

西部建设

商砼滞后提价+区域性需求改善，业绩弹性可期

业绩回顾

西部建设 2016 年符合预期

西部建设公布 2016 年业绩：营业收入 115.3 亿元，同比增长 12.0%；归属母公司净利润 3.2 亿元，同比下降 8.8%，对应每股盈利 0.31 元。其中四季度净利润 1.35 亿元，同比增长 12.3%。

区域拓展、基建突破，带动收入增长。全年销售商品混凝土 3807 万方，同比增长 17.4%，营业收入同比增长 12%，主要受益于区域拓展，新区域实现收入 33.2 亿元，同比增长 41.1%；另一方面基建业务取得突破，全年完成基础设施业务销售额 21.5 亿元，收入占比达到 18.4%。**混凝土单价下滑拖累单方毛利。**混凝土单价下滑 4.7%至 299 元，单方毛利下滑 7.9 元至 32.7 元，主因混凝土调价滞后于原材料，综合毛利率下降 1.9 个百分点至 11.0%；**单方净利润 8.4 元，同比下降 2.9 元。****新签订单平稳增长。**全年新签订单 184.4 亿元，同比增长 6%，其中 4Q 新签重大项目 793.7 万方，环比增长 28.9%。

应收账款规模上升，但现金流有改善。应收账款+应收票据较年初上升 15.8%至 77.7 亿元，占资产比例 55%，比年初上升 1.5ppt；经营性现金流 9.2 亿元，净负债率同比-14.5ppt 至-2.6%。

发展趋势

商砼滞后原材料提价，需求边际改善带来业绩弹性。进入四季度，公司部分区域商砼跟随原材料开始提价，预计全年均价同比改善。公司核心业务区域的华中和西南需求仍然较好；2016 年新疆区域固定资产投资增速仅为 6.6%，2017 年增速目标提升至 50%。区域性需求改善叠加提价，全年业绩具备向上弹性。

盈利预测

考虑到公司四季度开始提价以及核心业务区域需求向好，我们上调 2017 年盈利预测 86.3%至 0.54 元/股，引入 2018 年盈利预测 0.61 元/股。

估值与建议

目前，公司股价对应 38.7x 2017e P/E，位于历史估值中枢的上沿区间，虽然中期新疆需求预期尚处于向上态势，但当前股价已经隐含了绝大部分业绩改善预期，我们给予 35x 2017 年目标 P/E，上调目标价 153%至 19 元，维持“中性”评级。

风险

需求复苏不及预期，行业竞争加剧；应收账款风险。

陈彦

分析员

yan3.chen@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080515060002

SFC CE Ref: ALZ159

倪娇娇

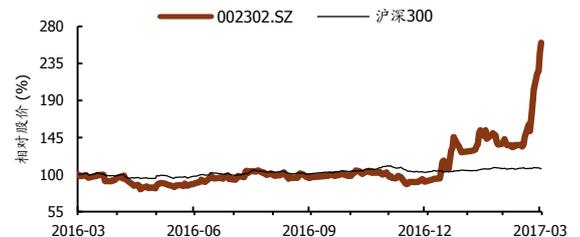
联系人

jiaojiao.ni@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080115110032

维持中性

股票代码	002302.SZ
评级	中性
最新收盘价	人民币 21.03
目标价	人民币 19.00
52 周最高价/最低价	人民币 22.10~6.56
总市值(亿)	人民币 217
30 日日均成交额(百万)	人民币 854.37
发行股数(百万)	1,032
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	55.85
主营行业	建材



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	10,295	11,529	13,179	14,507
增速	0.8%	12.0%	14.3%	10.1%
归属母公司净利润	347	316	561	629
增速	4.2%	-8.8%	77.5%	12.1%
每股净利润	0.34	0.31	0.54	0.61
每股净资产	3.89	4.15	4.62	5.12
每股股利	0.10	0.07	0.12	0.13
每股经营现金流	0.76	0.89	1.58	1.17
市盈率	62.6	68.6	38.7	34.5
市净率	5.4	5.1	4.5	4.1
EV/EBITDA	19.6	21.0	16.2	14.6
股息收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%
平均总资产收益率	3.0%	2.4%	3.8%	3.9%
平均净资产收益率	9.0%	7.6%	12.4%	12.5%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
利润表					成长能力				
营业收入	10,295	11,529	13,179	14,507	营业收入	0.8%	12.0%	14.3%	10.1%
营业成本	8,969	10,260	11,558	12,722	营业利润	-2.9%	-19.0%	82.9%	13.2%
营业税金及附加	42	51	58	64	EBITDA	0.8%	-9.4%	22.1%	6.6%
营业费用	147	135	145	174	净利润	4.2%	-8.8%	77.5%	12.1%
管理费用	471	492	554	612	盈利能力				
财务费用	144	194	172	153	毛利率	12.9%	11.0%	12.3%	12.3%
其他	-69	-29	-20	-20	营业利润率	4.4%	3.2%	5.1%	5.2%
营业利润	454	368	672	761	EBITDA 利润率	10.9%	8.8%	9.5%	9.2%
营业外收支	12	63	63	63	净利润率	3.4%	2.7%	4.3%	4.3%
利润总额	466	431	735	824	偿债能力				
所得税	99	110	165	185	流动比率	1.36	1.27	1.33	1.38
少数股东损益	20	5	8	9	速动比率	1.32	1.25	1.30	1.35
归属母公司净利润	347	316	561	629	现金比率	0.32	0.32	0.42	0.47
EBITDA	1,126	1,020	1,246	1,328	资产负债率	65.2%	67.2%	66.8%	66.2%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	2,271	2,813	4,065	4,868	回报率分析				
应收账款及票据	6,710	7,768	8,052	8,730	总资产收益率	3.0%	2.4%	3.8%	3.9%
预付款项	240	221	249	274	净资产收益率	9.0%	7.6%	12.4%	12.5%
存货	270	241	271	299	每股指标				
其他流动资产	79	85	95	102	每股净利润 (元)	0.34	0.31	0.54	0.61
流动资产合计	9,570	11,128	12,731	14,272	每股净资产 (元)	3.89	4.15	4.62	5.12
固定资产及在建工程	2,530	2,403	2,157	1,899	每股股利 (元)	0.10	0.07	0.12	0.13
无形资产及其他长期资产	456	619	619	619	每股经营现金流 (元)	0.76	0.89	1.58	1.17
非流动资产合计	2,986	3,022	2,776	2,517	估值分析				
资产合计	12,556	14,150	15,507	16,789	市盈率	62.6	68.6	38.7	34.5
短期借款	1,204	1,466	1,466	1,466	市净率	5.4	5.1	4.5	4.1
应付账款及票据	4,625	6,072	6,840	7,529	EV/EBITDA	19.6	21.0	16.2	14.6
其他流动负债	1,227	1,201	1,288	1,361	股息收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%
流动负债合计	7,056	8,739	9,594	10,357					
长期借款和应付债券	1,089	728	728	728					
非流动负债合计	1,131	766	766	766					
负债合计	8,187	9,505	10,360	11,122					
股东权益合计	4,013	4,279	4,773	5,284					
少数股东权益	357	366	374	383					
负债及股东权益合计	12,556	14,150	15,507	16,789					
现金流量表									
净利润	367	321	570	639					
折旧和摊销	392	402	381	394					
营运资本变动	196	385	504	-108					
其他	-169	-185	172	286					
经营活动现金流	786	923	1,627	1,210					
投资活动现金流入	3	9	0	0					
投资活动现金流出	341	232	135	135					
投资活动现金流	-337	-223	-135	-135					
股权融资	41	14	0	0					
银行借款	337	-98	0	0					
其他	-246	-144	-239	-272					
筹资活动现金流	133	-228	-239	-272					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	582	472	1,252	803					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

西部建设是中国建筑(601668.SH)旗下子公司，是其商品混凝土业务发展的唯一平台，于2009年在深交所上市。公司2016年生产销售混凝土超过3800万方，位居中国混凝土行业第二位，是中国混凝土行业最大的上市公司，亦是西北地区最大的预拌混凝土生产企业。公司背靠中国建筑的业务平台，针对中建系销售占比超过50%。



图表 1: 年度盈利指标

(人民币百万元)	2015A	2016E	2016A	2016A YoY	vs CICC 预测	2017E	2017E YoY
收入	10,295	11,052	11,529	12.0%	4.3%	13,179	14.3%
毛利	1,326	1,257	1,269	-4.3%	1.0%	1,621	27.7%
营业利润	454	424	368	-19.0%	-13.3%	672	82.9%
净利润	347	354	316	-8.8%	-10.5%	561	77.5%
全面摊薄每股收益(元)	0.34	0.34	0.31	-8.8%	-10.5%	0.54	77.5%
毛利率	12.9%	11.4%	11.0%	-1.9ppt	-0.4ppt	12.3%	1.3ppt
营业利润率	4.4%	3.8%	3.2%	-1.2ppt	-0.6ppt	5.1%	1.9ppt
净利润率	3.4%	3.2%	2.7%	-0.6ppt	-0.5ppt	4.3%	1.5ppt

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 2: 盈利预测调整

	2017E			2018E
	调整前	调整后	+/-%	
产品销量(万立方米)	3922	4,188	↑ 6.8%	4,606
平均价格(元/立方米)	310	310	-	310
单方毛利(元/立方米)	34	38	↑ 11.8%	38
单方净利(元/立方米)	7.8	13.6	↑ 73.5%	13.9
毛利率(%)	11.0%	12.3%	1.3ppt	12.3%
销售收入(百万元)	12370	13,179	↑ 6.5%	14,507
净利润(百万元)	301.36	561	↑ 86.3%	629
净利润率(%)	2.4%	4.3%	1.8ppt	4.3%
每股收益(元)	0.29	0.54	↑ 86.3%	0.61

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

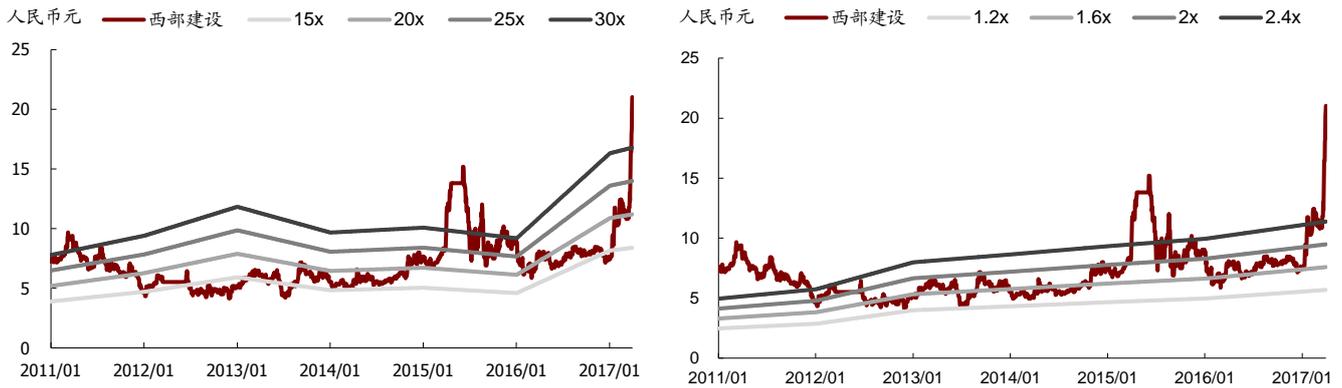
图表 3: 季度财务数据指标

(百万元)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	YoY	QoQ
营业收入	1,451	2,795	2,950	3,015	1,539	2,853	3,029	2,875	1,908	3,062	3,076	3,483	21.2%	13.2%
营业成本	1,418	2,391	2,552	2,625	1,469	2,435	2,533	2,531	1,717	2,674	2,701	3,168	25.2%	17.3%
主营业务税金及附加	11	17	9	7	7	10	13	12	7	10	12	22	86.8%	92.3%
主营业务利润	22	387	390	384	63	407	482	332	184	378	363	293	-11.7%	-19.4%
营业费用	19	17	21	48	28	20	19	80	30	25	32	48	-40.6%	49.6%
管理费用	82	97	79	136	82	93	118	178	97	112	112	172	-3.3%	54.0%
财务费用	29	32	25	36	32	37	37	37	31	37	37	89	140.1%	142.4%
资产减值	35	64	63	-67	12	81	83	-109	53	81	67	-173	59.2%	-358.8%
营业利润	-143	178	201	231	-91	176	225	145	-27	123	115	157	8.0%	36.5%
经常性业务营业利润	-143	178	201	230	-91	176	225	141	-27	123	115	154	9.0%	33.9%
营业外收入	5	4	5	6	5	4	3	20	2	19	23	45	122.3%	94.9%
营业外支出	1	0	2	10	1	5	3	12	3	3	2	20	76.3%	1042.0%
利润总额	-139	182	205	226	-87	175	225	154	-27	140	136	182	18.0%	33.3%
所得税	-2	22	36	53	11	22	38	28	19	19	28	43	55.1%	52.7%
少数股东损益	-5	12	14	11	-4	8	10	6	-10	7	4	4	-39.1%	-3.0%
净利润	-132	148	155	162	-95	145	178	120	-36	113	104	135	12.3%	29.4%
全面摊薄每股收益(元)	-0.26	0.29	0.30	0.31	-0.18	0.28	0.34	0.23	-0.07	0.22	0.20	0.26	12.3%	29.4%
毛利率	2.3%	14.5%	13.5%	12.9%	4.5%	14.6%	16.4%	12.0%	10.0%	12.7%	12.2%	9.0%	-2.9ppt	-3.1ppt
营业费用率	1.3%	0.6%	0.7%	1.6%	1.8%	0.7%	0.6%	2.8%	1.6%	0.8%	1.0%	1.4%	-1.4ppt	0.3ppt
管理费用率	5.7%	3.5%	2.7%	4.5%	5.3%	3.2%	3.9%	6.2%	5.1%	3.6%	3.6%	4.9%	-1.3ppt	1.3ppt
财务费用率	2.0%	1.1%	0.9%	1.2%	2.1%	1.3%	1.2%	1.3%	1.6%	1.2%	1.2%	2.6%	1.3ppt	1.4ppt
营业利润率	-9.9%	6.4%	6.8%	7.7%	-5.9%	6.2%	7.4%	5.1%	-1.4%	4.0%	3.7%	4.5%	-0.5ppt	0.8ppt
净利润率	-9.1%	5.3%	5.2%	5.4%	-6.1%	5.1%	5.9%	4.2%	-1.9%	3.7%	3.4%	3.9%	-0.3ppt	0.5ppt
有效税率	1.4%	11.9%	17.7%	23.4%	-13.0%	12.6%	16.6%	18.1%	-67.8%	13.9%	20.8%	23.8%	5.7ppt	3ppt

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



图表4: 西部建设历史的P/E和P/B



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表5: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 17/3/30	市盈率					市净率					EV/EBITDA					
				2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
600585.CH	海螺水泥*	RMB	20.9	10.1	14.7	12.0	10.7	10.0	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2	6.1	7.9	6.8	6.2	5.9	
601992.CH	金隅股份*	RMB	4.8	21.0	25.4	17.9	15.1	11.5	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1	24.9	24.8	23.1	19.2	14.8	
000401.CH	冀东水泥*	RMB	14.1	470.0	n.a	3,281.1	16.7	10.5	1.6	1.9	1.9	1.7	1.5	15.0	28.4	12.3	8.2	7.1	
600801.CH	华新水泥*	RMB	10.1	12.3	144.4	27.5	19.0	48.5	1.5	1.6	1.5	1.4	1.5	5.4	8.3	6.7	5.7	6.4	
600720.CH	祁连山*	RMB	10.5	14.6	45.4	50.0	15.0	12.8	1.7	1.7	1.7	1.5	1.4	7.9	10.6	10.7	7.4	6.8	
000786.CH	北新建材*	RMB	11.7	15.0	18.5	14.7	12.8	11.7	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6	1.1	1.3	1.1	1.0	0.9	
002302.CH	西部建设*	RMB	21.0	65.2	62.6	68.6	38.7	34.5	5.8	5.4	5.1	4.5	4.1	22.1	21.9	24.2	19.8	18.6	
中金覆盖A股平均值				86.9	51.8	496.0	18.3	19.9	2.3	2.2	2.1	1.9	1.8	11.8	14.7	12.1	9.6	8.6	
中金覆盖A股中位数				15.0	35.4	27.5	15.1	11.7	1.7	1.7	1.5	1.5	1.5	7.9	10.6	10.7	7.4	6.8	
000789.CH	万年青	RMB	9.2	10.2	n.a	12.5	9.2	7.3	2.7	2.2	n.a	1.9	1.6	9.3	5.8	5.3	n.a	n.a	
002233.CH	塔牌集团	RMB	11.0	16.2	n.a	21.8	16.9	13.1	2.6	2.3	n.a	2.1	1.9	13.6	10.1	7.9	n.a	10.1	
600881.CH	亚泰集团	RMB	6.0	84.4	n.a	101.4	37.4	24.8	1.9	1.9	n.a	1.4	1.3	18.2	16.1	16.1	n.a	30.6	
000885.CH	同力水泥	RMB	24.3	71.8	n.a	133.8	104.3	83.0	7.0	5.6	n.a	5.3	5.1	17.3	20.4	18.6	n.a	n.a	
600802.SH	福建水泥	RMB	12.4	95.4	n.a	n.a	n.a	n.a	4.5	3.5	n.a	n.a	n.a	25.1	24.0	21.0	n.a	n.a	
600539.SH	狮头股份	RMB	18.0	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	8.7	8.8	n.a	n.a	n.a	957.8	n.a	n.a	n.a	n.a	
600318.SH	冀东股份	RMB	28.7	65.8	n.a	41.6	29.6	22.3	7.0	6.4	n.a	3.9	2.8	56.6	40.3	36.8	n.a	30.8	
600668.SH	尖峰集团	RMB	17.3	21.1	n.a	n.a	n.a	n.a	3.4	2.9	n.a	n.a	n.a	20.1	16.1	12.7	n.a	n.a	
000672.SZ	上峰水泥	RMB	12.0	26.4	n.a	55.6	31.9	26.1	6.7	5.6	n.a	5.1	4.5	2,549.5	18.3	15.0	n.a	n.a	
002596.SZ	海南瑞泽	RMB	26.9	491.8	n.a	n.a	n.a	n.a	9.7	6.9	n.a	n.a	n.a	62.5	72.6	78.1	n.a	n.a	
600425.SH	青松建化	RMB	7.7	1,652.2	n.a	n.a	n.a	n.a	2.0	2.0	n.a	n.a	n.a	27.2	22.2	19.1	n.a	n.a	
000023.SZ	深天地A	RMB	28.0	225.3	n.a	n.a	n.a	n.a	11.1	10.7	n.a	n.a	n.a	46.8	69.2	66.0	n.a	n.a	
600883.SH	博闻科技	RMB	14.2	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	4.9	5.4	n.a	n.a	n.a	128.7	268.2	n.a	n.a	n.a	
A股市场平均值(市场一致预期)				172.6	51.8	280.2	31.6	26.5	4.2	3.8	2.1	2.5	2.3	183.8	33.7	20.1	9.6	13.2	
A股市场中位数(市场一致预期)				42.6	35.4	50.0	19.0	22.3	2.6	2.3	1.7	1.9	1.6	19.1	18.3	13.9	7.4	8.6	
914.HK	海螺水泥*	HKD	26.8	10.3	15.7	13.2	11.7	0.5	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3	4.9	6.6	5.9	5.3	0.0	
2009.HK	金隅股份*	HKD	3.2	11.2	14.2	10.3	8.7	0.4	0.9	0.8	0.7	0.7	0.5	19.8	20.6	19.8	16.4	0.0	
3323.HK	中国建材*	HKD	5.0	3.6	22.1	24.1	13.9	3.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	7.2	10.1	11.6	10.5	0.0	
1313.HK	华润水泥*	HKD	4.4	6.8	28.2	21.9	11.5	10.0	1.0	1.1	0.9	0.9	0.8	5.1	11.9	8.7	6.7	6.1	
中金覆盖H股平均值				8.0	20.1	17.4	11.4	3.6	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	9.3	12.3	11.5	9.7	1.5	
中金覆盖H股中位数				8.5	18.9	17.6	11.6	2.0	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	6.2	11.0	10.1	8.6	0.0	
743.HK	亚洲水泥	HKD	2.3	3.6	n.a	13.1	8.2	0.0	0.3	0.3	0.3	0.0	1.0	0.8	1.6	1.7	0.0		
1893.HK	中材股份	HKD	2.4	13.6	9.4	10.1	7.4	0.0	0.5	0.5	0.4	0.0	4.3	5.0	4.7	4.3	0.0		
691.HK	山水水泥	HKD	6.3	41.7	n.a	n.a	n.a	n.a	1.6	4.4	1.6	2.8	n.a	8.7	n.a	44.1	14.8	n.a	
2233.HK	西部水泥	HKD	1.1	111.3	n.a	48.0	14.1	0.0	0.8	0.9	0.9	0.8	0.0	5.9	7.5	5.9	4.2	0.0	
H股市场平均值(市场一致预期)				25.3	17.9	20.1	10.8	2.0	0.9	1.3	0.9	1.0	0.5	7.1	8.9	12.8	8.0	0.9	
H股市场中位数(市场一致预期)				10.7	15.7	13.2	11.5	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8	0.5	5.5	7.5	7.3	6.0	0.0	
CX US equity	墨西哥水泥	USD	9.0	n.a	n.a	1.2	0.9	0.7	n.a	n.a	0.1	0.1	0.1	17.4	14.0	9.7	9.4	8.6	
LHN V X equity	蒙古水泥	CHF	57.9	16.7	n.a	23.2	18.2	14.6	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	14.7	14.6	9.4	8.9	8.0	
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	88.1	34.0	20.7	18.7	14.9	12.2	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0	13.3	11.5	9.3	7.9	7.3	
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	32.6	41.4	36.7	21.7	17.6	15.2	2.4	2.1	1.9	1.8	1.7	20.8	15.2	10.6	9.4	8.6	
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	1,419.0	23.0	45.5	38.8	33.2	23.8	3.2	3.2	3.1	3.0	2.8	16.4	14.6	19.2	15.1	12.0	
其他市场平均值(市场一致预期)				28.8	34.3	20.7	17.0	13.3	2.0	1.9	1.5	1.4	1.3	16.5	14.0	11.6	10.2	8.9	
其他市场中位数(市场一致预期)				28.5	36.7	21.7	17.6	14.6	1.8	1.6	1.1	1.1	1.1	1.1	16.4	14.6	9.7	9.4	8.6

资料来源: 万得资讯, 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，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，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
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



CICC
中金公司

