

历史优势累积，潜能开始兑现

2018年10月9日

投资要点

- 周期趋稳，企业分化。**销售在降温，但按揭贷款利率趋于见顶，企业融资成本稳定，也有机会持续拿地。在此背景下，我们认为开发企业会出现新的分化，拥有存量优质资源，或拿地成本/资金成本/建安成本/品牌溢价领先的企业会进一步胜出。
- 一二级开发存量资源丰富。**公司一级开发硕果累累，其模式逐渐从早年在长沙、南京的土地增值额分成模式，演进到一二级联动综合开发的模式。盈利周期更长，经营内容却也更全面。公司二级土地资源丰厚，未结算资源权益面积约2000万平米，公司资源主要布局一二线城市，相对销售规模而言十分丰厚。
- 市场化机制锻造团队，城市运营能力巩固竞争优势。**公司激励颇为市场化，管理高效。长期的城市片区整体开发，不仅为公司累积了存量土地资源，也锻造了良好的业态打造能力和产业引入经验。“金茂”品牌，从写字楼到酒店，从住宅到商业，都颇具社会影响力。这既强化了公司产品溢价，也增强了地方对公司的信心。因此，公司持续获得一些成本相对合理的土地储备。
- 融资渠道有优势，资金成本合理。**2018年中期，公司经调整的净负债率66%，资金成本低于5%。凭借国资优势，优质储备和快速销售，公司资金优势和开发模式优势相互呼应，保障公司行业地位提升。
- 公司处于发展的快车道。**2018年前三季度，公司实现销售签约金额979亿元，同比增长159%，增速在业内领先。整体来看，2018年起是公司集中收获的阶段，货值充盈，潜在利润丰厚。与此同时，公司城市运营的项目也在不断落地，提升企业发展可持续性。
- 风险提示：**重点项目开发进度迟缓的风险；毛利率超预期下降的可能性；品牌受限价影响无法取得溢价回报的风险；2018年秋天之后市场下行速度加快，导致公司现金回流不畅的风险。
- 首次给予公司“买入”的投资评级。**我们在极为保守的假设之下，估计2018-2020年公司每年的核心归母净利润为54.8/64.8/69.5亿元，对应每股EPS为0.47/0.56/0.60元/股，公司NAV为7.67人民币元/股。公司在资金成本，拿地模式，品牌溢价方面都具备突出优势。结合相对估值和绝对估值，我们给予公司4.07港元/股的目标价，当前公司股价3.17港元/股。我们首次覆盖公司，给予“买入”的投资评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	27304	31075	47992	73600	101144
增长率 YoY%	53.6	13.8	54.4	53.4	37.4
净利润(百万元)	2536	3978	5623	6688	6957
增长率 YoY%	-16.7	56.9	41.4	18.9	4.0
核心净利润(百万元)	2069	3905	5479	6482	6945
增长率 YoY%	192.5	88.7	40.3	18.3	7.1
每股收益 EPS(元)	0.22	0.34	0.49	0.58	0.60
EPS(核心, 股东应占)(元)	0.18	0.34	0.47	0.56	0.60
毛利率%	37.4	32.3	34.8	28.3	25.6
净资产收益率 ROE%	8.0	12.1	14.4	14.7	13.3
PE	12.8	8.1	5.8	4.8	4.7
PB	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6

资料来源：中信证券量化投资分析系统 注：股价为2018年10月8日收盘价，除特别说明外，均为人民币



买入 (首次)

当前价：3.17 港元

目标价：4.07 港元

中信证券研究部

陈聪

电话：010-60838249

邮件：chencong@citics.com

执业证书编号：S1010510120047

张全国

电话：010-60838015

邮件：zhangquanguo@citics.com

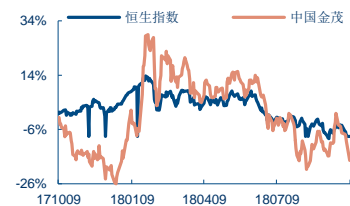
执业证书编号：S1010517050001

联系人：郭一辰

电话：010-60836751

邮件：guoyichen@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信证券量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	26202.57 点
总股本/港股流通股本	11,549.59/11,549.59 百万股
近12月最高/最低价	5.32 港元/3.05 港元
近1月绝对涨幅	-4.83%
近6月绝对涨幅	-20.6%
今年以来绝对涨幅	-0.98%
12个月日均成交额	159.98 百万港元

目录

公司简介	1
产业背景——周期趋稳，企业分化	2
一级+二级，公司的存量资源优势	4
一级开发硕果累累	4
从土地增值分成到综合开发获利——时间更长，也更全面	4
存量土地储备充足，可销售资源丰富	6
运营市场化，发展可持续	7
管理市场化，激励充分	7
依托城市运营能力，持续巩固低价资源储备	8
品牌溢价助力可持续发展	9
资金成本颇具优势	10
可能催化剂	11
销售和利润兑现的催化剂	11
资源拓展的催化剂	11
风险因素	12
重点项目开发进度迟缓的风险	12
毛利率超预期下降的可能性	12
品牌溢价无从获得的风险	12
盈利预测、估值和投资评级	12
公司盈利预测	12
绝对估值	13
相对估值	13

插图目录

图 1: 公司股权结构图	1
图 2: 公司营业收入和核心归母净利润	2
图 3: 公司合同销售额	2
图 4: 百城住宅类土地成交溢价率	2
图 5: 土地流拍率	2
图 6: 25 个城市按周统计二手销售均价变动	3
图 7: 25 个城市二手销售面积	3
图 8: 长沙项目土地出让面积	4
图 9: 长沙项目土地出让金额和平均楼面地价	4
图 10: 公司资源获取面积和销售面积对比	6
图 11: 全年可售资源区域分布	6
图 12: 2018 年 1-7 月新增土储成本和盈利能力测算	7
图 13: 2018 年 1-7 月新增土储权益货值	7
图 14: 公司产业运营理念	8
图 15: 长沙梅溪湖项目	8
图 16: 南京青龙山项目	8
图 17: 公司权益土地储备区域分布	9
图 18: 公司物业开发板块毛利率	9
图 19: 公司利息开支总额和未经调整净负债率	10
图 20: 公司债务期限结构	10
图 21: 公司地产项目单季度销售额	11
图 22: 公司单季度销售面积和销售均价	11
图 23: 公司城市运营模式	11
图 24: 公司地产开发销售额和结算金额预测	12
图 25: 公司地产项目销售均价预测	12

表格目录

表 1: 公司发展历程表	1
表 2: 重点公司加权融资成本走势	2
表 3: 2018 年下半年以来各地调控政策	3
表 4: 南京项目出让土地概况	4
表 5: 各地方政府约束土地一级开发文件	5
表 6: 公司在建和储备中城市运营项目	5
表 7: 温州瓯江口国际新城概况	6
表 8: 管理层增持公司股票详情	7
表 9: 公司部分项目相比周边二手房溢价明显	9
表 10: 物业租赁情况	9
表 11: 酒店经营情况	9
表 12: 主要开发企业资金成本比较	10
表 13: 公司 NAV 测算过程详情	13
表 14: 公司可比公司估值	13

公司简介

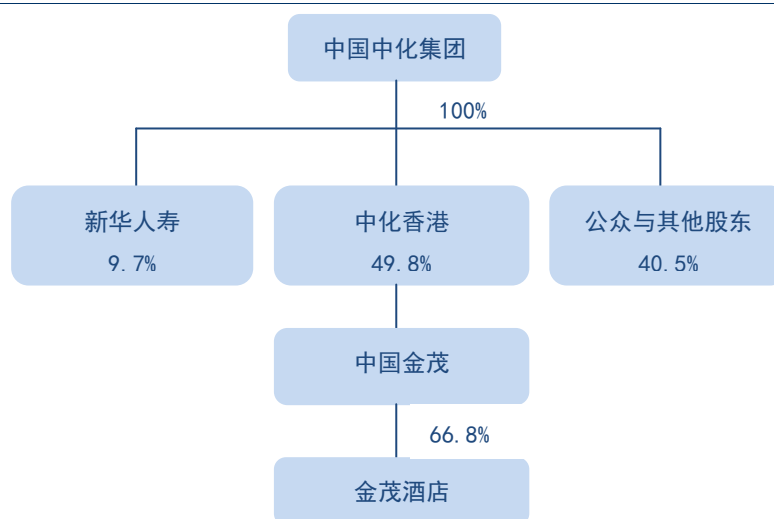
公司是中国中化旗下房地产和酒店业务运营平台，2007 年在香港上市。2018 年上半年末，第一大股东中化集团持有公司 49.8% 的股份，战略投资者新华人寿持有公司 9.7% 的股份。公司的主要业务有一级开发，二级开发和持有物业运营。由于公司一二级开发联动性较强，公司自身定位为“城市运营商”，将一二级统一为物业开发板块。而公司的酒店物业则大体通过金茂酒店经营。公司在 2018 年销售额已经确定超过 1000 亿元，且盈利能力较高，足以跻身准一线公司行列。

表 1：公司发展历程表

时间	事件
2004 年	中国金茂在香港成立。
2007 年	公司在联交所主板上市。
2011 年	公司与长沙市政府签署《长沙梅溪湖国际服务和科技创新城开发协议》，获取长沙梅溪湖片区一级开发权。
2015 年	公司完成向新华保险、GIC、华平、郭炳湘等四名投资人配售新股份暨引入战略投资者相关事宜。
2016 年	公司与麦格理资本合作成立私募基金平台金茂资本，并成为中国金茂的金融服务平台。
2017 年	在“中国金茂上市十周年庆典暨品牌焕新发布会”上，公司与青岛市北区政府签署《青岛市北区滨海片区项目战略合作协议》；与济南高新区管委会签署《济南高新东区创意岛项目战略合作协议》；与南宁市政府签署《泉州“芯谷”南安石井园区项目战略合作协议》；与温州市产业集聚区瓯江口管委会签署《温州瓯江口项目战略合作协议》；与武汉新港集团签署《武汉市新港投资项目战略合作协议》；与长沙月亮岛文旅新城有限公司签署《长沙月亮岛文旅新城项目战略合作协议》。
2018 年	公司与广东河源市签署战略合作协议；与温州瑞安市签署《瑞安市滨江产城融合项目合作开发框架协议》；与张家港高新区签署《张家港高新区产城融合项目合作开发框架协议》。

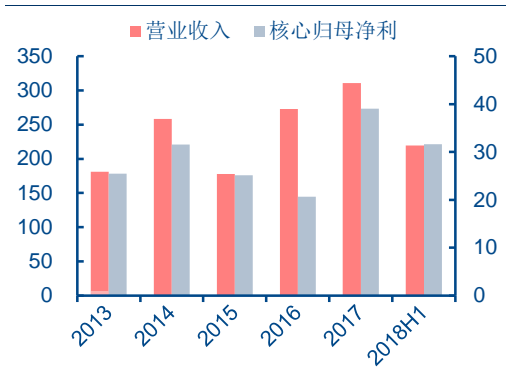
资料来源：公司官网

图 1：公司股权结构图



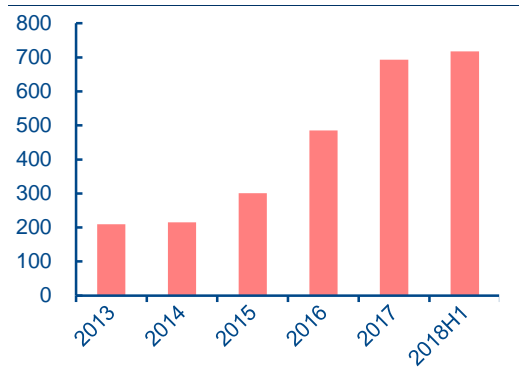
资料来源：公司中报业绩说明路演资料

图 2: 公司营业收入和核心归母净利润
(单位: 亿元)



资料来源: 公司公告

图 3: 公司合同销售额
(单位: 亿元)

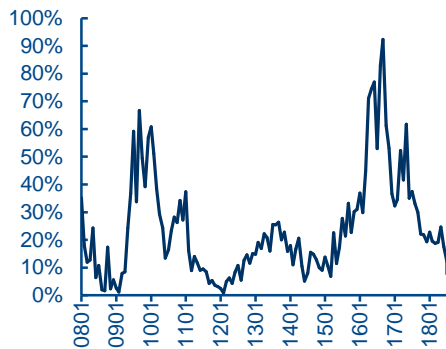


资料来源: 公司公告

产业背景——周期趋稳，企业分化

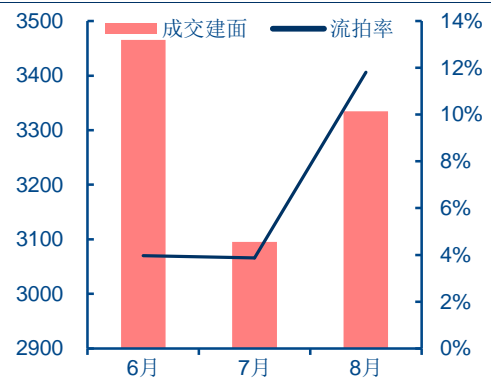
行业的周期波动在减弱。销售在降温，但按揭贷款利率趋于见顶。企业的融资成本经历了一段时间的上升，但未来预计稳定。土地市场降温，企业可以获得价格比较合理的土地。

图 4: 百城住宅类土地成交溢价率



资料来源: Wind

图 5: 土地流拍率



资料来源: 中国指数研究院

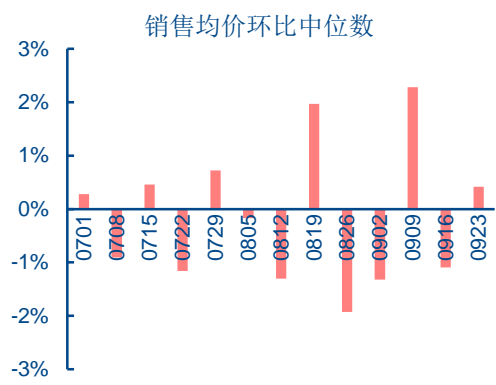
表 2: 重点公司加权融资成本走势

	龙头国企	混合所有制龙头	大民营企业	其他民营企业
境内公司债				
2017Q4	5.31%	-	6.58%	7.37%
2018Q1	5.62%	5.61%	5.60%	-
2018Q2	5.03%	5.84%	-	7.03%
2018Q3	-	4.55%	4.97%	7.86%
境内银行间市场				
2017Q4	5.40%	-	-	7.50%
2018Q1	5.45%	5.90%	-	-
2018Q2	5.05%	5.18%	-	7.90%
2018Q3	4.36%	4.62%	7.39%	7.50%
海外信用债				
2017Q4	-	3.98%	-	6.82%
2018Q1	-	5.53%	4.46%	8.38%

	龙头国企	混合所有制龙头	大民营企业	其他民营企业
2018Q2	4.50%	5.37%	6.96%	7.56%
2018Q3	-	-	6.50%	8.63%

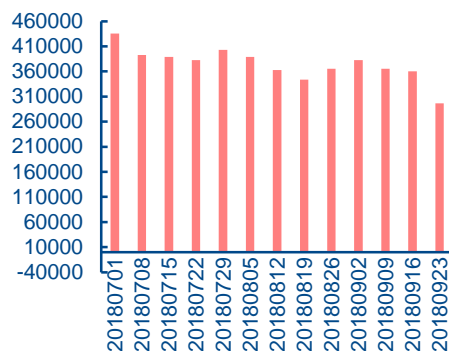
资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 6: 25 个城市按周统计二手销售均价变动



资料来源: RealData

图 7: 25 个城市二手销售面积 (单位: 平米)



资料来源: RealData

表 3: 2018 年下半年以来各地调控政策

日期	城市	具体政策
2018 年 7 月 1 日	昆明	暂停向在昆明市主城五区 (包括三个国家级开发区) 已经拥有 1 套及以上住房的非云南户籍人士销售新建商品房
2018 年 7 月 9 日	大理	销售价格管理、加大市场供给、保障房建设和打击房产违规销售
2018 年 7 月 10 日	宁德	中心城区新建商品住房均价在 2018 年 1 月份水平(8882 元/平方米)的基础上, 每年涨幅控制在 6% 以内, 普通高层住宅(毛坯)预售均价实行最高限价, 最高控制在 11000 元/平方米以内。
2018 年 7 月 23 日	湖南	长沙市继续严格执行限购等调控政策, 坚决遏制投资投机性住房需求, 确保房地产市场基本稳定。长沙以外其他州市和县市, 商品住宅库存去化周期低于 6 个月的, 要重点抓好控房价、防风险, 防止房价过快增长
2018 年 7 月 26 日	普洱	非本市户籍居民限购住房一套, 取得产权证之后两年才可交易
2018 年 7 月 31 日	深圳	对企业限购, 对商务公寓、个人限售, 抑制离婚炒房, 全面封堵投资投机。
2018 年 8 月 1 日	苏州	8 月 1 日之后办理房贷的客户, 若提前还贷, 将收取一定比例的违约金
2018 年 8 月 2 日	济南	整治重点主要包括四类行为, 即投机炒房、房地产“黑中介”、违法违规房地产开发企业和虚假房地产广告。
2018 年 8 月 6 日	沈阳	沈阳限购范围扩大至全市
2018 年 8 月 13 日	南京	暂停南京市范围内所有企事业单位以及其他机构销售商品住房
2018 年 8 月 20 日	利川	未经市人民政府批准, 不得向非本市户籍人口销售商品房和二手房
2018 年 8 月 20 日	黑龙江	集中整治房地产市场乱象 重点打击投机炒房行为和“黑中介”
2018 年 8 月 20 日	福清	对非福清市户籍居民购房执行限售政策。
2018 年 8 月 22 日	宜昌	夷陵区备案房价不得上涨, 主体建筑达到二分之一以上才能预售。
2018 年 8 月 23 日	四川	四川大部分地区二套房首付比例调整为 50%
2018 年 8 月 23 日	扬州	三套及以上住房的不能再买房
2018 年 8 月 24 日	郑州	严查违法预售问题, 未取得预售证不得开放售楼部
2018 年 8 月 27 日	海口	房企须 9 月 28 日前主动核实成本、重新申请备案价格
2018 年 8 月 28 日	呼和浩特	全面停止房地产去库存调控措施, 加大土地供应量
2018 年 8 月 30 日	三亚	房企应严格按照备案价格销售, 6 个月内不得调高销售价格。
2018 年 9 月 1 日	长沙	加快发展住房租赁市场, 正式进入租售并举阶段
2018 年 9 月 5 日	烟台	将开展房地产市场秩序整治活动

资料来源: 各地政府网站, 中信证券研究部

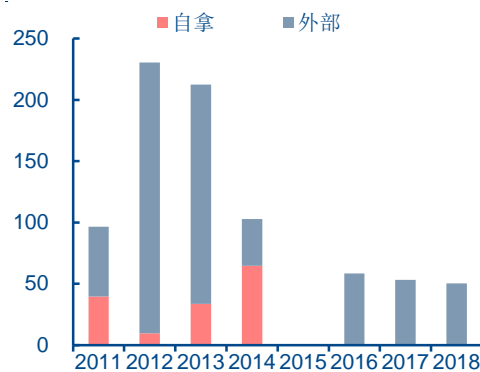
我们预计, 以此为背景, 开发企业也会出现新一轮的分化。具备优势的企业拥有优质存量资源, 或者拥有控制拿地成本、资金成本, 建安成本, 或者获得品牌溢价的能力。

一级+二级，公司的存量资源优势

一级开发硕果累累

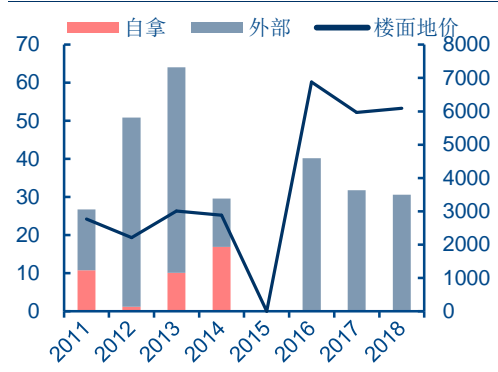
公司早年在长沙投入巨额资金开展一级开发，取得了丰硕成果。公司曾在公告中称：“（对于长沙梅溪湖项目而言），公司将于获得开发成本等返还的同时，于该项目范围内土地的增值总额中应由投资人分享的部分中获得 70% 作为开发收益”。长沙和南京项目属于历史形成的，有合同保障，优质的一级土地开发项目，公司得以分享土地出让收入扣除开发成本后增值额的一部分，从而享受土地市场的丰厚红利。

图 8：长沙项目土地出让面积
(单位：万平方米)



资料来源：长沙市国土资源局

图 9：长沙项目土地出让金额和平均楼面地价
(单位：亿元，元/平米)



资料来源：长沙市国土资源局

表 4：南京项目出让土地概况

自拿/外部	出让日期	网挂编号	容积率	宗地建筑面积 (m ²)	成交总额 (万元)	楼面价 (元/m ²)
外部	2015-8-28	NO.2015G32	2.60	128,556	138,500	10,774
自拿	2015-10-28	NO.2015G43	2.60	90,799	91,000	10,022
				219,355	229,500	10,462
外部	2016-6-14	NO.2016G18	2.70	122,712	239,000	19,476
外部	2016-6-14	NO.2016G19	2.60	64,746	113,000	17,453
外部	2016-7-8	NO.2016G22	2.70	186,415	351,000	18,829
				373,873	703,000	18,803
外部	2017-7-7	NO.2017G22	2.60	77,373	134,000	17,319
自拿	2017-10-31	NO.2017G61	2.50	82,980	122,000	14,702
外部	2017-10-31	NO.2017G62	2.50	102,527	148,000	14,435
自拿	2017-12-26	NO.2017G71	2.50	216,570	303,000	13,991
外部	2017-12-26	NO.2017G72	2.19	75,824	106,000	13,980
				555,275	813,000	14,641

资料来源：公司公告，房天下

到 2018 年中期，长沙梅溪湖一期归属上市公司的权益建筑面积 119.5 万平方米，梅溪湖地块 A66.3 万平方米，南京上坊项目 212.0 万平方米。我们相信，公司一级开发仍能在未来三年每年贡献 10 亿以上的净利润。

从土地增值分成到综合开发获利——时间更长，也更全面

由于政策环境的变迁，公司的城市运营盈利模式也会发生变迁。2016 年，四部委联合发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》，要求“推动土地收储政府采购工作。项目承接主体或供应商应当严格履行合同义务，按合同约定数额获取报酬，不得与土地

使用权出让收入挂钩，也不得以项目所涉及的土地名义融资或者变相融资。”为了推动快速供应土地，而出现的土地增值额大规模分成的时代基本告一段落（但法不追溯以往，存量资源价值仍在）。

表 5：各地方政府约束土地一级开发文件

地区	颁布年份	文件名称	具体表述
全国	2006 年	《国务院办公厅关于规范国有土地使用权出让收支管理的通知》	从 2007 年 1 月 1 日起，土地出让收支全额纳入地方基金预算管理。收入全部缴入地方国库，支出一律通过地方基金预算从土地出让收入中予以安排，实行彻底的“收支两条线”。
海南省	2006 年	《海南省人民政府关于规范企业参与土地成片开发的通知》	合理确定土地出让收入分成比例。主开发商按照规划要求出资进行基础设施建设形成建设用地条件后，由政府按照规定统一供应土地。土地出让收入扣除土地开发成本后余下的纯收益部分，按照市、县政府所得不得低于 30% 的比例，确定市、县政府与主开发商的分成比例。
四川省	2007 年	《四川省人民政府办公厅关于规范国有土地使用权出让收支管理的通知》	土地出让收入应及时足额缴入地方国库，纳入地方基金预算管理。任何地区、部门和单位都不得以“招商引资”、“旧城改造”、“国有企业改制”等各种名义减免土地出让收入，实行“零地价”，甚至“负地价”，或者以土地换项目、先征后返、补贴等形式变相减免土地出让收入。
重庆市	2007 年	《重庆市人民政府办公厅关于规范国有土地使用权出让收支管理的通知》	从 2007 年 1 月 1 日起，新公示和批准的出让地，其土地出让收入纳入政府基金预算，全额缴入国库。土地出让收入全额缴入国库，纳入地方政府基金预算管理，土地出让支出一律通过地方政府基金预算从土地出让收入中予以安排，实行彻底的“收支两条线”。
江西省	2007 年	《江西省人民政府办公厅贯彻国务院办公厅关于规范国有土地使用权出让收支管理的实施意见》	从 2007 年 1 月 1 日起，土地出让收入全部缴入地方国库，支出一律通过地方政府基金预算从土地出让收入中予以安排，实行彻底的“收支两条线”管理。
四川省	2011 年	《四川省关于进一步加强国有土地使用权出让收支管理的通知》	国有土地出让支出一律通过地方政府基金预算予以安排，实行彻底的“收支两条线”管理，企业不得以任何方式参与土地出让收益分成，凡政府与企业签订的土地出让收益分成的相关协议、合同立即终止。
重庆市	2011 年	《重庆市人民政府办公厅关于进一步规范土地储备管理的通知》	土地储备机构不得利用开发企业资金参与储备土地的开发整治。因特殊原因，经市国土部门和财政部门共同批准的也应严格控制借贷成本，严禁与社会单位约定储备土地的收益分成。
全国	2016 年	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》	推动土地收储政府采购工作。项目承接主体或供应商应当严格履行合同义务，按合同约定数额获取报酬，不得与土地使用权出让收入挂钩，也不得以项目所涉及的土地名义融资或者变相融资。
昆明市	2016 年	《关于印发昆明市社会资金参与土地一级开发整理项目的办法（修订）的通知》	社会投资人参与土地整理、征地、拆迁、安置、基础设施配套工程建设，其投入资金依照下述公式协商确定项目投资回报率。 项目投资回报率=8%*(1+征地拆迁安置资金量/（征地拆迁安置资金量+建设工程资金量）)
大连市	2016 年	《大连市人民政府办公厅关于规范土地一级开发整理政府购买服务工作的通知》	凡在中山区、西岗区、沙河口区、甘井子区（以下统称市内四区）行政区域范围内的土地一级开发整理，均可按照政府主导、企业参与、市场化运作模式，通过政府购买服务方式实施。

资料来源：各地方政府网站

公司的一级开发经验仍具备很高价值，一级开发业务以另一种当前更常见的模式，即一二级联动的方式助力公司发展。也就是说，利用公司较强的产业招商能力，和各地认可的城市运营水平，以一二级联动的方式进行成片开发，获得全产业链的收益。相对来说，这种模式所需要的时间可能更长，但这种一二级联动的模式，也能取得有效控制土地价格的结果。

表 6：公司在建和储备中城市运营项目

城市运营项目	规模
长沙梅溪湖国际服务和科技创新城	建筑面积 2208 万平米
南京青龙山国际生态新城	总占地面积约 3.92 平方公里，总建筑面积约 380 万平米
青岛中欧国际城	占地面积 2500 亩，建筑面积 400 万平米
温州瓯江口国际新城	开发范围将涵盖 3.36 平方公里
泉州“芯谷”南园园区	占地面积 3300 万平米
苏州张家港高新区产城	建筑面积 450 万平米
宁波奉化宁南新城	占地面积 3.65 平方公里
广州生命科学城	占地面积 5.5 平方公里
青岛即墨国际城	建筑面积 113 万平米

城市运营项目	规模
青岛西海岸新区创新科技城	建筑面积 367 万平米
三亚南繁科技城	占地面积 5000 亩
济南高新东区创意岛项目	占地面积 40.72 公顷, 总体量约 135 万平米
武汉市新港投合作项目	整体规划建筑面积 290 万平米
长沙项目	总体量约 243 万平米

资料来源: 公司公告

表 7: 温州瓯江口国际新城概况

项目名称	温州瓯江口国际新城
规模和位置	择址瓯江口产业集聚区核心地段, 东临状元器深水大港, 南近温州龙湾国际机场, 西邻温州经济技术开发区, 开发范围将涵盖 3.36 平方公里
权益土地储备	91 万平米
新城特点	2017 年 3 月 23 日, 温州瓯江口产业集聚区与中国金茂上海公司进行特色小镇综合开发战略合作签约。温州瓯江口产业集聚区管委会综合考虑区域整体开发进程和周边已建成项目的匹配性, 拟定一定区域作为瓯江口特色小镇开发项目(温州瓯江口城市 CBD), 以此再造海上新温州, 促进产城融合、温商回归。

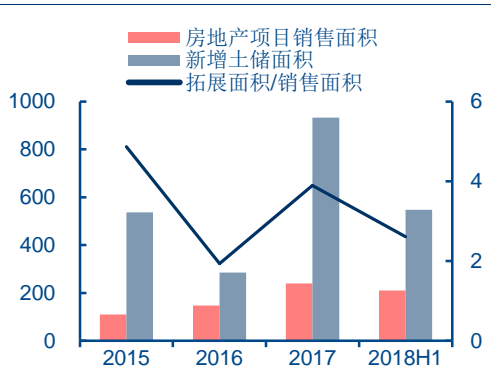
资料来源: 公司官网, 公司年报

存量土地储备充足, 可销售资源丰富

公司二级开发的土地资源十分丰富, 最近一段时间拿地也较为积极。截至 2018 年上半年, 公司房地产项目(包括持有物业和酒店)权益未结算项目资源建筑面积为 1969 万平米。预计 2018 年, 公司年销售面积 500 万平米左右, 由此可见公司存量土地资源可算十分丰富。2016 年、2017 年公司房地产销售面积分别为 147 万平米和 240 万平米, 同期公司新增资源储备面积分别为 285 万平米和 932 万平米(当然, 拓展土地的权益比有所降低)。

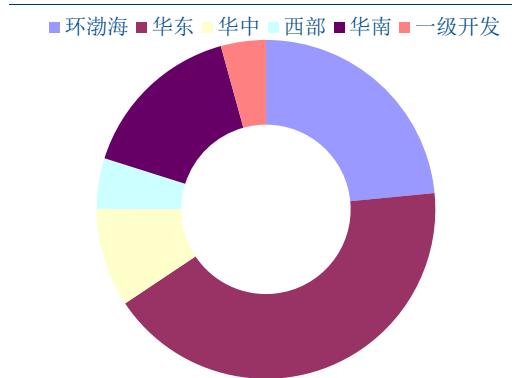
尽管这些资源的潜在盈利能力(如房价不上涨, 企业可能实现的项目毛利率水平)要明显低于当前公司的毛利率水平(暗示公司报表盈利能力可能下降, 尤其是在公司长沙等项目基本结束后), 但大量土地储备仍意味着公司销售回款有持续快速上升的潜力。

图 10: 公司资源获取面积和销售面积对比 (单位: 万平米)



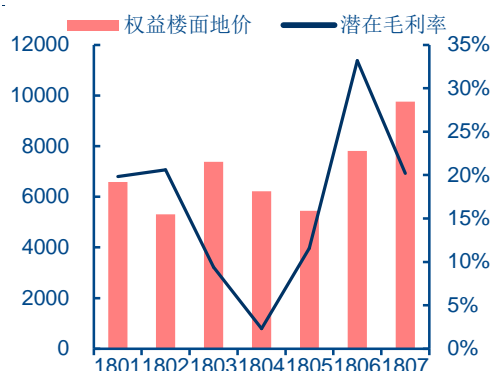
资料来源: 公司公告

图 11: 全年可售资源区域分布



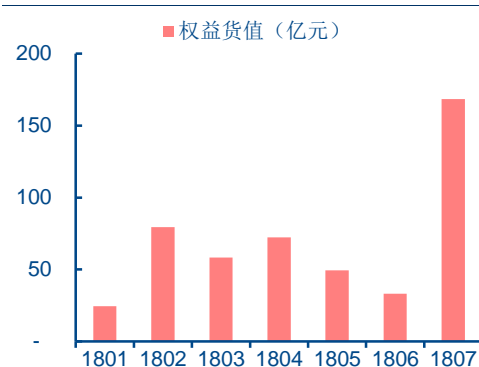
资料来源: 公司公告

图 12: 2018 年 1-7 月新增土储成本和盈利能力测算 (单位: 元/平方米)



资料来源: 公司公告、中信证券研究部测算

图 13: 2018 年 1-7 月新增土储权益货值 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、中信证券研究部测算

运营市场化，发展可持续

公司的核心竞争力并不是静态存量的土地，而是动态发展的能力。这种能力，主要扎根于公司高度市场化的管理和激励体系，体现为公司控制土地价格，资金成本，寻求产品溢价的能力。

管理市场化，激励充分

公司管理市场化程度较高，公司对高级管理人员和员工激励比较充分。

公司大股东中化集团官网披露，2015 年起，公司就进行了项目跟投试点，2017 年以来，公司优化项目跟投机制，将参与拿地的总部、区域及项目公司关键人员纳入强制跟投，在收益绑定的基础上，关注超额分享与风险共担，同时将跟投推广到所有新获取的项目。

2016 年 10 月 17 日，公司共授出 17235 万份股票期权，行权价格为 2.196 港元/股，因公司派发股利影响，调整后行权价格约为 1.724 港元/股。股票期权自授出日满两年后，即 2018 年 10 月 17 日起开始分批生效，生效日期分别为 2018 年、2019 年和 2020 年的 10 月 17 日，每次生效的数量为股票期权授予总数的三分之一，每次生效期限则分别为 5 年、4 年和 3 年。

自 2018 年 1 月 15 日以来，公司执行董事、管理层以自有资金购入公司共计 7700.8 万股股票，平均购买价格为 3.8838 港元。

表 8: 管理层增持公司股票详情

公告日期	平均购买价格 (港元)	增持股票数量 (万股)	总额 (亿港元)
2018 年 1 月 19 日	3.8079	3160.0	1.20
2018 年 1 月 22 日	3.8680	3998.8	1.55
2018 年 1 月 24 日	4.8500	280.0	0.14
2018 年 3 月 28 日	4.3946	100.0	0.04
2018 年 6 月 28 日	3.7686	162.0	0.06
总计	3.8838	7700.8	2.99

资料来源: 公司公告

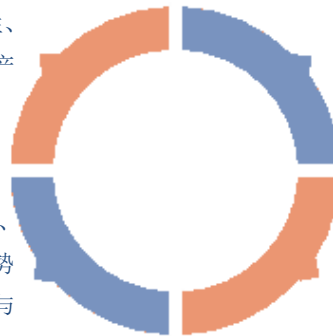
依托城市运营能力，持续巩固低价资源储备

公司开展城市片区整体开发，所积累的不仅是存量土地资源，更是有影响力的品牌，产业培育的经验，城市面貌更新改造的经验和地方的口碑。城市运营发展，包括前期规划、土地整备、招商引资、配套建设、房地产开发等一系列环节，有助于城市和产业的升级。公司城市运营业务起步较早，凭借雄厚的背景和较为市场化的考核，公司在产业招商，不同业态产品打造（酒店、商业、写字楼等）等多方面具备了行业竞争力。这种行业竞争里，有助于公司持续获得城市运营项目，从而有效避免热点城市土地价格过高的问题。

图 14：公司产业运营理念

规划驱动：发挥公司在规划方面的专业能力，以整体性、系统性、前瞻性、科学性的规划，实现功能多元化、产业高端化、城市国际化

城市升级：依托公司在住宅、酒店、商业、写字楼等领域积累的产品优势与品牌影响力，带动城市消费升级与城市功能升级



资本驱动：结合公司资金及信用优势，发挥金茂资本在拓展资金渠道、助力产业落地的作用，以资本撬动区域开发，实现以投引产

产业升级：重点发挥绿建公司在科技产业领域带动力，聚焦大文化、大健康、大科技三大产业，研究物流产业，通过产业合作和产业孵化，推动城市产业升级

资料来源：公司中报业绩说明路演材料，中信证券研究部

图 15：长沙梅溪湖项目



资料来源：公司宣传材料

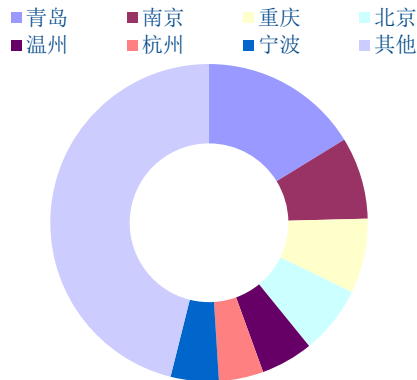
图 16：南京青龙山项目



资料来源：公司宣传材料

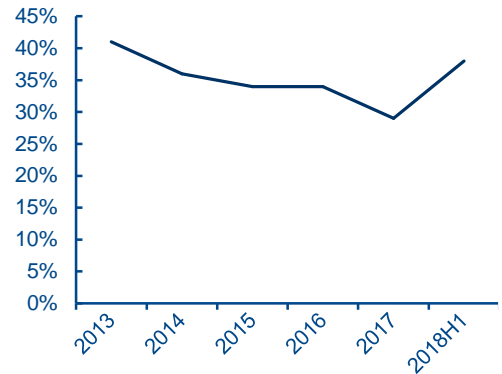
凭借这种能力，公司维持了比行业略高的毛利率水平。

图 17: 公司权益土地储备区域分布



资料来源: 公司公告

图 18: 公司物业开发板块毛利率



资料来源: 公司公告

品牌溢价助力可持续发展

“金茂”品牌在中国具备影响力。这种影响力一方面体现为消费者可能愿意为金茂的产品支付更高的价格（如没有限价限制），另一方面也体现为各地更愿意引入公司的产品，从而保证公司的土地成本有一定优势。这都有利于公司可持续发展。

表 9: 公司部分项目相比周边二手房溢价明显

小区	城市	定价情况	比较基准
亦庄·金茂悦	北京	目前在售户型为 132 平、150 平四室两厅两卫, 161 平三室两厅两卫。非毛坯售价约 68000 元/平米。	周边万科金域东郡 90 平左右三室两厅、三室一厅二手房, 价格约 59000 元/平米。
姚江金茂府	宁波	目前在售 175 平、178 平四室两厅三卫, 197 平、200 平、230 平五室两厅三卫, 价格约为 30000/平米。	附近世茂滨江府三居及四居二手房挂牌价为 21000-27000 元/平米。
珠江金茂府	广州	目前在售 112 平两居, 109-169 平三室两厅两卫, 171 平三室两厅三卫, 价格约为 52000 元/平米。	附近中海花湾一号两居、三居二手房挂牌价为 36000-48000 元/平米。

资料来源: 房天下

品牌溢价是来自多方面的。公司住宅品质高, 商业品牌更具影响力。金茂品牌在写字楼、酒店和商业方面的丰富经验和优质产品, 共同构成了公司完整的品牌, 尤其对于大多数渴望城市档次升级的地方而言, 颇具吸引力。

公司打造出金茂汇、览秀城、J.Life、金茂湾购物中心等知名商业综合体; 2018 年上半年写字楼出租率达到 97% 以上, 贡献租金收入约 7.05 亿元; 目前公司持有运营 10 家酒店。

表 10: 物业租赁情况

名称	可租面积 (平米)	收入 (百万元)	出租率
北京凯晨世贸中心	111313	334.2	100.0%
中化大厦	40465	52.0	98.7%
金茂大厦 (写字楼+商业)	123643	263.2	97.4%
南京国际 (写字楼+商业)	57423	31.7	98.4%
长沙研发	10882	5.6	100.0%
长沙览秀城	58348	12.8	97.2%
青岛金茂湾商业	20379	5.6	87.6%
总计	402074	705.1	

资料来源: 公司公告

表 11: 酒店经营情况

酒店名称	地点	房间数	收入 (百万元)	平均出租率	平均房价 (元)
上海金茂君悦大酒店	上海	555	233.8	87%	1,441
金茂三亚希尔顿大酒店	三亚	501	132.2	89%	1,259
金茂三亚丽思卡尔顿酒店	三亚	455	184.2	63%	2,496

酒店名称	地点	房间数	收入 (百万元)	平均出租率	平均房价 (元)
金茂北京威斯汀大饭店	北京	550	153	83%	1,206
金茂深圳 JW 万豪酒店	深圳	411	103.5	83%	1,091
南京威斯汀大酒店	南京	234	39.1	76%	744
崇明金茂凯悦酒店	上海	235	34.7	56%	732
中国金茂万丽酒店	北京	329	74.5	87%	913
丽江金茂酒店	丽江	401	34.3	38%	729
长沙精选酒店	长沙	310	47.7	48%	734
总计		3981	1,036.90		

资料来源: 公司公告

资金成本颇具优势

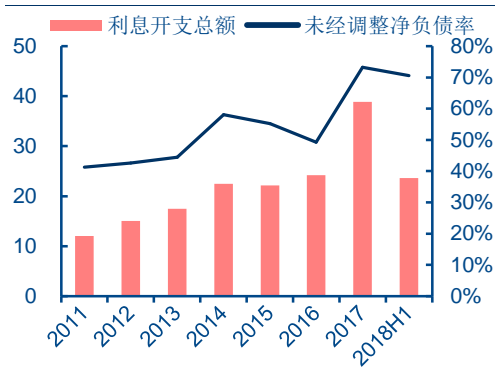
公司国企背景和平稳较快发展态势, 对公司信用有帮助。标普给予公司 **BBB-**的评级, 穆迪给予公司 **Baa3** 的评级, 惠誉给予公司 **BBB-**的评级, 评级展望均为稳定。2018 年中期, 公司的净负债率仍较 2017 年底有所下降, 经公司调整口径下的净负债率为 66% (权益总额和应付直接控股公司款项之和作为调整后资本), 未经调整口径下的净负债率为 71%。公司 2018 年上半年的综合资金成本不到 5%, 在行业里处于较低水平。计息银行贷款和其他借款总额约 800.6 亿元, 从期限结构看, 公司一年内到期债务为 223.15 亿元, 占债务总额的 28%, 公司短期还款压力不大。公司外币债务的占存量债务比重近 30%, 汇率波动可能带来一定的风险。

表 12: 主要开发企业资金成本比较

	2016	2017	2018H1
碧桂园	5.66%	5.22%	5.81%
龙湖地产	4.92%	4.50%	4.50%
融创中国	5.98%	6.24%	6.74%
招商蛇口	4.50%	4.80%	4.87%
保利地产	4.69%	4.82%	4.86%

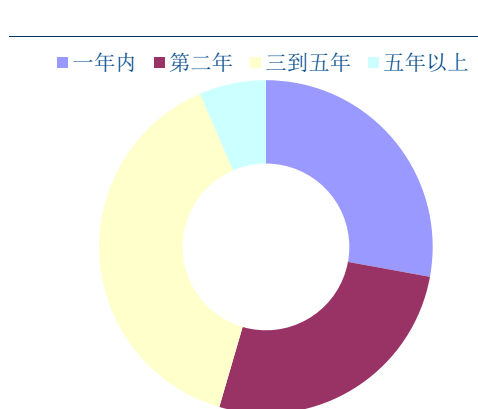
资料来源: 各公司年报、半年报

图 19: 公司利息开支总额和未经调整净负债率 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告

图 20: 公司债务期限结构



资料来源: 公司公告

总体来看, 我们认为公司的资金优势和公司的开发模式相互呼应。如果没有较低的资金成本, 公司大量持有物业就会造成资金链紧张; 如果没有公司较好的产品, 公司就没有超越行业的超额收益来源, 资金优势也就无从发挥。

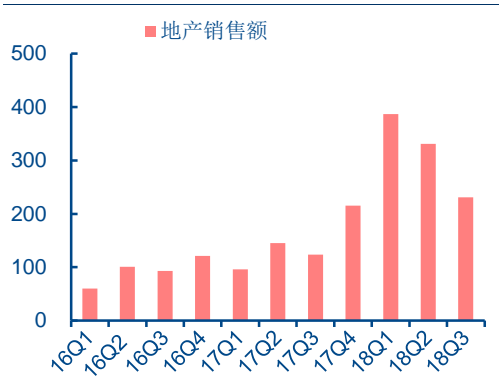
可能催化剂

销售和利润兑现的催化剂

2018 年前三季度，公司公告实现销售签约金额 978.9 亿元，算上近期销售，则公司已经迈入千亿大关。公司在 2018 年前三季度的销售额同比增速高达 159%，这在全部地产公司中都算是极为突出的增长。公司已经跻身行业准一流之列。

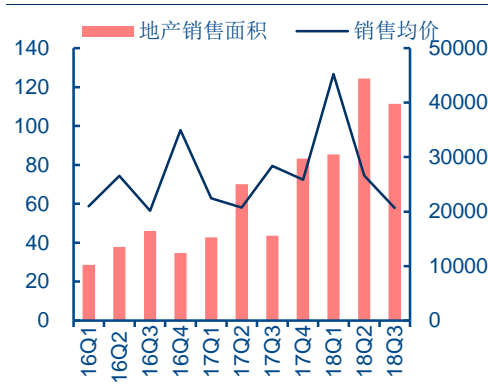
当然，公司销售的权益比有所下降，含金量未来可能也会下降，但销售的高速成长，足以保障公司业绩在 2017 年基础上不断上新的台阶。

图 21：公司地产项目单季度销售额
(单位：亿元)



资料来源：公司公告

图 22：公司单季度销售面积和销售均价
(单位：万平方米，元/平方米)



资料来源：公司公告

资源拓展的催化剂

除了热销是重要的催化剂，公司资源的持续拓展也可能成为催化剂。如果公司可以凭借城市运营的经验锁定一些低价的土地储备，就将为公司日后的持续成长奠定基础。

图 23：公司城市运营模式



资料来源：公司中报业绩说明路演材料

风险因素

重点项目开发进度迟缓的风险

一级开发的进度有不确定性。提升片区整体价值是一个漫长的过程，从区域规划到产业导入再到后期的建设开发往往需要几年的时间，公司可能存在项目时间进度不明确的风险。

毛利率超预期下降的可能性

我们认为，未来公司存量的优质项目越来越少，虽然销售迅猛增长，但毕竟毛利率可能出现下降。毛利率下降并不可怕，关键是公司未来能否有效补充一些优质土地储备，避免毛利率下降过快。

品牌溢价无从获得的风险

公司善于“打造好产品”，可是部分城市出台的限价政策，使得好产品和差产品之间无法透过价格来体现差异。这种竞争环境对于公司是不利的。

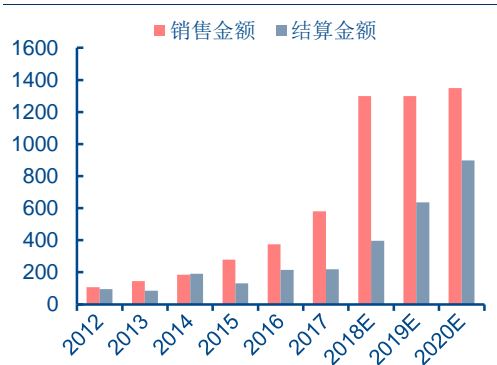
盈利预测、估值和投资评级

公司盈利预测

公司盈利预测的重要假设：

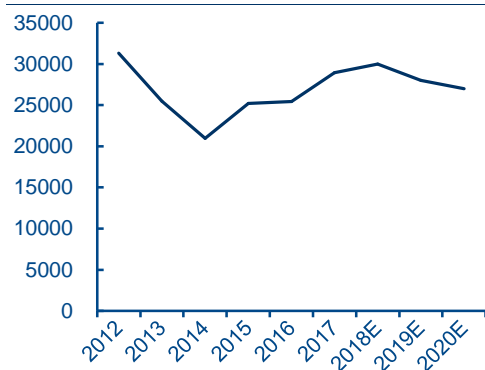
- 1、房地产市场在 2018 年下半年之后降温，公司 2018 年可以实现 1300 亿元的销售合同金额，但公司 2019 年/2020 年相比 2018 年并无明显增长（十分谨慎的假设，可能远低于公司自身的发展计划，公司可销售资源未来会迅速增长）。
- 2、各地房价维持基本稳定，个别低线城市房价有所下降，而公司开发项目销售均价未来会较 2018 年略有下降，而这种下降并非由于公司系统性降价，而是由于公司销售结构变动的原因。
- 3、公司新增一级开发项目无法实现土地增值额分成，一二级联动开发周期较长。
- 4、公司非地价成本得到一定幅度的控制，资金成本维持稳定。

图 24：公司地产开发销售额和结算金额预测
(单位：亿元)



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

图 25：公司地产项目销售均价预测
(单位：元/平方米)



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

基于以上假设,我们剔除公司评估增值等影响,预计公司 2018-2020 年归母核心盈利分别为 54.8 亿元、64.8 亿元和 69.5 亿元,对应每股 EPS (核心) 为 0.47/0.56/0.60 元/股。

绝对估值

我们测算,公司当前重估绝对价值为 886 亿元,NAV 合 7.67 元/股。我们给予公司 NAV50% 的折价,合港元 4.34 元/股。

表 13: 公司 NAV 测算过程详情

项目	数值	单位	来源和备注
公司未结算资源估计			
2018 年上半年末公司房地产开发项目权益未结资源面积	1837	万平方米	公司披露的房地产项目资源权益未结总建面-酒店权益未结建面-投资性物业权益未结总建面
2018 年上半年末公司南京和长沙梅溪湖一期, 确定性比较强的一级开发面积	331	万平方米	长沙梅溪湖二期的开发确定性并没有那么强, 因此此处不计入
公司单平米资源价值估算			
2017 年公司权益拿地楼面地价	5565	元/平方米	根据公司 2017 年披露汇总
2018 年 1-7 月公司权益拿地楼面地价	7227	元/平方米	根据公司 2018 年披露汇总
2018 年 1-9 月公司销售均价	30470	元/平方米	根据公司月报
2017 年新增权益资源当前销售均价	27220	元/平方米	根据公司披露和项目市场情况测算
2018 年新增权益资源当前销售均价	16250	元/平方米	根据公司披露和项目市场情况测算
公司整体货值销售均价估计	23000	元/平方米	兼顾不同因素, 合理估计
根据整体货值推算公司储备合理价值	7430	元/平方米	房价扣除合理利润和建安等成本测算
公司一级开发土地 2018 年出让均价	6095	元/平方米	根据土地出让公告汇总
推算公司一级开发土地储备合理价值	3657	元/平方米	成交楼面价扣除合理利润测算
公司资源储备的整体价值 (不计算建安)			
公司房地产二级项目资源储备整体价值	1365	亿元	
公司一级土地整体价值	121	亿元	一级土地合理价值
公司投资性物业重估价值	289	亿元	公司 2018 年半年报披露
金茂酒店总市值	92	亿港元	金茂投资市值
公司持有酒店合理价值	54	亿元	公司持有而金茂酒店未持有长沙精选酒店和南京威斯汀大酒店, 保守起见不考虑这两家酒店的影响, 仅以金茂酒店对应的股权比例计算
公司 2018 年上半年末公司负债扣除项目	943	亿元	公司 2018 年中报披露计息银行和其他借款+应付关联方款项+应付贸易账款及票据+其他应付款项和应计款项
NAV	886	亿元	开发类项目资源重估+一级土地资源重估+持有物业重估+持有酒店重估-公司净负债
股本	115.50	亿股	公司公告
每股 NAV	7.67	元/股	保守测算

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部测算

相对估值

我们参考行业其他一线和准一线公司的估值水平, 考虑到公司拿地模式, 融资成本具备优势。我们给予公司 2019 年 6 倍的 PE 水平, 即每股 3.81 港元的合理价值。

表 14: 公司可比公司估值

代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)				PE			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
0960.HK	龙湖集团	16.33	1.65	2.06	2.67	3.42	9.9	7.9	6.1	4.8
2007.HK	碧桂园	7.98	1.14	1.55	2.04	2.31	7.0	5.1	3.9	3.5
1030.HK	新城发展控股	3.97	0.52	0.92	1.25	1.49	7.6	4.3	3.2	2.7
000002.SZ	万科 A	22.05	2.54	3.10	3.62	4.05	8.7	7.1	6.1	5.4
600048.SH	保利地产	11.35	1.32	1.69	2.11	2.61	8.6	6.7	5.4	4.3
001979.SZ	招商蛇口	17.65	1.54	2.07	2.69	3.39	11.5	8.5	6.6	5.2
000961.SZ	中南建设	5.75	0.16	0.56	0.68	0.74	35.9	10.3	8.5	7.8
000069.SZ	华侨城	6.09	1.05	1.27	1.44	1.67	5.8	4.8	4.2	3.6
600340.SH	华夏幸福	24.01	2.97	4.03	5.09	6.24	8.1	6.0	4.7	3.8

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 公司股价为 2018 年 10 月 8 日收盘价, 保利地产盈利预测为市场一致预期

我们以两种估值方式，取平均数，得到公司的合理价值为每股 4.07 港元。公司当前股价为 3.17 港元/股，按照测算，股价距离公司合理价值有近 30% 的空间。我们首次覆盖公司，给予“买入”的投资评级。

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	27,304	31,075	47,992	73,600	101,144
营业成本	17,099	21,034	31,295	52,782	75,288
毛利率	37.37%	32.31%	34.79%	28.29%	25.56%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	805	977	1,493	2,208	3,034
营业费用率	2.95%	3.15%	3.11%	3.00%	3.00%
管理费用	1,562	2,143	3,119	4,563	6,170
管理费用率	5.72%	6.90%	6.50%	6.20%	6.10%
财务费用	729	1,692	1,873	2,190	2,967
财务费用率	2.67%	5.45%	3.90%	2.98%	2.93%
投资收益	-72	63	76	113	193
营业利润	8,291	8,825	11,767	13,006	14,499
营业利润率	30.36%	28.40%	24.52%	17.67%	14.34%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	8,291	8,825	11,767	13,006	14,499
所得税	3,717	3,675	4,471	3,902	4,350
所得税率	44.83%	41.64%	38.00%	30.00%	30.00%
少数股东损益	2,038	1,172	1,673	2,416	3,192
归属于母公司股东的净利润	2,536	3,978	5,623	6,688	6,957
净利率	9.29%	12.80%	11.72%	9.09%	6.88%
每股收益(元)(摊薄)	0.22	0.34	0.49	0.58	0.60
归属于母公司股东核心盈利	2,069	3,905	5,479	6,482	6,945
核心盈利利润率	7.58%	12.57%	11.42%	8.81%	6.87%
每股核心盈利(元)(摊薄)	0.18	0.34	0.47	0.56	0.60

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,536	3,978	5,623	6,688	6,957
少数股东损益	2,038	1,172	1,673	2,416	3,192
折旧和摊销	346	370	308	308	308
营运资金变动	2,344	-7,995	-13,942	-16,177	-31,162
其他	-8,403	-22,218	2,974	2,477	3,332
经营现金流	-1,139	-24,693	-3,364	-4,288	-17,372
资本支出	-523	-376	-420	-420	-420
投资收益	-72	63	76	113	193
资产变卖	822	45	433	239	336
其他	-540	-15,251	-4,070	-3,651	-4,535
投资现金流	-314	-15,519	-3,981	-3,719	-4,426
发行股票	0	11	2,650	0	0
负债变化	6,266	22,141	15,759	11,747	27,225
股息支出	-851	-2,299	-2,249	-2,675	-2,783
其他	3,036	21,786	-1,825	508	-269
融资现金流	8,451	41,638	14,335	9,579	24,173
现金净增加额	6,998	1,426	6,989	1,573	2,375

资料来源：中信证券量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	18,046	19,407	26,396	27,968	30,343
存货	101	78	469	528	753
应收账款	6,446	920	16,797	16,192	32,366
其他流动资产	61,690	96,874	148,141	195,741	234,554
流动资产	86,283	117,278	191,803	240,429	298,016
固定资产	10,812	10,839	10,551	10,263	9,975
长期股权投资	5,376	6,838	9,117	11,347	13,337
无形资产	29	31	31	31	31
其他长期资产	64,404	87,059	89,236	91,145	94,070
非流动资产	80,621	104,767	108,935	112,786	117,413
资产总计	166,904	222,044	300,738	353,215	415,430
短期借款	12,944	27,827	39,324	42,632	61,844
应付账款	10,831	9,163	6,259	9,501	11,293
其他流动负债	47,608	70,084	126,505	154,140	176,398
流动负债	71,382	107,074	172,088	206,272	249,535
长期负债	34,981	43,505	47,767	56,206	64,218
其他长期负债	4,797	5,022	6,696	7,423	8,298
非流动性负债	39,778	48,527	54,463	63,629	72,516
负债合计	111,160	155,601	226,550	269,901	322,051
股本	17,692	17,702	20,352	20,352	20,352
资本公积	11,296	15,150	17,847	20,545	23,242
股东权益合计	55,744	66,444	74,188	83,314	93,378
少数股东权益	24,118	33,592	35,264	37,680	40,873
负债股东权益总计	166,904	222,044	300,738	353,215	415,430

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
营业收入	53.6	13.8	54.4	53.4	37.4
营业利润	29.4	6.4	33.3	10.5	11.5
净利润	-16.7	56.9	41.4	18.9	4.0
利润率 (%)					
毛利率	37.4	32.3	34.8	28.3	25.6
EBIT Margin	28.7	22.3	25.2	19.1	16.5
EBITDA Margin	30.0	23.5	25.8	19.5	16.8
净利率	9.3	12.8	11.7	9.1	6.9
回报率 (%)					
净资产收益率	8.0	12.1	14.4	14.7	13.3
总资产收益率	1.8	2.4	2.5	2.3	2.0
其他 (%)					
资产负债率	66.6	70.1	75.3	76.4	77.5
所得税率	44.8	41.6	38.0	30.0	30.0
股利支付率	33.6	57.8	40.0	40.0	40.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。