

# 金鸿能源

## 关注外延式扩张，估值吸引力凸显

### 观点聚焦

#### 投资建议

维持对金鸿能源“推荐”的评级，目标价下调 21%至 22 元人民币，对应 2016 年 25 倍的市盈率。近期公司股价随 A 股市场大幅下行，估值优势凸显；在“煤改气”等环保压力的推动下，我们预计公司仍有内生增长潜力，并且外延式扩张可能开始发力。

由于国内天然气降价后的经济性依然偏弱，气量复苏较为缓慢，我们下调公司 2015/16/17 年每股盈利预测 14%/14%/21%至 0.68/0.89/1.08 元人民币。

#### 理由

国内天然气降价后，经济性较可比能源仍不具有竞争力。由于近期油价快速下行，国内天然气价格下降 0.7 元/立方米，仍然较燃料油、LPG 贵 20%以上；加上国内宏观经济下行导致工业用户用气量低迷，公司的售气量复苏较为缓慢，我们因此下调公司 2015/16/17 年的售气量增速假设 2%/7%/11%。

受益于“煤改气”。金鸿能源在河北地区目前运营应张线、衡水-冀州，以及衡水-沙河的天然气长输、分支管道，拥有张家口，以及周边 8 个县市的城市燃气特许经营权。随着未来京津冀三地环保协同性的加强，河北省工业用户的“煤改气”的推广力度有望加快。

外延式扩张有望发力。“跑马圈地”时代结束，天然气行业售气量增速放缓，而燃气项目整合可能是大势所趋；我们预计公司未来在燃气和环保业务方面，仍将加大并购力度，外延式扩张值得期待。

#### 盈利预测与估值

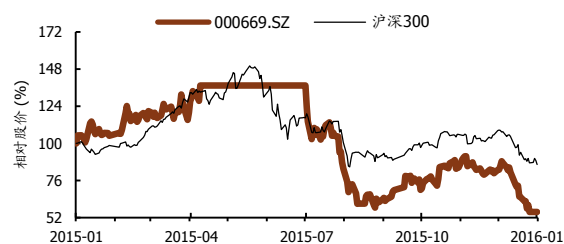
由于国内天然气降价后的经济性依然偏弱，气量复苏较为缓慢，我们下调公司 2015/16/17 年每股盈利预测 14%/14%/21%至 0.68/0.89/1.08 元人民币；目前公司股价对应 17/14 倍的 2016/17 年市盈率。

#### 风险

天然气消费量低迷；京津冀地区“煤改气”力度低于预期；外延式扩张低于预期等。

### 维持推荐

|                |                 |
|----------------|-----------------|
| 股票代码           | 000669.SZ       |
| 评级             | 推荐              |
| 最新收盘价          | 人民币 15.29       |
| 目标价            | 人民币 22.00       |
| 52 周最高价/最低价    | 人民币 37.78~14.86 |
| 总市值(亿)         | 人民币 74          |
| 30 日日均成交额(百万)  | 人民币 132.10      |
| 发行股数(百万)       | 486             |
| 其中：自由流通股(%)    | 98              |
| 30 日日均成交量(百万股) | 6.66            |
| 主营行业           | 石油天然气           |



| (人民币 百万)  | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 2,711 | 3,140 | 3,181 | 3,850 |
| 增速        | 61.7% | 15.8% | 1.3%  | 21.0% |
| 归属母公司净利润  | 316   | 331   | 430   | 526   |
| 增速        | 5.3%  | 4.8%  | 30.0% | 22.4% |
| 每股净利润     | 0.65  | 0.68  | 0.89  | 1.08  |
| 每股净资产     | 8.28  | 8.76  | 9.49  | 10.39 |
| 每股股利      | 0.20  | 0.15  | 0.19  | 0.23  |
| 每股经营现金流   | 1.52  | 1.15  | 1.55  | 1.97  |
| 市盈率       | 23.5  | 22.5  | 17.3  | 14.1  |
| 市净率       | 1.8   | 1.7   | 1.6   | 1.5   |
| EV/EBITDA | 10.4  | 10.7  | 9.2   | 7.6   |
| 股息收益率     | 1.3%  | 1.0%  | 1.2%  | 1.5%  |
| 平均总资产收益率  | 4.1%  | 3.4%  | 4.3%  | 5.0%  |
| 平均净资产收益率  | 10.4% | 8.0%  | 9.7%  | 10.9% |

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

#### 何帅

分析员  
shuai.he@cicc.com.cn  
SAC 执证编号：S0080511120001  
SFC CE Ref: BCH499

#### 关滨

分析员  
bin.guan@cicc.com.cn  
SAC 执证编号：S0080511080005  
SFC CE Ref: AGL097

#### 王苗子

联系人  
vivian.wang@cicc.com.cn  
SAC 执证编号：S0080115080056  
SFC CE Ref: BFJ414



## 财务报表和主要财务比率

| 财务报表 (百万元)   | 2014A  | 2015E | 2016E  | 2017E  | 主要财务比率       | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------|--------|-------|--------|--------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>利润表</b>   |        |       |        |        | <b>成长能力</b>  |       |       |       |       |
| 营业收入         | 2,711  | 3,140 | 3,181  | 3,850  | 营业收入         | 61.7% | 15.8% | 1.3%  | 21.0% |
| 营业成本         | 1,889  | 2,324 | 2,260  | 2,753  | 营业利润         | 4.9%  | 3.1%  | 23.9% | 21.9% |
| 营业税金及附加      | 29     | 38    | 38     | 46     | EBITDA       | 24.9% | 2.0%  | 18.9% | 17.2% |
| 营业费用         | 30     | 31    | 32     | 39     | 净利润          | 5.3%  | 4.8%  | 30.0% | 22.4% |
| 管理费用         | 117    | 141   | 143    | 173    | <b>盈利能力</b>  |       |       |       |       |
| 财务费用         | 167    | 121   | 107    | 107    | 毛利率          | 30.3% | 26.0% | 28.9% | 28.5% |
| 其他           | 10     | 0     | 0      | 0      | 营业利润率        | 17.4% | 15.4% | 18.9% | 19.0% |
| 营业利润         | 470    | 485   | 601    | 732    | EBITDA 利润率   | 30.7% | 27.0% | 31.7% | 30.7% |
| 营业外收支        | 25     | 5     | 5      | 5      | 净利率          | 11.6% | 10.5% | 13.5% | 13.7% |
| 利润总额         | 495    | 490   | 606    | 737    | <b>偿债能力</b>  |       |       |       |       |
| 所得税          | 130    | 122   | 151    | 184    | 流动比率         | 0.78  | 0.69  | 0.65  | 0.73  |
| 少数股东损益       | 49     | 37    | 24     | 27     | 速动比率         | 0.78  | 0.69  | 0.65  | 0.72  |
| 归属母公司净利润     | 316    | 331   | 430    | 526    | 现金比率         | 0.62  | 0.52  | 0.47  | 0.53  |
| EBITDA       | 832    | 849   | 1,009  | 1,183  | 资产负债率        | 54.5% | 53.1% | 51.1% | 49.9% |
| <b>资产负债表</b> |        |       |        |        | 净债务资本比率      | 净现金   | 净现金   | 0.8%  | 净现金   |
| 货币资金         | 2,412  | 2,021 | 1,846  | 2,166  | <b>回报率分析</b> |       |       |       |       |
| 应收账款及票据      | 468    | 525   | 532    | 643    | 总资产收益率       | 4.1%  | 3.4%  | 4.3%  | 5.0%  |
| 预付款项         | 87     | 96    | 93     | 113    | 净资产收益率       | 10.4% | 8.0%  | 9.7%  | 10.9% |
| 存货           | 17     | 19    | 19     | 23     | <b>每股指标</b>  |       |       |       |       |
| 其他流动资产       | 59     | 59    | 59     | 59     | 每股净利润 (元)    | 0.65  | 0.68  | 0.89  | 1.08  |
| 流动资产合计       | 3,043  | 2,719 | 2,548  | 3,004  | 每股净资产 (元)    | 8.28  | 8.76  | 9.49  | 10.39 |
| 固定资产及在建工程    | 5,291  | 5,903 | 6,458  | 6,660  | 每股股利 (元)     | 0.20  | 0.15  | 0.19  | 0.23  |
| 无形资产及其他长期资产  | 863    | 866   | 869    | 871    | 每股经营现金流 (元)  | 1.52  | 1.15  | 1.55  | 1.97  |
| 非流动资产合计      | 6,553  | 7,169 | 7,726  | 7,931  | <b>估值分析</b>  |       |       |       |       |
| 资产合计         | 9,596  | 9,889 | 10,275 | 10,936 | 市盈率          | 23.5  | 22.5  | 17.3  | 14.1  |
| 短期借款         | 1,881  | 1,881 | 1,881  | 1,881  | 市净率          | 1.8   | 1.7   | 1.6   | 1.5   |
| 应付账款及票据      | 728    | 735   | 716    | 865    | EV/EBITDA    | 10.4  | 10.7  | 9.2   | 7.6   |
| 其他流动负债       | 1,283  | 1,298 | 1,323  | 1,373  | 股息收益率        | 1.3%  | 1.0%  | 1.2%  | 1.5%  |
| 流动负债合计       | 3,892  | 3,914 | 3,919  | 4,118  |              |       |       |       |       |
| 应付长期债券       | 0      | 0     | 0      | 0      |              |       |       |       |       |
| 非流动负债合计      | 1,317  | 1,317 | 1,317  | 1,317  |              |       |       |       |       |
| 负债合计         | 5,227  | 5,249 | 5,254  | 5,453  |              |       |       |       |       |
| 股东权益合计       | 4,022  | 4,256 | 4,612  | 5,048  |              |       |       |       |       |
| 少数股东权益       | 347    | 384   | 408    | 434    |              |       |       |       |       |
| 负债及股东权益合计    | 9,596  | 9,889 | 10,275 | 10,936 |              |       |       |       |       |
| <b>现金流量表</b> |        |       |        |        |              |       |       |       |       |
| 净利润          | 316    | 331   | 430    | 526    |              |       |       |       |       |
| 折旧和摊销        | 190    | 238   | 297    | 339    |              |       |       |       |       |
| 营运资本变动       | 23     | -45   | 2      | 63     |              |       |       |       |       |
| 其他           | 169    | 0     | 0      | 0      |              |       |       |       |       |
| 经营活动现金流      | 738    | 561   | 754    | 956    |              |       |       |       |       |
| 投资活动现金流入     | 23     | 0     | 0      | 0      |              |       |       |       |       |
| 投资活动现金流出     | 1,373  | 855   | 855    | 545    |              |       |       |       |       |
| 投资活动现金流      | -1,350 | -855  | -855   | -545   |              |       |       |       |       |
| 股权融资         | 0      | 0     | 0      | 0      |              |       |       |       |       |
| 银行借款         | 2,910  | 1,500 | 1,500  | 1,500  |              |       |       |       |       |
| 其他           | 949    | 0     | 0      | 0      |              |       |       |       |       |
| 筹资活动现金流      | 2,330  | -97   | -73    | -91    |              |       |       |       |       |
| 汇率变动对现金的影响   | 0      | 0     | 0      | 0      |              |       |       |       |       |
| 现金净增加额       | 1,717  | -391  | -175   | 320    |              |       |       |       |       |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

## 公司简介

金鸿能源是国内独具特色的中下游城市燃气和环保运营商。公司目前运营超过 1100 公里的天然气长输、支干管线, 输气能力约 30 亿立方米; 公司在湖南、山东、河北等地拥有约 40 个城市燃气特许经营权, 2014 年售气量约 6 亿立方米。环保业务主要是烟气脱硫、脱硝、除尘等, 业务范围遍布国内 16 个省市, 2014 年环保业务的收入 2.55 亿元人民币, 毛利率 32%。

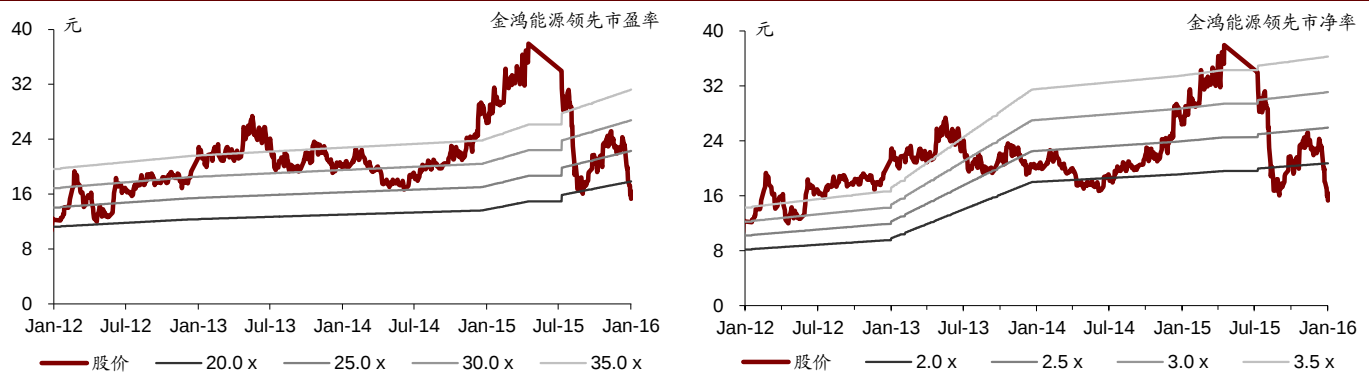


图表 1: 盈利预测调整

| 百万元人民币     | 2015E   |         |      | 2016E   |         |      | 2017E   |         |      |
|------------|---------|---------|------|---------|---------|------|---------|---------|------|
|            | 旧       | 新       | %    | 旧       | 新       | %    | 旧       | 新       | %    |
| 营业收入       | 3,320.4 | 3,140.4 | -5%  | 3,925.8 | 3,180.8 | -19% | 4,989.8 | 3,850.3 | -23% |
| 营业成本       | 2,423.6 | 2,324.5 | -4%  | 2,864.6 | 2,260.2 | -21% | 3,629.7 | 2,753.3 | -24% |
| 营业税金及附加    | 39.8    | 37.7    | -5%  | 47.1    | 38.2    | -19% | 59.9    | 46.2    | -23% |
| 销售费用       | 33.2    | 31.4    | -5%  | 39.3    | 31.8    | -19% | 49.9    | 38.5    | -23% |
| 管理费用       | 149.4   | 141.3   | -5%  | 176.7   | 143.1   | -19% | 224.5   | 173.3   | -23% |
| 财务费用       | 120.5   | 120.6   | 0%   | 106.5   | 106.8   | 0%   | 105.8   | 106.6   | 1%   |
| 资产减值损失     | -       | -       | -    | -       | -       | -    | -       | -       | -    |
| 投资损益       | 5.0     | 5.0     | 0%   | 5.0     | 5.0     | 0%   | 5.0     | 5.0     | 0%   |
| 营业利润       | 558.9   | 490.0   | -12% | 696.7   | 605.7   | -13% | 925.0   | 737.4   | -20% |
| 营业外收支      | -       | -       | -    | -       | -       | -    | -       | -       | -    |
| 利润总额       | 558.9   | 490.0   | -12% | 696.7   | 605.7   | -13% | 925.0   | 737.4   | -20% |
| 所得税        | 139.7   | 122.5   | -12% | 174.2   | 151.4   | -13% | 231.2   | 184.4   | -20% |
| 净利润        | 419.2   | 367.5   | -12% | 522.5   | 454.3   | -13% | 693.7   | 553.1   | -20% |
| 少数股东损益     | 36.7    | 36.7    | 0%   | 24.2    | 24.2    | 0%   | 26.6    | 26.6    | 0%   |
| 归属母公司净利润   | 382.5   | 330.8   | -14% | 498.4   | 430.1   | -14% | 667.2   | 526.5   | -21% |
| EBITDA     | 917.6   | 848.7   | -8%  | 1,099.9 | 1,009.3 | -8%  | 1,369.9 | 1,183.1 | -14% |
| 全面每股收益 (元) | 0.79    | 0.68    | -14% | 1.03    | 0.89    | -14% | 1.37    | 1.08    | -21% |

资料来源: 公司报告、中金公司研究部

图表 2: 领先市盈率和市净率



资料来源: 公司报告、彭博资讯、中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值表

| H股公司                 | 彭博代码      | 货币  | 股价<br>22/1/2016 | 市值<br>(US\$bn) | 市盈率(倍) |      |      | 市净率(倍) |       |     | EV/EBITDA(X) |      |      | 股息收益率 |       |       | 股权收益率 |       |       |
|----------------------|-----------|-----|-----------------|----------------|--------|------|------|--------|-------|-----|--------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                      |           |     |                 |                | 15E    | 16E  | 17E  | 15E    | 16E   | 17E | 15E          | 16E  | 17E  | 15E   | 16E   | 17E   | 15E   | 16E   | 17E   |
| 北京控股(*)              | 0392 HK   | 港币  | 38.4            | 6.3            | 8.6    | 8.1  | 7.3  | 0.8    | 0.7   | 0.7 | 12.6         | 11.5 | 11.1 | 3.3%  | 3.5%  | 3.8%  | 9.7%  | 9.6%  | 9.8%  |
| 华润燃气(*)              | 1193 HK   | 港币  | 18.2            | 5.2            | 13.6   | 11.0 | 11.7 | 2.2    | 1.9   | 1.9 | 8.2          | 6.8  | 6.5  | 1.4%  | 1.6%  | 1.6%  | 17.2% | 18.4% | 17.6% |
| 新奥能源(*)              | 2688 HK   | 港币  | 32.0            | 4.4            | 11.1   | 9.2  | 9.9  | 2.1    | 1.9   | 1.8 | 6.3          | 5.3  | 5.6  | 2.8%  | 3.4%  | 3.7%  | 20.6% | 22.1% | 19.1% |
| 港华燃气(*)              | 1083 HK   | 港币  | 3.5             | 1.2            | 8.2    | 6.9  | 6.9  | 0.6    | 0.6   | 0.6 | 10.3         | 9.2  | 8.7  | 2.4%  | 3.0%  | 3.3%  | 8.1%  | 8.9%  | 8.1%  |
| 中国燃气(*)              | 0384 HK   | 港币  | 9.5             | 6.0            | 13.5   | 10.0 | 9.4  | 2.3    | 1.9   | 1.7 | 12.3         | 11.8 | 9.4  | 1.3%  | 1.7%  | 1.7%  | 16.8% | 19.5% | 18.1% |
| 京能清洁能源(*)            | 0579 HK   | 港币  | 2.1             | 1.8            | 5.7    | 5.8  | 5.8  | 0.8    | 0.8   | 0.8 | 5.3          | 5.7  | 5.1  | 5.2%  | 5.1%  | 5.6%  | 14.9% | 14.7% | 14.7% |
| 新天绿色能源(*)            | 0956 HK   | 港币  | 1.0             | 0.5            | 7.1    | 5.8  | 4.4  | 0.4    | 0.4   | 0.3 | 5.9          | 5.0  | 4.2  | 4.8%  | 5.9%  | 7.9%  | 5.5%  | 6.5%  | 8.3%  |
| 中油燃气                 | 0603 HK   | 港币  | 0.4             | 0.3            | 9.3    | 6.7  | 5.8  | 0.6    | 0.6   | 0.5 | 6.0          | 4.9  | 4.3  | 0.2%  | 1.6%  | 1.9%  | 7.3%  | 8.9%  | 9.7%  |
| 香港中华煤气               | 0003 HK   | 港币  | 13.4            | 19.9           | 20.5   | 18.9 | 17.7 | 2.7    | 2.5   | 2.4 | 18.8         | 17.5 | 16.5 | 2.7%  | 2.8%  | 2.9%  | 13.7% | 13.9% | 13.8% |
| 滨海投资                 | 2886 HK   | 港币  | 2.4             | 0.4            | 9.4    | 6.2  | 4.6  | 2.2    | 1.8   | 1.4 | n.m          | n.m  | n.m  | 2.1%  | 5.1%  | 6.4%  | 23.8% | 29.3% | 30.4% |
| 平均值                  |           |     |                 |                | 10.8   | 9.1  | 13.0 | 1.4    | 1.3   | 1.2 | 9.1          | 8.3  | 7.9  | 2.6%  | 0.0   | 0.0   | 13.1% | 12.9% | 12.0% |
| <b>A股公司</b>          |           |     |                 |                |        |      |      |        |       |     |              |      |      |       |       |       |       |       |       |
| 深圳燃气(*)              | 601139 CH | 人民币 | 7.9             | 2.6            | 26.3   | 20.6 | 17.1 | 2.2    | 2.1   | 1.9 | 15.5         | 12.9 | 10.4 | 1.9%  | 2.2%  | 2.7%  | 9.8%  | 10.4% | 11.7% |
| 金鸿能源(*)              | 000669 CH | 人民币 | 15.3            | 1.1            | 22.5   | 17.3 | 14.1 | 1.7    | 1.6   | 1.5 | 11.1         | 9.3  | 7.9  | 1.0%  | 1.2%  | 1.5%  | 8.0%  | 9.7%  | 10.9% |
| 万鸿集团                 | 600681 CH | 人民币 | 11.0            | 0.4            | 24.5   | 18.6 | n.m  | n.m    | n.m   | n.m | n.m          | n.m  | n.m  | n.m   | n.m   | n.m   | n.m   | n.m   | n.m   |
| 长百集团                 | 600856 CH | 人民币 | 22.2            | 2.0            | 50.8   | 31.6 | 21.8 | 4.2    | 2.7   | 2.4 | n.m          | n.m  | n.m  | n.m   | n.m   | n.m   | n.m   | n.m   | n.m   |
| 陕天然气                 | 002267 CH | 人民币 | 9.9             | 1.7            | 17.3   | 14.4 | 10.9 | n.m    | n.m   | n.m | n.m          | n.m  | n.m  | n.m   | n.m   | n.m   | n.m   | n.m   | n.m   |
| 重庆燃气                 | 600917 CH | 人民币 | 10.4            | 2.4            | n.m    | n.m  | n.m  | n.m    | n.m   | n.m | n.m          | n.m  | n.m  | n.m   | n.m   | n.m   | n.m   | n.m   | n.m   |
| 胜利股份                 | 000407 CH | 人民币 | 5.7             | 0.7            | 44.1   | 17.9 | 11.2 | n.m    | n.m   | n.m | n.m          | n.m  | n.m  | n.m   | n.m   | n.m   | n.m   | n.m   | n.m   |
| 大通燃气                 | 000593 CH | 人民币 | 10.0            | 0.4            | 62.5   | 55.6 | 50.0 | 2.8    | 2.7   | 2.5 | 27.7         | 25.2 | 22.6 | n.m   | n.m   | n.m   | 4.4%  | 0.0   | 0.1   |
| 国新能源                 | 600617 CH | 人民币 | 12.5            | 2.0            | 20.4   | 15.3 | 12.3 | n.m    | n.m   | n.m | n.m          | n.m  | n.m  | n.m   | n.m   | n.m   | 23.8% | 25.1% | 26.1% |
| 平均值                  |           |     |                 |                | 33.2   | 23.9 | 19.6 | 2.7    | 2.2   | 2.1 | 17.1         | 15.2 | 13.3 | 1.5%  | 1.7%  | 2.1%  | 11.8% | 14.9% | 15.6% |
| <b>北美公司</b>          |           |     |                 |                |        |      |      |        |       |     |              |      |      |       |       |       |       |       |       |
| ONEOK                | OKE US    | 美元  | 22.5            | 4.7            | 14.9   | 13.6 | 12.0 | 15.4   | 680.3 | 7.0 | 11.4         | 10.1 | 9.3  | 10.9% | 11.1% | 11.8% | 47.3% | 56.4% | 11.4% |
| Atmos Energy         | ATO US    | 美元  | 62.4            | 6.4            | 20.3   | 19.0 | 18.0 | 2.0    | 1.9   | 1.8 | 10.2         | 9.6  | 8.8  | 2.5%  | 2.7%  | 2.9%  | 9.8%  | 10.2% | 10.3% |
| WGL Holdings         | WGL US    | 美元  | 62.4            | 3.1            | 20.6   | 20.3 | 19.1 | 2.5    | 2.8   | 2.9 | 11.9         | 10.2 | 9.2  | 2.9%  | 3.1%  | 3.2%  | 12.3% | 11.6% | 11.1% |
| NISource, Inc.       | NI US     | 美元  | 19.6            | 6.3            | 16.7   | 18.4 | 17.6 | 1.6    | 1.6   | 1.6 | 9.5          | 8.9  | 8.4  | 4.2%  | 3.7%  | 4.0%  | 6.0%  | 8.8%  | 9.2%  |
| Piedmont Natural Gas | PNY US    | 美元  | 58.0            | 4.7            | 31.0   | 29.4 | 27.6 | 3.2    | 3.2   | 2.6 | 14.9         | 15.4 | 14.7 | 2.3%  | 2.3%  | 2.4%  | 10.8% | 10.8% | 10.6% |
| TransCanada          | TRP CT    | 加元  | 44.8            | 22.2           | 18.4   | 17.2 | 15.9 | 1.8    | 1.8   | 1.7 | 11.8         | 11.1 | 10.3 | 4.6%  | 5.0%  | 5.3%  | 12.2% | 13.5% | 14.0% |
| Enbridge             | ENB CT    | 加元  | 44.0            | 26.6           | 20.5   | 17.8 | 15.9 | 2.4    | 2.2   | 2.3 | 15.4         | 12.5 | 11.6 | 4.2%  | 4.8%  | 5.4%  | 10.3% | 12.0% | 12.4% |
| 平均值                  |           |     |                 |                | 20.3   | 19.4 | 18.0 | 4.1    | 99.1  | 2.8 | 12.1         | 11.1 | 10.3 | 4.5%  | 4.7%  | 5.0%  | 15.5% | 17.6% | 11.3% |

资料来源: 公司报告、彭博资讯、中金公司研究部; 注: (\*) 使用中金盈利预测, 其他公司使用行业一致预测



## 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：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

