

中国：房地产开发商

2015年10月30日

**投资建议：**
**买入 (维持评级)**

 目标价隐含涨/跌幅：**22.4%**

 日期 **2015/10/29**

收盘价	<b>RMB8.66</b>
十二个月目标价	<b>RMB10.60</b>
前次目标价	<b>RMB11.00</b>
上海A股指数	<b>3,547.5</b>

**信息更新：**

- ▶ 2015年3季度营收呈双位数增长，印证本中心提出的市占率扩大题材。
- ▶ 管理层表示，公司新股增发可能延至2016年。

**本中心观点：**

- ▶ 在中国实行货币宽松政策以及保利于一线城市大举收购新地块的支撑下，2015年4季度到2016年上半年营收有望延续强势表现。
- ▶ 重申买入评级，但调降目标价至人民币10.6元。

**公司简介：** 保利地产从事民宅的开发与销售。公司业务亦包含不动产租赁与房地产管理。

**股价相对上海A股指数表现**


市值	<b>RMB93,785.7 百万元</b>
六个月平均日成交量	<b>RMB2,221.7 百万元</b>
总股本股数 (百万股)	<b>10,755.2</b>
流通A股股数比例	<b>100.0%</b>
自由流通股数比例	<b>56.1%</b>
大股东：持股比例	<b>保利南方集团有限公司, 42.0%</b>
净负债比率	<b>77.0%</b>
每股净值 (2015F)	<b>RMB7.60</b>
市净率 (2015F)	<b>1.14 倍</b>

**简明损益表 (RMB 百万元)**

年初至12月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	109,056	129,539	145,285	170,037
营业利润**	19,662	24,797	25,867	30,022
税后净利润*	12,200	12,692	16,020	18,048
每股收益(元)	1.14	1.18	1.35	1.52
每股收益同比增长率(%)	(24.5)	3.8	14.0	12.7
每股股利(元)	0.22	0.22	0.26	0.29
市盈率(倍)	7.6	7.3	6.4	5.7
股利收益率(%)	2.5	2.6	3.0	3.3
净资产收益率(%)	16.3	13.9	14.8	14.7

\* 归属母公司税后净利润

\*\* 经分析师调整

**报告分析师：**
**苏育慧**

+886 2 3518 7963

claire.su@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

**郑妙仪**

+886 2 3518 7930

hannah.cheng@yuanta.com

## 保利地产 (600048 CH)

### 营收稳步扩张

**重申买入评级，调降目标价至人民币10.6元：**2015年3季度营收呈双位数增长，印证本中心提出的市占率扩大题材。此外，在中国实行货币宽松政策以及保利近期大举收购土地的支撑下，2015年4季度到2016年上半年有望延续强劲的营收表现；重申买入评级。

- ▶ **息税费用增加，导致2015年3季度盈利不如预期：**2015年3季度营收同比增长16%，系因市场全面复苏，市占率稳定扩张。受惠于强大的执行力，公司公布毛利率和调整后的营业利润率分别维持在33%和18%的稳定水平。但是，营收动能强劲并未带动盈利大幅增长。利息资本化比重下降，使得利息费用增加，和税率升高共同导致2015年3季度每股收益低于预期。
- ▶ **近期大举购地刺激2016年销售增长：**2015年9月保利斥资人民币160亿元在一线城市(北京、上海和广州)购入四块土地。我们认为保利近期购地举措代表公司进一步向前发展，有利于2016年销售动能。在一线城市供需渐趋平衡的情况下，近期降息也将进一步增强购房需求。
- ▶ **新股增发可能延至2016年：**管理层预计原计划于2015年发行的人民币100.5亿元新股将延至2016年，系因1)2015年下半年股市行情不佳，以及2)利用其他较低利率中票，持续推动融资渠道多元化。
- ▶ **盈利预估调整和股票估值：**我们将2015/16/17年预估每股收益下调6%/3%/3%，以反映2015年3季度财报、新股增发延迟至2016年以及利息资本化比重假设值下调。据此将目标价由人民币11.0元下调至人民币10.6元，系以原7倍市盈率，乘上调降后2017年预估每股收益推估而得。

**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。

## 盈利预估调整

### 2015年3季度财报回顾

- **营收:** 2015年3季度总营收同比增长15.6%至人民币210.55亿元,大致符合本中心/市场预期。
- **毛利率:** 2015年3季度公司公布毛利率降至32.7%,略低于2015年2季度/2014年3季度的33.5%/33.4%,系因认列部分平均毛利较低的项目。但是,受惠于管销费用控管得宜,3季度调整后营业利润率依然稳定维持在18.4%,相较于2015年2季度/2014年3季度的19.9%/17.9%持平。
- **业外利益:** 业外利益低于预期是拖累2015年3季度盈利的主因。2015年3季度利息费用由2015年2季度/2014年3季度的人民币4.96亿元/4.35亿元增至人民币8.25亿元,系因利息费用资本化比例降低。加上税率提高,3季度税后净利润总额为人民币21.55亿元,同比下滑12%。

图1: 保利地产 - 2015年3季度财报回顾

人民币百万元	3Q15 实际值	3Q15 估	差异(%)	2Q15 实际值	季增率 (%)	3Q14 实际值	同比增长率 (%)	3Q15 市场预估	实际值/市场预估
营业收入	21,055	22,220	-5.2%	29,038	-27.5%	18,215	15.6%	19,818	6.2%
营业毛利 (公司公布)	6,875	6,864	0.2%	9,737	-29.4%	6,075	13.2%		
营业毛利 (扣除增值税)	4,996	4,619	8.2%	6,733	-25.8%	4,295	16.3%	4,122	21.2%
营业利润 (公司公布)	3,123	3,451	-9.5%	5,603	-44.3%	3,193	-2.2%	3,486	-10.4%
营业利润 (调整后)	3,871	3,486	11.0%	5,790	-33.1%	3,258	18.8%		
税前净利润	3,160	3,457	-8.6%	5,636	-43.9%	3,245	-2.6%	3,470	-8.9%
税后净利润 - 合计	2,155	2,593	-16.9%	4,318	-50.1%	2,457	-12.3%		
税后净利润 - 归属普通股股东	1,520	2,196	-30.8%	3,657	-58.4%	2,257	-32.7%	2,219	-31.5%
每股收益	0.14	0.18	-23.3%	0.34	-58.4%	0.21	-33.0%	0.21	-33.6%
<b>重要比率</b>									
营业毛利率 (公司公布)	32.7%	30.9%		33.5%		33.4%			
营业毛利率 (扣除增值税)	23.7%	20.8%		23.2%		23.6%		20.8%	
营业利润率 (公司公布)	14.8%	15.5%		19.3%		17.5%		17.6%	
营业利润率 (调整后)	18.4%	15.7%		19.9%		17.9%			
税前净利润率	15.0%	15.6%		19.4%		17.8%		17.5%	
税后净利润率 - 合计	10.2%	11.7%		14.9%		13.5%			
税后净利润率 - 归属普通股股东	7.2%	9.9%		12.6%		12.4%		11.2%	

资料来源: 公司资料、元大预估

## 盈利预估调整与股票估值

研究中心将2015/16/17年每股收益预估值分别下调6%/3%/3%，以反映1) 2015/16/17年利息资本化比重假设值下调；2) 2015年3季度财报表现；以及3) 新股增发由2015年延至2016年。

管理层预计原订于2015年发行的人民币100.5亿元新股将延至2016年，系因1) 2015年下半年股市行情表现波动，以及2) 利用其他较低利率中期票据，持续推动融资渠道多元化。因此，本中心2015年每股收益预估值剔除了11%的股份稀释影响，并将2015/16/17年每股收益预估值调整为人民币1.18/1.35/1.52元，分别相当于同比增长4%/14%/13% (参见图2)。

在本业方面，2015年9月保利斥资人民币160亿元在一线城市 (北京、上海和广州) 购入四块土地。我们预计1) 近期拿地积极；2) 符合大众市场定位的房型；以及3) 有利的货币宽松政策，将带动2015年4季度/2016年保利营收表现强劲。

目前该股股价相当于7倍2015年预估每股收益，显著低于其A股同业8-24倍的市盈率区间 (参见图3)。我们认为目前该股估值具有吸引力。

图2：保利地产 - 本中心2015/16/17年盈利预估调整

	FY14 实际值	FY15 估 调整前	FY15 估 调整后	FY16 估 调整前	FY16 估 调整后	FY17 估 调整前	FY17 估 调整后	FY15 估 差异	FY16 估 差异	FY17 估 差异
营业收入	109,056	130,704	129,539	145,285	145,285	170,037	170,037	-1%	0%	0%
营业毛利 (公司公布)	34,934	42,469	42,480	46,093	46,093	53,613	53,613	0%	0%	0%
营业毛利 (扣除增值税)	23,786	28,801	29,178	31,040	31,040	35,859	35,859	1%	0%	0%
营业利润 (调整后)	19,662	24,412	24,797	25,867	25,867	30,022	30,022	2%	0%	0%
营业利润 (公司公布)	18,981	23,702	22,778	25,912	25,021	29,688	28,879	-4%	-3%	-3%
税前净利润	19,032	23,781	22,919	26,072	25,181	29,528	28,719	-4%	-3%	-3%
税后净利润 - 合计	14,231	17,742	16,878	19,342	18,693	21,747	21,159	-5%	-3%	-3%
每股收益	1.14	1.26	1.18	1.39	1.35	1.56	1.52	-6%	-3%	-3%
<b>重要比率 (%)</b>										
营业毛利率 (公司公布)	32%	32%	33%	32%	32%	32%	32%			
营业毛利率 (扣除增值税)	22%	22%	23%	21%	21%	21%	21%			
营业利润率 (调整后)	18%	19%	19%	18%	18%	18%	18%			
营业利润率 (公司公布)	17%	18%	18%	18%	17%	17%	17%			
税前净利润率	17%	18%	18%	18%	17%	17%	17%			
税后净利润率 - 合计	13%	14%	13%	13%	13%	13%	12%			

资料来源：公司资料、元大预估

图3：国内同业估值比较表

	保利地产		金地集团		万科		招商地产		首开股份		北京城建		荣盛发展		中粮地产	
代码	600048SH		600383 SH		000002SZ		000024 SZ		600376 SH		600266SH		002146 SZ		000031SZ	
比率	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B	P/E	P/B
最高	11.0	2.1	15.6	2.0	9.4	1.7	17.5	2.4	20.5	2.7	21.3	2.5	13.6	3.3	22.9	1.5
最低	2.9	0.6	4.5	0.7	3.2	0.6	3.8	0.7	3.2	0.5	3.4	0.6	3.2	0.8	6.9	0.9
平均	5.2	1.1	8.1	1.1	5.1	1.0	7.3	1.2	7.1	1.0	8.6	1.0	5.9	1.5	10.1	1.0
2014 实际值	7.6	1.5	12.7	1.6	9.5	1.7	19.7	2.7	16.1	1.8	17.2	1.5	5.0	1.2	44.8	4.5
2015 估	7.3	1.2	11.4	1.4	8.3	1.4	23.9	3.7	12.7	1.7	14.5	1.5	9.7	1.8	35.3	-
2016 估	6.4	1.0	10.0	1.3	7.1	1.2	19.9	3.3	10.4	1.7	12.6	1.4	8.0	1.5	29.5	-

资料来源：Bloomberg、元大预估

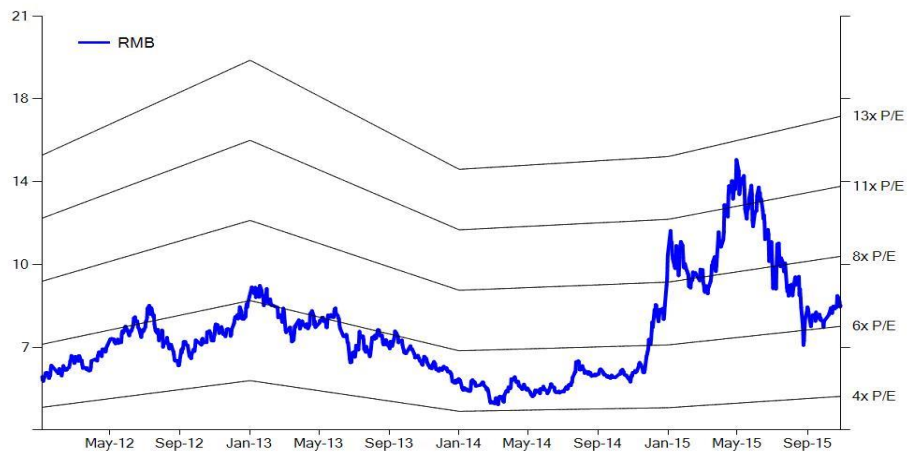
图 4：保利地产季度及年度简明损益表 (合并)

(人民币百万元)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	13,307	29,038	21,055	66,139	129,539	13,076	31,963	24,698	75,548	145,285
销货成本	(9,477)	(22,304)	(16,059)	(52,521)	(87,059)	(9,576)	(25,290)	(19,250)	(60,129)	(99,192)
营业毛利	3,830	6,733	4,996	13,618	29,178	3,500	6,672	5,449	15,419	31,040
营业费用	(1,022)	(944)	(1,125)	(1,290)	(4,381)	(1,053)	(1,231)	(1,334)	(1,556)	(5,173)
营业利润	2,808	5,790	3,871	12,328	24,797	2,447	5,442	4,115	13,863	25,867
业外利益	(369)	(154)	(711)	(643)	(1,878)	(171)	(171)	(171)	(171)	(686)
税前净利润	2,438	5,636	3,160	11,685	22,919	2,276	5,270	3,944	13,691	25,181
少数股东权益	(290)	(661)	(635)	(2,599)	(4,186)	(221)	(556)	(421)	(1,474)	(2,673)
所得税费用	(856)	(1,318)	(1,005)	(2,863)	(6,041)	(728)	(1,381)	(998)	(3,382)	(6,489)
归属母公司税后净利润	1,293	3,657	1,520	6,223	12,692	1,326	3,333	2,525	8,835	16,020
每股收益(依加权稀释股数)(人民币)	0.12	0.34	0.14	0.58	1.18	0.11	0.28	0.21	0.74	1.35
加权平均股数	10,734	10,753	10,755	10,755	10,755	11,910	11,910	11,910	11,910	11,910
<b>重要比率</b>										
营业毛利率	28.8%	23.2%	23.7%	20.6%	22.5%	26.8%	20.9%	22.1%	20.4%	21.4%
营业利润率	21.1%	19.9%	18.4%	18.6%	19.1%	18.7%	17.0%	16.7%	18.3%	17.8%
税前净利润率	18.3%	19.4%	15.0%	17.7%	17.7%	17.4%	16.5%	16.0%	18.1%	17.3%
有效所得税率	35.1%	23.4%	31.8%	24.5%	26.4%	32.0%	26.2%	25.3%	24.7%	25.8%
<b>季增率(%)</b>										
营业收入	(76.6%)	118.2%	(27.5%)	214.1%	18.8%	(80.2%)	144.4%	(22.7%)	205.9%	12.2%
营业利润	(72.9%)	106.2%	(33.1%)	218.5%	26.1%	(80.1%)	122.3%	(24.4%)	236.9%	4.3%
税后净利润	(78.9%)	182.8%	(58.4%)	309.4%	4.0%	(78.7%)	151.3%	(24.3%)	250.0%	26.2%
每股稀释盈余	(78.88%)	182.30%	(58.44%)	309.37%	3.79%	(80.75%)	151.31%	(24.26%)	249.96%	13.98%

资料来源：公司资料、元大预估

注：标“A”为元大汇整之历史资料

图 5：保利地产-12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料、元大

图 6：保利地产-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	33,753	40,070	52,867	52,474	59,513
存货	239,907	267,192	290,939	323,236	327,462
应收帐款及票据	2,335	3,353	3,417	4,030	4,088
其他流动资产	27,013	40,244	42,094	49,456	57,691
<b>流动资产</b>	<b>303,008</b>	<b>350,858</b>	<b>389,317</b>	<b>429,195</b>	<b>448,754</b>
长期投资	8,097	10,984	14,453	19,053	23,253
固定资产	1,985	2,478	2,336	2,285	2,199
什项资产	850	1,446	1,446	1,446	1,446
<b>其他资产</b>	<b>10,932</b>	<b>14,908</b>	<b>18,235</b>	<b>22,785</b>	<b>26,898</b>
<b>资产总额</b>	<b>313,940</b>	<b>365,766</b>	<b>407,552</b>	<b>451,980</b>	<b>475,652</b>
应付帐款及票据	18,671	22,605	19,536	26,663	29,476
短期借款	20,995	28,669	26,167	25,207	23,566
什项负债	126,969	136,039	155,923	169,890	185,246
<b>流动负债</b>	<b>166,635</b>	<b>187,313</b>	<b>201,627</b>	<b>221,759</b>	<b>238,288</b>
长期借款	78,091	97,525	104,668	114,831	107,355
其他负债及准备	61	54	54	54	54
<b>长期负债</b>	<b>78,152</b>	<b>97,580</b>	<b>104,722</b>	<b>114,886</b>	<b>107,409</b>
<b>负债总额</b>	<b>244,787</b>	<b>284,893</b>	<b>306,349</b>	<b>336,645</b>	<b>345,698</b>
股本	7,138	10,730	10,755	11,910	11,910
资本公积	10,964	6,917	16,941	16,941	16,941
保留盈余	33,661	43,763	54,044	67,021	81,640
换算调整数	0	0	0	0	0
<b>归属母公司之权益</b>	<b>51,763</b>	<b>61,410</b>	<b>81,741</b>	<b>95,872</b>	<b>110,492</b>
<b>少数股权</b>	<b>17,390</b>	<b>19,463</b>	<b>19,463</b>	<b>19,463</b>	<b>19,463</b>
<b>股东权益总额</b>	<b>69,153</b>	<b>80,872</b>	<b>101,204</b>	<b>115,335</b>	<b>129,955</b>

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	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	11,864	14,231	16,878	18,693	21,159
折旧及摊提	333	346	448	368	378
本期营运资金变动	(27,959)	(28,529)	(8,846)	(19,179)	5,651
其他营业资产	(635)	(1,153)	(469)	(1,200)	(1,200)
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>(16,396)</b>	<b>(15,104)</b>	<b>8,011</b>	<b>(1,318)</b>	<b>25,988</b>
资本支出	(912)	(819)	(285)	(285)	(257)
本期长期投资变动	(1,393)	(1,734)	(3,000)	(3,400)	(3,000)
其他资产变动	(284)	(616)	(21)	(32)	(34)
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>(2,590)</b>	<b>(3,169)</b>	<b>(3,306)</b>	<b>(3,718)</b>	<b>(3,291)</b>
股本变动	2,509	(2,512)	3,453	(4,561)	(6,539)
本期负债变动	17,557	27,102	4,640	9,204	(9,118)
其他调整数	0	0	0	0	0
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>20,066</b>	<b>24,590</b>	<b>8,093</b>	<b>4,642</b>	<b>(15,656)</b>
<b>本期产生现金流量</b>	<b>1,080</b>	<b>6,317</b>	<b>12,798</b>	<b>(394)</b>	<b>7,040</b>
<b>自由现金流量</b>	<b>(18,986)</b>	<b>(18,273)</b>	<b>4,704</b>	<b>(5,036)</b>	<b>22,696</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>92,356</b>	<b>109,056</b>	<b>129,539</b>	<b>145,285</b>	<b>170,037</b>
销货成本	(72,177)	(85,270)	(87,059)	(99,192)	(116,424)
<b>营业毛利</b>	<b>20,178</b>	<b>23,786</b>	<b>29,178</b>	<b>31,040</b>	<b>35,859</b>
营业费用	(3,761)	(4,125)	(4,381)	(5,173)	(5,837)
<b>营业利润</b>	<b>16,417</b>	<b>19,662</b>	<b>24,797</b>	<b>25,867</b>	<b>30,022</b>
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	986	1,271	2,141	1,986	1,743
利息收入净额	986	1,271	2,141	1,986	1,743
投资利益(损失)净额	635	1,153	469	1,200	1,200
其他业外收入(支出)净额	(1,936)	(3,054)	(4,488)	(3,872)	(4,247)
非常项目净额	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
税前净利润	16,102	19,032	22,919	25,181	28,719
所得税费用	(4,237)	(4,800)	(6,041)	(6,489)	(7,560)
少数股权净利	(1,117)	(2,031)	(4,186)	(2,673)	(3,110)
归属母公司之净利	10,747	12,200	12,692	16,020	18,048
税前息前折旧摊销前净利	16,751	20,008	25,245	26,235	30,400
每股收益 (RMB)	1.51	1.14	1.18	1.35	1.52
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	1.51	1.14	1.18	1.35	1.515

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
<b>同比增长率 (%)</b>					
营业收入	34.0	18.1	18.8	12.2	17.0
营业利润	17.7	19.8	26.1	4.3	16.1
税前息前折旧摊销前净	17.6	19.4	26.2	3.9	15.9
税后净利润	27.4	13.5	4.0	26.2	12.7
每股收益	27.36	(24.48)	3.79	13.98	12.67
<b>盈利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	21.8	21.8	22.5	21.4	21.1
营业利润率	17.8	18.0	19.1	17.8	17.7
税前息前 折旧摊销前净利率	18.1	18.3	19.5	18.1	17.9
税后净利率	11.6	11.2	9.8	11.0	10.6
资产报酬率	4.2	4.2	4.4	4.3	4.6
净资产收益率	17.3	16.3	13.9	14.8	14.7
<b>稳定/偿债能力分析</b>					
负债权益比 (%)	143.3	156.0	129.3	121.4	100.7
净现金(负债)权益比(%)	48.8	49.5	52.2	45.5	45.8
利息保障倍数 (倍)	(15.3)	(14.0)	(9.7)	(11.7)	(15.5)
利息及短期债	0.8	0.6	0.9	1.0	1.2
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	(3.7)	N.A.	(14.9)
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	N.A.	N.A.	0.3	N.A.	1.2
流动比率 (倍)	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
速动比率 (倍)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
净负债 (RMB 百万元)	65,333	86,125	77,967	87,565	71,407
每股净值 (RMB)	7.25	5.72	7.60	8.05	9.28
<b>估值指标 (倍)</b>					
市盈率	5.8	7.6	7.3	6.4	5.7
股价自由现金流量比	(3.3)	(5.1)	19.8	(20.5)	4.5
市净率	1.2	1.5	1.1	1.1	0.9
股价税前息前折旧摊销 前净利比	3.7	4.6	3.7	3.9	3.4
股价营收比	0.7	0.9	0.7	0.7	0.6

资料来源：公司资料、元大

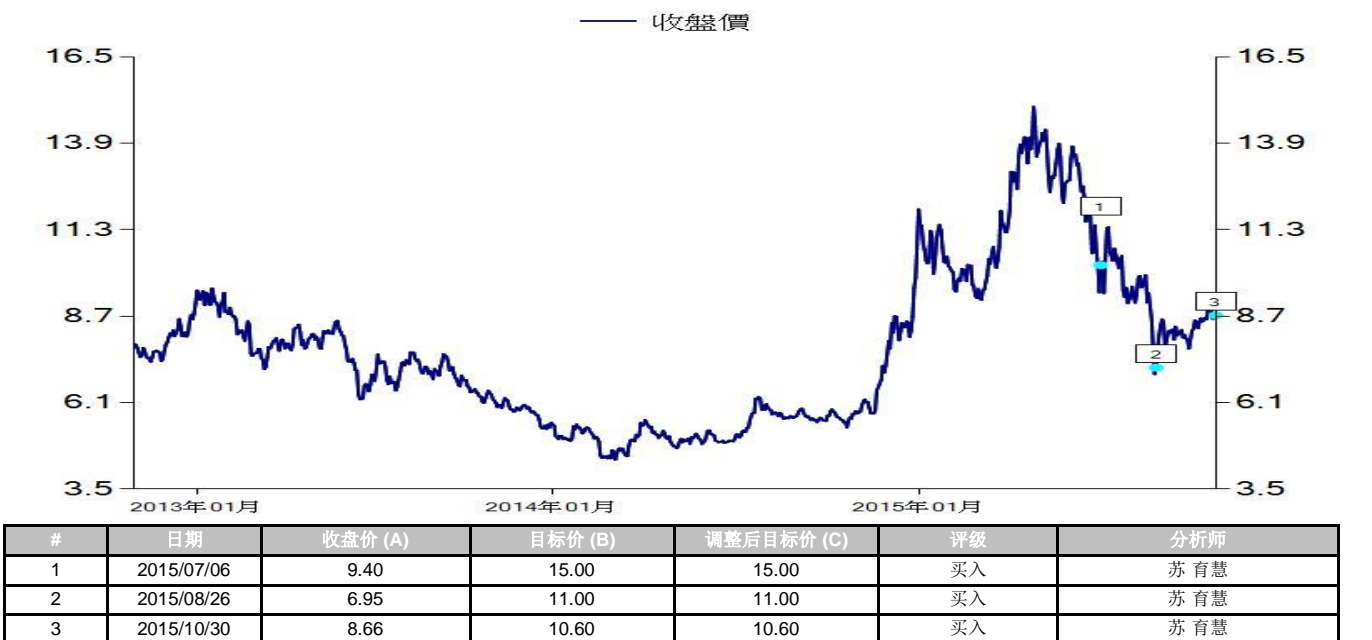


## 附录 A：重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，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。

### 保利地产 (600048 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	179	43%
持有-超越同业	108	26%
持有-落后同业	58	14%
卖出	12	3%
评估中	55	13%
限制评级	5	1%
总计：	417	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）。非经元大证券(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  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼