



# 紫金矿业

## 反向路演纪要：锌板块业绩有望大幅提升

### 调研纪要

#### 要点

上周我们参加了紫金新疆锌矿反向路演，调研要点如下：

**矿山品位较低，但成本控制突出。**新疆紫金的乌拉根锌矿是全国第二大锌矿，采取大规模露天开采，铅锌产量约为10万吨/年。虽然矿石品位只有2.67%，但是具备以下优势：1) 露采成本低，便于扩大采矿规模；2) 矿石硬度低，易选矿；3) 没有副产品精矿纯度高冶炼成本低。2016年上半年采选成本4579元/吨金属(不含税)，综合完全成本5645元/吨，显著低于行业平均水平。

**铅锌板块业绩有望大幅提升。**受益于产量增长，紫金矿业铅锌业务毛利率贡献从2015年的11%提升至今年上半年的17%。我们预计铅锌产量将增长22%至27万吨，在目前的金属价格下铅锌板块在盈利贡献可能超过25%，成为公司盈利增长的重要来源。

**全球产量缩减支撑锌价。**受澳洲世纪等锌矿枯竭的影响，锌价表现良好，管理层对锌价也持乐观态度。今年以来锌精矿的加工费不停下调，其中新疆紫金的加工费4月以来也累积下调五次，显示锌精矿供应紧张，而且下游冶炼厂的库存偏低，锌价走势仍然乐观。

**套保比例已经降至10%。**过往几年在金价下行周期紫金的套保策略是盈利的，但是今年上半年紫金看空金价共亏损15.6亿元，其中套保亏损9.1亿，对租赁黄金不套保亏损6.5亿。管理层表示，截至8月底套保仓位已降至10%左右，四季度的盈利将受益于金属价格上涨。

#### 建议

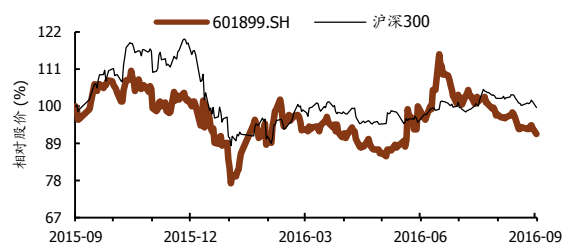
**维持2016/2017每股盈利预测0.11/0.15元，维持A/H推荐评级及目标价5.1元/3.6港元。**由于上半年套保损失，紫金股价今年股价跑输其他黄金公司。目前紫金A/H的P/B(市场估值)为2.6x/1.7x，低于中国黄金同业的3.1x。随着套保仓位大幅减少而金属价格仍然坚挺，紫金盈利有望得到回升，同时出现一轮估值修复的行情。

#### 风险

金属价格低于预期。

### 维持推荐

股票代码	601899.SH	02899.HK
评级	推荐	推荐
最新收盘价	人民币 3.17	港币 2.54
目标价	人民币 5.10	港币 3.60
52周最高价/最低价	人民币 3.98~2.66	港币 3.10~1.62
总市值(亿)	人民币 626	港币 728
30日日均成交额(百万)	人民币 252.22	港币 74.90
发行股数(百万)	21,541	21,541
其中：自由流通股(%)	73	27
30日日均成交量(百万股)	76.55	28.80
主营行业		有色金属



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	58,761	74,304	83,778	92,445
增速	18.1%	26.5%	12.8%	10.3%
归属母公司净利润	2,345	1,656	2,364	3,320
增速	10.3%	-29.4%	42.8%	40.4%
每股净利润	0.11	0.08	0.11	0.15
每股净资产	1.30	1.28	1.85	1.97
每股股利	0.08	0.00	0.03	0.05
每股经营现金流	0.29	0.48	0.05	0.39
市盈率	29.2	41.3	28.9	20.6
市净率	2.4	2.5	1.7	1.6
EV/EBITDA	14.1	15.7	13.0	9.9
股息收益率	2.5%	0.0%	1.0%	1.5%
平均总资产收益率	3.3%	2.1%	2.6%	3.2%
平均净资产收益率	8.4%	6.0%	7.0%	8.1%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

#### 陈彦

分析师  
yan3.chen@cicc.com.cn  
SAC 执业编号：S0080515060002  
SFC CE Ref: ALZ159

#### 董宇博

分析师  
yubo.dong@cicc.com.cn  
SAC 执业编号：S0080515080001  
SFC CE Ref: BFE045



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	58,761	74,304	83,778	92,445	营业收入	18.1%	26.5%	12.8%	10.3%
营业成本	50,882	68,008	75,346	80,645	营业利润	-14.0%	-43.8%	72.8%	50.8%
营业税金及附加	838	810	838	924	EBITDA	-4.3%	-5.9%	24.4%	28.7%
营业费用	906	692	838	1,109	净利润	10.3%	-29.4%	42.8%	40.4%
管理费用	2,175	2,621	2,513	3,698	<b>盈利能力</b>				
财务费用	768	946	1,083	1,202	毛利率	13.4%	8.5%	10.1%	12.8%
其他	0	0	0	0	营业利润率	5.9%	2.6%	4.0%	5.5%
营业利润	3,460	1,944	3,360	5,066	EBITDA 利润率	11.1%	8.3%	9.1%	10.6%
营业外收支	136	-142	-142	-142	净利润率	4.0%	2.2%	2.8%	3.6%
利润总额	3,324	2,086	3,502	5,208	<b>偿债能力</b>				
所得税	689	743	875	1,302	流动比率	0.83	0.69	0.83	0.92
少数股东损益	290	-313	263	586	速动比率	0.39	0.34	0.42	0.49
归属母公司净利润	2,345	1,656	2,364	3,320	现金比率	0.18	0.17	0.09	0.15
EBITDA	6,512	6,131	7,626	9,816	资产负债率	55.2%	62.0%	56.0%	54.9%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	29.7%	29.8%	26.9%	19.4%
货币资金	4,140	5,498	3,154	5,855	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	1,767	1,129	2,513	2,773	总资产收益率	3.3%	2.1%	2.6%	3.2%
预付款项	650	842	1,256	1,344	净资产收益率	8.4%	6.0%	7.0%	8.1%
存货	10,354	10,951	15,069	16,129	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	2,708	3,374	8,186	8,610	每股净利润 (元)	0.11	0.08	0.11	0.15
流动资产合计	19,618	21,795	30,178	34,711	每股净资产 (元)	1.30	1.28	1.85	1.97
固定资产及在建工程	33,242	35,760	37,219	37,813	每股股利 (元)	0.08	0.00	0.03	0.05
无形资产及其他长期资产	15,416	17,484	16,977	16,469	每股经营现金流 (元)	0.29	0.48	0.05	0.39
非流动资产合计	55,541	62,119	71,076	71,162	<b>估值分析</b>				
资产合计	75,160	83,914	101,254	105,873	市盈率	29.2	41.3	28.9	20.6
短期借款	5,899	11,448	11,648	11,848	市净率	2.4	2.5	1.7	1.6
应付账款及票据	4,011	4,443	4,250	4,709	EV/EBITDA	14.1	15.7	13.0	9.9
其他流动负债	13,594	15,635	20,441	21,305	股息收益率	2.5%	0.0%	1.0%	1.5%
流动负债合计	23,504	31,526	36,340	37,862					
长期借款和应付债券	16,263	17,551	17,451	17,351					
非流动负债合计	17,987	20,459	20,359	20,259					
负债合计	41,491	51,986	56,699	58,122					
股东权益合计	28,059	27,537	39,901	42,512					
少数股东权益	5,609	4,391	4,654	5,240					
负债及股东权益合计	69,550	79,523	96,600	100,633					
<b>现金流量表</b>									
净利润	2,635	1,343	2,626	3,906					
折旧和摊销	2,650	3,308	3,548	3,914					
营运资本变动	-546	3,737	-6,114	-510					
其他	995	1,069	0	0					
经营活动现金流	6,321	10,269	1,144	8,511					
投资活动现金流入	1,138	2,321	0	0					
投资活动现金流出	10,390	11,014	4,500	4,000					
投资活动现金流	-9,252	-8,693	-4,500	-4,000					
股权融资	42	12	0	0					
银行借款	8,894	12,319	200	200					
其他	8,806	6,919	0	0					
筹资活动现金流	2,414	-273	-983	-1,811					
汇率变动对现金的影响	8	31	0	0					
现金净增加额	-509	1,334	-4,339	2,700					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

紫金矿业是一家以黄金及有色金属矿产资源勘查和开发为主的大型矿业集团，其控股公司分布在全国二十多个省区和海外近 10 个国家，是中国控制金属矿产资源最多的企业、中国最大的黄金生产企业、中国第二大矿产铜生产企业、中国六大锌生产企业之一。公司是国内最大的矿产金生产企业。2007 年，公司的黄金产量在世界主要黄金矿业公司中位居第 10 位。最近几年，随着公司主要矿山紫金山矿产资源濒临枯竭，矿石品位下滑，现金成本大幅增加。目前公司正致力于国内外优质金矿的收购以增加资源储量。



## 铅锌板块成为重要盈利增长点

我们近日参加了新疆紫金锌业的反向路演，要点如下：

### 1、铅锌板块：

- 新疆紫金锌业公司主要优势：紫金锌业虽然矿石品位低，但是具备以下优势：1) 露采成本低，便于扩大采矿规模；2) 矿石硬度低，易选矿；3) 没有副产品精矿纯度高冶炼成本低。
- 成本优势显著：采选成本 4579 元/吨金属，综合完全成本 5645 元/吨。
- 按公司指引今年铅锌板块产量可增长 22%至 27 万吨，未来几年仍有较好的增长，主要由新疆锌矿的扩能拉动，预计到 2018 年投产的三期可增产约 5 万吨铅锌。

### 2、公司层面：

- 紫金矿业已经将套保比例降至 10%，黄金租赁业务也都到期，下半年将开始享受金属价格上涨的利好。
- 紫金在管理体制上做了很大的改革，由原来的分区域管理调整为分板块管理(按金属分)，不但提高了效率，也节省了管理费用。
- ZGC 金矿技改工程已收尾，明年可增加黄金产量 3.5 吨。

**建议：**我们维持紫金 A/H 推荐评级。由于上半年的套保损失，紫金股价今年股价跑输其他黄金公司，今年以来紫金的股价 A/H 上涨幅度为-2.6%/+32.2%，同期招金为+92.2%，山东黄金+96.9%，国际的金矿股+118%。目前紫金 A/H 的 P/B（市场估值）相比国内同业分别有约 16%/45%的折让。

但是由于紫金已大幅减少套保头寸，下半年盈利可以受惠于金属价格上涨。今年下半年以来的铅锌价格表现较好，公司在此板块全年有超过 20%的产量增长，故此，我们认为下半年公司的盈利会有良好的表现，可能出现一轮修复估值的行情。虽然市场对 12 月份美联储加息持相对肯定的态度，从而不利于金价，但是我们认为长远而言黄金具备配置价值，是对冲其他资产价格波动的好工具。

### 反向路演详细反馈

#### 一、紫金新疆锌业基本情况介绍：

乌拉根锌矿最早发现于上世纪 50 年代，紫金于 2007 年陆续收购矿权，2012 年开工建设。收购之初铅锌储量 60 万吨，经过不断的探矿达到 594 万吨，一半露采一半井工，平均品位 2.67%，边界入选品位 1.3%，银含量 20g/t 左右。日矿石处理量 1.5 万吨，铅锌产量 10 万/吨，锌精矿 9 万吨，铅精矿 1 万吨。

#### 二、新疆锌业公司的主要优势

紫金锌业虽然矿石品位低，但是具备以下优势：1) 露采成本低，便于扩大采矿规模；2) 矿石硬度低，易选矿；3) 没有副产品精矿纯度高冶炼成本低。

#### 三、矿山基本数据：

1) 矿山储量：锌+铅 594 万吨；

2) 品味：2.67%，入选品位 2.1-2.2%，边界品味 1.3%，之后将降至 0.5%；



3) 采矿面：1.4km\*0.7km;

4) 日处理量：目前达到 1.4 万吨，上半年平均 13800 吨，年产铅锌金属量 10 万吨（锌 9 万吨，铅 1 万吨），到 2018 年将扩张到 2.5 万吨，铅锌金属产量 15 万吨以上。

5) 平均剥采比：6.93，如果日处理量扩至 2.5 万吨，则剥采比将降至 6.7。

6) 矿石硬度：低（2-4），磨矿力度 200 目占比只要 50%，0.047mm，其他矿山要 80% 以上。

7) 氧化率：矿山上部氧化矿含量较高，主要是氧化锌，氧化率 40% 左右，有 300-400 万吨，已经开采，等待选矿，由于今年产量目标能够实现，会集中处理一批囤积的氧化矿，届时回收率可能有所下降。目前开采的工作面氧化率 22.5% 左右。

8) 回收率：采矿损失 4%，选矿回收率锌 86%，铅 80%（对应氧化率 22.5%），综合回收率 82%。随着矿层向下氧化率降低，回收率将进一步提升，选矿回收率 90%/氧化率 18%，回收率 95%+/氧化率 15%。之前氧化率比较高的矿（40% 左右），回收率 75%。

四、主要产品的成本，未来是否还有进一步下降的空间？

采矿成本 60 元/吨矿石（包括处理废石），选矿成本 26 元/吨，采选成本 86 元/吨，折合成精矿综合成本 4579 元/吨金属。综合成本 102 元/吨（包括了折旧、人工、期间费用），折合金属量 5645 元/吨。今年入选品位为 2.1-2.2%，主要是用了一些氧化矿。

期间费用：工资薪酬 2000 多万元（287 名员工），折旧摊销 7000 多万元，基本没有期间费用，总计 1 亿元，折算到吨金属大约 1000 元/吨。

未来将提升采矿规模，入选品位降低，但剥采比也降低，费用摊销减少；此外还将使用皮带代替汽运，有望节省总计 10 亿元成本。

五、主要客户及冶炼费：

客户包括西部矿业、白银有色、陕西锌业、豫光金铅等，年度合同，市场有变化的时候再谈。

锌精矿金属含量 55%，加工费 5220 元/吨，其中包括运费 1200 元/吨，实际到厂价 4020 元/吨，巴尔淖紫金加工费到厂 5100 元/吨，加工费较低主要是由于公司精矿品味高、杂质少（一般锌精矿的铁含量达 10%，公司只有 3%）、易冶炼，一般用来配矿。锌加工费 4 月份以来下调了五次，共下调 1300 元/吨。

铅精矿 60%，今年能接近 70%，加工费 2760 元/吨，降了 1000 元/吨左右，加工费下降主要是由于环保因素导致湖南福建的小矿关停。

六、新疆锌业公司盈利预测

2016 年 5 月单月实现利润总额 5700 万元。预计 2016 年锌产量 10 万吨，铅 1.5 万吨，净利润 2.6 亿元，业绩大幅增长原因有三：一是锌价上升，二是冶炼费下降，三是产量增长。

七、紫金矿业对于套保业务的规划，以及对下半年盈利的影响？

上半年业绩下降一部分是因为套保，但截止 8 月底金铜锌的套保比例已降低到 10%。黄金租赁业务已经于 7 月份全部完成，以后不会再有影响。

八、紫金矿业未来还有哪些 资产收购计划？

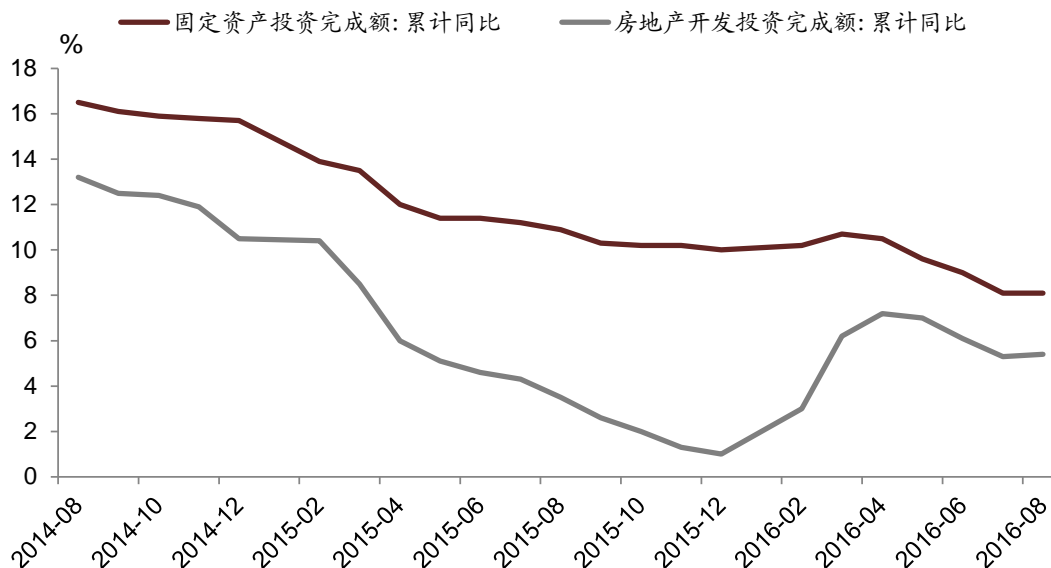
巴里克今年还有 10 亿美元的债务要归还，需要再出售两个资产，紫金也在跟他们接触。



锌铅市场动态：需求有所放缓，但产量缩减明显

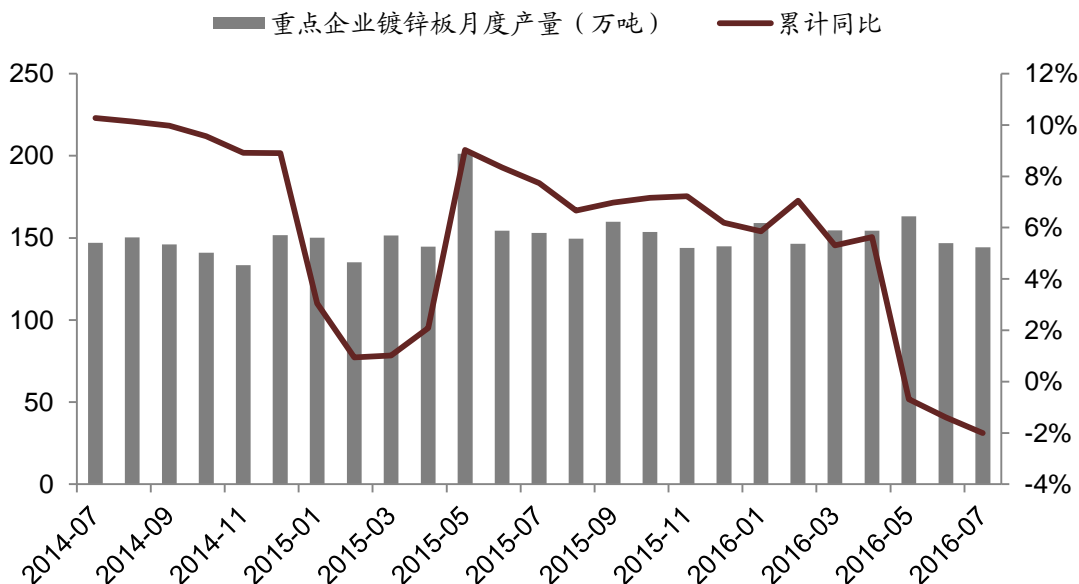
需求端增速有所放缓。2016年1-8月国内固定资产投资累计同比增加8.1%，房地产开发投资同比增加5.4%，但增速自5月份以来均呈现出放缓的趋势。1-8月重点企业镀锌板产量约为1068万吨，累计同比下降2%，而前4个月累计增速为5.6%。

图表1：固定资产投资及房地产开发投资增速



资料来源：万得资讯，国家统计局，中金公司研究部

图表2：国内镀锌板月产量



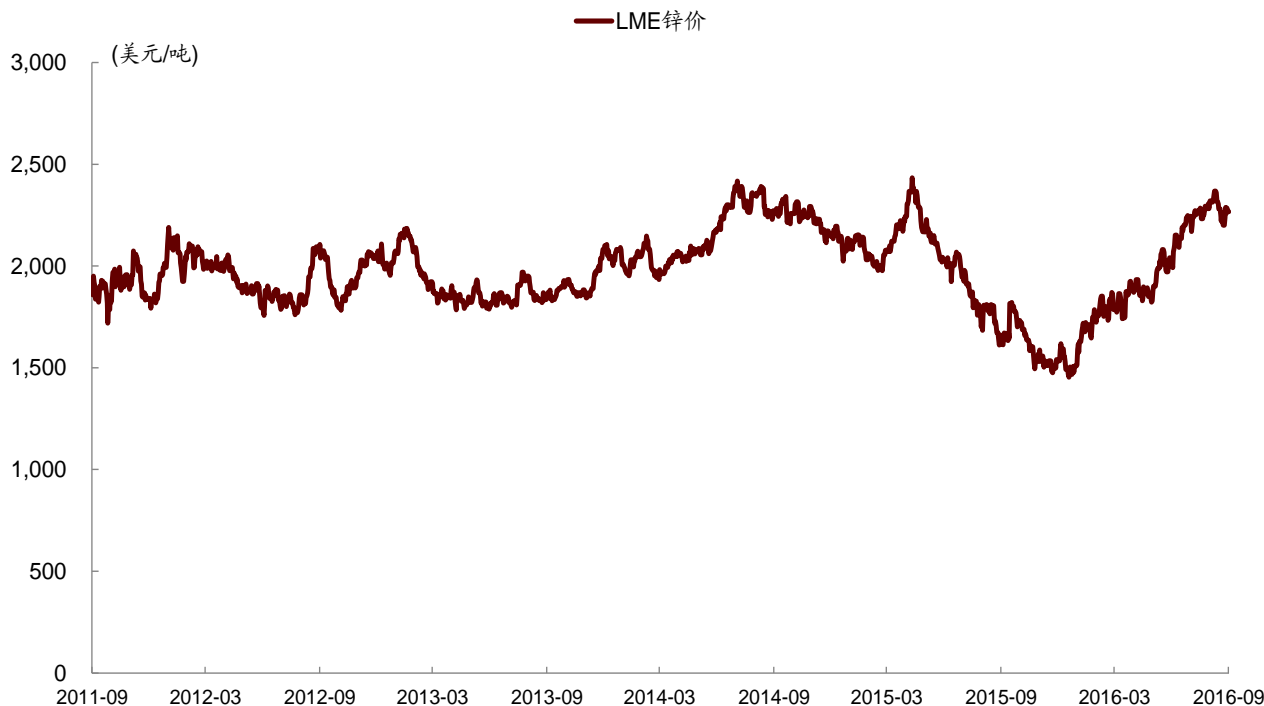
资料来源：万得资讯，中国钢铁工业协会，中金公司研究部





产量缩减显著，嘉能可短期未必复产，价格仍有上涨空间。根据国际铅锌研究小组及安泰科统计，2016年上半年全球锌精矿产量为585万吨，同比下降10%。嘉能可于2015年底宣布暂时关停旗下50万吨锌矿产能，并非出于成本的考虑，而是为了提振疲弱的锌市场。在锌基本面初现好转迹象的情况下，嘉能可大规模复产打击锌价的概率较低。我们认为锌供应紧张的局面短期难以扭转，价格仍有上涨动力，预测2016/17年LME锌价为2050/2400美元/吨。

图表3: LME 锌价走势



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部



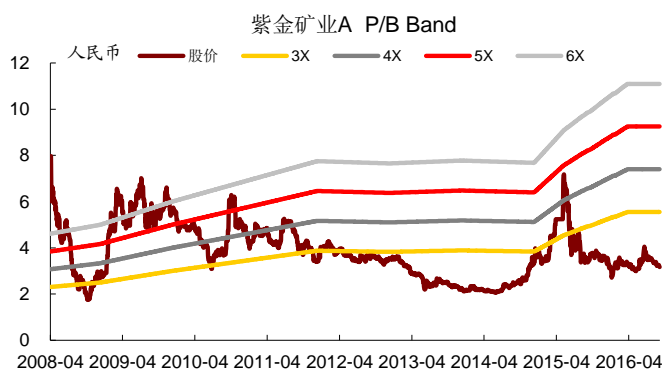
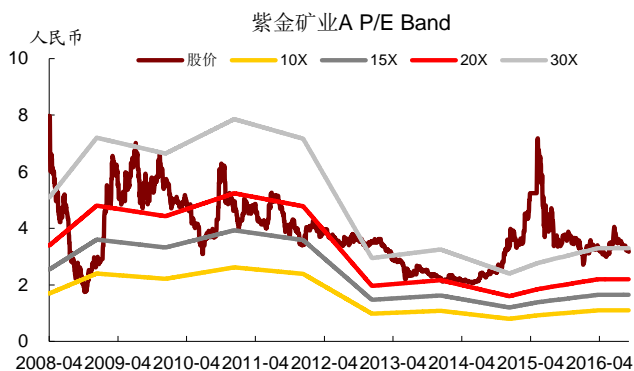
图表4：可比公司估值表

代码	评级	目标价	上涨空间(%)	股价	货币	YTD	市值 (百万元)	P/B(x)			P/E(x)			BPS			EPS			
				2016/09/26				2014A	2015A	2016E	2014A	2015A	2016E	2014A	2015A	2016E	2014A	2015A	2016E	
<b>黄金</b>																				
紫金矿业H*	2899.HK	推荐	3.6	42%	2.5	港币	25%	72,828	2.0	2.0	1.2	23.1	31.8	23.1	1.3	1.3	1.9	0.11	0.08	0.11
紫金矿业A*	601899	推荐	5.1	61%	3.2	人民币	-10%	62,629	2.4	2.5	1.7	28.8	39.6	28.8	1.3	1.3	1.9	0.11	0.08	0.11
招金矿业*	1818.HK	推荐	10.5	31%	8.0	港币	84%	23,435	2.8	2.2	2.1	53.6	80.4	40.2	2.9	3.6	3.7	0.15	0.10	0.20
中金黄金*	600489	中性	15.4	27%	12.1	人民币	30%	41,759	4.2	4.2	3.8	605.0	403.3	80.7	2.9	2.9	3.2	0.02	0.03	0.15
山东黄金*	600547	中性	40.0	4%	38.6	人民币	84%	54,988	6.0	5.7	5.1	66.1	94.2	41.1	6.5	6.8	7.6	0.58	0.41	0.94
<b>基本金属</b>																				
中国铝业H*	2600.HK	中性	3.2	12%	2.8	港币	10%	58,660	1.5	1.1	1.1	n.a.	307.0	94.0	1.9	2.5	2.5	-1.09	0.01	0.03
中国铝业A*	601600	中性	5.0	34%	3.7	人民币	-25%	50,445	2.0	1.5	1.5	n.a.	487.5	124.3	1.9	2.5	2.5	-1.09	0.01	0.03
中金岭南*	000060	推荐	15.0	50%	10.0	人民币	-29%	22,126	3.4	2.8	2.7	47.6	111.1	58.8	3.0	3.6	3.7	0.21	0.09	0.17
驰宏锌锗*	600497	确信买入	18.0	235%	5.4	人民币	-3%	23,144	1.6	1.7	1.6	76.7	268.5	26.9	3.3	3.2	3.4	0.07	0.02	0.20
中国宏桥	1378.HK	推荐	7.7	10%	7.0	港币	51%	50,673	1.6	1.4	1.2	9.3	14.0	7.2	4.5	5.0	5.8	0.75	0.50	0.97
五矿资源	1208.HK				1.9	港币	26%	9,787	14.6	12.4	19.6	n.a.	n.a.	n.a.	0.1	0.1	0.1	-0.23	-0.04	-0.01
<b>小金属</b>																				
洛阳钼业H*	3993.HK	确信买入	2.5	52%	1.6	港币	13%	62,185	1.5	1.3	1.3	15.2	36.4	34.1	1.1	1.2	1.3	0.11	0.05	0.05
洛阳钼业A*	603993	确信买入	6.0	62%	3.7	人民币	-17%	53,476	4.3	3.6	3.4	34.3	82.1	77.0	0.9	1.0	1.1	0.11	0.05	0.05
金钼股份*	601958	中性	8.5	10%	7.7	人民币	-7%	24,974	1.9	2.0	2.0	129.9	123.4	387.0	4.1	3.9	4.0	0.06	0.06	0.02
章源钨业*	002378	中性	12.5	27%	9.8	人民币	-18%	9,094	4.4	4.8	4.8	140.6	n.a.	984.0	2.2	2.1	2.1	0.07	-0.17	0.01
湖南黄金*	002155	中性	15.0	24%	12.1	人民币	35%	13,741	4.3	4.0	3.9	80.9	404.7	151.8	2.8	3.0	3.1	0.15	0.03	0.08
厦门钨业*	600549	中性	28.0	12%	25.0	人民币	33%	27,050	3.6	4.1	4.1	61.3	n.a.	192.4	6.9	6.1	6.1	0.41	-0.61	0.13
吉恩镍业	600432				6.9	人民币	-46%	n.a.	2.3	1.5	2.5	n.a.	n.a.	n.a.	2.9	4.6	2.8	-1.79	-0.52	-0.49

注：标\*的公司为中金公司预测，其余为市场一致预期

资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图表5：紫金矿业A股P/E和P/B bands



资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

**截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：紫金矿业集团股份有限公司。**

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如\*确信卖出 - 纳入确信卖出、\*回避 - 移出确信卖出、\*推荐 - 移出确信买入、\*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：张莹





## 北京

**中国国际金融股份有限公司**  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

**中国国际金融股份有限公司深圳分公司**  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

**中国国际金融股份有限公司上海分公司**  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

**China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited**  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

**中国国际金融(香港)有限公司**  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

**China International Capital Corporation (UK) Limited**  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455



**CICC**  
中金公司

