



中国: 家用耐久财

2015 年 07 月 21 日

投资建议:

买入 (维持评级)

目标价隐含涨/跌幅: 22.7%

日期 2015/07/21

收盘价	RMB35.03
十二个月目标价	RMB43.00
前次目标价	RMB43.00
上海 A 股指数	4,209.5

信息更新:

- ▶ 预计 2015 年 2 季度营收将低于预期, 主要受空调事业拖累。
- ▶ 上游压缩机和电机业务整合将推动实现长期综效。

本中心观点:

- ▶ 我们将 2015 年上半年营收预估下调 6.8%, 但是预计利润率扩张将可减轻营收损失。我们维持 2015/16/17 年预估值基本不变, 认为目前估值具有吸引力。

公司简介: 美的集团生产家用电器、压缩机与零组件。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB150,283.0 百万元
六个月平均日成交量	RMB1,100.0 百万元
总股本股数(百万股)	4,270.8
流通 A 股股数比例	52.8%
自由流通股数比例	55.7%
大股东; 持股比率	美的集团, 35.5%
净负债比率	(32.6%)
每股净值 (2015F)	RMB12.23 元
市净率 (2015F)	2.86 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	142,311	152,443	166,214	180,928
营业利润 **	13,193	15,162	18,497	21,973
税后净利润 *	10,502	12,019	14,423	17,018
每股收益(元)	2.49	2.81	3.38	3.98
每股收益年增长率 (%)	(42.4)	13.0	20.0	18.0
每股股利(元)	1.15	1.30	1.56	1.84
市盈率(倍)	14.3	12.7	10.6	8.9
股利收益率(%)	3.2	3.7	4.4	5.2
净资产收益率(%)	24.8	24.5	25.7	26.4

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师:

刘 琛

+86 2 3518 7931

juliette.liu@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献:

赖 颖致

+86 2 3518 7934

john.lai@yuanta.com

美的集团 (000333 CH)

2015 年上半年财报预览 – 利润率扩张可期

[请点此参与今年 AsiaMoney 票选, 将您宝贵的一票投给元大!](#)

2015 年上半年财报略低于预期: 本中心通路调查显示, 2015 年 2 季度家电销售依然平淡, 尤其是空调产品。因此, 我们认为美的营收存在下行风险, 将 2015 年上半年营收预估下调 6.8% 至人民币 817.40 亿元, 相当于同比增长 5.2%。我们认为 2015 年 1 季度财报公布后, 家电销售疲弱利空已反映于股价, 并认为可能已于 2015 年 2 季度触底。我们预计 2015 年下半年家电销售将温和复苏, 系因 1) 房地产销售好转为家电销售提供支撑; 2) 2015 年下半年低基期因素; 3) 2015 年下半年销售旺季将缓解销售复苏的下行压力。

带动利润率扩张的有利因素: 我们预计 2015 年上半年毛利率将同比增长 1.74 个百分点, 由 25.4% 上升至 27.1%, 公司营业费用率将与 2014 年大致相当, 系因在库存去化下持续进行销售通路折扣。综合而言, 我们认为在整体家电销售需求平淡的情况下, 高端产品的强劲增长和低原材料成本将推动利润率扩张。

投资建议: 家电产业需求疲弱的影响已被市场消化。因此, 2015 年 2 季度营收低于预期应在市场意料之中, 利润率扩张将进一步缓解该负面影响。我们维持 2015/16/17 年预估值大致不变, 每股收益预估分别为人民币 2.81/3.38/3.98 元。在此轮 A 股股灾中美的股价相对抗跌 (自 6 月 12 日以来下跌 7.5%, 低于上证综指 22.2% 的跌幅)。由于公司 2014-17 年预期盈利年复合增长率达 17.5%, 我们认为公司目前估值 (12.7 倍市盈率) 仍具吸引力。我们将美的估值基准调整至 2016 年预估值, 目标价维持人民币 43 元不变, 系基于 2016 年家电产业市盈率均值 14 倍折价 10% 推算得出; 重申买入评级。

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。

家电销售是否已触底？

2015年2季度家电销售微弱复苏

中国家电销售的温和复苏态势延续至2015年2季度。根据「产业在线」调查，2015年2季度空调销售进一步同比下降3.1%至3,650万台，而2015年1季度同比下降0.3%。2015年2季度冰箱/洗衣机仍延续个位数的下滑趋势，销售分别同比下降3.2%/1.9%。根据本中心通路调查，我们认为美的销售财测存在下行风险，据此将2015年上半年营收预估下调6.8%至人民币817.40亿元，相当于同比增长5.2%（前次预估同比增长12.9%）。营收不及预期主要因空调分部表现疲弱，理由是1) 3月的一系列促销活动，使得需求提前；2) 只有7月的天气条件才有利于空调销售；3) 因库存问题仍处于库存去化周期中。

家电销售黯淡已反映于股价；2015年下半年有望温和复苏

我们认为2015年1季度以来家电销售疲弱利空已反映于股价，中国房地产销售反弹将为家电需求提供支撑。我们预计在房地产销售好转和2014年下半年低基期的作用下，2015年下半年家电销售数据将转正，实现温和增长。此外，产品升级趋势将有利于产业领导者，并继续推动高端产品取得突出表现。

图1：2015年上半年空调销售依然疲弱，同比下降1.8%

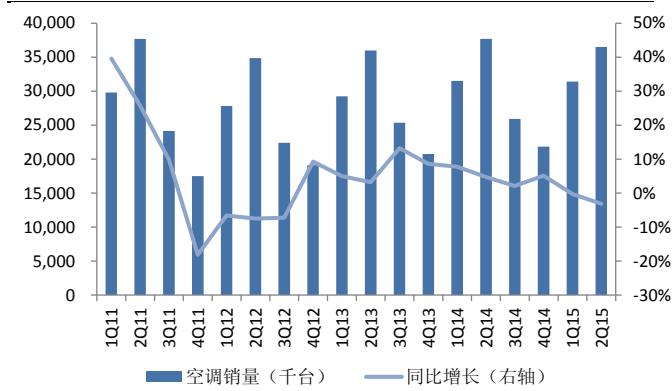
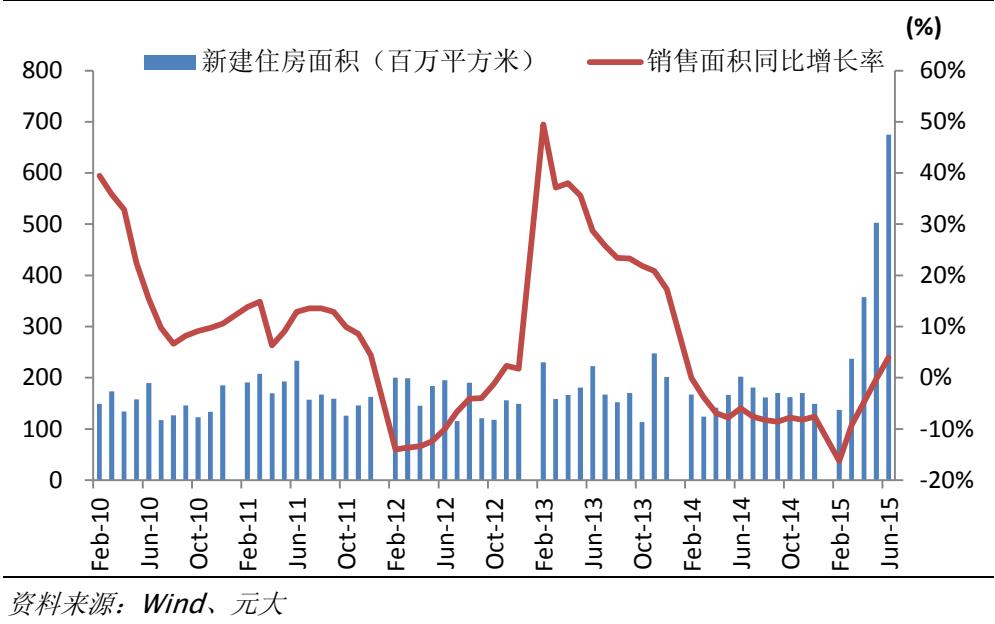


图 5：房地产销售反弹将为家电销售提供支撑



资料来源: Wind、元大

上游业务整合

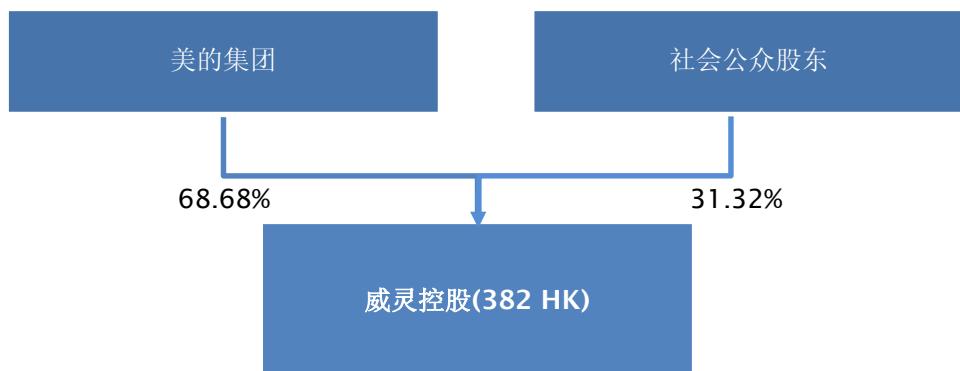
7月4日美的宣布通过整合GMCC（广东美芝，未上市）和威灵控股（382 HK），合并其上游压缩机业务与电机业务。GMCC 旋转式压缩机产量与销量全球排名第一，市占率约为30%。此外，威灵在电机业务领域处于市场领先地位（空调/洗衣机电机制市占率分别约为30%/40%），而压缩机和电机是家电的核心组件，因此我们预计此次整合将有助于扩大公司市占率，也将提升长期的研发与营销综效。

图6：GMCC在压缩机领域排名居首

公司	产能 (百万台)	产量 (百万台)	家电客户
GMCC	51.0	47.0	美的
凌达	40.0	35.0	格力、奥克斯、TCL
上海日立	20.0	15.0	格力
Panasonic	14.0	10.8	Panasonic
瑞智精密	13.0	11.0	无特定客户
Mitsubishi	8.0	6.1	无特定客户
三洋	7.0	5.0	无特定客户
西安庆安	5.0	4.0	无特定客户
格兰仕	3.5	2.0	无特定客户
志高	3.5	2.0	无特定客户

资料来源：公司数据、供货商信息、元大

图7：威灵控股(382 HK)的股东结构



资料来源：公司资料、元大

盈利预估调整与股票估值

预计 2015 年 2 季度财报将低于预期，主要受家电销售疲弱拖累

本中心通路调查显示，2015 年 2 季度家电销售依然平淡，尤其是空调产品。因此，我们认为美的营收存在下行风险，将 2015 年上半年营收预估下调 6.8% 至人民币 817.40 亿元，相当于同比增长 5.2%。我们预计 2015 年下半年家电销售将温和复苏，系因 1) 房地产销售好转为家电销售提供支撑；2) 2015 年下半年比较基期更低；3) 2015 年下半年销售旺季将缓解销售复苏的下行压力。

图 8：2015 年上半年财报预览

人民币百万	1H14	2H14	1H15F 调整后	同比增长 率(%)	1H15F 调整前	差异
营业收入	77,708	64,603	81,740	5.2%	87,710	-6.8%
营业毛利(扣除增值税后)	19,726	15,700	22,172	12.4%	23,070	-3.9%
营业利润(调整后)	8,753	4,440	9,562	9.2%	9,795	-2.4%
税前净利润	8,748	5,242	10,063	15.0%	10,296	-2.3%
归属普通股股东税后净利润	6,610	3,892	7,540	14.1%	7,714	-2.3%
每股收益	2.47	0.92	1.78	-28.1%	1.82	-2.2%
重要比率						
营业毛利率(扣除增值税后)	25.4%	24.3%	27.1%	1.74	26.3%	0.82
营业利润率(调整后)	11.3%	6.9%	11.7%	0.43	11.2%	0.53
税前净利润率	11.3%	8.1%	12.3%	1.05	11.7%	0.57
税后净利润率	8.5%	6.0%	9.2%	0.72	8.8%	0.43

资料来源：公司资料、元大预估

带动利润率扩张的有利因素

我们预计 2015 年上半年毛利率将同比增长 1.74 个百分点，由 25.4% 上升至 27.1%，公司营业费用率将与 2014 年大致相当，系因在去化库存周期内持续进行销售通路折扣。综合而言，我们认为在整体家电销售需求平淡的情况下，高端产品的强劲增长和低原材料成本将推动利润率扩张。我们维持 2015/16/17 年预估值大致不变，每股收益预估分别为人民币 2.81/3.38/3.98 元。

图 9：2015/16/17 年盈利预估调整

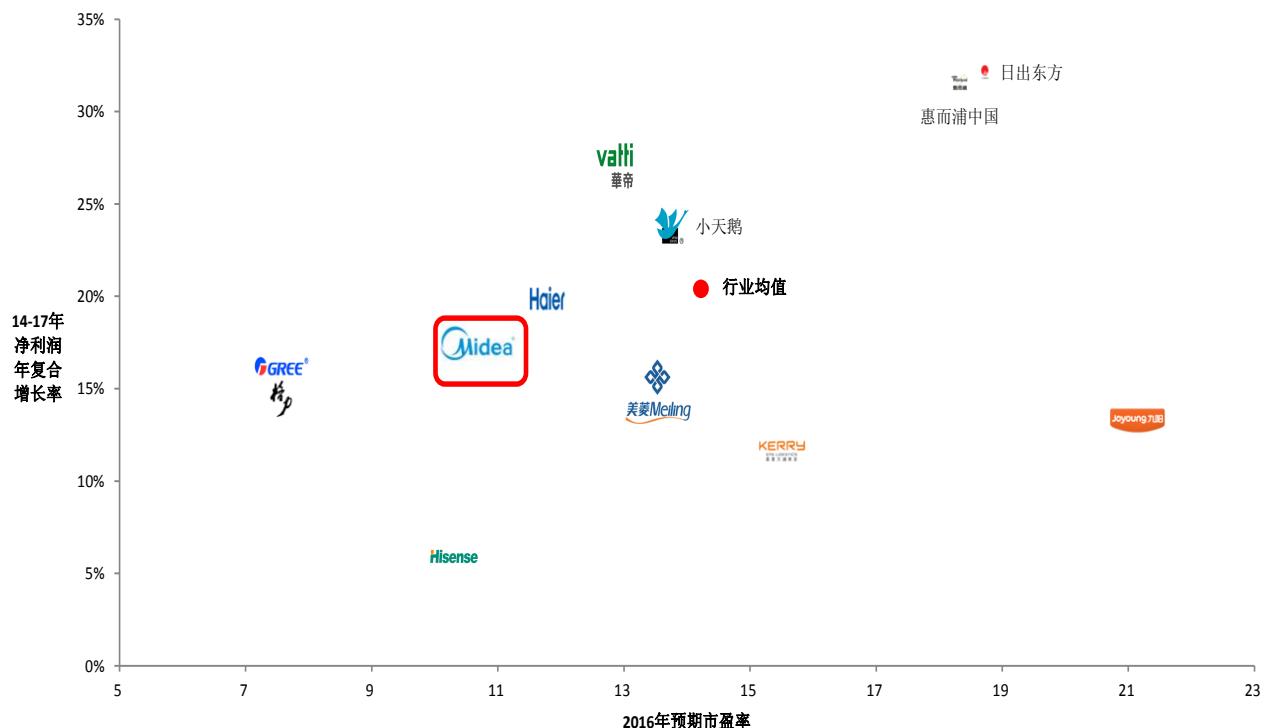
人民币百万	FY14A	FY15F 调整前	FY16F 调整前	FY17F 调整前	FY15F 调整后	FY16F 调整后	FY17F 调整后	FY15F 差异	FY16F 差异	FY17F 差异
营业收入	142,311	159,407	175,180	190,698	152,443	166,214	180,928	-4.4%	-5.1%	-5.1%
营业毛利(扣除增值税后)	35,425	41,073	45,780	50,414	39,897	43,713	48,471	-2.9%	-4.5%	-3.9%
营业利润调整后)	13,193	15,706	19,287	22,575	15,162	18,497	21,973	-3.5%	-4.1%	-2.7%
税前净利润	13,991	16,620	20,113	23,401	16,076	19,323	22,799	-3.3%	-3.9%	-2.6%
税后净利润 - 合计	11,646	13,819	16,807	19,556	13,365	16,147	19,052	-3.3%	-3.9%	-2.6%
归属普通股股东税后净利润	10,502	12,425	15,013	17,468	12,019	14,423	17,018	-3.3%	-3.9%	-2.6%
每股收益	2.49	2.91	3.52	4.09	2.81	3.38	3.98	-3.3%	-3.9%	-2.6%
重要比率										
营业毛利率(扣除增值税后)	24.9%	25.8%	26.1%	26.4%	26.2%	26.3%	26.8%			
营业利润率(调整后)	9.3%	9.9%	11.0%	11.8%	9.9%	11.1%	12.1%			
税前净利润率	9.8%	10.4%	11.5%	12.3%	10.5%	11.6%	12.6%			
税后净利润率 - 包含少数股东权益	8.2%	8.7%	9.6%	10.3%	8.8%	9.7%	10.5%			

资料来源：公司资料、元大预估

目标价维持人民币 43 元不变；重申买入评级

家电产业需求疲弱的影响已被市场消化。因此，美的 2015 年 2 季度营收低于预期并未出乎市场意料，且公司利润率改善将减轻该负面影响。本中心 2015/16/17 年预估数据大致维持不变，每股收益预估为人民币 2.81/3.38/3.98 元。另外，在此轮 A 股股灾中，该股股价相对抗跌（6 月 12 日以来美的/上证综指跌幅为 7.5%/22.2%）。鉴于公司 2014–17 年税后净利润年复合增长率有望达 17.5%，我们认为目前估值（市盈率 12.7 倍）具有吸引力。我们将美的估值基准调整至 2016 年预估值，目标价维持人民币 43 元不变，系根据 2016 年产业市盈率均值 14 倍折价 10% 计算而得。重申买入评级。

图 10：税后净利润年复合增长率(2014–17 年)与市盈率比较图



资料来源: Bloomberg、元大预估

图 11：同业估值比较表

公司	代码	股价(当地货币)	市值 (百万美元)	每股收益			市盈率(倍)			每股收益增长率(%)		
				2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
美的	000333 CH	35.0	24,202	2.81	3.38	3.98	12.7	10.6	8.9	13.0	20.0	18.0
中国同业												
青岛海尔	600690 CH	13.2	12,931	0.94	1.18	1.41	14.1	11.2	9.4	7.7	25.7	19.5
惠而浦	600983 CH	14.9	1,837	0.72	0.81	0.87	20.6	18.3	17.1	41.4	12.6	7.1
日出东方	603366 CH	12.2	1,573	0.62	0.60	0.62	19.9	20.2	19.7	13.9	-2.0	2.8
合肥美菱	000521 CH	8.0	911	0.43	0.54	0.59	18.7	14.8	13.6	11.5	26.3	8.7
无锡小天鹅	000418 CH	24.7	2,211	1.48	1.76	2.09	16.7	14.0	11.8	34.1	19.3	18.9
格力电器	000651 CH	24.2	23,453	2.75	3.17	3.59	8.8	7.6	6.7	16.7	15.1	13.3
海信科龙	000921 CH	11.4	2,008	0.99	1.05	0.58	11.5	10.9	19.6	66.3	5.9	-44.6
华帝股份	002035 CH	16.1	930	0.99	1.25	1.65	16.2	12.9	9.8	27.3	25.6	32.3
九阳股份	002242 CH	19.5	2,411	0.79	0.89	1.01	24.8	22.0	19.4	12.3	13.0	13.2
均值							16.8	14.7	14.1	25.7	15.7	7.9
全球同业												
Panasonic	6752 JP	1602.5	31,623	87.65	109.80	118.96	18.3	14.6	13.5	12.9	25.3	8.3
Toshiba	6502 JP	399.9	13,632	43.75	48.69	40.15	9.1	8.2	10.0	45.6	11.3	-17.5
Mitsubishi	6503 JP	1532.5	26,471	109.11	116.42	123.93	14.0	13.2	12.4	-0.2	6.7	6.4
Sharp	6753 JP	176.0	2,409	-19.41	1.42	7.06	N.A.	124.1	24.9	-85.2	-107.3	397.5
Daikin	6367 JP	8415.0	19,842	467.05	518.51	553.91	18.0	16.2	15.2	13.9	11.0	6.8
GE	GE US	27.1	273,461	1.30	1.55	1.82	20.9	17.6	14.9	-14.2	19.3	17.5
Electrolux	ELUXA SS	255.8	9,157	10.95	16.17	18.90	23.4	15.8	13.5	0.5	47.6	16.9
均值							17.3	30.0	14.9	-3.8	2.0	62.3
物流												
嘉里物流	636 HK	11.8	2,583	0.69	0.76	0.82	17.2	15.5	14.5	18.7	10.9	7.2

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg。股价系基于 2015 年 7 月 20 日收盘价

注：每股收益数字系以当地货币表示。

图 12：同业估值比较表（续）

公司	代码	股价(当地货币)	市值 (百万美元)	净资产收益率(%)			每股净值			市净率(倍)		
				2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
美的	000333 CH	35.0	24,202	24.5	25.7	26.4	12.2	14.1	16.2	2.9	2.5	2.2
中国同业												
青岛海尔	600690 CH	13.2	12,931	18.3	20.1	20.7	5.5	6.3	7.3	2.4	2.1	1.8
惠而浦	600983 CH	14.9	1,837	9.1	9.8	11.7	5.9	6.5	7.3	2.5	2.3	2.0
日出东方	603366 CH	12.2	1,573	6.1	9.1	10.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
合肥美菱	000521 CH	8.0	911	8.9	N.A.	9.7	4.9	5.3	5.8	1.7	1.5	1.4
无锡小天鹅	000418 CH	24.7	2,211	17.6	18.2	18.6	8.4	9.9	11.6	2.9	2.5	2.1
格力电器	000651 CH	24.2	23,453	35.1	32.5	31.2	9.0	10.8	13.0	2.7	2.2	1.9
海信科龙	000921 CH	11.4	2,008	20.2	N.A.	N.A.	3.1	3.6	4.2	3.7	3.1	2.7
华帝股份	002035 CH	16.1	930	19.5	20.2	20.6	4.8	6.1	8.0	3.3	2.6	2.0
九阳股份	002242 CH	19.5	2,411	18.6	17.3	17.4	4.6	5.3	6.6	4.2	3.7	3.0
均值				17.0	18.2	17.6				2.9	2.5	2.1
全球同业												
Panasonic	6752 JP	1602.5	31,623	10.6	10.4	12.0	884.2	983.4	1092.4	1.8	1.6	1.5
Toshiba	6502 JP	399.9	13,632	6.3	9.3	12.3	320.5	355.6	398.8	1.2	1.1	1.0
Mitsubishi	6503 JP	1532.5	26,471	13.9	12.4	12.5	933.9	1022.3	1121.9	1.6	1.5	1.4
Sharp	6753 JP	176.0	2,409	-197.4	-49.1	3.1	64.2	67.7	112.4	2.7	2.6	1.6
Daikin	6367 JP	8415.0	19,842	13.1	13.0	13.2	3768.6	4205.9	4515.6	2.2	2.0	1.9
GE	GE US	27.1	273,461	-5.1	10.8	13.0	10.7	9.7	9.8	2.5	2.8	2.8
Electrolux	ELUXA SS	255.8	9,157	19.5	17.5	23.5	64.1	73.2	87.5	4.0	3.5	2.9
均值				-19.8	3.5	12.8				2.3	2.2	1.9
物流												
嘉里物流	636 HK	11.8	2,583	11.8	7.5	7.6	9.4	10.1	10.7	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg。股价系基于 2015 年 7 月 20 日收盘价

图 13：美的 - 12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料、元大

图 14：美的- 12 个月预期市净率区间图



资料来源：公司资料、元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	19,003	9,772	22,747	21,938	37,969
存货	15,198	15,020	16,634	17,789	19,428
应收帐款及票据	22,079	26,459	25,535	31,156	30,553
其他流动资产	9,047	35,176	12,195	39,455	16,768
流动资产	65,327	86,427	77,111	110,339	104,718
长期投资	1,963	2,779	2,791	2,336	1,880
固定资产	20,185	20,184	21,141	21,975	22,678
什项资产	9,472	10,902	10,902	10,902	10,902
其他资产	31,619	33,865	34,835	35,213	35,461
资产总额	96,946	120,292	111,946	145,552	140,179
应付帐款及票据	23,817	32,786	26,507	37,973	31,741
短期借款	10,591	6,758	5,585	7,141	5,892
什项负债	22,240	33,599	26,216	39,003	31,989
流动负债	56,647	73,143	58,307	84,117	69,622
长期借款	864	172	142	182	150
其他负债及准备	354	1,246	1,246	1,246	1,246
长期负债	1,218	1,418	1,388	1,428	1,396
负债总额	57,865	74,561	59,695	85,544	71,018
股本	1,686	4,216	4,271	4,271	4,271
资本公积	15,621	13,025	13,025	13,025	13,025
保留盈余	15,875	23,004	29,468	37,226	46,379
换算调整数	(334)	(774)	(774)	(774)	(774)
归属母公司之权益	32,847	39,471	45,990	53,747	62,900
少数股东	6,233	6,261	6,261	6,261	6,261
股东权益总额	39,081	45,731	52,251	60,008	69,161

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	121,265	142,311	152,443	166,214	180,928
销货成本	(93,633)	(106,076)	(111,117)	(120,838)	(130,648)
营业毛利	27,632	35,425	39,897	43,713	48,471
营业费用	(19,166)	(22,232)	(24,736)	(25,216)	(26,498)
营业利润	8,466	13,193	15,162	18,497	21,973
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	564	251	98	(130)	(130)
利息收入净额	564	251	98	(130)	(130)
投资利益(损失)净额	998	1,511	707	239	239
其他业外收入(支出)净额	(17)	(965)	109	717	717
非常项目净额	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
税前净利润	10,012	13,991	16,076	19,323	22,799
所得税费用	(1,714)	(2,344)	(2,711)	(3,177)	(3,746)
少数股权净利	(2,980)	(1,144)	(1,346)	(1,724)	(2,034)
归属母公司之净利	5,317	10,502	12,019	14,423	17,018
税前息前折旧摊销前净利	11,511	16,514	19,013	22,473	26,079
每股收益 (RMB)	4.33	2.49	2.81	3.38	3.98
每股收益 - 调整员工分红 (RMB)	4.33	2.49	2.81	3.38	3.985

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

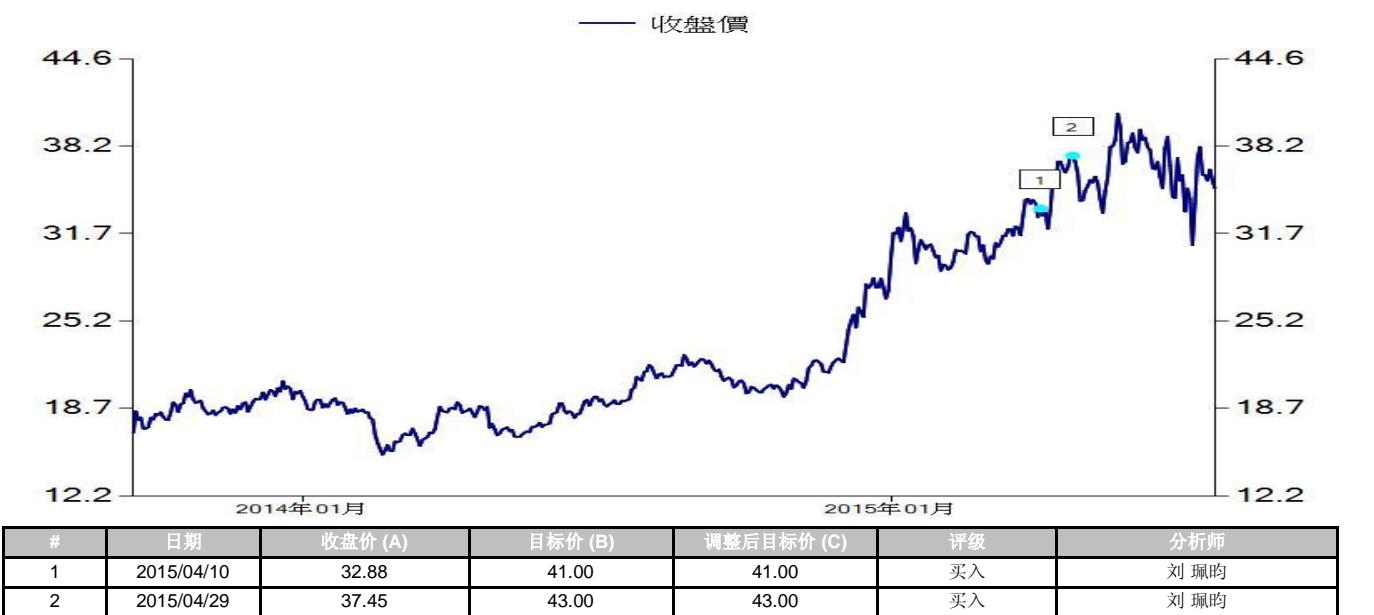
年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
年成长率 (%)					
营业收入	18.1	17.4	7.1	9.0	8.9
营业利润	15.8	55.8	14.9	22.0	18.8
税前息前折旧摊销前净	14.0	43.5	15.1	18.2	16.0
税后净利润	63.1	97.5	14.4	20.0	18.0
每股收益	32.77	(42.43)	12.97	20.00	17.99
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	22.8	24.9	26.2	26.3	26.8
营业利润率	7.0	9.3	9.9	11.1	12.1
税前息前	9.5	11.6	12.5	13.5	14.4
折旧摊销前净利率	4.4	7.4	7.9	8.7	9.4
资产报酬率	9.0	10.7	11.5	12.5	13.3
净资产收益率	14.7	24.8	24.5	25.7	26.4
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	29.3	15.2	11.0	12.2	8.7
净现金(负债)权益比(%)	48.6	21.4	43.5	36.6	54.9
利息保障倍数(倍)	(16.7)	(54.7)	(162.7)	149.5	176.2
利息及短期债	0.9	2.1	2.9	2.7	3.8
现金流量对利息保障倍数(倍)	(16.6)	(13.7)	(256.0)	77.6	240.7
现金流量对利息及短期债保障倍数(倍)	0.9	0.5	4.6	1.4	5.2
流动比率 (倍)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.5
速动比率 (倍)	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
净负债 (RMB 百万元)	(7,548)	(2,842)	(17,020)	(14,615)	(31,927)
每股净值 (RMB)	31.8	10.8	12.2	14.1	16.2
评价指标 (倍)					
市盈率	8.2	14.3	12.7	10.6	8.9
股价自由现金流量比	6.1	54.4	6.9	22.7	5.4
市净率	1.1	3.2	2.9	2.5	2.2
股价税前息前折旧摊销前净利比	3.8	9.1	8.0	6.8	5.8
股价营收比	0.4	1.1	1.0	0.9	0.8
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。

美的集团 (000333 CH) - 投资建议与目标价三年历史趋势



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	186	43%
持有-超越同业	110	26%
持有-落后同业	63	15%
卖出	10	2%
评估中	56	13%
限制评级	4	1%
总计：	429	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、利多题材、评价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、利多题材、评价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、利多题材、评价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、利多题材、评价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。本报告之內容取材自本公司认可之資料來源，但并不保证其完整性或正确性。報告內容并非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，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。

本報告仅提供一般信息，文中所載信息或任何意見，并不构成任何买卖證券或其他投資目標之要約或要約之引誘。報告數據之刊發仅供客戶一般傳閱用途，并非意欲提供專屬之投資建議，亦无考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。对于投資本報告所討論或建議之任何證券、投資目標，或文中所討論或建議之投資策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，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。本報告并非（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，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(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）。未经元大证券(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。

欲取得任何本報告所載證券詳細數據之台灣人士，應透過下列方式聯絡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

欲取得任何本報告所載證券詳細數據之香港人士，應透過下列方式聯絡元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏悫道 18 号
海富中心 1 座 23 楼