

## 美东汽车 (01268 HK) - 高资产效率推动可持续增长

美东汽车(01268.HK) 2018年净利润同比增长32%至人民币3.63亿元，高于我们预期7%，高于市场预期9%。经调整核心净利润3.49亿元(主要调整收购收益3,127万元、处置收益1319万元和汇兑损失891.6万元)，同比增长34%，好于我们预期3%。收入同比增长44%至110.7亿元。公司2018年综合毛利率9.7%，同比下滑1个百分点，主要受宝马的新车销售利润率不佳影响，部分被好于预期的中高端新车销售毛利率所抵消。每股盈利人民币0.314元，每股派息人民币0.13元，派息率40%。

公司在中国汽车市场疲弱的2018年再次取得亮眼的成绩，足以证明其高质高效、单市单店的扩张策略的有效性。2019年公司计划新开门店10家，其中3家保时捷，4家雷克萨斯。快速的门店扩张，豪华品牌占比提升，叠加售后收入维持高增长，我们分别调升2019-2020年收入预测16%和19%，预计未来两年收入将保持23%的同比增速。此外，美东目前平均店龄仅4.1岁，仍较年轻，高毛利的售后服务占比仍将进一步提升。目前美东9.7%的毛利率仍有较大提升空间。我们预计2019-2020年毛利率分别为10.2%和10.5%。叠加汽车金融佣金收入的增加和财务成本的节省，我们上调2019-2020年净利润预测12%和21%，至人民币4.6亿元和5.9亿元，同比分别增长33%和28%。每股盈利人民币0.401元和0.511元。

**估值：**基于10.6倍2019年市盈率，建议参考价4.96港元，考虑到流动性的问题，以90%的折扣计算，参考价位4.46港元，较此前4.3港元的参考价位上调4%。日前收市价3.81港元，潜在上升空间17.1%。建议买入。

图表 1：美东汽车(01268.HK)数据一览

| (百万人民币，年结12月31日) | FY17  | FY18   | FY19E  | FY20E  | FY21E  |
|------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 收入               | 7,683 | 11,067 | 13,564 | 16,698 | 19,987 |
| 同比               | 23%   | 44%    | 23%    | 23%    | 20%    |
| 毛利率              | 10.7% | 9.7%   | 10.2%  | 10.5%  | 10.8%  |
| 百分比变动            | 1.5%  | -1.0%  | 0.5%   | 0.3%   | 0.3%   |
| 经调净利润            | 260   | 349    | 463    | 591    | 742    |
| 同比               | 63%   | 34%    | 33%    | 28%    | 26%    |
| 经调净利率            | 3.4%  | 3.2%   | 3.4%   | 3.5%   | 3.7%   |
| 百分比变动            | 0.8%  | -0.2%  | 0.3%   | 0.1%   | 0.2%   |
| 每股盈利 (RMB)       | 0.252 | 0.314  | 0.401  | 0.511  | 0.642  |
| 每股派息 (RMB)       | 0.123 | 0.126  | 0.181  | 0.231  | 0.290  |

资料来源：国泰君安国际

### 一年股价相对恒指走势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

### 主要市场及估值数据

|                |           |
|----------------|-----------|
| 市值(百万港元)       | 4,395     |
| 流通股比例(%)       | 34        |
| 3个月日均交易额(百万港元) | 1.3       |
| 52周股价区间(港元)    | 2.45-4.39 |
| 12个月滚动预计市盈率(x) | 8.3       |
| 12个月滚动预计市净率(x) | 2.1       |
| 12个月滚动预计市销率(x) | 0.3       |

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

吴效宇, CFA

Shawn Wu

+852-2509 5323

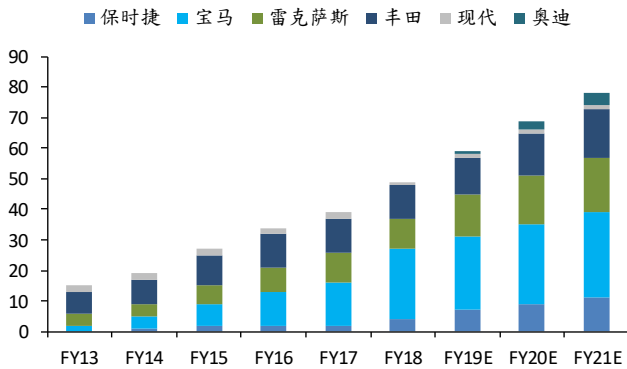
shawn.wu@gtjas.com.hk

相关阅读：

[美东汽车:期待业绩印证投资逻辑 \(20190213\)](#)

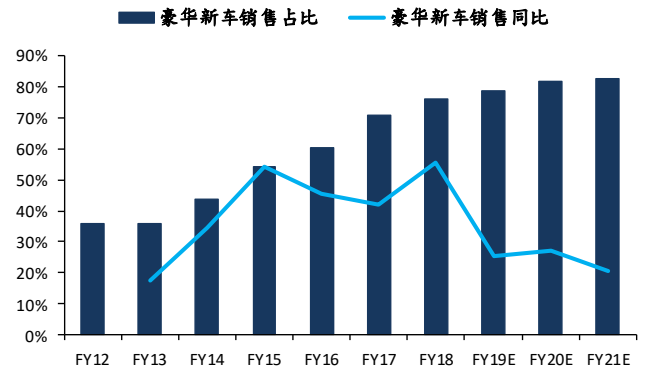
[美东汽车:逆流勇进，稳步扩张 \(20180821\)](#)

图表 2：公司在单市单店的策略下门店数量将保持双位数增长。



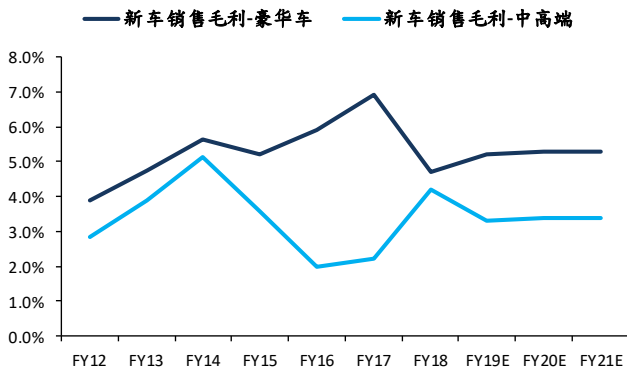
资料来源: 公司资料, 国泰君安国际

图表 3：豪华新车销售也将随着门店数量的增加和店效的提升而迅速增长。



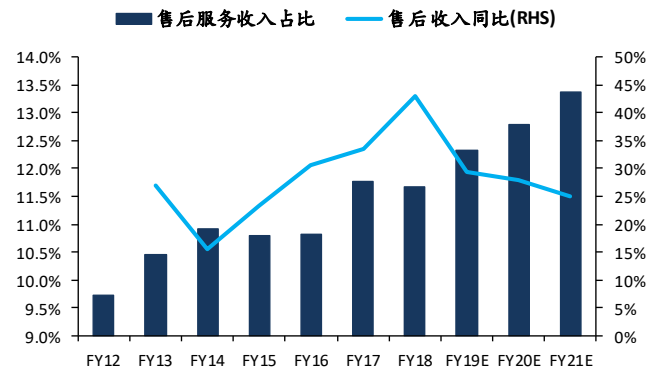
资料来源: 公司资料, 国泰君安国际

图表 4：豪华新车销售毛利率提升，中高端品牌新车毛利率企稳。



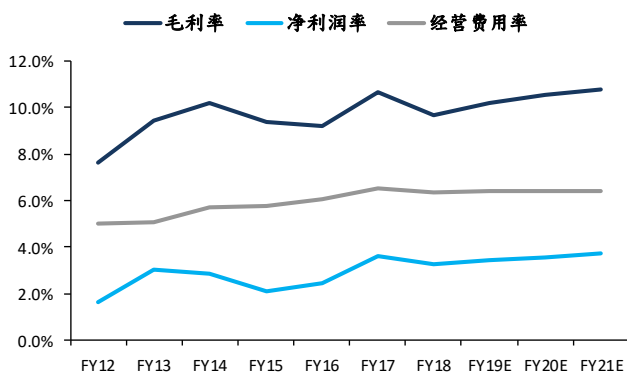
资料来源: 公司资料, 国泰君安国际

图表 5：美东平均店龄仍较年轻，售后收入保持高速增长，在收入中的占比逐步提升。



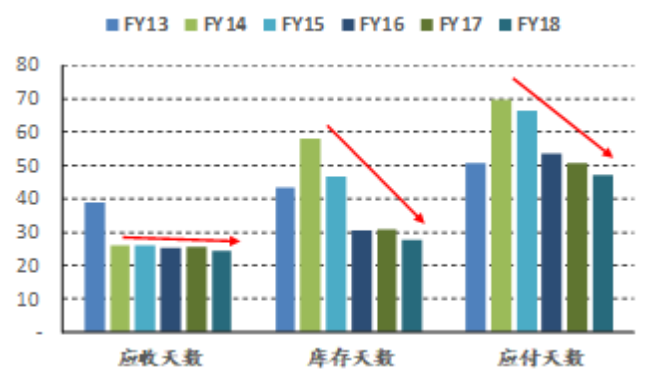
资料来源: 公司资料, 国泰君安国际

图表 6：综合毛利率逐步改善，费用率保持稳定，净利率扩张。



资料来源: 公司资料, 国泰君安国际

图表 7：美东汽车维持高于同业的运营效率。应收天数及库存天数均在一个月以内



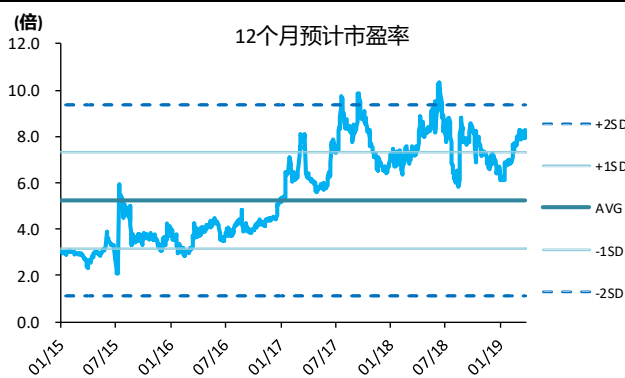
资料来源: 公司资料, 国泰君安国际

图表 8：盈利预测变动。

| Meidong, 1211.HK  |        |        |        | 原预测    |        |        | 变动    |       |       |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| (百万人民币, 年结12月31日) | FY18   | FY19E  | FY20E  | FY18E  | FY19E  | FY20E  | FY18E | FY19E | FY20E |
| 收入                | 11,067 | 13,564 | 16,698 | 10,066 | 11,677 | 14,062 | 10%   | 16%   | 19%   |
| 同比                | 44%    | 23%    | 23%    | 31%    | 16%    | 20%    |       |       |       |
| 毛利率               | 9.7%   | 10.2%  | 10.5%  | 10.3%  | 10.6%  | 10.7%  | -0.6% | -0.3% | -0.1% |
| 百分比变动             | -1.0%  | 0.5%   | 0.3%   | -0.3%  | 0.2%   | 0.1%   |       |       |       |
| 经调净利润             | 349    | 463    | 591    | 341    | 413    | 490    | 3%    | 12%   | 21%   |
| 同比                | 34%    | 33%    | 28%    | 24%    | 21%    | 19%    |       |       |       |
| 经调净利率             | 3.2%   | 3.4%   | 3.5%   | 3.4%   | 3.5%   | 3.5%   | -0.2% | -0.1% | 0.1%  |
| 百分比变动             | -0.2%  | 0.3%   | 0.1%   | -0.2%  | 0.2%   | -0.1%  |       |       |       |
| 每股盈利 (RMB)        | 0.314  | 0.401  | 0.511  | 0.296  | 0.358  | 0.425  | 6%    | 12%   | 20%   |

资料来源: 公司资料, 国泰君安国际

图表 9：美东汽车 12 个月滚动预估市盈率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 10：美东汽车 12 个月滚动预估市净率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 11：美东汽车(01268.HK)同业估值比较

| 经销商          | 股票代码      | 市值 (HKDm) | 收市价 (LC) | 52周股价区间 (示意图) | 市场平均目标价 (LC) | 潜在上升空间 (%) | 1年股价走势 (%) | 3个月日均换手率 (%) | 每股盈利增长  |         | 收入增长预测  |         | 市盈率     |         | 市净率     |         | 股息率     |         | ROE     |         | 贝塔值  |  |
|--------------|-----------|-----------|----------|---------------|--------------|------------|------------|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|--|
|              |           |           |          |               |              |            |            |              | 18F (%) | 19F (%) | 18F (%) | 19F (%) | 18F (倍) | 19F (倍) | 18F (倍) | 19F (倍) | 18F (%) | 19F (%) | 18F (%) | 19F (%) |      |  |
| <b>港股</b>    |           |           |          |               |              |            |            |              |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |      |  |
| 中升控股         | 881 HK    | 43,253    | 19.04    | .....         | 21.0         | 10.2       | (12.3)     | 0.1          | 8.9     | 11.3    | 28.2    | 12.5    | 10.1    | 9.0     | 2.0     | 1.7     | 2.0     | 2.4     | 21.3    | 20.4    | 1.21 |  |
| 正通汽车         | 1728 HK   | 10,643    | 4.34     | .....         | 5.8          | 33.3       | (26.7)     | 0.2          | 13.2    | 24.6    | 18.0    | 14.0    | 6.2     | 5.0     | 0.7     | 0.6     | 4.1     | 5.3     | 12.8    | 13.8    | 1.40 |  |
| 永达汽车         | 3669 HK   | 10,955    | 5.96     | .....         | 7.1          | 19.9       | (31.7)     | 0.2          | -15.1   | 18.2    | 13.6    | 9.4     | 6.7     | 5.7     | 1.0     | 0.8     | 6.6     | 5.1     | 14.5    | 15.8    | 1.13 |  |
| 广汇宝信         | 1293 HK   | 7,377     | 2.60     | .....         | 2.8          | 7.7        | (18.1)     | 0.1          | -7.9    | 19.7    | 9.9     | 10.6    | 8.2     | 6.8     | 0.8     | 0.7     | 2.7     | 2.6     | 9.6     | 10.6    | 1.52 |  |
| 美东汽车         | 1268 HK   | 4,395     | 3.81     | .....         | 3.9          | 2.4        | 27.8       | 0.0          | 19.0    | 30.6    | 48.0    | 18.5    | 11.5    | 8.7     | 2.7     | 2.2     | 3.4     | 4.6     | 27.1    | 28.3    | 1.03 |  |
| 简单平均         |           |           |          |               |              | 14.7       | (14.3)     | 0.1          | 3.6     | 20.9    | 23.5    | 13.0    | 8.5     | 7.0     | 1.5     | 1.2     | 3.7     | 4.0     | 17.1    | 17.8    | 1.11 |  |
| 市值加权         |           |           |          |               |              | 14.1       | (15.6)     | 0.1          | 5.0     | 16.0    | 24.1    | 12.5    | 9.0     | 7.7     | 1.6     | 1.3     | 3.1     | 3.3     | 18.4    | 18.3    | 1.23 |  |
| 中位数          |           |           |          |               |              | 10.2       | (18.1)     | 0.1          | 8.9     | 19.7    | 18.0    | 12.5    | 8.2     | 6.8     | 1.0     | 0.8     | 3.4     | 4.6     | 14.5    | 15.8    | 1.13 |  |
| <b>A股</b>    |           |           |          |               |              |            |            |              |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |      |  |
| 广汇汽车         | 600297 CH | 48,735    | 5.10     | .....         | 5.5          | 7.5        | (30.6)     | 0.3          | -2.8    | 15.3    | 8.6     | 8.3     | 10.0    | 8.7     | 1.1     | 1.0     | 2.4     | 4.1     | 10.7    | 11.4    | 0.94 |  |
| 简单平均         |           |           |          |               |              | 7.5        | (31.8)     | 1.5          | -2.8    | 15.3    | 8.6     | 8.3     | 10.0    | 8.7     | 1.1     | 1.0     | 2.4     | 4.1     | 10.7    | 11.4    | 0.95 |  |
| 市值加权         |           |           |          |               |              | 7.5        | (31.1)     | 0.8          | -2.8    | 15.3    | 8.6     | 8.3     | 10.0    | 8.7     | 1.1     | 1.0     | 2.4     | 4.1     | 10.7    | 11.4    | 0.94 |  |
| 中位数          |           |           |          |               |              | 7.5        | (31.8)     | 1.5          | -2.8    | 15.3    | 8.6     | 8.3     | 10.0    | 8.7     | 1.1     | 1.0     | 2.4     | 4.1     | 10.7    | 11.4    | 0.95 |  |
| <b>全球</b>    |           |           |          |               |              |            |            |              |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |      |  |
| AutoNation公司 | ANUS      | 24,268    | 34.33    | .....         | 39.5         | 14.9       | (25.5)     | 1.0          | 18.4    | -5.9    | 0.0     | -0.1    | 7.7     | 8.1     | 1.1     | 1.0     | 0.0     | NA      | 15.6    | 12.9    | 0.75 |  |
| CarMax 股份有限  | KMXUS     | 83,950    | 62.88    | .....         | 78.4         | 24.7       | 5.2        | 1.0          | 36.8    | 9.5     | 7.2     | 6.3     | 13.9    | 12.7    | 3.1     | 2.6     | NA      | NA      | 23.6    | 22.7    | 0.89 |  |
| Copart 股份有限  | CPRT US   | 107,942   | 60.26    | .....         | 61.8         | 2.5        | 20.5       | 0.5          | 24.2    | 19.2    | 16.6    | 11.8    | 31.5    | 26.4    | 8.3     | 6.7     | 0.0     | NA      | 31.4    | 31.1    | 1.03 |  |
| Penske 汽车集团  | PAG US    | 28,570    | 43.26    | .....         | 57.6         | 33.1       | 4.8        | 0.6          | 24.6    | 4.9     | 7.2     | 2.8     | 8.1     | 7.7     | 1.4     | 1.2     | 3.3     | 3.6     | 18.8    | 17.6    | 0.87 |  |
| Lithia汽车股份   | LADUS     | 16,016    | 88.15    | .....         | 104.8        | 18.8       | (9.7)      | 1.1          | 19.6    | 4.1     | 17.9    | 3.9     | 8.8     | 8.5     | 1.7     | 1.5     | 1.3     | 1.3     | 23.3    | 21.3    | 0.72 |  |
| 第一汽车集团公      | GPI US    | 8,929     | 62.02    | .....         | 76.6         | 23.5       | 0.6        | 0.8          | 15.9    | 3.6     | -21.2   | 33.0    | 7.0     | 6.7     | 1.0     | 0.9     | 1.7     | 1.7     | 13.7    | 13.8    | 0.91 |  |
| 阿斯伯里汽车集      | ABG US    | 10,495    | 68.57    | .....         | 76.9         | 12.1       | 6.0        | 1.0          | 31.5    | 2.4     | 7.1     | 3.7     | 8.2     | 8.0     | 2.8     | 1.8     | 0.0     | NA      | 38.7    | 27.8    | 0.86 |  |
| 索尼克汽车公司      | SAH US    | 4,856     | 14.39    | .....         | 15.9         | 10.2       | (18.7)     | 0.5          | -2.7    | 1.4     | 1.4     | 0.1     | 8.1     | 8.0     | 0.7     | 0.7     | 1.7     | 2.8     | 6.4     | 8.8     | 0.87 |  |
| AutoCanada股份 | ACQC CN   | 1,760     | 10.94    | .....         | 15.4         | 40.4       | (48.9)     | 0.8          | -97.4   | -       | 2.3     | 2.6     | -       | 6.9     | 0.7     | 0.7     | 3.7     | 3.7     | -17.0   | 7.3     | 0.96 |  |
| 美国Car-Mart股  | CRMT US   | 4,417     | 83.90    | .....         | 99.0         | 18.0       | 67.8       | 1.3          | 103.3   | 20.8    | 15.8    | 0.7     | 14.5    | 12.0    | 2.3     | 1.9     | 0.0     | 0.0     | 18.0    | NA      | 0.83 |  |
| 简单平均         |           |           |          |               |              | 19.8       | 0.2        | 0.9          | 17.4    | 6.7     | 5.4     | 6.5     | 12.0    | 10.5    | 2.3     | 1.9     | 1.3     | 2.2     | 17.3    | 18.1    | 0.87 |  |
| 市值加权         |           |           |          |               |              | 15.4       | 7.6        | 0.8          | 27.2    | 10.7    | 9.8     | 7.8     | 18.6    | 16.2    | 4.5     | 3.6     | 0.7     | 2.5     | 25.0    | 24.0    | 0.92 |  |
| 中位数          |           |           |          |               |              | 18.4       | 2.7        | 0.9          | 21.9    | 4.1     | 7.1     | 3.2     | 8.2     | 8.1     | 1.6     | 1.3     | 1.3     | 2.2     | 18.4    | 17.6    | 0.87 |  |

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际, 数据截止日期 2019 年 3 月 27 日 港股收市

## 公司简介

美东汽车是一家豪华汽车品牌经销商，旗下经销品牌包括宝马、保时捷、雷克萨斯、丰田和现代。预计公司截至2019年底拥有门店59家，其中24家宝马、7家保时捷、12家雷克萨斯、13家丰田、1家现代，公司门店主要分布于广东、湖南、福建、江西。美东拥有强大的管理系统，助力公司实现精准有效的存货及营运效率管理。通过“单市单店”战略，公司目标抓住三四线城市的汽车消费升级实现快速增长。

### 图表 12：美东汽车(01268.HK)财务数据一览

| (百万人民币，年结12月31日) | FY17   | FY18   | FY19E   | FY20E   | FY21E   | (百万人民币，年结12月31日) | FY17   | FY18E  | FY19E  | FY20E  | FY20E  |
|------------------|--------|--------|---------|---------|---------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>合并利润表</b>     |        |        |         |         |         | <b>现金流量表</b>     |        |        |        |        |        |
| 收入               | 7,683  | 11,067 | 13,564  | 16,698  | 19,987  | 息税摊销前利润          | 490    | 625    | 813    | 1,023  | 1,253  |
| 同比               | 23%    | 44%    | 23%     | 23%     | 20%     | 流动资金变化           | -118   | 55     | -137   | 17     | -144   |
| 销售成本             | -6,863 | -9,994 | -12,178 | -14,937 | -17,828 | 其它调整             | -87    | -393   | -165   | -210   | -263   |
| 毛利               | 820    | 1,073  | 1,386   | 1,761   | 2,159   | 经营现金流            | 286    | 288    | 511    | 830    | 846    |
| 同比               | 42%    | 31%    | 29%     | 27%     | 23%     | 资本化开支            | -129   | -239   | -265   | -265   | -280   |
| 毛利率              | 10.7%  | 9.7%   | 10.2%   | 10.5%   | 10.8%   | 自由现金流            | 157    | 48     | 246    | 565    | 566    |
| 百分比变动            | 1.5%   | -1.0%  | 0.5%    | 0.3%    | 0.3%    | 投资现金流            | -86    | -208   | -250   | -250   | -265   |
| 销售费用             | -272   | -391   | -479    | -589    | -705    | 融资现金流            | -81    | 242    | 41     | -182   | -316   |
| 管理费用             | -230   | -313   | -390    | -484    | -573    | 回报率              |        |        |        |        |        |
| 费用率              |        |        |         |         |         | 平均资本回报率          | 28.7%  | 29.8%  | 30.7%  | 32.9%  | 34.3%  |
| 销售费用             | 3.5%   | 3.5%   | 3.5%    | 3.5%    | 3.5%    | 平均投入资本回报率        | 34.1%  | 35.7%  | 39.1%  | 42.9%  | 46.8%  |
| 管理费用             | 3.0%   | 2.8%   | 2.9%    | 2.9%    | 2.9%    | 平均资产回报率          | 12.2%  | 11.9%  | 12.2%  | 12.7%  | 13.4%  |
| 经营利润             | 416    | 524    | 697     | 890     | 1,106   | 运营能力             |        |        |        |        |        |
| 同比               | 72%    | 26%    | 33%     | 28%     | 24%     | 存货周转天数           | 31     | 28     | 30     | 30     | 30     |
| 经营利润率            | 5.4%   | 4.7%   | 5.1%    | 5.3%    | 5.5%    | 应收账款天数           | 26     | 24     | 26     | 26     | 26     |
| 百分比变动            | 1.5%   | -0.7%  | 0.4%    | 0.2%    | 0.2%    | 应付账款天数           | 51     | 47     | 51     | 51     | 51     |
| 净利润              | 276    | 363    | 463     | 591     | 742     | 现金周转天数           | 6      | 5      | 5      | 5      | 5      |
| 同比               | 81%    | 32%    | 28%     | 26%     | 26%     | 偿债能力             |        |        |        |        |        |
| 净利润率             | 3.6%   | 3.3%   | 3.4%    | 3.5%    | 3.7%    | 净资产负债率           | 0.7%   | -8.1%  | -3.9%  | -13.2% | -15.8% |
| 百分比变动            | 1.2%   | -0.3%  | 0.1%    | 0.1%    | 0.2%    | 流动比率             | 1.13   | 1.15   | 1.13   | 1.19   | 1.28   |
| 经调净利润            | 260    | 349    | 463     | 591     | 742     | 速动比率             | 105.7% | 124.8% | 110.2% | 132.3% | 150.0% |
| 同比               | 63%    | 34%    | 33%     | 28%     | 26%     | 利息覆盖率            | 6.78   | 8.29   | 7.39   | 7.83   | 8.77   |
| 经调净利润率           | 3.4%   | 3.2%   | 3.4%    | 3.5%    | 3.7%    | 估值比率             |        |        |        |        |        |
| 百分比变动            | 0.8%   | -0.2%  | 0.3%    | 0.1%    | 0.2%    | 市盈率              | 13.7 x | 10.4 x | 8.2 x  | 6.4 x  | 5.1 x  |
| 每股盈利 (RMB)       | 0.252  | 0.314  | 0.401   | 0.511   | 0.642   | 市净率              | 3.5 x  | 2.7 x  | 2.3 x  | 1.9 x  | 1.6 x  |
| 每股派息 (RMB)       | 0.123  | 0.126  | 0.181   | 0.231   | 0.290   | 市销率              | 0.5 x  | 0.3 x  | 0.3 x  | 0.2 x  | 0.2 x  |
| 资产负债表            |        |        |         |         |         | EV/EBITDA        | 7.5 x  | 5.9 x  | 4.5 x  | 3.6 x  | 2.9 x  |
| 现金、现金等价物         | 545    | 867    | 1,169   | 1,568   | 1,833   | 股息率              | 3.7%   | 3.8%   | 5.5%   | 7.0%   | 8.8%   |
| 存货               | 673    | 839    | 1,163   | 1,292   | 1,638   |                  |        |        |        |        |        |
| 应收账款             | 584    | 889    | 1,006   | 1,327   | 1,466   |                  |        |        |        |        |        |
| 其它流动资产           | 265    | 417    | 417     | 417     | 417     |                  |        |        |        |        |        |
| 流动资产             | 2,067  | 3,012  | 3,756   | 4,605   | 5,354   |                  |        |        |        |        |        |
| 物业厂房设备           | 681    | 858    | 1,032   | 1,167   | 1,303   |                  |        |        |        |        |        |
| 租赁预付款            | 98     | 118    | 100     | 106     | 112     |                  |        |        |        |        |        |
| 无形资产             | 10     | 69     | 63      | 53      | 45      |                  |        |        |        |        |        |
| 其它非流动资产          | 118    | 118    | 133     | 148     | 164     |                  |        |        |        |        |        |
| 非流动资产            | 907    | 1,162  | 1,327   | 1,475   | 1,624   |                  |        |        |        |        |        |
| 总资产              | 2,974  | 4,175  | 5,083   | 6,079   | 6,978   |                  |        |        |        |        |        |
| 应付账款             | 1,030  | 1,550  | 1,853   | 2,321   | 2,661   |                  |        |        |        |        |        |
| 短期借款             | 674    | 1,029  | 1,440   | 1,500   | 1,500   |                  |        |        |        |        |        |
| 其它流动负债           | 122    | 37     | 37      | 37      | 37      |                  |        |        |        |        |        |
| 流动负债             | 1,826  | 2,616  | 3,331   | 3,858   | 4,199   |                  |        |        |        |        |        |
| 长期借款             | 51     | 144    | 82      | 226     | 376     |                  |        |        |        |        |        |
| 其它非流动负债          | 3      | 15     | 15      | 15      | 15      |                  |        |        |        |        |        |
| 非流动负债            | 54     | 158    | 97      | 241     | 391     |                  |        |        |        |        |        |
| 股东权益             | 1,094  | 1,400  | 1,655   | 1,980   | 2,388   |                  |        |        |        |        |        |
| 净负债              | 7      | -112   | -64     | -259    | -374    |                  |        |        |        |        |        |
| 资本投入             | 1,101  | 1,288  | 1,591   | 1,721   | 2,014   |                  |        |        |        |        |        |

资料来源：公司资料，国泰君安国际

**投资咨询部 Investment Strategy**

|     |                 |                           |                |
|-----|-----------------|---------------------------|----------------|
| 李明权 | Eric Lee        | eric.lee@gtjas.com.hk     |                |
| 黄博  | Victor Bo Huang | victor.huang@gtjas.com.hk | (852) 25092621 |
| 王昕媛 | Kate Wang       | kate.wang@gtjas.com.hk    | (852) 25092623 |
| 阮家洛 | David Yuen      | david.yuen@gtjas.com.hk   | (852) 25092631 |
| 吴效宇 | Shawn Wu        | shawn.wu@gtjas.com.hk     | (852) 25095323 |
| 张雅涵 | Iris Zhang      | iris.zhang@gtjas.com.hk   | (852) 25095470 |
| 赖焯焯 | Yeye Lai        | yeye.lai@gtjas.com.hk     | (852) 25095375 |
| 曾新芜 | Xinyuan Zeng    | xinyuan.zeng@gtjas.com.hk | (852) 25095695 |
| 赵欣玥 | Sherry Zhao     | sherry.zhao@gtjas.com.hk  | (852) 25095443 |

**研究部 Research**

|     |           |                        |                  |
|-----|-----------|------------------------|------------------|
| 刘谷  | Grace Liu | liugu@gtjas.com        | (86755) 23976698 |
| 潘凌蕾 | Penny Pan | penny.pan@gtjas.com.hk | (852) 25092632   |

**私人客户销售 Private Client Sales**

|     |             |                         |     |           |                       |
|-----|-------------|-------------------------|-----|-----------|-----------------------|
| 李明权 | Eric Lee    | eric.lee@gtjas.com.hk   |     |           |                       |
| 戚竹娜 | Emmy Chik   | emmy.chik@gtjas.com.hk  | 吕鸿极 | Dick Lui  | dick.lui@gtjas.com.hk |
| 林达诚 | Donald Lam  | donald.lam@gtjas.com.hk |     |           |                       |
| 吕露  | Lv Lu       | lvlu@gtjas.com          | 王刚  | Wang Gang | wanggang101@gtjas.com |
| 吴洪健 | Wu Hongjian | wuhongjian@gtjas.com    | 沈悦  | Shen Yue  | shenyue@gtjas.com     |

**客户服务部 Customer Services**

|    |         |                  |     |        |                     |
|----|---------|------------------|-----|--------|---------------------|
| 杨曦 | Yang Xi | yangxi@gtjas.com | 虞琚斐 | Liz Yu | liz.yu@gtjas.com.hk |
| 郭琦 | Guo Qi  | guoqi@gtjas.com  |     |        |                     |

**理财业务 Financial Services**

|     |            |                         |
|-----|------------|-------------------------|
| 黄沛源 | Bryan Wong | bryan.wong@gtjas.com.hk |
|-----|------------|-------------------------|

**机构销售 Institutional Business**

|     |            |                         |
|-----|------------|-------------------------|
| 王冬青 | Donny Wong | donny.wong@gtjas.com.hk |
|-----|------------|-------------------------|

**期货业务 Futures Brokerage**

|     |             |                          |     |           |                        |
|-----|-------------|--------------------------|-----|-----------|------------------------|
| 陈家骅 | Calvin Chan | calvin.chan@gtjas.com.hk | 黎启雄 | Terry Lai | terry.lai@gtjas.com.hk |
| 吴雪雯 | Icy Ng      | icy.ng@gtjas.com.hk      |     |           |                        |

**外汇业务 FX Business**

|     |            |                         |
|-----|------------|-------------------------|
| 杨子峰 | Tony Yeung | tony.yeung@gtjas.com.hk |
|-----|------------|-------------------------|

**企业融资 Corporate Finance**

|     |              |                           |     |             |                          |
|-----|--------------|---------------------------|-----|-------------|--------------------------|
| 王冬青 | Donny Wong   | donny.wong@gtjas.com.hk   | 邱迪怡 | Deirdre Yau | deirdre.yau@gtjas.com.hk |
| 黄嘉贤 | Anthony Wong | anthony.wong@gtjas.com.hk | 罗广信 | Wilson Lo   | wilson.lo@gtjas.com.hk   |

**资本市场 Equity Capital Markets**

|     |                |                             |     |             |                          |
|-----|----------------|-----------------------------|-----|-------------|--------------------------|
| 王冬青 | Donny Wong     | donny.wong@gtjas.com.hk     | 陈丽娥 | Olivia Chan | olivia.chan@gtjas.com.hk |
| 张颖思 | Cecilia Cheung | cecilia.cheung@gtjas.com.hk |     |             |                          |

**固定收益 Fixed Income**

|     |             |                          |     |             |                          |
|-----|-------------|--------------------------|-----|-------------|--------------------------|
| 雷强  | Lei Qiang   | qiang.lei@gtjas.com.hk   | 陈怡吟 | Sophia Chen | sophia.chen@gtjas.com.hk |
| 蒋小燕 | Flora Jiang | flora.jiang@gtjas.com.hk |     |             |                          |

**资产管理 Asset Management**

|     |            |                         |     |               |                            |
|-----|------------|-------------------------|-----|---------------|----------------------------|
| 赵少洪 | Simon Chiu | simon.chiu@gtjas.com.hk | 潘继宗 | Franklin Poon | Franklin.poon@gtjas.com.hk |
| 郭睿  | Guo Rui    | guo.rui@gtjas.com.hk    | 叶英聪 | Yolanda Ye    | yolanda.ye@gtjas.com.hk    |
| 马凯  | Kyle Ma    | kyle.ma@gtjas.com.hk    |     |               |                            |

**利益披露事项**

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。
- (3) 除西安海天天(08227.HK)、佳兆业集团(01638.HK)、国泰君安国际(01788.HK)、甘肃银行(02139.HK)、滨海投资(02886.HK)、价值中国 A 股(03095.HK)、华夏港股通小型股(03157.HK)、南方 M S C I - R (CNY)(83149.HK)外, 国泰君安国际或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安国际或其集团在现在或过去 12 个月内有与本研究报告所评论的融信中国(03301.HK)、中国燃气(00384.HK)、协众国际控股(03663.HK)、当代置业(01107.HK)、中国建筑国际(03311.HK)、碧桂园(02007.HK)、中国移动(00941.HK)、兴业太阳能(00750.HK)、星美控股(00198.HK)、中银香港(02388.HK)、北京汽车-H 股(01958.HK)、中国奥园(03883.HK)、宝龙地产(01238.HK)、东江环保-H 股(00895.HK)、富力地产-H 股(02777.HK)、华南城(01668.HK)、天韵国际控股(06836.HK)、国美零售(00493.HK)、民生银行-H 股(01988.HK)存在投资银行业务的关系。

**免责声明**

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安国际”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安国际或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安国际的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安国际的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安国际集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安国际并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安国际或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2019 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有. 不得翻印

香港中环皇后大道中 181 号新纪元广场低座 27 楼

电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: [www.gtjai.com](http://www.gtjai.com)