

TCL 集团(000100)/电子

半导体显示巨头，静待行业回暖

**评级：增持(首次)**

市场价格：3.33

分析师：刘翔

执业证书编号：S0740519090001

Email: liuxiang@r.qlzq.com.cn

分析师：傅盛盛

执业证书编号：S0740519090002

Email: fuss@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(亿股)	135
流通股本(亿股)	127
市价(元)	3.33
市值(亿元)	451
流通市值(亿元)	422

### 股价与行业-市场走势对比

### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	111727	113447	73119	62537	85089
yoy	4.8%	1.5%	-35.5%	-14.5%	36.1%
净利润	2664	3468	3950	2784	4664
yoy	66.3%	30.2%	13.9%	-29.5%	67.6%
每股收益(元)	0.20	0.26	0.29	0.21	0.34
净资产收益率	9.0%	11.4%	11.9%	7.9%	12.1%
P/E	16.89	13.01	11.29	16.01	9.56
PEG	0.25	0.43	0.82	-0.55	0.14
P/B	1.51	1.48	1.36	1.28	1.17

备注：股价引用10月31日收盘价

### 投资要点

- 3Q19 单季度归母净利润下滑 29.7%，符合预期。**剔除重组业务数据影响，公司前三季度实现营收 411.56 亿元，同比增长 19.2%，EBITDA 实现 111.85 亿元，同比增长 31.4%，归母净利润 25.77 亿元，同比增长 19.30%。其中，3Q19 单季度实现营收 150.36 亿元，同比增长 11.9%，EBITDA 实现 31.92 亿元，同比增长 8.1%，归母净利润 4.85 亿元，同比下滑 29.7%。华星三季度单季度实现收入 82.8 亿元，同比增长 19.8%，EBITDA 利润 18.5 亿元，同比下滑 6.8%，实现净利润 2.8 亿元，同比下滑 60.7%，符合预期。
- 价格持续下降拖累大尺寸产品收入，产能持续爬坡提升中小尺寸产品收入占比。**3Q19 单季度，大尺寸收入 43.6 亿元，同比下滑 22.7%，单季度出货 534.8 万平方米，同比增长 22.3%。中小尺寸收入 39.2 亿元，同比大增 191.7%，单季度出货 34 万平方米，同比增长 104%。
- 重组完成，聚焦半导体显示及材料业务的科技创新产业集群。**TCL 集团创立于 1981 年，2004 年 1 月在深交所主板上市。2019 年 4 月份完成重组剥离智能终端及相关配套业务，由相关多元化经营转为聚焦半导体显示产业的科技创新产业集群。其中华星光电主攻半导体显示业务。
- 行业边际向好，华星业绩有望迎来拐点。**面板价格的持续下跌使海外面板企业出现大幅亏损，迫于竞争和盈利压力，海外企业纷纷谋求转型。三星 SDC 和 LGD 均表示，打算陆续将 LCD 产线向 OLED 转型。作为全球面板大厂，三星和 LGD 的转型预计将对行业供给带来较大改善。加上 2020 年体育赛事大年的到来，明年需求恢复概率较大，面板行业出现边际改善，华星业绩有望迎来拐点。
- 首次覆盖，给予“增持”评级。**TCL 集团通过重组玻璃聚焦半导体显示及材料业务，战略清晰。旗下华星光电在半导体显示行业效率领先、行业地位稳固。面板行业边际向好有望带动华星业绩改善。我们预计 2019-2021 年公司归母净利润为 39.51 亿、27.85 亿和 46.66 亿元，对应当前 PE 为 11.29x、16.01x 和 9.56x，给予“增持”评级。
- 风险提示事件：**海外产线调整进度低于预期；国内新增产能持续扩大；下游需求恢复低于预期。

## 内容目录

<b>1 3Q19 业绩：归母利润下滑 29.7%，符合预期</b> .....	<b>- 4 -</b>
1.1 TCL：3Q19 收入增长 11.9%，归母净利润下滑 29.7%.....	- 4 -
1.2 华星光电：3Q19 收入增长 19.8%，利润下滑 60.7%.....	- 4 -
<b>2 TCL 集团：聚焦半导体显示及材料业务的科技创新产业集团</b> .....	<b>- 5 -</b>
2.1 重组完成，聚焦核心业务.....	- 5 -
2.2 华星光电：全球面板巨头，静待行业回暖.....	- 6 -
2.3 产业金融与投资：助力高端先进制造.....	- 8 -
<b>3 投资建议与风险提示</b> .....	<b>- 9 -</b>
3.1 投资建议.....	- 9 -
3.2 风险提示.....	- 10 -

## 图表目录

图 1: 2018/2019 前三季度华星光电分产品收入, 亿元.....	- 5 -
图 2: 2018/2019 前三季度华星光电分产品出货面积, 万m <sup>2</sup> .....	- 5 -
图 3: 3Q19 单季度华星分产品收入, 亿元.....	- 5 -
图 4: 3Q19 单季度华星分产品出货面积, 万m <sup>2</sup> .....	- 5 -
图 5: TCL 集团重组后业务架构 .....	- 6 -
图 6: TCL 集团股权结构 .....	- 6 -
图 7: 华星在 55 寸和 86 寸面板市占率 .....	- 7 -
图 8: 2019 年 LTPS 面板市占率预计 .....	- 7 -
图 9: 全球电视出货量排名.....	- 7 -
图 10: 主要面板厂商 EBITDA 利润率比较.....	- 8 -
图 11: 主要面板厂商净利率比较 .....	- 8 -
图 12: 液晶电视面板:32 寸:Open Cell:HD, 美元 .....	- 8 -
图 13: LGD 营业亏损严重, 十亿韩元.....	- 8 -
图 14: TCL 金服业务架构 .....	- 9 -
图 15: TCL 资本业务架构 .....	- 9 -
表 1: 剔除重组影响后 TCL 集团财务摘要, 亿元.....	- 4 -
表 2: 华星光电财务摘要, 亿元 .....	- 4 -
表 3: 华星光电主要产线信息.....	- 7 -
表 4: 可比公司估值 .....	错误!未定义书签。

# 1 3Q19 业绩：归母利润下滑 29.7%，符合预期

## 1.1 TCL：3Q19 收入增长 11.9%，归母净利润下滑 29.7%

TCL 集团三季报显示，公司前三季度实现营收 588.18 亿元，同比下滑 28.48%，实现归母净利润 25.77 亿元，同比增长 3.52%，扣非净利润 5.03 亿元，同比下滑 68.44%。

剔除重组业务数据影响，公司前三季度实现营收 411.56 亿元，同比增长 19.2%，EBITDA 实现 111.85 亿元，同比增长 31.4%，归母净利润 25.77 亿元，同比增长 19.30%。

其中，3Q19 单季度实现营收 150.36 亿元，同比增长 11.9%，EBITDA 实现 31.92 亿元，同比增长 8.1%，归母净利润 4.85 亿元，同比下滑 29.7%。

表 1：剔除重组影响后 TCL 集团财务摘要，亿元

项目	2019H1	2018H1	同比	2019 前三季度	2018 前三季度	同比	3Q19	3Q18	同比
营业收入	261.19	210.75	23.9%	411.56	345.17	19.2%	150.36	134.42	11.9%
EBITDA	79.93	55.59	43.8%	111.85	85.12	31.4%	31.92	29.53	8.1%
净利润	26.43	15.56	69.9%	33.94	24.51	38.5%	7.50	8.95	-16.2%
归母净利润	20.92	14.71	42.3%	25.77	21.61	19.3%	4.85	6.90	-29.7%
EBITDA 利润率	30.6%	26.4%	4.2%	27.2%	24.7%	2.5%	21.2%	22.0%	-0.7%
净利率	10.1%	7.4%	2.7%	8.2%	7.1%	1.1%	5.0%	6.7%	-1.7%
归母净利率	8.0%	7.0%	1.0%	6.3%	6.3%	0.0%	3.2%	5.1%	-1.9%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

## 1.2 华星光电：3Q19 收入增长 19.8%，利润下滑 60.7%

华星光电前三季度实现营收 245.6 亿元，同比增长 28.4%，实现 EBITDA 65.1 亿元，同比增长 6.7%，实现净利润 13 亿元，同比下滑 28.7%。

其中三季度单季度实现收入 82.8 亿元，同比增长 19.8%，EBITDA 利润 18.5 亿元，同比下滑 6.8%，实现净利润 2.8 亿元，同比下滑 60.7%。

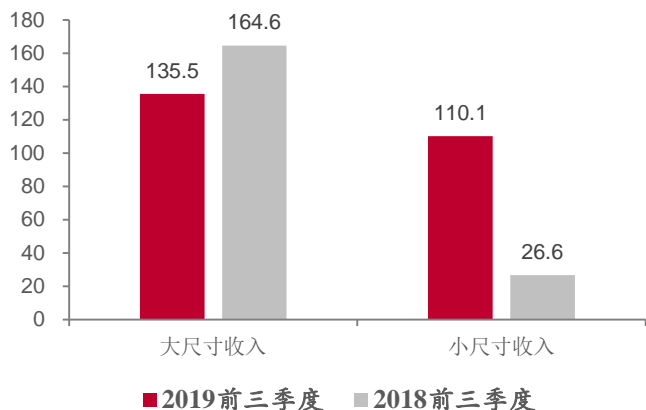
表 2：华星光电财务摘要，亿元

项目	2019H1	2018H1	同比	2019 前三季度	2018 前三季度	同比	3Q19	3Q18	同比
营业收入	162.8	121.4	34.1%	245.6	190.5	28.4%	82.8	69.1	19.8%
EBITDA	46.6	41.1	13.2%	65.1	61.0	6.7%	18.5	19.9	-6.8%
净利润	10.2	11.1	-8.1%	13.0	18.2	-28.7%	2.8	7.1	-60.7%
EBITDA 利润率	28.6%	33.9%	-5.3%	26.5%	32.0%	-5.5%	22.4%	28.8%	-6.4%
净利率	6.3%	9.1%	-2.9%	5.3%	9.6%	-4.3%	3.4%	10.3%	-6.9%

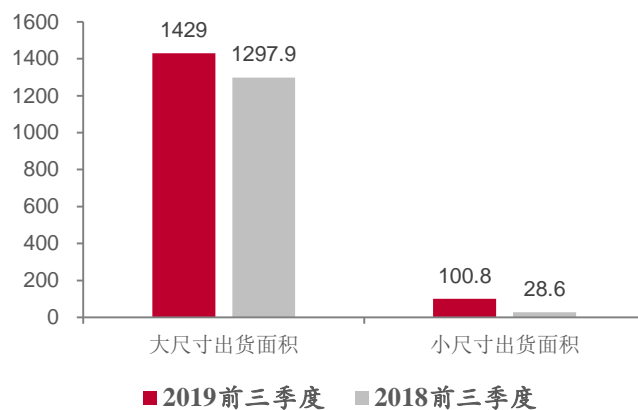
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

价格持续下降拖累大尺寸产品收入。前三季度，大尺寸产品出货 1429 万平方米，同比增长 10.1%，出货量 3001.9 万片，大尺寸面板市场份额提高至全球第三。因主要产品价格大幅低于去年同期，大尺寸业务实现营业收入 135.5 亿元，同比下降 17.7%。

受益产能持续爬坡，中小尺寸产品占比明显提升。前三季度，t3 工厂的中小尺寸出货面积为 100.8 万平方米，同比增长 2.52 倍；出货量 8778.7 万片，同比增长超过 2 倍，LTPS-LCD 产品市场份额稳居全球第二；实现营业收入 110.1 亿元，同比增长 3.14 倍。

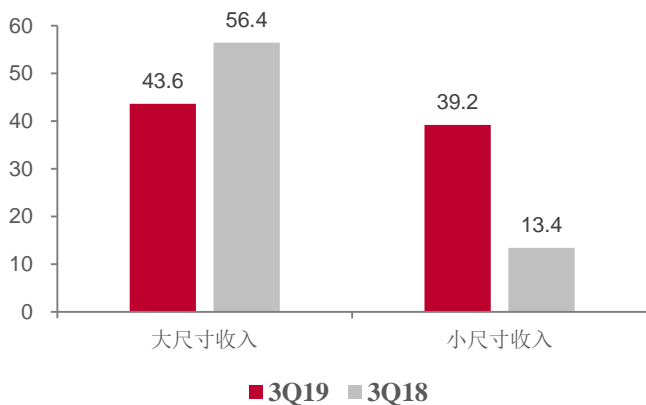
**图 1：2018/2019 前三季度华星光电分产品收入，亿元**


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

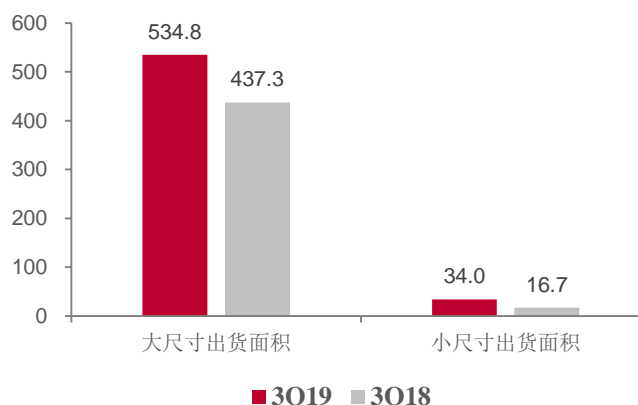
**图 2：2018/2019 前三季度华星光电分产品出货面积，万㎡**


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

3Q19 单季度，大尺寸收入 43.6 亿元，同比下滑 22.7%，单季度出货 534.8 万平方米，同比增长 22.3%。中小尺寸收入 39.2 亿元，同比大增 191.7%，单季度出货 34 万平方米，同比增长 104%。

**图 3：3Q19 单季度华星分产品收入，亿元**


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

**图 4：3Q19 单季度华星分产品出货面积，万㎡**


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

## 2 TCL 集团：聚焦半导体显示及材料业务的科技创新产业集团

### 2.1 重组完成，聚焦核心业务

TCL 集团创立于 1981 年，2004 年 1 月在深交所主板上市。2019 年 4 月份完成重组剥离智能终端及相关配套业务，由相关多元化经营转为聚焦半导体显示产业。重组后，公司

业务主要分为半导体显示及材料、产业金融与投资和其他三方面。其中，**华星光电**主要业务为半导体显示面板研发、生产与销售；**产业金融与投资**主营业务为包括集团财资业务和供应链金融；**翰林汇**是专业从事 IT 产品销售与服务的业务平台；**奥鹏**则是中国最大的网络学历教育服务运营机构。

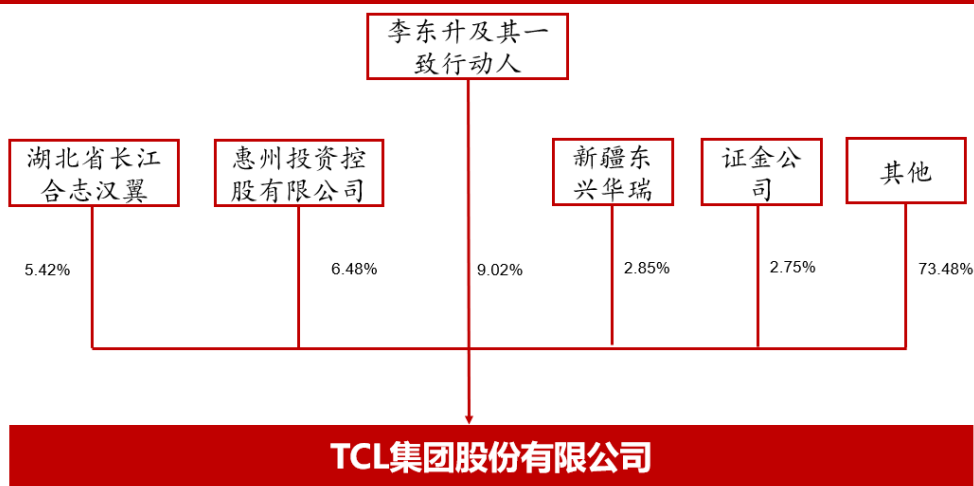
**图 5：TCL 集团重组后业务架构**



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

**股权结构：**李东生先生及其一致行动人持股 9.02%，是公司第一大股东，也是 TCL 集团的实际控制人。

**图 6：TCL 集团股权结构**



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

## 2.2 华星光电：全球面板巨头，静待行业回暖

华星光电是全球领先的半导体显示厂商。旗下 TCL 华星是全球半导体显示行业的引领者，旗下有 2 条 8.5 代和 2 条 11 代 LCD 产线、1 条 6 代 LTPS 和 1 条 AMOLED 产线。

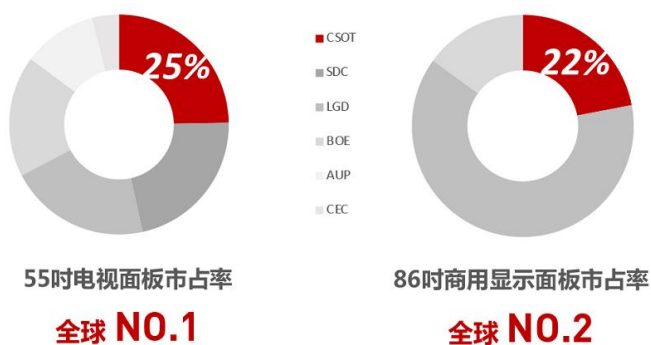
表 3: 华星光电主要产线信息

工厂	产品	代线	投资(亿元)	设计产能(K/月)	状态
t1	a-si LCD	8.5	245	160	满产
t2	a-si LCD	8.5	244	150	满产
t3	LTPS LCD	6	160	45	满产
t4	AMOLED	6	350	45	4Q19 量产
t6	a-si/Oxide	11	465	90	1Q19 量产
t7	a-si/Oxide	11	427	105	2021 年量产

资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

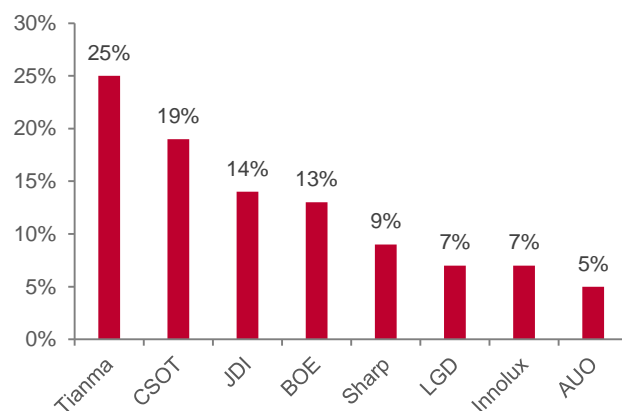
目前华星在 55 寸电视面板市占率全球第一, 在 86 寸商用面板和 LTPS 手机面板市占率均为全球第二。在全球电视面板出货量上, 公司也有望在今年跃升致全球第三。

图 7: 华星在 55 寸和 86 寸面板市占率



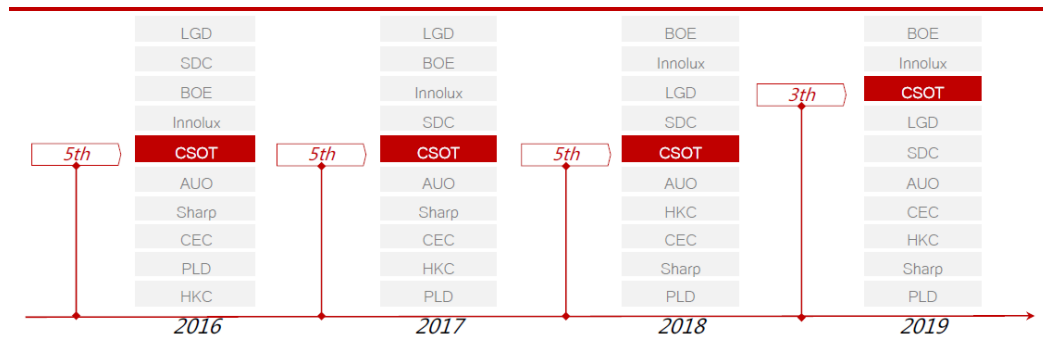
资料来源: IHS, 中泰证券研究所

图 8: 2019 年 LTPS 面板市占率预计



资料来源: IHS, 中泰证券研究所

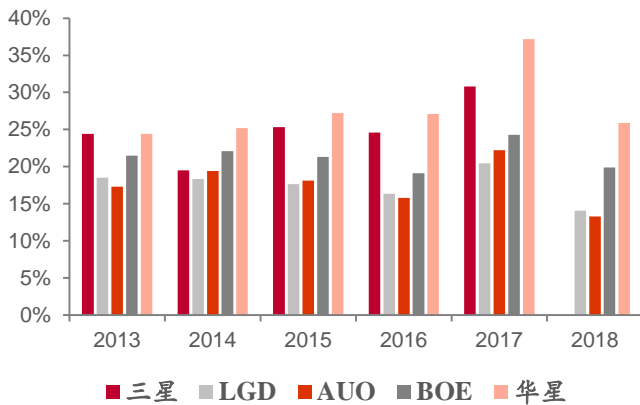
图 9: 全球电视出货量排名



资料来源: IHS, 中泰证券研究所

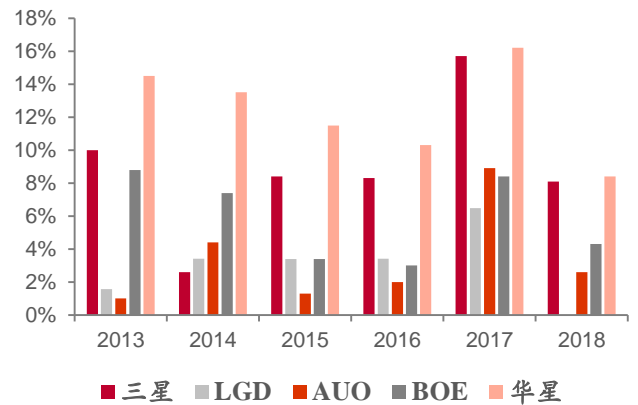
**运营效率行业领先。**投产以来, 公司始终保持极高的经营效率, 2013 年以来公司 EBITDA 和净利润率基本处于行业领先地位。在周期波动明显的面板行业持续保持盈利, 充分体现了华星极高的经营效率。

图 10: 主要面板厂商 EBITDA 利润率比较



资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

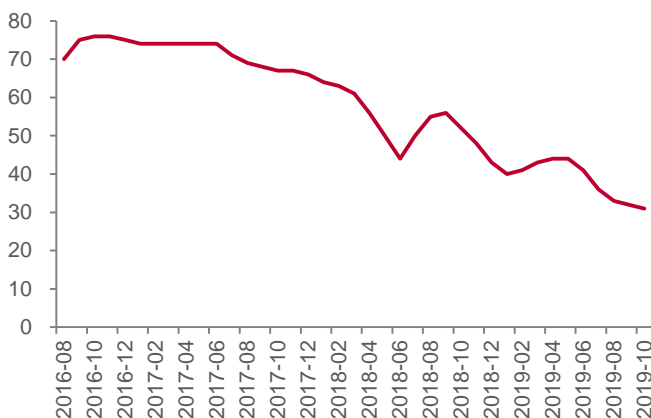
图 11: 主要面板厂商净利率比较



资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

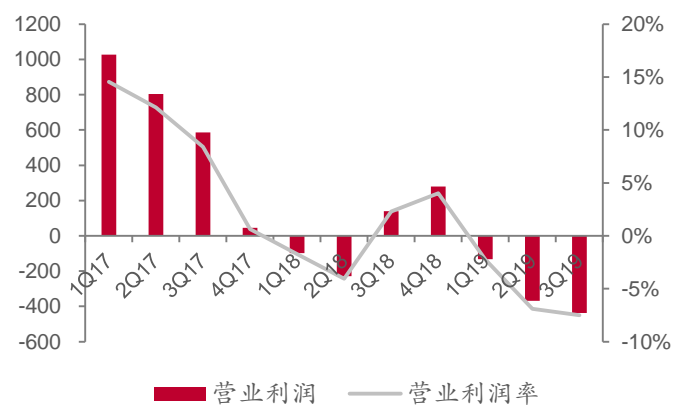
行业边际向好, 华星业绩有望迎来拐点。面板价格的持续下跌使海外面板企业出现大幅亏损, 迫于竞争和盈利压力, 海外企业纷纷谋求转型。三星 SDC 和 LGD 均表示打算陆续将 LCD 产线向 OLED 转型。作为全球面板大厂, 三星和 LGD 的转型预计将对行业供给带来较大改善。加上 2020 年体育赛事大年的到来, 明年需求恢复概率较大, 面板行业出现边际改善, 华星业绩有望迎来拐点。

图 12: 液晶电视面板:32 寸:Open Cell:HD, 美元



资料来源: IHS, 中泰证券研究所

图 13: LGD 营业亏损严重, 十亿韩元



资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

## 2.3 产业金融与投资: 助力高端先进制造

公司产业金融与投资包括 TCL 金服和 TCL 资本, 主要目的是围绕半导体显示, 以产业金融及投资驱动业务发展和盈利稳健提升。

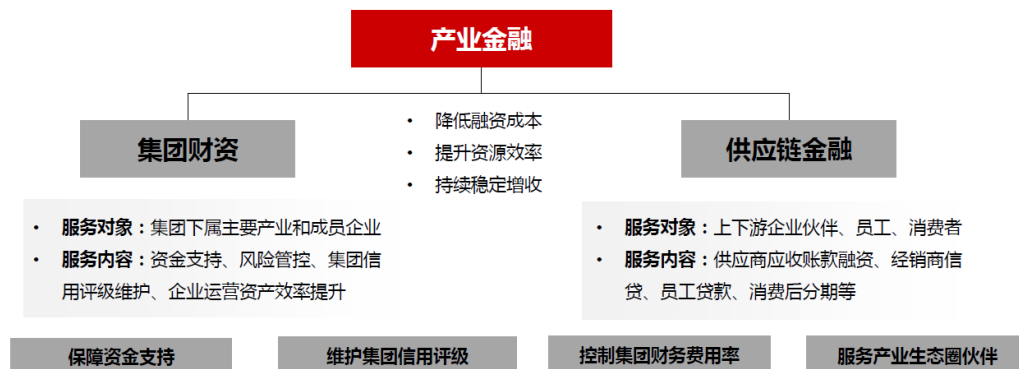
**TCL 金服: 持续提供资金保障, 降低财务成本, 提高运营效率**

TCL 金服主要包括集团财资业务和供应链金融业务。财资业务主要定位于向主要产业和成员企业提供资金支持和管理支撑, 并承担集团资产运营效率提升和风险管控职能。供



供应链金融业务为成员企业和关联企业提供多种形式的融资和供应链金融服务支持，帮助企业降低帮助企业降低融资成本，提高资源效率，并创造稳定增长的收益。

图 14: TCL 金服业务架构



资料来源：TCL 活动关系记录表，中泰证券研究所

**TCL 资本：布局产业链，培育增长新动能，贡献投资收益**

TCL 资本由 TCL 创投、钟港资本和中新融创（参股）构成。TCL 创投目前累计投资项目 116 个，部分退出的项目带来了较好的投资收益。钟港资本正积极开拓财务顾问以及资产管理业务收入，均实现了良好的盈利。中新融创则利用其专业优势为 TCL 的兼并收购和业务拓展提供支持。

图 15: TCL 资本业务架构



资料来源：TCL 活动关系记录表，中泰证券研究所

### 3 投资建议与风险提示

#### 3.1 投资建议

首次覆盖，给予“增持”评级。TCL 集团通过重组玻璃聚焦半导体显示及材料业务，战略清晰。旗下华星光电在半导体显示行业效率领先、行业地位稳固。面板行业边际向好

有望带动华星业绩改善。我们预计 2019-2021 年公司归母净利润为 39.51 亿、27.85 亿和 46.66 亿元，对应当前 PE 为 11.29x、16.01x 和 9.56x，给予“增持”评级。

**表 4：可比公司估值**

公司代码	公司简称	当日股价		EPS (元)			PE(倍)		
		2019-10-31	18A	19E	20E	21E	19E	20E	21E
000725.SZ	京东方 A	3.57	0.10	0.11	0.16	0.23	32.45	22.31	15.52
000050.SZ	深天马 A	13.78	0.45	0.61	0.77	0.79	22.59	17.90	17.44
	平均						27.52	20.10	16.48

资料来源：Wind，中泰证券研究所

注：京东方 A 和深天马 A 数据来源于 wind 一致预期

### 3.2 风险提示

海外产线调整进度低于预期；国内新增产能持续扩大；下游需求恢复低于预期。

## 附录：财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>80308</b>	<b>61785</b>	<b>51132</b>	<b>59374</b>	<b>营业收入</b>	<b>113447</b>	<b>73119</b>	<b>62537</b>	<b>85089</b>
货币资金	26801	26953	26987	26945	营业成本	92606	62601	54591	72309
应收账款	23477	15653	13319	18067	营业税金及附加	661	403	360	485
存货	19888	11073	9314	12714	销售费用	8887	2194	1876	2553
其他流动资产	9003	6969	375	511	管理费用	4300	2176	1895	2493
<b>非流动资产</b>	<b>112456</b>	<b>132826</b>	<b>150653</b>	<b>167486</b>	研发费用	4678	0	0	0
长期股权投资	16957	19628	19628	19629	财务费用	973	1152	1263	1129
固定资产	74908	92845	110909	127980	资产减值损失	1523	1459	1459	1459
无形资产及其他	5955	5717	5478	5240	其他收益	2219	2200	2300	2250
<b>资产总计</b>	<b>192764</b>	<b>194612</b>	<b>201785</b>	<b>226860</b>	投资收益	2167	2303	2235	2269
<b>流动负债</b>	<b>78835</b>	<b>78944</b>	<b>84709</b>	<b>106669</b>	<b>营业利润</b>	<b>4092</b>	<b>4866</b>	<b>3160</b>	<b>5863</b>
短期借款及交易性金融负债	19251	43540	55702	67518	营业外净收支	852	764	808	786
应付款项	27015	16378	13328	17920	<b>利润总额</b>	<b>4944</b>	<b>5631</b>	<b>3969</b>	<b>6650</b>
其他流动负债	32570	19027	15679	21231	所得税	879	1001	706	1182
<b>非流动负债</b>	<b>53057</b>	<b>52194</b>	<b>51318</b>	<b>50606</b>	<b>净利润</b>	<b>4065</b>	<b>4629</b>	<b>3263</b>	<b>5467</b>
长期借款	36865	36865	36865	36865	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3468</b>	<b>3950</b>	<b>2784</b>	<b>4664</b>
应付债券	12986	12986	12986	12986	少数股东损益	597	680	479	803
其他非流动负债	3206	2343	1467	756	<b>每股收益</b>	<b>0.26</b>	<b>0.29</b>	<b>0.21</b>	<b>0.34</b>
<b>负债合计</b>	<b>131892</b>	<b>131138</b>	<b>136027</b>	<b>157275</b>					
股本	13550	13550	13550	13550	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
归属于母公司所有者权益合计	30494	33259	35208	38473	净利润	3468	3950	2784	4664
少数股东权益	30377	30215	30550	31112	资产减值准备	(140)	2019	767	726
<b>所有者权益合计</b>	<b>60872</b>	<b>63474</b>	<b>65758</b>	<b>69585</b>	折旧摊销	7490	5782	8430	10162
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>192764</b>	<b>194612</b>	<b>201785</b>	<b>226860</b>	公允价值变动损失	(1523)	(1459)	(1459)	(1459)
					财务费用	973	1152	1263	1129
					营运资本变动	3698	(4350)	4180	1874
					其它	24	(2181)	(431)	(164)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>13017</b>	<b>3760</b>	<b>14270</b>	<b>15803</b>
					资本开支	(35858)	(24042)	(25563)	(26262)
					其它投资现金流	1094	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(36370)</b>	<b>(26713)</b>	<b>(25564)</b>	<b>(26262)</b>
					权益性融资	7759	0	0	0
					负债净变化	16582	0	0	0
					支付股利、利息	(4144)	(1185)	(835)	(1399)
					其它融资现金流	(9939)	24289	12163	11816
					<b>融资活动现金流</b>	<b>22695</b>	<b>23104</b>	<b>11327</b>	<b>10417</b>
					现金净变动	(658)	152	34	(42)
					货币资金的期初余额	27459	26801	26953	26987
					货币资金的期末余额	26801	26953	26987	26945
					企业自由现金流	(22769)	(20290)	(11907)	(11086)
					权益自由现金流	(16127)	1409	(3006)	(2975)

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
<b>收入增长</b>	<b>2%</b>	<b>-36%</b>	<b>-14%</b>	<b>36%</b>
<b>净利润增长率</b>	<b>30%</b>	<b>14%</b>	<b>-30%</b>	<b>68%</b>
<b>毛利率</b>	<b>18%</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>
EBIT Margin	2%	4%	2%	4%
EBITDA Margin	9%	12%	16%	16%
ROIC	6%	4%	2%	4%
<b>ROE</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>8%</b>	<b>12%</b>
ROS	4%	5%	4%	5%
AT	59%	38%	31%	38%
EM	317%	307%	307%	326%
每股红利	0.31	0.09	0.06	0.10
<b>EPS</b>	<b>0.26</b>	<b>0.29</b>	<b>0.21</b>	<b>0.34</b>
<b>P/E</b>	<b>13.01</b>	<b>11.29</b>	<b>16.01</b>	<b>9.56</b>
P/B	1.48	1.36	1.28	1.17
EV/EBITDA	18.06	20.49	18.67	14.48

资料来源：中泰证券研究所预测

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。