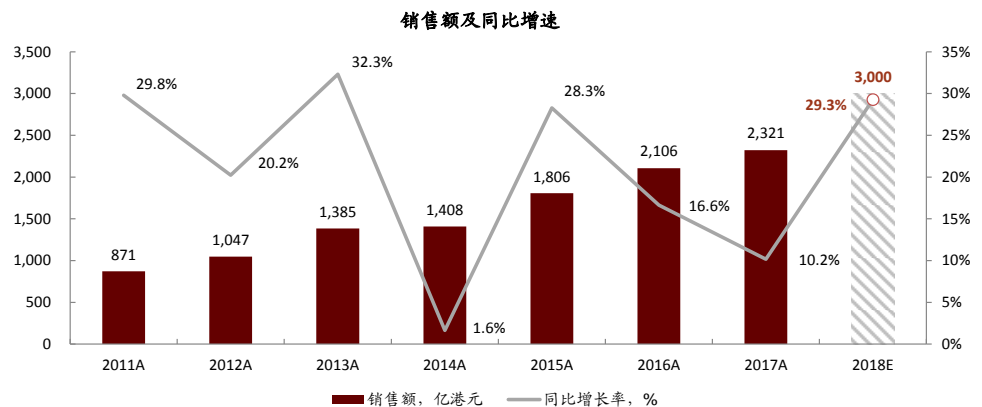
王者归来，反转可期

吸纳资产包叠加管理层换届，公司 2015-17 年增速持续放缓。目前调整已经结束，储备充裕，预计公司 2018 年将全面提升，销售、每股盈利均会持续超预期，并且即将到来的业绩期以及月度销售表现都将提供强劲催化剂；同时，受过去增速放缓的拖累，2017 年至今公司的股价表现落后，当前估值处于历史区间底部，因此，短期的风险收益极具吸引力。

销售重回 30% 高增长

考虑到公司 2017 年补充了 1740 万平米土储(不含中海宏洋)，同时新开工 1900 万平米，预计 2018 年可售货源将达到 4500 亿-5000 亿港元，轻松支撑 3000 亿港元销售额(同比增长 29%)。

图表 42: 预计 2018 年销售可轻松实现 30% 增长，重回高增速通道



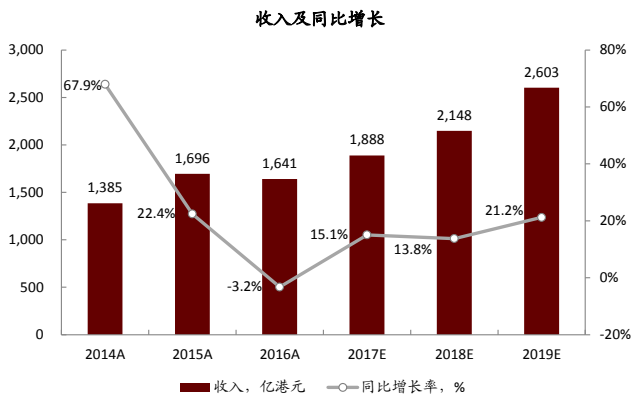
资料来源：公司公告，中金公司研究部

每股盈利稳步重回 20% 增长

除收入稳健增长外，结转毛利率的回升提供额外助力。收并购导致的财务重述已于 2016 年完成，叠加 2016-18 年销售将于近几年集中交付，预计 2017-19 年收入增速为 15.1%、13.8% 和 21.1%，结转毛利率将由 2016 年的 27.8% 恢复至 30.2%、30.1% 和 30.7%。在此基础上，叠加股本扩大带来的摊薄将逐步消失，预计经摊薄后每股核心盈利的增速将在 2017 年触底反弹至 8.6%，2018-19 年进一步恢复至 15%、20%。

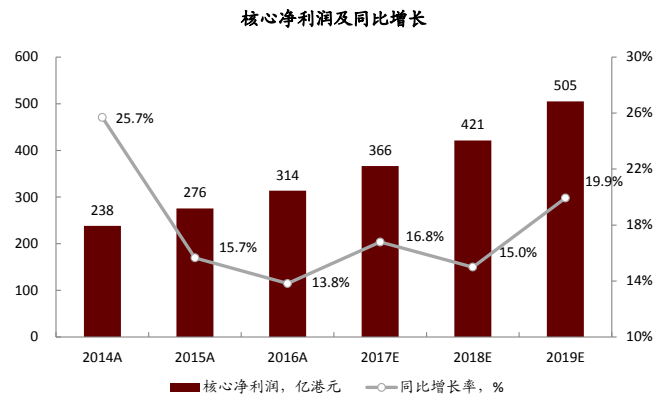


图表 43: 结转收入与同比增速



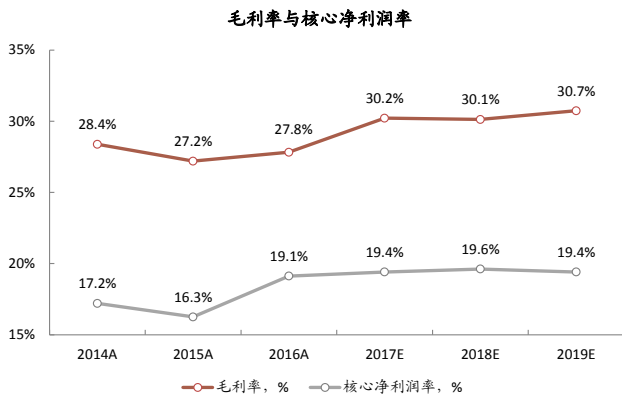
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 44: 核心净利润与同比增速



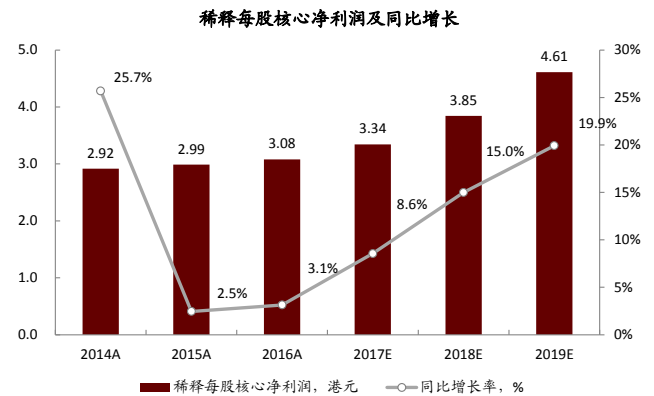
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 45: 毛利率与核心净利润率



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 46: 稀释每股核心净利润及同比增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

估值处于历史区间底部

2017 年至今公司股价涨幅约 40%，显著低于行业平均水平 110%。公司目前交易于 7.3 倍、6.1 倍 2018、19 年预测市盈率，处于过去七年平均水平负一倍标准差位置，与国企同行，如华润（9.3 倍、7.9 倍）和金茂（9.9 倍、7.3 倍）差距明显，而与小型民企，如雅居乐（8.2 倍、7.1 倍）和龙光（7.6 倍、5.2 倍）水平相当。

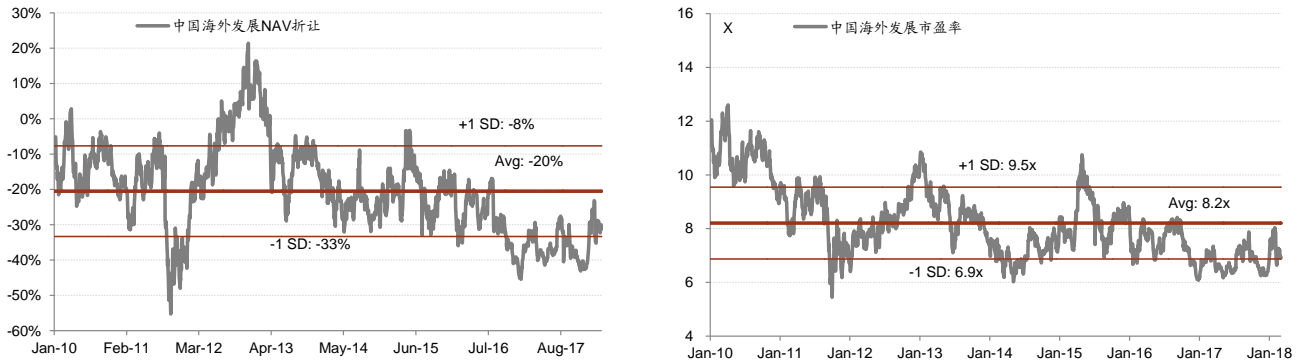


图表 47: 可比估值表

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	溢价/折价		
							16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	16A	17E			18E	19E
H股地产			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)											(HK\$)			
中国海外发展	0688.HK	推荐	27.90	40.31	44%	305.68	3.1	3.3	3.8	4.6	9.1	8.3	7.3	6.1	1.3	1.2	1.0	0.9	2.8%	3.0%	3.4%	4.1%	40.32	-31%
华润置地	1109.HK	推荐	28.45	40.47	42%	197.19	2.3	2.6	3.1	3.6	12.1	10.8	9.3	7.9	1.7	1.5	1.3	1.1	2.5%	2.8%	3.2%	3.8%	42.62	-33%
中国金茂	0817.HK	推荐	4.91	6.64	35%	56.84	0.2	0.4	0.5	0.7	25.7	12.8	9.9	7.3	1.8	1.6	1.4	1.2	1.8%	3.8%	4.8%	6.5%	7.93	-38%
龙湖地产	0960.HK	推荐	23.50	30.73	31%	139.01	1.5	1.9	2.6	3.2	15.9	11.8	9.2	7.3	2.0	1.7	1.4	1.2	2.2%	3.0%	3.8%	4.8%	39.05	-40%
富力地产	2777.HK	推荐	19.36	30.28	56%	62.99	2.3	3.0	4.0	5.2	8.5	6.6	4.8	3.7	1.3	1.0	0.9	0.7	5.8%	7.4%	10.4%	11.7%	33.74	-43%
深圳控股	0604.HK	推荐	3.38	4.03	19%	27.24	0.3	0.4	0.5	n.a.	9.7	7.7	6.3	n.a.	0.8	0.7	0.7	n.a.	6.5%	7.2%	8.7%	n.a.	8.32	-59%
密茂房地产	0813.HK	推荐	21.70	31.04	43%	73.50	2.0	2.5	3.5	4.6	10.7	9.8	6.2	4.8	1.3	1.0	0.9	0.8	3.5%	3.6%	5.7%	7.4%	35.18	-38%
远洋集团	3377.HK	推荐	5.87	7.69	31%	44.53	0.4	0.6	0.8	1.1	14.8	9.3	7.0	5.5	0.9	0.8	0.7	0.6	3.4%	4.9%	6.2%	7.7%	12.23	-52%
合景泰富	1813.HK	推荐	12.10	16.47	36%	38.18	1.1	1.3	1.9	2.4	12.2	10.1	6.5	4.9	1.4	1.4	1.0	0.9	4.7%	3.2%	4.9%	6.5%	20.87	-42%
碧桂园	2007.HK	推荐	15.82	20.68	31%	343.93	0.6	1.3	1.9	2.7	26.2	12.6	8.2	5.8	4.5	3.2	2.2	1.7	1.2%	2.4%	3.7%	5.2%	26.43	-40%
雅居乐	3383.HK	推荐	14.60	16.36	12%	57.19	0.8	1.4	1.8	2.1	18.7	10.5	8.2	7.1	1.5	1.2	1.1	1.0	3.1%	3.8%	4.9%	4.9%	20.38	-28%
龙光地产	3380.HK	推荐	12.14	12.22	1%	66.66	0.6	0.9	1.6	2.3	19.5	13.3	7.6	5.2	3.1	2.4	1.8	1.4	2.1%	2.8%	4.9%	7.1%	17.56	-31%
旭辉控股	0884.HK	推荐	7.20	8.85	23%	54.76	0.5	0.7	1.0	1.3	15.4	10.7	7.5	5.7	2.9	2.1	1.6	1.3	2.1%	3.2%	4.7%	6.1%	9.12	-21%
禹洲地产	1628.HK	推荐	5.30	6.96	31%	22.18	0.6	0.8	1.0	1.3	8.9	7.0	5.1	3.9	1.7	1.3	1.1	0.9	4.2%	5.1%	6.9%	9.0%	9.43	-44%
中海宏洋	0081.HK	推荐	4.32	6.60	53%	14.79	0.4	0.7	0.7	0.9	11.1	6.0	6.2	5.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5%	0.7%	0.6%	0.8%	10.41	-59%
融创中国	1918.HK	中性	31.80	46.12	45%	139.91	0.5	2.1	4.9	7.6	61.6	15.3	6.5	4.2	4.3	2.8	2.0	1.4	0.9%	1.2%	1.5%	1.8%	68.86	-54%
中国恒大	3333.HK	中性	26.00	32.87	26%	342.55	0.7	3.7	4.9	n.a.	39.1	7.0	5.3	n.a.	7.3	3.2	1.9	n.a.	0.0%	0.0%	15.2%	n.a.	33.78	-23%
绿城中国	3900.HK	中性	12.94	11.23	-13%	28.05	0.8	1.00	1.23	1.48	16.2	12.9	10.5	8.7	1.0	0.9	0.8	0.7	1.0%	1.5%	1.9%	2.3%	16.84	-23%
平均值											18.6	10.1	7.3	5.8	2.2	1.6	1.2	1.0	2.7%	3.3%	5.3%	5.6%		-39%
中间值											15.1	10.3	7.1	5.6	1.6	1.4	1.1	0.9	2.3%	3.1%	4.8%	5.6%		-39%
市值加权平均											23.1	10.3	7.3	6.0	3.3	2.1	1.5	1.2	2.0%	2.5%	6.0%	5.0%		-35%
H股地产：房地产服务商			(HK\$)	(HK\$)		(HK\$ bn)																		
绿城服务	2869.HK	推荐	6.24	7.35	18%	17.33	0.13	0.17	0.26	0.35	47.0	36.4	24.5	18.0	7.7	7.2	5.6	4.6	0.6%	0.9%	1.3%	1.8%	n.a.	n.a.
中海物业	2669.HK	推荐	2.87	3.05	6%	9.43	0.07	0.09	0.12	0.16	41.8	31.3	23.5	18.5	13.0	9.8	7.5	5.7	0.8%	1.0%	1.4%	1.7%	n.a.	n.a.
彩生活	1778.HK	中性	6.10	4.20	-31%	8.02	0.20	0.27	0.31	n.a.	29.8	23.0	19.6	n.a.	3.8	3.2	2.8	n.a.	1.6%	2.0%	2.2%	n.a.	n.a.	n.a.
平均值											39.5	30.2	22.5	18.3	8.1	6.7	5.3	5.2	1.0%	1.3%	1.6%	1.7%		
中间值											41.8	31.3	23.5	18.3	7.7	7.2	5.6	5.2	0.8%	1.0%	1.4%	1.7%		
市值加权平均											41.6	31.9	23.1	18.2	8.2	7.0	6.3	3.8	0.9%	1.2%	1.5%	1.8%		

注：截至2018年3月15日 资料来源：万得资讯，公司公告，中金公司研究部

图表 48: 市盈率与每股净资产折让处于历史负一倍标准差位置



资料来源：万得资讯，公司公告，中金公司研究部



附录：公司历史沿革

中海于1979年在香港创业，1984年涉足香港房地产行业，1992年于香港联交所上市。顺应中国内地住宅商品化改革趋势，公司自1998年起逐步将地产业务重心转移向内地。凭借其独到的布局眼光和高品质的中高端住宅产品，公司快速发展、迅速确立行业龙头地位。

图表 49：公司发展历程



资料来源：公司官网，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
编辑：樊荣、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
馨基中心商务楼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

