



海螺水泥

控股西部水泥，兼并收购再下一城

公司动态

公司近况

海螺水泥公告拟向西部水泥 (2233.HK) 出售本公司持有的陕西四家水泥公司 100% 股权，转让价款约 45.94 亿港元，换取西部水泥以 1.35 港元/股价格向公司发行的约 34.03 亿股新股，完成后海螺持有西部水泥股权比例将超过 50%。在本次交易交割发生前，公司将以 1.69 港元/股价格向西部水泥公众股东持有的 20.7 亿股发出无条件现金要约收购，亦对西部水泥现有期权发出要约。

评论

控股西部水泥，兼并收购再下一城。截至目前公司持有西部水泥 21.2% 股权，本次交易完成后持股比例将上升到 51.57%，海螺成为西部水泥控股股东。本次交易对价 45.95 亿港元，对应海螺出售水泥资产的产能约为 1,040 万吨，换取西部水泥发行之股份对应的权益产能亦为 1,040 万吨（西部水泥总产能 2,700 万吨，发行股份占发行后总股份比例为 38.6%），吨水泥产能收购成本 366 元，已接近海螺生产线的投资成本。尽管西部水泥本次发行价格低于前次交易，但海螺亦发出有条件的要约收购，若本次交易完成西部水泥小股东仍可以 1.69 港元/股的价格行权，该价格对应收购完成后的 EV/t 为 342 元/吨，略低于重置成本，但高于当前股价对应的 EV/t (332 元/吨)，且接近过去一年最高价，提高了方案在股东大会上获得通过的可能性。

陕西市场完成整合，未来协同效应值得期待。若本次交易完成后，海螺在陕西市场控制的市场份额将提高到 47%，前三大企业占比超过 80%，陕西市场整合接近完成。以海螺整合湖南和江西市场后该区域的表现为例，今年旺季涨价幅度分别超过 40 元/吨和 60 元/吨，好于华东地区平均 25 元/吨的水平，陕西市场当前水泥价格和吨毛利较低（西部水泥上半年价格 208 元/吨，吨毛利 27 元），未来受一带一路推动，叠加协同效应，价格的提振值得期待。

去产能时期，海螺将长期受益兼并收购和集中度提升。在行业需求见顶回落后，去产能进入加速期，市场倒逼过剩产能退出，给低负债的龙头公司提供了低成本收购扩张的机会，海螺水泥将持续受益国内水泥行业去产能时期兼并收购带来的外延扩张机会。

估值建议

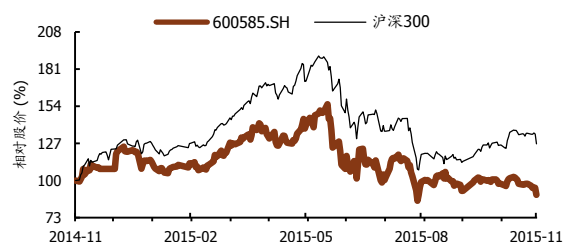
当前股价下，海螺 A/H 对应 2016 年的 P/E 为 13.7/14.7x，对应 2016 年的 P/B 为 1.2x，离历史底部 1.0x 已经不远，EV/t 仅 330 元，低于其自身的重置成本（350~400 元/吨），估值具备安全边际。维持 A/H 目标价 22.5 元和 30 港元，维持“推荐”评级。

风险

固定资产投资大幅下滑，行业去产能慢于预期。

维持推荐

股票代码	600585.SH	00914.HK
评级	推荐	推荐
最新收盘价	人民币 16.30	港币 21.00
目标价	人民币 22.50	港币 30.00
52 周最高价/最低价	人民币 28.75~15.30	港币 34.15~20.30
总市值(亿)	人民币 877	港币 1,063
30 日日均成交额(百万)	人民币 492.66	港币 209.32
发行股数(百万)	5,299	5,299
其中：自由流通股(%)	29	22
30 日日均成交量(百万股)	27.65	9.14
主营行业		建材



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	55,262	60,759	53,422	53,631
增速	20.7%	9.9%	-12.1%	0.4%
归属母公司净利润	9,380	10,993	7,928	6,325
增速	48.7%	17.2%	-27.9%	-20.2%
每股净利润	1.77	2.07	1.50	1.19
每股净资产	10.59	12.50	13.34	14.09
每股股利	0.35	0.65	0.45	0.36
每股经营现金流	2.87	3.33	1.70	2.01
市盈率	9.2	7.9	10.9	13.7
市净率	1.5	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	6.1	5.2	8.1	8.9
股息收益率	2.1%	4.0%	2.8%	2.2%
平均总资产收益率	10.4%	11.3%	7.4%	5.4%
平均净资产收益率	17.9%	18.0%	11.6%	8.7%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

柴伟

分析师

wei.chai@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080513110003

SFC CE Ref: BDI856

陈彦

分析师

yan3.chen@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080515060002

SFC CE Ref: ALZ159



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	55,262	60,759	53,422	53,631	营业收入	20.7%	9.9%	-12.1%	0.4%
营业成本	37,018	40,264	38,738	39,390	营业利润	69.8%	16.2%	-45.1%	-8.6%
营业税金及附加	297	340	300	300	EBITDA	45.7%	11.7%	-31.3%	-0.5%
营业费用	2,685	2,937	3,098	3,164	净利润	48.7%	17.2%	-27.9%	-20.2%
管理费用	2,396	2,680	2,992	3,111	盈利能力				
财务费用	969	714	711	737	毛利率	33.0%	33.7%	27.5%	26.6%
其他	0	0	0	0	营业利润率	21.5%	22.8%	14.2%	12.9%
营业利润	11,898	13,823	7,582	6,929	EBITDA 利润率	29.7%	30.2%	23.6%	23.4%
营业外收支	733	1,060	3,200	1,530	净利率	17.0%	18.1%	14.8%	11.8%
利润总额	12,631	14,883	10,782	8,459	偿债能力				
所得税	2,820	3,295	2,803	2,030	流动比率	1.69	1.74	1.55	1.27
少数股东损益	431	595	51	103	速动比率	1.44	1.44	1.22	0.97
归属母公司净利润	9,380	10,993	7,928	6,325	现金比率	0.77	0.98	0.76	0.57
EBITDA	16,440	18,364	12,625	12,556	资产负债率	36.9%	31.9%	33.4%	36.5%
资产负债表					净债务资本比率	19.5%	8.7%	18.2%	28.6%
货币资金	11,256	14,152	12,125	11,399	回报率分析				
应收账款及票据	7,545	4,242	4,830	5,583	总资产收益率	10.4%	11.3%	7.4%	5.4%
预付款项	727	534	637	648	净资产收益率	17.9%	18.0%	11.6%	8.7%
存货	3,693	4,376	5,307	5,935	每股指标				
其他流动资产	1,404	1,794	1,731	1,733	每股净利润 (元)	1.77	2.07	1.50	1.19
流动资产合计	24,624	25,097	24,630	25,298	每股净资产 (元)	10.59	12.50	13.34	14.09
固定资产及在建工程	56,629	62,643	71,571	81,967	每股股利 (元)	0.35	0.65	0.45	0.36
无形资产及其他长期资产	11,841	14,513	15,156	15,870	每股经营现金流 (元)	2.87	3.33	1.70	2.01
非流动资产合计	68,470	77,156	86,727	97,836	估值分析				
资产合计	93,094	102,253	111,357	123,135	市盈率	9.2	7.9	10.9	13.7
短期借款	2,984	2,329	4,329	8,329	市净率	1.5	1.3	1.2	1.2
应付账款及票据	3,852	4,025	3,872	3,777	EV/EBITDA	6.1	5.2	8.1	8.9
其他流动负债	7,709	8,043	7,668	7,776	股息收益率	2.1%	4.0%	2.8%	2.2%
流动负债合计	14,545	14,397	15,870	19,882					
应付长期债券	19,207	17,587	20,684	24,399					
非流动负债合计	19,784	18,245	21,341	25,057					
负债合计	34,329	32,642	37,211	44,939					
股东权益合计	56,118	66,217	70,700	74,647					
少数股东权益	2,647	3,395	3,446	3,549					
负债及股东权益合计	93,094	102,253	111,357	123,135					
现金流量表									
净利润	9,380	10,993	7,928	6,325					
折旧和摊销	3,573	3,827	4,331	4,890					
营运资本变动	1,272	2,731	2,086	1,383					
其他	974	104	-5,310	-1,925					
经营活动现金流	15,199	17,654	9,035	10,673					
投资活动现金流入	725	9,713	1,900	0					
投资活动现金流出	13,202	14,564	13,902	16,000					
投资活动现金流	-12,476	-4,851	-12,002	-16,000					
股权融资	164	90	0	0					
银行借款	3,019	1,041	5,097	7,716					
其他	-7,472	-7,918	-4,156	-3,116					
筹资活动现金流	-4,289	-6,786	941	4,600					
汇率变动对现金的影响	-25	-25	0	0					
现金净增加额	-1,592	5,993	-2,026	-726					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

海螺水泥是安徽省国有大型水泥及商品熟料生产销售企业,是国资混合所有制和管理层持股的优秀典范,A/H 股分别于 2002 年和 1997 年上市。公司拥有水泥产能 2.3 亿吨,是国内产能规模第二大、利润最高、成本最低的上市水泥企业,亦是全球最大单一品牌水泥供应商;市场全国布局,其中华东、华中和华南占比 80%,尤其在华东地区具有较强市场控制力。公司是国内水泥行业最具潜力的并购整合者之一,并已开启国际化的步伐。



图表 1：本次交易海螺拟转让资产情况

	凤凰山公司	金陵河公司	乾县海螺	千阳海螺	合计
主营业务	水泥产品的生产与销售	水泥产品的生产与销售	水泥产品的生产与销售	水泥产品的生产与销售	
注册地点	宝鸡市岐山县	宝鸡市陈仓区	咸阳市乾县	宝鸡市千阳县	
熟料产能（吨/日）	4,500	4,500	4,500	4,500	
水泥产能（万吨/年）	380	220	220	220	
截至 2015.06.30 财务指标（万元）					
资产总额	99,033	51,531	94,303	85,607	330,474
负债总额	120,998	47,896	73,570	57,397	299,861
净资产	(21,965)	3,635	20,733	28,210	30,613
营业收入	14,158	11,459	10,690	14,398	50,705
净利润	(525)	380	230	980	1,065
扣除非经常性损益后的净利润	(637)	538	159	954	1,014

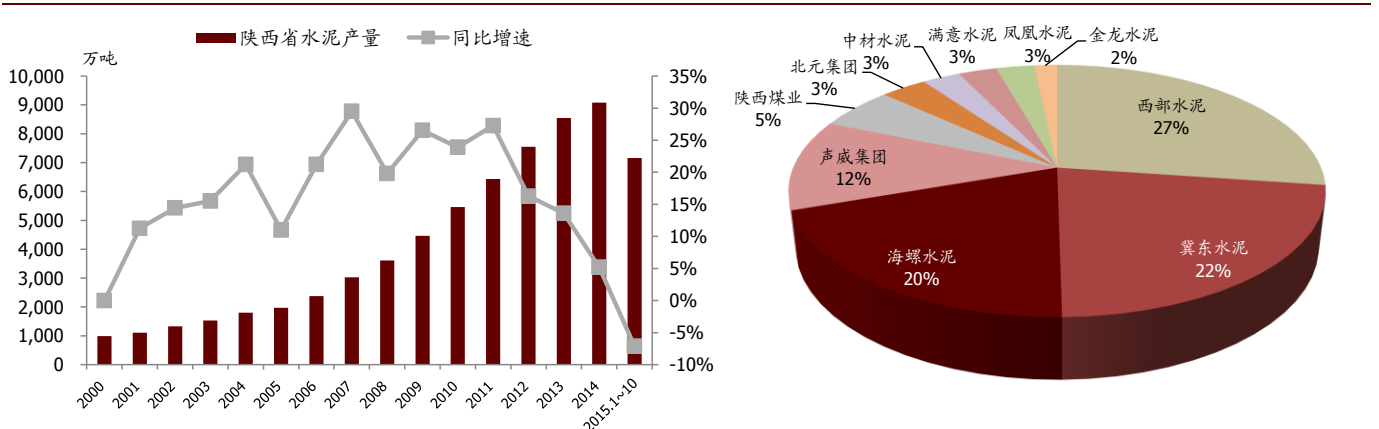
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：本次交易前后西部水泥股东持股比例变化

	转让前		转让后	
	持股数量(股)	持股比例(%)	持股数量(股)	持股比例(%)
海螺水泥	1,147,565,970	21.17%	4,550,441,970	51.57%
盈亚投资	1,756,469,900	32.40%	1,756,469,900	19.91%
公众持股	2,516,771,950	46.43%	2,516,771,950	28.52%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 3：陕西市场水泥产量走势和市场竞争格局



资料来源：国家统计局，数字水泥网，中金公司研究部

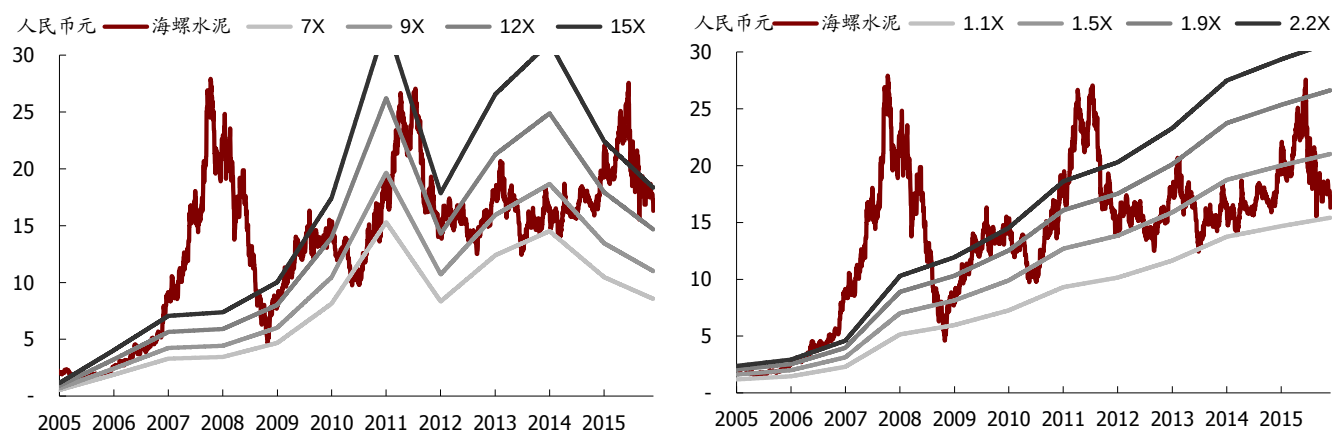
图表 4：海螺水泥盈利预测主要假设

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
水泥熟料销量(万吨)	13,700	15,800	18,700	22,800	24,900	26,135	26,923
+/- %	15.7%	15.3%	18.4%	21.9%	9.2%	5.0%	3.0%
平均价格（元/吨）	248	305	241	238	236	198	192
+/- %	19.1%	22.7%	-20.9%	-1.4%	-0.5%	-16.2%	-3.0%
单位成本（元/吨）	168	182	174	158	155	143	140
+/- %	13.0%	8.6%	-4.9%	-8.8%	-2.0%	-7.9%	-1.7%
吨水泥毛利（元/吨）	80	122	67	79	81	55	52
+/- %	34%	52%	-45%	18%	2%	-32%	-6%
毛利率(%)	32%	40%	28%	33%	34%	28%	27%
吨三费（元/吨）	24	27	29	27	25	26	26
吨水泥净利（元/吨）	45	73	34	41	44	30	23

资料来源：公司资料，中金公司研究部

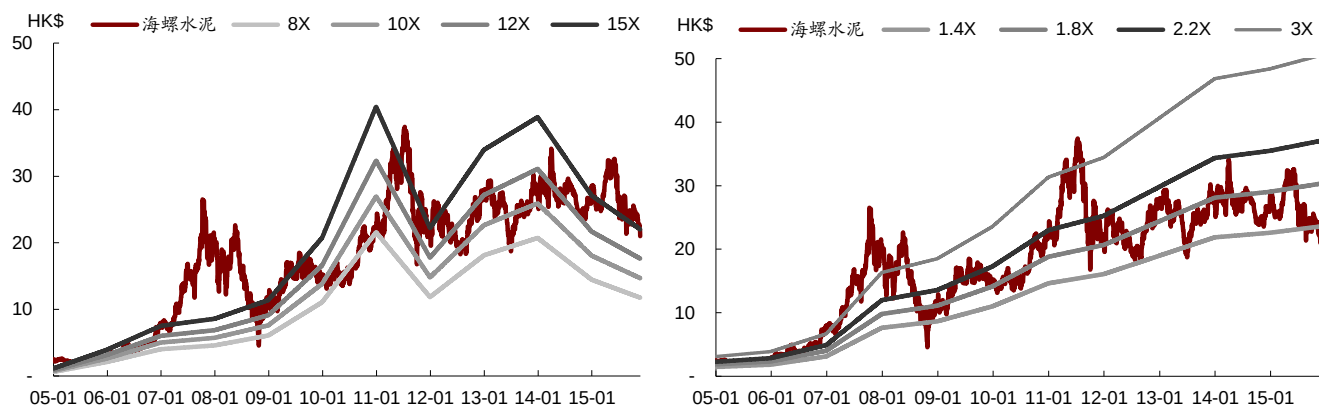


图表 5：海螺水泥-A 历史的 P/E 和 P/B 走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 6：海螺水泥-H 历史的 P/E 和 P/B 走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



图表 7: 水泥行业可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价	市盈率				市净率				EV/EBITDA			ROE	
				15-11-28	2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E
600585.CH	海螺水泥*	RMB	16.3	9.2	7.9	10.9	13.7	1.5	1.3	1.2	1.2	5.9	5.2	7.6	7.7	16.6%
601992.CH	金隅股份*	RMB	9.4	13.9	18.5	19.5	13.0	1.7	1.4	1.4	1.2	14.0	14.3	14.8	11.4	7.8%
000401.CH	冀东水泥*	RMB	10.5	41.2	409.2	n.a	46.9	1.2	1.2	1.3	1.3	9.7	11.5	32.7	13.3	0.3%
600801.CH	华新水泥*	RMB	7.7	9.6	9.0	37.6	30.8	1.3	1.2	1.2	1.1	5.1	5.0	6.9	6.5	13.1%
600720.CH	祁连山*	RMB	8.3	13.5	11.5	351.0	62.4	1.6	1.3	1.4	1.4	6.6	7.0	13.2	12.2	11.7%
000786.CH	北新建材*	RMB	12.3	19.2	15.7	17.3	15.5	4.1	2.4	2.2	2.0	11.0	9.9	10.1	9.5	15.3%
002302.CH	西部建设*	RMB	17.5	22.2	27.2	22.6	18.1	2.6	2.4	2.2	2.0	12.1	10.6	9.2	7.8	8.9%
中金覆盖A股平均值				18.4	71.3	76.5	28.6	2.0	1.6	1.6	1.4	9.2	9.1	13.5	9.8	11%
中金覆盖A股中位数				13.9	15.7	21.1	18.1	1.6	1.3	1.4	1.3	9.7	9.9	10.1	9.5	12%
600449.CH	宁夏建材	RMB	12.1	19.3	21.3	122.2	52.2	1.4	1.4	1.4	1.3	7.8	8.0	22.1	13.1	6.4%
000877.CH	天山股份	RMB	8.0	25.1	27.9	n.a	32.3	1.1	1.0	1.1	1.1	8.6	8.2	17.7	10.8	3.7%
000789.CH	万年青	RMB	7.6	10.7	8.5	15.5	11.2	2.2	1.9	1.7	1.5	5.2	4.7	6.6	5.2	21.9%
002233.CH	塔牌集团	RMB	11.9	26.6	17.5	25.4	18.8	2.8	2.5	2.4	2.1	10.7	8.4	11.2	7.4	14.4%
600881.CH	亚泰集团	RMB	7.3	86.9	103.0	205.4	47.6	2.4	2.3	n.a	n.a	17.7	17.7	n.a	n.a	2.3%
000885.CH	同力水泥	RMB	15.5	110.5	43.6	50.8	37.5	4.3	3.4	3.2	3.0	12.6	11.5	n.a	n.a	7.8%
600802.SH	福建水泥	RMB	8.3	167.0	64.2	n.a	n.a	3.0	2.3	n.a	n.a	19.3	16.8	n.a	n.a	3.7%
600539.SH	狮头股份	RMB	11.3	n.a	n.a	n.a	n.a	5.5	5.6	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
600318.SH	巢东股份	RMB	36.5	82.5	83.8	n.a	n.a	8.9	8.1	n.a	n.a	48.5	44.3	n.a	n.a	9.7%
600668.SH	尖峰集团	RMB	14.5	24.7	17.6	n.a	n.a	2.9	2.4	n.a	n.a	14.1	11.1	n.a	n.a	13.7%
000935.SZ	四川双马	RMB	6.8	75.9	157.8	n.a	n.a	2.6	2.5	n.a	n.a	14.7	15.6	n.a	n.a	1.6%
000672.SZ	上峰水泥	RMB	8.3	26.0	18.3	51.9	25.1	4.6	3.9	2.4	2.2	13.3	10.9	n.a	n.a	21.3%
002596.SZ	海南瑞泽	RMB	23.7	190.2	415.6	92.3	61.0	8.2	5.8	5.6	5.4	58.4	62.8	n.a	n.a	1.4%
600425.SH	青松建化	RMB	5.6	89.6	1,204.9	n.a	112.6	1.4	1.5	1.6	1.6	17.3	14.9	n.a	n.a	0.1%
000023.SZ	深天地A	RMB	30.5	281.8	245.6	n.a	n.a	12.1	11.7	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	4.8%
600883.SH	博闻科技	RMB	15.6	557.2	n.a	n.a	n.a	5.4	6.0	n.a	n.a	294.4	n.a	n.a	n.a	n.a
A股市场平均值(市场一致预期)				86.5	139.5	78.6	37.4	3.6	3.2	2.0	1.9	28.9	14.9	13.8	9.5	8.9%
A股市场中位数(市场一致预期)				26.3	27.2	37.6	31.6	2.6	2.4	1.6	1.5	12.6	11.0	11.2	9.5	7.8%
914.HK	海螺水泥*	HKD	21.0	9.3	8.0	11.6	14.7	1.6	1.3	1.3	1.2	4.6	4.1	6.3	6.4	16.7%
2009.HK	金隅股份*	HKD	5.0	5.9	7.8	8.7	5.8	0.7	0.6	0.6	0.6	11.0	11.2	12.2	9.5	7.8%
3323.HK	中国建材*	HKD	4.2	3.0	3.0	12.1	11.5	0.5	0.4	0.5	0.4	7.6	7.0	9.9	9.9	14.6%
1313.HK	华润水泥*	HKD	2.6	5.0	4.0	8.9	12.8	0.7	0.6	0.6	0.6	4.9	4.0	6.7	7.2	14.9%
中金覆盖H股平均值				5.8	5.7	10.3	11.2	0.9	0.7	0.7	0.7	7.0	6.6	8.8	8.3	13.5%
中金覆盖H股中位数				5.4	5.9	10.3	12.1	0.7	0.6	0.6	0.6	6.3	5.5	8.3	8.4	14.8%
743.HK	亚洲水泥	HKD	2.0	3.0	3.1	42.8	10.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.8	0.8	0.8	1.9	8.1%
1893.HK	中材股份	HKD	1.7	11.6	9.1	9.3	8.6	0.3	0.3	0.3	0.3	4.9	5.0	6.2	5.9	3.7%
691.HK	山水水泥	HKD	6.3	13.7	41.3	n.a	n.a	1.6	1.6	1.6	1.6	8.7	8.8	12.1	9.7	3.8%
2233.HK	西部水泥	HKD	1.5	13.7	142.7	46.1	14.6	1.0	1.0	1.0	1.0	6.0	6.0	6.9	5.0	0.7%
H股市场平均值(市场一致预期)				8.1	27.4	19.9	11.2	0.8	0.8	0.8	0.7	6.1	5.9	7.6	6.9	8.8%
H股市场中位数(市场一致预期)				7.6	7.9	11.6	11.5	0.7	0.6	0.6	0.6	5.5	5.5	6.8	6.8	7.9%
CX US equity	墨西哥水泥	USD	6.2	n.a	n.a	n.a	3.6	n.a	n.a	0.1	0.1	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
LHN VX equity	蒙古水泥	CHF	55.5	14.9	14.7	32.2	21.2	1.1	1.1	0.9	0.9	15.1	15.1	9.9	9.1	7.4%
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	74.6	19.0	28.8	17.2	14.4	1.1	1.1	1.0	0.9	9.9	9.9	8.2	7.2	3.7%
LGT FP equity	拉法基水泥	EUR	60.0	28.8	122.4	21.7	16.8	1.1	1.1	1.1	1.0	12.8	12.8	9.9	8.8	0.9%
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	27.7	n.a	35.2	28.2	17.3	2.0	2.0	1.9	1.8	15.1	15.1	11.1	7.9	5.8%
IT IM equity	意大利水泥	EUR	10.3	n.a	n.a	n.a	69.7	1.1	1.1	1.2	1.1	9.7	9.7	10.2	9.2	n.a
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	1,354.1	23.3	21.9	30.2	22.0	3.1	3.1	3.1	2.9	16.0	16.0	16.2	12.7	14.1%
其他市场平均值(市场一致预期)				21.5	44.6	25.9	23.6	1.6	1.6	1.3	1.3	13.1	13.1	10.9	9.1	6.4%
其他市场中位数(市场一致预期)				21.1	28.8	28.2	17.3	1.1	1.1	1.1	1.0	13.9	13.9	10.0	8.9	5.8%

(注: *为中金覆盖公司, 其他为市场一致预测)

资料来源: 彭博资讯, 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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。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。

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门、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。

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。本报告作者的香港证监会中央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》及《财务顾问法》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。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为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，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

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：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；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”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

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。

V150707
编辑：杨梦雪



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

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

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A座6层
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

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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

