

买  
入

# 招商蛇口 (001979.SZ)

## 业绩分析: 2017年业绩符合预期; 增长推动因素完好, 业务前景稳健

**001979.SZ**    12个月目标价格: **Rmb28.40**    股价: **Rmb21.10**    上涨空间: **34.6%**

招商蛇口公布2017年核心利润同比增长 33%至人民币120亿元, 较高华预测低3%/较万得预测高4%。我们将2018-2020年核心业务每股盈利预测上调了0-5%, 以计入今年前两个月新收购的地块。我们将基于2018年末预期净资产价值的12个月目标价格上调3%至人民币28.40元(仍较2018年末预期净资产价值折让20%); 新目标价格隐含35%的上行空间, 我们维持对该股的买入评级。

我们认为: (1) 公司在粤港澳地区拥有优质地块(超过1,000万平方米位于深圳, 在总体土地储备中占比约40%); (2) 母公司的跨行业资源带来了多种土地拓展渠道, 为公司拓展多元化资产组合创造了充足机会; (3) 公司积极推进股票期权和项目跟投等员工激励计划, 并能够借助多元化融资渠道获得低成本资金, 这将有助于为招商蛇口创造更好的中长期增长前景。

### 业绩要点:

1. 收入同比增长19%至人民币750亿元, 主要得益于结算均价的上升, 且完工面积仅同比增长了2%。按业务板块来看, 房地产开发/工业园区/邮轮业务对总收入的贡献分别为91.5%/7.7%/0.8%。
2. 四季度剔除土地增值税影响的毛利率升至40%, 基于深圳和上海等高利润率项目交付(在总结算收入中约占20%), 推动全年毛利率上升约5个百分点至35%, 较我们的预测高出3个百分点, 主要源于项目构成差异的影响。
3. 2017年四季度核心利润率升至17%, 推动全年核心利润率同比上升2个百分点至16%, 与我们预测相符, 因为毛利率好于预期的积极影响基本被实际税率上升和资产处置收益低于预期所抵消(出售三项北京/上海资产带来的约人民币20亿元收益将在2018年计入地产基金)。
4. 新收购土地1,383万平方米, 整体购地成本相当于2017年合同销售收入的110%(同业均值为75%), 招商蛇口2017年底净负债率从2016年底的20%升至60%。2017年底, 综合平均财务成本从2017年上半年末的4.6%小幅升至4.8%, 但和同业相比仍处在较低水平。

### 李薇 (分析师)

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

### 王逸, CFA (分析师)

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

### 主要数据

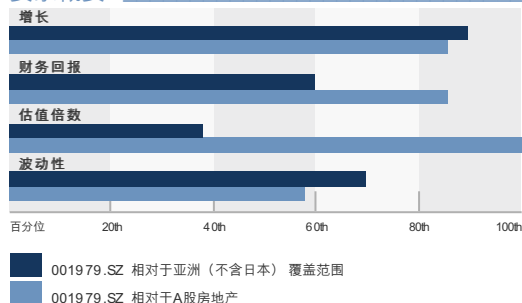
市值: Rmb166.8bn / \$26.6bn  
企业价值: Rmb245.7bn / \$39.2bn  
3个月日均成交量: Rmb1.1bn / \$175.3mn  
中国  
A股房地产  
并购概率: 3

### 预测

|                   | 12/17           | 12/18 E         | 12/19 E          | 12/20E           |
|-------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 主营业务收入 (Rmb mn) 新 | <b>75,454.7</b> | <b>97,145.6</b> | <b>122,465.6</b> | <b>151,469.4</b> |
| 主营业务收入 (Rmb mn) 旧 | 75,554.6        | 99,040.5        | 129,481.3        | 154,768.5        |
| EBITDA (Rmb mn)   | 19,936.3        | 22,355.5        | 28,566.3         | 35,005.3         |
| 每股盈利 (Rmb) 新      | <b>1.50</b>     | <b>1.83</b>     | <b>2.24</b>      | <b>2.60</b>      |
| 每股盈利 (Rmb) 旧      | 1.55            | 1.83            | 2.23             | 2.47             |
| 市盈率 (X)           | 12.6            | 11.6            | 9.4              | 8.1              |
| 市净率 (X)           | 2.2             | 2.1             | 1.9              | 1.6              |
| 股息收益率 (%)         | 3.3             | 3.5             | 4.3              | 4.9              |
| 自由现金流收益率 (%)      | (4.2)           | 12.0            | 25.0             | 23.6             |

|            | 12/17 | 3/18 E | 6/18 E | 9/18 E |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 每股盈利 (Rmb) | 1.05  | 0.18   | 0.37   | 0.55   |

### 要素概要



买入

招商蛇口 (001979.SZ)

评级自2016年8月10日

资产负债表 (Rmb mn)

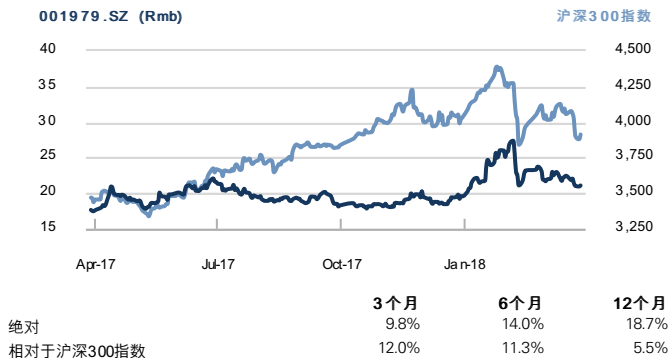
比率和估值

|               | 12/17 | 12/18 E | 12/19 E | 12/20E |
|---------------|-------|---------|---------|--------|
| 市盈率 (X)       | 12.6  | 11.6    | 9.4     | 8.1    |
| 市净率 (X)       | 2.2   | 2.1     | 1.9     | 1.6    |
| 自由现金流收益率 (%)  | (4.2) | 12.0    | 25.0    | 23.6   |
| EV/EBITDA (X) | 11.5  | 11.0    | 7.9     | 5.7    |
| CROCI (%)     | 10.8  | 12.9    | 14.8    | 18.9   |
| 净资产回报率 (%)    | 19.5  | 19.7    | 21.1    | 21.3   |
| 净负债/股东权益 (%)  | 59.7  | 48.9    | 23.8    | (0.9)  |
| 利息保障倍数 (X)    | 8.0   | 8.8     | 10.3    | 12.7   |
| 存货销售天数        | 694.7 | 627.2   | 476.0   | 331.2  |
| 应收账款周转天数      | 223.3 | 234.7   | 201.2   | 188.9  |
| 应付账款周转天数      | 153.9 | 124.5   | 106.7   | 89.2   |
| 杜邦净资产回报率 (%)  | 13.1  | 13.7    | 14.7    | 14.8   |
| 周转率 (X)       | 0.2   | 0.3     | 0.3     | 0.3    |
| 杠杆比率 (X)      | 3.6   | 3.4     | 3.3     | 3.1    |

增长率和利润率 (%)

|           | 12/17 | 12/18 E | 12/19 E | 12/20E |
|-----------|-------|---------|---------|--------|
| 主营业务收入增长率 | 18.7  | 28.7    | 26.1    | 23.7   |
| EBITDA增长率 | 39.0  | 12.1    | 27.8    | 22.5   |
| 每股盈利增长    | 27.3  | 18.4    | 22.5    | 16.0   |
| 每股股息增速    | 24.0  | 18.4    | 22.5    | 16.0   |
| EBIT利润率   | 25.2  | 22.0    | 22.5    | 22.4   |
| EBITDA利润率 | 26.4  | 23.0    | 23.3    | 23.1   |
| 净利润率      | 16.2  | 14.9    | 14.4    | 13.5   |

股价走势图



资料来源: 公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为2018年3月27日收盘价)

损益表 (Rmb mn)

|                              | 12/17           | 12/18 E         | 12/19 E         | 12/20E          |
|------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 主营业务收入                       | 75,454.7        | 97,145.6        | 122,465.6       | 151,469.4       |
| 主营业务成本                       | (53,712.2)      | (72,866.0)      | (91,633.6)      | (113,900.0)     |
| 销售、一般及管理费用                   | (2,749.3)       | (2,873.2)       | (3,252.6)       | (3,603.1)       |
| 研发费用                         | -               | -               | -               | -               |
| 其它营业收入/(费用)                  | -               | -               | -               | -               |
| 员工持股计划支出                     | -               | -               | -               | -               |
| <b>EBITDA</b>                | <b>19,936.3</b> | <b>22,355.5</b> | <b>28,566.3</b> | <b>35,005.3</b> |
| 折旧和摊销                        | (943.2)         | (949.1)         | (986.9)         | (1,039.0)       |
| <b>EBIT</b>                  | <b>18,993.1</b> | <b>21,406.4</b> | <b>27,579.4</b> | <b>33,966.3</b> |
| 净利息收入/(支出)                   | (1,279.5)       | (1,592.8)       | (1,758.5)       | (1,644.9)       |
| 联营公司损益                       | 236.1           | 1,094.0         | 1,240.6         | 1,354.0         |
| <b>税前利润</b>                  | <b>20,704.0</b> | <b>22,907.6</b> | <b>27,061.6</b> | <b>33,675.5</b> |
| 税项拨备                         | (5,724.6)       | (5,453.4)       | (6,455.2)       | (8,080.4)       |
| 少数股东损益                       | (2,789.1)       | (3,019.4)       | (2,927.2)       | (5,083.5)       |
| 优先股息                         | -               | -               | -               | -               |
| <b>非经常性项目前净利润</b>            | <b>12,190.4</b> | <b>14,434.8</b> | <b>17,679.2</b> | <b>20,511.6</b> |
| 税后非经常性损益                     | -               | -               | -               | -               |
| <b>非经常性项目后净利润</b>            | <b>12,190.4</b> | <b>14,434.8</b> | <b>17,679.2</b> | <b>20,511.6</b> |
| <b>EPS (基本, 扣非前) (Rmb)</b>   | <b>1.54</b>     | <b>1.83</b>     | <b>2.24</b>     | <b>2.60</b>     |
| <b>EPS (摊薄, 扣非前) (Rmb)</b>   | <b>1.54</b>     | <b>1.83</b>     | <b>2.24</b>     | <b>2.60</b>     |
| <b>EPS (基本, 扣非后) (Rmb)</b>   | <b>1.54</b>     | <b>1.83</b>     | <b>2.24</b>     | <b>2.60</b>     |
| <b>EPS (摊薄, 扣非后) (Rmb)</b>   | <b>1.54</b>     | <b>1.83</b>     | <b>2.24</b>     | <b>2.60</b>     |
| <b>EPS (摊薄, 剔除ESO) (Rmb)</b> | --              | --              | --              | --              |
| 每股股息 (Rmb)                   | 0.62            | 0.73            | 0.90            | 1.04            |

|                  | 12/17            | 12/18 E          | 12/19 E          | 12/20E           |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 现金及等价物           | 42,079.6         | 45,966.0         | 68,861.8         | 98,677.8         |
| 应收账款             | 63,739.5         | 61,215.0         | 73,814.9         | 82,996.9         |
| 存货               | 164,232.9        | 169,653.5        | 149,787.4        | 125,088.5        |
| 其它流动资产           | 16,533.2         | 18,186.5         | 20,005.2         | 22,005.7         |
| <b>流动资产</b>      | <b>286,585.3</b> | <b>295,021.0</b> | <b>312,469.3</b> | <b>328,768.9</b> |
| 固定资产净额           | 2,838.9          | 5,239.9          | 8,439.1          | 12,543.8         |
| 无形资产净额           | 465.4            | 322.5            | 179.5            | 36.5             |
| 投资总额             | 35,830.4         | 51,438.9         | 73,243.9         | 85,337.2         |
| 其它长期资产           | 6,901.0          | 6,901.0          | 6,901.0          | 6,901.0          |
| <b>资产合计</b>      | <b>332,620.9</b> | <b>358,923.3</b> | <b>401,232.7</b> | <b>433,587.3</b> |
| 应付账款             | 23,774.0         | 25,952.3         | 27,615.6         | 28,084.9         |
| 短期债务             | 31,566.3         | 31,566.3         | 31,566.3         | 31,566.3         |
| 其它流动负债           | 111,969.3        | 123,367.9        | 149,030.2        | 162,238.1        |
| <b>流动负债</b>      | <b>167,309.5</b> | <b>180,886.5</b> | <b>208,212.1</b> | <b>221,889.3</b> |
| 长期债务             | 69,094.3         | 69,094.3         | 69,094.3         | 69,094.3         |
| 其它长期负债           | 3,434.4          | 3,606.1          | 3,786.4          | 3,975.7          |
| 长期负债             | 72,528.7         | 72,700.4         | 72,880.7         | 73,070.0         |
| <b>负债合计</b>      | <b>239,838.2</b> | <b>253,586.9</b> | <b>281,092.8</b> | <b>294,959.3</b> |
| 优先股              | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              |
| 普通股权益            | 68,368.0         | 77,902.3         | 89,778.7         | 103,183.3        |
| 少数股东损益           | 24,414.7         | 27,434.1         | 30,361.2         | 35,444.7         |
| <b>负债及股东权益合计</b> | <b>332,620.9</b> | <b>358,923.3</b> | <b>401,232.7</b> | <b>433,587.3</b> |
| 调整后净负债           | 55,382.9         | 51,496.5         | 28,600.7         | (1,215.3)        |
| 平均已动资本           | 122,372.7        | 155,697.3        | 155,984.8        | 146,274.8        |
| 重估净资产价值          | -                | 280,205.0        | -                | -                |
| 每股净资产 (Rmb)      | 8.65             | 9.86             | 11.36            | 13.05            |

现金流量表 (Rmb mn)

|                   | 12/17             | 12/18 E           | 12/19 E           | 12/20E            |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润               | 12,190.4          | 14,434.8          | 17,679.2          | 20,511.6          |
| 折旧及摊销加回           | 943.2             | 949.1             | 986.9             | 1,039.0           |
| 少数股东权益加回          | 2,789.1           | 3,019.4           | 2,927.2           | 5,083.5           |
| 运营资本增减净额          | (19,446.5)        | (717.7)           | 8,929.5           | 15,986.2          |
| 其它经营性现金流          | (1,184.9)         | 8,823.0           | 22,783.4          | 10,042.6          |
| <b>经营活动产生的现金流</b> | <b>(4,708.7)</b>  | <b>26,508.6</b>   | <b>53,306.1</b>   | <b>52,662.9</b>   |
| 资本开支              | (2,491.1)         | (3,207.2)         | (4,043.1)         | (5,000.6)         |
| 收购                | -                 | -                 | -                 | -                 |
| 剥离                | 1,019.5           | -                 | -                 | -                 |
| 其它                | (31,185.3)        | (14,514.5)        | (20,564.4)        | (10,739.3)        |
| <b>投资活动产生的现金流</b> | <b>(32,656.9)</b> | <b>(17,721.7)</b> | <b>(24,607.5)</b> | <b>(15,739.9)</b> |
| 支付的股息 (普通股和优先股)   | (8,655.6)         | (4,900.5)         | (5,802.8)         | (7,107.0)         |
| 借款增减              | 35,764.9          | -                 | -                 | -                 |
| 其它融资性现金流          | 6,375.3           | 0.0               | 0.0               | 0.0               |
| <b>筹资活动产生的现金流</b> | <b>33,484.5</b>   | <b>(4,900.5)</b>  | <b>(5,802.8)</b>  | <b>(7,107.0)</b>  |
| <b>总现金流</b>       | <b>(3,881.1)</b>  | <b>3,886.4</b>    | <b>22,895.8</b>   | <b>29,816.0</b>   |
| 自由现金流             | (7,199.8)         | 23,301.4          | 49,263.0          | 47,662.3          |

资料来源: 公司数据、高盛研究预测

5. 管理层计划每股派息人民币0.62元（同比增长24%），隐含派息率为40%，与2015-16年水平和我们的预测相一致，基于最新收盘价计算的股息收益率为3%。

#### 前景：

1. 合同销售收入：由于2017年新开工面积同比增长60%（较年初目标高出18%），而且2018年新开工增长约20%，管理层预计2018年总体可售资源将至少增长30%至人民币2,650亿元（21%位于深圳）。基于57%的销售去化率，管理层的目标是合同销售收入同比增长33%至人民币1,500亿元，我们认为这一目标较为保守，因为：(1) 可售资源的结构更为理想：79%为新盘，71%为商品房（2017年销售去化率为64%）；(2) 推盘时间分布均衡，未来三个季度各占约30%。因此，我们预计2018年合同销售收入将同比增长40%至1,600亿元。

2. 继2017年竣工面积同比下降之后，招商蛇口计划2018年交付面积同比增长31%，同时销售有望强劲增长；我们预计2018年收入增速将提高至29%。

3. 招商蛇口是率先推出激励机制和创新融资渠道的大型国企之一：(1) 2017年5月份跟投合作计划推出以来，已覆盖17个城市的23个项目，1,200名员工的投资总额超过人民币1亿元（在项目投资总额中占比1.14%而公司设定的上限为5%）；(2) 招商蛇口还率先推进创新融资渠道，例如长租公寓CMBS（人民币60亿元，18年期，发行利率5.7%，已完成首期发行）和ABN（人民币200亿元，15年期）。获得低成本长期融资的能力对于公司在行业增速放缓和信贷环境收紧形势下实现具有可持续性的强劲增长至关重要。

4. 扩大与母公司的协同效应，开拓多元化拿地渠道：过去三年来，招商蛇口通过多种合作关系获得的新项目占比达到50%左右（以权益土地成本计算）。我们预计，凭借母公司招商局集团的跨行业资源，招商蛇口可通过多种渠道获得土地来扩大资产组合，例如旧城改造、国企资产整合以及邮轮母港开发，这些渠道或将显著拓宽公司的增长前景，这已经体现在了近期取得的成果中。

#### 估值

招商蛇口当前股价较2018年末预期净资产价值大幅折让41%（研究范围内开发商平均折让30%），对应2.2倍的2018年预期市净率和20%的净资产回报率，而同业均值为1.7倍和17%。我们认为风险回报状况对于这只优质股来说具有吸引力，维持买入评级。

#### 主要风险：

1. 业务集中在深圳的风险。深圳实施严厉的调控措施，而且招商蛇口对于深圳楼市潜在的大幅波动较为敏感，这可能会导致销售和利润率差于预期。除房地产销售外，短期内商业地产供大于求可能会对深圳租赁市场前景构成压力，尤其是如果深圳自贸区的开发和推进不达预期。

2. 前海地块开发执行失误：(1) 该项目的开发计划细节仍在与前海地方政府谈判中；(2) 这是众人瞩目的开发周期长达十年的重点项目。



图表 1: 2017年业绩比较

| (Rmb mn)       | 2017A  | 2016A  | YoY    | 2H 17  | HoH    | 2017 GHe | Diff  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|-------|
| Gross Revenue  | 75,455 | 63,574 | 19%    | 56,059 | 189%   | 75,555   | 0%    |
| Gross profit   | 26,637 | 19,001 | 40%    | 22,166 | 396%   | 24,014   | 11%   |
| Core profit    | 11,863 | 8,942  | 33%    | 8,502  | 153%   | 12,218   | -3%   |
| Core EPS (Rmb) | 1.50   | 1.13   | 33%    | 1.08   | 153%   | 1.55     | -3%   |
| GPM            | 35%    | 30%    | 5 ppt  | 40%    | 16 ppt | 32%      | 3 ppt |
| Net margin     | 16%    | 14%    | 2 ppt  | 15%    | -2 ppt | 16%      | 0 ppt |
| Net gearing    | 60%    | 19%    | 41 ppt | 60%    | 19 ppt | 56%      | 4 ppt |

资料来源: 公司数据、高华证券研究

高华证券感谢高盛分析师陶丹和韦彬杰在本报告中的贡献。

# 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 and 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。

## 并购评分

在我们的全球覆盖范围内, 我们使用并购框架来分析股票, 综合考虑定性和定量因素 (各行业和地区可能会有所不同) 以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从 1 到 3 对公司进行并购评分, 其中 1 分代表公司成为并购标的的概率较高 (30%-50%), 2 分代表概率为中等 (15%-30%), 3 分代表概率较低 (0%-15%)。对于评分为 1 或 2 的公司, 我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为 3 被认为意义不大, 因此不予体现在我们的目标价格当中, 分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

## 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进行比较。

## GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50 关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对 ESG (环境、社会和企业治理) 风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在这三方面表现的综合量化分析筛选而出。

## 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、龙光地产、龙湖地产、保利置业、红星美凯龙、世茂房地产、远洋地产、SOHO中国、仁恒置地。

## 信息披露

### 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 (Rmb21.10)

### 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告所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，或在本文中讨论交易策略，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，将不时地根据适用的法律和法规对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有空头或空头寸，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求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求购买要约。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。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

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。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2018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。