

关注华星光电发展以及相关政策补贴

TCL 集团 (000100.SZ)

谨慎推荐 首次评级

1. 报告背景：公司发布年报及一季度

(一) 2012年一季度，公司实现营业收入145.5亿元，同比增长8.8%。实现净利润0.38亿元，同比下降82.8%。

业绩下滑主要受1)华星光电业务亏损1.24亿元；2)当期补贴1.8亿元，同比减少9500万元；3)通讯业务利润同比下降86.4%。

(二) 2011年集团整体收入608亿元，同比增长17%。其中，国内销售收入371亿元，增长21%，海外销售收入223亿元，增长13.9%。

2011年实现净利润9.3亿元，同比增长135%，EPS0.11元。

2. 我们的分析和判断

(一) **面板良品率和单月产量尚在爬坡。**目前，华星光电单月产量约2万片玻璃大板/月，良品率约在84%左右。尽管相比同类生产线建设表现优秀，但离设计目标尚有差距。公司计划年底达产10万片/月，良品率提升到90%以上水平。面板良品率和产量提升进展，决定了折旧的金额和比例，也直接影响了公司的利润状况和整个多媒体业务拓展，也影响到未来补贴政策的实施，还需密切跟踪。

(二) **关注华星光电发展以及相关政策补贴。**但补贴的金额、补贴的时点和节奏，都有重大不确定性。

(三) **彩电业务增长势头迅猛，面板业务增强公司综合竞争力。**2012年1-3月份，公司液晶电视总销量328.5万台，同比增长70.4%。但增量中，以外销为主，以中小尺寸为主，所以销售额增幅低于销量增幅，综合形成一季度彩电收入增长30%左右。

随着华星光电面板产品良品率逐渐提升，产量逐步释放，有利于公司彩电业务完善上游产业链配套，发挥成本优势，缩短新品推出周期，提升公司综合竞争力。

(四) 公司通讯、家电等其他业务，也有较好发展。但由于体量较小，而其他事项更为重大和关键，我们认为其他业务的经营状况，暂时对公司总体价值判断影响不大。

3. 投资建议

综合考虑，预计公司2012/2013年净利润分别为11.5和14.2亿元，约合EPS 0.14和0.17元。但是由于华星光电的业务发展和相关政策补贴具有较大不确定性，公司业绩也有较大不确定性。公司目前股价2元左右，虽然相比2012年PE15倍左右，估值并不便宜。考虑到公司业绩弹性较大，或有相应政策补贴，目前绝对股价较低，具有良好的市场人气，我们给予“谨慎推荐”评级。

4. 风险提示：面板业务良品率和产能进展低于预期；补贴收入低于预期。

分析师

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

特此鸣谢

郝雪梅 0755-82838453

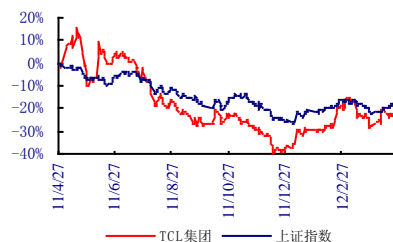
(haoxuemei@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2012.04.26

A股收盘价(元)	2.12
A股一年内最高价(元)	6.86
A股一年内最低价(元)	1.71
上证指数	2404.70
市净率	1.59
总股本(万股)	847621.88
实际流通A股(万股)	792406.59
限售的流通A股(万股)	55215.29
流通A股市值(亿元)	167.99

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

一、一季报情况

(一) TCL 集团一季度盈利情况

公司实现营业总收入 145.5 亿元，同比增长 8.8%，其中销售收入 143.5 亿元，同比增长 10.11%，实现净利润 0.71 亿元，同比下降 80.2%；归属于母公司净利润 0.38 亿元，同比下降 82.8%。

公司利润下滑主要由于：

(1) 华星光电业务，面板良品率尚处爬坡阶段，加上固定资产折旧，导致华星光电出现亏损 1.24 亿元。

(2) TCL 通讯，受全球手机市场需求放缓以及海外智能手机产品客户认证延误影响，当期营业利润 2,072 万元，同比大幅减少 86.37%。

(3) 集团补贴同比减少 9,500 万元。

表 1：收入分内外销（单位：亿元，%）

分产品	营业收入(2012Q1)	收入占比构成	营业收入同比	营业收入(2011Q1)
多媒体	6,740	46.3%	21.4%	5,554
通讯	1,708	11.7%	-4.7%	1,793
华星光电	384	2.6%	不适用	0
家电集团	2,060	14.2%	19.8%	1,720

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

当期，多媒体业务增长强劲，TCL 多媒体共实现销售收入 67.4 亿元，同比增长 21.35%，实现净利润 2.51 亿元，同比增长 7.7 倍。其中，彩电内外销收入分别增长 11.4% 和 87.6%。

一季度实现 LCD 电视机销量 322 万台，较去年同期增长 67.0%，其中国内市场销量约为 171 万台，同比增长 28.2%，海外销量约为 151 万台，同比增长 153.4%（新兴市场销量增长 181%）。

表 2：彩电产品销量（单位：万台，%）

	2012Q1	2011Q1	同比增长
LCD 电视	3,219	1,928	67.0%
其中：LED 背光液晶电视	2,022	599	237.6%
智能及互联网电视	551	84	556.0%
3D 电视	250	0.5	-
- 中国市场	1,706	1,331	28.2%
- 海外市场	1,513	597	153.4%
CRT 电视	765	1,163	-34.2%
- 中国市场	86	377	-77.2%
- 海外市场	679	786	-13.6%
电视总销售量	3,984	3,091	28.9%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 收入分季度

表 3: 彩电产品销量 (单位: 万台, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2012 年	营业收入	145				145
	同比增长率	8.6%				
2011 年	营业收入	134	140	165	169	608
	占全年比例	22.0%	23.0%	27.2%	27.9%	100.0%
	同比增长率	12.1%	24.2%	26.5%	8.2%	17.2%
2010 年	营业收入	119	112	130	156	518
	占全年比例	23.0%	21.7%	25.2%	30.2%	100.0%
	同比增长率	54.3%	14.7%	-0.8%	14.8%	17.0%
2009 年	营业收入	77	98	132	136	443
	占全年比例	17.4%	22.1%	29.7%	30.7%	100.0%
	同比增长率	-13%	2%	26%	44%	15%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(三) 利润分季度

表 4: 彩电产品销量 (单位: 万台, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2012 年	普通股利润	38				38
	对应 EPS	0.004	0.00	0.00	0.00	0.00
	同比增长率	-82.8%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-96.2%
2011 年	普通股利润	223	315	287	187	1,013
	对应 EPS	0.03	0.04	0.03	0.02	0.12
	占全年比例	22.0%	31.1%	28.4%	18.5%	100.0%
	同比增长率	245.3%	239.1%	659.0%	-21.0%	134.2%
2010 年	普通股利润	65	93	38	237	433
	对应 EPS	0.01	0.01	0.00	0.03	0.05
	占全年比例	14.9%	21.5%	8.8%	54.8%	100.0%
	同比增长率	332.1%	10.8%	-30.5%	-25.1%	-8.0%
2009 年	普通股利润	15	84	54	317	470
	占全年比例	3.2%	17.9%	11.6%	67.4%	100.0%
	对应 EPS	0.00	0.01	0.01	0.04	0.06
	同比增长率	-96.7%	-389.8%	8.4%	932.1%	-6.2%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

二、年报回顾

(一) 规模稳步增长

2011 年集团整体营业收入 608 亿元，同比增长 17%。实现净利润 9.3 亿元，同比增长 135%，EPS0.11 元。

其中销售收入 594 亿元，同比增长 18%。分区域划看，国内销售收入 371 亿元，增长 21.1%，海外销售收入 223 亿元，增长 13.9%，出口收入占比约 38%。

表 5: 收入分内外销 (单位: 亿元, %)

	2011 年	收入占比	同比	2010 年	收入占比
国内	371	62.5%	21.1%	306	61.0%
国外	223	37.5%	13.8%	196	39.0%
合计	594	100.0%	18.3%	503	100.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

分产业看, 家电和房地产是收入增长贡献最大的两个产业, 收入同比分别增长 60%和 248%。多媒体和通讯业务仍是收入占比中最大的两部分, 分别占比 46%和 15%, 同比分别增长 16.2%和 16.3%。

表 6: 收入分产业 (单位: 亿元, %)

	2011 年	收入占比	同比	2010 年	收入占比
多媒体	273	45.84%	16.2%	235	46.67%
通讯	88	14.83%	16.3%	76	15.07%
家电集团	65	10.94%	60.0%	41	8.09%
泰科立集团	21	3.47%	22.4%	17	3.35%
翰林汇	123	20.68%	14.3%	108	21.41%
房地产	7	1.25%	248.0%	2	0.42%
其他及合并抵销	18	3.00%	-28.8%	25	4.98%
合计	594	100.00%	18.3%	503	100.00%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(二) 经营效率改善明显, 产品结构优化提升整体毛利率

2011 年集团整体存货周转天数为 43 天, 同比加快 10 天; 应收账款周转天数为 38 天, 同比加快 1 天; 现金周期为 32 天, 同比加快 9 天。

经营效率提升, 加快产品库存周转, 压短新品上架时间, 综合毛利率大幅提升 1.5 个百分点, 其中, 多媒体业务提升 2.2 个百分点。

表 7: 毛利率分产业: %

	2011 年	2010 年	同比
多媒体	16.6%	14.3%	2.2%
通讯	28.9%	28.6%	0.3%
家电集团	13.0%	12.7%	0.3%
泰科立集团	7.7%	8.7%	-1.1%
翰林汇	4.2%	4.3%	0.0%
房地产	35.9%	35.7%	0.2%
合计	15.4%	14.0%	1.5%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(三) 产品质量改善, 研发投入增加

主要产品质量提升: 2011 年度彩电累计故障率同比下降 0.18 个百分点; 中国市场手机累计故障率同比下降 0.72 个百分点; 空调产品累计故障率同比下降 0.67 个百分点。故障率下滑减轻销售费用压力, 全年销售费用率 9%, 同比下滑 0.8 个百分点。

受研发投入增加影响, 管理费用率小幅提升。2011 年全年管理费用率 4.6%, 同比提升 0.4 个百分点。其中, 研发投入 9.5 亿元, 同比增长 33%, 其中通讯 3.8 亿元、多媒体 2.7 亿元。

财务费用方面, 受 2011 年人民币贬值影响, 公司全年汇兑损益较为理想, 当期财务费用 -6300 万。

毛利率提升和费用率维稳, 综合带来公司销售净利率稳步提升, 2011 年集团总体销售净利率 1.7%, 同比提升 0.8 个百分点。全年实现净利润 9.3 亿元, 同比大幅增长 135%。

表 8: 净利润分行业 (单位: 亿元)

	2011 年	2010 年	同比
通讯	6.62	6.11	8.29%
多媒体	3.89	-8.57	扭亏为盈
翰林汇	2.74	2.57	6.84%
房地产	2.07	0.98	112.14%
家电	0.61	0.39	57.43%
泰科立	0.36	0.65	-43.78%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(四) 分产业经营情况

1. TCL 多媒体业务

多媒体业务 2011 年实现收入 335 亿港元，同比增长 22%，净利润 4.5 亿港元，扭亏为盈。其中四季度实现收入 104 亿港元，同比增长 32%，净利润 0.6 亿元，毛利率 16.7%，同比基本持平。

2011 实现 LCD 电视总销量 1086 万台，同比增长 45.5%，其中中国市场增长 28.9%，海外市场增长 81.7%，海外新兴市场增长 144.3%。

多媒体业务全年毛利率提升 2 个百分点，主要源于产品结构优化。高端 LED 电视占 LCD 电视销量 43.1%，其中国内占比 45.7%。截止到 2011 年 12 月时点数据，公司整体和内销 LED 渗透率分别为 60.6%和 62.1%。

表 9: 彩电销量: 千台

千台	2011 年	2010 年	变动 (%)
LCD 电视机	10,860	7,464	45.48
其中: LED 背光液晶电视机	4,682	843	455.14
中国市场	6,606	5,124	28.94
LED-内销	3,020		
海外市场	4,254	2,341	81.7
LED-海外	1,660		
CRT 电视机	4,185	5,548	-24.56
中国市场	1,006	1,947	-48.34
海外市场	3,179	3,601	-11.69

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

AV 产品, 2011 年总销量 2,000 万台, 同比增长 25.8%。

展望下一阶段, 2012 年公司全年 LCD 电视机销售目标为 1,380 万台, 预期较 2011 年增长 27.1%。明年发展重点放在新兴市场和 OEM。在欧洲区减少亏损, 海外市场 2012 年目标整体扭亏为盈。

拆分 27%目标, 公司有较强信心:

1) 虽然 2011 年市场上升没有超过 10%, 但看到外资品牌大面积亏损, 索尼目标从年销 4000 万台减产到 2200 万台。东芝和夏普也有同样的情况。总体情况看, 没有超过 10%, 日本系减产能够腾出较大空间, TCL 能抢到一些腾出的市占率;

2) 国内情况看, 网点从 21000 到 26000 家, 2012 年目标增加到 30000 个网点, 支撑在国内的增长。

3) 产品优化上, 3D 智能占比较低, 不超过 5%, 还有很大提升空间, 产品结构会带来平均售价的提升。国内和海外都有整体平均售价提升。(2012 年 3D 目标 300 万台, 智能电视 200 万台)

4) 华星光电量产以及良品率提升, 彩电产业纵向整合, 有利于公司发挥成本优势和整合优势。

2. TCL 通讯业务

2011 年 TCL 通讯全年实现销量 4362 万台, 同比增长 20.4%, 其中国内市场销售 512 万台, 同比大幅增长 139%。全年实现总收入 107 亿港元, 净利润 8 亿港元。其中四季度实现收入 32 亿港元, 净利润 2 亿港元, 四季度手机销量 1300 万台, 创历史单季新高。

表 10: 手机销量: 千台

	2011 年	2010 年	同比增减 %
海外市场	38,501	34,083	12.96
中国市场	5,116	2,140	139.09
合计	43,617	36,223	20.41

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

2011 年, 公司主推智能手机销售量比去年同期猛增 23 倍, 增至 140 万台, 其中, 美洲、中国, 分别约占 33%和 32%。截止 2011 年 12 月时点数, 智能机出货占比已占 6%以上。

2012 年目标增长 30%, 目标在

智能机增长突破。主要通过两个渠道提升增长 1) 增加新款推出频率和速度; 2) 智能机均价提升;

中国市场突破。TCL 通讯之前重点在海外市场, 去年开始加大在中国市场的投放力度。未来内销增长的三个途径 1) 通过与三大运营商合作; 2) 发挥 TCL 较好品牌力, 通过国美、苏宁等大卖场销售; 3) 通过全国性分销渠道。

3. 华星光电业务

2011 年 8 月初实现了投产, 10 月中旬开始量产, 2011 年底达到了产能 18,000 张玻璃大板/月的目标, 2012 年 1 月, 综合良品率顺利爬坡至 82.37%。(良品率提升比台湾的要好)

目前面板主要集中在 32 吋产品, 华星光电已开始与多家国内整机厂商进行送样认证。2012 年, 46 吋、37 吋、26 吋、55 吋的产品将陆续下线生产, 计划在年底达到 100,000 张玻璃大板/月的满产目标, 良品率达到 92%。随着生产规模的扩大和产品线的健全, 公司竞争力会持续加强, 客户资源将逐步增加

在 2011 年实现了 1.31 亿元的销售收入。公司预计 2012 年面板行业将持续周期性的调整。

从市场供需面看, 2012 年, 面板还将处在供过于求情况。国内库存压力比较高, 国内销售持平, 海外情况, 欧债影响还未显现, 相对持平。主要是国内压力较大。大概有 9%的超额供给。希望未来夏普以及其他等面板厂商, 将产能向小尺寸转移, 行业整体供过于求会有所缓解。

按照行业发展规律, 面板产业已有 2 年没有较大成本支出, 一般会有比较大的机会。预

计 2012 年上半年压力加大，下半年会有所缓解，景气度会慢慢向上。

三、公司未来主要看点：

（一）面板良品率和单月产量尚在爬坡。

目前，华星光电单月产量约 2 万片玻璃大板/月，良品率约在 84%左右。尽管相比同类生产线建设表现优秀，但离设计目标尚有差距。公司计划年底达产 10 万片/月，良品率提升到 90%以上水平。

面板良品率和产量提升进展，决定了折旧的金额和比例，也直接影响了公司的利润状况和整个多媒体业务拓展，也影响到未来补贴政策的实施，还需密切跟踪。

（二）关注华星光电发展以及相关政策补贴。

但补贴的金额、补贴的时点和节奏，都有重大不确定性。

（三）彩电业务增长势头迅猛，面板业务增强公司综合竞争力

1. 一季度液晶电视增长迅猛，市场份额提升，但以中小尺寸为主

2012 年开年，日系厂商受累彩电业务亏损，大幅减产，给国内彩电厂商提供行业性计划，TCL 凭借自身品牌和生产优势，市占率提升。

2012 年 1-3 月份，公司液晶电视总销量 328.5 万台，同比增长 70.4%。考虑到 CRT 电视逐步淘汰，1-3 月销量 77 万台，同比减少 34%。两者加总，彩电总销量 405 万台，同比增长 31%。

但增量中，以外销为主，（内外销分别增长 28%和 153%），以中小尺寸为主，所以销售增幅低于销量增幅，综合形成彩电收入增长 30%左右。

2012 年公司全年 LCD 电视机销售目标为 1,380 万台，预期较 2011 年增长 27.1%。彩电业务发展重点放在出口增长。

2. 面板业务提升公司综合竞争力。

随着华星光电面板产品良品率逐渐提升，产量逐步释放，有利于公司彩电业务完善上游产业链配套，发挥成本优势，缩短新品推出周期，提升产品市场竞争力：

1.) 未来计划面板业务中 1/3 自用，降低多媒体业务采购成本，提升公司电视业务毛利率。

2.) 利用上游面板产业链配套，多媒体业务能够有效压缩新产品研发周期，建立快速市场反应机制，强化公司电视业务产品和市场竞争力。

五、盈利预测及估值

综合考虑，预计公司 2012/2013 年净利润分别为 11.5 和 14.2 亿元，约合 EPS 0.14 和 0.17 元。但是由于华星光电的业务发展和相关政策补贴具有较大不确定性，公司业绩也有较大不确定性。公司目前股价 2 元左右，虽然相比 2012 年 PE15 倍左右，估值并不便宜。考虑到公司业绩弹性较大，或有相应政策补贴，目前绝对股价较低，具有良好的市场人气，我们给予“谨慎推荐”评级。

表 11: 盈利预测表

科目(单位: 百万)	2010 年 A	2011 年 A	2012 年 E	2013 年 E
一、营业总收入	51,870	60,834	68,072	79,843
其中: 主营业务收入	51,834	60,752	67,920	79,670
营业收入增长率	17.0%	17.2%	11.8%	17.3%
利息收入	36	83	152	173
二、营业总成本	52,201	59,927	67,451	79,035
其中: 营业成本	44,535	51,119	56,530	66,234
毛利率(简单测算)	14.1%	15.9%	16.8%	16.9%
利息支出	1	2	2	3
营业税金及附加	121	454	508	596
销售费用	5,101	5,457	6867	8088
销售费用率	9.8%	9.0%	10.1%	10.2%
管理费用	2,161	2,800	3294	3920
管理费用率	4.2%	4.6%	4.9%	4.9%
财务费用	33	-63	52	10
资产减值损失	249	158	198	185
加: 公允价值变动收益	-51	-2	45	40
投资收益及其它	225	316	-20	100
三、营业利润	-194	1,138	494	775
加: 营业外收入	1,145	937	1905	2085
减: 营业外支出	215	115	5	5
四、利润总额	737	1,961	2,394	2,855
减: 所得税费用	300	372	508	660
综合所得税率	40.8%	19.0%	21.2%	23.1%
五、净利润	436	1,589	1,886	2,196
归属于母公司净利润	396	931	1,147	1,423
净利润率	0.8%	1.5%	1.7%	1.8%
少数股东损益	40	658	739	773
少数股东损益占比	9.1%	41.4%	39.2%	35.2%
六、总股本	8476	8476	8476	8476
七、按期末股数简单每股收益:	0.05	0.11	0.14	0.17
净利润增长率	-14.2%	134.9%	23.2%	24.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁浩然，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄

010-83574171

fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn