

# 中国外运

## 业绩符合预期；未来强劲增长

### 业绩回顾

#### 2017年业绩符合预期

中国外运公布2017年业绩：收入726亿元，同比增长21%；净利润为23亿元，同比增长2.2%。货运代理业务收入457.2亿元，同比增长21.8%，实现利润11亿元，同比增长32%。物流服务收入187亿元，同比增长18.9%，利润6.5亿元，同比增长5.4%。仓储和码头业务收入22.8亿元，同比增长16.8%，利润3.55亿元，同比增长40.4%。

#### 发展趋势

**未来预计产生协同效应：**2018年2月28日，中国外运公告拟按照每股对价股份初步发行价5.32元发行13.7亿股A股作为对价股份，以按初始换股比率交换参股股东持有的合计3.55亿股外运发展股份。合并以后，公司将能够为客户提供整体规划，提供空运及海运等物流服务。因此，外运发展与中国外运之间同业竞争的问题将得以解决，未来预计产生协同效应。此外，中国外运还能受益于外运发展充裕的现金流。外运发展2017年净现金为47亿元，经营现金流3.83亿元。

**预计未来强劲增长：**合并后，我们预计货运代理/专业物流/仓储和码头服务/物流设备租赁/DHL业务的利润2018年分别增长14.5%/13.0%/8.5%/7.2%/10%至12.6亿元/7.3亿元/3.8亿元/3.8亿元/9.8亿元，分别占整体利润的45%/26%/13%/14%/30%。

#### 盈利预测

我们维持原有业务盈利预测不变，但考虑到招商物流利润的并入及相应新增股本的影响，根据招商物流的业绩承诺，我们预计2018年和2019年的总盈利分别为25亿元和27亿元，比并表前分别上调35%/35%。

#### 估值与建议

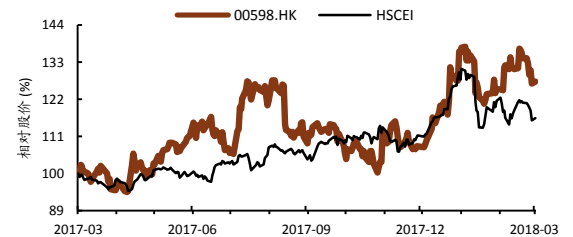
目前，公司股价对应2018/19年8.4/7.8倍市盈率。维持推荐投资评级和5.26港元目标价，对应2018/19年10.0/9.2倍市盈率。

#### 风险

经济放缓。

### 维持推荐

股票代码	00598.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 4.44
目标价	港币 5.26
52周最高价/最低价	港币 4.96~3.26
总市值(亿)	港币 270
30日日均成交额(百万)	港币 54.62
发行股数(百万)	6,049
其中：自由流通股(%)	35
30日日均成交量(百万股)	11.88
主行业	仓储物流



(人民币 百万)	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	59,766	72,567	83,233	93,624
增速	31.3%	21.4%	14.7%	12.5%
归属母公司净利润	2,254	2,304	2,520	2,731
增速	50.9%	2.2%	9.4%	8.4%
每股净利润	0.49	0.38	0.42	0.45
每股净资产	4.18	3.50	3.84	4.20
每股股利	0.06	0.08	0.09	0.09
每股经营现金流	0.52	0.50	-0.30	1.19
市盈率	8.1	9.7	8.4	7.8
市净率	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.2	5.0	2.5	1.5
股息收益率	1.4%	2.2%	2.5%	2.7%
平均总资产收益率	4.9%	3.8%	4.2%	4.3%
平均净资产收益率	13.1%	11.4%	11.4%	11.2%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

杨鑫, CFA

分析员

xin.yang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080511080003

SFC CE Ref: APY553

于丹扬

联系人

danyang.yu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080117120005



## 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
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	59,766	72,567	83,233	93,624	营业收入	31.3%	21.4%	14.7%	12.5%
营业成本	-56,876	-69,274	-79,225	-89,455	营业利润	61.6%	19.7%	11.8%	4.3%
营业费用	0	0	0	1	EBITDA	32.8%	15.3%	6.0%	5.1%
管理费用	-608	-628	-649	-671	净利润	50.9%	2.2%	9.4%	8.4%
其他	798	943	990	1,040	<b>盈利能力</b>				
营业利润	2,657	3,180	3,554	3,705	毛利率	4.8%	4.5%	4.8%	4.5%
财务费用	-138	-434	-113	34	营业利润率	4.4%	4.4%	4.3%	4.0%
其他利润	929	1,022	911	994	EBITDA 利润率	7.3%	6.9%	6.4%	5.9%
利润总额	3,448	3,767	4,353	4,734	净利润率	3.8%	3.2%	3.0%	2.9%
所得税	648	786	1,088	1,183	<b>偿债能力</b>				
少数股东损益	546	677	745	819	流动比率	1.12	1.21	1.92	1.81
归属母公司净利润	2,254	2,304	2,520	2,731	速动比率	1.11	1.19	1.90	1.80
EBITDA	4,337	4,999	5,297	5,564	现金比率	0.38	0.39	0.86	0.88
扣非后净利润	2,040	1,597	1,777	1,951	资产负债率	59.7%	58.8%	51.7%	53.7%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	9,324	9,709	18,579	24,405	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	12,137	12,807	15,701	17,674	总资产收益率	4.9%	3.8%	4.2%	4.3%
存货	177	315	357	405	净资产收益率	13.1%	11.4%	11.4%	11.2%
其他流动资产	5,539	7,241	6,590	7,454	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	27,177	30,072	41,227	49,938	每股净利润 (元)	0.49	0.38	0.42	0.45
固定资产及在建工程	17,663	18,202	8,220	8,166	每股净资产 (元)	4.18	3.50	3.84	4.20
无形资产及其他长期资产	12,774	13,828	9,316	9,674	每股股利 (元)	0.06	0.08	0.09	0.09
非流动资产合计	30,438	32,030	17,536	17,840	每股经营现金流 (元)	0.52	0.50	-0.30	1.19
资产合计	57,614	62,102	58,763	67,778	<b>估值分析</b>				
短期借款	339	1,499	500	500	市盈率	8.1	9.7	8.4	7.8
应付账款	18,640	18,946	15,547	21,316	市净率	1.0	1.1	0.9	0.8
其他流动负债	5,357	4,496	5,463	5,765	EV/EBITDA	4.2	5.0	2.5	1.5
流动负债合计	24,336	24,941	21,509	27,580	股息收益率	1.4%	2.2%	2.5%	2.7%
长期借款	4,768	6,609	4,768	4,768					
非流动负债合计	10,050	11,584	8,896	8,819					
负债合计	34,386	36,525	30,405	36,399					
股本	4,606	6,049	6,049	6,049					
未分配利润	14,670	15,119	17,155	19,356					
股东权益合计	19,277	21,168	23,204	25,405					
负债及股东权益合计	57,614	62,102	58,763	67,778					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	3,448	3,767	4,353	4,734					
折旧和摊销	751	797	831	865					
营运资本变动	7,031	-1,383	-5,501	3,143					
其他	-8,857	-176	-1,519	-1,542					
经营活动现金流	2,373	3,006	-1,836	7,200					
资本开支	-1,530	-1,030	-1,030	-1,030					
其他	23	3,472	15,276	-609					
投资活动现金流	-1,507	2,442	14,246	-1,639					
股权融资	0	1,443	0	0					
银行借款	-1,324	-1,344	-484	-529					
其他	3,582	55	-3,057	794					
筹资活动现金流	2,259	153	-3,541	265					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	1					
现金净增加额	3,125	5,600	8,869	5,826					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 公司简介

中国外运股份有限公司是世界领先的整合物流服务商之一。中国外运集海、陆、空货运、仓储码头服务、快递、船务代理及货运代理业务为一体，为广大客户提供综合物流服务。同时中国外运近年来逐步壮大第三方物流业务，经营合同物流，工程物流，能源物流和化工物流，并在市场上已经占有领先地位。中国外运的服务网络覆盖中国、遍及全球主要经济区域。



## 2017年业绩符合预期

中国外运发布2017年业绩：收入726亿元，同比增长21%；净利润23亿元，同比增长2.2%，一次性收益9.43亿元，同比增长18.3%，主要来自出售可供出售金融资产的收益，包括出售中国国航股票获利5亿元。

- ▶ **货运代理**：2017年货运代理收入为457.2亿元，增长21.8%，利润同比增长31.7%至11亿元。利润增速快于收入增速是因为公司延伸了服务链，优化了业务模式，并打造了端到端服务产品。

由于公司抓住了市场复苏的机会，加大了对主要客户的销售和营销力度，2017年海运货运代理业务量为1,170万标准箱，同比增长14%。由于公司加强了与航空公司的业务合作，并加大了发展进口相关业务的力度，2017年航空货运代理业务处理的货物吨位增加8.3%至53.33万吨。

- ▶ **专业物流**：2017年，物流业务收入达到187亿元，同比增长18.9%，利润6.5亿元，同比增长5.4%，主要得益于业务量增长。由于公司积极开发新客户，加大国际市场开拓力度，“一带一路”相关业务量快速增长，2017年业务量增长12.3%至4,850万吨。
- ▶ **仓储和码头服务**：收入22.8亿元，同比增长16.8%，主要得益于业务量增长。利润3.55亿元，同比增长40.4%，主要是由于2016年新开业的仓库亏损收窄，部分合资的码头公司收到股息。
- ▶ **物流设备租赁**：2017年，物流设备租赁业务收入14.6亿元，同比增长13.0%，实现利润3.6亿元，同比增长11.7%，主要是受业务量增长推动。
- ▶ **中外运敦豪**：2017年，中外运敦豪的投资收益增加11%至8.93亿元。

图表1：业绩回顾

(人民币百万元)	2016A	2017A		2018	
	(restated)	2017A	YoY	2018E	YoY
收入	59,766	72,567	21%	83,100	14.5%
毛利	2,283	2,666	17%	3,084	15.7%
营业利润	2,650	2,824	7%	3,411	20.8%
净利润	2,254	2,304	2%	2,521	9.4%
全面摊薄每股收益(元)	<b>0.37</b>	<b>0.38</b>	2%	<b>0.42</b>	9.4%
毛利率	3.8%	3.7%	-0.1ppt	3.7%	0ppt
营业利润率	4.4%	3.9%	-0.5ppt	4.1%	0.2ppt
净利润率	3.8%	3.2%	-0.6ppt	3.0%	-0.1ppt

资料来源：公司公告，中金公司研究部

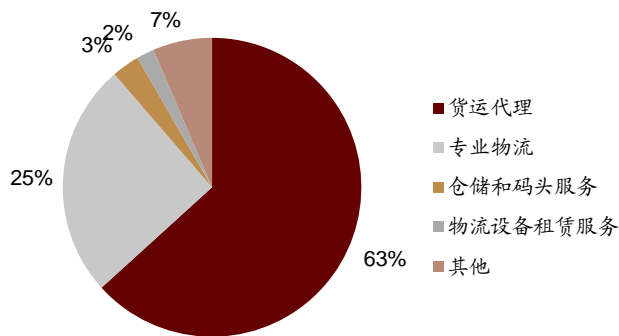


## 趋势展望

**未来预计产生协同效应：**2018年2月28日，中国外运公告拟按照每股对价股份初步发行价5.32元发行13.7亿股A股作为对价股份，以按初始换股比率交换参股股东持有的合计3.55亿股外运发展股份。合并以后，公司将能够为客户提供整体规划，提供空运及海运等物流服务。因此，外运发展与中国外运之间同业竞争的问题将得以解决，未来预计产能协同效应。此外，中国外运还能受益于外运发展充裕的现金流。外运发展2017年净现金为47亿元，经营现金流3.83亿元。

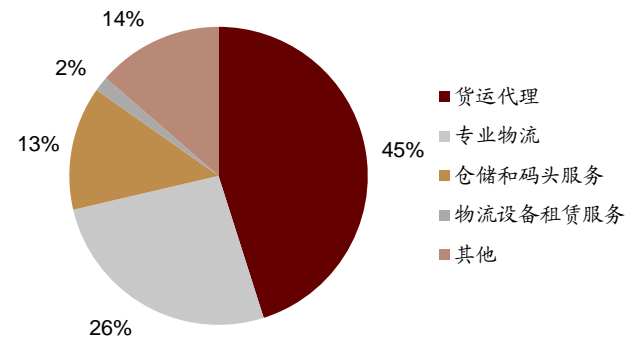
**与招商局物流集团（CML）和外运发展并购后的盈利来源预计：**

图表2：中国外运2018年收入结构预测



资料来源：公司公告、中金公司研究部

图表3：中国外运2018年经营利润结构预测



资料来源：公司公告、中金公司研究部

**预计2018年基本面改善：**货运代理业务的收入将受益于集装箱航运业的改善。

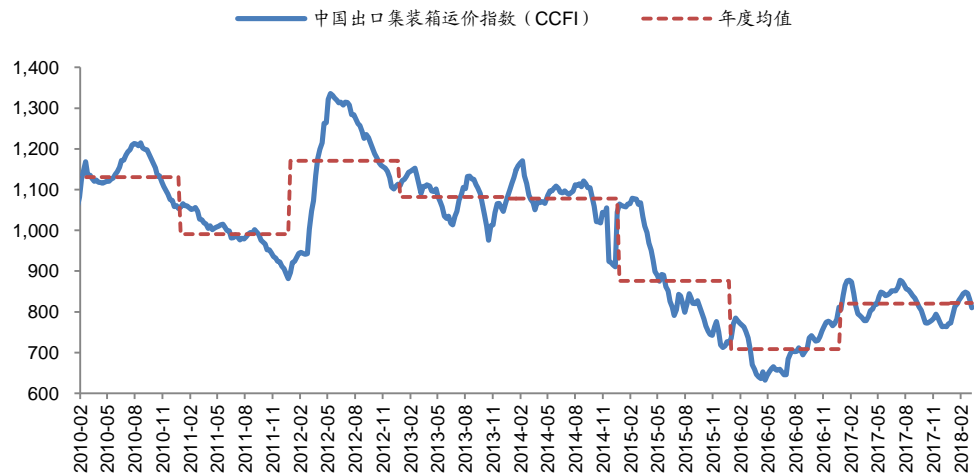
图表4：中国沿海集装箱吞吐量增速



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

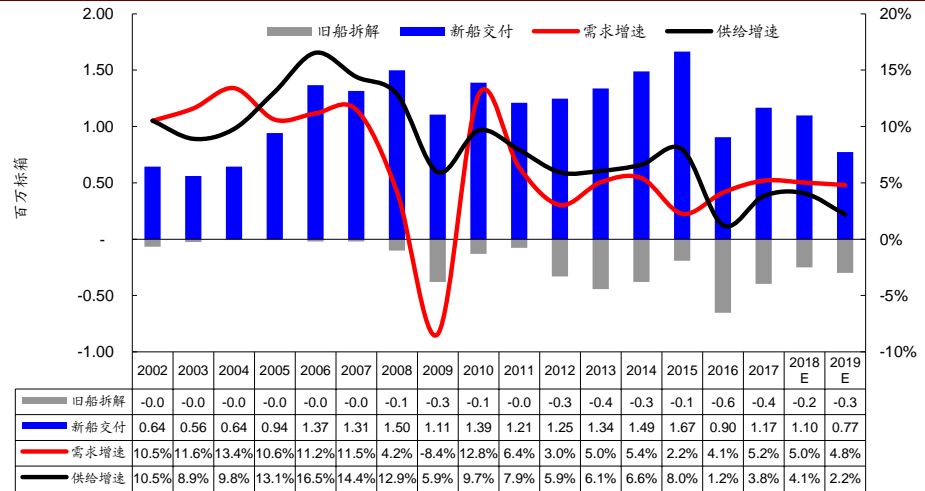


图表5：集装箱运费



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

图表6：2017和2018年集装箱运输市场将有所改善



资料来源：Clarkson、Alphaliner、中金公司研究部



## 盈利预测与估值

目前股价对应 8.4 倍 2018 年市盈率。我们维持“推荐”投资评级和目标价 5.26 港元。我们维持原有业务盈利预测不变，但考虑到招商物流利润的并入及相应新增股本的影响，根据招商物流的业绩承诺，我们预计 2018 年和 2019 年的总盈利分别为 25 亿元和 27 亿元，比并表前分别上调 35%/35%。

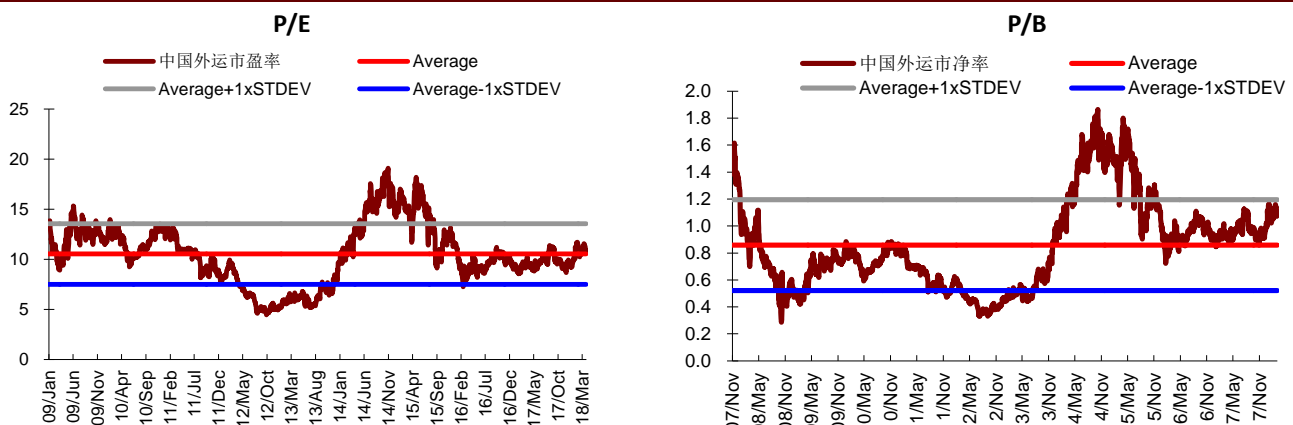
- ▶ **货运代理业务：**我们预计 2018 年货运代理业务收入同比增长 15% 至 526 亿元，2019 年同比增长 13% 至 594 亿元；经营利润分别同比增长 14.5% 和 8.3% 至 12.6 亿元和 13.7 亿元。
- ▶ **专业物流：**我们预计专业物流业务的收入 2018 年同比增长 13% 至 211 亿元，2019 年同比增长 10% 至 232 亿元；经营利润分别同比增长 13% 和 5.4%，至 7.3 亿元和 7.7 亿元。
- ▶ **仓储和码头服务：**我们预计仓储和码头服务业务 2018 年收入同比增长 10% 至 25 亿元，2019 年同比增长 8% 至 27 亿元；经营利润分别同比增长 8.5% 和 4.4% 至 3.8 亿元和 3.9 亿元。
- ▶ **物流设备租赁：**我们预计物流设备租赁业务的收入 2018 年同比增长 9% 至 15.9 亿元，2019 年同比增长 8% 至 17.1 亿元；经营利润分别同比增长 7.2% 和 3.5% 至 3.8 亿元和 3.9 亿元。
- ▶ **敦豪中外运空运：**我们预计敦豪中外运航空的投资收益 2018 年同比增长 10% 至 9.8 亿元，2019 年同比增长 10% 至 10.8 亿元。

图表 7：盈利预测调整表（考虑到招商物流并表影响）

百万元		2018E	2019E
营业收入	调整前	52,445	55,800
	调整后	83,233	93,624
	(+/-%)	59%	68%
净利润	调整前	1,870	2,030
	调整后	2,520	2,731
	(+/-%)	35%	35%
每股盈利	调整前	0.41	0.44
	调整后	0.42	0.45
	(+/-%)	2%	2%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 8：市盈率和市净率区间



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



图表9：可比公司估值表

公司	股票代码	币种	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				CAGR 16-19	PEG 18E
				2016	2017A/E	2018E	2019E	2016	2017A/E	2018E	2019E	2016	2017A/E	2018E	2019E		
<b>A股上市公司</b>																	
建发股份*	600153.SH	RMB	10.91	11.0	9.7	8.8	6.8	1.5	1.3	1.2	1.0	14.2	14.1	13.8	14.3	17%	0.5
中储股份	600787.SH	RMB	8.78	14.4	21.1	23.3	20.2	1.8	1.8	1.7	1.6	13.4	10.5	8.1	8.2	-11%	n.m.
外运发展*	600270.SH	RMB	18.35	16.7	12.3	11.7	11.5	2.2	2.0	1.8	1.7	13.5	17.3	16.5	15.2	13%	0.9
怡亚通*	002183.SZ	RMB	6.76	27.5	20.7	13.8	14.9	2.6	2.4	2.2	n.a.	9.8	12.1	16.6	0.0	23%	0.6
保税科技	600794.SH	RMB	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-4.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
澳洋顺昌*	002245.SZ	RMB	8.69	29.4	18.7	12.1	13.3	4.5	3.7	2.9	n.a.	16.3	21.6	26.5	0.0	30%	0.4
飞力达	300240.SZ	RMB	10.96	54.8	n.a.	n.a.	n.a.	3.8	n.a.	n.a.	n.a.	6.6	6.3	6.5	n.a.	n.a.	n.a.
华贸物流	603218.SH	RMB	7.18	28.7	20.3	16.0	14.4	2.0	1.9	1.7	1.6	6.2	8.8	10.2	11.2	26%	0.6
厦门国贸	600755.SH	RMB	9.24	14.9	7.8	5.7	4.8	1.5	0.9	0.8	0.7	17.2	10.5	12.2	14.1	46%	0.1
象屿股份	600057.SH	RMB	7.88	23.1	14.3	12.5	9.9	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	7.6	9.5	10.2	11.0	33%	0.4
瑞茂通	600180.SH	RMB	9.83	18.8	15.0	12.5	10.5	2.0	2.0	1.7	1.5	12.7	13.5	14.2	14.8	22%	0.6
音飞储存*	603066.SH	RMB	11.17	41.2	37.0	30.1	27.9	4.4	3.7	3.4	3.0	10.7	10.9	12.0	11.6	14%	2.2
长久物流*	603569.SH	RMB	21.70	24.1	20.2	16.8	16.2	4.7	3.9	3.3	2.8	25.3	21.2	21.3	18.8	14%	1.2
韵达股份*	002120.SZ	RMB	47.52	49.1	36.1	27.1	22.8	15.5	11.0	8.1	6.0	43.3	35.8	34.4	30.4	29%	0.9
申通快递*	002468.SZ	RMB	24.22	29.4	23.6	19.6	16.8	6.8	5.4	4.4	3.6	40.6	25.6	24.6	23.3	21%	1.0
顺丰控股*	002352.SZ	RMB	48.45	51.1	44.8	43.0	34.7	10.4	6.5	5.8	5.0	23.6	17.5	14.3	15.6	14%	3.1
圆通速递*	600233.SH	RMB	15.72	32.3	30.8	23.8	20.3	5.5	4.8	4.2	3.6	23.6	16.6	18.7	18.9	17%	1.4
<b>平均值</b>			<b>29.0</b>	<b>21.5</b>	<b>18.1</b>	<b>16.0</b>		<b>4.3</b>	<b>3.6</b>	<b>3.0</b>	<b>2.6</b>	<b>16.0</b>	<b>15.7</b>	<b>16.1</b>	<b>13.5</b>	<b>22%</b>	<b>0.8</b>
<b>中值</b>			<b>27.5</b>	<b>20.3</b>	<b>14.9</b>	<b>14.6</b>		<b>2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>1.7</b>	<b>13.5</b>	<b>13.5</b>	<b>14.2</b>	<b>14.2</b>	<b>23%</b>	<b>0.6</b>
<b>H股上市公司</b>																	
利丰	494.HK	HKD	3.76	35.2	18.0	20.0	15.8	2.6	1.6	2.2	2.1	-18.4	8.2	11.2	15.8	31%	0.7
中国外运*	598.HK	HKD	4.44	8.1	9.7	8.4	7.8	1.0	1.1	0.9	0.8	13.1	11.4	11.4	11.2	1%	6.6
深圳国际*	152.HK	HKD	16.32	15.7	8.6	7.9	7.6	1.7	1.5	1.3	1.2	11.5	19.2	18.2	17.0	27%	0.3
嘉里物流*	636.HK	HKD	10.50	9.5	8.9	8.4	7.3	1.2	1.0	0.9	0.9	12.2	12.4	11.8	12.2	9%	0.9
<b>平均值</b>			<b>17.1</b>	<b>11.3</b>	<b>11.2</b>	<b>9.6</b>		<b>4.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>-2.6</b>	<b>12.8</b>	<b>13.2</b>	<b>14.1</b>	<b>21%</b>	<b>0.5</b>
<b>中值</b>			<b>12.6</b>	<b>9.3</b>	<b>8.4</b>	<b>7.7</b>		<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>11.5</b>	<b>11.9</b>	<b>11.6</b>	<b>14.0</b>	<b>18%</b>	<b>0.5</b>
<b>国际上市公司</b>																	
UPS	UPS.US	USD	101.66	16.9	16.9	14.0	12.9	87.3	69.0	22.9	12.4	698.9	672.3	294.2	160.5	9%	1.5
FedEx	FDX.US	USD	229.48	18.7	19.3	15.6	13.2	3.2	3.9	3.2	2.8	26.2	20.9	21.4	21.5	12%	1.3
CH Robinson	CHRW.US	USD	90.86	27.2	27.5	20.5	18.7	8.9	9.6	8.4	7.7	37.6	35.9	40.3	40.9	13%	1.5
大和控股	9064.JP	JPY	2576.00	56.8	32.0	55.4	28.7	1.8	1.9	1.8	1.8	0.0	5.9	3.4	6.6	26%	2.2
三菱仓库	9301.JP	JPY	2179.00	17.9	19.3	18.0	17.2	0.6	0.7	0.7	0.7	3.8	3.7	3.9	3.9	1%	13.4
<b>平均值</b>			<b>24.3</b>	<b>20.8</b>	<b>22.2</b>	<b>16.6</b>		<b>17.2</b>	<b>14.4</b>	<b>6.4</b>	<b>4.4</b>	<b>113.4</b>	<b>108.4</b>	<b>54.5</b>	<b>36.0</b>	<b>14%</b>	<b>1.6</b>
<b>中值</b>			<b>18.3</b>	<b>19.3</b>	<b>16.8</b>	<b>15.2</b>		<b>2.5</b>	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>18.2</b>	<b>15.8</b>	<b>13.7</b>	<b>13.4</b>	<b>6%</b>	<b>2.6</b>
<b>中概股上市公司</b>																	
中通快递*	ZTO.US	RMB	14.76	34.6	23.4	15.7	12.6	3.8	3.0	2.4	2.0	15.7	14.2	16.6	17.6	40%	0.6
唯品会*	VIPS.US	RMB	17.00	25.9	24.5	20.3	18.7	12.9	9.7	6.8	4.9	60.9	43.0	39.4	30.6	11%	2.1
<b>平均值</b>			<b>38.9</b>	<b>29.4</b>	<b>18.0</b>	<b>15.7</b>		<b>8.0</b>	<b>7.2</b>	<b>5.4</b>	<b>3.5</b>	<b>25.0</b>	<b>26.6</b>	<b>27.4</b>	<b>16.0</b>	<b>35%</b>	<b>1.4</b>
<b>中值</b>			<b>34.6</b>	<b>24.5</b>	<b>18.0</b>	<b>15.7</b>		<b>7.7</b>	<b>8.9</b>	<b>6.8</b>	<b>3.5</b>	<b>17.9</b>	<b>22.4</b>	<b>26.2</b>	<b>17.6</b>	<b>30%</b>	<b>1.4</b>

\*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind。

资料来源：公司公告、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](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：刘波  
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

