



招商蛇口 (001979.SZ, 买入)

证券研究报告

缘起深圳

高折价资产推动下一段估值修复

作为中国新经济的创新中心，深圳积极的宏观前景和人口趋势令我们对本地房地产市场的长期前景信心十足。招商蛇口是招商局旗下房地产业务的旗舰公司，致力于社区/园区/邮轮母港三大业务的开发运营，我们认为，较之其它大型开发商以及我们所研究同业，招商蛇口因其最高的深圳资产占比（深圳在其土地储备/2017年底预期净资产价值中的占比分别为45%/70%）而拥有实现资产价值长期升值的最佳定位。由于公司在深圳的优质土地储备成本低且开发周期长，而且与招商局集团跨行业资源的潜在资产整合有望带来增值空间，我们认为招商蛇口有望实现持续强于同业的盈利增长，并带来稳健的股东回报。

市场过度担忧短期风险，长期增值空间犹存

1. 市场过度计入了深圳市场的周期性风险：在过去12个月中招商蛇口股价较内地上市开发商领先了14%，但年初至今止步不前，因为市场对于深圳楼市或因“史上最严”调控令而走软的前景倍感担忧。目前招商蛇口的净资产价值折让在我们所覆盖国内上市开发商中处于最大幅度（40% vs. 同业30%），我们认为市场过度计入了深圳楼市或因政策而走软的担忧情绪。

2. 近期经营层面积极向好：在倍受瞩目且开发周期较长的前海项目的权益分配/太子湾项目的合作开发等方案上有了实质性进展；股权激励计划得以执行；业绩快报好于预期。

3. 与母公司招商局存在更大规模的长期协同效应，有望通过城市更新改造、国企资产整合以及邮轮母港开发等多种方式获取土地、继而开发多元化地产资产组合，显著扩张盈利增长空间。

借助植根深圳的优势

深圳楼市在数次周期轮转中的表现一直领先于全国整体市场，而且在前一上行周期中实现了最大的价格涨幅。因此，我们认为，虽然深圳楼市或将提早出现较大幅度回调的不利因素可能给招商蛇口股价的市场情绪带来冲击，但我们认为这将只是短期现象。

撇除周期性波动，我们看好深圳房地产市场，并对房地产各个子行业的长期前景持乐观看法，尽管不同细分领域依旧处在各自供应周期的不同阶段。我们预计到2025年深圳房地产市场的总资产价值将翻番至3.7万亿美元，从而令扎根深圳的招商蛇口成为一个主要受益者，并在执行得当的情况下拥有显著的市值扩张潜力。考虑到招商蛇口土地储备的重估价值，以及基于深圳楼市量价变化的净资产价值情景分析，我们认为招商蛇口当前的大幅净资产价值折让并不合理。

李薇

+86(21)2401-8926 vicky.li@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司
执业证书编号: S1420510120012

Price	12m Target Price
RMB16.71	RMB20.0
Market Cap	12m ADTV
US\$17.9BN	US\$106MN

The Asia Stock Collection

本系列汇总了分析师对亚洲个股的精选分析，重点在于差异化观点、流动性状况以及2017年推动因素，阐述了以下八大核心问题：

1. 投资观点
2. 未来走势
3. 我们的不同之处
4. 预测推动因素
5. 估值
6. 现金流和资产负债表
7. 风险及阻力因素
8. 外部股价因素

敬请访问我们的网站阅读全部系列报告

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。

China Merchants Shekou Inds Zone: Summary financials

Profit model (Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	Balance sheet (Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
Total revenue	49,222.4	66,361.5	80,213.1	95,410.5	Cash & equivalents	40,611.2	29,675.9	30,070.6	42,376.6
Cost of goods sold	(35,880.7)	(51,292.7)	(61,473.5)	(72,898.6)	Accounts receivable	17,734.5	23,635.6	21,976.2	26,139.9
SG&A	(2,351.0)	(2,814.3)	(3,242.1)	(3,701.4)	Inventory	121,380.5	156,972.2	162,204.6	134,262.6
R&D	--	--	--	--	Other current assets	6,846.6	13,667.9	14,351.3	15,786.4
Other operating profit/(expense)	0.0	0.0	0.0	0.0	Total current assets	186,572.8	223,951.6	228,602.8	218,565.5
EBITDA	11,684.2	12,677.3	15,917.2	19,238.6	Net PP&E	2,544.2	2,453.2	2,434.6	2,483.6
Depreciation & amortization	(693.5)	(422.9)	(419.7)	(428.1)	Net intangibles	507.3	507.3	507.2	507.1
EBIT	10,990.7	12,254.5	15,497.5	18,810.5	Total investments	13,912.4	17,694.4	26,324.3	43,789.0
Interest income	574.3	406.1	296.8	300.7	Other long-term assets	7,362.5	6,995.9	6,995.9	6,995.9
Interest expense	(1,524.4)	(1,424.4)	(1,618.1)	(1,618.1)	Total assets	210,899.2	251,602.3	264,864.8	272,341.2
Income/(loss) from uncons. subs.	138.3	6.1	64.5	113.3	Accounts payable	18,446.7	22,484.5	26,947.3	31,955.6
Others	231.5	3,431.4	2,236.2	1,900.8	Short-term debt	9,041.4	14,194.0	14,194.0	14,194.0
Pretax profits	10,410.3	14,673.7	16,476.8	19,507.1	Other current liabilities	75,405.8	91,594.2	90,005.7	80,281.9
Income tax	(2,363.8)	(3,696.2)	(4,168.7)	(4,926.0)	Total current liabilities	102,893.9	128,272.6	131,146.9	126,431.4
Minorities	(1,154.0)	(2,408.5)	(1,957.8)	(2,094.7)	Long-term debt	39,925.8	45,736.1	45,736.1	45,736.1
Net income pre-preferred dividends	6,892.5	8,568.9	10,350.2	12,486.3	Other long-term liabilities	5,916.3	6,507.9	7,158.7	7,874.6
Preferred dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	Total long-term liabilities	45,842.1	52,244.0	52,894.8	53,610.7
Net income (pre-exceptionals)	6,892.5	8,568.9	10,350.2	12,486.3	Total liabilities	148,735.9	180,516.6	184,041.7	180,042.1
Post-tax exceptionals	0.0	0.0	0.0	0.0	Preferred shares	0.0	0.0	0.0	0.0
Net income	6,892.5	8,568.9	10,350.2	12,486.3	Total common equity	46,628.3	53,142.2	60,921.7	70,303.0
EPS (basic, pre-exception) (Rmb)	0.87	1.08	1.31	1.58	Minority interest	15,535.0	17,943.5	19,901.3	21,996.1
EPS (basic, post-exception) (Rmb)	0.87	1.08	1.31	1.58	Total liabilities & equity	210,899.2	251,602.3	264,864.8	272,341.2
EPS (diluted, post-exception) (Rmb)	0.87	1.08	1.31	1.58	BVPS (Rmb)	5.90	6.72	7.71	8.89
DPS (Rmb)	0.26	0.33	0.39	0.47					
Dividend payout ratio (%)	29.8	30.0	30.0	30.0					
Free cash flow yield (%)	0.3	(10.6)	7.5	21.0					
Growth & margins (%)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	Ratios	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
Sales growth	8.2	34.8	20.9	18.9	CROCI (%)	15.2	8.7	13.8	14.6
EBITDA growth	6.1	8.5	25.6	20.9	ROE (%)	17.6	17.2	18.1	19.0
EBIT growth	6.6	11.5	26.5	21.4	ROA (%)	3.6	3.7	4.0	4.6
Net income growth	31.1	24.3	20.8	20.6	ROACE (%)	13.1	13.7	12.5	14.1
EPS growth	22.8	24.3	20.8	20.6	Inventory days	1,129.4	990.4	947.6	742.2
Gross margin	27.1	22.7	23.4	23.6	Receivables days	103.5	113.8	103.8	92.0
EBITDA margin	23.7	19.1	19.8	20.2	Payable days	180.4	145.6	146.8	147.5
EBIT margin	22.3	18.5	19.3	19.7	Net debt/equity (%)	13.4	42.5	36.9	19.0
					Interest cover - EBIT (X)	11.6	12.0	11.7	14.3
Cash flow statement (Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	Valuation	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
Net income pre-preferred dividends	6,892.5	8,568.9	10,350.2	12,486.3	P/E (analyst) (X)	27.6	15.6	12.9	10.7
D&A add-back	693.5	422.9	419.7	428.1	P/B (X)	3.7	2.5	2.2	1.9
Minorities interests add-back	1,154.0	2,408.5	1,957.8	2,094.7	EV/EBITDA (X)	16.9	14.3	11.5	9.0
Net (inc)/dec working capital	(7,281.9)	(37,455.0)	889.8	28,786.6	EV/GCI (X)	2.8	1.8	1.6	1.5
Other operating cash flow	626.0	10,319.3	(1,685.6)	(10,556.3)	Dividend yield (%)	1.2	1.9	2.3	2.8
Cash flow from operations	2,084.3	(15,735.4)	11,932.0	33,239.5					
Capital expenditures	(1,483.9)	(331.8)	(401.1)	(477.1)					
Acquisitions	0.0	0.0	0.0	0.0					
Divestitures	49.4	8,889.5	0.0	0.0					
Others	(608.2)	(12,665.4)	(8,565.5)	(17,351.4)					
Cash flow from investments	(2,042.6)	(4,107.7)	(8,966.5)	(17,828.5)					
Dividends paid (common & pref)	(4,904.4)	(2,055.1)	(2,570.7)	(3,105.1)					
Inc/(dec) in debt	3,275.9	10,962.9	0.0	0.0					
Common stock issuance (repurchase)	11,828.5	0.0	0.0	0.0					
Other financing cash flows	4,272.2	0.0	0.0	0.0					
Cash flow from financing	14,472.2	8,907.8	(2,570.7)	(3,105.1)					
Total cash flow	14,513.8	(10,935.3)	394.8	12,305.9					

Note: Last actual year may include reported and estimated data.

Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates.

Note: Share price related numbers were as of Feb 17, 2017.

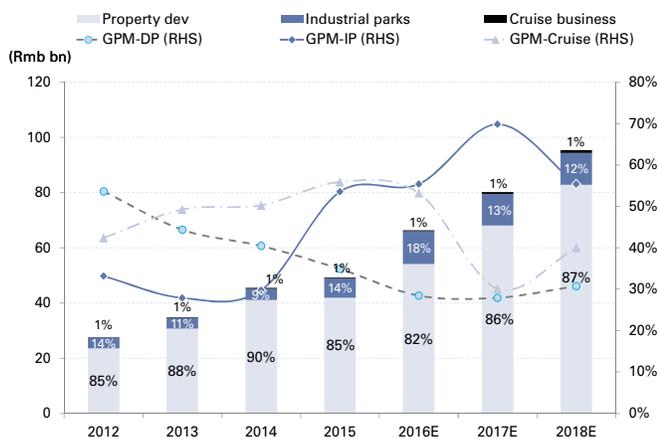
拥有最优质的深圳土地储备，增长将转化为有充裕资金支持的回报

我们认为，招商蛇口凭借其在深圳的最优质土地储备以及与母公司招商局共享的跨行业资源与品牌优势，公司势必能在区域内房地产行业的长期增长中处于领先地位。目前，招商蛇口拥有社区/园区/邮轮母港开发运营这三大业务板块，预计它们在2016-2018年¹预期收入中的平均贡献占比分别为84%/15%/1%。公司的目标是在长期内成为中国领先的社区/园区开发商和运营商。

我们估算，截至2016年底，招商蛇口在中国33个城市中拥有4,400万平方米土地储备，预计深圳市场在2017-2019年预售收入中的占比超过30%-40%，在土地储备中占比为45%（主要位于新兴的核心商业区南山区）、对2016-2019年预期盈利的贡献为45%-50%，在2017年底净资产价值中占比70%，所有这些指标均在我们的研究范围内处于最高水平。

图表 1: 房地产销售为主营业务

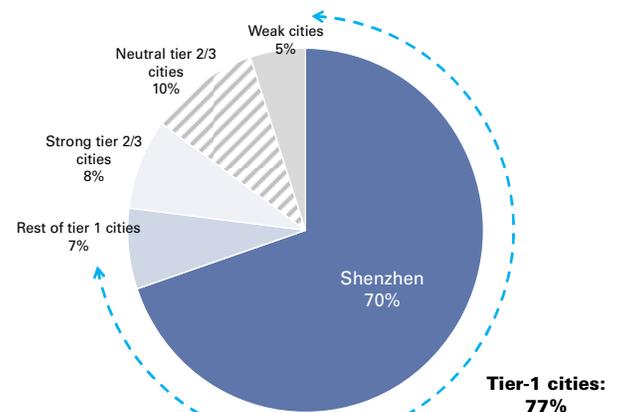
招商蛇口各业务板块的收入/毛利润率情况，2012-2018E



资料来源：公司数据，高华证券研究

图表 2: 深圳在招商蛇口的净资产价值中占据最大比重

基于城市状况划分的2017年底预期净资产价值构成



注：有关我们对于“强劲”“中性”和“疲弱”城市的定义，请参见2017年1月10日发表的研究报告：“中国：房地产：深度下行周期已计入股价，行业有四项积极发展趋势，强力买入中国海外”

资料来源：高华证券研究

#1 扎根深圳为招商蛇口带来优势：深圳正处在新一阶段的经济转型之中，意在成为中国乃至世界的创新中心。由深圳政府希望将在未来十年将深圳打造成全球门户城市，并巩固其在中国企业创新转型大潮中的核心地位，当地政府制定了宏伟的城市发展规划致力于升级和完善基建、医疗和教育等基础配套。我们认为，深圳积极的宏观前景（即收入上升以及人口增长推动强劲的消费和住房需求）以及世界级的城市基础设施配套将成为深圳房地产市场资本升值的两大推动要素。因此，我们认为在深圳市场立足稳固的开发商有望从中获益²。

#2 成本优势支撑着更强劲的回报前景：得益于公司在深圳优质的土地储备所蕴含的成本优势（综合土地成本在2017年预期销售均价中占比为23%，而我们覆盖范围内拥有深圳土地储备的其他开发商均值为28%），我们预计2016-2018年招商蛇口将实现领先同业的每股盈利增速（年均复合增长率为21% vs. 同业均值12%）以及稳健的净资产回报率（到2018年时增长2个百分点至19% vs. 同业平均下降1个百分点至15%），得益于利润率的有力保障（2016-2018年平均毛利率为30%，较同业高2个百分点）。

¹ 请注意，我们的预测并未计入现在至2019年底的任何新增收购，这可能令我们的2018年预测偏于保守。我们并未引用2019年盈利预测，因为在我们2017-2019年价格同比持平的假设下，我们认为2019年增长的主要部分需要得到来自2017/18年年初收购的推动。

² 具体请参见我们于2016年8月10日发表的研究报告：“中国：开发商：创建新深圳：孕育“新中国”模式”和“中国：开发商：创建新深圳：坚实基本面推动房地产市场欣欣向荣；买入招商蛇口和华润置地”。

图表 3：我们预计，招商蛇口的销售和盈利增速将在我们研究范围内的内地上市开发商中处于领先水平...

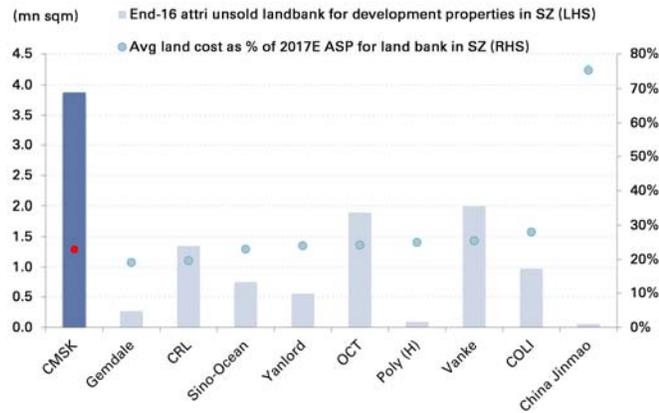
我们所覆盖内地上市开发商的 2016-2018 年预售和潜在的每股盈利年均复合增长率

	Presales				Underlying EPS 16-18E CAGR
	2016	2017E	2018E	16-18E CAGR	
	Rmb bn				
CMSK	74	81	93	12%	21%
Vanke (A)	365	389	388	3%	19%
Poly (A)	210	220	201	-2%	14%
OCT	23	25	26	8%	10%
Gemdale	101	94	89	-6%	10%
SMC	15	17	18	9%	-3%
Average				4%	12%

资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 5：...而且公司的深圳土地储备具有成本优势...

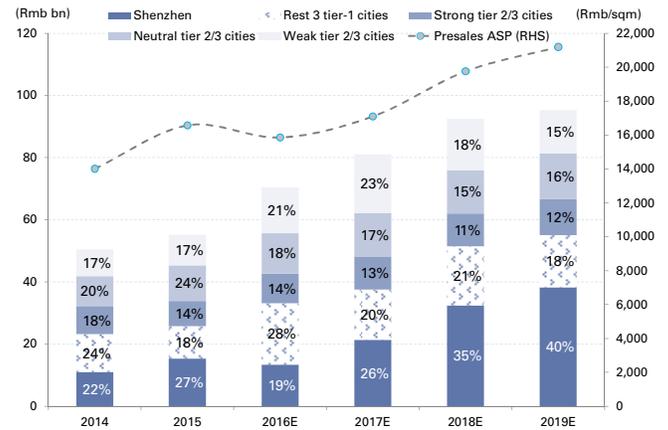
我们研究范围内开发商的土地成本/销售均价对比



资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 4：...因为深圳市场对于销售的贡献占比将有所上升...

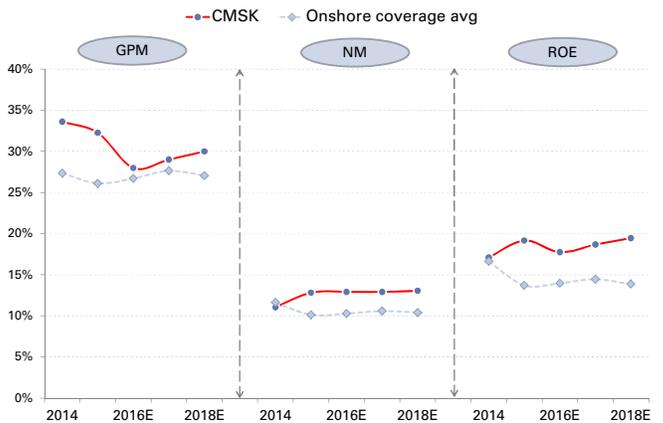
按城市划分的预售收入占比，2014-2019E



资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 6：...推动利润率表现领先同业

我们研究范围内开发商的净利润率/净资产回报率（剔除重估收益）对比



资料来源：公司数据、高华证券研究

较高的市净率并未反映全貌；资产价值过度折让

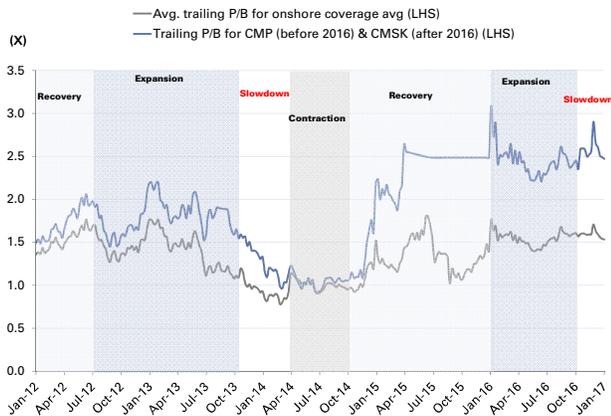
我们对2017年末预期净资产价值人民币28.1元应用30%的折让得出招商蛇口12个月目标价格人民币20.0元，而对研究范围内内地上市开发商应用的折让为10%至50%（或平均30%）。我们的招商蛇口目标价格隐含的市净率-净资产回报率较研究范围内内地上市开发商的市净率-净资产回报率趋势线溢价30%，高于其前身招商地产(A)（000024.SZ，已退市）在2013年下半年至2014年上半年上一次下行周期时20%的溢价幅度，以体现招商蛇口净资产回报率正在改善、平均杠杆比率低于同业的因素（见附录中图表24）。

我们看到，2015年12月份与招商地产合并后，招商蛇口的市净率倍数高于其前身招商地产，而且较内地上市同业的溢价有所扩大，我们认为这主要归因于：**(1) 资产整合后土地储备规模增加近一倍，深圳资产占比大幅提高**（在土地储备中占比45%，而招商地产为17%），但账面价值尚未充分体现其未来的盈利潜力；**(2) 同时，深圳资产（主要为蛇口、太子湾和前海项目）的入账价格低于市价**，因此招商蛇口以成本价计算的账面价值并未充分体现出其土地储备的内在价值。我们估算招商蛇口总体土地储备的盯市价值约为人民币4,010亿元，几乎为初始成本的两倍。

如图表10所示，尽管招商蛇口股价较账面价值存在溢价，但当前人民币16.71的股价（2月17日收盘价）较其土地储备的重估价值和我们的估算的2017年末净资产价值深度折让（折让幅度为40%，而同业均值为折让30%），隐含着优质地段房价的降幅可能会大于普通地段，这种情况缺乏合理性，我们认为风险回报状况趋于上行。

图表 7: 招商蛇口及其前身招商地产的市净率估值倍数一直高于同业

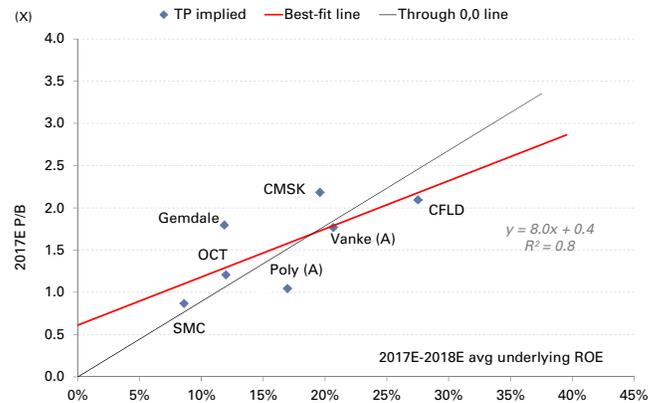
在几轮行业周期中，招商地产（2016年之前）和招商蛇口（2016年之后）的历史市净率与内地上市同业均值的比较



资料来源：Datastream、高华证券研究

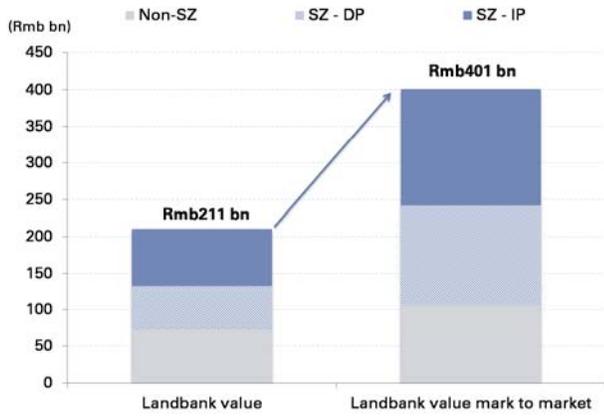
图表 8: 我们的招商蛇口目标价格隐含的市净率-净资产回报率较内地上市同业趋势线溢价30%

内地上市同业目标价格隐含的市净率-净资产回报率趋势线



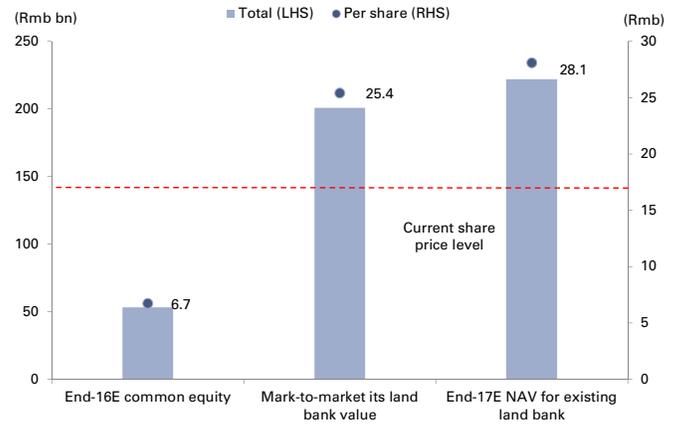
资料来源：Datastream、高华证券研究

图表 9：鉴于母公司整合的深圳资产的入帐成本较低，我们估算招商蛇口的土地储备盯市价值将上升近一倍
招商蛇口未售土地储备按成本计算的价值和盯市价值



资料来源：CREIS、公司数据、高华证券研究

图表 10：招商蛇口当前股价大幅低于其土地重估价值和我们的 2017 年末净资产价值预测
当前股价与 2016 年末预期普通股权益、现有土地储备的 2017 年末预期净资产价值和土地储备盯市价值

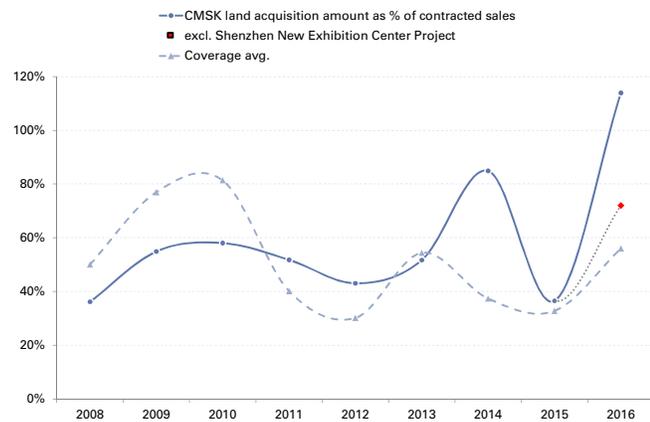


资料来源：CREIS、公司数据、高华证券研究

强劲的财务实力将助力规模扩张

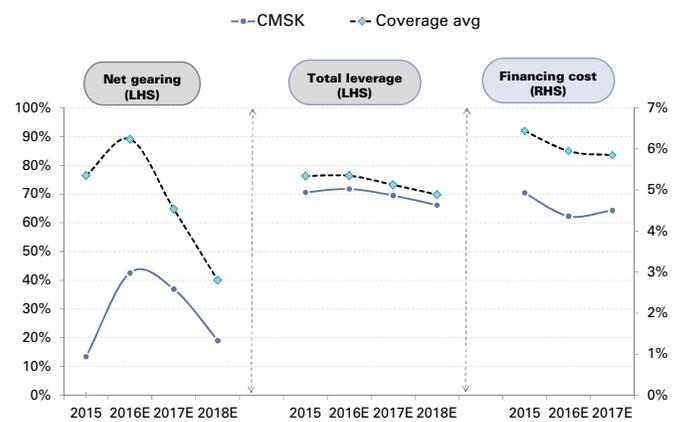
尽管公司去年积极进行土地购置（土地购置成本达到公司预售收入的114%，如果剔除与华侨城(000069.SZ)联手竞标的深圳新会展中心项目则为72%，而我们所覆盖其他开发商的2016年均值为56%），其仍保持着稳健的财务状况，得益于财务实力雄厚（2015年底净负债率为行业最低水平之一）而且去年销售表现强劲（同比增长28%，较管理层目标高14%）。加之公司有能力获得低成本融资（因其是国企龙头——招商局集团唯一的房地产旗舰平台）以及或与招商局集团进行跨行业资源资产整合所带来的价值创造空间，招商蛇口在同业中脱颖而出，有望通过多元化的土地拓展渠道扩大资产组合，因此更有可能在行业下行周期实现稳健增长。

图表 11: 尽管去年积极进行土地购置...
招商蛇口土地购置规模占合同销售的比例%，以及与同业的比较，2008-2016



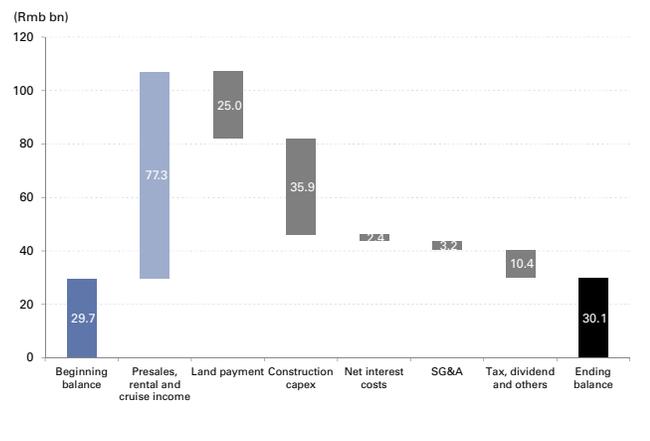
资料来源：公司数据

图表 12: ...但招商蛇口的财务状况依然强劲，并享有较低的融资成本助力于规模扩张
净负债率、总杠杆率、融资成本，以及与所覆盖内地开发商平均水平的比较



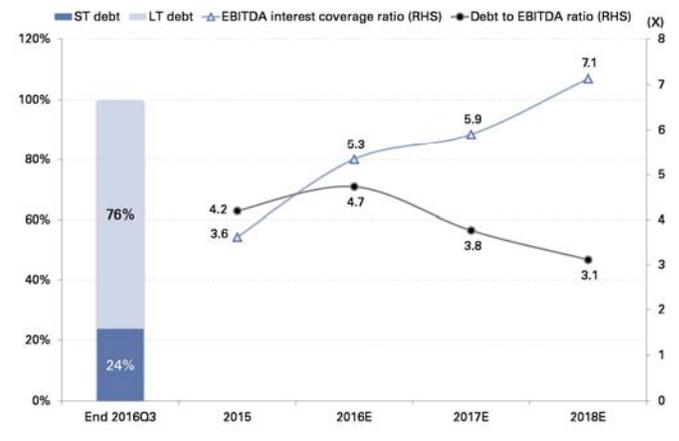
资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 13: 我们预计 2017 年再融资风险较低...
资金缺口分析，2017E



资料来源：高华证券研究

图表 14: ...并预计利息保障倍数将稳步提高
负债状况及 EBITDA 利息保障倍数分析



资料来源：公司数据、高华证券研究

深圳房地产市场波动（短期现象），前海片区/太子湾项目执行（有所改善）

招商蛇口过去 12 个月表现较同业领先 14%，但最近其股价走势止步不前。根据我们和投资者的讨论，发现其担忧主要集中在以下两方面：

#1 业务高度集中于深圳，但当地房地产调控令堪称“史上最严”（包括近期宣布的严格的预售许可及价格控制措施），因此招商蛇口更容易受到深圳房地产市场潜在波动的影响。我们注意到在房地产业过去的两个下行周期内，深圳二手房市场房价从峰值到谷底的跌幅为 26%/12%（2007 年 8 月-2009 年 2 月和 2011 年 5 月-2012 年 2 月），同时 2008/2011 年市场低迷时期一/二手房成交量总计同比下跌 29%/45%。我们以下的敏感性分析中假设房价/成交量分别较我们的基本假设低 30%/50%，以检验我们盈利和估值预测的潜在下行风险（如图表 15-16 所示，**这一悲观假设下 2017/18 年平均预期盈利将下降 20%，2017 年预期净资产价值将下降 15%**）。

我们的观点：

在我们覆盖的内陆开发商范围内，招商蛇口股价较净资产价值的折让最大，我们认为市场对于深圳楼市或因政策而走软的前景过于悲观，而且估值隐含优质地段的房价降幅可能超过普通地段，而这并不合理，因为我们确实看到供应短缺以及更理想的经济增长前景令南山区的平均房价表现在周期波动中更为稳健（该区占公司深圳土地储备/总土地储备的 83%/38%）。

- 南山区是深圳的高科技产业基地、高等教育中心以及物流枢纽，在广东省各区中 GDP 最高。如图表 17-18 所示，南山区是深圳市的四个核心区（即福田、罗湖、南山、盐田）中最为活跃的房地产市场，其平均房价表现在行业下行周期中更为稳健。
- 展望未来，我们认为积极的宏观经济前景以及世界级的基础设施将支撑深圳本地房地产市场蓬勃发展，并推动长期资产升值。如果平均房价较 2016 年水平上涨 30%³并且交易量增长 20%（回到 2009 年高点），那么招商蛇口的 2017 年底预期净资产价值和 2017-2018 年平均预期盈利将上升 20%/25%。因此，我们认为该股估值的风险回报趋于上行。

图表 15: 如果深圳的平均房价/交易量较 2016 年下降 30%/50%，我们的 2017 年底预期净资产价值将下降 15%...
招商蛇口净资产价值对深圳平均房价/交易量变化的敏感性

2017E NAV	2017E SZ ASP							
	ASP growth change vs 17E base case							
	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	
-50%	-15%	-10%	-6%	-3%	9%	13%	16%	
-30%	-14%	-9%	-5%	-1%	10%	14%	17%	
-10%	-13%	-9%	-4%	0%	11%	15%	19%	
0%	-13%	-8%	-4%	Base-case	12%	16%	19%	
10%	-13%	-8%	-4%	3%	12%	16%	20%	
20%	-12%	-8%	-3%	4%	13%	17%	20%	

资料来源：高华证券研究

图表 16: ...而且 2017-2018 年预期盈利将较我们的基本假设平均低 20%

招商蛇口盈利对深圳平均房价/交易量变化的敏感性

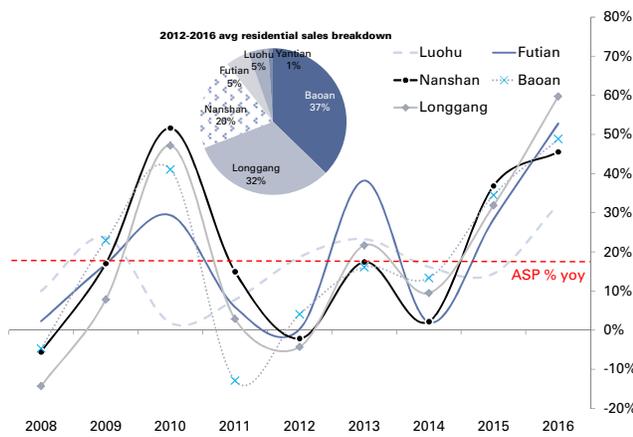
2017E EPS	2017E SZ ASP							
	ASP growth change vs 17E base case							
	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	
-50%	-11%	-8%	-6%	-3%	9%	11%	13%	
-30%	-10%	-7%	-4%	-2%	10%	12%	15%	
-10%	-9%	-5%	-3%	-1%	12%	14%	16%	
0%	-8%	-5%	-2%	Base-case	12%	15%	17%	
10%	-8%	-4%	-2%	1%	13%	16%	18%	
20%	-7%	-4%	-1%	1%	14%	16%	19%	

2018E EPS	2017E SZ ASP							
	ASP growth change vs 17E base case							
	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	
-50%	-29%	-24%	-20%	-17%	-13%	-10%	-6%	
-30%	-26%	-20%	-14%	-9%	-5%	1%	6%	
-10%	-24%	-16%	-9%	-3%	3%	9%	16%	
0%	-23%	-14%	-7%	Base-case	7%	14%	21%	
10%	-22%	-12%	-4%	3%	10%	18%	26%	
20%	-20%	-10%	-1%	6%	14%	23%	31%	

资料来源：高华证券研究

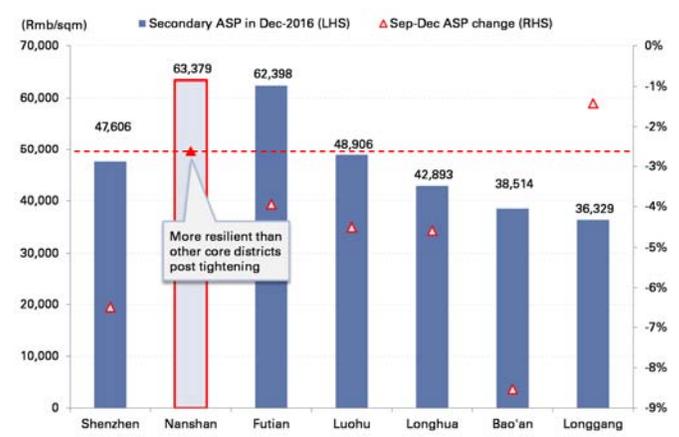
³ 根据我们在 2016 年 8 月 10 日发表的报告《创建新深圳：坚实基本面推动房地产市场欣欣向荣；买入招商蛇口和华润置地中的预测》

图表 17: 南山区（新兴的核心商业区，招商蛇口在深圳的资产主要位于这里）是深圳关内最活跃的市场... 住宅地产销售和均价同比增速，按区划分



Source: CREIS.

图表 18: ...而且实施调控政策后平均房价表现相对更为稳健 深圳二手房均价变化（10月份调控前/后）比较，按区划分



Source: fang.com.

#2 前海片区/太子湾项目开发执行不力（二者占公司 2017 年底预期净资产价值的 35%，在 2017-2019 年预期预售收入中平均占到 20%）。考虑到：(1) 最终交易对价和具体开发规划仍在与前海地方政府谈判的过程中，(2) 二者均是招商蛇口广受关注的长期开发项目，土地整合和/或开发进程一旦慢于预期可能会对公司未来几年的盈利可预见性造成不利影响。

我们的观点：

我们看到过去几个月中，招商蛇口对前海地块和太子湾项目的开发稳步推进并取得实质性进展：

- **前海地块：**2016 年 6 月 18 日，招商局集团与前海政府商定双方以 50%/50% 的持股比例成立平台公司共同开发前海地块，之后在 2016 年 10 月 26 日，双方又确立了利润分成框架（招商局集团 40%，政府 60%）。这应会消除招商局集团和政府之间长久以来存在的利益分配的不确定性。
- **太子湾：**2016 年 12 月 8 日，招商蛇口向新世界发展 (0017.HK) 出售了两个地块（隐含的地价约为人民币 24,000 元/平米，而招商蛇口最初的土地成本约为 5,000 元/平米），同时公司还将与新世界发展在太子湾地块共同开发两个商业项目。我们认为通过与经验丰富的投资物业运营商合作，招商蛇口不仅可释放其资产价值，同时还可加快周转速度并进一步提高项目质量。
- 此外，2016 年 12 月，公司宣布**股权激励计划**，面向 254 名核心员工（占总员工人数的 1.3%）发行 4,900 万股股份，占总股本的 0.62%，行权价格为人民币 19.51 元，较 2 月 17 日股价高 17%，这显示了管理层对于公司中长期增长前景的信心。该计划的行权条件中对净资产回报率（三个行权期内，剔除非经常损益后的净资产回报率不低于 13%/14%/15%）、净利润（3 年年均复合增速不低于 13%）和股价（至少 10 个交易日的股价达到发行价 23.34 元或以上）有着严格的规定。我们认为这一战略性举措有助于将主要员工的利益（尤其是中高层管理人员）和公司增长相绑定，并可间接缓解投资者对于公司盈利可持续性的担忧。
- 2017 年 1 月 17 日，招商蛇口公布了**好于预期的 2016 年盈利预告**，净利润同比增长 92%-102%（较 2015 年备考净利润增长 35%-42%）至人民币 93-98 亿元，合每股盈利 1.18-1.24 元。除重组后 2015-16 年少数股东权益安排的影响之外，其盈利增长的主要推动因素为：1) 房地产结算销售面积同比增长 33%；2) 深圳南海意库和前海湾花园的整体销售实现了土地储备价值的变现。

主要风险包括：1) **深圳房地产市场意外大幅下挫令销售和利润率不及预期：**我们估算如果公司深圳项目均价/销量较 2016 年水平下滑 30%/50%（降幅与此前下行周期中深圳的峰谷差相似），则我们的 2017/18 年核心利润预测将下降 11%/29%；2) **供过于求给深圳项目的租金前景带来压力（尤其是深圳自贸区的开发进展缓慢）：**由于招商蛇口估值中约有 40% 来自租赁物业（主要是位于深圳自贸区的写字楼），我们对这部分资产采用收益资本化法进行估值，如果租金下降 10%（我

们的基本假设是租金增长持平），资本化率上升1个百分点（我们的基本假设为7.5%），则招商蛇口估值将受到12%的冲击。

深圳市场长期欣欣向荣；与招商局集团进一步资产整合

除房地产周期这一从整体上推动开发商股价波动的因素之外，我们发现招商蛇口（2016年之前为招商地产）股价相对于同业的领先/落后表现更多地受到深圳当地房地产市场状况以及与招商局集团潜在资产整合事件推动的影响。

1) 风向标深圳

我们预计“史上最严”调控令造成的负面影响将持续存在，直至房价出现更明显的走软。虽然市场的任何意外下挫都有可能影响到投资者对招商蛇口股价的信心，但这应会是暂时现象，因为我们认为本轮下行周期更主要地是受到政策的推动。

虽然存在短期波动，但长期内我们看好深圳楼市，并保持着对所有房地产子行业的乐观看法。我们预计到2025年，深圳房地产市场的总资本价值将翻番，因此扎根深圳的开发商有望成为主要的受益者。

2) 逐步实现与母公司更大规模的协同效应

我们认为招商蛇口在探索招商局跨产业资源内的多元化地产资产组合方面仍有巨大潜力，且潜在协同效应尚未计入股价。近年来，招商局集团致力于各业务部门的内外部整合。我们认为招商蛇口将迎来巨大商机，公司可通过多元化的土地拓展渠道扩大资产组合，如通过国企资产整合进行土地注入和整备，以及基于招商局主要港口资产的邮轮母港开发运营，这些都可成为一系列潜在推动股价的催化剂。

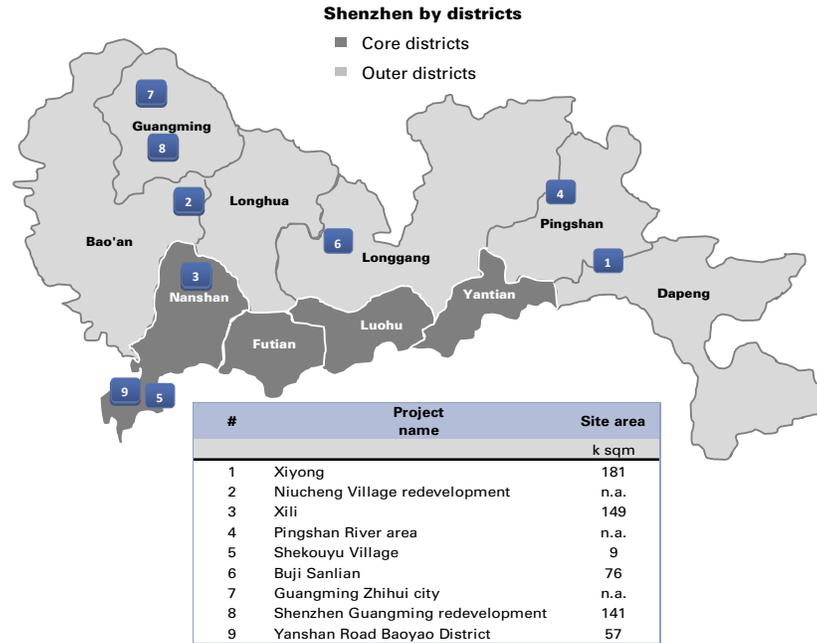
图表 19: 深圳市场以及与招商局集团进行的资产整合对招商蛇口的股价十分关键

招商地产/招商蛇口的股价表现 vs. 深圳房地产相关政策和重组事件



资料来源: Datastream, 高华证券研究, 新华网, 新浪网

图表 20: 扎根深圳有助于获得大规模城市更新改造项目 (总数 10 个, 占地面积 350 万平方米)
招商蛇口位于深圳的已知主要城市更新改造项目一览



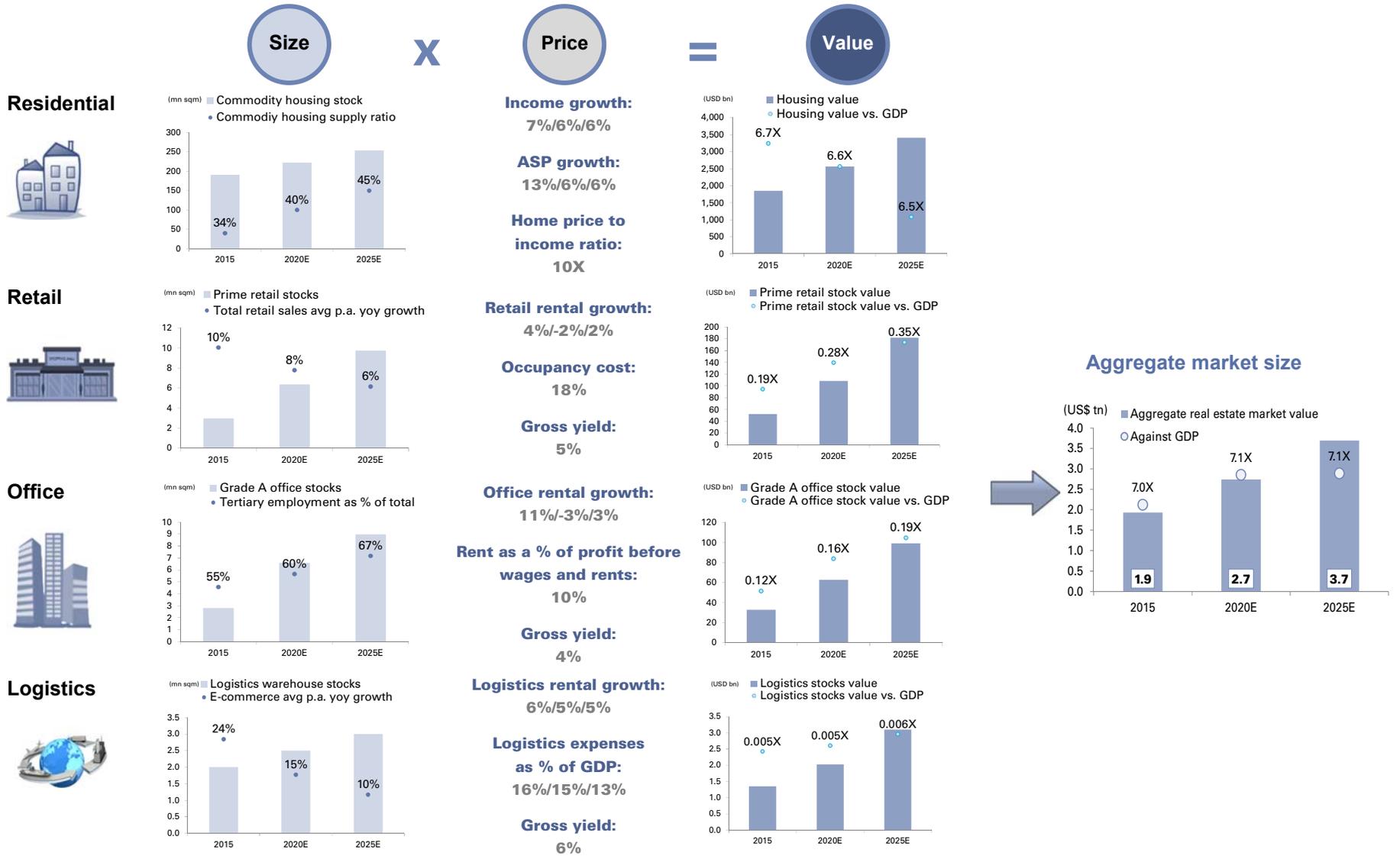
资料来源：公司数据，www.csgx.com，高华证券研究

图表 21: 来自招商局集团潜在资产整合的空间巨大
招商局集团持有的主要港口相关地产资产概要，截至 2015 年底

China Presence	Region	Location	Selected companies (ports)	CMG's interest	Real estate assets remarks
Bohai Rim	Qingdao	Qingdao	Qingdao Qianwan United Container Terminal	50%	2.44sq km site area
		Qingdao	Qingdao Qianwan West Port United Terminal	49%	1mn sqm storage yard area and 9 docks
		Tianjin	Tianjin Five Continents Int. Container Terminal	14%	0.29mn sqm yard area; 0.45mn sqm site area
YRD	Shanghai	Shanghai	Shanghai International Port	24%	2.42mn sqm yard area
		Ningbo	Ningbo Daxie China Merchants International Terminals/ Ningbo Port	45%	1.66mn sqm total port area and 233km coastline
Taiwan Strait	Xiamen	Xiamen	Xiamen Haicang Xinhaida Container Terminals	20%	0.43mn sqm site area
		Zhangzhou	Zhangzhou CM Port	60%	0.68mn sqm yard area
PRD	Shenzhen	Shenzhen	Shekou Container Terminals	80%	1.38mn sqm site area
		Shenzhen	Shenzhen Chiwan Wharf	46%	1.25mn sqm site area; 1.02mn sqm yard area
		Shenzhen	Shenzhen Mawan Terminal	84%	0.40mn sqm site area
		Zhanjiang	Zhanjiang Port	40%	1.33mn sqm yard area

资料来源：公司数据，高华证券研究

图表 22: 我们预计到 2025 年, 深圳房地产市场的总资产价值将从 2015 年的 1.9 万亿美元翻番至 3.7 万亿美元



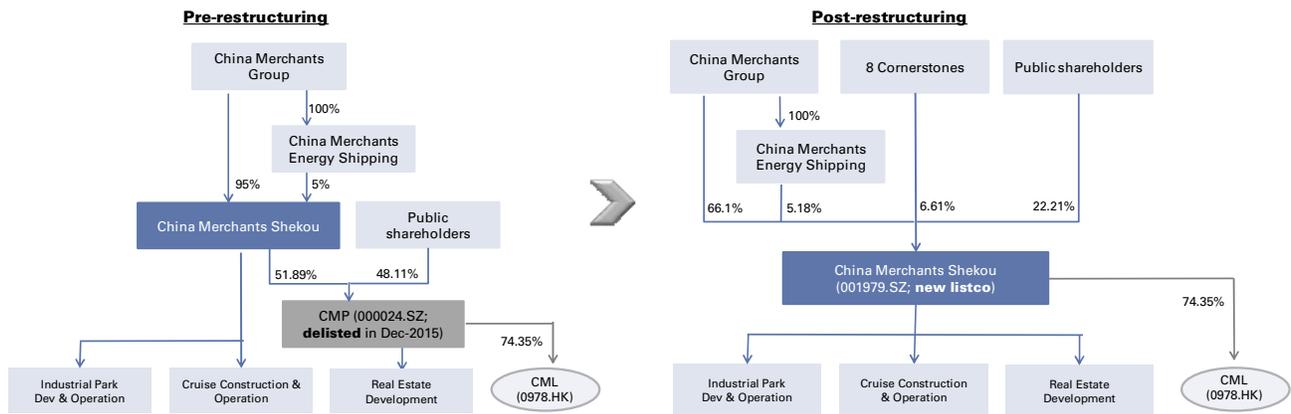
资料来源: 深圳市统计局、深圳市住房建设规划(2016-2020)、CREIS、中原地产、世邦魏理仕、戴德梁行、仲量联行、高华证券研究

附录

招商局集团是一家有着百年历史的综合性企业集团，也是国资委直属的国企龙头之一。招商局是中国民族工商业的先驱，创立于1872年洋务运动时期。1979年，招商局集团独资开发了中国第一个对外开放的工业区—蛇口工业区。招商局集团的三大核心产业为：(1) 交通运输及相关基础设施产业；(2) 金融业；(3) 房地产业（成片开发区建设和地产开发）。截至2015年底，招商局集团总资产达人民币6.4万亿元（所有者权益6,600亿元），实现营业收入2,810亿元，利润总额826亿元，在央企中排名第三。招商局在中国大陆、香港和新加坡拥有29家上市公司。

招商蛇口在对**招商地产**（000024.SZ；2015年12月退市，是国内最早的房地产开发企业之一，目前构成了招商蛇口地产业务的主体）旗下房地产开发业务以及产业园区开发业务、邮轮业务进行资产重组后于2015年12月31日上市。招商蛇口71.28%的股份目前由母公司招商局集团持有，它也是招商局内地上市房地产板块运营的旗舰公司。招商蛇口还持有招商局置地（0978.HK；未覆盖）74.35%的股份，后者是招商局房地产业务唯一的境外上市平台。

图表 23: 招商蛇口股权架构



注：8家基石投资者是工银瑞信投资(0.64%)、国开金融(0.8%)、华侨城(0.8%)、奇点领誉一期投资中心(0.8%)、兴业财富资产管理计划(0.8%)、深圳市招为投资合伙企业(1.07%)、博时资本(1.07%)和员工持股计划(0.36%)，自2015年12月公司上市起，这些机构持股的禁售期为36个月

资料来源：公司数据

图表 24: 我们的 A 股估值相对于净资产价值的折让是基于目标价格隐含的市净率-净资产回报率得出

在此前 2013 年下半年至 2014 年的行业下行周期中各股相对于市净率-净资产回报率趋势线的溢价/折让、净资产回报率/杠杆率的变动

	P/B prem/disc to sector trend line			P/B (X)			ROE quartile			Net gearing			Total leverage					
	2H13-14 downcycle		2017E		2H13-14		2017E					Normal			Adjusted by revaluation, presale deposits and PCS			
	Avg	Current trading implied	TP implied	Avg	Current	TP implied	13-14	16E	17E-18E	13-14	16E	17E-18E	13-14	16E	17E-18E	13-14	16E	17E-18E
Onshore																		
CMSK	20%*	20%	30%	1.5*	2.2	2.7	17.6%	17.7%	19.6%	34%	43%	7%	73%	72%	68%	66%	62%	59%
Gemdale	30%	40%	30%	1.0	1.7	1.6	10.6%	10.6%	11.9%	55%	44%	24%	68%	64%	61%	62%	56%	52%
OCT	20%	0%	10%	1.6	1.2	1.4	19.3%	12.2%	12.0%	43%	46%	33%	67%	64%	61%	65%	60%	57%
Poly (A)	-30%	-30%	-40%	1.0	1.0	1.3	22.2%	16.9%	17.0%	101%	82%	69%	78%	73%	66%	68%	60%	57%
SMC	-10%	-20%	-20%	0.5	0.9	0.9	9.8%	11.3%	9.3%	37%	40%	31%	67%	56%	52%	64%	55%	52%
Vanke (A)	-20%	0%	-10%	1.1	1.8	1.5	20.3%	18.8%	20.6%	18%	-2%	-44%	78%	78%	75%	66%	67%	62%
CFLD	0%	0%	0%	4.0	2.1	2.6	46.3%	32.6%	27.5%	84%	41%	-21%	86%	82%	82%	75%	72%	70%
Avg				1.5	1.6	1.7	20.9%	17.2%	16.8%	53%	42%	14%	74%	70%	66%	67%	62%	58%

注：(1) 标有“*”的数字指的是在下次下行周期中招商地产 A (000024.SZ; 已退市) 的历史市净率以及相对于市净率-净资产回报率趋势线的溢价/折让。(2) 净资产回报率的不同颜色代表不同的四分位：第一个四分位 - 深蓝，第二个四分位 - 浅蓝，第三个四分位 - 浅灰，第四个四分位 - 深灰

资料来源：Datastream、公司数据、高华证券研究

图表 25: 招商蛇口 - 季度财务概要

Financials (Rmb mn)	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4E	2017Q1E	2017Q2E	2017Q3E	2017Q4E
Revenue	4,524	16,724	15,484	29,630	8,021	16,043	24,064	32,085
EBIT	1,180	3,400	3,996	3,679	1,550	3,099	4,649	6,199
Net Income	739	2,836	1,727	2,958	1,035	2,070	3,105	4,140
EPS (Rmb)	0.09	0.36	0.22	0.37	0.13	0.26	0.39	0.52

资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 26: 招商蛇口 – 财务概要

Operation	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
Presales (Rmb bn)						Balance sheet (Rmb mn)					
Presales ASP (Rmb/sqm)	14,014	16,572	15,855	17,097	19,759	Bank balances and cash, unrestricted	26,097	40,611	29,676	30,071	42,377
Revenue booked (Rmb bn)	41.1	41.9	54.2	68.1	82.8	Receivables	10,174	17,735	23,636	21,976	26,140
GFA booked (mn sqm)	2.9	2.9	3.2	4.3	4.9	Inventory	100,676	121,380	156,972	162,205	134,263
Booked ASP (Rmb/sqm)	14,403	14,376	17,007	15,700	16,962	Other current assets	7,234	6,847	13,668	14,351	15,786
Financials (Rmb mn)						Total current assets	144,181	186,573	223,952	228,603	218,565
Property development	41,069	41,926	54,172	68,130	82,831	Properties and equipment	2,367	2,544	2,453	2,435	2,484
Industrial park development	4,106	6,964	11,818	11,329	11,600	Net intangibles	525	507	507	507	507
Cruise industry development	311	332	372	754	980	Total investment	15,873	13,912	17,694	26,324	43,789
Revenue	45,486	49,222	66,362	80,213	95,411	Other long-term assets	5,317	7,363	6,996	6,996	6,996
% change, yoy	31	8	35	21	19	Total non-current assets	24,082	24,326	27,651	36,262	53,776
Property development	16,616	14,630	15,415	19,032	25,452	Total assets	168,264	210,899	251,602	264,865	272,341
Industrial park development	1,222	3,730	6,549	7,914	6,428	Trade and other payables	17,018	18,447	22,484	26,947	31,956
Cruise industry development	156	186	198	227	392	Advances from customers	35,635	50,991	65,959	63,089	52,019
Business tax (including LAT)	-5,709	-5,204	-7,092	-8,433	-9,760	Short-term loan	11,541	9,041	14,194	14,194	14,194
Gross profit	12,285	13,342	15,069	18,740	22,512	Other current liabilities	23,621	24,415	25,635	26,917	28,263
SG&A	-1,975	-2,351	-2,814	-3,242	-3,701	Total current liabilities	87,815	102,894	128,273	131,147	126,431
EBITDA	11,017	11,684	12,677	15,917	19,239	Long-term loan	32,756	39,926	45,736	45,736	45,736
Depreciation and amortization	(707)	(694)	(423)	(420)	(428)	Other long-term liabilities/creditors	2,293	5,916	6,508	7,159	7,875
EBIT - total	10,310	10,991	12,254	15,497	18,810	Total non-current liabilities	35,049	45,842	52,244	52,895	53,611
Financial (costs)/income, net	(922)	(950)	(1,018)	(1,321)	(1,317)	Share Capital	7,402	7,904	7,904	7,904	7,904
Share of results of associated company/JV	365	138	6	64	113	Reserves	24,370	38,724	45,238	53,018	62,399
Other non-operating income/expense	-57	231	3,431	2,236	1,901	Shareholders' equity	31,772	46,628	53,142	60,922	70,303
Pretax profit	9,695	10,410	14,674	16,477	19,507	Minority interests	13,628	15,535	17,943	19,901	21,996
Taxation	(3,110)	(2,364)	(3,696)	(4,169)	(4,926)	Total shareholders' equity and liabilities	168,264	210,899	251,602	264,865	272,341
Profit before minority interests	6,586	8,047	10,977	12,308	14,581	Shareholders' equity	31,772	46,628	53,142	60,922	70,303
Minority interests	(1,330)	(1,154)	(2,409)	(1,958)	(2,095)	Minority interests	13,628	15,535	17,943	19,901	21,996
Profit attributable to shareholders	5,256	6,893	8,569	10,350	12,486	Total shareholders' equity and liabilities	168,264	210,899	251,602	264,865	272,341
% change, yoy	89	31	24	21	21	Long-term loan	32,756	39,926	45,736	45,736	45,736
Core profit attributable to shareholders	5,020	6,307	8,569	10,350	12,486	Other long-term liabilities/creditors	2,293	5,916	6,508	7,159	7,875
% change, yoy	107	26	36	21	21	Total non-current liabilities	35,049	45,842	52,244	52,895	53,611
Margins & returns						Leverage					
Gross margin	34%	32%	28%	28%	29%	Total debt (Rmb bn)	44.3	49.0	59.9	59.9	59.9
-property development	40%	35%	28%	28%	30%	Net debt (Rmb bn)	18.2	8.3	30.2	29.8	17.5
-industrial parks	30%	54%	55%	70%	55%	Financing cost	5.5%	4.9%	4.4%	4.2%	4.0%
-Cruise	50%	56%	53%	30%	40%	Net gearing	40%	13%	43%	37%	19%
SG&A a % of sales	3.9%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	Total leverage	73%	71%	72%	69%	66%
Underlying margin	11%	13%	13%	13%	13%	Dividend					
ROE (excl. revaluations)	17%	19%	17%	18%	19%	Cash dividend payout	26%	30%	30%	30%	30%

资料来源：公司数据、高华证券研究

信息披露附录

申明

我们，李薇、王逸，CFA，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不与，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

李薇：A 股房地产、中国房地产行业。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。

没有对下述公司的具体信息披露：招商蛇口 (Rmb17.37)

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并在某些其他情况下，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、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 © 2017 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。