

房地产

FY15 业绩预览：人民币贬值可能是威胁

业绩预览

预计 2015 年核心净利润同比增长 15%

预计我们覆盖的公司 FY15 收入同比平均增长 11%，核心净利润同比增长 15%。预计毛利率将继续下滑 0.6 个百分点至 29.4%（但相比 2013/2014 年的 2.3 个百分点和 2.9 个百分点降幅有所缩小），核心净利率有望企稳（详见图表 2）。

哪些公司有望超预期/低于预期？ 如我们此前预测，预计中国海外发展和世茂房地产将超预期，融创中国和龙湖可能低于预期（详见图表 4）。

人民币贬值的影响可以分为两类： 1）偿还本金和支付利息造成的已实现汇兑损失；2）截至 2015 年底尚未偿还本金造成的未实现汇兑损失。假设并未对外债进行非公开回购或者偿还，预计已实现汇兑损失将使 FY15 核心净利润下降 0.7%。预计未实现汇兑损失占截至 2015 年上半年全部权益的 1.9%（详见图表 7）。预计调整未实现汇兑损失后净利润将低于我们核心净利润预测 15%（详见图表 8）。

关注要点

预计销售增速将放缓。 预计我们覆盖的港股地产公司 2016 年销售额将达到 1.1 万亿（同比增长 8%；2014/2015 年分别同比增长 16% 和 17%，详见图表 3）。随着货币和行业政策不断放松，我们建议投资者关注该预测的上行风险。

资产负债表将维持稳健。 净负债率趋势向下（预计 2015 年末将由 82% 下降至 79%），主要受益销售势头良好以及房贷放松之后现金回款率较高。随着中国流动性进一步宽松，预计融资成本将继续下降。

估值与建议

目前估值对应 NAV 折价 39% 和 6.8 倍 2016 年市盈率，存在较大上行空间。继续看好房地产板块。首选**华润置地**和**中国海外发展**；同时看好**世茂房地产**、**绿城**、**融创中国**和**深圳控股**。

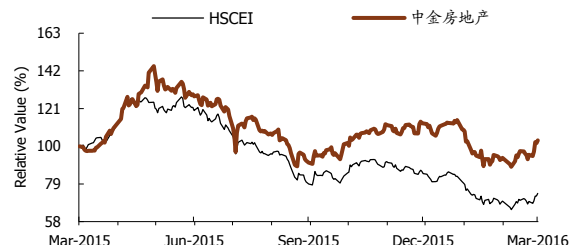
风险

人民币进一步贬值；宏观经济下滑。

股票名称	评级	目标 价格	P/E (x)	
			2016E	2017E
华润置地-H	确信买入	30.01	8.4	7.4
中国海外发展-H	确信买入	35.46	7.0	6.3
世茂房地产-H	推荐	17.36	3.7	3.5
绿城中国-H	推荐	9.03	5.2	3.9
融创中国-H	推荐	6.64	4.9	3.4
深圳控股-H	推荐	4.57	7.6	6.2
远洋地产-H	推荐	6.29	6.1	4.8
龙湖地产-H	推荐	13.76	7.5	6.0
中国金茂-H	推荐	2.97	6.3	5.5
富力地产-H	推荐	11.10	4.3	4.1
碧桂园-H	中性	2.99	5.7	4.9
雅居乐地产-H	中性	4.05	3.5	3.6
恒大地产-H	回避	4.68	7.9	6.3

中金一级行业

房地产



相关研究报告

- 预计降准将继续，有望支撑地产销售（2016.03.01）
- 政策进一步放松：交易税收减免有望推升估值（2016.02.22）
- 首付比例继续下调；时点和力度均超预期（2016.02.03）
- 2015 年全国房地产数据点评：投资低迷，再待政策（2016.01.19）
- 中央政府鼓励发展住房租赁市场、推动房地产行业兼并重组（2015.12.22）

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

张宇

张玮莹

分析员

分析员

eric.zhang@cicc.com.cn

weiyi.zhang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080512070004

SAC 执证编号：S0080515080002

SFC CE Ref: AZB713

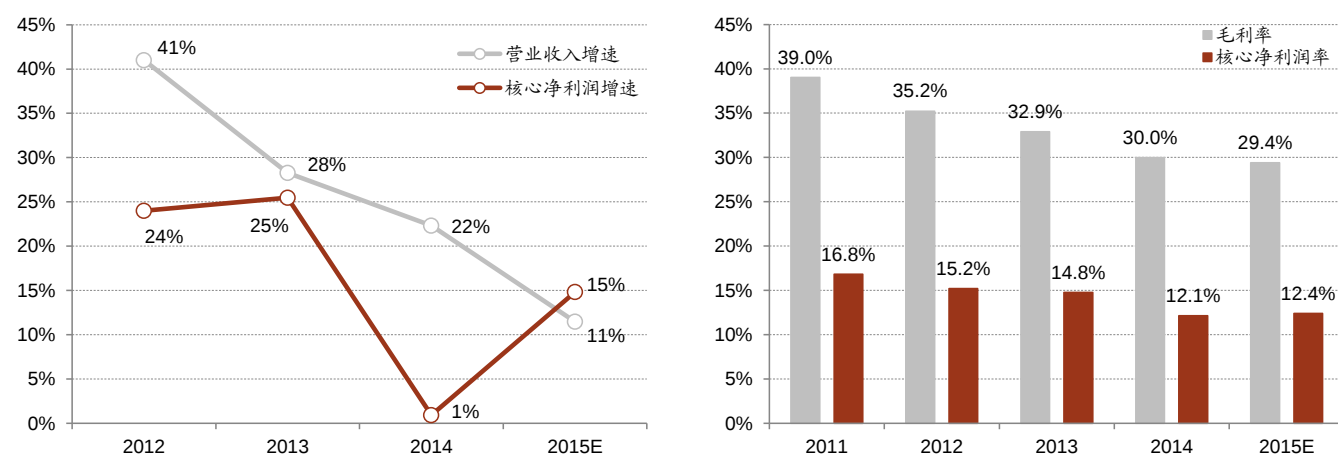


图表 1：初步业绩公布日期

公司	上市代码	2015业绩公布日期
SOHO中国	0410.HK	2016/3/8
富力	2777.HK	2016/3/11
碧桂园	2007.HK	2016/3/15
中国海外发展	0688.HK	2016/3/18
华润置地	1109.HK	2016/3/21
远洋	3377.HK	2016/3/21
金茂	0817.HK	2016/3/22
雅居乐	3383.HK	2016/3/23
融创	1918.HK	2016/3/28
绿城	3900.HK	2016/3/29
龙湖	0960.HK	2016/3/29
恒大	3333.HK	2016/3/29
世茂	0813.HK	2016/3/30
深控股	0604.HK	2016/3/30
北辰	0588.HK	2016/3/30

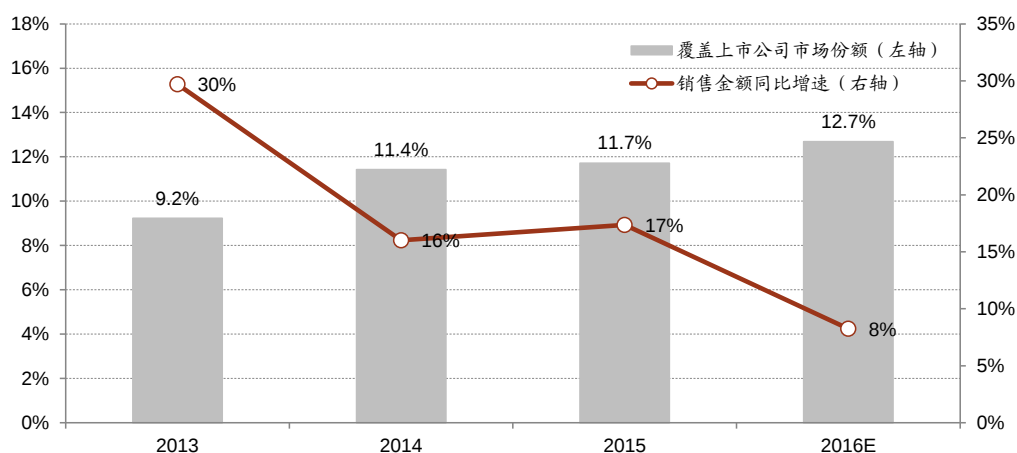
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：预计覆盖公司整体核心盈利增速反弹，核心净利率维持稳定



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 3：预计覆盖公司合约销售额增速 2016 年将下降，但市场份额将继续提升



资料来源：公司资料，国家统计局，中金公司研究部



图表 4：预计中国海外发展和世茂房地产将超预期，龙湖和融创将低于预期

(人民币亿元)	营业收入			毛利率			核心净利润		
	中金预测值	一致预期	差额	中金预测值	一致预期	差额	中金预测值	一致预期	差额
富力	448	463	-3%	34.84%	35.58%	-0.7ppt	59	54	9%
金茂	301	297	2%	38.08%	39.37%	-1.3ppt	36	33	9%
恒大	1,236	1,392	-11%	26.80%	28.39%	-1.6ppt	77	72	7%
世茂	652	644	1%	30.32%	30.06%	0.3ppt	85	80	7%
远洋	360	374	-4%	23.37%	22.03%	1.3ppt	38	36	5%
中国海外发展	1,466	1,426	3%	32.09%	33.16%	-1.1ppt	299	289	4%
绿城	338	313	8%	23.28%	23.80%	-0.5ppt	26	25	3%
华润置地	1,037	1,037	0%	31.07%	30.28%	0.8ppt	141	139	2%
碧桂园	1,034	1,022	1%	23.03%	23.71%	-0.7ppt	99	99	1%
深控股	146	163	-11%	34.27%	34.90%	-0.6ppt	23	23	-1%
融创	250	278	-10%	13.51%	19.49%	-6.0ppt	34	35	-3%
龙湖	527	542	-3%	26.35%	26.66%	-0.3ppt	69	73	-4%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部 注：华润置地、中国海外发展、金茂、深圳控股数据为港元。

图表 5：历史和预测收入和净利润增速

(人民币亿元)	核心净利润			核心净利润增速			营业收入			营业收入增速		
	2013A	2014A	2015E	2013A	2014A	2015E	2013A	2014A	2015E	2013A	2014A	2015E
富力	58	40	59	16%	-31%	48%	363	347	448	19%	-4%	29%
深控股	18	16	23	10%	-9%	43%	98	138	146	18%	41%	6%
中国海外发展	190	238	299	20%	26%	26%	825	1,200	1,466	28%	46%	22%
华润置地	94	118	141	25%	25%	20%	714	884	1,037	61%	24%	17%
绿城	44	22	26	4%	-50%	17%	290	320	338	-18%	11%	6%
恒大	103	66	77	66%	-36%	16%	937	1,114	1,236	44%	19%	11%
世茂	73	79	85	67%	8%	8%	415	561	652	45%	35%	16%
碧桂园	81	92	99	20%	14%	7%	627	845	1,034	50%	35%	22%
远洋	30	36	38	21%	17%	7%	311	389	360	9%	25%	-7%
金茂	29	36	36	35%	24%	1%	207	295	301	21%	43%	2%
龙湖	62	66	69	15%	6%	5%	415	510	527	49%	23%	3%
北辰	8	9	9	3%	12%	5%	55	62	76	-4%	12%	22%
融创	35	37	34	29%	6%	-10%	308	251	250	48%	-19%	0%
简单平均				25%	1%	15%				28%	22%	11%

资料来源：公司资料，中金公司研究部 注：华润置地、中国海外发展、金茂、深圳控股数据为港元。

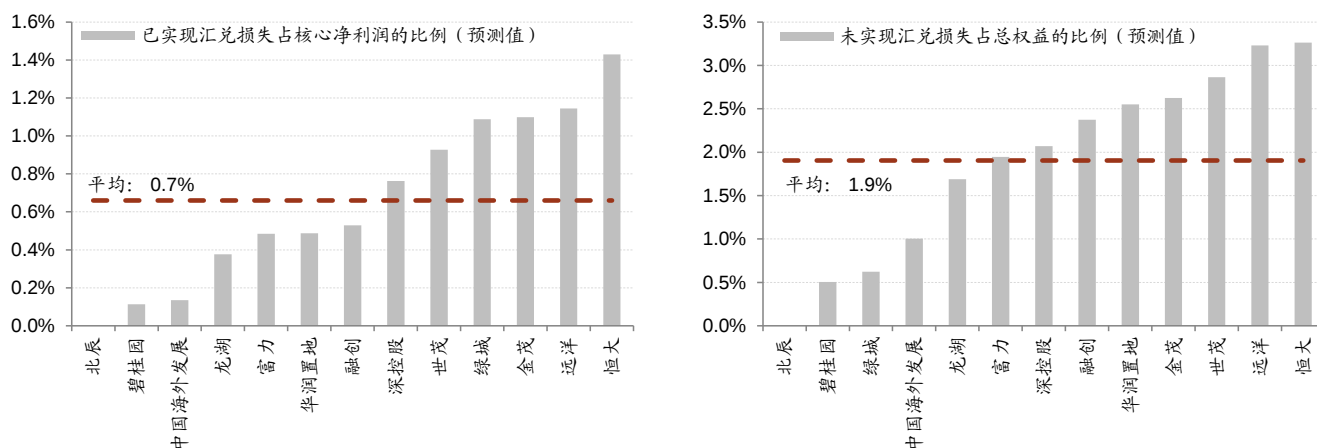
图表 6：历史和预测毛利率和核心净利率

公司	毛利率			毛利率变动			核心净利率			核心净利率变动		
	2013A	2014A	2015E	2013A	2014A	2015E	2013A	2014A	2015E	2013A	2014A	2015E
深控股	36.8%	29.5%	34.3%	0.8ppt	-7.4ppt	4.8ppt	18.3%	11.7%	15.9%	-1.2ppt	-6.6ppt	4.1ppt
远洋	24.3%	21.0%	23.4%	-2.6ppt	-3.3ppt	2.4ppt	9.8%	9.2%	10.6%	1.0ppt	-0.6ppt	1.4ppt
华润置地	28.2%	30.6%	31.1%	-9.5ppt	2.4ppt	0.5ppt	13.2%	13.4%	13.6%	-3.8ppt	0.1ppt	0.2ppt
龙湖	27.8%	26.5%	26.4%	-12.3ppt	-1.3ppt	-0.2ppt	15.0%	13.0%	13.1%	-4.4ppt	-2.0ppt	0.2ppt
中国海外发展	32.5%	32.7%	32.1%	-5.8ppt	0.2ppt	-0.6ppt	23.0%	19.9%	20.4%	-1.5ppt	-3.1ppt	0.6ppt
富力	39.2%	35.5%	34.8%	-1.5ppt	-3.8ppt	-0.6ppt	16.0%	11.5%	13.2%	-0.5ppt	-4.5ppt	1.7ppt
恒大	29.5%	28.5%	27.7%	1.6ppt	-1.0ppt	-0.8ppt	11.0%	5.9%	6.2%	1.5ppt	-5.1ppt	0.3ppt
北辰	45.8%	45.3%	44.3%	3.6ppt	-0.6ppt	-1.0ppt	14.4%	14.3%	12.3%	0.9ppt	-0.1ppt	-2.0ppt
金茂	44.4%	39.1%	38.1%	2.5ppt	-5.3ppt	-1.0ppt	14.0%	12.2%	12.1%	1.5ppt	-1.8ppt	-0.1ppt
绿城	30.3%	25.4%	23.3%	0.0ppt	-4.9ppt	-2.1ppt	15.3%	7.0%	7.8%	3.3ppt	-8.3ppt	0.8ppt
世茂	35.3%	32.5%	30.3%	1.8ppt	-2.8ppt	-2.2ppt	17.6%	14.1%	13.1%	2.3ppt	-3.5ppt	-1.0ppt
碧桂园	30.3%	26.1%	23.0%	-6.4ppt	-4.2ppt	-3.1ppt	13.0%	10.9%	9.6%	-3.3ppt	-2.0ppt	-1.3ppt
融创	23.3%	17.3%	13.5%	-2.6ppt	-6.0ppt	-3.8ppt	11.4%	14.9%	13.4%	-1.7ppt	3.5ppt	-1.4ppt
简单平均	32.9%	30.0%	29.4%	-2.3ppt	-2.9ppt	-0.6ppt	14.8%	12.1%	12.4%	-0.4ppt	-2.6ppt	0.3ppt

资料来源：公司资料，中金公司研究部

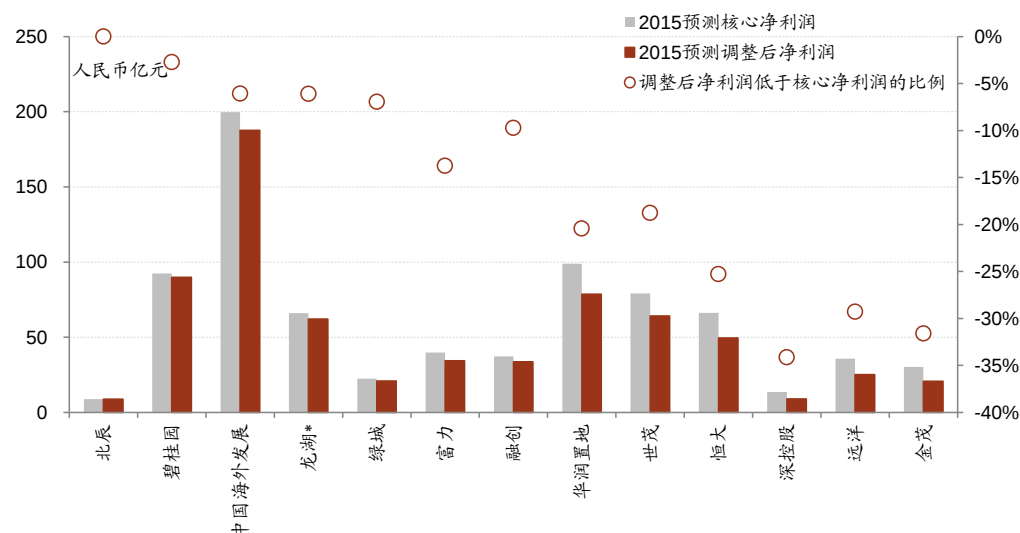


图表7：人民币贬值的影响：已实现汇兑损失和未实现汇兑损失



资料来源：公司资料，中金公司研究部

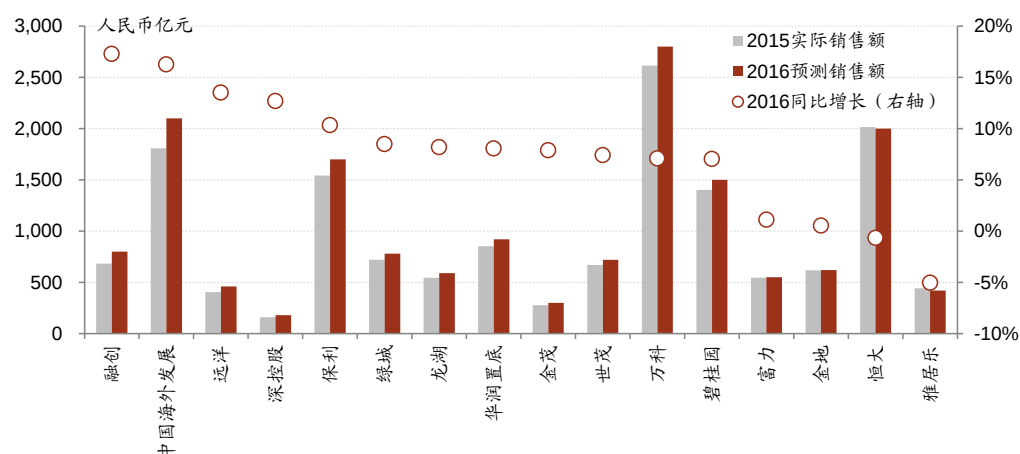
图表8：平均而言，调整后（扣除未实现汇兑损失）净利润将低于2015年核心净利润预测15%



资料来源：公司资料，中金公司研究部



图表 9: 2016 年合约销售额预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部 注：中国海外发展数据为港元。

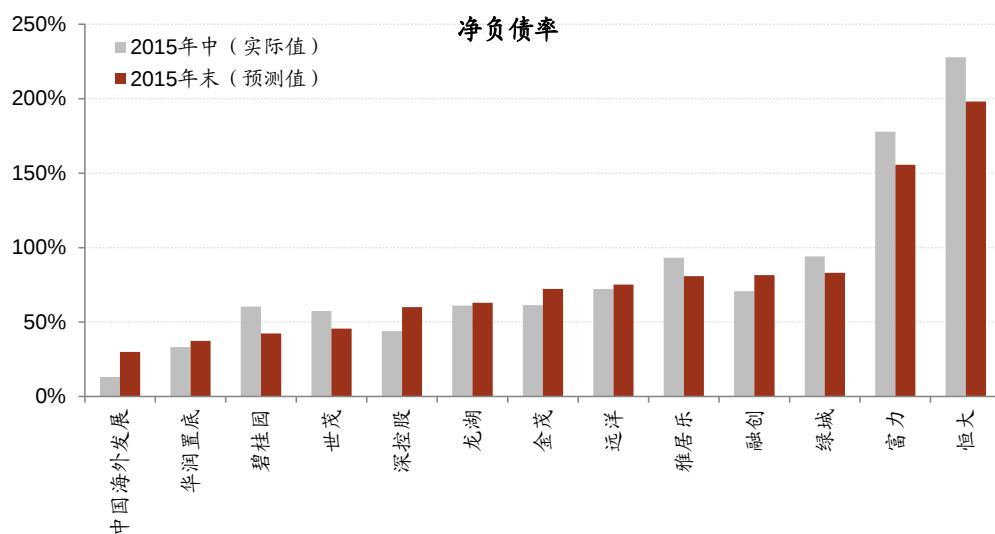
图表 10: 2016 年 1 月合约销售

公司	2016 YTD			同比			截至日期	2016E	2016 YTD
	销售面积 (万平方米)	销售金额 (亿元)	销售单价 (元/平方米)	销售面积	销售金额	销售均价		预计销售额 (亿元)	完成比例
中国海外	94	141	15,026	-1%	2%	3%	2016.1-1	2,100	7%
龙湖地产	28	42	15,254	4%	53%	46%	2016.1-1	590	7%
华润置地	59	92	15,614	34%	20%	-11%	2016.1-1	920	10%
融创中国	29	58	19,897	57%	6%	-33%	2016.1-1	800	7%
雅居乐	30	29	9,614	24%	32%	7%	2016.1-1	420	7%
远洋地产	14	22	15,455	-27%	-6%	29%	2016.1-1	460	5%
碧桂园	157	125	7,962	80%	110%	17%	2016.1-1	1,500	8%
绿城中国	24	37	15,417	9%	-14%	-16%	2016.1-1	780	5%
深圳控股	7	11	15,540	77%	185%	61%	2016.1-1	180	6%
中国金茂	8	19	23,597	297%	612%	79%	2016.1-1	300	6%
富力地产	29	33	11,625	33%	24%	-7%	2016.1-1	550	6%
世茂房地产	26	32	12,241	-13%	-12%	2%	2016.1-1	720	4%
恒大地产	245	212	8,660	62%	83%	13%	2016.1-1	2,000	11%

资料来源：公司资料，中金公司研究部 注：中国海外发展数据为港元。

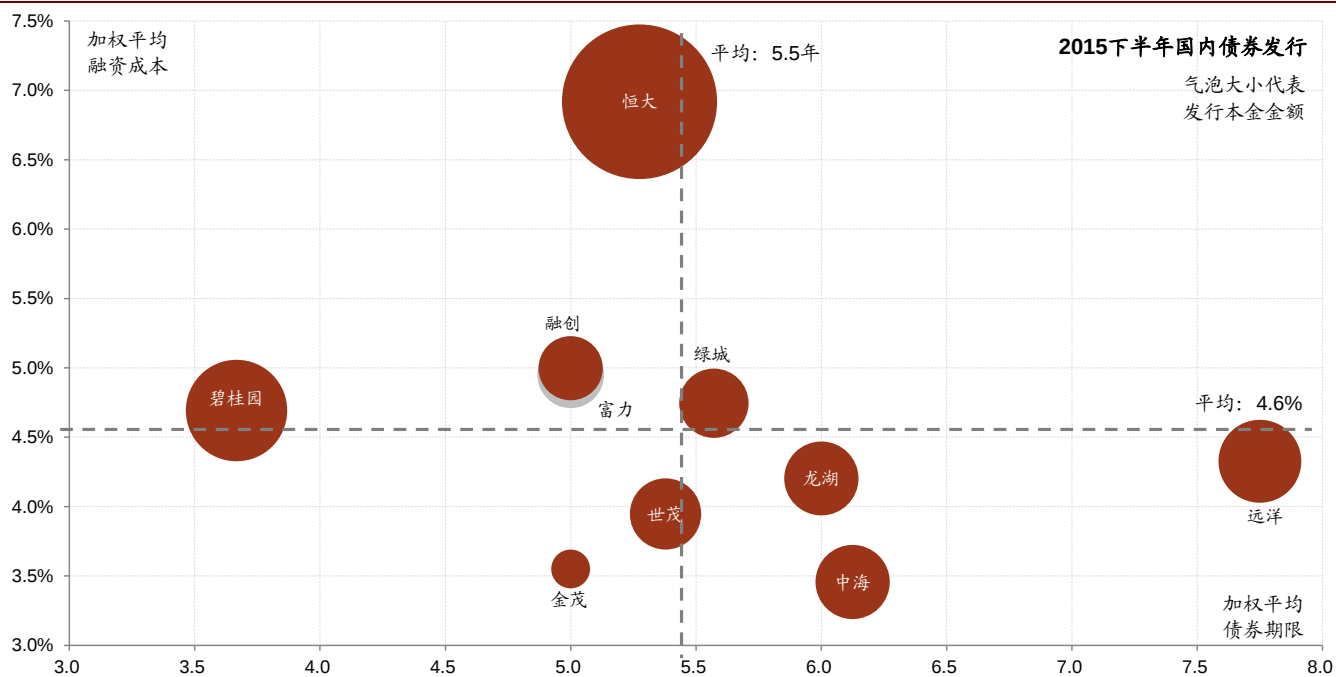


图表 11：净负债率趋势向下



资料来源：公司资料，中金公司研究部 注：中国海外发展数据为港元。

图表 12：2015 年下半年开发商国内企业债发行数据



资料来源：公司资料，中金公司研究部



图 13：可比公司估值

公司名称	代码	当前评级	股价	目标价	上涨/下跌空间	市值	每股收益			P/E (x)			P/B (x)			股息收益率			每股NAV	溢价/折价
							14A	15A/E	16E	14A	15A/E	16E	14A	15A/E	16E	14A	15A/E	16E		
A股地产：侧重开发						(Rmb bn)	(Rmb)												(Rmb)	
招商蛇口	001979	推荐	16.42	18.00	10%	129.8	0.66	0.86	1.11	24.7	19.0	14.8	4.1	2.7	2.3	1%	2%	2%	23.9	-31%
保利地产	600048	推荐	10.27	11.00	7%	110.5	1.13	1.15	1.40	9.1	8.9	7.3	1.8	1.5	1.3	2%	3%	3%	9.4	10%
金融街	000402	推荐	9.64	11.66	21%	28.8	0.98	0.98	1.05	9.8	9.8	9.2	1.2	1.1	1.0	3%	3%	3%	10.6	-9%
中南建设	000961	推荐	14.35	18.00	25%	16.8	0.82	1.01	1.21	17.5	14.2	11.8	1.9	1.7	1.5	1%	5%	6%	16.1	-11%
滨江集团	002244	推荐	8.35	9.50	14%	22.6	0.31	0.44	0.64	27.2	18.9	13.1	2.8	2.5	2.1	1%	1%	1%	5.8	44%
首开股份	600376	中性	10.66	11.30	6%	23.9	0.73	0.91	1.00	14.5	11.7	10.7	1.6	1.5	1.4	2%	3%	3%	12.8	-17%
北京城建	600266	中性	12.38	19.50	58%	19.4	0.88	1.04	1.26	14.1	11.9	9.8	1.2	1.1	1.1	2%	2%	2%	21.7	-43%
荣盛发展	002146	中性	8.06	10.00	24%	35.0	0.74	0.69	0.82	10.8	11.7	9.8	2.5	1.6	1.4	2%	2%	2%	5.8	39%
北辰实业A	601588	中性	4.40	5.90	34%	14.8	0.16	0.21	0.28	27.9	20.6	15.9	1.3	1.3	1.2	1%	1%	1%	6.3	-30%
冠城大通	600067	中性	6.49	8.05	24%	9.7	0.51	0.57	0.63	12.8	11.3	10.3	1.7	1.2	1.1	3%	4%	4%	7.8	-17%
金地集团	600383	中性	13.34	11.00	-18%	60.0	0.89	1.04	1.21	15.0	12.8	11.0	1.9	1.7	1.5	1%	1%	1%	9.1	47%
华发股份	600325	中性	13.59	17.00	25%	15.9	0.55	0.59	0.64	24.6	22.8	21.1	2.3	1.3	1.3	1%	1%	1%	12.1	12%
栖霞建设	600533	中性	7.03	6.16	-12%	7.4	0.01	0.19	0.25	571.6	36.2	27.7	2.0	1.9	1.9	2%	2%	2%	4.7	48%
世茂股份	600823	中性	10.13	12.81	26%	19.4	0.99	1.04	1.18	10.2	9.7	8.6	1.2	1.0	0.9	2%	2%	2%	14.5	-30%
中华企业	600675	中性	6.00	6.00	0%	11.2	-0.26	-1.33	0.18	(22.9)	(4.5)	33.4	2.2	4.6	4.0	1%	1%	2%	6.3	-5%
平均值										51.1	14.3	14.3	2.0	1.8	1.6	2%	2%	3%		0%
中间值										14.5	11.9	11.0	1.9	1.5	1.4	2%	2%	2%		-9%
市值加权平均										23.6	13.9	12.1	2.4	1.9	1.7	2%	2%	2%		0%
A股地产：开发和持有						(Rmb)	(Rmb)												(Rmb)	
中国国贸	600007	中性	14.75	18.00	22%	14.9	0.53	0.61	0.63	27.7	24.1	23.4	2.8	2.6	2.4	1%	1%	1%	18.1	-19%
浦东金桥	600639	中性	17.79	20.00	12%	20.0	0.38	0.49	0.58	46.5	36.4	30.6	3.4	2.2	2.1	1%	1%	1%	17.0	5%
陆家嘴	600663	中性	38.61	45.00	17%	72.1	0.86	0.91	1.02	45.0	42.4	37.7	6.3	5.7	5.1	1%	1%	1%	22.1	75%
平均值										39.7	34.3	30.5	4.2	3.5	3.2	1%	1%	1%		20%
中间值										45.0	36.4	30.6	3.4	2.6	2.4	1%	1%	1%		5%
市值加权平均										42.9	38.7	34.4	5.3	4.6	4.2	1%	1%	1%		49%
A股地产：房地产服务商						(Rmb)	(Rmb)												(Rmb)	
世联行	002285	推荐	14.96	13.70	-8%	21.6	0.27	0.35	0.44	54.8	42.5	34.3	10.7	6.1	5.6	1%	1%	2%	n.a.	n.a.
B股地产						(HK\$)	(HK\$)												(HK\$)	
金桥B	900911	推荐	12.79	17.05	33%	14.4	0.48	0.58	0.66	26.7	21.9	19.4	1.8	1.6	1.4	2%	2%	2%	21.2	-40%
陆家B	900932	中性	25.86	22.17	-14%	48.3	1.07	1.09	1.16	24.1	23.8	22.2	5.4	4.7	4.2	1%	1%	1%	27.6	-6%
平均值										25.4	22.9	20.8	3.6	3.1	2.8	1%	1%	2%		-23%
中间值										25.4	22.9	20.8	3.6	3.1	2.8	1%	1%	2%		-23%
市值加权平均										24.7	23.4	21.6	4.5	4.0	3.6	1%	1%	1%		-14%
H股地产						(HK\$)	(HK\$)												(HK\$)	
中国海外发展	0688	确信买入	24.90	35.46	42%	245.5	2.92	3.22	3.58	8.5	7.7	7.0	1.5	1.1	1.0	2.2%	2.6%	2.9%	32.2	-23%
华润置地	1109	确信买入	20.20	30.01	49%	140.0	2.02	2.07	2.40	10.0	9.7	8.4	1.1	0.9	0.8	2.5%	3.5%	3.9%	30.0	-33%
绿城中国	3900	推荐	7.09	9.03	27%	15.3	1.29	1.45	1.36	5.5	4.9	5.2	0.6	0.5	0.5	0.0%	4.1%	3.8%	20.1	-65%
中国金茂	0817	推荐	2.18	2.97	36%	23.3	0.33	0.31	0.35	6.5	7.0	6.3	0.6	0.6	0.5	5.3%	4.3%	4.8%	4.6	-52%
龙湖地产	0960	推荐	10.54	13.76	31%	61.5	1.50	1.41	1.41	7.0	7.5	7.5	0.9	0.9	0.8	3.4%	3.3%	3.3%	22.9	-54%
富力地产	2777	推荐	9.75	11.10	14%	31.4	1.56	2.21	2.28	6.3	4.4	4.3	0.7	0.6	0.6	0.0%	7.4%	9.4%	20.2	-52%
深圳控股	0604	推荐	3.02	4.57	51%	22.3	0.28	0.33	0.40	10.9	9.3	7.6	0.6	0.6	0.6	5.3%	5.6%	6.4%	6.5	-54%
世茂房地产	0813	推荐	11.58	17.36	50%	40.2	2.85	2.93	3.10	4.1	3.9	3.7	0.7	0.6	0.6	7.7%	7.8%	8.7%	26.7	-57%
远洋地产	3377	推荐	3.91	6.29	61%	29.4	0.60	0.62	0.65	6.5	6.3	6.1	0.5	0.5	0.5	6.2%	5.3%	5.6%	10.5	-63%
融创中国	1918	推荐	5.72	6.64	16%	19.4	1.38	1.17	1.16	4.2	4.9	4.9	0.9	0.9	0.9	4.2%	4.0%	3.8%	13.3	-57%
雅居乐	3383	中性	3.97	4.05	2%	15.6	1.37	1.14	1.12	2.9	3.5	3.5	0.3	0.4	0.3	9.9%	9.6%	9.7%	13.5	-71%
北辰实业H	0588	中性	2.38	2.36	-1%	8.0	0.24	0.33	0.37	9.7	7.2	6.5	0.4	0.4	0.4	3.2%	3.0%	2.9%	7.9	-70%
碧桂园	2007	中性	3.14	2.99	-5%	70.3	0.60	0.54	0.55	5.2	5.8	5.7	0.8	0.8	0.8	5.9%	6.3%	6.5%	5.4	-42%
SOHO中国	0410	中性	3.78	3.47	-8%	19.7	0.42	0.06	0.11	8.9	66.6	33.6	0.4	0.4	0.5	8.3%	12.3%	1.9%	5.0	-24%
恒大地产	3333	回避	5.84	4.68	-20%	79.9	0.56	0.60	0.74	10.5	9.7	7.9	1.4	1.3	1.1	9.2%	2.1%	2.5%	8.5	-31%
平均值										7.0	6.6	6.0	0.8	0.7	0.7	5%	5%	5%		-52%
中间值										6.5	6.7	6.2	0.7	0.6	0.6	5%	4%	4%		-54%
市值加权平均										7.9	7.5	6.8	1.1	0.9	0.8	4%	4%	4%		-39%
美股地产：房地产服务商						(US\$)	(US\$)													
乐居	LEJU	推荐	4.01	8.07	101%	0.5	0.68	0.38	0.52	5.9	10.6	7.7	1.3	1.3	1.3	5%	5%	5%	n.a.	n.a.
平均值										5.9	10.6	7.7	1.3	1.3	1.3	5%	5%	5%		
中间值										5.9	10.6	7.7	1.3	1.3	1.3	5%	5%	5%		
市值加权平均										5.9	10.6	7.7	1.3	1.3	1.3	5%	5%	5%		

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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

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：“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

翻译：刘剑

编辑：张莹



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

