

中国：公路与铁路
2015年03月09日
投资建议：

买入 (初次报告)

 目标价隐含涨/跌幅：**25.0%**

 日期 **2015/03/06**

收盘价	RMB12.80
十二个月目标价	RMB16.00
前次目标价	N.A.
深圳 A 股指数	1,726.5

信息更新：

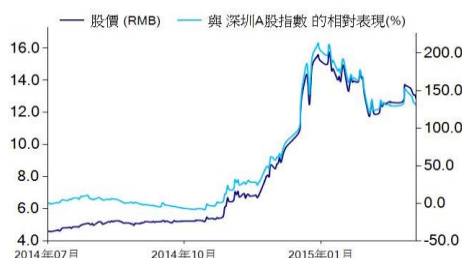
- ▶ 本中心初次将中国铁建纳入研究范围，给予买入评级与目标价人民币 16 元。
- ▶ 我们预估 2014/15/16/17 年每股收益(稀释后)同比增长率分别为 16%/6%/-7%/17%。

本中心观点：

- ▶ 本中心看好中国铁建的理由是 1) 铁路建设营收占比较高；2) 高盈利率房地产开发业务具增长性；3) 资产负债状况较竞争同业健全。

公司简介： 中国铁建从事工程施工、勘察设计和咨询业务，铁路建设是业务重点。

股价相对深圳 A 股指数表现



市值	RMB146,736.9 百万元
六个月平均日成交量	RMB1,672.0 百万元
总 A 股股本股数 (百万股)	10,261.24
流通 A 股股数比例	18.2%
大股东；持股比例	中国铁道建筑公司, 61.3%
净负债比率	33.8%
每股净值 (2015F)	RMB8.66
市净率 (2015F)	1.48 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2014F	2015F	2016F	2017F
营业收入	643,640	700,590	672,458	738,033
营业利润**	20,185	22,587	22,590	25,760
税后净利润*	11,960	13,403	13,088	15,283
每股收益(元)	0.97	1.03	0.95	1.11
每股收益同比增长率 (%)	15.6	6.1	(7.3)	16.8
每股股利(元)	0.15	0.15	0.15	0.17
市盈率 (倍)	13.2	12.4	13.4	11.5
股利收益率 (%)	1.2	1.2	1.2	1.3
净资产收益率 (%)	13.1	11.9	10.6	11.1

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
吴靛美

+886 2 3518 7920

livia.wu@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

王韦翔

+886 2 3518 7909

wayne.wang@yuanta.com

中国铁建 (601186 CH)

优质的铁路概念股

初次纳入研究范围，给予买入评级与目标价人民币 16 元：中国铁建为一家铁路建设公司，与中国中铁共同占据中国的铁路建设市场。本中心看好中国铁建的理由是 1) 铁路建设营收占比较高；2) 高盈利率房地产开发业务具增长性；3) 资产负债状况较中国交建与中国中铁健全，系因 BOT/BT 项目占比较低。本中心预估 2014/15/16/17 年每股收益(稀释后)同比增长率分别为 16%/6%/-7%/17%。目标价人民币 16 元系根据 17 倍 2016 年预估每股收益所推估，隐含 25% 上涨空间。

铁路(贡献 20-30% 税后净利润)是 2015 与十三五期间的主要增长引擎。本中心预估 2014/15 年中国铁建的铁路工程营收同比增长 17%/14%，虽然 2016 年中国整体铁路固定资产投资预算恐下滑，使得 2016 年营收恐衰退 26%，但我们认为中国铁建将受惠于十三五期间整体铁路建设预算的扩大。

房地产开发(占 2013 年税后净利润 27%)今年落底反弹：2011-13 年中国铁建的房地产开发营收年复合增长率为 35%，本中心预期 2015 同比增速持平，2016-17 年的年复合增长率达 18%，理由是中国楼市有望因下列因素反转：1) 货币宽松政策；2) 房屋供给放缓；3) 楼市政策利好。

资产负债状况较稳健：1) 中国铁建 2015 年净负债比率 34%，低于中国交建的 96% 与中国中铁的 95%，原因在于 BOT 项目占比较低；2) 2015 年平均净资产收益率预估达 13.1%，相较于中国交建的 13.5% 以及中国中铁的 10.5%。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

整体而言，“十三五”计划的铁路投资规模将高于“十二五”。

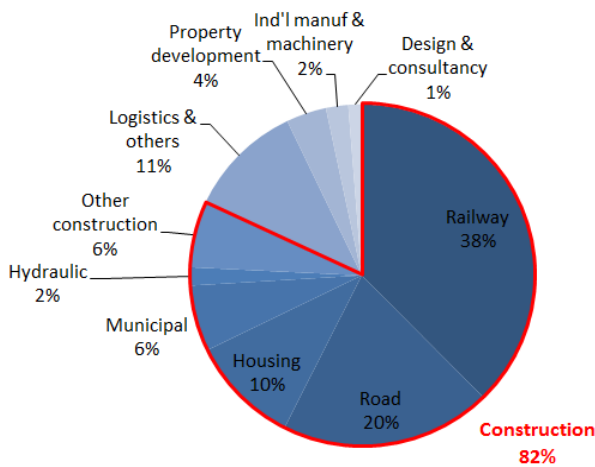
铁路、地方建设工程与房地产开发为增长引擎

中国铁建为一家铁路建设公司，与中国中铁并列国内铁路建设龙头，两家公司在移转至国务院国有资产监督管理委员会之前，均隶属于中国铁道部所。中国铁建与中国中铁在国内铁路建设市场分别握有 45%左右市占率。

中国铁建与中国中铁共同占据中国的铁路建设市场。

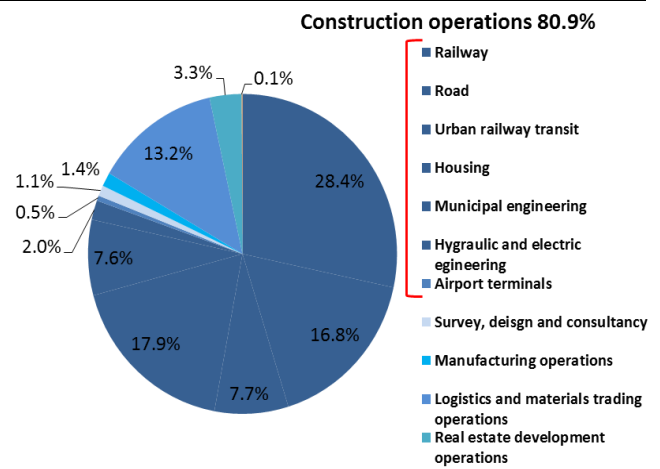
建设事业是中国铁建最大营运区块，2014 年预估占总营收 82%，其他业务包括勘察设计与咨询服务(1%)、制造(2%)、房地产(4%)、物流/其他(11%)。建设事业则细分为铁路(38%)、道路(20%)、地方建设工程(6%)、水利建设(2%)、房屋(10%)、其他子区块(6%，包括机场)。

图 1：中国铁建 2014 年营收分布



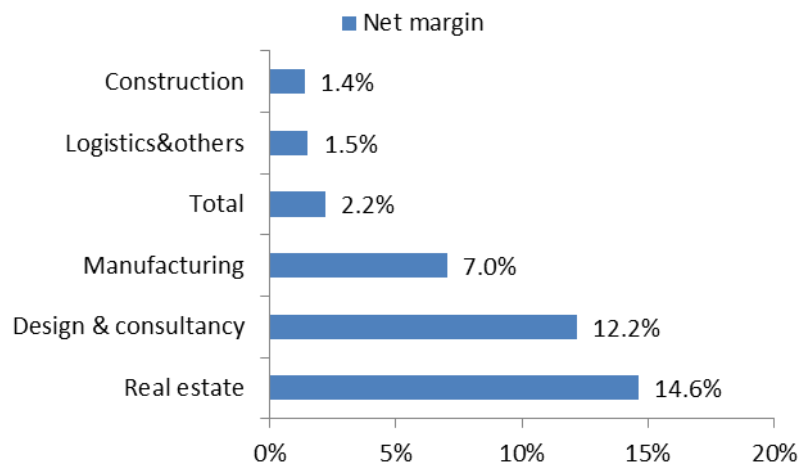
资料来源：公司资料

图 2：中国铁建 2013 年新订单分布



资料来源：公司分布

图 3：2013 年中国铁建税后净利润率分布



资料来源：公司资料

继 2014 年创新高后，2015 年铁路项目固定资产投资预计将持续增长

2014 年中国铁路固定资产投资同比增长 21%至人民币 8,090 亿元，总铁预估 2015 年整体固定资产投资将不低于人民币 8,000 亿元。铁路长度方面，2014

年底中国完成 8,427 公里铁路建设达成总长 112,000 公里，代表 2015 年将完成 8,428 公里以达到十二五计划的 120,000 公里目标。中国铁建在铁路建设市场拥有 45%市占率，约占铁路整体固定资产投资 75-80%。

本中心预估 2014/15 年中国铁建的铁路营收将同比增长 17%/14%至人民币 2,490/2,830 亿元，但 2016 年衰退 26%至人民币 2,090 亿元，原因是新一个五年计划向来在第一年分配较低的固定资产投资。虽然 2016 年营运放缓，本中心预期 2017 年再同比增长 14%，且看好十三五(2016-20 年)期间中国的铁路投资，系因中国铁路的土地与人口渗透率在世界大国中仍属低。

2014-17 年中国铁建营收年复合增长率预计达 19%。

城市建设 – 城镇化带动的新一波强劲增长区块

本中心预估 2014-17 年中国铁建的城市建设营收年复合增长率 19%，动能来自于城镇化(含城市铁路、房屋与污水系统开发等)。地方建设营收占比将由 2013 年的 6.0%提升至 2017 年的 9.4%。

城市铁路为最大需求来源。2006-13 年中国城市铁路旅客量年复合增长率 29%，同期间城市铁路总长度年复合增长率 21%。本中心预估十三五期间中国城市铁路总长净增超过 4,200 公里，几乎是十二五净增 2,300 公里的一倍。

高利润率的房地产开发事业将于 2015 年后期或 2016 年重拾动能

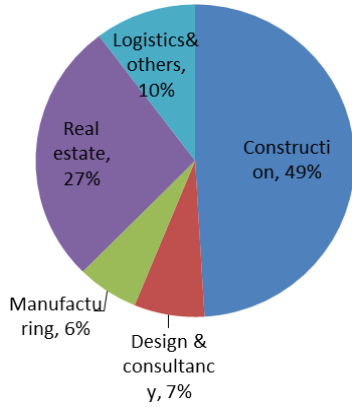
房地产 – 2016 年后将重拾动能的高利润率业务

2011-13 年中国铁建房地产开发业务营收年复合增长率达 35%。较佳的贷款条件与以较低成本收购土地能力是中国铁建的优势。房地产业务预估虽仅占 2014 年营收 4%，但却能贡献约四分之一的整体税后净利润。2014 上半年中国铁建已进入 44 个城市，开发中土地面积为 1,100 万平方米，主要在一线与二线城市。

然而，受到中国房地产市场降温影响，公司预估 2014/15 年营收走势持平。本中心预期中国房地产市场可望于 2015 年后期或 2016 年复苏，原因是供给过剩情况将获缓解

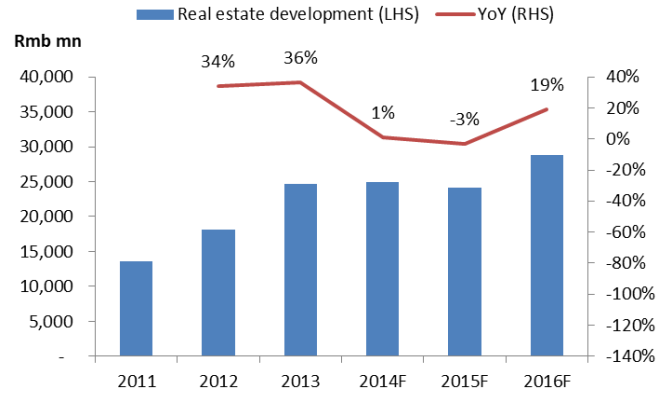
- ▶ **货币宽松政策：**2014 年 11 月宣布降息后，中国人行于 2015 年 2 月再次提出降息。本中心认为上述宽松政策有助于刺激中国买房需求。
- ▶ **放松购屋限制：**2014 年下半年部分城市开始解除限购令，而到了 2014 年末大多数城市均已解除。2010 年推出的限购令措施限制一个家庭不可拥有超过两套房，法令公布后超过 40 个城市实施。本中心认为放松限购令将能刺激市场需求。
- ▶ **房屋供给下滑：**2014 年中国新屋开工数同比减少 14%，因此可带动 2015 年库存降低。

图 4：不动产开发贡献中国铁建 2013 年税后净利润 27%



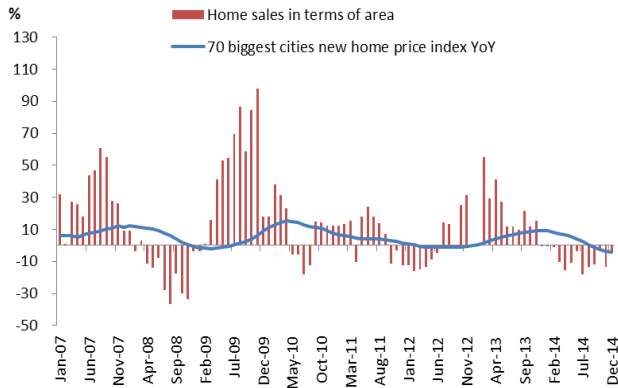
资料来源：公司资料、元大

图 5：本中心预期中国铁建房地产开发营收在 2016 年复苏



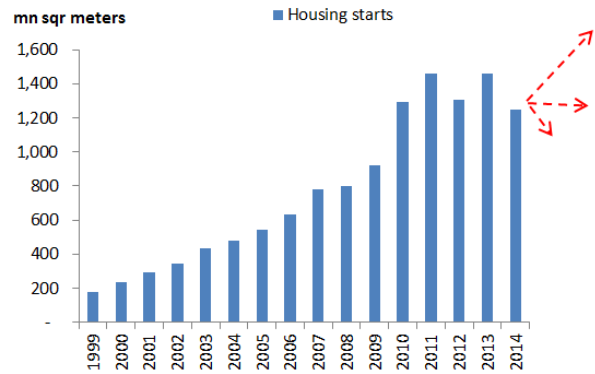
资料来源：公司资料、元大

图 6：虽然中国房屋销售面积自 2013 年末呈现年衰退，但房屋价格落后反应，同比增长率自 2014 年 9 月才开始呈现负增长



资料来源：Wind、元大

图 7：本中心预估中国房屋销售自 2015 年后期与 2016 年开始复苏



资料来源：Wind、元大

股东结构

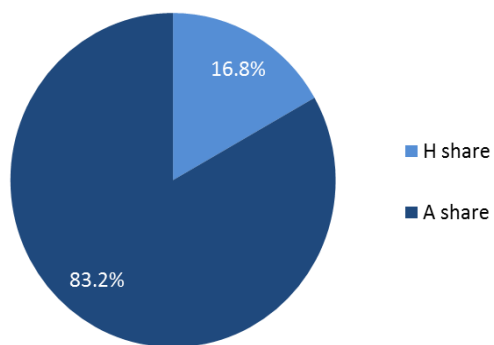
2015 年发行新股造成 11% 股权稀释。

截至 2014 年末，中国铁建的股东结构有 83.2% 是可交易 A 股、16.8% 为可交易 H 股。

公司 2014 年 12 月宣布对 10 位以内的特定投资人发行不超过 13.8 亿新股(非公开 A 股)，价格不高于人民币 7.2 元/股。发行新股预计筹得人民币 99 亿元，将投入 BT/BOT 项目(人民币 71 亿元)与债务偿还(人民币 28 亿元)。新股将在 2015 年完成发行。

发行新股后，中国铁建股权结构将是 84.9% 可交易 A 股、15.1% 可交易 H 股。每股收益稀释 11%。

图 8：2014 年中国铁建股权结构



资料来源: Wind、元大

图 9：2014 年主要股东

主要股东	持股比例	类型
中国铁建	61.3	国有
香港中央结算(代理人)有限公司	16.6	外资
全国社会保障基金理事会	1.9	国有
Goldman, Sachs & Co	0.4	外资

资料来源: Wind、元大

图 10：中国铁建新合约与在手订单

新合约 (人民币百万)	2009	2010	2011	2012	2013
合计	650,448	747,198	681,179	789,337	853,484
工程营运	553,314	677,592	587,321	660,343	690,705
勘查设计与咨询服务	6,225	7,579	7,589	8,181	9,192
工业制造	56,802	8,736	11,968	10,281	12,019
物流与原料交易			57,719	88,050	112,271
不动产开发			14,077	21,165	28,563
其他事业	34,107	53,291	2,505	1,317	734
% 营收分布					
工程营运	85.1%	90.7%	86.2%	83.7%	80.9%
勘查设计与咨询服务	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%
工业制造	8.7%	1.2%	1.8%	1.3%	1.4%
物流与原料交易	0.0%	0.0%	8.5%	11.2%	13.2%
不动产开发	0.0%	0.0%	2.1%	2.7%	3.3%
其他事业	5.2%	7.1%	0.4%	0.2%	0.1%
同比增长率					
合计	-	14.9%	-8.8%	15.9%	8.1%
工程营运		22.5%	-13.3%	12.4%	4.6%
勘查设计与咨询服务		21.7%	0.1%	7.8%	12.4%
工业制造		-84.6%	37.0%	-14.1%	16.9%
物流与原料交易				52.5%	27.5%
不动产开发				50.3%	35.0%
其他事业		56.2%	N.M	-47.4%	-44.3%
在手订单(人民币百万)	2009	2010	2011	2012	2013
合计	705,744	972,409	1,198,250	1,491,860	1,743,771
工程营运	684,598	933,786	1,127,895	1,380,637	1,601,626
勘查设计与咨询服务	2,429	1,728	1,853	2,748	4,179
工业制造	867	142	2,690	2,986	3,249
物流与原料交易			54,484	92,166	118,231
不动产开发			8,910	11,937	15,790
其他事业	17,850	36,753	2,419	1,386	696
同比增长率					
合计		37.8%	23.2%	24.5%	16.9%
工程营运		36.4%	20.8%	22.4%	16.0%
勘查设计与咨询服务		-28.9%	7.2%	48.3%	52.1%
工业制造		-83.6%	1795.4%	11.0%	8.8%
物流与原料交易				69.2%	28.3%
不动产开发				34.0%	32.3%
其他事业		105.9%	N.M	-42.7%	-49.8%

资料来源：公司资料

盈利展望与资产负债状况

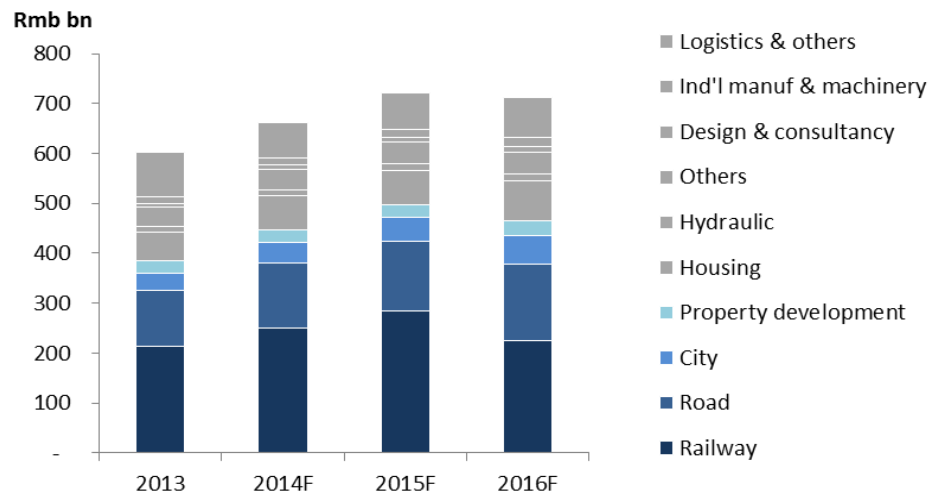
2014-17年预估每股收益同比增长率 16%/6%/-7%/17%(以2015年股权稀释11%估算)

- ▶ **2014-17年营收预估同比增长率 10%/+9%/-4%/10%:** 本中心预期2014-15年营收增长主要受惠于铁路与城市建设事业。2016年营收增长受到铁路建设疲弱所拖累，但城市建设与不动产开发有助于营运动能。我们预估2017年重拾强劲的营收增长态势。
- ▶ **营业利润率扩张:** 本中心预估营业利润率自2013年的3.0%提升至2014-17年的3.1/3.2/3.4%/3.5%，主因是产品组合改善与成本管控见效。

平均净资产收益率提升、净负债比率降低

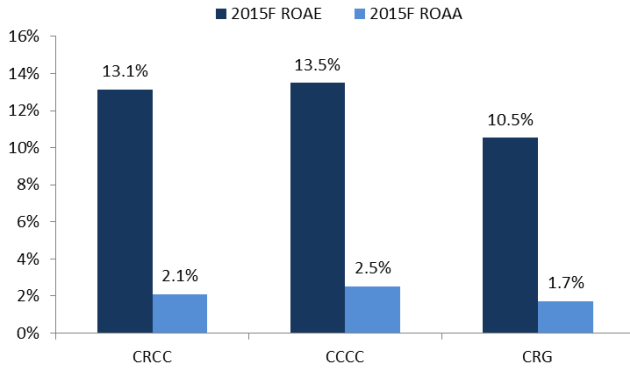
- ▶ **2015年平均总资产收益率预估达2.1%，**相较于中国交建的2.5%与中国中铁的1.7%。
- ▶ **2015年平均净资产收益率预估达13.1%，**相较于中国交建的13.5%与中国中铁的10.5%。
- ▶ **净负债比率35-45%，**低于中国交建/中国中铁的超过90%。

图 11：中国铁建各项事业营收走势



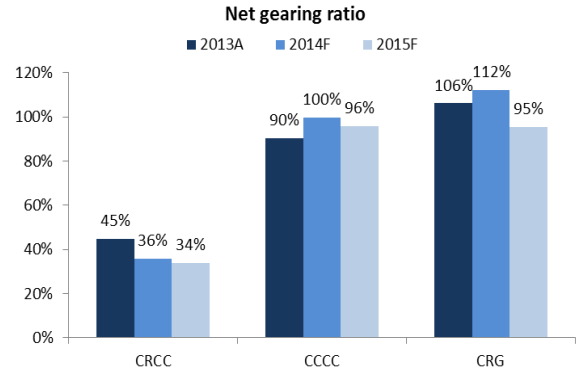
资料来源：公司资料、元大

图 12：中国铁建与中国交建盈利能力高于中国中铁



资料来源：元大

图 13：中国铁建净负债比率低于中国交建与中国中铁



资料来源：公司资料、元大

图 14：季度与年度简明损益表(合并)

(人民币百万)	1Q2015F	2Q2015F	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	134,539	171,550	168,119	226,381	700,590	124,510	159,409	159,409	229,129	672,458
销货成本	(124,583)	(159,788)	(155,847)	(208,920)	(649,139)	(115,296)	(148,453)	(147,773)	(211,247)	(622,769)
营业毛利	9,956	11,762	12,273	17,461	51,452	9,214	10,957	11,637	17,882	49,689
营业费用	5,504	6,126	7,161	10,074	(28,865)	4,969	5,533	6,631	9,967	(27,100)
营业利润	4,452	5,636	5,112	7,387	22,587	4,244	5,424	5,006	7,915	22,590
业外利益	(1,403)	(1,402)	(1,344)	(1,514)	(5,664)	(1,503)	(1,502)	(1,444)	(1,614)	(6,064)
税前净利润	3,049	4,234	3,768	5,873	16,923	2,741	3,922	3,562	6,301	16,526
少数股东权益	(24)	(34)	(30)	(47)	(135)	(22)	(31)	(28)	(50)	(132)
所得税费用	(610)	(847)	(754)	(1,175)	(3,385)	(548)	(784)	(712)	(1,260)	(3,305)
归属母公司税后净利润	2,414	3,354	2,984	4,651	13,403	2,171	3,106	2,821	4,990	13,088
每股收益(依加权稀释股数)(元)	0.19	0.26	0.23	0.36	1.03	0.16	0.23	0.21	0.36	0.95
加权平均股数	13,028	13,028	13,028	13,028	13,028	13,718	13,718	13,718	13,718	13,718
重要比率										
营业毛利率	7.4%	6.9%	7.3%	7.7%	7.3%	7.4%	6.9%	7.3%	7.8%	7.4%
营业利润率	3.3%	3.3%	3.0%	3.3%	3.2%	3.4%	3.4%	3.1%	3.5%	3.4%
税前净利润率	2.3%	2.5%	2.2%	2.6%	2.4%	2.2%	2.5%	2.2%	2.7%	2.5%
有效所得税率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
环比增长率(%)										
营业收入	(42.0%)	27.5%	(2.0%)	34.7%	8.8%	(45.0%)	28.0%	0.0%	43.7%	(4.0%)
营业利润	(36.2%)	26.6%	(9.3%)	44.5%	11.9%	(42.5%)	27.8%	(7.7%)	58.1%	0.0%
税后净利润	(45.9%)	38.9%	(11.0%)	55.9%	12.1%	(53.3%)	43.1%	(9.2%)	76.9%	(2.3%)
每股收益	(48.8%)	38.9%	(11.0%)	55.9%	6.1%	(55.7%)	43.1%	(9.2%)	76.9%	(7.3%)

资料来源：公司资料、元大

注：标“A”为元大汇整之历史数据。每股收益(依加权稀释股数)系根据加权平均股数计算

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	93,557	133,485	128,000	140,856	144,083
存货	201,637	220,711	240,181	205,514	225,248
应收帐款及票据	91,264	90,110	108,241	87,420	95,944
其他流动资产	84,603	92,800	94,580	97,506	110,705
流动资产	471,061	537,105	571,003	531,295	575,980
长期投资	5,898	5,898	5,898	5,898	5,899
固定资产	42,119	41,202	43,323	43,981	43,177
什项资产	33,940	38,940	38,940	38,940	38,940
其他资产	81,957	86,040	88,161	88,820	88,016
资产总额	553,019	623,145	659,164	620,115	663,997
应付帐款及票据	200,616	220,711	240,181	211,741	232,073
短期借款	59,400	77,400	77,400	77,400	77,400
什项负债	130,890	134,698	129,891	108,398	118,818
流动负债	390,906	432,809	447,472	397,539	428,291
长期借款	71,685	89,685	89,685	89,685	89,685
其他负债及准备	6,603	6,471	6,341	6,215	6,090
长期负债	78,288	96,156	96,027	95,900	95,775
负债总额	469,194	528,965	543,498	493,439	524,067
股本	12,338	12,338	13,718	13,718	13,718
资本公积	33,574	33,574	42,130	42,130	42,130
保留盈余	34,724	45,080	56,629	67,640	80,893
换算调整数	351	351	351	351	351
额归属母公司之权益	80,987	91,343	112,828	123,838	137,092
少数股权	2,838	2,838	2,838	2,838	2,838
股东权益总额	83,825	94,181	115,666	126,676	139,930

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F
本期净利润	10,439	12,079	13,539	13,221	15,437
折旧及摊提	9,906	11,417	12,879	14,342	15,804
本期营运资金变动	(34,264)	2,176	(18,132)	27,049	(7,927)
其他营业资产	4,605	1,814	(398)	(18,224)	3,397
营运活动之现金流量	(9,314)	27,486	7,888	36,388	26,711
资本支出	(17,645)	(15,500)	(15,000)	(15,000)	(15,000)
本期长期投资变动	(725)	0	0	0	0
其他资产变动	(1,626)	0	0	0	0
投资活动之现金流量	(19,997)	(15,500)	(15,000)	(15,000)	(15,000)
股本变动	1,506	0	9,936	0	0
本期负债变动	35,906	36,000	0	0	0
其他调整数	(7,811)	(8,058)	(8,309)	(8,532)	(8,484)
融资活动之现金流量	29,600	27,942	1,627	(8,532)	(8,484)
本期产生现金流量	1	39,928	(5,484)	12,855	3,228
自由现金流量	(26,959)	11,986	(7,112)	21,388	11,711

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F
营业收入	586,790	643,640	700,590	672,458	738,033
销货成本	(544,075)	(596,515)	(649,139)	(622,769)	(682,569)
营业毛利	42,714	47,125	51,452	49,689	55,465
营业费用	(25,229)	(26,940)	(28,865)	(27,100)	(29,705)
营业利润	17,485	20,185	22,587	22,590	25,760
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(3,749)	(4,984)	(5,600)	(6,000)	(6,400)
利息收入净额	(3,749)	(4,984)	(5,600)	(6,000)	(6,400)
投资利益(损失)净额	(22)	0	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	(674)	0	(64)	(64)	(64)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	13,040	15,201	16,923	16,526	19,297
所得税费用	(2,600)	(3,122)	(3,385)	(3,305)	(3,859)
税后净利润	10,345	11,960	13,403	13,088	15,283
税前息前折旧摊销前净利	27,391	31,602	35,467	36,931	41,564
每股收益 (RMB)	0.84	0.97	1.03	0.95	1.11
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.84	0.97	1.03	0.95	1.114

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F
同比增长率 (%)					
营业收入	21.2	9.7	8.8	(4.0)	9.8
营业利润	20.6	15.4	11.9	0.0	14.0
税前息前折旧摊销前净	13.2	15.4	12.2	4.1	12.5
税后净利润	19.9	15.6	12.1	(2.3)	16.8
每股收益	19.88	15.61	6.13	(7.26)	16.77
盈利能力分析 (%)					
营业毛利率	7.3	7.3	7.3	7.4	7.5
营业利润率	3.0	3.1	3.2	3.4	3.5
税前息前 折旧摊销前净利率	4.7	4.9	5.1	5.5	5.6
税后净利润率	1.8	1.9	1.9	1.9	2.1
资产报酬率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.4
净资产收益率	12.8	13.1	11.9	10.6	11.1
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	156.4	177.4	144.5	131.9	119.4
净现金(负债)权益比 (%)	(44.8)	(35.7)	(33.8)	(20.7)	(16.4)
利息保障倍数 (倍)	4.5	4.0	4.0	3.8	4.0
利息及短期债	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	N.A.	5.5	1.4	6.1	4.2
现金流量对利息及短期 债保障倍数 (倍)	N.A.	0.3	0.1	0.4	0.3
流动比率 (倍)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
速动比率 (倍)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
净负债 (RMB 百万元)	37,528	33,600	39,084	26,229	23,001
每股净值 (RMB)	6.56	7.40	8.66	9.03	9.99
估值指标 (倍)					
市盈率	15.3	13.2	12.4	13.4	11.5
股价自由现金流量比	(5.9)	13.2	(23.4)	8.2	15.0
市净率	1.9	1.7	1.5	1.4	1.3
股价税前息前折旧摊销 前净利比	5.8	5.0	4.7	4.8	4.2
股价营收比	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2

资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

中国铁建 (601186 CH) - 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2015/03/09	12.80	16.00	16.00	买入	吴靓芙

资料来源：Bloomberg, 元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	195	48%
持有-超越同业	105	26%
持有-落后同业	42	10%
卖出	9	2%
评估中	47	12%
限制评级	7	2%
总计：	405	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼