



# 业绩分析 上汽集团 (600104.SS)

买入

证券研究报告

## 业绩符合预期；新 SUV 销量或将从二季度开始加速增长；买入

### 与预测不一致的方面

4月4日上汽集团公布2016年四季度实现收入/盈利人民币2,220亿/89亿元，较高华预测低7.2%/0.1%。业绩基本符合预期的主要原因是：1) 产品结构不利导致自主品牌销售低于预期；2) 合资公司收益低于预期，被销售管理费用低于预期所抵消。同时，由于现金流强劲，公司宣布派息率为60%。公司在4月5日的业绩推介会上表示，由于产品周期强劲，销量有望从今年二季度开始加速增长，尤其是SUV车型：三款上汽大众车型，包括新款途观L（已上市）、大众途昂和斯柯达柯迪亚克（将于今年二季度上市）；上汽通用雪佛兰探界者；自主品牌荣威RX3、名爵ZS和宝骏510。管理层还表示将继续着力于“电动化、网联化、智能化、共享化”领域的新业务。

### 投资影响

我们维持盈利预测基本不变，并维持基于市盈率的12个月目标价格人民币30.11元（上涨空间16.8%）和买入评级。鉴于该股盈利增长状况强于研究范围内车企，我们在其预期市盈率历史中值7.52倍基础上应用了溢价，得出9.85倍的目标估值倍数。主要风险：购置税优惠幅度减弱导致中国汽车市场增速走弱；竞争导致上汽集团销量/利润率走弱；与奥迪就合资公司的谈判面临不确定性。

### 上汽集团 2016 年四季度盈利概览

| (Rmb mn)                   | 4Q2016       | GH 4Q2016E   | Var%         | 4Q2015       | YoY%        | 3Q2016       | QoQ%         |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| Revenue                    | 222,382      | 239,624      | -7.2%        | 191,533      | 16.1%       | 177,560      | 25.2%        |
| Gross profit (excl. D&A)   | 27,604       | 30,050       | -8.1%        | 22,675       | 21.7%       | 21,003       | 31.4%        |
| EBIT                       | 6,771        | 6,442        | 5.1%         | 3,979        | 70.2%       | 5,014        | 35.1%        |
| Pretax profit              | 13,502       | 12,285       | 9.9%         | 11,815       | 14.3%       | 12,500       | 8.0%         |
| <b>Reported net profit</b> | <b>8,917</b> | <b>8,928</b> | <b>-0.1%</b> | <b>8,532</b> | <b>4.5%</b> | <b>8,032</b> | <b>11.0%</b> |
| <b>Reported EPS (Rmb)</b>  | <b>0.81</b>  | <b>0.81</b>  | <b>-0.1%</b> | <b>0.77</b>  | <b>4.5%</b> | <b>0.73</b>  | <b>11.0%</b> |
| (%)                        |              |              |              |              |             |              |              |
| Gross margin               | 12.4%        | 12.5%        | -0.1%        | 11.8%        | 0.6%        | 11.8%        | 0.6%         |
| EBIT margin                | 3.0%         | 2.7%         | 0.4%         | 2.1%         | 1.0%        | 2.8%         | 0.2%         |
| Pretax profit margin       | 6.1%         | 5.1%         | 0.9%         | 6.2%         | -0.1%       | 7.0%         | -1.0%        |
| Net profit margin          | 4.0%         | 3.7%         | 0.3%         | 4.5%         | -0.4%       | 4.5%         | -0.5%        |

资料来源：公司数据、高华证券研究

### 所属投资名单

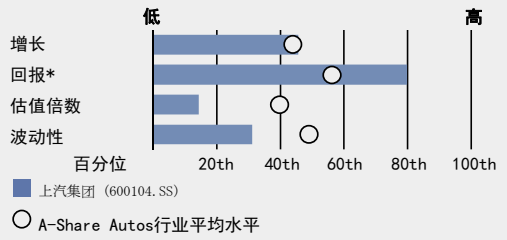
亚太买入名单

### 行业评级：中性

杨一朋 执业证书编号：S1420511100006  
+86(10)6627-3189 yipeng.yang@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司  
丁好倩 执业证书编号：S1420515060002  
+86(10)6627-3327 yuqian.ding@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

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。

### 投资摘要



\* 回报 - 资本回报率 投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

### 主要数据

|                       | 当前                   |
|-----------------------|----------------------|
| 股价 (Rmb)              | 25.77                |
| 12个月目标价格 (Rmb)        | 30.11                |
| 市值 (Rmb mn / US\$ mn) | 219,466.0 / 31,805.7 |
| 外资持股比例 (%)            | --                   |

|                       | 12/16       | 12/17E      | 12/18E      | 12/19E      |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>每股盈利 (Rmb) 新</b>   | <b>2.90</b> | <b>3.05</b> | <b>3.30</b> | <b>3.59</b> |
| 每股盈利调整幅度 (%)          | 0.0         | (0.3)       | 0.2         | 0.4         |
| 每股盈利增长 (%)            | 7.4         | 5.0         | 8.3         | 8.9         |
| <b>每股摊薄盈利 (Rmb) 新</b> | <b>2.90</b> | <b>3.05</b> | <b>3.30</b> | <b>3.59</b> |
| 市盈率 (X)               | 7.3         | 8.5         | 7.8         | 7.2         |
| 市净率 (X)               | 1.2         | 1.4         | 1.3         | 1.2         |
| EV/EBITDA (X)         | 9.6         | 10.7        | 9.2         | 8.1         |
| 股息收益率 (%)             | 8.2         | 7.1         | 7.7         | 8.4         |
| 净资产回报率 (%)            | 17.4        | 17.2        | 16.9        | 17.1        |
| ROIC (%)              | 22.9        | 24.6        | 23.9        | 23.6        |

### 股价走势图



### 股价表现 (%)

|            | 3个月 | 6个月  | 12个月 |
|------------|-----|------|------|
| 绝对         | 7.8 | 17.9 | 26.6 |
| 相对于沪深300指数 | 2.7 | 9.2  | 17.3 |

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为4/06/2017收盘价)

## 上汽集团：财务数据概要

| 损益表(Rmb mn)            | 12/16            | 12/17E           | 12/18E            | 12/19E            | 资产负债表(Rmb mn)     | 12/16            | 12/17E           | 12/18E           | 12/19E           |
|------------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>主营业务收入</b>          | <b>746,236.7</b> | <b>815,327.2</b> | <b>832,581.3</b>  | <b>860,189.2</b>  | 现金及等价物            | 105,932.5        | 126,936.8        | 134,029.3        | 145,477.4        |
| 主营业务成本                 | (650,254.4)      | (709,544.6)      | (718,630.4)       | (741,120.8)       | 应收账款              | 69,284.3         | 75,699.0         | 77,300.9         | 79,864.2         |
| 销售、一般及管理费用             | (75,761.8)       | (84,814.5)       | (88,274.5)        | (89,481.3)        | 存货                | 37,039.8         | 40,417.1         | 40,934.6         | 42,215.7         |
| 研发费用                   | (9,445.1)        | (10,319.6)       | (10,538.0)        | (10,887.4)        | 其它流动资产            | 118,689.0        | 118,689.0        | 118,689.0        | 118,689.0        |
| 其它营业收入/ (支出)           | 7,993.5          | 9,548.9          | 10,583.6          | 11,794.7          | <b>流动资产</b>       | <b>330,945.6</b> | <b>361,741.8</b> | <b>370,953.8</b> | <b>386,246.3</b> |
| <b>EBITDA</b>          | <b>28,214.1</b>  | <b>30,517.0</b>  | <b>36,260.0</b>   | <b>41,381.8</b>   | 固定资产净额            | 60,320.0         | 70,975.2         | 80,925.3         | 90,450.8         |
| 折旧和摊销                  | (7,484.4)        | (8,770.8)        | (9,867.6)         | (10,917.6)        | 无形资产净额            | 11,462.7         | 10,513.7         | 9,564.7          | 8,615.7          |
| <b>EBIT</b>            | <b>20,729.6</b>  | <b>21,746.1</b>  | <b>26,392.4</b>   | <b>30,464.2</b>   | 长期投资              | 115,708.8        | 130,739.7        | 143,936.4        | 156,798.0        |
| 利息收入                   | 1,120.8          | 1,329.5          | 1,593.1           | 1,682.2           | 其它长期资产            | 72,191.1         | 72,191.1         | 72,191.1         | 72,191.1         |
| 财务费用                   | (849.0)          | (1,410.1)        | (1,897.8)         | (2,385.8)         | <b>资产合计</b>       | <b>590,628.1</b> | <b>646,161.6</b> | <b>677,571.3</b> | <b>714,301.9</b> |
| 联营公司                   | 0.0              | 0.0              | 0.0               | 0.0               | 应付账款              | 139,147.3        | 151,834.7        | 153,779.0        | 158,591.7        |
| 其它                     | 29,491.0         | 32,458.3         | 32,679.6          | 33,929.4          | 短期贷款              | 79,273.7         | 79,273.7         | 79,273.7         | 79,273.7         |
| <b>税前利润</b>            | <b>50,492.5</b>  | <b>54,123.9</b>  | <b>58,767.4</b>   | <b>63,689.9</b>   | 其它流动负债            | 79,060.3         | 81,190.0         | 82,998.8         | 85,058.1         |
| 所得税                    | (6,530.5)        | (7,000.2)        | (7,894.6)         | (8,555.9)         | <b>流动负债</b>       | <b>297,481.4</b> | <b>312,298.5</b> | <b>316,051.6</b> | <b>322,923.6</b> |
| 少数股东损益                 | (11,953.4)       | (11,579.0)       | (12,324.8)        | (13,166.8)        | 长期贷款              | 18,446.1         | 18,446.1         | 18,446.1         | 18,446.1         |
| <b>优先股股息前净利润</b>       | <b>32,008.6</b>  | <b>35,544.7</b>  | <b>38,548.1</b>   | <b>41,967.3</b>   | 其它长期负债            | 39,604.3         | 39,604.3         | 39,604.3         | 39,604.3         |
| 优先股息                   | 0.0              | 0.0              | 0.0               | 0.0               | 长期负债              | 58,050.4         | 58,050.4         | 58,050.4         | 58,050.4         |
| <b>非经常性项目前净利润</b>      | <b>32,008.6</b>  | <b>35,544.7</b>  | <b>38,548.1</b>   | <b>41,967.3</b>   | <b>负债合计</b>       | <b>355,531.8</b> | <b>370,348.9</b> | <b>374,102.0</b> | <b>380,974.0</b> |
| 税后非经常性损益               | 0.0              | 0.0              | 0.0               | 0.0               | <b>优先股</b>        | <b>0.0</b>       | <b>0.0</b>       | <b>0.0</b>       | <b>0.0</b>       |
| <b>净利润</b>             | <b>32,008.6</b>  | <b>35,544.7</b>  | <b>38,548.1</b>   | <b>41,967.3</b>   | <b>普通股权益</b>      | <b>191,921.0</b> | <b>221,058.3</b> | <b>236,390.2</b> | <b>253,082.0</b> |
| 每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb) | 2.90             | 3.05             | 3.30              | 3.59              | 少数股东权益            | 43,175.4         | 54,754.4         | 67,079.2         | 80,246.0         |
| 每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb) | 2.90             | 3.05             | 3.30              | 3.59              | <b>负债及股东权益合计</b>  | <b>590,628.1</b> | <b>646,161.6</b> | <b>677,571.3</b> | <b>714,301.9</b> |
| 每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb) | 2.90             | 3.05             | 3.30              | 3.59              | <b>每股净资产(Rmb)</b> | <b>17.41</b>     | <b>18.92</b>     | <b>20.23</b>     | <b>21.66</b>     |
| 每股股息 (Rmb)             | 1.75             | 1.83             | 1.99              | 2.16              |                   |                  |                  |                  |                  |
| 股息支付率 (%)              | 60.2             | 60.1             | 60.2              | 60.2              |                   |                  |                  |                  |                  |
| 自由现金流收益率 (%)           | (2.1)            | 3.2              | 3.7               | 5.1               |                   |                  |                  |                  |                  |
| <b>增长率和利润率 (%)</b>     | <b>12/16</b>     | <b>12/17E</b>    | <b>12/18E</b>     | <b>12/19E</b>     | <b>比率</b>         | <b>12/16</b>     | <b>12/17E</b>    | <b>12/18E</b>    | <b>12/19E</b>    |
| 主营业务收入增长率              | 12.8             | 9.3              | 2.1               | 3.3               | CROCI (%)         | 22.9             | 24.6             | 23.9             | 23.6             |
| EBITDA增长率              | 23.9             | 8.2              | 18.8              | 14.1              | 净资产回报率 (%)        | 17.4             | 17.2             | 16.9             | 17.1             |
| EBIT增长率                | 23.3             | 4.9              | 21.4              | 15.4              | 总资产回报率 (%)        | 5.8              | 5.7              | 5.8              | 6.0              |
| 净利润增长率                 | 7.4              | 11.0             | 8.4               | 8.9               | 平均运用资本回报率 (%)     | 19.5             | 19.9             | 19.9             | 20.2             |
| 每股盈利增长                 | 7.4              | 5.0              | 8.3               | 8.9               | 存货周转天数            | 20.8             | 19.9             | 20.7             | 20.5             |
| 毛利率                    | 12.9             | 13.0             | 13.7              | 13.8              | 应收账款周转天数          | 34.6             | 32.5             | 33.5             | 33.3             |
| EBITDA利润率              | 3.8              | 3.7              | 4.4               | 4.8               | 应付账款周转天数          | 74.0             | 74.8             | 77.6             | 76.9             |
| EBIT利润率                | 2.8              | 2.7              | 3.2               | 3.5               | 净负债/股东权益 (%)      | (3.5)            | (10.6)           | (12.0)           | (14.3)           |
|                        |                  |                  |                   |                   | EBIT利息保障倍数 (X)    | NM               | 270.0            | 86.6             | 43.3             |
| <b>现金流量表(Rmb mn)</b>   | <b>12/16</b>     | <b>12/17E</b>    | <b>12/18E</b>     | <b>12/19E</b>     | <b>估值</b>         | <b>12/16</b>     | <b>12/17E</b>    | <b>12/18E</b>    | <b>12/19E</b>    |
| 优先股股息前净利润              | 32,008.6         | 35,544.7         | 38,548.1          | 41,967.3          | 基本市盈率 (X)         | 7.3              | 8.5              | 7.8              | 7.2              |
| 折旧及摊销                  | 7,484.4          | 8,770.8          | 9,867.6           | 10,917.6          | 市净率 (X)           | 1.2              | 1.4              | 1.3              | 1.2              |
| 少数股东权益                 | 11,953.4         | 11,579.0         | 12,324.8          | 13,166.8          | EV/EBITDA (X)     | 9.6              | 10.7             | 9.2              | 8.1              |
| 运营资本增减                 | (10,304.4)       | 2,895.5          | (175.3)           | 968.4             | 企业价值/总投资现金 (X)    | 1.1              | 1.1              | 1.1              | 1.0              |
| 其它                     | (29,765.1)       | (28,994.5)       | (28,166.6)        | (28,081.8)        | 股息收益率 (%)         | 8.2              | 7.1              | 7.7              | 8.4              |
| <b>经营活动产生的现金流</b>      | <b>11,376.9</b>  | <b>29,795.5</b>  | <b>32,398.6</b>   | <b>38,938.2</b>   |                   |                  |                  |                  |                  |
| 资本开支                   | (17,266.5)       | (18,457.5)       | (18,848.1)        | (19,473.1)        |                   |                  |                  |                  |                  |
| 收购                     | 0.0              | 0.0              | 0.0               | 0.0               |                   |                  |                  |                  |                  |
| 剥离                     | 1,311.2          | 0.0              | 0.0               | 0.0               |                   |                  |                  |                  |                  |
| 其它                     | 42,391.8         | 13,943.9         | 14,949.4          | 15,199.1          |                   |                  |                  |                  |                  |
| <b>投资活动产生的现金流</b>      | <b>26,436.5</b>  | <b>(4,513.5)</b> | <b>(3,898.7)</b>  | <b>(4,273.9)</b>  |                   |                  |                  |                  |                  |
| 支付股息的现金 (普通股和优先股)      | (14,994.8)       | (19,277.7)       | (21,407.4)        | (23,216.2)        |                   |                  |                  |                  |                  |
| 借款增减                   | 14,093.3         | 0.0              | 0.0               | 0.0               |                   |                  |                  |                  |                  |
| 普通股发行 (回购)             | 0.0              | 15,000.0         | 0.0               | 0.0               |                   |                  |                  |                  |                  |
| 其它                     | (3,652.1)        | 0.0              | 0.0               | 0.0               |                   |                  |                  |                  |                  |
| <b>筹资活动产生的现金流</b>      | <b>(4,553.6)</b> | <b>(4,277.7)</b> | <b>(21,407.4)</b> | <b>(23,216.2)</b> |                   |                  |                  |                  |                  |
| <b>总现金流</b>            | <b>33,259.9</b>  | <b>21,004.3</b>  | <b>7,092.5</b>    | <b>11,448.1</b>   |                   |                  |                  |                  |                  |

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

杨一朋

yipeng.yang@ghsl.cn

丁好倩

yuqian.ding@ghsl.cn

图表1: 我们维持 2017-19 年盈利预测基本不变

| (Rmb mn)                   | 2017E         |               |           | 2018E         |               |           | 2019E         |               |           |
|----------------------------|---------------|---------------|-----------|---------------|---------------|-----------|---------------|---------------|-----------|
|                            | New           | Old           | Diff.     | New           | Old           | Diff.     | New           | Old           | Diff.     |
| Revenue                    | 815,327       | 821,795       | -1%       | 832,581       | 838,818       | -1%       | 860,189       | 866,487       | -1%       |
| Gross profit (excl. D&A)   | 105,783       | 106,574       | -1%       | 113,951       | 114,689       | -1%       | 119,068       | 119,773       | -1%       |
| EBIT                       | 21,746        | 21,257        | 2%        | 26,392        | 25,878        | 2%        | 30,464        | 29,921        | 2%        |
| Pretax profit              | 54,124        | 54,003        | 0%        | 58,767        | 58,382        | 1%        | 63,690        | 63,187        | 1%        |
| <b>Reported net profit</b> | <b>35,545</b> | <b>35,663</b> | <b>0%</b> | <b>38,548</b> | <b>38,455</b> | <b>0%</b> | <b>41,967</b> | <b>41,792</b> | <b>0%</b> |
| <b>Reported EPS (Rmb)</b>  | <b>3.05</b>   | <b>3.06</b>   | <b>0%</b> | <b>3.30</b>   | <b>3.29</b>   | <b>0%</b> | <b>3.59</b>   | <b>3.58</b>   | <b>0%</b> |

资料来源: 高华证券研究

## 信息披露附录

### 申明

我们，杨一朋、丁好倩，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多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

杨一朋：A 股汽车、中国汽车。丁好倩：A 股汽车、中国汽车。

A 股汽车：江淮汽车、长安汽车 A、一汽轿车、福耀玻璃(A)、长城汽车(A)、华域汽车、上汽集团、潍柴动力(A)、威孚高科 A。

中国汽车：宝信、华晨汽车、比亚迪、和谐汽车、东风集团、福耀玻璃(H)、吉利汽车、长城汽车(H)、广汽集团、敏实集团、耐世特、中国重汽、潍柴动力(H)、正通汽车、中升集团。

#### 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：上汽集团 (Rmb25.77)

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：上汽集团 (Rmb25.77)

#### 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总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会会根据 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，在某一特定分析师所覆盖行业中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。此外，每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单，该名单以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

**总体潜在回报**：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、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**：每个行业研究的所有股票名单可登陆 <http://www.gs.com/research/hedge.html> 通过主要分析师、股票和行业进行查询。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未来前景的看法。**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盛的政策予以除去。**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。

高盛高华是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告的提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。**