

TCL 集团 (000100.SZ) 视听器材行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

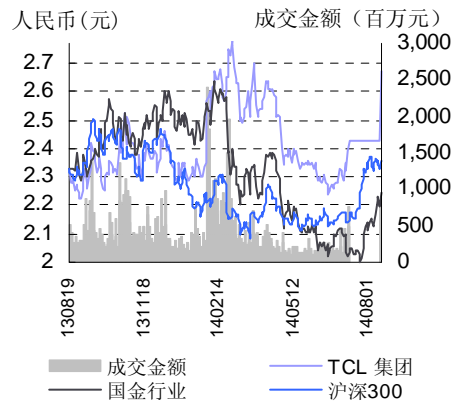
市价(人民币): 2.67元

主要业务板块显著改善, 定增助力长期发展

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	8,136.18
总市值(百万元)	25,237.94
年内股价最高最低(元)	2.77/2.22
沪深 300 指数	2360.64
深证成指	7982.07



相关报告

- 《通讯和华星符合预期,期待多媒体盈利改善》, 2014.7.10
- 《双+战略细化落地,游戏相关产品为亮点》, 2014.5.5
- 《重组盘活资产,有助集中精力于主业》, 2013.12.31

蔡益润 分析师 SAC 执业编号: S1130513080013
(8621)60230249
caiy@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.188	0.249	0.236	0.280	0.355
每股净资产(元)	1.39	1.66	1.82	1.90	2.06
每股经营性现金流(元)	0.46	0.61	0.60	0.69	0.77
市盈率(倍)	18.29	7.39	11.31	9.52	7.52
行业优化市盈率(倍)	42.46	19.90	21.71	21.71	21.71
净利润增长率(%)	-21.56%	165.37%	36.29%	18.80%	26.64%
净资产收益率(%)	6.77%	14.89%	12.96%	14.75%	17.27%
总股本(百万股)	4,238.11	8,476.22	12,180.00	12,180.00	12,180.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- TCL 集团公布 1H14 财报: 实现营业收入 438 亿元 (YoY 12.1%), 归母净利润 14.7 亿元 (YoY 90.8%)。2Q14, TCL 多媒体、TCL 通讯、华星光电的净利润均环比改善。
- 同时, 公司公布定增预案, 用于华星光电二期项目建设及补充流动资金。

经营分析

- **2Q14 主要业务板块的业绩均环比改善:** 2Q14 多媒体收入同比下降 16%, 但受益于 2Q14 毛利率大幅提升, 令净利润达 1.23 亿元, 毛利率提升原因包括: 1) 游戏电视毛利率较高, 2) 召回事件减少; 但游戏内容尚未贡献收入。下半年期待游戏电视进展, 并上调全年对多媒体盈利预测。TCL 通讯凭借智能机的增长获得高利润, 符合预期, 并开始布局 4G 手机。2Q14 华星光电单季净利润高达 6.1 亿元, 预计原因包括面板价格反弹、UD 产品销量提升以及政府补贴增加, 维持对华星光电的全年盈利预测。各服务板块仍在推进之中。
- **定增有助改善治理、打开发展空间:** 公司拟发行不超过 27.3 亿股, 发行价 2.09 元, 募集不超过 57 亿元资金用于华星光电二期项目及补充流动资金, 锁定期为三年。华星光电 t2 项目于 2013 年 11 月开工, 建设周期 17 个月, 设计月投片量 10 万片, 采用混切技术, 将增加 43、65 吋等缺失尺寸, 并投入部分产能用于氧化物半导体和 OLED 面板。本次发行后, 董事长、高管及员工合计持股比例将达到 12.3%, 超过原第一大股东惠州投控, 有助于增强员工积极性。另外, 主营集成电路通信芯片的紫光通信参与增发, 不排除未来双方进行合作的可能性。

盈利调整

- 考虑多媒体业绩增长和投资花样年控股带来营业外收入, 同时预计华星光电二期在 2015 年中期建成投产, 因产能爬坡对 15 年业绩影响较小, 提高 16 年业绩, **上调盈利预测:** 2014-2016 年收入为 986、1077、1293 亿元, 同比增长 15%、9%、20%, 净利润 28.7、34.1 和 43.2 亿元, 同比增长 36%、19%和 27%。对应摊薄后 EPS 为 0.236、0.280、0.355 元。
- 现价 2.67 元对应摊薄后 11.3×14EPS, 由于 14 年募投项目盈利未能体现, 因此估值偏高。考虑电视游戏的发展前景、高管持股有助于增强积极性, **维持买入评级**。未来与紫光通信的潜在合作并未考虑。

1H14 业绩点评：多媒体和华星光电业绩超预期

- TCL 集团公布 1H14 财报，实现营业收入 438 亿元（YoY 12.1%），归母净利润 14.7 亿元（YoY 90.8%）。从各主要业务板块的净利润拆分来看，2Q14，TCL 多媒体、TCL 通讯、华星光电的净利润均有明显环比改善。

图表1：1H14 集团主要业务板块的净利润拆分 & 与预期年净利润比较

	1Q14	2Q14	1H14	2014E
TCL 多媒体电子	0.13	1.23	1.36	2
TCL 通讯科技	1.39	2.01	3.4	8
华星光电	3.67	6.14	9.81	18
家电集团	0.45	0.72	1.17	1.42
通力电子	0.28	0.37	0.65	1.3
系统科技及新兴业务			0.12	
泰科立	0.20	0.28	0.48	1
翰林汇			1.15	2.5
投资及创投			3.12	
服务板块			1.78	
集团合并			19.79	

来源：公司财报，国金证券研究所

■ TCL 多媒体 2Q 单季毛利率显著提升：

- 1H14 收入为 120 亿元（YoY -16.8%），其中 2Q14 收入为 58 亿元（YoY -15.9%），降幅环比小幅缩窄。分内外销来看，1H14 多媒体内销收入 74 亿元（YoY -28.7%），出口收入 46 亿元（YoY 12%）。

图表2：TCL 多媒体收入按季度拆分

单位：亿元	1Q	2Q	1H
2013 年	76	69	145
2014 年	62	58	120
YoY	-17.6%	-15.9%	-16.8%

来源：公司财报，国金证券研究所

- 利润增长主要来自毛利率提高，按照香港会计规则，2Q14 多媒体单季毛利率环比提升 5.5 个百分点、同比提升 3.6 个百分点（图表 3）。原因主要是：1）电视游戏的毛利率显著高于普通电视，2）因外购液晶屏发生质量问题而导致的产品召回减少，改善毛利率。但是，游戏内容尚未贡献收入。
- 电视游戏市场逐步升温，TCL 游戏电视目前销售情况较好。公司将于下半年陆续推出新款游戏，关注其用户粘性和付费指标。

图表3: TCL 多媒体利润表重要指标一览 (按港股 1070.HK 分拆)

	1Q13	2Q13	1H13	1Q14	2Q14	1H14
毛利率	16.5%	14.9%	15.7%	13.0%	18.5	15.7%
销售及分销支出/销售收入	12.1%	11.4%	11.7%	10.2%	13.3%	11.7%
行政支出/销售收入	2.2%	3.5%	2.8%	2.5%	3.4%	2.9%
研发成本/销售收入	0.3%	1.5%	0.9%	1.0%	1.8%	1.4%
其他营运支出/销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.3%
融资成本/销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%
税前利润/销售收入	2.7%	0.2%	1.5%	0.2%	2.5%	1.3%

来源: 公司财报, 国金证券研究所

- 下半年高毛利的游戏电视销量占比有望提高, 同时游戏内容有望产生盈利, 因此上调对 TCL 多媒体的盈利预测。
- TCL 通讯高增长符合预期:
 - 上半年 TCL 通讯共销售智能手机 1504 万台, 每月销量维持高位。同时, 智能手机的均价显著高于功能手机, 令销售均价提升至 52.3 美元 (提高 12.5 美元), 毛利率同比提升 1.9 个百分点。

图表4: 1H14, 手机销量增长来自智能手机

单位: 万台	1H13	1H14
智能手机	470	1504
功能手机	1593	1491
合计	2063	2994

来源: 公司财报, 国金证券研究所

- 上半年海外市场手机销量同比增长 49%, 而一直较为薄弱的国内市场也取得 16% 的增长, 其中 2Q14 同比增速达 28.1%, 有所改善。但国内市场规模尚小、产品价格偏低, 预计盈利能力弱于海外市场。
- 根据群智咨询数据, 自 2Q14 中移动下调 4G 套餐资费以来, 中国移动的 4G 用户量从 3 月底的 279 万户提高到 6 月底的 1394 万户, 其中 6 月单月净增加 580 万户, 呈现快速增长的趋势。2Q14, TCL 通讯销售 4G 手机达 31.5 万台, 未来在 4G 手机领域的进展将对 TCL 通讯的盈利产生重要影响。
- 上半年 TCL 通讯销售平板电脑 35.2 万台, 未来趋势仍待观察。
- 由于海外运营商渠道稳固, 预计下半年 TCL 通讯仍将延续 2Q14 的良好盈利趋势, 维持对 TCL 通讯的全年盈利预测。
- 华星光电 2Q 单季盈利改善:
 - 1H14 华星光电实现销售收入 85.1 亿元 (YoY 24.8%), 净利润 9.8 亿元 (YoY 10%)。其中 2Q14 受益于面板价格反弹、UD 产品销量提升以及政府补贴, 净利润显著回升。我们暂不调整华星光电净利润预测。

图表5: 华星光电净利润分拆

单位: 亿元	1Q	2Q	1H
2013 年	4.1	4.8	8.9
2014 年	3.7	6.1	9.8
YoY	-10.1%	27.0%	10.0%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 家电集团实现销售收入 58.4 亿元 (YoY 1.7%)，净利润 1.2 亿元 (YoY 41%)，净利润增速超预期。下半年由于合肥冰洗基地有可能转固，对盈利能力有负面作用。
- 服务板块仍需跟踪：
 - 集团对控股子公司原酷友科技进行重组，注册资本增至 5 亿元，将整合服务、物流、电商、体验店等四大业务板块，提供集中的物流、配送、售后和用户服务，改善用户交互体验和用户管理，提升重复购买率和品牌忠诚度。预计效果将逐渐体现。
 - 1H14，集团金融服务业务实现利润 1.7 亿元。其中财务公司和集团财务结算中心实现资金结算额 9200 亿元，同比增长 41%。同时，公司积极推进组建小袋公司、第三方支付业务。
 - 教育、文化传媒、全球播等业务仍在推进之中。

非公开发行有助改善治理、打开发展空间

- 公司拟向 10 名对象发行不超过 27.3 亿股，发行价 2.09 元，募集不超过 57 亿元资金，用于华星光电二期项目建设及补充流动资金。本次非公开发行的股票锁定期为三年。

图表6：募投项目一览

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
1	华星光电第 8.5 代 TFT-LCD (含氧化物半导体及 AMOLED) 生产线建设项目 (t2 项目)	244 亿元	40 亿元
2	补充流动资金		17.0 亿元

来源：公司公告，国金证券研究所

- t2 项目计划总投资为 244 亿元，加工玻璃基板尺寸为 2200mm × 2500mm，设计月投片量 10 万片，主要产品为 23.6、32、42、55、65 吋液晶显示屏，55 吋 OLED 显示屏、85-88 吋超大型公共显示屏。该项目已经于 2013 年 11 月打桩开工建设，建设周期为 17 个月。
- 国家十二五规划要求到 2015 年液晶电视面板自给率达到 80% 以上，而目前中国大陆地区建成量产的 TFT-LCD 8.5 代线生产线有 5 条，预计到 2016 年可达 8 条，产能自给率为 68%。尽管如此，如果国家未进一步采取措施确保提升自给率，未来产能的集中投放仍可能对价格形成压力。
- 华星光电 t2 项目将采用混切技术，增加原先生产线中缺失的 43、65 吋等主流尺寸产品，提高液晶电视面板供应能力。同时，项目规划每月投入 3 万片氧化物半导体玻璃基板，用于生产新一代技术的 TFT-LCD 电视面板以及 OLED 电视面板。据了解，OLED 技术目前尚未成熟，良品率低、成本偏高，预计未来 2-3 年难以贡献盈利，但有助于公司对下一代显示技术进行布局。
- 本次发行对象中，原公司第一大股东惠州投控、董事长李东生控制的公司担任执行事务合伙人的公司九天联成、公司员工持股的东兴华瑞均参与增发 (图表 7)。
- 本次发行后，董事长、公司高管及员工合计持股比例将达到 12.3%，超过惠州投控的持股比例 (惠州投控由惠州市国资委 100% 控股) (图表 8)。
- 另外，主营集成电路通信芯片的紫光通信参与增发，不排除未来双方进行合作的可能性。

图表7: 非公开发行对象认购情况

序号	发行对象	认购金额	认购数量	发行后持股比例	备注
1	国开创新	8.0	3.8	3.1%	国开金融有限责任公司持有其 100% 股权。
2	国开精诚	4.0	1.9	1.6%	主要股东包括中新苏州工业园区置业有限公司、合肥市建设投资控股（集团）有限公司、临汾市投资集团有限公司。
3	国开装备	3.0	1.4	1.2%	国开金融有限责任公司持有其 69.77% 股权。
4	紫光通信	10.0	4.8	3.9%	主要从事集成电路通信芯片的设计和研发。
5	中信资本（天津）	3.0	1.4	1.2%	
6	天津诚柏	2.0	1.0	0.8%	
7	惠州投控	1.0	0.5	7.2%	公司目前第一大股东，，惠州市人民政府国有资产监督管理委员会持有其 100% 股权。此持股比例考虑发行前持股。
8	九天联成	8.5	4.1	3.4%	由公司高管人员投资设立，董事长李东生控制的公司担任执行事务合伙人。
9	东兴华瑞	9.5	4.5	3.7%	公司员工及其他对象投资设立的有限合伙企业。
10	上银基金拟设立的资产管理计划	8.0	3.8	3.1%	
合计		57.0	27.3		

单位：亿元，亿股

来源：公司公告，国金证券研究所

图表8: 本次发行后，公司高管及员工持股比例已超过惠州投控

股东	发行后持股	发行后持股比例
李东生	6.4	5.2%
九天联成	4.1	3.4%
东兴华瑞	4.5	3.7%
合计	15.0	12.3%

单位：亿股

来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- 上调盈利预测：考虑多媒体业绩增长和投资花样年控股带来营业外收入，上调 2014 年盈利预测；预计华星光电二期在 2015 年中期建成投产，因产能爬坡，对 15 年业绩影响较小，提高 2016 年收入和利润。预计 2014-2016 年公司收入为 986、1077、1293 亿元，同比增长 15.4%、9.1%、20.1%，净利润 28.7、34.1 和 43.2 亿元，同比增长 36.3%、18.8% 和 26.6%。对应摊薄后 EPS 为 0.236、0.280、0.355 元。
- 现价 2.67 元对应摊薄后 $11.3 \times 14\text{EPS}$ ，由于 14 年募投项目盈利未能体现，因此估值偏高。考虑电视游戏市场的发展前景，以及高管持股有助于增强积极性，暂维持买入评级。而未来与紫光通信的潜在合作并未考虑。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	60,834	69,629	85,504	98,643	107,664	129,275	货币资金	21,368	17,798	12,318	10,000	10,800	11,664
增长率		14.5%	22.8%	15.4%	9.1%	20.1%	应收款项	15,562	18,549	19,309	21,126	22,711	27,231
主营业务成本	-51,119	-58,124	-70,395	-80,419	-87,638	-105,485	存货	8,472	11,956	12,183	13,440	14,526	17,340
%销售收入	84.0%	83.5%	82.3%	81.5%	81.4%	81.6%	其他流动资产	2,822	2,876	4,119	3,990	4,262	4,540
毛利	9,715	11,505	15,109	18,225	20,026	23,790	流动资产	48,223	51,179	47,929	48,555	52,299	60,775
%销售收入	16.0%	16.5%	17.7%	18.5%	18.6%	18.4%	%总资产	65.2%	64.2%	61.4%	58.2%	58.5%	61.3%
营业税金及附加	-454	-409	-467	-493	-538	-646	长期投资	2,149	2,821	4,474	4,675	4,824	4,974
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	21,056	22,296	21,284	25,856	28,251	29,671
营业费用	-5,457	-6,583	-8,081	-9,075	-9,690	-10,859	%总资产	28.4%	28.0%	27.3%	31.0%	31.6%	29.9%
%销售收入	9.0%	9.5%	9.5%	9.2%	9.0%	8.4%	无形资产	2,439	3,064	3,366	3,561	3,359	3,192
管理费用	-2,800	-3,839	-4,997	-5,425	-5,706	-6,334	非流动资产	25,791	28,566	30,152	34,842	37,064	38,358
%销售收入	4.6%	5.5%	5.8%	5.5%	5.3%	4.9%	%总资产	34.8%	35.8%	38.6%	41.8%	41.5%	38.7%
息税前利润 (EBIT)	1,004	674	1,565	3,231	4,092	5,950	资产总计	74,014	79,745	78,081	83,397	89,363	99,133
%销售收入	1.7%	1.0%	1.8%	3.3%	3.8%	4.6%	短期借款	12,981	11,361	8,102	423	2,049	1,811
财务费用	63	-353	-178	-227	-167	-279	应付款项	22,533	26,197	25,221	29,532	32,207	38,702
%销售收入	-0.1%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动负债	2,592	7,688	3,827	5,992	6,378	7,160
资产减值损失	-158	-342	-475	-103	-61	-72	流动负债	38,106	45,246	37,150	35,947	40,634	47,674
公允价值变动收益	-2	-33	36	0	0	0	长期贷款	11,402	8,258	10,028	8,478	8,558	8,658
投资收益	313	296	327	350	350	350	其他长期负债	5,223	6,008	10,944	10,049	9,249	8,549
%税前利润	15.3%	18.0%	9.0%	7.2%	6.2%	4.8%	负债	54,731	59,512	58,123	54,474	58,441	64,880
营业利润	1,220	242	1,275	3,251	4,214	5,949	普通股股东权益	11,306	11,746	14,168	22,176	23,154	25,043
营业利润率	2.0%	0.3%	1.5%	3.3%	3.9%	4.6%	少数股东权益	7,978	8,487	5,790	6,748	7,768	9,209
营业外收支	822	1,397	2,353	1,600	1,400	1,350	负债股东权益合计	74,014	79,745	78,081	83,397	89,363	99,133
税前利润	2,043	1,639	3,628	4,851	5,614	7,299	比率分析						
利润率	3.4%	2.4%	4.2%	4.9%	5.2%	5.6%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-372	-367	-744	-1,019	-1,179	-1,533	每股指标						
所得税率	18.2%	22.4%	20.5%	21.0%	21.0%	21.0%	每股收益	0.345	0.188	0.249	0.236	0.280	0.355
净利润	1,671	1,271	2,885	3,833	4,435	5,766	每股净资产	1.334	1.386	1.661	1.821	1.901	2.056
少数股东损益	658	477	776	958	1,020	1,442	每股经营现金净流	0.197	0.462	0.607	0.601	0.692	0.773
归属于母公司的净利润	1,013	795	2,109	2,874	3,415	4,325	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200
净利率	1.7%	1.1%	2.5%	2.9%	3.2%	3.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.96%	6.77%	14.89%	12.96%	14.75%	17.27%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	1.37%	1.00%	2.70%	3.45%	3.82%	4.36%
净利润	1,671	1,273	2,885	3,833	4,435	5,766	投入资本收益率	1.72%	1.18%	2.90%	6.00%	6.98%	9.50%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,000	2,663	3,948	3,744	5,378	5,328	主营业务收入增长率	17.28%	14.46%	22.80%	15.37%	9.14%	20.07%
非经营收益	-165	309	-50	-1,575	-1,447	-1,276	EBIT增长率	N/A	-32.87%	132.21%	106.49%	26.63%	45.41%
营运资金变动	-391	-394	-2,107	1,321	56	-406	净利润增长率	134.24%	-21.56%	165.37%	36.29%	18.80%	26.64%
经营活动现金净流	2,116	3,851	4,676	7,323	8,423	9,412	总资产增长率	38.40%	7.74%	-2.09%	6.81%	7.15%	10.93%
资本开支	-15,658	-5,427	-3,414	-6,564	-6,009	-5,060	资产管理能力						
投资	-1,010	2,567	8,912	-200	-150	-150	应收账款周转天数	38.8	39.8	39.4	38.0	37.0	37.0
其他	54	92	196	350	350	350	存货周转天数	60.3	65.3	62.6	61.0	60.5	60.0
投资活动现金净流	-16,615	-2,767	5,694	-6,414	-5,809	-4,860	应付账款周转天数	56.7	68.9	61.5	60.0	59.0	58.0
股权募资	130	360	501	7,612	0	0	固定资产周转天数	63.8	111.8	86.9	81.2	77.4	64.2
债权募资	12,309	1,404	3,174	-10,248	906	-838	偿债能力						
其他	-1,092	-1,648	-4,869	-590	-2,719	-2,850	净负债/股东权益	35.35%	28.40%	51.24%	11.46%	13.65%	9.39%
筹资活动现金净流	11,347	116	-1,194	-3,226	-1,814	-3,688	EBIT利息保障倍数	-15.9	1.9	8.8	14.2	24.5	21.3
现金净流量	-3,152	1,199	9,176	-2,318	800	864	资产负债率	73.95%	74.63%	74.44%	65.32%	65.40%	65.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	5	10	11	23
增持	3	3	5	6	15
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.63	1.59	1.52	1.49	1.47

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-07-10	买入	2.24	2.80 ~ 3.34
2 2013-08-08	买入	2.24	N/A
3 2013-08-16	买入	2.27	2.81 ~ 3.34
4 2013-09-09	买入	2.30	N/A
5 2013-10-28	买入	2.53	N/A
6 2013-12-31	买入	2.35	2.95 ~ 2.95
7 2014-05-05	买入	2.37	2.96 ~ 2.96
8 2014-07-10	买入	2.39	2.96 ~ 2.96

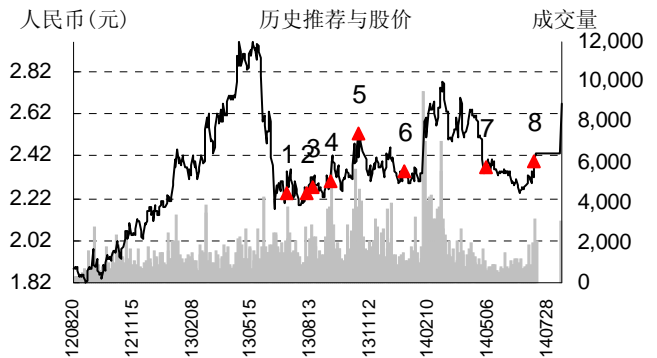
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD