



公司最新消息

万科(A) (000002.SZ)

卖出

证券研究报告

当前股价已计入了加杠杆进行净资产价值扩张的潜力；卖出

最新事件

我们认为万科A的股价已经远远超出了通过合理的资本配置可实现的净资产价值扩张潜力。鉴于该股估值远高于正常水平（我们认为一定程度上是7月底以来恒大增持万科A股份至14.07%所致），且我们的12个月目标价人民币16.5元隐含35%的下行空间，我们重申对万科A的卖出评级。本报告中，我们分析了投资者对于我们观点的三个主要相反意见。

潜在影响

相反观点 #1：买万科A股股票比直接购地便宜。我们的看法：我们估算万科现有土地储备若按市值计价为人民币21元/股，较当前股价低18%。

相反观点 #2：万科负债率较低，存在加杠杆扩张土地储备/净资产价值的空间。我们的看法：当前股价相当于净负债率升至60%（我们的基本假设为-14%）所实现的2016年年底净资产价值。即便是在较激进的净负债率为300%的情景假设下，我们估算潜在的净资产价值也仅为人民币32元/股，风险回报不具吸引力。

相反观点 #3：万科可以凭借雄厚的财务实力支付更高的股息。我们的看法：假设派息率上升到100%（我们的基本假设为45%），则当前股价隐含的2016年预期股息收益率为7.2%（我们的基本假设为3%，行业均值为4%）。虽然派息率可以超过100%，但由此带来的股东权益的下降可能意味着加杠杆的空间减小。

估值

万科A当前估值远高于2010年以来历史区间的1个标准差（相对于2016年年底预期净资产价值溢价8%，对应13.9倍的2016年预期市盈率和2.5倍的2016年预期市净率），且相对于A股同业（相对净资产价值折让22%，市盈率11.6倍，市净率2.0倍）存在大幅溢价。维持对万科A的卖出评级，基于2016年年底净资产价值的12个月目标价格为16.5元，维持对万科H的中性评级，12个月目标价为19.0港元。

主要风险

恒大和/或其它方持续购买股份；资本配置执行好于预期。

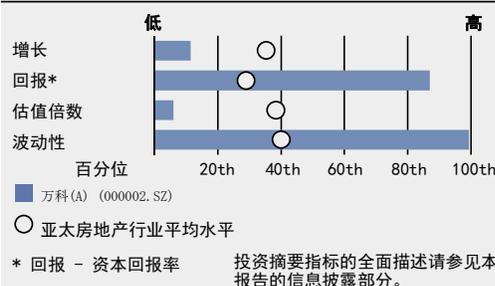
所属投资名单

亚太卖出名单

行业评级：中性

王逸, CFA 执业证书编号: S1420510120004
+86(21)2401-8930 yi.wang@ghsi.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要



主要数据	当前			
股价 (Rmb)	25.38			
12个月目标价格 (Rmb)	16.50			
2202.HK 股价 (HK\$)	21.20			
2202.HK 12个月目标价格 (HK\$)	19.00			
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	280,131.9 / 40,681.4			
外资持股比例 (%)	--			
	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
每股盈利 (Rmb)	1.64	1.84	2.24	2.24
每股盈利增长 (%)	15.0	11.8	22.3	(0.2)
每股摊薄盈利 (Rmb)	1.64	1.84	2.24	2.24
每股基本盈利 (Rmb)	1.64	1.84	2.24	2.24
市盈率 (X)	8.9	13.8	11.3	11.3
市净率 (X)	1.6	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA (X)	7.5	8.3	4.0	NM
股息收益率 (%)	4.9	3.3	4.0	4.0
净资产回报率 (%)	19.2	19.1	20.6	18.3

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	8.8	3.9	33.7
相对于沪深300指数	5.2	(4.5)	42.2

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为12/06/2016收盘价）

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

万科(A): 财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	资产负债表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入	184,317.5	244,806.1	268,161.3	273,711.6	现金及等价物	51,747.6	114,764.7	271,841.1	506,832.0
主营业务成本	(144,899.5)	(196,396.6)	(213,310.8)	(217,793.1)	应收账款	77,996.3	116,574.4	127,695.9	130,338.8
销售、一般及管理费用	(8,883.5)	(10,771.5)	(13,408.1)	(13,685.6)	存货	368,121.9	420,332.4	358,404.7	233,901.5
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	49,158.6	56,512.9	55,816.4	42,453.9
其它营业收入/(支出)	(495.9)	(342.0)	0.0	0.0	流动资产	547,024.4	708,184.3	813,758.1	913,526.2
EBITDA	30,038.6	37,296.1	41,442.4	42,232.9	固定资产净额	5,515.8	7,334.8	9,225.1	11,017.3
折旧及摊销	(715.8)	(940.3)	(1,058.0)	(1,193.9)	无形资产净额	1,694.6	1,383.4	1,116.7	867.8
EBIT	29,322.8	36,355.8	40,384.4	41,039.0	长期投资	33,503.4	46,098.8	49,451.2	52,486.1
利息收入	1,371.2	1,035.0	1,147.6	2,718.4	其它长期资产	23,557.4	26,717.5	29,389.2	32,328.1
财务费用	(1,810.9)	(1,866.8)	(1,900.2)	(2,021.7)	资产合计	611,295.6	789,718.8	902,940.4	1,010,225.5
联营公司	3,561.9	3,264.6	3,352.4	3,034.9	应付账款	386,041.4	524,609.4	608,768.0	687,065.5
其它	1,357.6	679.8	679.8	679.8	短期贷款	26,646.5	29,292.3	29,292.3	29,292.3
税前利润	33,802.6	39,468.5	43,664.1	45,450.4	其它流动负债	7,374.0	7,742.7	8,129.8	8,536.3
所得税	(7,853.2)	(9,401.8)	(10,481.0)	(11,028.0)	流动负债	420,061.8	561,644.4	646,190.1	724,894.1
少数股东损益	(7,830.0)	(9,807.5)	(8,401.4)	(9,679.0)	长期贷款	52,844.4	62,170.1	62,170.1	62,170.1
优先股股息前净利润	18,119.4	20,259.3	24,781.7	24,743.3	其它长期负债	2,079.7	2,095.0	2,095.0	2,095.0
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	54,924.1	64,265.2	64,265.2	64,265.2
非经常性项目前净利润	18,119.4	20,259.3	24,781.7	24,743.3	负债合计	474,985.9	625,909.6	710,455.3	789,159.3
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	18,119.4	20,259.3	24,781.7	24,743.3	普通股权益	100,183.5	112,494.6	128,159.6	141,751.2
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	1.64	1.84	2.24	2.24	少数股东权益	36,126.1	51,314.6	64,325.5	79,315.0
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	1.64	1.84	2.24	2.24	负债及股东权益合计	611,295.6	789,718.8	902,940.4	1,010,225.5
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	1.64	1.84	2.24	2.24	每股净资产(Rmb)	9.07	10.19	11.61	12.84
每股股息(Rmb)	0.72	0.83	1.01	1.01	评估净资产价值(Rmb mn)	--	260,493.5	--	--
股息支付率(%)	43.8	45.0	45.0	45.0	评估每股净资产(Rmb)	--	23.60	--	--
自由现金流收益率(%)	7.1	19.9	47.7	67.8					
增长率和利润率(%)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	比率	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入增长率	33.6	32.8	9.5	2.1	净资产回报率(%)	19.2	19.1	20.6	18.3
EBITDA增长率	36.5	24.2	11.1	1.9	总资产回报率(%)	3.2	2.9	2.9	2.6
EBIT增长率	36.6	24.0	11.1	1.6	平均运用资本回报率(%)	18.3	20.1	44.2	(37.2)
净利润增长率	15.1	11.8	22.3	(0.2)	存货周转天数	863.8	732.7	666.3	496.3
每股盈利增长	15.0	11.8	22.3	(0.2)	应收账款周转天数	127.5	145.1	166.2	172.0
毛利率	21.4	19.8	20.5	20.4	应付账款周转天数	886.4	846.2	969.7	1,085.8
EBITDA利润率	16.3	15.2	15.5	15.4	净负债/股东权益(%)	19.3	(14.2)	(93.7)	(187.9)
EBIT利润率	15.9	14.9	15.1	15.0	EBIT利息保障倍数(X)	66.7	43.7	53.7	NM
现金流量表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	估值	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
优先股股息前净利润	18,119.4	20,259.3	24,781.7	24,743.3	基本市盈率(X)	8.9	13.8	11.3	11.3
折旧及摊销	715.8	940.3	1,058.0	1,193.9	市净率(X)	1.6	2.5	2.2	2.0
少数股东权益	7,830.0	9,807.5	8,401.4	9,679.0	EV/EBITDA(X)	7.5	8.3	4.0	NM
运营资本增减	(6,439.9)	47,779.5	134,964.8	200,157.7	股息收益率(%)	4.9	3.3	4.0	4.0
其它	(4,179.3)	(10,436.6)	(2,062.8)	10,673.0					
经营活动产生的现金流	16,046.0	68,349.9	167,143.0	246,447.0	核心估值	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
资本开支	(2,063.0)	(2,448.1)	(2,681.6)	(2,737.1)	核心利润(Rmb mn)	18,119.4	20,259.3	24,781.7	24,743.3
收购	(16,157.4)	(9,330.8)	0.0	0.0	每股核心盈利(Rmb)	1.64	1.84	2.24	2.24
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0	核心净资产回报率(%)	19.2	19.1	20.6	18.3
其它	(2,727.1)	0.0	0.0	0.0	核心总资产回报率(%)	3.2	2.9	2.9	2.6
投资活动产生的现金流	(20,947.5)	(11,778.9)	(2,681.6)	(2,737.1)	核心平均运用资本回报率(%)	18.3	20.1	44.2	(37.2)
支付股息的现金(普通股和优先股)	(5,518.8)	(7,948.2)	(9,116.7)	(11,151.8)	核心市盈率(X)	8.9	13.8	11.3	11.3
借款增减	5,805.7	11,971.6	0.0	0.0	核心股息支付率(%)	43.8	45.0	45.0	45.0
普通股发行(回购)	0.0	0.0	0.0	0.0	每股核心盈利增长率(%)	15.0	11.8	22.3	(0.2)
其它	(5,291.2)	2,422.6	1,731.7	2,432.7					
筹资活动产生的现金流	(5,004.2)	6,446.0	(7,384.9)	(8,719.0)					
总现金流	(9,905.7)	63,017.0	157,076.5	234,990.8					

注: 最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源: 公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

王逸, CFA
yi.wang@ghsl.cn

目录

不同情景假设下万科的净资产和潜在价值	4
分析对我们卖出评级的主要反对意见	6
恒大目前是万科 A 的第三大股东	11
管理层对于企业的长期成功至关重要	13
信息披露附录	20

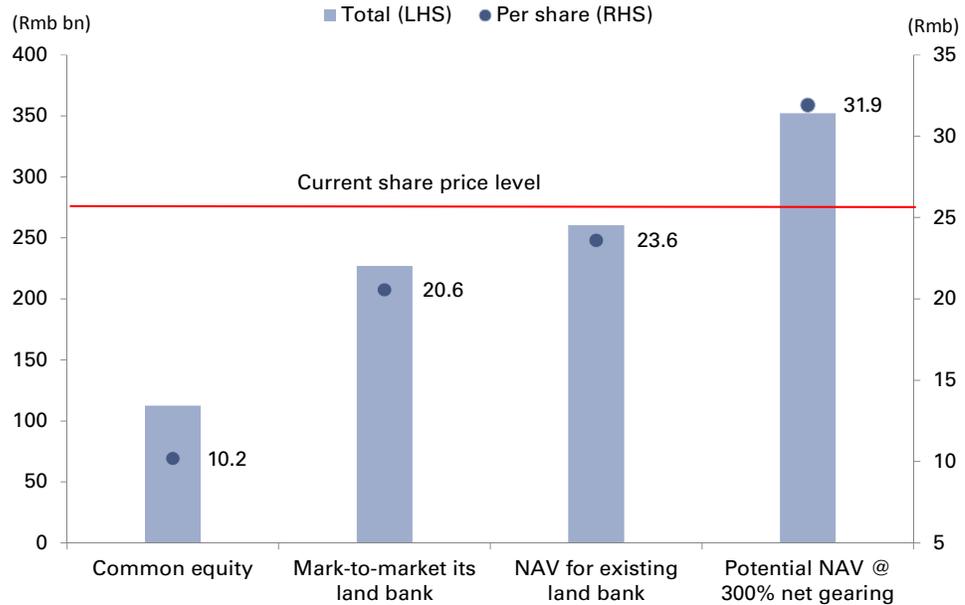
本报告股价截至 2016 年 12 月 5 日收盘价，除非另有说明。

高华证券感谢高盛分析师陈晓舟在本报告中的贡献。

不同情景假设下万科的净资产和潜在价值

图表 1: 估值情景范围从 2016 年底预期每股净资产人民币 10.2 元到净负债率（净负债/权益）为 300% 的情景之下每股净资产价值人民币 32 元

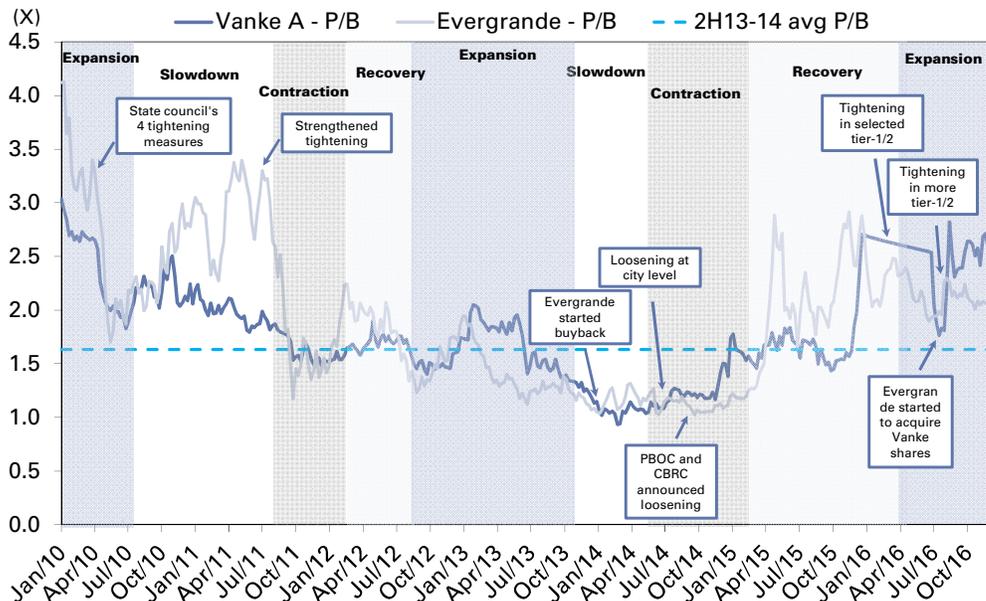
2016 年底万科净资产、估算的盯市资产价值（截至 11 月 25 日）、基本假设下 2016 年底预期净资产价值、假设净负债率为 300% 时所对应的 2016 年底预期净资产价值



资料来源：高华证券研究

图表 2: 自 2016 年 7 月份恒大开始购买万科股份以来，万科 A 的市净率倍数大幅上升

经济周期各阶段万科 A 和恒大的 12 个月历史市净率 vs. 2013 年下半年 - 14 年均值（上一个下行周期）



资料来源：公司数据、Datastream、新闻报道（包括彭博、中国证券报）、高华证券研究

万科估值较历史估值区间高一个标准差以上

如以下图表所示，万科A估值相对于2016年底预期净资产价值溢价8%（而我们覆盖的内地上市开发商净资产价值折让均值为22%），万科H估值为折让20%（我们覆盖的海外上市开发商折让均值为51%）。A股估值看上去偏高，无论是2016年预期市盈率（13.9倍 vs. 11.6倍）还是2016年预期市净率（2.5倍 vs. 2.0倍）都高于内地同业均值。因此，我们维持万科A的卖出评级。H股当前对应10.3倍的2016年预期市盈率和1.9倍的2016年预期市净率，也高于海外上市同业均值7.5倍和0.9倍；我们维持对万科H的中性评级。此外，万科A/H的净资产价值、市盈率和市净率倍数均较2010年以来的历史均值高1个标准差甚至更多。

图表 3: 万科 A 的历史净资产价值折让



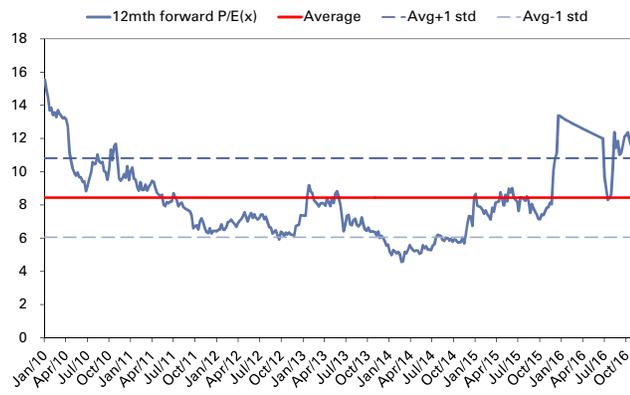
资料来源: Datastream, 高华证券研究

图表 4: 万科 H 的历史净资产价值折让



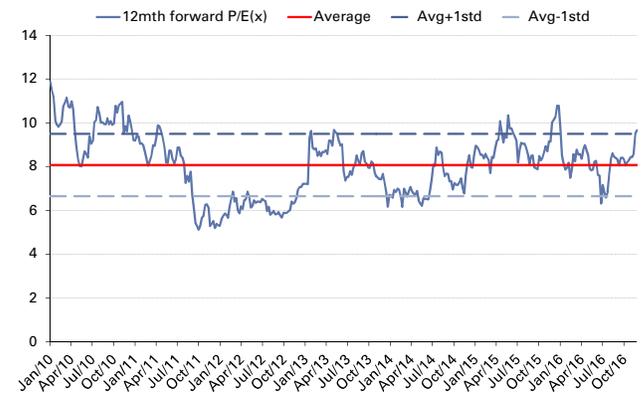
资料来源: Datastream, 高华证券研究

图表 5: 万科 A 的历史市盈率



资料来源: Datastream, 高华证券研究

图表 6: 万科 H 的历史市盈率



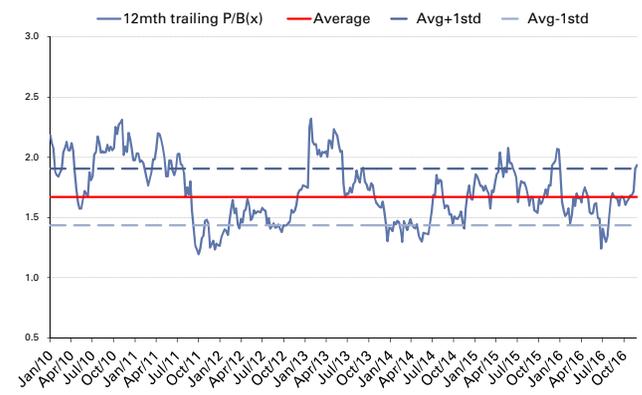
资料来源: Datastream, 高华证券研究

图表 7: 万科 A 的历史市净率



资料来源: Datastream, 高华证券研究

图表 8: 万科 H 的历史市净率



资料来源: Datastream, 高华证券研究

分析对我们卖出评级的主要反对意见

在2016年8月4日的公告中，恒大表示最近收购万科A股股份（自7月底以来所持股份已达14.07% - 更多详情见下文）的原因是“万科是中国最大的房地产开发商之一，其财务表现强劲。本次收购为公司的投资”。然而，我们认为恒大增持万科A股还有其它原因，否则公司可以选择持有万科H（中性），该股当前相对于万科A折让24%，或者持有其它估值要低得多的开发商龙头企业，例如保利地产（位于强力买入名单）。

总体而言，我们发现投资者在解读恒大最近增持万科A时有三个主要观点，包括：

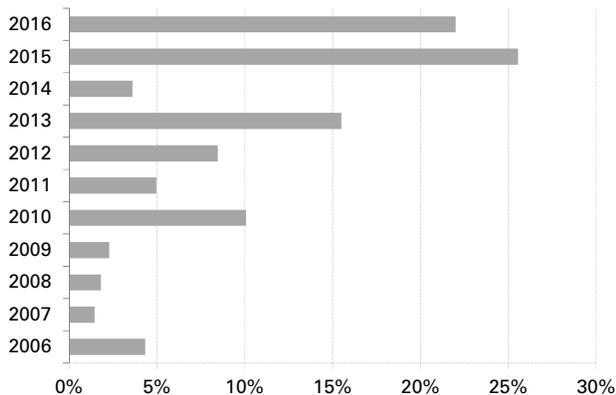
1. 购买万科A股比购置土地更具吸引力，尤其是一二线城市的地价已大幅上涨（到2016年年底，万科77%的土地储备位于一二线城市，而恒大该比例为45%）。
2. 万科负债率与同业相比较低，公司似乎有加杠杆的空间来扩大土地储备（从而提升净资产价值）。
3. 万科可支付更高的股息从而股息收益率将具有吸引力。

在下文中，我们对以上观点逐一进行了分析，并讨论为什么我们认为鉴于当前万科A的股价水平（所隐含的净资产价值的折让、市盈率和市净率倍数较2010年以来的历史均值高出约1个标准差），这些观点不再成立或不那么站得住脚。

#1：我们的观点 – 买万科股份并不比直接从市场上买地更具吸引力

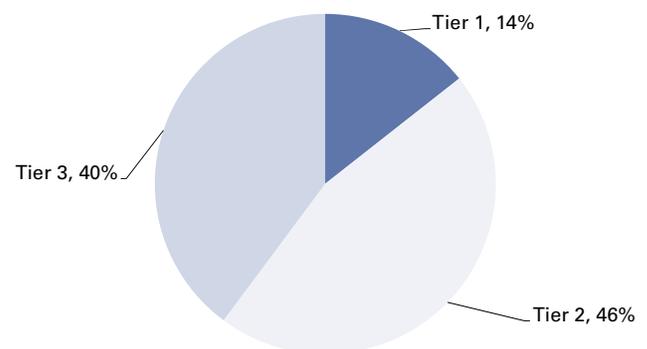
我们估算截至2016年年底（计入我们的2016年12月份房地产销售预测后），万科的总权益土地储备为5,300万平米。图表9-12概括了按照收购年份以及按照城市层级划分的公司土地储备规模和价值。我们随后计算了从2010-2016年至今每个收购年份的平均地价涨幅（按1/2/3线城市细分），并假设万科现在出售地块而计算得出万科A的土地储备价值。

图表 9：万科未售土地储备中的 90%是 2010 年之后所购置
万科 2016 年末未售土地储备细分，按购置年份划分



资料来源：公司数据、高华证券研究

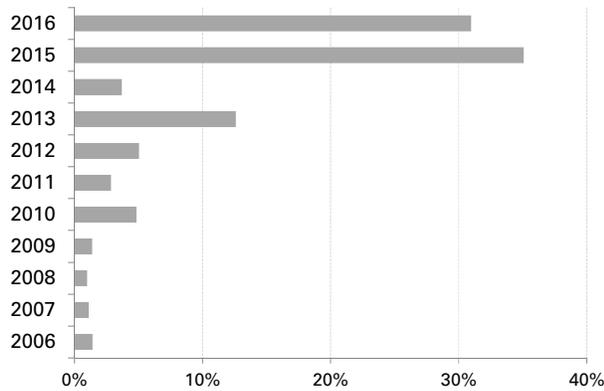
图表 10：万科未售土地储备的 60%位于 1/2 线城市
万科 2016 年末未售土地储备细分，按城市层级划分



资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 11: 万科未售土地储备中, 2010年之后收购的地块占总成本的95%

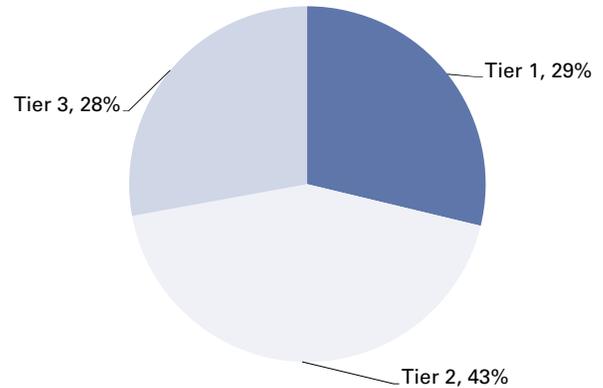
万科 2016 年未售土地储备成本细分, 按购置年份划分



资料来源: 公司数据, 高华证券研究

图表 12: 万科未售土地储备中, 1/2 线城市储备占成本的 72%

万科 2016 年未售土地储备成本细分, 按城市层级划分

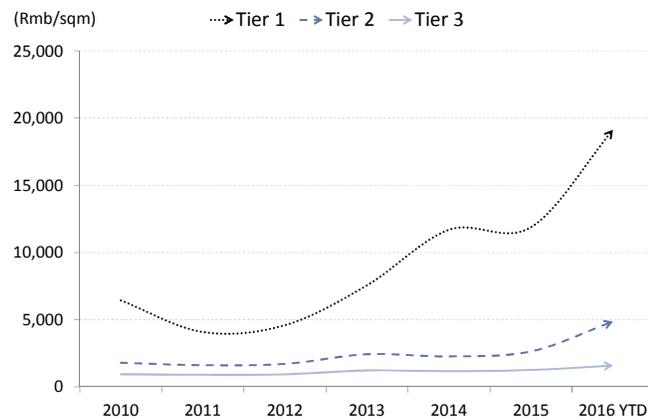


资料来源: 公司数据, 高华证券研究

从土地购置成本来看, 2014 年至今万科购置的地块中有 64%/77%/66%位于 1/2/3 线城市, 而 2010 年至今为 97%/95%/94%。根据中指数据, 与 2010 年的水平相比, 目前 1/2/3 线城市住宅用地均价已经上涨了 198%/171%/70%。因此, 根据土地储备持有期间的平均价格涨幅, 我们估算总的土地储备价值约为人民币 3,350 亿元, 而成本为人民币 2,010 亿元 (图表 14)。

图表 13: 截至 2016 年最新, 1/2/3 线城市的地价自 2010 年的水平上涨了 198%/171%/70%

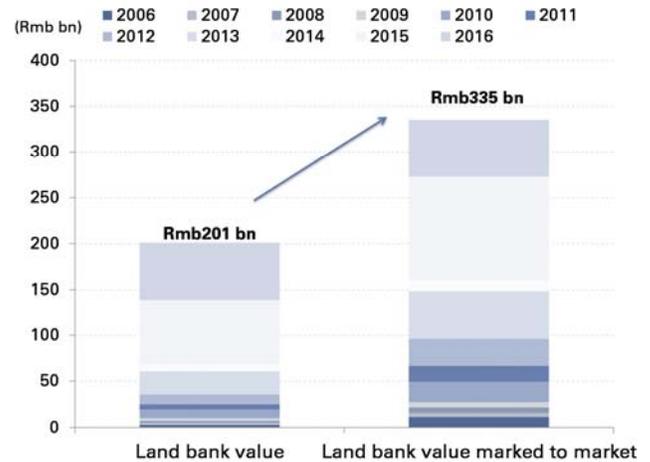
2010 年以来住宅用地的地价走势



资料来源: CREIS

图表 14: 如果按盯市价值计算, 则万科 A 的土地储备价值增长了 67%

根据购置年份以来地价的平均上涨幅度计算的 2016 年预期盯市土地储备价值

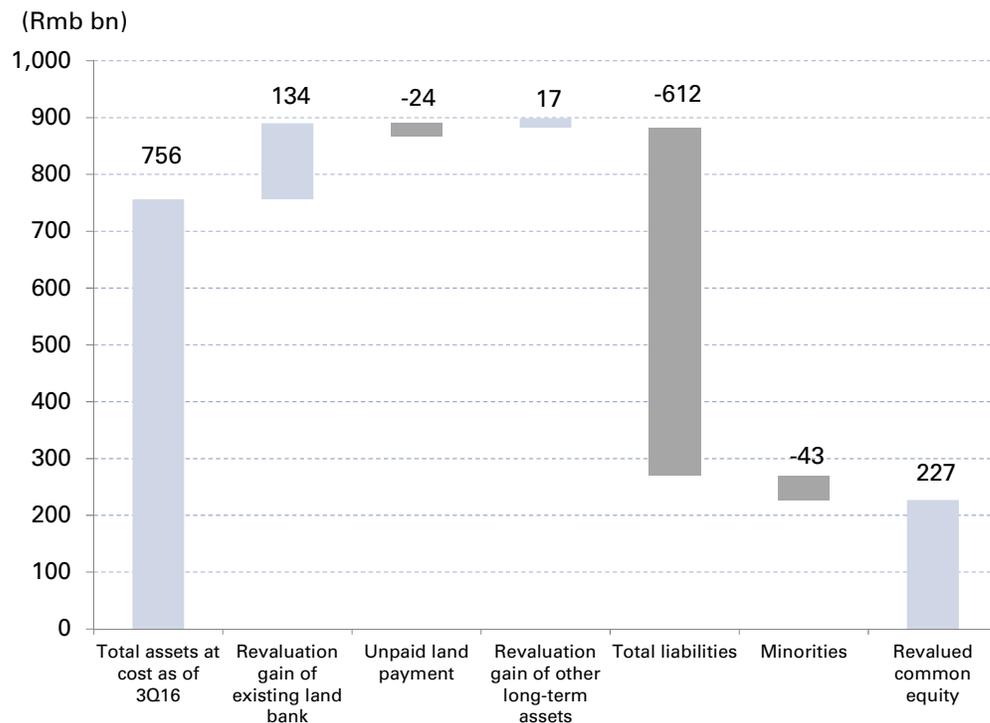


资料来源: 公司数据, CREIS, 高华证券研究

我们随后将这一隐含的人民币 1,340 亿元升值幅度计入万科总资产，并减去未支付的权益土地价款 240 亿元、总负债和少数股东权益（均截至 2016 年三季度），得出我们估算的普通权益价值人民币 2,270 亿元，即人民币 21 元/股。

图表 15: 在将土地储备根据最近公布的地价进行盯市计算后，我们估算万科的普通权益为人民币 2,270 亿元，即 21 元/股

计算万科的盯市价值 (高华预测)



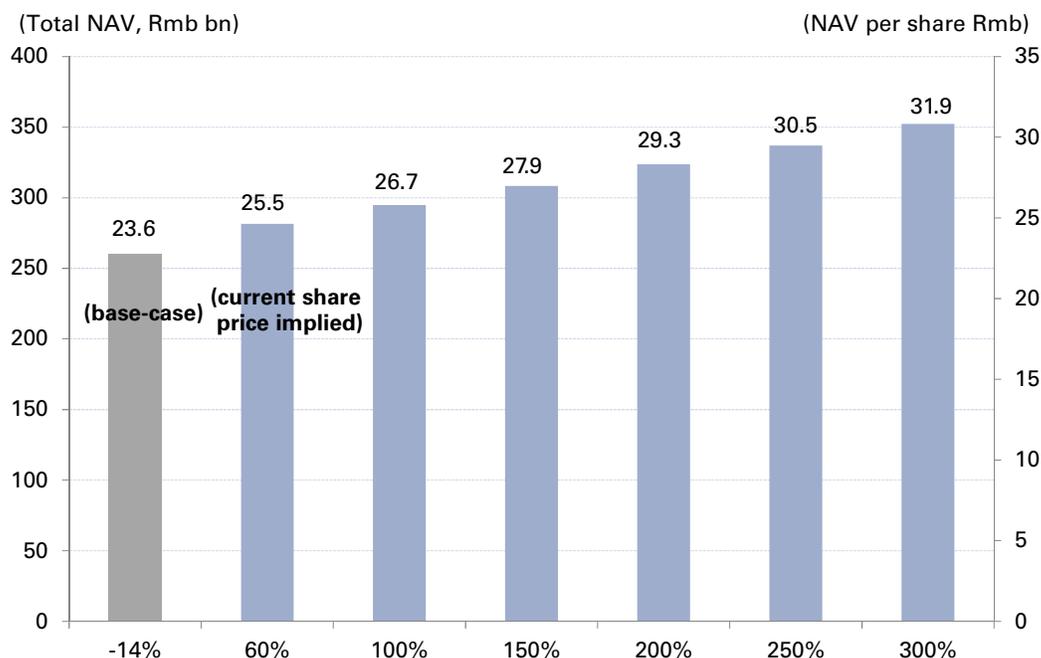
资料来源：公司数据、高华证券研究

#2: 我们的观点 – 即便万科的负债率上升至 300%，潜在的净资产价值也不会比当前股价高太多

我们估算万科现有项目的 2016 年底预期净资产价值（假设项目全部建成和售出，与前文我们估算清算价值时假设万科今天出售所有的资产不同）为人民币 2,610 亿元，合 23.6 元/股。鉴于万科财务实力强劲（2016 年预期净现金为人民币 230 亿元，假设从现在到 2016 年年底没有新的土地购置），则公司存在加杠杆和进一步购置地块的空间，这可能会提升其净资产价值。图表 16 概括了不同的负债率（净负债与权益之比）情景假设之下，我们的 2016 年底预期净资产负债率和每股净资产价值受到的影响。即便万科将负债率大幅提高到 300%，我们的分析显示潜在的净资产价值也仅将为人民币 32 元/股，而 12 月 5 日的股价为 25.5 元，表明风险回报不具吸引力。

图表 16: 假设净负债率为 300%，则每股净资产价值为 32 元，与当前股价相比风险回报不具吸引力

不同的负债率情景之下潜在的 2016 年底预期净资产价值（%为净负债率）



资料来源：高华证券研究

图表 17: 不同的负债率情景之下潜在的 2016 年底预期净资产价值升幅计算

(Rmb bn)	NAV accretion on different end-16E gearing scenarios					
	60%	100%	150%	200%	250%	300%
Funding available with higher leverage (a)	110	180	250	330	400	480
- New land acquisition	94	153	213	281	340	408
- Additional CAPEX	17	27	38	50	60	72
Land price as % of ASP (%) (b)	40%					
Sales from new acquisitions (c)	234	383	531	701	850	1,020
Net margin @ 9% (d)	21	34	48	63	77	92
NAV accretion (e)	21	34	48	63	77	92
Potential NAV per share (Rmb)	25.5	26.7	27.9	29.3	30.5	31.9

资料来源：高华证券研究

负债情景分析采用的假设

- 我们的分析中假设万科 2016 年底负债率可以提升至 60%-300%。2015 年底恒大的净负债率为 314%（公司将永久资本证券计作债务），在我们的情景分析中，我们假设万科进行资产负债表管理并将负债率上升至恒大的水平（我们覆盖开发商中的最高水平）。根据加杠杆可获得的资金，我们将其分为土地价款和新收购土地的建设支出。当前的建设支出中采用的假设是建设支出为土地价款的一半左右，并将分摊在 3 年内支出，即对于可获得的资金总额，其中的 15%将用于建设。
- 我们假设新购置的土地价格约为销售均价的 40%，与年初至今万科的土地购置成本在合同销售均价中的占比一致（37%）。
- 我们在估算所收购土地可产生的总销售额时，假设地价占到房产销售均价的 40%。

- d. 我们假设销售的净利润率为 9%，与我们对万科 2017-18 年平均净利润率预测一致。
- e. 净资产价值增厚幅度与从 (d) 计算出的净利润相等。

#3：我们的观点 – 财务实力雄厚，有潜力支付更多股息，但收益率的吸引力已经随着股价的上涨而下降

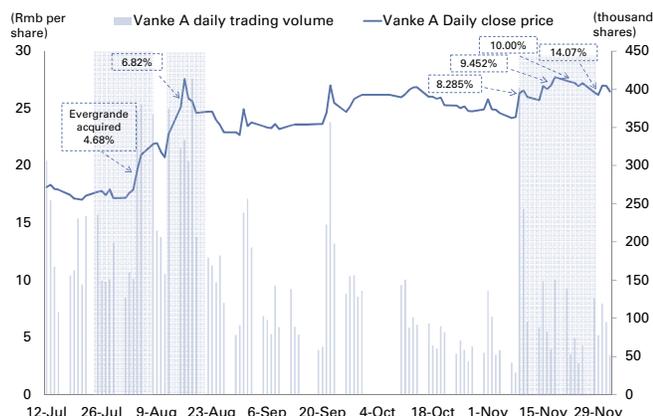
如果我们假设万科将派息率升至 100%（接近恒大 2013-15 年 96% 的均值），则当前股价隐含的 2016 年预期股息收益率为 7.2%，高于我们基本假设之下的 3% 和 A 股同业均值 2%，但并未显著高于我们覆盖的海外上市开发商的均值 5%，事实上还低于部分开发商（如雅居乐、SOHO 中国 – 见图表 33）。尽管万科能够将派息率提高到 100% 以上，尤其是考虑到公司 2016 年三季度留存利润高达人民币 530 亿元以及我们估算的 2016 年利润为 200 亿元，但我们认为支付较高股息所带来的股东权益的潜在下降可能意味着公司加杠杆并扩张净资产价值的空间减小。

恒大目前是万科 A 的第三大股东

自 2016 年 7 月 25 日开始，恒大及其附属公司开始通过公开市场和大宗交易平台收购万科 A 股，恒大在 8 月 4 日的首次披露显示公司共斥资 91 亿元、以每股 17.6 元的均价持有万科 A 股 4.68% 的股份。恒大随后持续在 7 月 25-29 日、8 月 1-8 日、8 月 12-22 日和 11 月 9-29 日增持万科 A 股份，截至 11 月 29 日持股比例已升至 14.07%，交易总成本 360 亿元，每股均价 23.35 元（图表 20）。在近期的股份收购之后，恒大已成为万科 A 的第三大股东（图表 21）。

图表 18: 在阴影区域所示的恒大增持期间，万科 A 股价和成交量显著上升

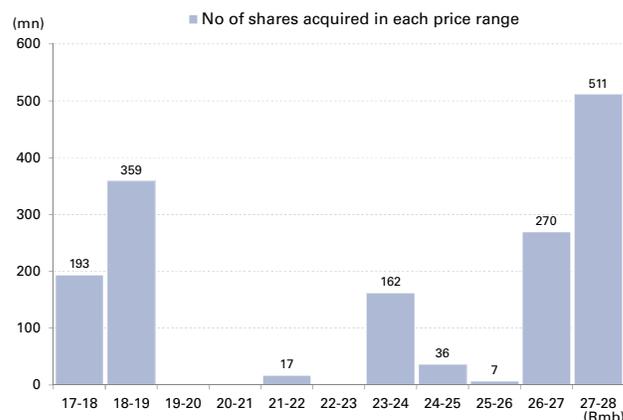
万科 A 在经历半年停牌于 7 月 4 日复牌之后的日均交易量和收盘价格情况（%显示的是恒大持有的万科 A 的累计股份）



资料来源：公司数据、Datastream

图表 19: 在恒大所收购的万科 A 股中，三分之一（5.52 亿股，占万科总股本 5%）的收购价格为 19 元/股或更低，而当前股价为 25.50 元

恒大收购万科 A 股的平均股价分布（7 月 25 日至 11 月 29 日）



注：TSO=总股本

资料来源：公司数据

图表 20: 恒大对于万科 A 股的收购规模占上述交易期间总成交量的 23%

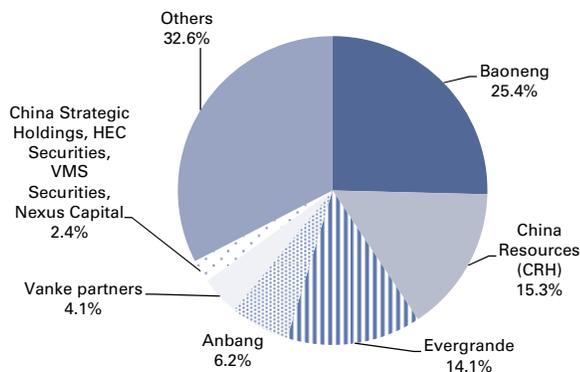
恒大收购万科 A 14%股份的交易情况概览

Period	Evergrande bought Vanke shares	No. of shares (mn)	Amount (Rmb bn)	Avg acquisition price (Rmb/share)	Total trading vol (mn)	Evergrande's acquisition as % of total	Accumulative shareholding %
July 25-29		193	3.37	17.46	882	22%	1.7%
Aug 1-8		359	6.60	18.39	1,558	23%	5.0%
Aug 12-22		221	5.18	23.44	2,137	10%	7.0%
Nov 9-29		780	21.13	27.07	2,286	34%	14.1%
Total		1,553	36.3	23.35	6,862	23%	

注：11 月 9-29 日的成交量包括 4.3 亿股通过大宗交易平台完成的收购

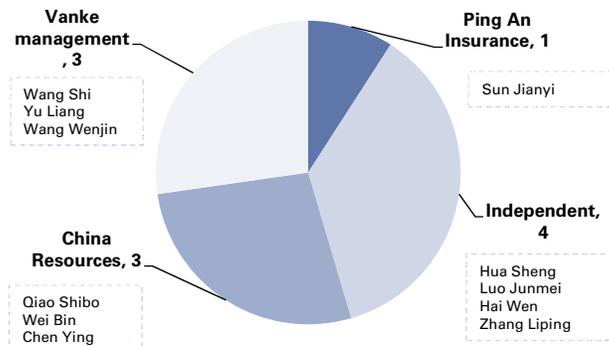
资料来源：公司数据、Datastream

图表 21: 恒大目前是万科 A 的第三大股东，持股比例仅次于华润，但仍较宝能落后 11.3 个百分点
 万科 A 的股权结构（截至 2016 年 11 月 29 日）



资料来源：港交所

图表 22: 万科管理层和华润目前在万科 A 的董事会中占据多数席位
 万科 A 的董事会构成（截至 2016 年 11 月 29 日）



资料来源：公司数据

潜在进一步收购股份的影响

大宗交易：关于恒大在 11 月 22-29 日期间收购万科 A 股（在此期间恒大收购 4.49 亿股，推动持股比例升至 14.07%）的最新披露显示，此次收购大部分是通过大宗交易平台完成的，股价为 27.5 元。据深交所信息显示，这一价格较 11 月 29 日、即交易完成当日的收盘价溢价 5%。万科公司表示，截至 11 月 29 日，持股不低于 5% 的大股东以及公司合伙人（管理层及雇员）都没有出售所持股份。由于目前 35% 的万科 A 股为持股不足 5% 的股东所持有（合伙人除外），因此恒大的任何显著增持计划可能意味着须向大股东直接收购股份。因此，任何面向大股东的潜在股份收购都只能给二级市场带来有限的提振。

董事会席位，按比例并表。根据万科公司章程，恒大当前 14.07% 的持股比例意味着公司在万科 2017 年 6 月的董事会改选中有望获得至多两个席位。倘若恒大在万科董事会中拥有一席，则公司可能对万科的财报按比例并表。基于 2016 年上半年数据，我们估算在对万科 A 进行潜在的按比例并表后，恒大持股的备考净负债率为 337%（目前公布的净负债率为 432%，将永久资本证券作为负债），这意味着公司财务状况改善甚微。

全面并表：根据万科公司章程，若股东持股超过 29%，则该股东可能在 11 人构成的董事会中拥有至多六个席位。此外，我们认为在这种情况下该股东可能对万科进行全面并表。假设恒大以每股 27.5 元的价格（即深交所披露的恒大在 11 月 22-29 日期间对万科 A 的收购价格）将持股比例从 11 月 29 日时的 14.07% 提高到 29%，则公司需斥资人民币 455 亿元。基于今年上半年数据，我们估算对万科 A 的全面并表将使得恒大的备考净负债率从当前公布的 432% 降低至约 170%，使得公司拥有更大的杠杆提升空间。

管理层对于企业的长期成功至关重要

企业的长期内在价值取决于公司策略和管理层素质

我们在2015年8月份撰写了一篇关于万科2025年前景的报告，并预计届时公司市值将从当时的260亿美元增至五倍之多，即1,250亿美元（目前为400亿美元）¹。原因在于，我们认为万科的**核心策略**将从住宅销售业务模式转型为住宅销售和服务模式，与此同时管理层**长期战绩斐然**，在过去30年中成功地引领公司渡过了住房市场周期并进行了业务重组。

我们预计到2025年，房地产开发业务仍将在万科市值中占比约60%，但是这一假设的前提是公司在房地产销售市场上的份额能够平稳扩张，从2016年1-10月的3.4%提高至2025年的7.5%。市场份额的平稳扩张取决于以下两大因素：1) 保持稳健的财务状况，使公司可以安度行业下行周期；2) 信誉和品牌具有吸引力，这反过来取决于产品质量、与合作伙伴的稳固关系，以及随着公司提供售后服务的社区提出的需求越来越多，万科是否有能力予以满足。

万科管理层在财务自律方面记录良好，公司在2009-2015年期间的平均负债率仅为21%（我们覆盖开发商均值为57%），而公司的剔除重估增值的净资产回报率均值高达19%（同业均值为17%）。公司表示企业的核心价值是声誉、品牌以及人文发展。我们预计万科从住宅销售业务模式转型为住宅销售和服务模式的核心策略将在中长期内提升品牌吸引力，继而有助于公司在住房建设领域扩大份额。因此我们认为，除了简单分析土地储备和当前财务实力之外，核心管理层的稳定和策略也可能给公司的长期价值带来影响。

我们比较了万科和恒大这两家销售规模相当的企业，以显示开发商管理层不同的行事风格可能在经营业绩和财务数据上带来怎样不同的结果

万科资产布局稳健，注重一二线城市，而恒大扩张迅猛，投资主要集中于二三线城市

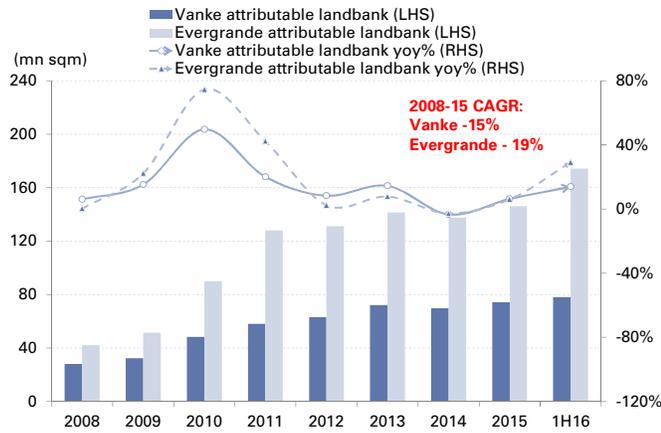
公司在过去30年的发展历史中足迹遍布全国，截至2016年上半年，在65个城市中开发了577个项目，而且在2016年之前万科一直是中国销售排名第一的开发商。由于万科的扩张步伐循序渐进，而且在我们看来行事谨慎，自1991年上市以来净负债率均值一直保持在20%。而相比之下，恒大的扩张更为激进，特别是在2009年赴港上市之后，这导致其负债率大幅上升，而且项目铺开面甚广：在截至2016年上半年的过去20年中，公司已打入162座中国城市，推出了375个项目。

就地理分布而言，万科在二三线城市的业务占比低于恒大，目前两家公司在一二线城市的土地储备占比约为77% vs. 45%。就基于出让成本计算的土储价值而言，虽然恒大在一二线城市土地储备的价值占比为73%，万科为83%，但恒大在一二线城市的土地储备主要始于2013年上半年，而万科从创立之初便更为注重在一二线城市的投资。

¹ 参见2015年8月17日发表的“中国房地产：万科：2025年市值为何可能翻5倍”

图表 23: 2008-15 年期间, 万科土地储备的年均复合增长率为 15% (恒大为 19%), 特别是在 2010 年、2011 年和 2016 年上半年...

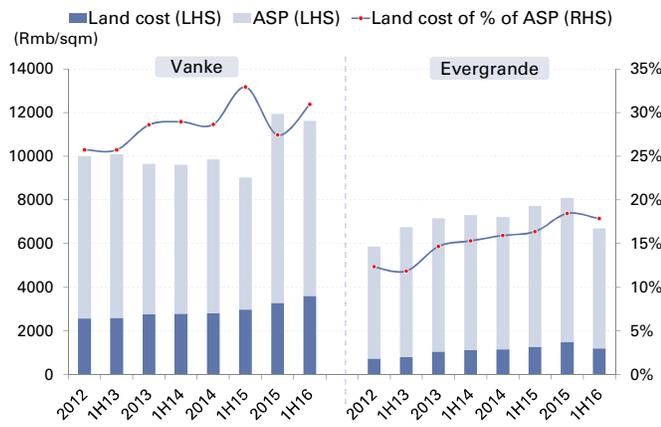
权益土地储备规模和同比增速



资料来源: 公司数据

图表 25: 万科的土地成本在销售均价中的占比高于恒大, 因为一二线城市的竞争更为激烈

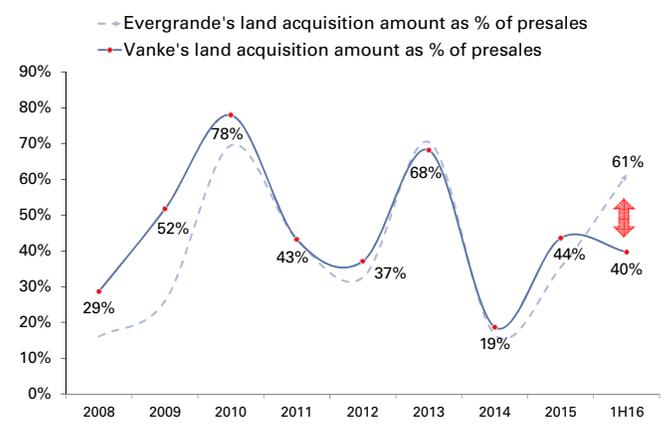
成本 vs. 均价, 基于年底未售土地储备



资料来源: 公司数据

图表 24: ...以土地购置与合同销售之比衡量, 虽然过去两家公司的土地购置速度相似, 但 2016 年上半年万科显著放慢了脚步

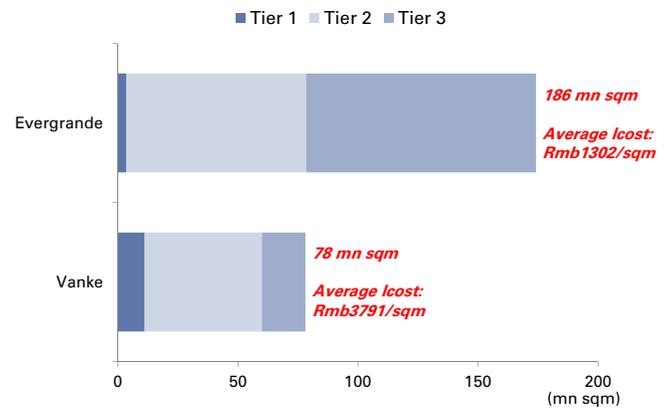
自 2008 年以来的土地购置与预售之比



资料来源: 公司数据

图表 26: 万科的土地储备平均成本高于恒大, 这是因为公司在 一/二/三线城市土地储备占比为 14%/63%/23%, 而恒大的占比为 2%/43%/55%

按城市层级划分的土地储备规模, 万科 (截至 2016 年三季度) vs 恒大 (截至 2016 年上半年)

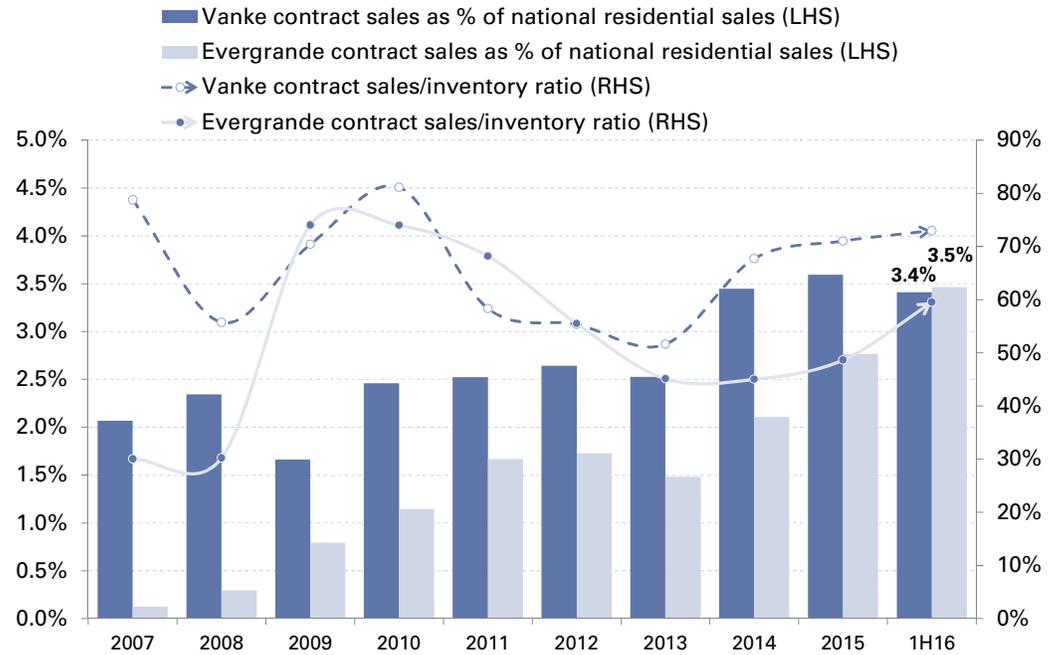


资料来源: 公司数据

就财务状况而言, 万科和恒大的净负债率明显有别...

虽然两家公司今年前 10 个月的合同销售规模相近 (万科为 3,120 亿元, 恒大为 3,170 亿元), 但它们的财务状况明显有别, 在将永久资本证券作为负债的情况下, 截至 2016 年上半年, 万科净负债率为 14%, 而恒大为 432%。我们认为这一差异缘于: **1)** 截至 2016 年上半年, 万科的库存仅为人民币 4,280 亿元而恒大为 5,320 亿元; **2)** 更好的现金回款推动万科的预收账款为 2,780 亿元, 而恒大为 1,190 亿元; **3)** 万科的普通股权益基数更大, 在剔除累计的重估增值后, 万科为人民币 970 亿元, 恒大为 210 亿元, 这是因为万科的发展历史更长, 而且派息相对保守, 在过去三年中万科的平均派息率为 36%, 而恒大为 96%。

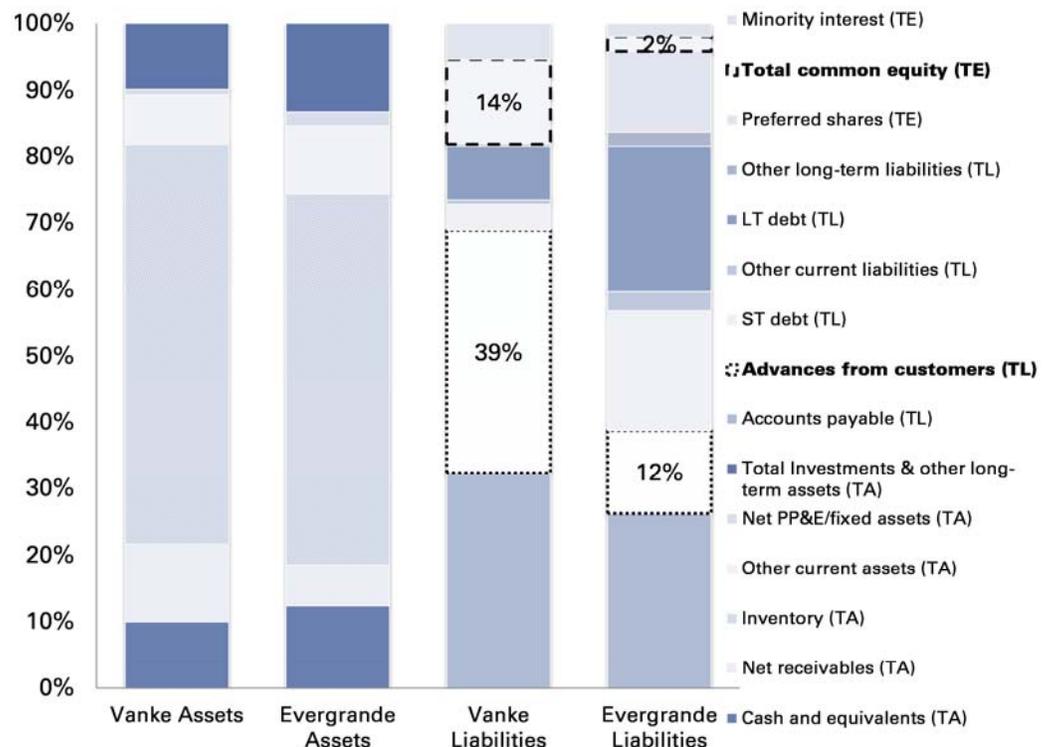
图表 27: 2016 年上半年, 万科的合同销售首次落后于恒大, 但是其资产周转率依然较高, 自 2007 年以来的平均合同销售/库存为 66%
 合同销售在全国住宅销售中的占比以及合同销售/库存, 2007 年至今



资料来源: 公司数据、统计局

图表 28: 万科的普通股权益基数远高于恒大, 而且更快的资产周转速度使公司收到了更多预收账款

经重估增值调整的总资产和总负债+权益细分, 截至 2016 年上半年

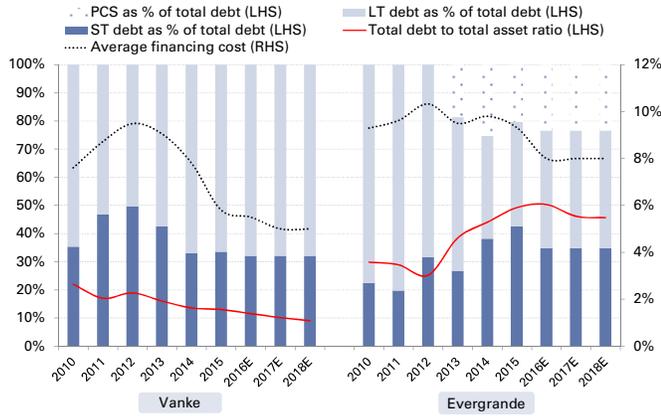


注: 为了使二者具备可比性, 我们剔除了恒大资产负债表中的资产重估增值部分

资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表 29: 两家公司的财务成本均有所下降...

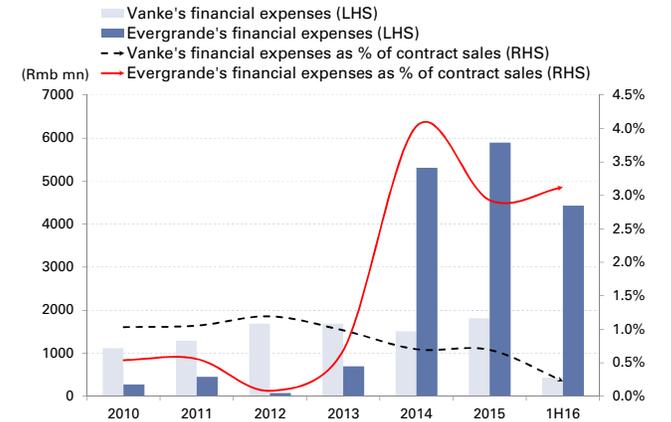
总负债明细（将永久资本证券作为负债），资产负债率及平均财务成本，2010-18年



资料来源：公司数据，高华证券研究

图表 30: ...但在计入 2013 年的永久资本证券之后，恒大的财务费用显著上升，而万科的财务费用/合同销售走低

计入优先股股息的财务费用以及财务费用/合同销售，2010 年至今



资料来源：公司数据

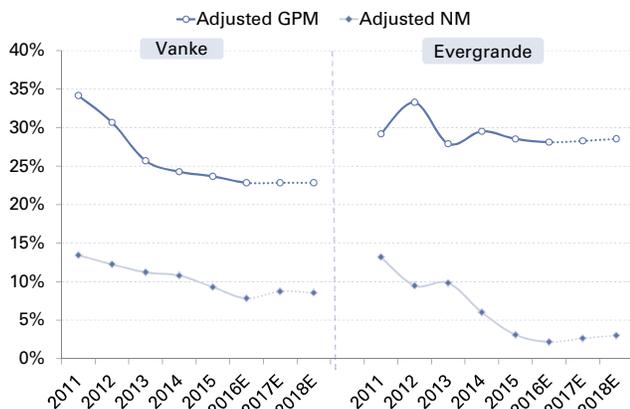
...利润率亦是如此

万科的利润率低于恒大，截至 2016 年上半年，万科调整后毛利率为 22%，而恒大为 28%，我们认为这是因为恒大业务更多集中于土地和建设成本相对较低的二三线城市，而万科的土地储备主要集中于一二线城市，这些城市在过去十年中经历了更明显的地价上涨。但是，万科的核心净利润率高于恒大（截至 2016 年上半年为 8% vs. 3%），这是因为前者的财务费用要少得多，而且支出控制更为得力，而恒大快速的扩张和较低的资产周转率推高了公司的总负债规模及负债率，继而侵蚀了公司的盈利能力。

我们认为，和同业相比，万科和恒大都能给股东带来更佳的回报，因为两家公司剔除重估增值之后的净资产回报率分别达到了 19%和 15%，而我们所覆盖的国内外上市开发商均值为 13%。但是，我们认为万科更高的净资产回报率并非以高负债为代价，若不考虑从现在至年底的潜在新增土地购置，我们估算强劲的销售和回款能力将推动今年万科的净负债率降至-14%。相比之下，我们预计恒大年底的净负债率为 415%（将永久资本证券作为负债；如果我们剔除累计重估增值，则净负债率将升至 646%）。

图表 31: 万科的毛利率低于恒大, 这是因为前者的土地购置成本相对较高

调整后毛利率 vs. 调整后净利润率, 2011-18年

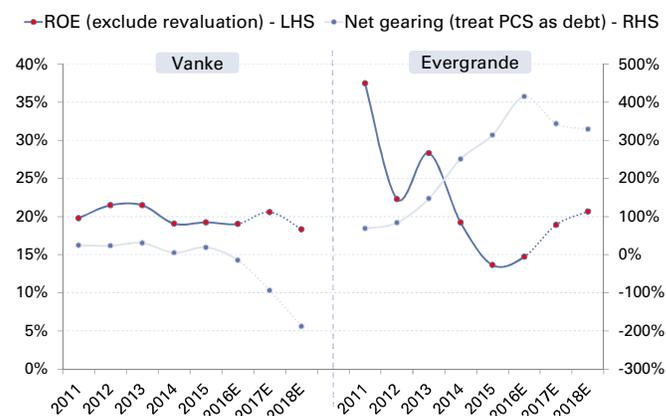


注: 1) 调整后毛利率= 毛利润/总收入; 2) 调整后净利润率= 净利润/总收入; 3) 由于对土地增值税的会计处理方法不同, 我们在计算毛利润时将土地增值税加回

资料来源: 公司数据, 高华证券研究

图表 32: 万科的净资产回报率大致平稳且净负债率持续走低, 但杠杆上升导致恒大的净资产回报率下降

净资产回报率 vs. 净负债率, 2011-18年



注: 1) 净资产回报率= 核心盈利/2015-16年调整后平均普通股权益; 2) 核心盈利= 净利润-重估增值; 3) 调整后普通股权益= 普通股权益-2003年之后的累计重估增值

资料来源: 公司数据, 高华证券研究

图表 33: 中国开发商估值比较表

Company	Ticker	Mkt Cap (US\$ bn)	Rating	Price as of 5/Dec/16	12 mth Price target	Potential upside/downside (%)	Target price disc. to NAV	End-16 NAV	Shr price (disc)/ prem to NAV	FD Core P/E (x)			P/B (exclude revaluation gain) (x)			Dividend yield (%)			ROE (exclude revaluation)			Avg. 16-18E
										16E	17E	18E	16E	17E	18E	16E	17E	18E	16E	17E	18E	
Hong Kong listed																						
Agile	3383.HK	2.1	Buy*	4.23 (HK\$)	5.70	35	-55%	12.62	(66)	4.9	4.2	4.2	0.5	0.4	0.4	8.3	10.0	10.2	9%	11%	11%	10%
China Vanke (H)	2202.HK	3.7	Neutral	21.70 (HK\$)	19.00	(12)	-30%	27.13	(20)	10.3	8.9	9.1	1.9	1.7	1.6	4.5	5.2	5.2	19%	21%	18%	19%
COGO	0081.HK	0.8	Buy*	2.83 (HK\$)	3.30	17	-50%	6.37	(56)	5.8	5.6	5.9	0.6	0.6	0.5	0.0	0.0	0.0	12%	11%	9%	11%
COLI	0688.HK	31.1	Buy	22.15 (HK\$)	30.70	39	-10%	34.10	(35)	6.7	5.7	6.0	1.1	0.9	0.8	3.8	4.4	4.2	18%	18%	15%	17%
CRL	1109.HK	16.6	Buy	18.66 (HK\$)	25.70	38	-25%	34.29	(46)	7.7	6.8	5.6	1.2	1.1	1.0	3.7	4.2	5.0	17%	17%	18%	17%
CG	2007.HK	12.2	Neutral	4.37 (HK\$)	3.86	(12)	-45%	7.02	(38)	8.0	6.7	6.2	1.2	1.1	1.0	3.8	4.6	5.1	16%	18%	17%	17%
Evergrande	3333.HK	9.2	Sell	5.24 (HK\$)	3.30	(37)	-60%	8.28	(37)	16.0	12.8	11.6	2.3	2.3	2.3	6.5	8.2	9.3	15%	19%	21%	18%
China Jinmao	0817.HK	2.8	Neutral	2.04 (HK\$)	2.44	20	-40%	4.06	(50)	7.4	6.4	6.5	0.8	0.8	0.7	4.5	5.2	5.2	12%	13%	12%	12%
Greentown	3900.HK	1.8	Neutral	6.46 (HK\$)	6.48	0	-55%	13.48	(52)	7.0	6.4	6.4	0.6	0.6	0.5	0.0	0.0	0.0	9%	10%	9%	9%
R&F	2777.HK	4.1	Neutral	9.99 (HK\$)	10.90	9	-40%	18.23	(45)	4.7	4.6	4.9	0.8	0.8	0.7	8.7	8.9	8.7	18%	18%	16%	17%
Joy City	0207.HK	2.1	Neutral	1.16 (HK\$)	1.24	7	-45%	2.25	(48)	23.7	15.9	13.7	0.8	0.8	0.8	1.1	1.6	1.9	4%	5%	6%	5%
KWG	1813.HK	1.7	Neutral	4.38 (HK\$)	5.60	28	-45%	10.10	(57)	4.1	4.0	3.9	0.6	0.6	0.5	8.1	8.5	8.9	15%	15%	14%	14%
Longfor	0960.HK	7.4	Buy	9.83 (HK\$)	13.60	38	-50%	27.18	(64)	6.5	6.2	6.6	1.0	1.0	0.9	4.6	5.0	4.7	17%	17%	14%	16%
Poly Property (H)	0119.HK	1.2	Neutral	2.53 (HK\$)	2.43	(4)	-75%	9.01	(72)	n.m.	33.2	24.2	0.4	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0	0%	1%	2%	1%
Red Star Macalline	1528.HK	3.5	Neutral	7.45 (HK\$)	8.80	18	-35%	13.28	(44)	8.5	8.9	9.2	1.4	1.4	1.3	7.2	7.0	6.9	17%	16%	15%	16%
Shimao	0813.HK	4.5	Neutral	10.28 (HK\$)	11.30	10	-60%	28.37	(64)	4.6	4.3	5.2	0.7	0.7	0.6	6.6	7.2	6.1	16%	16%	12%	15%
Shui On Land	0272.HK	1.9	Neutral	1.84 (HK\$)	2.28	24	-55%	5.07	(64)	n.m.	n.m.	n.m.	0.4	0.5	0.5	3.0	1.6	1.6	7%	4%	3%	5%
Sino Ocean	3377.HK	3.3	Buy	3.40 (HK\$)	4.10	21	-60%	10.14	(66)	6.1	5.0	4.8	0.6	0.5	0.5	4.6	5.7	6.1	10%	11%	11%	11%
SOHO China	0410.HK	2.7	Neutral	4.02 (HK\$)	4.20	4	-45%	7.72	(48)	36.4	26.7	21.2	1.1	1.3	1.3	11.1	3.9	5.0	3%	5%	6%	4%
Sunac	1918.HK	3.0	Neutral	5.99 (HK\$)	5.25	(12)	-55%	11.66	(49)	10.9	7.2	4.7	0.9	0.8	0.7	2.1	2.9	4.5	9%	12%	17%	13%
HK listed average					13			(51)		7.5	6.5	6.3	0.9	0.9	0.9	4.6	4.7	4.9	12%	13%	12%	12%
A-share listed																						
CMSK	001979.SZ	19.1	Buy	17.78 (Rmb)	18.00	1	-30%	25.95	(31)	16.5	13.7	11.5	2.6	2.3	2.0	1.8	2.2	2.6	17%	18%	19%	18%
CFLD	600340.SS	11.3	Buy	26.43 (Rmb)	29.30	11	n.m.	n.m.	n.m.	12.8	9.6	7.5	3.0	2.4	1.8	0.8	1.0	1.3	31%	27%	28%	29%
Gemdale	600383.SS	8.3	Sell	12.73 (Rmb)	9.40	(26)	-35%	14.45	(12)	18.1	15.6	16.3	1.8	1.7	1.6	3.3	3.8	3.6	10%	11%	10%	11%
OCT	000069.SZ	8.9	Buy	7.45 (Rmb)	7.80	5	-50%	15.66	(52)	12.2	10.8	10.2	1.4	1.3	1.2	1.0	1.1	1.2	12%	13%	12%	12%
Poly (A)	600048.SS	17.2	Buy*	10.02 (Rmb)	11.30	13	-10%	12.54	(20)	8.6	6.8	6.5	1.3	1.1	1.0	3.1	3.7	3.8	17%	18%	16%	17%
SMC	600823.SS	3.0	Neutral	7.68 (Rmb)	7.60	(1)	-25%	10.16	(24)	10.5	10.7	12.3	1.0	1.0	0.9	1.1	1.0	0.8	10%	9%	7%	9%
Vanke (A)	000002.SZ	35.9	Sell	25.50 (Rmb)	16.50	(35)	-30%	23.60	8	13.9	11.4	11.4	2.5	2.2	2.0	3.2	4.0	4.0	19%	21%	18%	19%
Onshore average					0			(22)		11.6	9.8	9.5	2.0	1.7	1.5	2.0	2.4	2.5	17%	17%	16%	16%
Singapore listed																						
Yanlord	YNLG.SI	2.1	Buy	1.39 (S\$)	1.63	17	-52%	3.42	(59)	7.4	6.3	6.0	0.7	0.7	0.7	2.0	2.4	2.5	10%	12%	12%	11%
Simple average of above					10			(48)		10.6	9.8	8.8	1.1	1.0	1.0	3.9	4.0	4.2	13%	13%	13%	13%

注: 1) *表示该股位于我们的强力买入名单。2) 我们对开发商的 12 个月目标价格基于 2016 年底预期净资产价值 (基于部分加总法的红星美凯龙除外); 特例为: 中海宏洋、绿城房产和保利置业, 我们的目标价格计入了 85% 的基本面估值 (基于 2016 年底预期净资产价值) 和 15% 的并购估值, 后者是我们基于近期并购交易所隐含的平均估值倍数以及各股相应溢价/折让调整 (市净率·净资产价值 vs. 行业趋势线) 计算得出的, 具体参见 2016 年 6 月 13 日发表的“引入中国房地产并购框架”。3) 市盈率均值不包括 SOHO 中国, 保利置业、大悦城和瑞安房地产, 因其均为离群值。

资料来源: 公司数据、Datastream、高华证券研究

投资观点、估值及风险概览

万科 A/H（卖出/中性评级）：我们给予 万科 A/H 股卖出/中性评级是因为其估值分别处于偏高/合理状况，当前万科 A 较 2016 年底预期净资产价值溢价 8%（我们研究范围内的内地上市开发商平均折让幅度为 22%），同时万科 H 当前折让幅度为 20%（我们研究范围内的海外上市开发商平均折让幅度为 51%）。此外，万科 A/H 股当前的净资产价值折让、市盈率和市净率均较 2010 年以来的历史均值高出一个标准差甚至更多。我们对于万科 A/H 股的 12 个月目标价格分别为人民币 16.50 元/19.00 港元，仍基于对每股 23.60 元的 2016 年底预期净资产价值应用 30% 的折让²。上行风险包括：恒大和/或其它方持续购买股份；资本配置执行好于预期。

恒大（卖出）：我们给予恒大卖出评级的原因在于该股估值偏高，而且财务状况弱于同业，令我们预计公司将对流动性收紧和销售走低较为敏感。我们的 12 个月目标价格为 3.30 港元，仍基于对每股 8.28 港元的 2016 年底预期净资产价值应用 60% 折让。上行风险包括：利润率/资产负债改善情况好于预期；进一步回购股份。

² 关于我们对个股应用的净资产价值折让估值方法，详见 2016 年 5 月 27 日发表的“中国：开发商：估值已领先于下个下行周期到来触底”



信息披露附录

申明

本人，王逸，CFA，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场之间的公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

王逸，CFA：A 股房地产、中国房地产行业。

A 股房地产：华夏幸福、招商蛇口、万科(A)、金地集团、保利地产、世茂股份、华侨城。

中国房地产行业：雅居乐房产、中国恒大、中国金茂控股、中海宏洋、中国海外、华润置地、万科(H)、碧桂园、绿城中国、富力地产、大悦城、合景泰富、龙湖地产、保利置业、红星美凯龙、世茂房地产、瑞安房地产、远洋地产、SOHO 中国、融创中国、仁恒置地。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：中国恒大 (HK\$5.32)、万科(A) (Rmb24.74)、万科(H) (HK\$21.75)

高盛高华在过去 12 个月中与下述公司存在投资银行客户关系：中国恒大 (HK\$5.32)、万科(A) (Rmb24.74)、万科(H) (HK\$21.75)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2016 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。