

## 上游景气度抬升，利好面板业务发展

TCL 集团 (000100.SZ)

谨慎推荐 维持评级

### 核心观点:

#### 1. 报告背景

2012年1-9月，公司实现收入486亿元，同比增长10.8%。实现营业利润0.5亿元，剔除华星光电后营业利润6.1亿元，同比下降45.5%。归属母公司净利润4.87亿元，同比下降41%，EPS 0.06元。

三季度，公司实现收入188亿元，同比增长13.7%。实现营业利润1.1亿元，剔除华星光电后营业利润2.2亿元，同比下滑58.3%。归属母公司净利润2.05亿元，同比下降28.8%，EPS 0.02元。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一) 彩电业务保持迅猛增长势头

2012年1-9月份，TCL多媒体实现LCD电视机销售1085万台，较去年同期增长51.5%。其中，海外地区销量增长76%，达488万台；中国区销量增长36%，达597万台。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，综合形成彩电收入222亿元，同比增长18.5%，实现净利润5.4亿元，同比增长59%。

2012年公司全年LCD电视机销售目标上调到1520万台，预期较2011年增长40%。目前已完成7成，预计年内完成目标无碍。

##### (二) 面板供应有保障，产业链融合提升综合竞争力

受台湾面板厂商产能缩减、转向大尺寸切割等因素影响，9月后面板供应紧张，32寸以上面板价格上涨明显，给彩电制造企业造成经营压力。目前华星光电面板产能及良品率达产顺利，为公司多媒体面板供应提供保障，强化其成本优势和竞争优势，提升产品市场竞争力。

##### (三) 面板景气度提升，利好华星光电业务发展

1-9月，华星光电液晶面板和模组产品合计销售531.4万片，实现收入33.8亿元，净利润-0.74亿元。9月份华星光电玻璃基板投片量已达10.8万片，提前三个月实现设计产能，产品综合良品率达到95.0%，32寸液晶面板产品出货量已排名全球第一，外供比例已达60%。

1-9月华星光电共确认补贴4.85亿元，未来预计还有补贴确认，但补贴的金额、补贴的时点和节奏，都有重大不确定性。

##### (四) 通讯业务低迷，家电等其他业务发展良好

1-9月，通讯业务实现收入66.3亿元，同比增长6.7%，智能机推广低预期。家电业务实现收入62.8亿元，同比增长17.4%，发展良好。

#### 3. 投资建议

综合考虑，预计公司2012/2013年EPS 0.09和0.14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。考虑到目前面板供应进展，华星光电与多媒体产业链竞争力加强，公司业绩弹性较大，或有相应政策补贴。目前公司股价不足2元，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： 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

郝雪梅

☎: 0755-82838453

✉: haoxumei@chinastock.com.cn

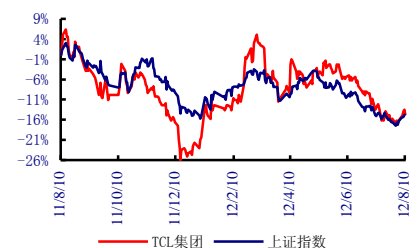
执业证书编号: S0130512070002

#### 市场数据

时间 2012.10.27

A股收盘价(元)	1.96
A股一年内最高价(元)	2.58
A股一年内最低价(元)	1.71
上证指数	2066.83
市净率	1.45
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)	152.93

#### 相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

#### 相关研究

## 目录

一、TCL 集团 2012 年三季报情况.....	2
二、TCL 多媒体收入增 19%，利润增 59%.....	6
三、TCL 通讯：智能手机认证低预期.....	6
四、华星光电进展情况 .....	7
五、公司未来主要看点： .....	8
六、盈利预测及估值 .....	9

## 图表目录

表 1: 收入分产业 (单位: 亿元, %)	2
表 2: 收入分产业 (单位: 亿元, %)	2
表 3: 毛利率分产业 (单位: %)	3
表 4: 2012 年 1-9 月利润表各项对比 (单位: 百万, %)	4
表 5: 2012 年三季度利润表各项对比 (单位: 百万, %)	5
表 6: 1-9 月公司彩电销量 (单位: 万台, %)	6
表 7: 盈利预测表 .....	9

## 一、TCL 集团 2012 年三季度报情况

### (一) 多媒体、家电业务稳健增长

2012 年 1-9 月，公司实现营业总收入 486 亿元，同比增长 10.8%。三季度，公司实现营业总收入 188 亿元，同比增长 13.7%。

分产业看，公司多媒体产业增速明显，2012 年 1-9 月大幅增长 18.5%，达 222 亿元。多媒体产业占公司收入比重 45.8%，为公司收入主要来源。通讯产业实现 6.7% 的增长，收入达 66 亿元，收入占比在 13.7% 左右。白色家电产业收入 63 亿元，收入占比在 17.4% 左右。

表 1: 收入分产业 (单位: 亿元, %)

主要产业	主营收入 (2012 年 1-9 月)	收入占比 构成	主营业务收入 同比变化	主营收入 (2011 年 1-9 月)
多媒体	222	45.8%	18.5%	187
通讯	66	13.7%	6.7%	62
华星光电	34	7.0%	不适用	
家电集团	63	13.0%	17.4%	53
其他	100	20.6%	-26.3%	135
销售收入合计	486	100.0%	10.6%	438

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 2: 收入分产业 (单位: 亿元, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2012 年	营业收入	145	153	188		
	同比增长率	8.6%	9.2%	13.9%		
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

### (二) 产品结构优化提升整体毛利率

1-9 月, 受益原材料价格下降, 公司综合毛利率 15.6%, 同比提升近 1 个百分点。

其中, 多媒体毛利率提升 1.4 个百分点, 达 17.5%, 主要受智能电视和 3D 电视等高端产品拉升; 通讯产业毛利率下降 4 个百分点, 达 24.9%, 毛利率下降主要受行业价格战以及公

司智能机规模有限，尚未达到规模效应。此外，公司白色家电产业在行业不景气背景下，实现毛利率 18.1%，同比提升 4 个百分点，提升幅度明显。

表 3: 毛利率分产业 (单位: %)

分产品	毛利率 (2012 年 1-9 月)	毛利率 (2011 年 1-9 月)	毛利率 同比
多媒体	17.5%	16.1%	1.4%
通讯	24.9%	28.9%	-4.0%
家电集团	18.1%	14.1%	4.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

### (三) 费用率略升, 受华星光电折旧影响, 盈利水平下降

上半年, 公司加大品牌推广和市场拓展, 销售费用同比增长 20.2%, 达 46.9 亿元, 销售费用率 9.7%, 同比提升 0.8 个百分点。受公司计提股权激励费用及研发投入增加影响, 当期管理费用 24.3 亿, 同比增长 36.8%, 管理费用率提升 1 个百分点达 5%。

2012 年 1-9 月, 公司实现营业利润 0.5 亿元, 同比下滑 95.3%, 剔除华星光电后营业利润 6.1 亿元, 同比下降 45.5%。归属于上市公司股东的净利润 4.87 亿元, 同比下降 40.99%。EPS 0.06 元。

三季度, 公司实现营业利润 1.1 亿元, 同比下降 78%, 剔除华星光电后营业利润 2.2 亿元, 同比下滑 58.3%。归属于上市公司股东的净利润 2.05 亿元, 同比下降 28.8%。EPS 0.02 元。

公司利润下滑的主要原因有:

(一) TCL 通讯受行业不景气影响, 实现净利润 0.15 亿元, 同比减少 97%。

(二) 上半年华星光电业务产量爬坡, 导致经营性亏损 4.28 亿元。三季度, 华星光电产能和良品率基本达到目标, 经营能力改善, 三季度实现收支平衡, 其中 9 月实现经营性盈利。

(三) 集团营业外收入同比减少 1.6 亿元, 并因股票期权计划确认了 0.39 亿元非付现期权费用。

表 4: 2012 年 1-9 月利润表各项对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2012 年 1-9 月	2011 年 1-9 月	同比
<b>一、营业总收入</b>	<b>48,606</b>	<b>43,884</b>	<b>10.8%</b>
其中: 主营业务收入	48,460	43,831	10.6%
利息收入	146	52	
<b>二、营业总成本</b>	<b>48,753</b>	<b>43,092</b>	<b>13.1%</b>
其中: 营业成本	40,891	37,200	9.9%
毛利率(简单测算)	15.6%	15.1%	0.49%
利息支出	12	1	
营业税金及附加	260	280	
销售费用	4,692	3,905	20.2%
销售费用率	9.7%	8.9%	0.8%
管理费用	2,433	1,779	36.8%
管理费用率	5.0%	4.1%	1.0%
财务费用	294	-125	
资产减值损失	172	53	
加: 公允价值变动收益	-60	2	
投资收益及其它	254	249	
汇兑收益	1	-1	
<b>三、营业利润</b>	<b>49</b>	<b>1,042</b>	<b>-95.3%</b>
加: 营业外收入	957	681	40.5%
减: 营业外支出	31	95	
<b>四、利润总额</b>	<b>975</b>	<b>1,628</b>	<b>-40.1%</b>
减: 所得税费用	224	269	-16.8%
综合所得税率	22.9%	16.5%	6.4%
<b>五、净利润</b>	<b>752</b>	<b>1,359</b>	<b>-44.7%</b>
归属于母公司净利润	487	826	-41.0%
净利润率	1.0%	1.9%	-0.9%
少数股东损益	264	533	
少数股东损益占比	35.2%	39.2%	
六、总股本	8476	8476	
<b>七、按期末股数简单每股收益:</b>	<b>0.058</b>	<b>0.097</b>	
毛利率减销售费用率	6.0%	6.2%	-0.3%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 5: 2012 年三季度利润表各项对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2012 年 Q3	2011 年 Q3	同比
<b>一、营业总收入</b>	<b>18,797</b>	<b>16,529</b>	<b>13.7%</b>
其中: 主营业务收入	18,747	16,504	13.6%
利息收入	50	25	
<b>二、营业总成本</b>	<b>18,843</b>	<b>16,271</b>	<b>15.8%</b>
其中: 营业成本	15,926	13,994	13.8%
毛利率(简单测算)	15.0%	15.2%	-0.16%
利息支出	2	0	
营业税金及附加	83	119	
销售费用	1,802	1,464	23.1%
销售费用率	9.6%	8.9%	0.7%
管理费用	953	688	38.5%
管理费用率	5.1%	4.2%	0.9%
财务费用	40	-2	
资产减值损失	37	7	
加: 公允价值变动收益	-39	24	
投资收益及其它	192	203	
汇兑收益	1	-1	
<b>三、营业利润</b>	<b>107</b>	<b>484</b>	<b>-78.0%</b>
加: 营业外收入	264	162	62.7%
减: 营业外支出	18	30	
<b>四、利润总额</b>	<b>352</b>	<b>616</b>	<b>-42.8%</b>
减: 所得税费用	80	110	-27.1%
综合所得税率	22.8%	17.9%	4.9%
<b>五、净利润</b>	<b>272</b>	<b>506</b>	<b>-46.3%</b>
归属于母公司净利润	205	287	-28.8%
净利润率	1.1%	1.7%	-0.6%
少数股东损益	67	219	
少数股东损益占比	24.7%	43.2%	
六、总股本	8476	8476	
<b>七、按期末股数简单每股收益:</b>	<b>0.024</b>	<b>0.034</b>	
毛利率减销售费用率	5.5%	6.4%	-0.9%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 二、TCL 多媒体收入增 19%，利润增 59%

2012 年 1-9 月份，TCL 多媒体实现 LCD 电视机销售 1085 万台，较去年同期增长 51.5%。其中，海外地区销量比去年增长 76%，达 488 万台；中国区销量增长 36.1%，达 597 万台。中国区的 LED 背光液晶电视机、智能/网络和 3D 电视机销量的比重分别为 75%、43%和 21.1%。

表 6: 1-9 月公司彩电销量 (单位: 万台, %)

	2012 年 1-9 月	2011 年 1-9 月	同比变化(%)
LCD 电视机	1084.9	716.0	51.52
其中: LED 背光液晶电视机	773.1	270.9	185.38
智能/网络电视	261.3	89.4	192.28
3D 电视	129.5	19.3	570.98
-中国市场	597.1	438.8	36.08
-海外市场	487.8	277.2	75.97

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

2012 年 1~9 月, 多媒体业务共实现销售收入 222 亿元, 同比增长 18.5%, 实现净利润 5.4 亿元, 同比增长 59% (利润中包括资产性收益 1.16 亿元), 产业链垂直一体化的协同优势逐步体现, 多媒体毛利率由去年同期的 16.1%提升至 17.5%。

三季度, TCL 多媒体共推出 7 个系列共 18 款新产品, 包括大尺寸 3D“云”电视机和无边框 3D“云”电视机等高端产品系列。其中, 公司与腾讯控股联合推出的全球首款可移动大屏娱乐智能“云”终端产品 ICE SCREEN (“冰激凌”), 打破了消费电子产品的固有形态局限, 受到广泛关注。

下半年, 华星光电大尺寸出货量加大, 且随着补贴政策实施, 公司大尺寸产品占比将逐步提升, 产品均价将恢复到正常水平。

**2012 年公司将彩电销量目标调高到 1520 万台, 目前已完成七成, 以及全年目标完成无碍。**

## 三、TCL 通讯: 智能手机认证低预期

2012 年 1~9 月, TCL 通讯及其它产品的销量为 2917 万台, 同比下滑 4.3%。其中, 中国市场实现销量 443 万台, 同比增长 47.9%; 海外市场实现销量 2474 万台, 同比下降 9.9%。智能手机销售 419 万台。

三季度, 公司在海外部分市场的智能手机出货量已经开始快速提升, 智能手机销量占比从第一季度的 9.5%提升到了 18.8%。

1-9 月 TCL 通讯实现销售收入 66.3 亿元, 同比增长 6.7%, 实现净利润 1459 万元, 同比下降 97.10%。

通讯业务利润出现下降的原因主要包括:

1) 行业环境恶劣, 主要竞争对手除三星和苹果, 均出现大幅下滑。

行业价格战明显, 国内出现负毛利。

2) 智能手机的竞争激烈, 公司加大产品研发、品牌和市场推广。但智能机获得客户认证的时间比预计要长, 使得智能手机的销量没有达到预期数量

3) 欧洲和拉美为通讯业务主要出口地, 经济状况持续恶化, 运营商业务增长乏力, 减少对客户的补贴, 减缓送手机速度。

**通讯全年增长目标调整到收入增长 15%。**

## 四、华星光电进展情况

2012 年 1-9 月, 华星光电液晶面板和模组产品合计销售 531.4 万片, 实现销售收入 33.8 亿元, 经营性亏损 5.1 亿元, 净利润-0.74 亿元。1-9 月确认补贴收入 4.85 亿元, 其中属于一次性的项目专项补助共计 2 亿元。

9 月份, 华星光电已导入了 32 寸、46 寸、28 寸、37 寸和 110 寸产品, 并全面导入了自主研发的具有较高光穿透率的 HVA 生产技术工艺, 同时逐步导入了四道光罩注 6 生产技术工艺。华星光电的产能和良品率稳步快速提升。9 月份华星光电玻璃基板投片量已达 10.8 万片, 提前三个月实现项目设计产能, 产品综合良品率达到 95.0%。

9 月末, 华星光电 32 寸液晶面板产品出货量已排名全球第一, 外供比例已达 60%。下半年, 台韩等面板厂商减少面板产能, 造成面板行业供给紧张。同时, 台韩等面板企业为提高盈利, 转向大尺寸面板切割, 造成国内 32 寸面板价格上涨明显, 10 月以来国内 32 寸面板价格上涨 10%。

受惠于面板行业的整体环境好转, 以及华星光电自身生产和经营能力的快速改善, 华星光电第三季度经营情况改善较大。其中, 9 月份华星光电已达满载产能, 实现销售收入 10.5 亿元, 当月实现了经营性盈利。预计华星光电四季度经营情况将持续向好。



## 五、公司未来主要看点：

### （一）彩电业务增长势头迅猛，面板业务增强公司综合竞争力

1. 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。

1-9 月份，TCL 多媒体实现 LCD 电视机销售 1085 万台，较去年同期增长 51.5%。其中，海外地区销量比去年增长 76%，达 488 万台；中国区销量增长 36.1%，达 597 万台。中国区的 LED 背光液晶电视机、智能/网络和 3D 电视机销量的比重分别为 75%、43%和 21.1%。

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，综合形成彩电收入增长 19%左右。

2012 年公司全年 LCD 电视机销售目标从 1380 万台上调到 1520 万台，预期较 2011 年增长 40%。

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.) 面板供应紧张，公司华星光电面板产能及良品率达产顺利，为公司面板供应提供保障，强化公司成本优势和竞争优势。

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。

3.) 目前面板销量 40%自用，未来计划面板业务中 1/3 自用，目前面板行业景气度回升，面板业务有望实现盈利贡献。

### （二）面板逐步向大尺寸推进。

9 月份华星光电玻璃基板投片量已达 10.8 万片，提前三个月实现项目设计产能，产品综合良品率达到 95.0%，32 寸液晶面板产品出货量已排名全球第一，外供比例已达 60%。

面板业务进展顺利，上游面板景气度提升，更有利于华星光电业务拓展，实现盈利贡献。

### （三）关注华星光电发展以及相关政策补贴。

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。

1-9 月华星光电共确认补贴 4.85 亿元，未来预计还有补贴确认，但补贴的金额、补贴的时点和节奏，都有重大不确定性。

## 六、盈利预测及估值

综合考虑，预计公司 2012/2013 年净利润分别 7.5 和 12.3 亿元，约合 EPS 0.09 和 0.14 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。公司目前股价不足 2 元，虽然相比 2012 年 PE15 倍左右，估值并不便宜。考虑到目前面板供应进展，华星光电与多媒体产业链竞争力加强，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 7: 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	68,075	79,164
其中: 主营业务收入	51,834	60,752	67,920	78,991
营业收入增长率	17.0%	17.2%	11.8%	16.3%
利息收入	36	83	155	173
二、营业总成本	52,201	59,927	67,876	78,629
其中: 营业成本	44,535	51,119	56,938	65,838
毛利率(简单测算)	14.1%	15.9%	16.2%	16.7%
利息支出	1	2	17	3
营业税金及附加	121	454	508	591
销售费用	5,101	5,457	6610	7861
销售费用率	9.8%	9.0%	9.7%	10.0%
管理费用	2,161	2,800	3294	3886
管理费用率	4.2%	4.6%	4.9%	4.9%
财务费用	33	-63	311	265
资产减值损失	249	158	198	185
加: 公允价值变动收益	-51	-2	-72	-25
投资收益及其它	225	316	210	220
三、营业利润	-157	1,221	338	730
加: 营业外收入	1,145	937	1295	1885
减: 营业外支出	215	115	75	255
四、利润总额	773	2,043	1,558	2,360
减: 所得税费用	300	372	330	503
综合所得税率	38.9%	18.2%	21.2%	21.3%
五、净利润	473	1,672	1,227	1,857
归属于母公司净利润	433	1,014	746	1,203
净利润率	0.8%	1.7%	1.1%	1.5%
少数股东损益	40	658	481	654
少数股东损益占比	8.4%	39.4%	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	0.12	0.09	0.14
净利润增长率	-7.9%	134.2%	-26.4%	61.3%

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；郝雪梅，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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)