

中国：汽车与汽车零部件

2015年9月1日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**31.8%**

 日期 **2015/09/01**

收盘价	RMB17.44
十二个月目标价	RMB23.00
前次目标价	RMB30.00
上海A股指数	3,318.0

信息更新：

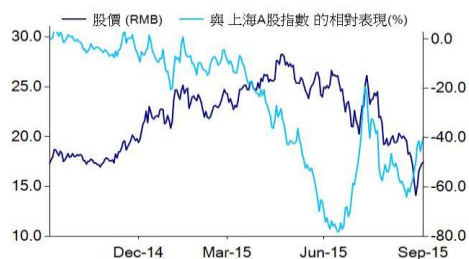
- ▶ 2015年2季度每股收益为人民币0.61元，较本中心/市场预估低12%/6%，系销量疲弱所致。
- ▶ 我们将2015年预估每股收益下调10%至人民币2.54元，以现金流量折现与市盈率估值推算的目标价调降至人民币23元。

本中心观点：

- ▶ 尽管与Volkswagen及General Motors的合资企业营收增长放缓，我们认为上汽尚有数项增长动能，包括其自有品牌、汽车融资、联网汽车等业务。
- ▶ 股价目前相当6.8倍市盈率，股利收益率达8%，自由现金流量充沛。

公司简介： 上海汽车集团生产、销售汽车、相关零部件及配件。

股价相对上海A股指数表现



市值	RMB192,285.9 百万元
六个月平均日成交量	RMB1,500.7 百万元
总股本股数 (百万股)	11,025.6
流通A股股数比例	82.8%
大股东：持股比例	上海汽车工业(集团)总公司 74.3%
净负债比率	(16.8%)
每股净值 (2015F)	RMB15.54
市净率 (2015F)	1.11 倍

简明损益表(RMB百万元)

年初至12月	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入**	562,368	626,244	632,459	655,830
营业利润**	17,581	16,715	17,465	18,558
税后净利润*	24,804	27,973	28,033	28,166
每股收益(元)	2.25	2.54	2.54	2.55
每股收益同比增长率(%)	19.5	12.8	0.2	0.5
每股股利(元)	1.20	1.30	1.40	1.41
市盈率(倍)	7.7	6.8	6.8	6.8
股利收益率(%)	6.9	7.5	8.1	8.1
净资产收益率(%)	19.1	18.9	17.0	15.8

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
蔡昀真

+886 2 3518 7942 yvonne.tsai@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

郭德齐

+886 2 3518 7932 william.tc.kuo@yuanta.com

上汽集团 (600104 CH)

2015年2季度财报不如预期，但投资价值浮现

重申买入： 上汽公布2015年2季度每股收益为人民币0.61元(同比增长率持平)，较本中心/市场预估低12%/6%，原因在于尽管公司自4月展开降价促销，该季出货量仍同比下滑1.9%至131万辆(较本中心预估低10%)。整体而言，我们将2015年预估每股收益下调10%至人民币2.54元，以反映2015年2季度财报表现。上汽目前股价仅相当于2015年预估市盈率6.8倍，现金股利收益率达8%，在全球同业中居冠。

2015年2季度财报不如预期，系受到需求疲弱影响： 上汽集团于2015年1季度将上汽通用汽车金融(自股权投资科目)纳入合并报表，因此虽然出货量同比下滑1.9%且4月开始降价，其营收/营业利润分别同比增长1.3%/53%。财报合并亦导致上汽投资收益降低。整体而言，尽管2015年2季度出货动能疲弱，税前净利润仍同比增长3.7%，我们认为系归功于汽车融资业务日渐增长及管销费用管控得宜。

逐渐发展为多元经营综合集团： 由于市占率已高且欠缺热门SUV产品线，致使上汽与Volkswagen及General Motors合资企业营收增长放缓，上汽将营运重心转向发展其他业务，包括其自有品牌业务(于2015年7月推出新款SUV，销售动能佳)、汽车融资(盈利丰厚，在中国增长空间广大)，与阿里巴巴合作开发联网汽车(将于2016年3季度推出)、外销、汽车电子、电动车等。此外，对于中国的汽车需求，管理层表示8月已见部份库存压力减轻，而价格战短期内应可随供给趋谨慎而缓解。

优质现金股利收益率股： 考虑上汽市场地位依然稳健、自由现金流入强劲，加上数项潜在长期增长动力(自有品牌业务转亏为盈、联网汽车)，本中心认为其为优质现金股利收益率股，股利收益率达8%。由于每股收益预估下调，我们以现金流量折现与市盈率估值推算的目标价调降至人民币23元，但维持买入评级。

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。

图 1：2015 年 2 季度财报数字比较

人民币百万元	实际值	元大预估	差异	市场预估	差异	1Q15	季增率	2Q14	同比增长率
营业收入	152,738	166,584	-8.3%	160,734	-5.0%	168,582	-9.4%	150,712	1.3%
营业毛利	15,061	18,439	-18.3%	17,841	-15.6%	17,930	-16.0%	16,574	-9.1%
营业利润	3,597	3,049	18.0%	3,049	18.0%	4,520	-20.4%	2,359	52.5%
税前净利润	10,712	11,645	-8.0%	11,506	-6.9%	12,148	-11.8%	10,334	3.7%
税后净利润	6,698	7,614	-12.0%	7,104	-5.7%	7,468	-10.3%	6,593	1.6%
每股收益 (人民币)	0.61	0.69	-12.0%	0.65	-6.1%	0.68	-10.3%	0.60	1.6%
销量(千辆)	1,313	1,463	-10.3%	N.A.	N.A.	1,532	-14.3%	1,338	-1.9%
利润率比较									
营业毛利率	9.9%	11.1%	-1.2 百分点	11.1%	-1.2 百分点	10.6%	-0.8 百分点	11.0%	-1.1 百分点
营业利润率	2.4%	1.8%	0.5 百分点	1.9%	0.5 百分点	2.7%	-0.3 百分点	1.6%	0.8 百分点
税前净利润率	7.0%	7.0%	0.0 百分点	7.2%	-0.1 百分点	7.2%	-0.2 百分点	6.9%	0.2 百分点
税后净利润率	4.4%	4.6%	-0.2 百分点	4.4%	0.0 百分点	4.4%	0.0 百分点	4.4%	0.0 百分点

资料来源：公司资料、Bloomberg、元大

图 2：上汽- 现金流量折现估值 (加权平均资金成本 10.5%；终期增长率 0%)

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	最终价值
营收	632,459	655,830	657,111	648,537	645,294	632,388	613,417	588,880	588,880	588,880	588,880	
营收同比增长率	1.0%	3.7%	0.2%	-1.3%	-0.5%	-2.0%	-3.0%	-4.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
营业利润	17,465	18,558	18,612	18,388	18,388	18,112	17,750	17,218	17,390	17,564	17,739	
同比增长率	4.5%	6.3%	0.3%	-1.2%	0.0%	-1.5%	-2.0%	-3.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
经常性业务外利益	25,441	25,777	25,724	25,285	25,159	24,656	24,039	23,198	23,314	23,431	23,548	
同比增长率	-1.4%	1.3%	-0.2%	-1.7%	-0.5%	-2.0%	-2.5%	-3.5%	0.5%	0.5%	0.5%	
税率	10.1%	10.4%	11.4%	13%	14.9%	17%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	
少数股东权益	10,770	11,816	11,851	11,708	11,708	11,533	11,302	10,963	11,073	11,183	11,295	
同比增长率	4.8%	9.7%	0.3%	-1.2%	0.0%	-1.5%	-2.0%	-3.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
税后经常性利益	27,783	27,923	27,446	26,347	25,366	23,809	20,040	19,349	19,455	19,562	19,670	
税后营业利润 YoY %	-0.1%	0.5%	-1.7%	-4.0%	-3.7%	-6.1%	-15.8%	-3.4%	0.6%	0.6%	0.6%	
资本支出	-13,604	-12,923	-11,631	-10,468	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	-10,000	
折旧	5,912	6,823	7,505	8,256	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	
营运资金变动	-2,248	752	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
自由现金流量	17,843	22,574	23,320	24,134	25,366	23,809	20,040	19,349	19,455	19,562	19,670	226,751
折现年份	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
自由现金流量现值	17,843	20,429	19,099	17,887	17,014	14,452	11,008	9,619	8,753	7,965	7,247	83,546
企业价值合计	234,863											
加：净现金 (2015 年估)	35,018											
终值合计	269,880											
股数 (百万股)	11,026											
现金流量折现目标价 (人民币)	24.5											
根据 7.4 倍 2015 年预估市盈率推估之目标价 (人民币)	18.8											
目标价(人民币)	23.0											

资料来源：公司资料、元大

图 3：同业估值比较表

公司	代码	股价 9/1/2015	市值 (百万美元)	净负债 比率	股利收益 率	市盈率(倍)		每股收益		每股收益 增长率%		市净率		净资产收益率	
				2014	2015F	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
上汽集团	600104 CH	17.44	30,214	(11.2)	8.1	6.8	6.8	2.54	2.55	0.2	0.5	1.1	1.0	17.0	15.8
中国同业															
长城汽车	601633 CH	28.36	11,570	2.3	3.4	8.4	7.2	3.36	3.92	27.2	16.6	2.0	1.7	24.9	25.9
长安汽车	000625 CH	14.35	9,856	21.5	2.5	6.5	5.3	2.21	2.70	36.5	22.2	2.0	1.5	31.5	33.3
东风汽车	489 HK	8.03	8,927	5.8	2.7	4.7	4.4	1.40	1.52	(6.4)	8.6	0.7	0.6	18.4	15.4
华晨中国	1114 HK	8.80	5,707	11.9	1.0	8.6	7.0	0.84	1.04	(22.1)	23.7	1.8	1.5	33.2	22.0
北京汽车	1958 HK	6.08	5,959	22.0	4.9	7.0	5.7	0.71	0.88	20.3	23.9	1.0	0.9	14.0	15.1
广州汽车	601238 CH	16.41	12,349	(10.3)	1.1	27.4	21.8	0.60	0.75	19.6	25.9	2.8	2.5	9.2	9.6
江铃汽车	000550 CH	22.88	2,809	(84.5)	4.6	8.1	5.6	2.83	4.10	16.0	44.9	1.6	1.3	19.9	20.3
一汽轿车	000800 CH	15.76	4,031	15.5	1.0	24.1	19.1	0.66	0.83	561.6	26.0	2.7	2.4	7.2	9.3
吉利汽车	175 HK	2.79	3,169	(26.9)	1.4	8.0	6.5	0.29	0.35	76.5	23.4	1.0	0.9	9.1	13.1
江淮汽车	600418 CH	10.56	2,428	8.5	2.5	12.1	8.7	0.87	1.22	112.4	40.0	1.8	1.4	8.8	14.9
平均						11.5	9.1					1.7	1.5	17.6	17.9
全球同业															
TOYOTA MOTOR	7203 JP	7,000.00	199,500	79.2	2.9	10.1	8.8	695	792	19.6	15.1	1.4	1.2	14.2	14.2
VOLKSWAGEN AG	VOW GR	161.75	87,257	(17.6)	3.4	7.1	6.4	22.68	25.22	3.9	11.2	0.8	0.8	11.9	11.7
DAIMLER AG	DAI GR	69.93	84,203	(40.5)	4.3	8.7	7.9	8.08	8.85	32.8	9.6	1.5	1.3	14.8	17.9
BMW	BMW GR	80.17	58,202	97.7	4.2	8.6	8.2	9.31	9.74	4.9	4.6	1.3	1.1	15.7	16.1
FORD MOTOR	F US	13.87	55,034	(28.1)	4.2	8.2	7.2	1.70	1.93	46.5	13.5	1.9	1.6	16.8	29.6
GENERAL MOTORS	GM US	29.44	46,633	(43.8)	4.7	6.5	5.8	4.50	5.06	47.4	12.6	1.3	1.1	11.5	20.9
HONDA MOTOR	7267 JP	3,679.50	55,571	69.4	2.4	11.8	10.8	313	339	(8.9)	16.9	1.0	0.9	10.8	8.9
NISSAN MOTOR	7201 JP	1,053.00	39,689	(21.8)	3.1	9.8	8.2	108	129	17.6	17.7	0.9	0.8	9.2	9.8
HYUNDAI MOTOR	005380 KS	146,500.00	27,423	45.2	2.6	5.6	5.4	26,057	26,990	(21.9)	3.6	0.6	0.6	13.9	11.2
TATA MOTORS LTD	TTMT IN	330.30	16,078	33.3	0.6	5.9	7.1	55.86	46.58	(0.1)	8.4	1.3	1.4	32.1	24.2
平均						8.2	7.6					1.2	1.1	15.1	16.4

资料来源: Bloomberg、元大

图 4：上汽- 12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料、元大

图 5：季度与年度损益表(合并)

(人民币百万元)	1Q2015A	2Q2015F	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	168,582	152,738	152,048	159,092	632,459	180,712	156,795	155,587	162,736	655,830
销货成本	(150,652)	(137,677)	(136,633)	(138,026)	(562,988)	(162,297)	(141,102)	(139,552)	(140,776)	(583,727)
营业毛利	17,930	15,061	15,414	21,066	69,471	18,416	15,692	16,035	21,960	72,102
营业费用	(13,410)	(11,464)	(11,972)	(15,160)	(52,006)	(13,553)	(12,018)	(12,469)	(15,505)	(53,545)
营业利润	4,520	3,597	3,442	5,906	17,465	4,863	3,674	3,566	6,454	18,558
业外利益	7,628	7,115	7,012	3,965	25,720	7,907	7,052	7,173	3,916	26,048
税前净利润	12,148	10,712	10,455	9,871	43,185	12,771	10,726	10,739	10,370	44,606
少数股东权益	(3,025)	(2,714)	(2,684)	(2,346)	(10,770)	(3,258)	(3,052)	(2,934)	(2,573)	(11,816)
所得税费用	(1,655)	(1,300)	(1,427)	0	(4,382)	(1,804)	(1,302)	(1,466)	(52)	(4,623)
归属母公司税后净利润	7,468	6,698	6,344	7,524	28,033	7,709	6,373	6,339	7,745	28,166
每股稀释盈余(元)	0.68	0.61	0.58	0.68	2.54	0.70	0.58	0.57	0.70	2.55
加权平均股数	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026
重要比率										
营业毛利率	10.6%	9.9%	10.1%	13.2%	11.0%	10.2%	10.0%	10.3%	13.5%	11.0%
营业利润率	2.7%	2.4%	2.3%	3.7%	2.8%	2.7%	2.3%	2.3%	4.0%	2.8%
税前净利润率	7.2%	7.0%	6.9%	6.2%	6.8%	7.1%	6.8%	6.9%	6.4%	6.8%
有效所得税率	13.6%	12.1%	13.7%	0.0%	10.1%	14.1%	12.1%	13.7%	0.5%	10.4%
季增率(%)										
营业收入	7.0%	(9.4%)	(0.5%)	4.6%	1.0%	13.6%	(13.2%)	(0.8%)	4.6%	3.7%
营业利润	(20.8%)	(20.4%)	(4.3%)	71.6%	4.5%	(17.7%)	(24.5%)	(2.9%)	81.0%	6.3%
税后净利润	(1.3%)	(10.3%)	(5.3%)	18.6%	0.2%	2.5%	(17.3%)	(0.5%)	22.2%	0.5%
每股收益	(1.27%)	(10.31%)	(5.28%)	18.61%	0.21%	2.46%	(17.34%)	(0.53%)	22.17%	0.47%

资料来源：公司资料、元大预估

注：标 A 为元大汇整之历史数据

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金与短期投资	60,889	89,116	88,128	97,208	110,937
存货	24,951	30,915	38,766	30,046	41,301
应收帐款及票据	40,371	48,483	51,840	59,875	55,969
其他流动资产	62,944	63,671	58,308	58,308	58,308
流动资产	189,155	232,184	237,043	245,438	266,514
长期投资	48,356	59,386	66,274	71,724	77,211
固定资产	32,826	38,131	42,412	51,000	57,986
什项资产	46,866	43,940	69,142	68,245	67,360
其他资产	128,048	141,456	177,828	190,970	202,557
资产总额	317,203	373,641	414,871	436,408	469,072
应付帐款及票据	50,894	65,469	71,601	68,669	76,769
短期借款	50,246	54,101	57,261	57,261	57,261
什项负债	55,212	65,294	71,069	71,069	71,069
流动负债	156,352	184,865	199,932	196,999	205,099
长期借款	947	6,264	4,750	4,750	4,750
其他负债及准备	14,898	20,780	25,190	25,190	25,190
长期负债	15,845	27,044	29,940	29,940	29,940
负债总额	172,197	211,909	229,872	226,939	235,039
股本	11,026	11,026	11,026	11,026	11,026
资本公积	59,217	55,007	60,005	60,005	60,005
保留盈余	51,979	66,457	76,086	89,786	102,534
换算调整数	116	5,268	10,548	10,548	10,548
归属母公司之权益	122,337	137,757	157,664	171,365	184,113
少数股权	22,669	23,975	27,335	38,104	49,920
股东权益总额	145,006	161,732	184,999	209,469	234,033

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
本期净利润	33,528	35,584	38,251	38,803	39,983
折旧及摊提	6,729	5,073	4,953	5,912	6,823
本期营运资金变动	(11,286)	499	(5,076)	(2,248)	752
其他营业资产	(9,380)	(20,553)	(14,844)	(27,251)	(27,434)
营运活动之现金流量	19,591	20,603	23,284	15,216	20,123
资本支出	(16,009)	(15,659)	(14,320)	(13,604)	(12,923)
本期长期投资变动	3,372	24,490	24,774	21,801	21,948
其他资产变动	(4,387)	13,879	(15,747)	0	0
投资活动之现金流量	(17,023)	22,710	(5,293)	8,197	9,024
股本变动	(14,988)	(13,339)	(21,313)	(14,333)	(15,418)
本期负债变动	(1,632)	(2,432)	881	0	0
其他调整数	1,342	3,923	248	0	0
融资活动之现金流量	(15,277)	(11,848)	(20,185)	(14,333)	(15,418)
本期产生现金流量	(12,729)	31,314	(2,206)	9,080	13,729
自由现金流量	6,955	29,433	33,738	23,413	29,147

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	473,004	562,368	626,244	632,459	655,830
销货成本	(401,188)	(491,712)	(550,146)	(562,988)	(583,727)
营业毛利	71,816	70,656	76,097	69,471	72,102
营业费用	(45,743)	(53,075)	(59,382)	(52,006)	(53,545)
营业利润	26,073	17,581	16,715	17,465	18,558
利息收入	115	255	165	272	272
利息费用	0	0	0	0	0
利息收入净额	115	255	165	272	272
投资利益(损失)净额	15,429	25,456	27,835	27,251	27,434
其他业外收入(支出)净额	(1,462)	(1,799)	(2,025)	(1,803)	(1,658)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	40,156	41,493	42,689	43,185	44,606
所得税费用	(6,628)	(5,909)	(4,438)	(4,382)	(4,623)
少数股权净利	(12,776)	(10,780)	(10,277)	(10,770)	(11,816)
归属母公司之净利	20,752	24,804	27,973	28,033	28,166
税前息前折旧摊销前净利	32,802	22,654	21,668	23,377	25,380
每股收益 (RMB)	1.88	2.25	2.54	2.54	2.55
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	1.88	2.25	2.54	2.54	2.55

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
同比增长率 (%)					
营业收入	11.6	18.9	11.4	1.0	3.7
营业利润	(11.9)	(32.6)	(4.9)	4.5	6.3
税前息前折旧摊销前净	(12.2)	(30.9)	(4.4)	7.9	8.6
税后净利润	2.6	19.5	12.8	0.2	0.5
每股收益	2.62	19.53	12.78	0.21	0.47
盈利能力分析 (%)					
营业毛利率	15.2	12.6	12.2	11.0	11.0
营业利润率	5.5	3.1	2.7	2.8	2.8
税前息前 折旧摊销前净利率	6.9	4.0	3.5	3.7	3.9
税后净利润率	4.4	4.4	4.5	4.4	4.3
资产报酬率	10.5	10.3	9.7	9.1	8.8
净资产收益率	18.5	19.1	18.9	17.0	15.8
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	35.3	37.3	33.5	29.6	26.5
净现金(负债)权益比 (%)	6.7	17.8	14.0	16.7	20.8
利息保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
利息及短期债	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
流动比率 (倍)	1.2	1.3	1.2	1.2	1.3
速动比率 (倍)	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1
净负债 (RMB 百万元)	(9,696)	(28,750)	(26,117)	(35,197)	(48,926)
每股净值 (RMB)	11.10	12.49	14.30	15.54	16.70
估值指标 (倍)					
市盈率	9.2	7.7	6.8	6.8	6.8
股价自由现金流量比	27.4	6.5	5.7	8.1	6.5
市净率	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
股价税前息前折旧摊销 前净利比	5.8	8.4	8.8	8.2	7.5
股价营收比	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3

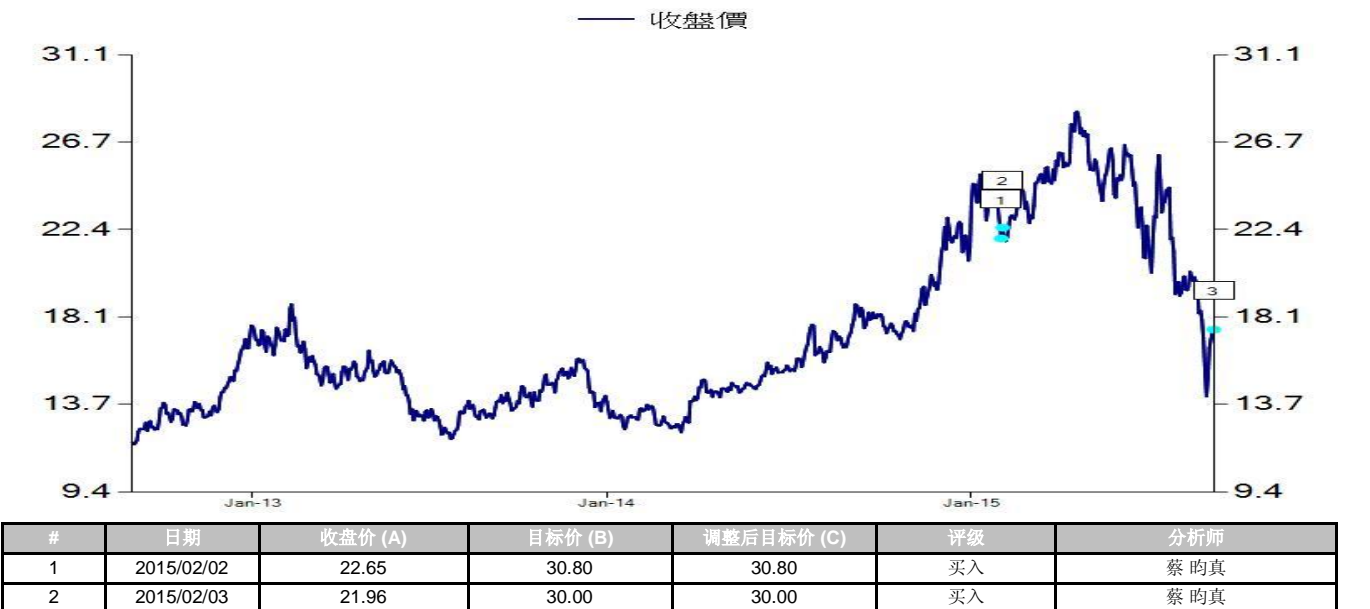
资料来源：公司资料、元大

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。

上汽集团 (600104 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