



# 中国平安

## 2016年业绩点评：增长均衡

### 业绩回顾

#### 业绩符合预期

中国平安公布 2016 业绩：营业收入 4,696 亿，同比增长 22%；归属母公司净利润 624 亿，同比增长 15%，对应每股盈利 3.5 元。新业务价值同比增长 32%，集团内含价值同比增长 16%，均符合预期（偿二口径）。集团股东权益下半年上涨 5%。

#### 发展趋势

**寿险业务增长保持强劲。**个险渠道新业务价值同比上涨 35%，主要受益于个险首年折现保费同比增长 36%，但新业务价值率下滑 40bp。首年折现保费的增长由代理人数量高增长和代理人产能提升双轮驱动。尽管准备金增提导致税前利润减少 289 亿，但受益于下半年投资收益改善，寿险下半年净利润同比增长 82%。

**财险业务超同业。**全年综合成本率仅为 95.9%，尽管同比上升了 30bp，但仍大幅好于市场预期和行业平均。较为稳健的综合成本率主要受益于非车险的高盈利性（平安披露个人车险业务综合成本率 97.9%）。其中，赔付率同比改善 2.3 个百分点，但费用率同比恶化 2.6 个百分点。

**投资收益稳健，资产质量改善。**净投资收益创历史新高达到 6.0%。非标资产占总资产占比从 2015 年底的 16.1% 下降至 15.3%。

**内含价值方法切换以保守的方式进行。**相比较于方法切换前，集团新业务价值和内含价值分别被提升 30% 和 1.5%，但提升幅度本应更高。主要原因是集团选择下调长期投资收益率假设至 5.0%，但折现率保持不变为 11%，较为保守。

**集团宣布每股股息 0.75 人民币，创历史新高，同比增长 42%（派息率为 21%）。**股息大幅提升主要受益于稳健的集团偿付能力（210%）以及较好的盈利性水平（全年 ROE 17.4%）。

互联网业务矩阵各项指标均保持快速增长。

#### 盈利预测

我们将 2017 年每股盈利预测从人民币 3.58 元上调 3% 至人民币 3.69 元。

#### 估值与建议

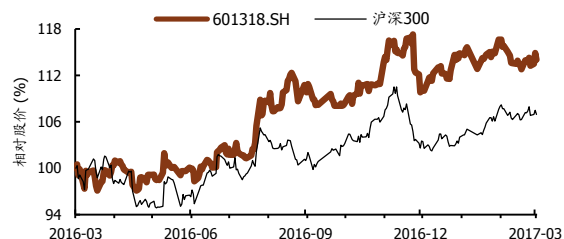
平安-A/-H 目前交易在旧内含价值口径下 0.9x/0.9x PEV，或新内含价值口径下 0.9x/0.9x PEV。维持推荐评级，保持 A/H 目标价分别 48 人民币和 54 港币不变，分别有 33% 和 25% 向上空间。

#### 风险

宏观经济差于预期。

### 维持推荐

股票代码	601318.SH	02318.HK
评级	推荐	推荐
最新收盘价	人民币 36.00	港币 43.25
目标价	人民币 48.00	港币 54.00
52 周最高价/最低价	人民币 37.76~30.44	港币 44.40~31.93
总市值(亿)	人民币 6,756	港币 7,618
30 日日均成交额(百万)	人民币 1,392.76	港币 1,131.43
发行股数(百万)	18,280	18,280
其中：自由流通股(%)	59	41
30 日日均成交量(百万股)	38.55	26.68
主营行业		保险



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	386,012	469,555	542,469	642,407
增速	18.3%	21.6%	15.5%	18.4%
归属母公司净利润	54,203	62,394	67,364	79,133
增速	38.0%	15.1%	8.0%	17.5%
每股净利润	2.97	3.41	3.69	4.33
每股净资产	18.28	20.98	24.01	27.76
每股股利	0.43	0.55	0.75	0.74
每股内含价值	30.24	37.21	40.33	45.68
市盈率	12.1	10.5	9.8	8.3
市净率	2.0	1.7	1.5	1.3
内含价值倍数	1.19	0.97	0.89	0.79
股息收益率	1.2%	1.5%	2.1%	2.0%
平均总资产收益率	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%
平均净资产收益率	17.4%	17.4%	16.4%	16.7%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

### 唐博伦

联系人

bolun.tang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080116040027

SFC CE Ref: BGD485

### 黄洁

分析员

anson.huang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080516060005

SFC CE Ref: AZX967

### 薛源

联系人

yuan.xue@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080116100040



**财务报表和主要财务比率**

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>利润表</b>				
保险业务收入	386,012	469,555	542,469	642,407
已赚保费	349,846	441,620	512,228	608,576
投资收益	134,922	115,053	148,446	161,782
其他业务收入	208,733	219,185	216,841	256,579
营业收入合计	693,501	775,858	877,515	1,026,937
净赔付和保户利益	-76,368	-119,299	-132,596	-148,119
提取保险责任准备金	-213,142	-205,515	-262,102	-317,166
其他营业支出	-310,297	-355,263	-382,299	-448,398
营业支出合计	-599,807	-680,077	-776,997	-913,683
营业利润	93,694	95,781	100,518	113,254
联营公司收益	-281	-1,370	-1,370	-1,370
利润总额	93,413	94,411	99,148	111,884
所得税费用	-28,235	-22,043	-21,456	-23,437
净利润	65,178	72,368	77,692	88,448
少数股东损益	10,975	9,974	10,328	9,315
归属于母公司净利润	54,203	62,394	67,364	79,133
<b>资产负债表</b>				
现金及银行存款	273,351	330,212	376,715	433,451
债权投资	829,245	910,968	1,039,256	0
股权投资	236,328	253,711	289,440	0
其他投资	392,695	476,907	544,068	-433,451
总投资资产	1,731,619	1,971,798	2,249,479	0
其他资产	3,033,540	3,605,105	4,212,199	7,649,688
总资产	4,765,159	5,576,903	6,461,679	7,649,688
保险合同负债	1,419,958	1,625,473	1,887,575	2,204,742
投资合同负债	42,690	44,930	47,288	49,769
次级债	34,609	34,609	34,609	34,609
其他负债	2,854,331	3,385,430	3,935,345	4,716,803
总负债	4,351,588	5,090,442	5,904,816	7,005,922
股东权益合计	413,571	486,461	556,862	643,766
少数股东权益	79,323	103,012	117,920	136,323
归属于母公司的股东权益	334,248	383,449	438,942	507,443
负债和股东权益总计	4,765,159	5,576,903	6,461,679	7,649,688

资料来源：公司数据，中金公司研究部

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>内含价值</b>				
新业务价值	30,838	42,053	53,828	66,208
有效业务价值	224,926	291,115	314,014	345,816
寿险内含价值	333,142	392,279	471,285	564,713
集团内含价值	552,852	680,284	737,229	835,078
<b>成长能力</b>				
保险业务收入	18.3%	21.6%	15.5%	18.4%
已赚保费	21.1%	26.2%	16.0%	18.8%
归属于母公司净利润	38.0%	15.1%	8.0%	17.5%
新业务价值	40.4%	36.4%	28.0%	23.0%
<b>关键指标</b>				
新业务价值率 (标准保费)	38.2%	39.0%	37.6%	38.6%
财险综合成本率	95.9%	96.0%	96.0%	95.8%
净投资收益率	5.3%	5.7%	5.7%	5.5%
总投资收益率	7.2%	5.0%	5.7%	5.4%
寿险偿付能力充足率	203.2%	151.8%	175.4%	196.4%
产险偿付能力充足率	182.2%	157.9%	173.0%	185.9%
集团偿付能力充足率	195.4%	194.8%	190.2%	187.0%
<b>回报率分析</b>				
总资产收益率	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%
净资产收益率	17.4%	17.4%	16.4%	16.7%
寿险内含价值回报率	26.1%	17.8%	20.1%	19.8%
集团内含价值回报率	18.5%	23.1%	8.4%	13.3%
<b>每股指标</b>				
每股净利润 (元)	2.97	3.41	3.69	4.33
每股净资产 (元)	18.28	20.98	24.01	27.76
每股内含价值 (元)	30.24	37.21	40.33	45.68
每股股利 (元)	0.43	0.55	0.75	0.74
<b>估值分析</b>				
内含价值倍数	1.2	1.0	0.9	0.8
市净率	2.0	1.7	1.5	1.3
股价/每股股东权益	1.6	1.4	1.2	1.0
市盈率	12.1	10.5	9.8	8.3
股息收益率	1.2%	1.5%	2.1%	2.0%

**公司简介**

中国平安是中国第一家以保险为核心的,融证券、信托、银行、资产管理、企业年金等多元金融业务为一体的综合金融服务集团。公司通过多渠道分销网络,以统一的品牌向客户提供保险、银行、投资等金融产品和服务。



图表 1: 2016 年业绩概要

除特别说明，单位均为：百万元人民币	2014	2015	2016	同比变动%	超出中金预测%	超出市场预期%	1H16	同比变动%
净利润	39,279	54,203	62,394	15%	-3%	0%	18%	10%
每股收益 (单位：人民币)	2.34	2.98	3.50	17%	-1%	2%	18%	18%
每股股利 (单位：人民币)	0.38	0.53	0.75	42%	28%		11%	57%
首年保费收入	63,639	89,612	123,601	38%			40%	34%
首年期交占首年业务收入比例	n.a	1	1	-1%			-2%	1%
年化保费收入	n.a	79,010	107,797	36%	-11%		37%	36%
代理渠道——个险	n.a	69,810	95,012	36%			33%	42%
代理渠道——银保	n.a	2,221	3,869	74%			102%	33%
代理渠道——电销、互联网及其他	n.a	6,829	8,727	28%			78%	3%
团险	n.a	150	189	27%			26%	27%
新业务价值，偿一代（11%贴现率假设，5.5%投资收益假设）	n.a	30,838	39,290	27%	0%	0%	43%	9%
新业务价值，偿二代（11%贴现率假设，5.5%投资收益假设）	n.a	n.a.	57,289	n.a.	0%	1%		
新业务价值，偿二代（11%贴现率假设，5.0%投资收益假设）	n.a	38,420	50,805	32%				
代理渠道——个险	n.a	34,393	46,413	35%				
代理渠道——银保	n.a	318	314	-1%				
代理渠道——电销、互联网及其他	n.a	3,339	3,800	14%				
团险	n.a	370	278	-25%				
新业务价值占年化保费收入比例，偿二代（11%贴现率假设，5.0%投资收益假设）	n.a	48.6%	47.1%	-1.5%				
代理渠道——个险	n.a	49.3%	48.8%	-0.4%				
代理渠道——银保	n.a	14.3%	8.1%	-6.2%				
代理渠道——电销、互联网及其他	n.a	48.9%	43.5%	-5.4%				
团险	n.a	247.3%	146.8%	-100.5%				
净投资收益率	5.3%	5.8%	6.0%	0.2%			0.6%	-0.2%
总投资收益率	5.1%	7.8%	5.3%	-2.5%			-3.3%	-1.5%
减值损失	-8,828	-4,268	-495	-88%			-79%	-98%
平均代理人数量	596,258	752,723	990,350	32%			34%	29%
代理人均首年保费收入（单位：人民币）	n.a	8,104	8,552	5.5%			2%	11%
代理人均月年化保费收入（单位：人民币）	n.a	7,729	7,995	3.4%			-1%	9%
代理人均月新业务价值（单位：人民币）	n.a	3,808	3,905	2.6%				
财险赔付率	57.7%	56.7%	54.4%	-2.3%			-2.1%	
财险费用率	37.6%	38.9%	41.5%	2.6%			3.8%	
财险综合成本率	95.3%	95.6%	95.9%	0.3%	-1.2%	-0.4%	1.7%	
除特别说明，单位均为：百万元人民币	2014	2015	2016	同比变动%	超出中金预测%	超出市场预期%	1H16	环比变动%
集团净资产	289,564	334,248	383,449	15%	-1%	-2%	9%	5%
集团内含价值，偿一代（11%贴现率假设，5.5%投资收益假设）	458,812	552,852	628,539	14%	-3%	-7%	11%	2%
集团内含价值，偿二代（11%贴现率假设，5.5%投资收益假设）	n.a	n.a.	688,541	n.a.	3%	0%		11%
集团内含价值，偿二代（11%贴现率假设，5.0%投资收益假设）	n.a	551,514	637,703	16%				
寿险内含价值，偿一代（11%贴现率假设，5.5%投资收益假设）	264,224	326,814	351,148	7%	-10%	-15%	8%	-1%
寿险内含价值，偿二代（11%贴现率假设，5.5%投资收益假设）	n.a	n.a.	411,150	n.a.	-1%	-2%		14%
寿险内含价值，偿二代（11%贴现率假设，5.0%投资收益假设）	n.a	325,474	360,312	11%				
风险贴现率	11.0%	11.0%	11.0%	不变			不变	不变
长期投资收益率假设	5.5%	5.5%	5.0%	改变			不变	改变
集团核心偿付能力充足率	n.a	196%	201%	5%			5%	0%
集团综合偿付能力充足率	n.a	205%	210%	5%			6%	0%
财险核心偿付能力充足率	n.a	237%	237%	0%			20%	-19%
财险综合偿付能力充足率	n.a	270%	267%	-2%			20%	-22%
寿险核心偿付能力充足率	n.a	207%	212%	6%			0%	6%
寿险综合偿付能力充足率	n.a	220%	226%	6%			2%	5%
代理人数量	635,551	869,895	1,110,805	28%			20%	6%
不良贷款比率	1.02%	1.45%	1.74%	0.29%			0.11%	0.18%
银行风险加权资产	1,380,432	1,661,747	2,033,715	22.4%			13.7%	7.6%
一级核心资本率	8.6%	9.0%	8.4%	-0.7%			-0.5%	-0.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 2: 估值指标变化

人民币百万	业绩前 旧内含价值	业绩后 新内含价值	新旧对比 变化
2015 新业务价值	30,838	38,420	25%
2016 新业务价值	46,203	50,805	10%
2017e 新业务价值	60,931	66,109	8%
2015 寿险内含价值	333,142	325,474	-2%
2016 寿险内含价值	391,394	360,312	-8%
2017e 寿险内含价值	479,025	446,524	-7%
2015 集团内含价值	552,852	551,514	0%
2016 集团内含价值	645,057	637,703	-1%
2017e 集团内含价值	729,142	722,625	-1%
目前 2016 P/EV (x)	0.98x	0.99x	1%
目前 2017e P/EV (x)	0.87x	0.87x	1%
目前 2016 NBV (x)	-0.30x	-0.10x	-68%
目前 2017e NBV (x)	-1.61x	-1.38x	-14%
<b>H股</b>			
权益成本	13.0%	11.3%	-1.7%
3年平均内含价值回报率	17.2%	14.8%	-2.4%
2017e 公允P/EV (x)	1.48x	1.48x	0%
公允价值, 折价前, 港币	67.8	67.3	-1%
折价	20%	20%	0%
<b>公允价值, 港币</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>0%</b>
<b>A股</b>			
权益成本	11.4%	9.6%	-1.8%
3年平均内含价值回报率	17.2%	14.8%	-2.4%
2017e 公允P/EV (x)	1.51x	1.54x	2%
公允价值, 折价前, 人民币	60.3	61.0	1%
折价	20%	20%	0%
<b>公允价值, 人民币</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>0%</b>

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 关键假设调整

除非特别说明, 单位为港币	旧预测	新预测	%变动
2017预测每股盈利	4.1	4.2	3.2%
2018预测每股盈利	4.6	5.0	7.8%
2019预测每股盈利	6.0	6.2	4.8%
2017预测每股净资产	28.1	27.6	-1.7%
2018预测每股净资产	32.2	31.9	-0.9%
2019预测每股净资产	37.6	37.4	-0.7%
2017预测内含价值	46	45	-0.9%
2018预测内含价值	54	52	-3.8%
2019预测内含价值	65	61	-7.0%
2017预测新业务价值	3.8	4.2	8.5%
2018预测新业务价值	4.6	5.3	13.9%
2019预测新业务价值	5.9	6.7	13.6%
2017预测综合成本率	97.6%	96.0%	-1.6%
2018预测综合成本率	98.1%	95.8%	-2.3%
2019预测综合成本率	98.1%	95.6%	-2.5%
目标价 (A股)	48.0	48.0	0.0%
目标价 (H股)	54.0	54.0	0.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



图表4：利润表和资产负债表概要

利润表（百万元人民币）	2015	2016	同比变动%	2H15	2H16	同比变动%	4Q15	4Q16	同比变动%
保费收入	386,012	469,555	22%	173,737	212,682	22%	89,181	110,209	24%
已赚净保费	349,846	441,620	26%	157,984	197,997	25%	80,175	100,969	26%
投资收益	134,922	115,053	-15%	51,748	59,483	15%	30,310	27,531	-9%
银行业务利息收入	132,131	131,075	-1%	65,960	67,421	2%	32,498	35,466	9%
其他收入	76,321	86,740	14%	41,229	41,759	1%	22,128	17,998	-19%
<b>总收入</b>	<b>693,220</b>	<b>774,488</b>	<b>12%</b>	<b>316,921</b>	<b>366,660</b>	<b>16%</b>	<b>165,111</b>	<b>181,964</b>	<b>10%</b>
赔付及保户利益	-289,510	-324,814	12%	-117,922	-147,542	25%	-60,816	-78,007	28%
佣金费用	-50,644	-78,754	56%	-24,834	-40,009	61%	-12,745	-19,962	57%
银行业务利息支出	-64,727	-52,937	-18%	-30,410	-26,330	-13%	-15,309	-13,134	-14%
非保险业务手续费及佣金支出	-3,567	-4,392	23%	-1,664	-2,196	32%	-1,000	-897	-10%
管理及其他费用	-135,155	-141,007	4%	-73,951	-70,852	-4%	-40,286	-38,959	-3%
其他费用	-56,204	-78,173	39%	-34,235	-41,382	21%	-22,510	-19,172	-15%
<b>总费用</b>	<b>-599,807</b>	<b>-680,077</b>	<b>13%</b>	<b>-283,016</b>	<b>-328,311</b>	<b>16%</b>	<b>-152,666</b>	<b>-170,131</b>	<b>11%</b>
税前利润	93,413	94,411	1%	33,905	38,349	13%	12,445	11,833	-5%
所得税	-28,235	-22,043	-22%	-8,603	-12,289	43%	-3,672	-4,278	17%
净利润	65,178	72,368	11%	25,302	26,060	3%	8,773	7,555	-14%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>54,203</b>	<b>62,394</b>	<b>15%</b>	<b>19,589</b>	<b>21,618</b>	<b>10%</b>	<b>5,927</b>	<b>5,886</b>	<b>-1%</b>

资产负债表（百万元人民币）	2015	2016	同比变动%	1H16	2H16	半年度环比变动%	3Q16	4Q16	季度环比变动%
现金	439,327	561,143	28%	544,311	561,143	3%	449,274	561,143	25%
固定到期日投资	1,911,871	2,156,291	13%	2,098,796	2,156,291	3%	2,082,571	2,156,291	4%
权益类投资	370,899	426,908	15%	390,599	426,908	9%	409,829	426,908	4%
贷款	1,245,371	1,458,291	17%	1,364,357	1,458,291	7%	1,427,043	1,458,291	2%
其他资产	797,691	974,270	22%	876,648	974,270	11%	927,847	974,270	5%
<b>总资产</b>	<b>4,765,159</b>	<b>5,576,903</b>	<b>17%</b>	<b>5,219,782</b>	<b>5,576,903</b>	<b>7%</b>	<b>5,296,564</b>	<b>5,576,903</b>	<b>5%</b>
保险合同负债	1,419,958	1,625,473	14%	1,530,888	1,625,473	6%	1,581,331	1,625,473	3%
投资合同负债	42,690	44,930	5%	43,670	44,930	3%	43,036	44,930	4%
其他负债	2,888,940	3,420,039	18%	3,182,632	3,420,039	7%	3,191,583	3,420,039	7%
<b>总负债</b>	<b>4,351,588</b>	<b>5,090,442</b>	<b>17%</b>	<b>4,757,190</b>	<b>5,090,442</b>	<b>7%</b>	<b>4,815,950</b>	<b>5,090,442</b>	<b>6%</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>413,571</b>	<b>486,461</b>	<b>18%</b>	<b>462,592</b>	<b>486,461</b>	<b>5%</b>	<b>480,614</b>	<b>486,461</b>	<b>1%</b>
少数股权权益	79,323	103,012	30%	98,644	103,012	4%	101,236	103,012	2%
<b>归属于母公司的股东权益</b>	<b>334,248</b>	<b>383,449</b>	<b>15%</b>	<b>363,948</b>	<b>383,449</b>	<b>5%</b>	<b>379,378</b>	<b>383,449</b>	<b>1%</b>

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表5：估值表

公司	货币	评级	市值 百万美元	收盘价 3月22日	目标 价格	上涨 空间	内含价值倍数 2016e	内含价值倍数 2017e	3年平均 含价值回报率	市净率 2016e	市净率 2017e	3年平均 净资产收益率	市盈率 2016e	股息率 2016e
友邦保险	港币	推荐	77,143	49.9	63.0	26%	1.8x	1.7x	13.6%	2.2x	2.0x	14.5%	18.5x	1.7%
中国人寿-H股	港币	推荐	23,182	24.3	33.0	36%	1.0x	0.9x	14.7%	1.9x	1.9x	10.0%	31.9x	1.1%
中国太保-H股	港币	推荐	10,301	29.0	37.0	28%	1.0x	0.9x	15.3%	1.7x	1.7x	10.0%	21.0x	1.9%
中国再保险	港币	推荐	1,576	1.8	2.2	20%	0.9x	0.8x	12.5%	0.9x	0.9x	9.7%	13.5x	1.9%
中国太平	港币	推荐	9,096	19.7	25.0	27%	0.7x	0.6x	12.6%	1.2x	1.1x	9.5%	15.5x	0.0%
新华保险-H股	港币	推荐	4,978	37.6	51.0	36%	0.9x	0.8x	15.1%	1.7x	1.6x	10.9%	21.4x	0.5%
人保集团	港币	推荐	3,681	3.3	4.2	28%	n.a.	n.a.	n.a.	1.0x	0.8x	14.7%	10.0x	0.5%
中国财险	港币	推荐	7,430	12.6	15.1	20%	n.a.	n.a.	n.a.	1.4x	1.2x	15.4%	10.7x	3.3%
中国平安-H股	港币	推荐	41,296	43.3	54.0	25%	1.1x	1.0x	14.8%	1.8x	1.6x	15.9%	11.0x	2.0%
中国人寿-A股	人民币	推荐	73,884	24.4	34.0	39%	1.1x	1.0x	14.7%	2.2x	2.1x	10.0%	36.9x	0.9%
中国太保-A股	人民币	推荐	24,388	26.7	38.0	42%	1.1x	1.0x	15.3%	1.8x	1.7x	10.0%	22.3x	1.8%
新华保险-A股	人民币	推荐	12,457	41.1	61.0	48%	1.1x	1.0x	15.1%	2.2x	2.0x	10.9%	27.0x	0.4%
中国平安-A股	人民币	推荐	56,638	36.0	48.0	33%	1.0x	0.9x	14.8%	1.7x	1.5x	15.9%	10.5x	2.1%
中国行业-H股	美元		101,539			27%	0.9x	0.8x	14.2%	1.7x	1.5x	12.0%	17.7x	1.4%
中国行业-A股	美元		167,367			41%	1.1x	1.0x	15.0%	2.0x	1.8x	11.7%	25.1x	1.3%
中国行业	美元		268,906			32%	1.0x	0.9x	14.5%	1.9x	1.7x	11.9%	22.3x	1.4%
香港&中国	美元		346,049			31%	1.2x	1.1x	14.4%	1.9x	1.8x	12.1%	21.5x	1.4%

资料来源：公司数据，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。

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](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

