



中国移动

业绩符合预期；2018 风险上升带来挑战

业绩回顾

2017 年业绩符合预期

中国移动公布 2017 年业绩：收入 7,405 亿元，同比增长 4.5%，其中，通信服务收入 6,684 亿元，同比增长 7.2%；EBITDA 为 2,704 亿元，同比增长 5.4%；净利润 1,143 亿元，同比增长 5.1%。业绩基本符合市场预期。派息率（扣除特别派息）上升至 48%（+2ppt）。

发展趋势

数据流量推动业绩保持稳健增长。2017 年移动的服务性收入增速提升 0.5 个百分点至 7.2%，主要受到流量收入强势拉动（同比增长 27%），我们认为移动的流量红利得益于：1) **用户增长**，2017 年新增 4G 用户 1.14 亿户；2) **流量价格弹性**，流量资费下降 43% 而用量同比增长 121%（价格弹性为 2.8 倍）。政企业务（同比增长 32%）和新业务（同比增长 11%）的收入快速放量也开启了新的增长空间，我们认为企业专线、IDC、付费数字内容等领域潜力巨大。

经营风险聚焦于 ARPU。随着提速降费政策的进一步落实，我们认为中国移动 2018/19 年经营风险显著上升。**移动业务方面**，我们认为流量红利将被逐步蚕食：1) 截至 2017 年末，4G 渗透率已达 73% 的高位，用户增长空间进一步收窄；2) 流量资费加速下滑损伤价格弹性（受取消流量漫游费用的直接冲击），我们估计 2018/19 年流量价格将下降 40%/33%，价格弹性降至 1.8/1.3 倍。所以移动 ARPU 将从 2017 年的 57.7 元下降至 2018 的 53 元左右。**宽带业务方面**，面临用户增长和 ARPU 此消彼长的两难抉择，我们认为移动开始关注用户 ARPU 的提升，但用户增速会一定程度受损。

费用难降导致利润率进一步承压。移动预计 2018 年 Capex 为 1,661 亿元（同比下降 6.4%），有限降幅使得公司折旧费用继续走高（2017 年增长 8.5%）；Opex 快速增长蚕食利润，我们认为市场竞争加剧、网络利用率走高将导致市场费用、网络运维费用继续快速增长。

盈利预测

我们维持盈利预测不变：2018/19 年收入下降 2.4%/1.5% 至 7,226 亿元/7,116 亿元；净利润下降 18%/11% 至 933 亿元/829 亿元。

估值与建议

我们维持中性的评级和 70.00 港元的目标价（基于 2.5 倍 2018 年 EV/EBITDA；股息率 3.8%）。建议投资者谨慎看待提速降费风险。

风险

提速降费的政策性风险，市场竞争环境进一步恶化。

钱凯

分析师

kai.qian@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080513050004

SFC CE Ref: AZA933

陈真洋

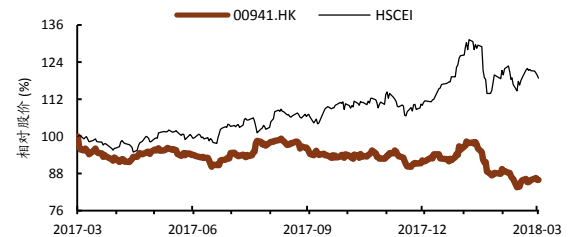
联系人

zhenyang.chen@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080116090012

维持中性

股票代码	00941.HK
评级	中性
最新收盘价	港币 71.75
目标价	港币 70.00
52 周最高价/最低价	港币 84.80~70.00
总市值(亿)	港币 14,691
30 日日均成交额(百万)	港币 1,378.14
发行股数(百万)	20,475
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	19.00
主营行业	电信服务



(人民币 百万)	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	708,421	740,514	722,612	711,568
增速	6.0%	4.5%	-2.4%	-1.5%
归属母公司净利润	108,741	114,279	93,343	82,949
增速	0.2%	5.1%	-18.3%	-11.1%
每股净利润	5.31	5.58	4.56	4.05
每股净资产	47.81	48.14	50.42	52.49
每股股利	2.39	5.42	2.10	1.86
每股经营现金流	12.39	12.29	14.19	11.08
市盈率	12.1	10.7	12.5	14.0
市净率	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	4.8	4.1	3.7	3.8
股息收益率	3.7%	9.1%	3.7%	3.3%
平均总资产收益率	7.4%	7.5%	6.1%	5.3%
平均净资产收益率	11.5%	11.6%	9.3%	7.9%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	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	708,421	740,514	722,612	711,568	营业收入	6.0%	4.5%	-2.4%	-1.5%
其他	394,251	409,007	406,854	411,682	营业利润	14.7%	1.7%	-21.9%	-16.5%
营业利润	118,088	120,126	93,851	78,395	EBITDA	6.9%	5.4%	-5.4%	-5.8%
财务费用	-15,770	-15,673	-16,249	-18,673	净利润	0.2%	5.1%	-18.3%	-11.1%
其他利润	17,268	17,642	17,849	20,073	盈利能力				
利润总额	144,462	148,137	121,801	108,267	营业利润率	16.7%	16.2%	13.0%	11.0%
所得税	35,623	33,723	28,258	25,118	EBITDA 利润率	36.2%	36.5%	35.4%	33.8%
少数股东损益	-98	-135	-200	-200	净利润率	15.3%	15.4%	12.9%	11.7%
归属母公司净利润	108,741	114,279	93,343	82,949	偿债能力				
EBITDA	256,677	270,421	255,782	240,826	流动比率	1.09	1.05	1.13	1.20
扣非后净利润	114,178	114,279	98,524	87,389	速动比率	1.08	1.03	1.11	1.19
资产负债表					现金比率	0.17	0.23	0.42	0.50
货币资金	90,413	120,636	215,187	257,199	资产负债率	35.4%	35.0%	33.3%	32.6%
应收账款及票据	19,045	24,153	15,897	15,655	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
存货	8,832	10,222	8,671	8,539	回报率分析				
其他流动资产	468,355	403,185	342,533	341,594	总资产收益率	7.4%	7.5%	6.1%	5.3%
流动资产合计	586,645	558,196	582,289	622,986	净资产收益率	11.5%	11.6%	9.3%	7.9%
固定资产及在建工程	712,209	726,141	722,799	718,446	每股指标				
无形资产及其他长期资产	222,140	237,776	248,392	257,592	每股净利润 (元)	5.31	5.58	4.56	4.05
非流动资产合计	934,349	963,917	971,191	976,038	每股净资产 (元)	47.81	48.14	50.42	52.49
资产合计	1,520,994	1,522,113	1,553,480	1,599,025	每股股利 (元)	2.39	5.42	2.10	1.86
短期借款	4,998	0	0	0	每股经营现金流 (元)	12.39	12.29	14.19	11.08
应付账款	252,044	236,472	245,688	252,607	估值分析				
其他流动负债	279,347	293,510	268,786	264,811	市盈率	12.1	10.7	12.5	14.0
流动负债合计	536,389	529,982	514,475	517,417	市净率	1.3	1.2	1.1	1.1
长期借款	0	0	0	0	EV/EBITDA	4.8	4.1	3.7	3.8
非流动负债合计	2,467	3,250	3,250	3,250	股息收益率	3.7%	9.1%	3.7%	3.3%
负债合计	538,856	533,232	517,725	520,667					
股本	402,130	402,130	402,130	402,130					
未分配利润	576,891	583,506	630,180	672,582					
股东权益合计	979,021	985,636	1,032,310	1,074,712					
负债及股东权益合计	1,520,994	1,522,113	1,553,480	1,599,025					
现金流量表									
税前利润	144,462	148,137	121,801	108,267					
折旧和摊销	139,032	156,559	161,681	162,232					
营运资本变动	23,187	-1,324	54,951	4,257					
其他	-52,980	-51,640	-47,861	-47,809					
经营活动现金流	253,701	251,732	290,571	226,947					
资本开支	-188,209	-177,500	-166,201	-163,661					
其他	-6,314	15,883	16,549	18,973					
投资活动现金流	-194,523	-161,617	-149,651	-144,688					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	-48,958	-108,435	-46,369	-40,247					
筹资活动现金流	-48,958	-108,435	-46,369	-40,247					
汇率变动对现金的影响	351	0	0	0					
现金净增加额	10,571	-18,320	94,551	42,012					

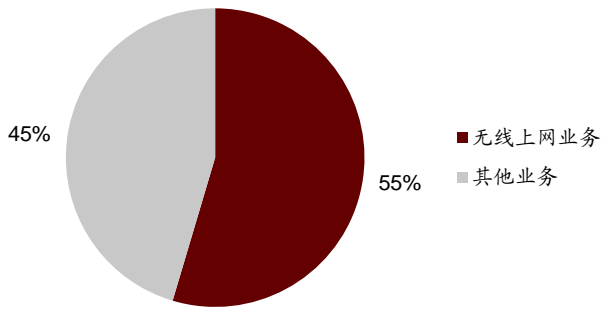
资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

中国移动是中国内地最大的移动通信服务供应商，拥有全球最多的移动用户和全球最大规模的移动通信网络。中国移动主要经营移动语音、数据、IP 电话和多媒体业务。中国移动有限公司于 1997 年 9 月 3 日在香港成立，并于 1997 年 10 月 22 日和 23 日分别在纽约证券交易所和香港联合交易所有限公司上市。

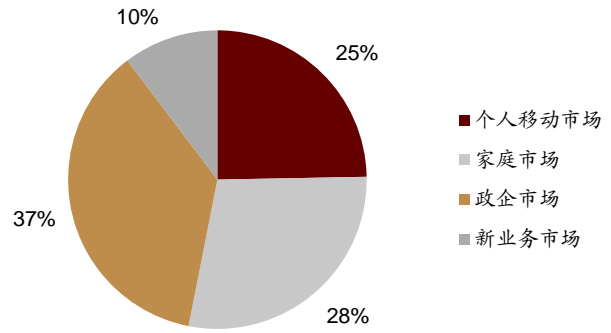


图表 1: 无线上网已成移动最大收入来源, 2017



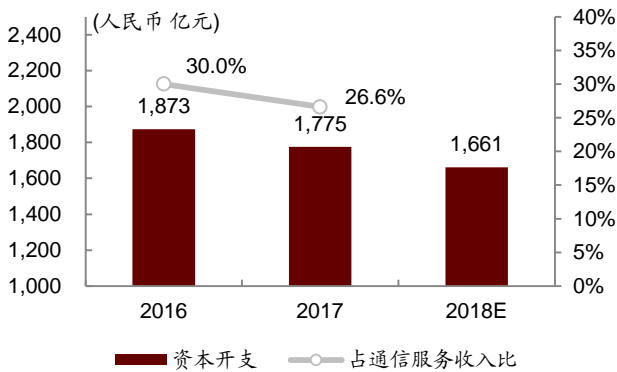
资料来源: 公司财报, 中金公司研究部

图表 2: 中国移动通信服务增量收入结构, 2017



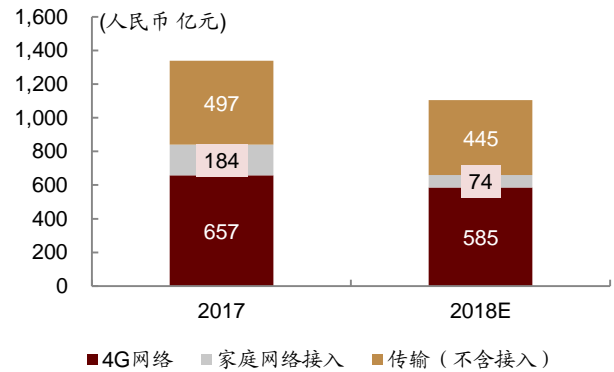
资料来源: 公司财报, 中金公司研究部

图表 3: 中国移动资本开支下降有限



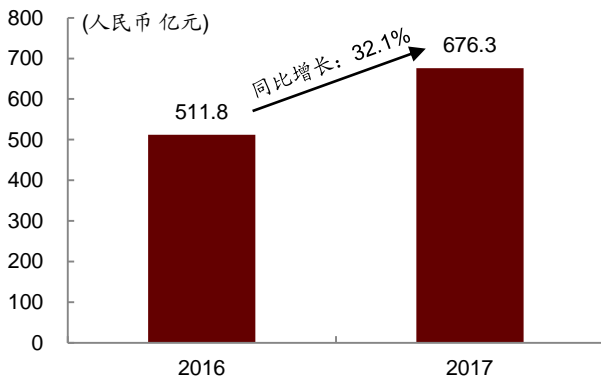
资料来源: 公司财报, 中金公司研究部

图表 4: 资本开支拆分



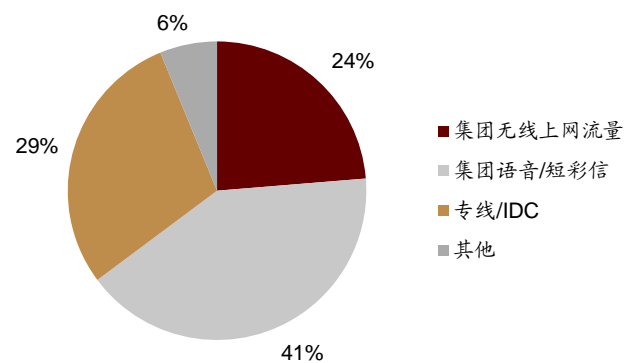
资料来源: 公司财报, 中金公司研究部

图表 5: 中国移动来自政企市场的收入不断提升



资料来源: 公司财报, 中金公司研究部

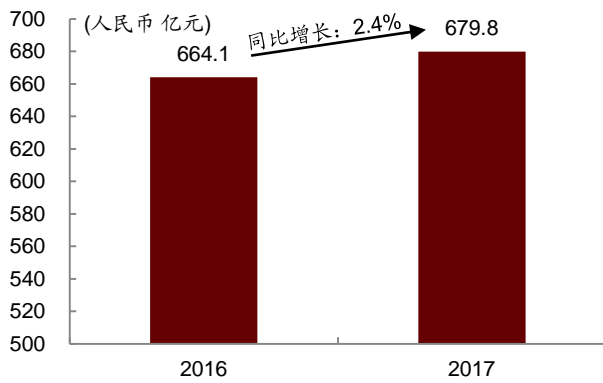
图表 6: 中国移动政企市场收入结构, 2017



资料来源: 公司财报, 中金公司研究部

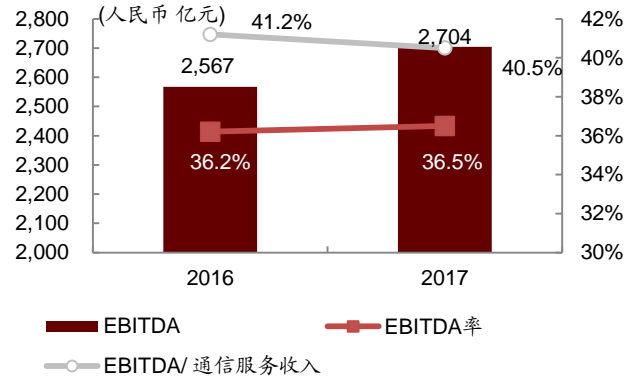


图表7：中国移动自由现金流保持强劲



资料来源：公司财报，中金公司研究部

图表8：中国移动EBITDA实现良好增长



资料来源：公司财报，中金公司研究部

图表9：移动收入拆分，2017

(人民币亿元)	2017年	同比变化	占收入比例
通信服务收入	6,683.5	7.2%	100.0%
一、个人移动市场收入	5,183.2	2.2%	77.6%
手机上网流量	3,473.3	27.0%	52.0%
语音及短信	1,548.4	-27.7%	23.2%
二、家庭市场收入	352.7	56.6%	5.3%
三、政企市场收入	676.3	32.1%	10.1%
集团无线上网流量	160.4	63.2%	2.4%
集团语音、短彩信	277.9	24.6%	4.2%
专线、IDC	196.1	40.4%	2.9%
四、新业务市场收入	471.4	10.9%	7.0%

资料来源：公司财报，中金公司研究部

图表10：财务数据概览

(人民币百万)	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017
财务数据					
收入	184,000	204,871	180,629	171,014	740,514
同比增长	3.7%	6.2%	4.8%	3.2%	4.5%
环比增长	11.0%	11.3%	-11.8%	-5.3%	
服务性收入	160,900	187,050	167,350	153,051	668,351
同比增长	6.1%	7.6%	7.4%	7.6%	7.2%
环比增长	13.1%	16.3%	-10.5%	-8.5%	
息税折旧摊销前利润	67,100	73,610	70,590	59,121	270,421
同比增长	3.0%	6.4%	6.9%	5.0%	5.4%
环比增长	19.2%	9.7%	-4.1%	-16.2%	
EBITDA率	36.5%	35.9%	39.1%	34.6%	36.5%
同比增长	-0.2%	0.0%	0.7%	0.6%	0.3%
环比增长	2.5%	-0.5%	3.2%	-4.5%	
净利润	24,800	37,875	29,425	22,179	114,279
同比增长	3.6%	3.4%	7.1%	7.2%	5.1%
环比增长	19.9%	52.7%	-22.3%	-24.6%	
净利率	13.5%	18.5%	16.3%	13.0%	15.4%
同比增长	0.0%	-0.5%	0.3%	0.5%	0.1%
环比增长	1.0%	5.0%	-2.2%	-3.3%	

资料来源：公司财报，中金公司研究部



图表 11: 运营数据概览

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017A
运营数据					
移动用户 (千户)	856,485	866,506	877,708	887,200	887,200
同比增长	2.7%	3.5%	4.0%	4.5%	4.5%
环比增长	0.9%	1.2%	1.3%	1.1%	
新增用户 (千户)	7,587	10,021	11,202	9,492	38,302
同比增长	-0.3%	214.5%	69.6%	80.7%	69.1%
环比增长	44.4%	32.1%	11.8%	-15.3%	
平均移动用户 (千户)	852,692	861,496	872,107	882,454	868,049
总语音通话时长 (十亿分钟)	943.2	978.7	954.0	935.70	3,811.6
同比增长	-7.0%	-7.0%	-7.3%	-6.8%	-7.0%
环比增长	-6.1%	3.8%	-2.5%	-1.9%	
每户每月语音通话时长 (分钟)	368.7	378.7	364.6	353.4	365.9
同比增长	-9.5%	-9.9%	-10.6%	-10.7%	-10.3%
环比增长	-6.8%	2.7%	-3.7%	-3.1%	
总短信使用量 (十亿条)	131.0	133.2	135.8	141.00	541.0
同比增长	0.2%	-2.5%	-0.5%	1.7%	-0.3%
环比增长	-5.5%	1.7%	2.0%	3.8%	
每户每月短信使用量 (条)	51.2	51.5	51.9	53.3	51.9
同比增长	-2.4%	-5.4%	-4.1%	-2.4%	-3.8%
环比增长	-6.2%	0.6%	0.7%	2.6%	
总数据流量使用量 (PB)	2,158.1	2,672.8	3,320.4	4,417.70	12,569.0
同比增长	104.0%	113.5%	122.1%	137.8%	122.0%
环比增长	16.1%	23.8%	24.2%	33.0%	
每户每月数据流量使用量 (兆)	843.6	1,034.2	1,269.1	1,668.7	1,206.6
同比增长	98.6%	107.0%	114.1%	128.0%	114.2%
环比增长	15.3%	22.6%	22.7%	31.5%	
ARPU (元)	58.5	66.0	60.5	46.33	57.7
同比增长	1.6%	1.1%	-2.7%	3.0%	0.3%
环比增长	30.0%	12.7%	-8.3%	-23.4%	

资料来源：公司财报，中金公司研究部

图表 12: 用户数据变化

(单位: 千)	2017/1	2017/2	2017/3	2017/4	2017/5	2017/6	2017/7	2017/8	2017/9	2017/10	2017/11	2017/12
移动业务												
移动用户	851,179	853,698	856,485	859,947	863,428	866,506	869,857	873,727	877,708	880,935	883,947	887,200
同比增长	2.7%	2.7%	2.7%	3.0%	3.4%	3.5%	3.7%	3.9%	4.0%	4.2%	4.3%	4.5%
环比增长	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%
新增用户	2,281	2,519	2,787	3,462	3,481	3,078	3,351	3,870	3,981	3,227	3,012	3,253
同比增长	-0.6%	-7.7%	7.7%	277.5%	446.5%	88.6%	78.8%	101.5%	41.6%	48.0%	111.7%	97.0%
环比增长	38.2%	10.4%	10.6%	24.2%	0.5%	-11.6%	8.9%	15.5%	2.9%	-18.9%	-6.7%	8.0%
4G用户	552,208	558,603	568,074	573,331	583,232	593,651	605,973	616,825	621,757	628,668	633,891	649,507
同比增长	64.6%	55.0%	50.9%	46.5%	42.5%	38.5%	35.0%	32.2%	29.3%	26.4%	24.3%	21.4%
环比增长	3.2%	1.2%	1.7%	0.9%	1.7%	1.8%	2.1%	1.8%	0.8%	1.1%	0.8%	2.5%
占移动用户百分比	64.9%	65.4%	66.3%	66.7%	67.5%	68.5%	69.7%	70.6%	70.8%	71.4%	71.7%	73.2%
新增用户	17,172	6,395	9,471	5,257	9,901	10,419	12,322	10,852	4,932	6,911	5,223	15,616
同比增长	-26.2%	-74.2%	-41.3%	-64.7%	-44.7%	-45.8%	-39.1%	-39.3%	-64.9%	-58.5%	-58.2%	-38.0%
环比增长	-31.9%	-62.8%	48.1%	-44.5%	88.3%	5.2%	18.3%	-11.9%	-54.6%	40.1%	-24.4%	199.0%
4G渗透率	64.9%	65.4%	66.3%	66.7%	67.5%	68.5%	69.7%	70.6%	70.8%	71.4%	71.7%	73.2%
宽带业务												
宽带用户	80,579	83,270	85,681	88,074	90,480	93,041	95,744	98,934	103,425	106,996	110,139	112,687
同比增长	42.6%	43.7%	41.4%	42.7%	44.4%	41.3%	39.6%	39.0%	39.3%	41.7%	42.7%	45.2%
环比增长	3.8%	3.3%	2.9%	2.8%	2.7%	2.8%	2.9%	3.3%	4.5%	3.5%	2.9%	2.3%
新增用户	2,955	2,691	2,411	2,393	2,406	2,561	2,703	3,190	4,491	3,571	3,143	2,548
同比增长	91.4%	91.4%	-9.2%	110.7%	159.8%	-19.7%	-1.2%	23.0%	46.1%	181.4%	87.8%	479.1%
环比增长	571.6%	-8.9%	-10.4%	-0.7%	0.5%	6.4%	5.5%	18.0%	40.8%	-20.5%	-12.0%	-18.9%

资料来源：公司官网，中金公司研究部



图表 15: 历史及预测财务数据

(人民币百万)	2015	2016	1H17	2H17	2017	2018e	2019e
总收入	668,335	708,421	388,871	351,643	740,514	722,612	711,568
同比增长	2.6%	6.0%	5.0%	4.0%	4.5%	-2.4%	-1.5%
手机注册用户	826,241	848,898	866,506	887,200	887,200	917,200	937,200
2G	344,583	210,425	186,204	166,717	166,717	128,408	74,976
3G	169,376	103,437	86,651	70,976	70,976	55,032	65,604
4G	312,282	535,036	593,651	649,507	649,507	733,760	796,620
平均手机注册用户	816,438	837,570	857,702	876,853	868,049	891,853	912,200
2G	407,700	277,504	198,315	176,461	188,571	157,306	120,847
3G	207,565	136,407	95,044	78,813	87,207	70,841	68,290
4G	201,173	423,659	564,344	621,579	592,272	663,706	723,064
固网业务注册用户	5,503	77,624	93,041	112,687	112,687	152,687	162,687
平均固网注册用户	2,752	41,564	85,333	102,864	95,156	122,864	137,687
总服务性收入	584,089	623,422	347,950	320,401	668,351	643,307	627,955
同比增长	-1.3%	6.7%	6.9%	7.5%	7.2%	-3.7%	-2.4%
占总收入的百分比	87.4%	88.0%	89.5%	91.1%	90.3%	89.0%	88.2%
语音收入	261,896	209,949	88,127	68,791	156,918	132,623	118,997
同比增长	-16.5%	-19.8%	-26.8%	-23.1%	-25.3%	-15.5%	-10.3%
占总服务性收入的百分比	44.8%	33.7%	25.3%	21.5%	23.5%	20.6%	18.9%
数据收入	303,425	394,937	250,540	242,810	493,350	493,528	492,367
同比增长	17.4%	30.2%	28.4%	21.5%	24.9%	0.0%	-0.2%
占总服务性收入的百分比	51.9%	63.3%	72.0%	75.8%	73.8%	76.7%	78.4%
其他服务收入	18,768	18,536	9,283	8,800	18,083	17,155	16,591
同比增长	-4.6%	-1.2%	-5.4%	0.9%	-2.4%	-5.1%	-3.3%
占总服务性收入的百分比	3.2%	3.0%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%
其他收入-手机销售收入	84,246	84,999	40,921	31,242	72,163	79,306	83,614
同比增长	41%	1%	-9%	-22%	-15%	10%	5%
占总收入的百分比	12.6%	12.0%	10.5%	8.9%	9.7%	11.0%	11.8%
总收入	668,335	708,421	388,871	351,643	740,514	722,612	711,568
总经营费用 (除折旧摊销)	428,307	451,744	248,161	221,932	470,093	466,830	470,742
同比增长	4.5%	5.5%	5.2%	2.9%	4.1%	-0.7%	0.8%
电路及网元租赁费	20,668	39,083	23,190	23,146	46,336	49,082	49,706
同比增长	30%	89%	7%	33%	19%	6%	1%
占总经营费用 (除折旧) 的百分比	4.8%	8.7%	9.3%	10.4%	9.9%	10.5%	10.6%
网间互联支出	21,668	21,779	10,600	11,162	21,762	20,844	20,714
同比增长	-8%	1%	-3%	3%	0%	-4%	-1%
占总经营费用 (除折旧) 的百分比	5.1%	4.8%	4.3%	5.0%	4.6%	4.5%	4.4%
雇员薪酬	74,805	79,463	40,711	44,802	85,513	77,175	75,070
同比增长	6%	6%	6%	9%	8%	-10%	-3%
占总经营费用 (除折旧) 的百分比	17.5%	17.6%	16.4%	20.2%	18.2%	16.5%	15.9%
其他营运支出	311,166	311,419	173,660	142,822	316,482	319,729	325,252
同比增长	4%	0%	5%	-3%	2%	1%	2%
占总经营费用 (除折旧) 的百分比	72.7%	68.9%	70.0%	64.4%	67.3%	68.5%	69.1%
EBITDA	240,028	256,677	140,710	129,711	270,421	255,782	240,826
同比增长	-0.7%	6.9%	4.7%	6.0%	5.4%	-5.4%	-5.8%
EBITDA 率	35.9%	36.2%	36.2%	36.9%	36.5%	35.4%	33.8%
折旧	136,832	138,090	72,586	77,194	149,780	161,681	162,232
同比增长	11.4%	0.9%	6.6%	10.3%	8.5%	7.9%	0.3%
经营利润	102,922	118,088	67,974	52,152	120,126	93,851	78,395
经营利润率	15.4%	16.7%	17.5%	14.8%	16.2%	13.0%	11.0%
同比增长	-12.3%	14.7%	2.8%	0.4%	1.7%	-21.9%	-16.5%
铁塔转移收入	15,525	0	0	0	0	0	0
非经营性收入	1,800	1,968	450	1,939	2,389	2,200	2,300
同比增长	54%	9%	-18%	37%	21%	-8%	5%
利息收入	15,852	16,005	7,685	8,198	15,883	16,549	19,591
同比增长	-3%	1%	1%	-2%	-1%	4%	18%
年化利率	3.8%	3.9%	0%	0%	3.8%	3.7%	3.8%
利息支出	455	235	121	89	210	300	300
同比增长	-7%	-48%	6%	-26%	-11%	43%	0%
应占按权益法核算的投资利润	8,090	8,636	5,407	4,542	9,949	9,500	9,500
税前利润	143,734	144,462	81,395	66,742	148,137	121,801	108,267
同比增长	0.9%	0.5%	3.3%	1.7%	2.5%	-17.8%	-11.1%
所得税	35,079	35,623	18,668	15,055	33,723	28,258	25,118
有效税率	24.4%	24.7%	22.9%	22.6%	22.8%	23.2%	23.2%
净利润	108,655	108,839	62,727	51,687	114,414	93,543	83,149
少数股东权益	-116	-98	-52	-83	-135	-200	-200
归属股东净利润	108,539	108,741	62,675	51,604	114,279	93,343	82,949
同比增长	-0.6%	0.2%	3.5%	7.1%	5.1%	-18.3%	-11.1%
净利率	16.2%	15.3%	16.1%	14.7%	15.4%	12.9%	11.7%

资料来源：公司财报，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



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

