

**中国：金融**
**2016 年 09 月 19 日**
**投资建议：**
**买入 (初次报告)**
**目标价隐含涨/跌幅：23.6%**
**日期 2016/09/14**

收盘价	<b>RMB18.60</b>
十二个月目标价	<b>RMB23.00</b>
前次目标价	<b>RMBN.A.</b>
上海 A 股指数	<b>3026.1</b>

**信息更新：**

- ▶ 首次将华泰证券纳入研究范围，给予买入评级和目标价人民币 23 元，隐含 23.6% 的上涨空间。

**本中心观点：**

- ▶ 我们看好华泰在股票交易业务上的领先地位，资产管理和资本中介业务的快速增长以及投行业务的强大实力。

**公司简介：** 华泰证券提供证券经纪服务、研究咨询服务、投行和直接投资服务、固定收益服务和资产管理服务。

**股价相对上海 A 股指数表现**


市值 (A+H 股)	<b>US\$18,915.2 百万</b>
三个月平均日成交量 (H)	<b>US\$118.5 百万</b>
股份总数 (百万股) (A+H)	<b>7,162.8 百万</b>
A 股占总流通股数比例	<b>76%</b>
流通股比例 (H)	<b>100%</b>
大股东：持股比例	<b>江苏省国信资产管理集团有限公司, 17.5%</b>

**财务展望 (每股/元)**

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
收益	1.49	0.96	1.31	1.54
增长率 (%)	86.5	(35.6)	36.0	17.6
市盈率 (倍)	12.5	19.4	14.2	12.1
拨备前利润	2.00	1.28	1.73	2.04
市价对拨备前利润 (倍)	9.3	14.5	10.7	9.1
净值	11.28	12.06	12.25	12.80
市净率 (倍)	1.6	1.5	1.5	1.5
股利	0.35	0.48	0.57	0.65
股利收益率 (%)	1.9	2.6	3.0	3.5
平均总资产收益率 (%)	3.0	1.7	2.4	2.5
平均净资产收益率 (%)	17.5	8.5	11.2	12.8

**报告分析师：**
**元大研究部**
**+86 21 6187 3832**      **research@yuanta.com**

以下研究人员对本报告有重大贡献：

**朱家杰 CFA**
**+852 3969 9521**      **peter.kk.chu@yuanta.com**
**徐意辰**
**+86 21 6187 3821**      **yichenxu@yuanta.com**

## 华泰证券 (601688 CH)

### 证券行业的领导者

**首次纳入研究范围，给予买入评级和目标价人民币 23 元：**我们认为华泰在业内处于领先地位，系因 1) 公司实施“互联网+低佣金率”战略；2) 资产管理和资本中介业务快速增长；及 3) 投行业务实力强大。本中心目标价系基于市盈率（2017 年预估每股收益人民币 1.31 元的 18 倍）和市净率（2017 年预估每股净值人民币 12.25 元的 1.8 倍）估值，平均计算而得。

**经纪业务领先地位稳固：**由于华泰率先采用“互联网+低佣金率”战略，2015/16 年公司佣金率较行业均值低 40%/33%。我们认为证券行业的佣金率将继续下滑，而华泰的佣金率有望先于同业触底，其佣金收入下行压力有限。根据本中心在第 4 页的假设，华泰 2016/17 年证券交易收入将下滑 42%/增长 12%，表现优于同业平均下滑 54%/21%。

**资产管理和资本中介业务将成为新的盈利增长动能：**华泰将继续扩张资产管理和资本中介业务（例如融资融券和股票质押）。随着资管需求增加（我们预计三年复合增长率为 35%）以及资本中介市场持续扩张，我们预计 2016/17 年华泰资产管理/资本中介业务将占总营收的 31%/33%（2015 年仅为 24%）。

**并购业务领先；受益于国企改革和供给侧改革：**随着中国政府大力推进国企改革和供给侧改革，并购活动日益活跃，我们认为华泰将是并购交易增加的主要受益者。我们预计 2016/17 年公司投行业务收入将同比增长 40%/30%，占总营收的 13%/13%（2015 年仅为 6%）。

**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。本报告为摘要版；请联系本中心取得原始英文版。

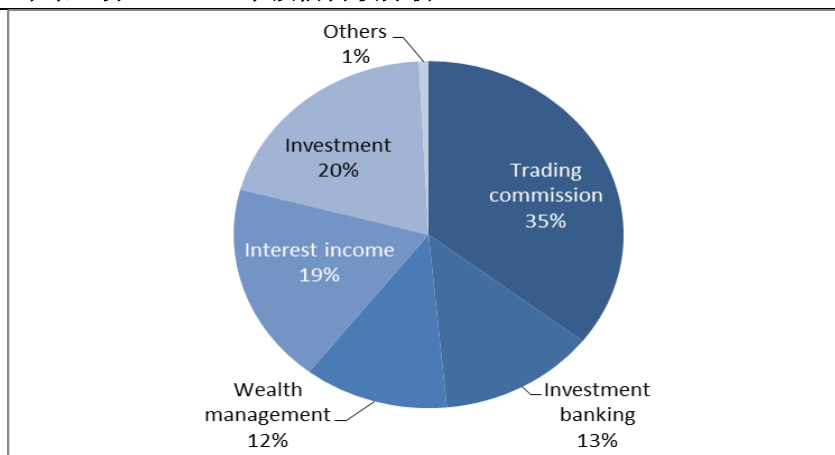
我们估计 2016/17/18 年税后净利润将同比下滑 33.3%/同比增长 36.9%/同比增长 17.6%至人民币 72 亿/99 亿/116 亿元

## 盈利展望与股票估值

本中心将华泰证券纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 23 元。本中心目标价系根据市盈率估值法 (18 倍 2017 年预估每股收益人民币 1.31 元) 及市净率估值法 (1.8 倍 2017 年预估每股净值人民币 12.25 元)，取其平均而得。我们预估华泰表现将优于同业，系因 1) 其佣金率将持续助其扩大市场份额，且有望先于同业触底；2) 公司资本中介及资产管理业务前景向好；及 3) 其并购业务占有领先地位。

我们估计公司 2016/17/18 年净利润将同比下滑 33.3%/同比增长 36.9%/同比增长 17.6%至人民币 72 亿/99 亿/116 亿元。盈利预估系基于 2016/17/18 年净手续费收入增长-37%/29%/9%，净利息收入增长-21%/37%/20%，及投资收益增长-34%/48%/13%。由于股市剧烈波动，2015 年日平均成交额逾人民币 1 万亿元创历史新高，华泰 2015 年净利润同比增长 139%。我们预期华泰 2016 年盈利将负增长，系因其日平均成交额不太可能维持在先前的高位。

图 1：华泰证券 - 2016 年预估营收分析



资料来源：元大

## 股票估值

目标价人民币 23 元，隐含预估市净率 1.8 倍，市盈率 18 倍

本中心目标价系根据同业 2017 年平均预估市盈率 18 倍及市净率 1.8 倍推估而得。本中心 2017 年预估每股收益及每股净值分别为人民币 1.31/12.25 元。

图 2：华泰估值

市盈率	2017 估	市净率	2017 估
盈利 (人民币百万)	9,859	账面价值(人民币百万)	87,311
加权平均股数 (百万股)	7,163	加权平均股数 (百万股)	7,163
目标市盈率	18 倍	目标市净率	1.8 倍
每股收益 (人民币)	1.31	每股净值(人民币)	12.25
目标价 (人民币)	23.58	目标价(人民币)	22.04
市盈率及市净率估值法平均目标价	22.81		

资料来源：公司资料、元大预估

图 3：同业估值比较表

公司	代码	股价(人民币)	市值(人民币十亿)	市净率 (x)		市盈率 (x)		平均净资产收益率 (%)	
				2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
<b>华泰证券</b>	<b>601688.SH</b>	<b>18.6</b>	<b>125</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>20.7</b>	<b>17.0</b>	<b>8.0</b>	<b>9.3</b>
中信证券	600030.SH	16.2	192	1.4	1.3	16.3	14.2	8.4	9.9
海通证券	600837.SH	15.9	168	1.7	1.5	19.9	15.7	8.6	10.2
国信证券	002736.SZ	16.4	134	2.9	2.7	21.1	19.6	14.9	14.9
国泰君安	601211.SH	18.1	138	1.5	1.3	13.1	13.3	10.9	12.3
申万宏源	000166.SZ	6.2	124	2.3	2.1	20.0	17.0	12.3	13.5
广发证券	000776.SZ	16.1	120	1.6	1.4	14.9	16.3	10.8	12.4
招商证券	600999.SH	17.2	100	2.0	1.8	17.1	13.9	12.0	13.1
东方证券	600958.SH	16.3	92	2.8	2.4	24.1	20.0	12.1	13.1
光大证券	601788.SH	16.2	71	1.7	1.6	20.4	16.7	8.4	9.5
方正证券	601901.SH	7.3	60	1.8	1.7	24.0	22.5	7.6	7.7
兴业证券	601377.SH	7.6	51	1.7	1.6	21.9	17.4	9.0	10.2
西南证券	600369.SH	7.3	41	2.1	2.0	24.2	21.2	8.8	9.9
东吴证券	601555.SH	12.9	39	2.1	1.9	25.0	22.0	8.4	9.8
国金证券	600109.SH	12.6	38	2.4	2.2	24.8	20.3	10.1	11.4
<b>平均</b>				<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>21</b>	<b>18</b>	<b>10.0</b>	<b>11.2</b>

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg

注：股价系根据 2016 年 9 月 19 日收盘价

### 本中心投资建议面临之风险

投资人需考虑的主要风险如下：

- ▶ 日平均成交额低于预期。
- ▶ 市场复苏慢于预期，导致救市资金可能亏损。
- ▶ 市场信心弱于预期，导致融资融券交易业务萎缩。
- ▶ 全球宽松政策失败，导致金融危机。

## 投资理由

### 市场份额持续领先

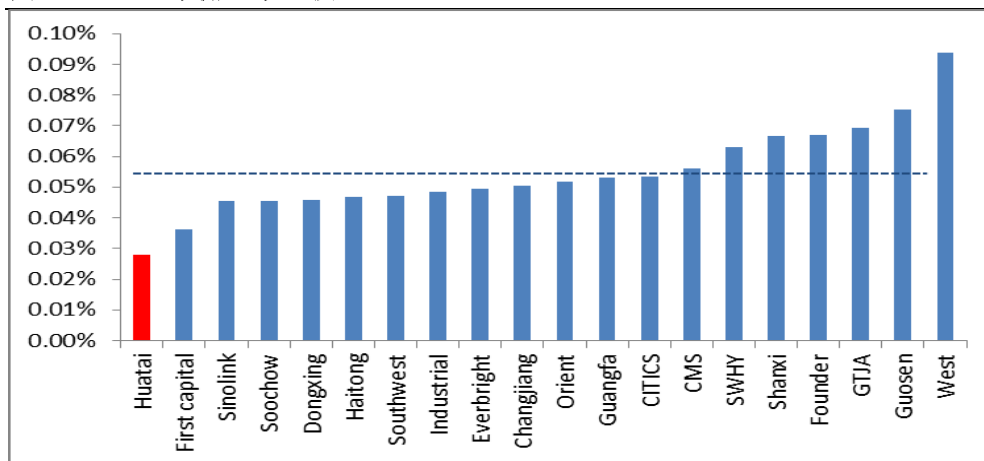
自 2013 年率先采用“互联网+低佣金率”策略后，华泰证券的股票与基金交易市占率已跃居券商龙头。截至 2015 年，公司股票与基金交易市占率达 8.4%，拉开与其最接近的竞争对手(中信证券，6.43%)的差距。由于华泰佣金率仍较同业低 40%，本中心预估其市占率将持续提升。

### 华泰佣金率可能率先触底；佣金率下滑趋势对华泰影响较小

华泰自 2013 年起大幅下调佣金率后，其佣金率始终为上市券商中最低。在华泰调降佣金率后，其他券商纷纷跟进。如图 5 所示，本中心预估华泰 2016/17 年佣金率约为 0.027%/0.026%，较行业均值 0.040%/0.030%低 33%/15%。因此，华泰的佣金率将几乎持平，而 2016/17 年行业均值可能下滑 30-35%。

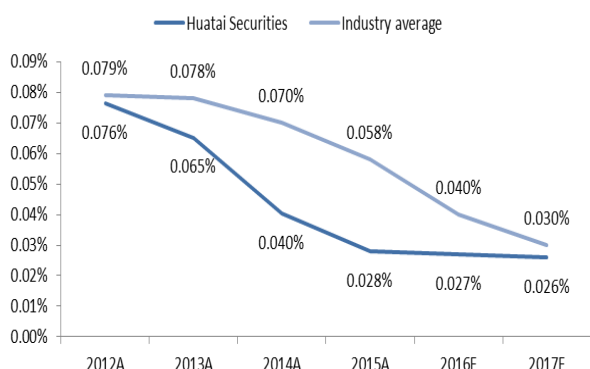
华泰自 2013 年起大幅下调佣金率后，其佣金率始终为上市券商中最低

图 4：2015 年佣金率比较



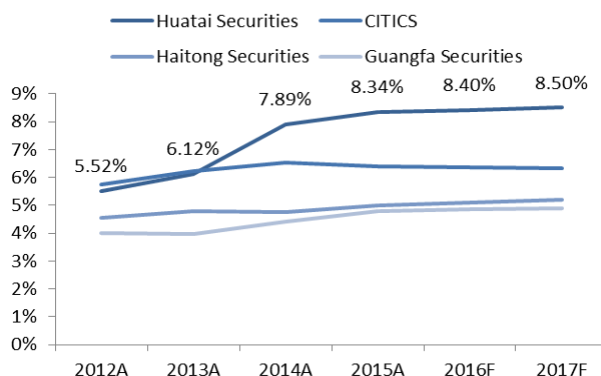
资料来源：东方财富 Choice 数据、元大

图 5：佣金率比较



资料来源：Wind、公司数据、东方财富 Choice 数据、元大

图 6：市占率比较

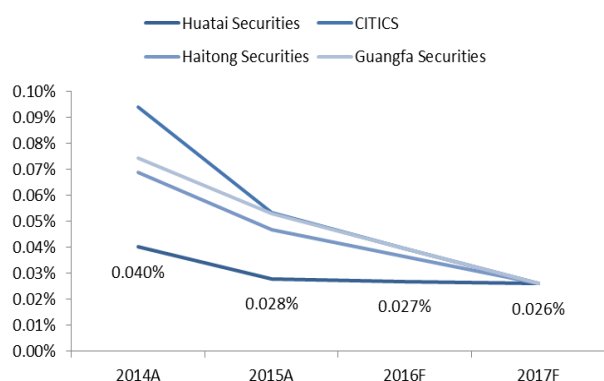


资料来源：Wind、公司资料、元大

## 2016/17 年证券交易收入预估

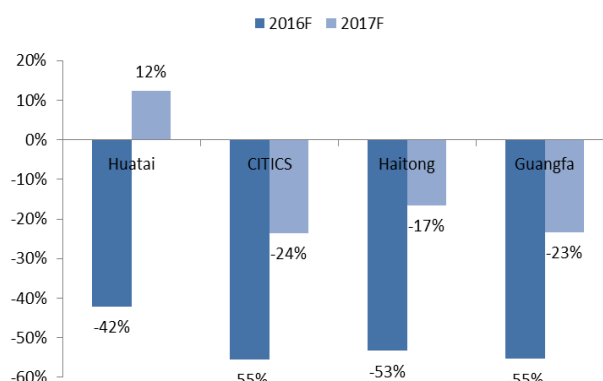
我们以中信证券、海通证券和广发证券作为对照。他们均为一线券商，因此相互之间具有可比性。假设 2016/17 年 A 股日平均成交额为人民币 6,000 亿元 / 7,000 亿元（2015 年为人民币 1 万亿元），上述三家券商均将佣金率降至与华泰相同且各自市场份额维持 2015 年水平。由于 2015 年日平均成交额基数较高，加上佣金率下滑，佣金收入将承压，华泰 2016/17 年证券交易收入将下滑 42%/增长 12%，表现优于同业平均下滑 54%/21%。

图 7：佣金率假设



资料来源：Wind、元大

图 8：证券交易收入



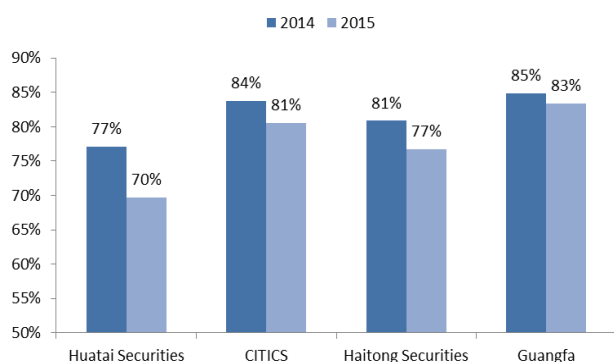
资料来源：Wind、元大

得益于先发优势以及线上平台的持续升级，华泰可主动降低经纪业务佣金率，快速扩大客户群

## 业内领先的互联网平台提高成本效益

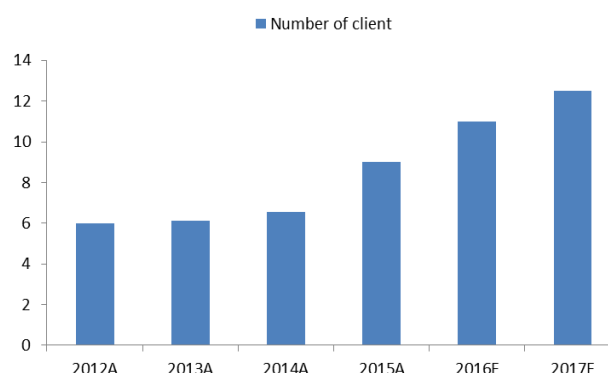
2007 年起，华泰开始研发线上平台并推出首个移动资产管理终端“涨乐财富通”。得益于先发优势以及线上平台的持续升级，华泰主动降低经纪业务佣金率，快速扩大客户群。截至 2016 年 1 季度华泰客户经理和经纪人数量从 2012 年 4 季度的 6,453 人减少逾 30% 至 4,903 人，大幅削减营销费用，并抵消了佣金率下滑的负面影响。如图 5 和图 9 所示，尽管 2014/15 年华泰佣金率较同业低 42.5%/51.7%，其同期毛利率仅比同业低 7 个百分点/13 个百分点。

图 9:2014/15 年经纪交易业务毛利率



资料来源：Wind、元大

图 10：客户群持续增长（百万人）



资料来源：Wind、元大

## 资产管理和资本中介业务将成为新的盈利增长动能

据管理层透露，华泰将继续扩张资产管理和资本中介业务（例如融资融券、股票质押和回购）。2015 年公司资产管理和资本中介业务合计占总营收的 24%。我们预计 2016/17 年这两项业务将占华泰总营收的 31%/33%，原因是 1) 2013 年以来这两项业务增速均高于其他业务；及 2) 2015 年股市异常波动推升华泰经纪和自营交易收入，2016/17 年该业务收入或将缩水。

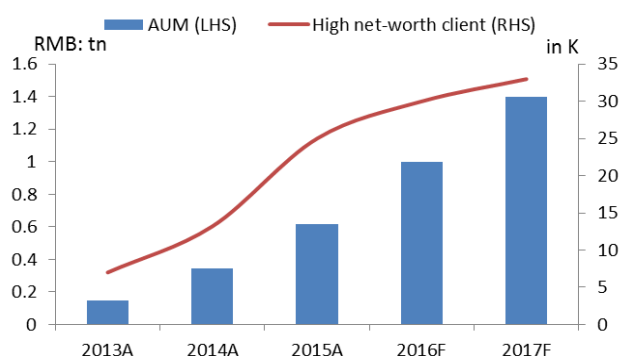
**2015 年公司资产管理和资本中介业务合计占总营收的 24%**

## 资产管理需求升温

由于涨乐财富通大获成功，截至 2015 年末华泰的客户群规模超出 900 万，且高净值客户数量迅速增长。根据华泰官方数据，2016 年 1 季度其高净值客户环比增加 50%至 2 万人，我们预计 2016 年末该数字将达 2.5 万人。公司资产管理规模（AUM）较 2013 年的人民币 0.15 万亿元增长逾三倍至 2015 年的人民币 0.62 万亿元，我们预计 2016/17 年华泰 AUM 的平均年增速为 30%。因此，2016/17 年公司资产管理业务收入将增长 30%/25%。

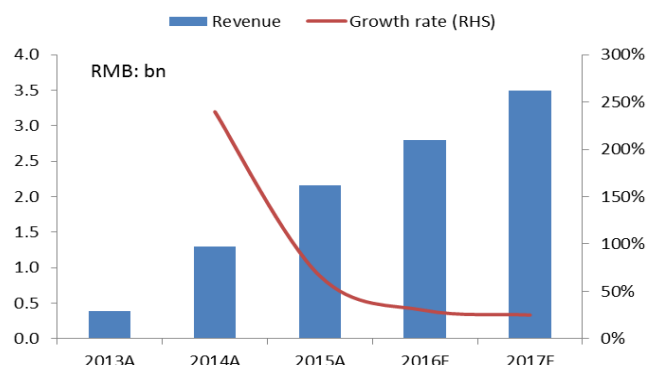
**2016 年 1 季度其高净值客户环比增加 50%至 2 万人，我们预计 2016 年末该数字将达 2.5 万人**

图 11：高净值客户和 AUM 提高



资料来源：公司资料、元大

图 12：资产管理业务收入



资料来源：公司资料、元大

## 收购 AssetMark 提升资产管理业务实力，启动全球扩张

2016 年 4 月 11 日，华泰收购美国第三大统包资产管理平台（TUMP）AssetMark。尽管 2015 年 AssetMark 净利润和净资产约为 985 万美元/1.38 亿美元，对华泰净利润和净资产的影响微不足道，但我们认为 AssetMark 的经验、专业知识和业务模式将有利于华泰资产管理业务的未来发展。另外，收购 AssetMark 可使华泰具备领先的 IT 平台，以及在海外市场的扩张机会。

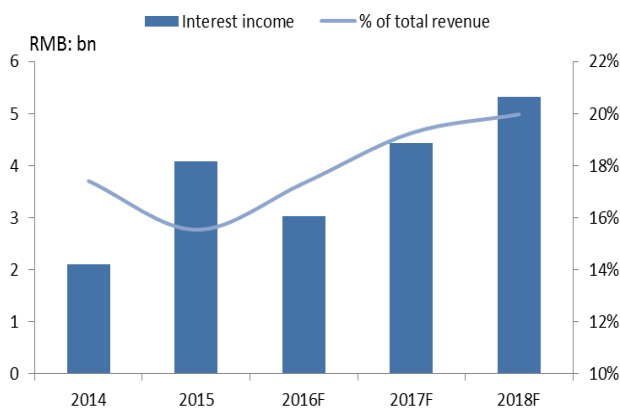
由于华泰全力发展资本中介业务，我们预计该业务收入将占 2016/17 年总营收的 19%/20%

### 注资推动华泰资本中介业务发展

据管理层介绍，华泰仍将把发展资本中介业务（例如融资融券、股票质押和回购）视为首要任务。华泰向资本中介业务注入约人民币 500 亿元，资金来自其香港 IPO 和公司债发行。我们认为公司的资本中介业务（尤其是融资融券和股票质押）仍处于高速增长期，我们预计该业务的利息收入将占 2016/17 年总营收的 19%/20%。

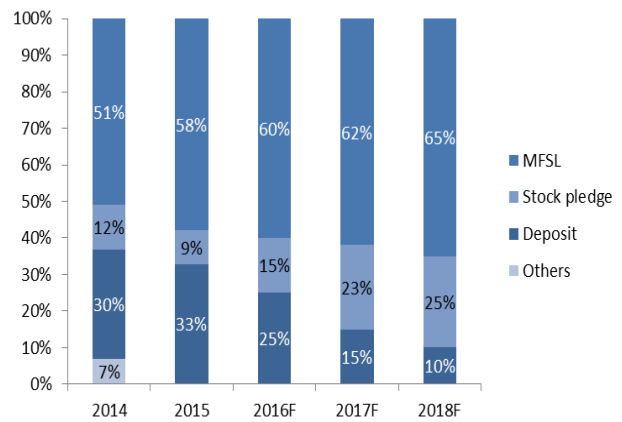
如图 14 所示，我们预计华泰融资融券以及股票质押业务的利息收入将持续增长，2018 年将增至 90%，带动 2017/18 年利息收入分别同比增长 46%/20%。由于市场杠杆较高推高 2015 年基数，我们预计公司 2016 年利息收入增速下滑（公司融资融券余额 2015 年高达人民币 2 万亿元，2016 年上半年约为人民币 0.86 万亿元）。

图 13：利息收入持续增长



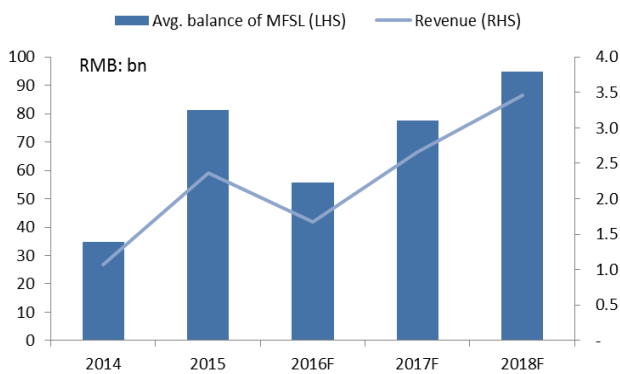
公司资料：Wind、元大

图 14：利息收入分布



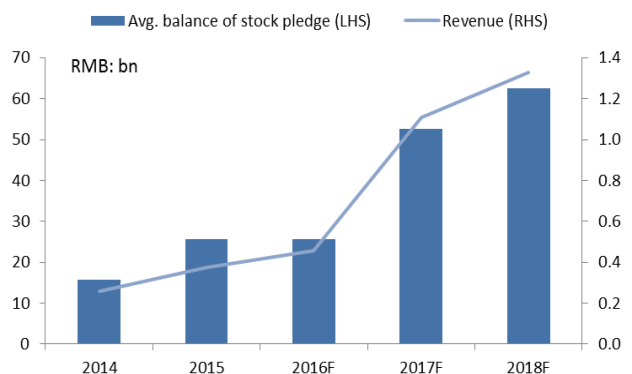
资料来源：公司资料、元大

图 15：融资融券营收



公司资料：Wind、元大

图 16：股票质押营收



公司资料：Wind、元大

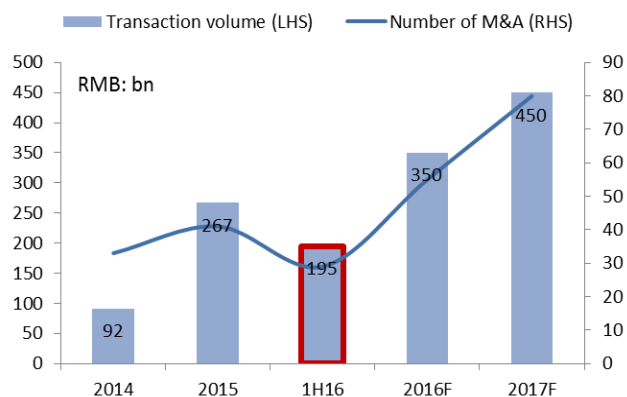
我们预计资产管理及资本中介业务将成为华泰主要收入来源

随着华泰战略性聚焦资产管理及资本中介业务，我们预计这两项业务 2016/17 年将分别贡献 35%/35% 的营收，同比增速为 -4.5%/39.6%（2016/17 年总营收增速分别为 -25%/37%）。

## 并购市场领先；受益于国企改革及供给侧改革

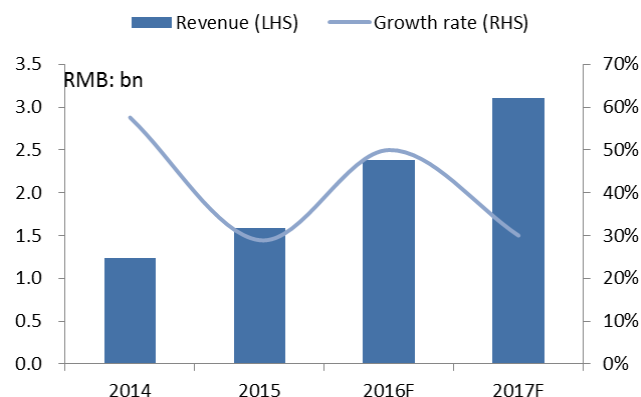
管理层表示，华泰投资银行业务的核心竞争力是以并购业务为主的金融咨询业务。华泰并购业务量 2015 年全国第一，市场份额达 12.18%。我们预计其并购业务将继续增长，系因政府正推进国企改革及供给侧改革，华泰将成为并购交易增加的主要受益者。另外，我们预计不断增加的并购交易将推高公司投行业务营收。华泰投行业务营收 2016 年 1 季度同比增长 152%。我们预计 2016/17 年投行业务营收将分别同比增长 40%/30%，占总营收比例为 13%/13%（2015 年仅为 6%）。

图 17：并购交易不断增加



公司资料：Wind、元大

图 18：投行业务营收



公司资料：Wind、元大

华泰并购交易市场份额持续扩大。公司积极参与行业整合，有选择地发展成长潜力大的客户并在整个发展周期中满足客户的金融服务需求，有鉴于此，公司获得市场领先地位以及良好的声誉，其市场份额也从 2014 年的 7.77% 升至 2015 年以及 2016 上半年的 12.18%/15.56%。

图 19：截至 2016 年上半年，华泰并购市场份额领先

排名	公司简称	交易量	交易金额(十亿)	市场份额 (%)
1	华泰	29	195.3	15.6
2	中信证券	13	173.6	13.8
3	中金公司	10	164.8	13.1
4	西南证券	19	93.5	7.5
5	广发证券	17	68.8	5.5
6	招商证券	10	57.4	4.6
7	中信建投	15	56.7	4.5
8	海通证券	9	47.8	3.8
9	国信证券	13	38.4	3.1
10	瑞银	3	35.9	2.9

公司资料：Wind、元大

## 国企和供给侧改革带来更多机会

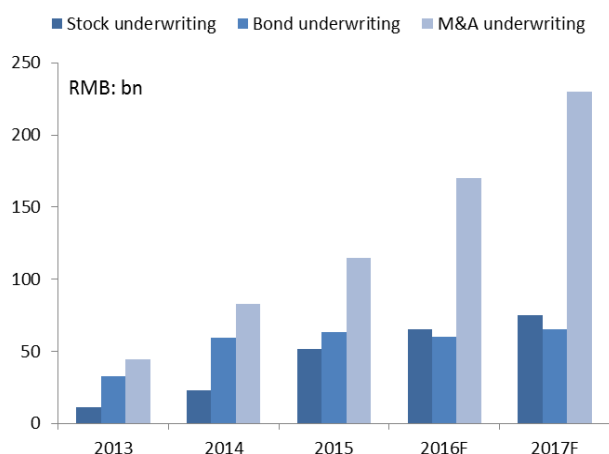
中国政府继续推进国企及供给侧改革。继 7 月宝钢及武钢宣布合并后，我们认为中国经济去杠杆及工业升级步伐将继续。我们预计许多大型国企改革机会将浮现，尤其是在未来两年。因此，我们预计总的并购交易金额将增加，华泰将会是主要受益者，其 2016/17 年投行收入将分别同比增长 50%/30%。

## 投行业务发展势头良好

2015 年，华泰不仅并购业务国内第一，其股票承销金额也领先同业。由于政府正推动资本由虚入实，我们认为未来（尤其是 2016-18 年）将有更多证券承销机会。

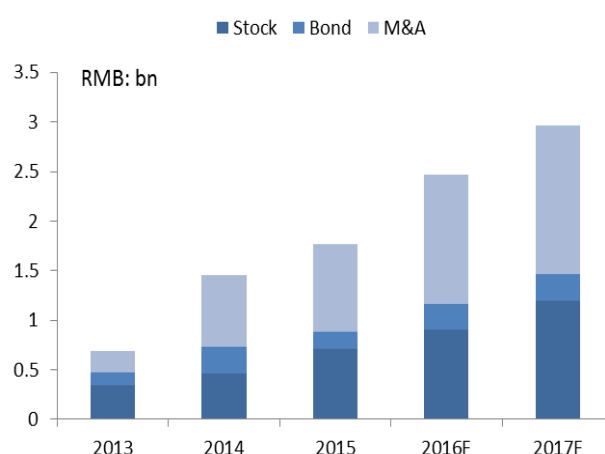
虽然 A 股新股发行注册制改革及战略新兴板延后推出，但我们认为其或将于 2017/18 年推出，因此有望提振华泰国内新股及新三板承销收入。我们预计华泰 2017/18 年股票承销收入分别增长 33%/30%。但考虑到 2015 年的牛市或将在 2016 年降温，以及政府强调去杠杆（尤其是针对问题行业）将累及债券市场，我们预计 2016 年债券承销金融不会增长。

图 20: 承销金融



资料来源：公司资料、元大

图 21: 承销收入



资料来源：公司资料、元大

## 资产负债表

年初至 Dec 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
现金及等价	108,082	171,203	149,628	169,719	194,757
央行及同业资产	64,637	67,432	45,446	53,165	59,838
交易性 投资	56,000	131,238	85,886	96,666	108,798
可供出售到期投资	9,281	38,124	41,800	51,783	62,943
客户贷款总额	0	0	0	0	0
贷款损失准备	0	0	0	0	0
其他资产	198,308	347,059	292,235	332,740	381,181
生息资产	73,918	105,556	87,246	104,948	122,780
加权风险资产	0	0	0	0	0
总资产	272,226	452,615	379,481	437,688	503,961
客户存款	0	0	0	0	0
同业负债	1,500	3,000	0	0	0
债券	46,271	74,598	57,512	64,730	72,855
其他负债	132,842	260,295	214,328	260,516	310,671
计息负债	97,439	110,791	77,842	88,513	100,677
总负债	230,282	371,086	292,169	349,030	411,348
少数股东权益	646	744	935	935	935
母公司股东权益	41,299	80,785	86,376	87,723	91,678
每股净值 (RMB)	5.77	11.28	12.06	12.25	12.80
期末股数 (百万股)	7,162.8	7,162.8	7,162.8	7,162.8	7,162.8

资料来源: 公司资料、元大

## 损益表

年初至 Dec 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
利息净收入	3,360	4,081	3,242	4,438	5,319
非利息收入	9,948	22,180	14,120	19,168	21,430
营业收入	13,308	26,262	17,362	23,606	26,749
营业支出	(6,196)	(11,919)	(8,197)	(11,197)	(12,152)
拨备前利润	7,112	14,343	9,165	12,409	14,597
贷款减值损失	0	0	0	0	0
其他资产减值损失	(18)	(73)	1	(9)	(9)
营业利润	7,094	14,270	9,165	12,400	14,588
业外项目	0	0	0	0	0
税前利润	7,160	14,263	9,334	12,640	14,868
所得税费用	(1,371)	(3,466)	(2,135)	(2,781)	(3,271)
属少数股东净利润	(54)	(101)	(315)	(493)	(580)
属母公司股东净利润	5,735	10,697	6,884	9,366	11,017
红利	3,538	2,520	3,451	4,059	4,668
每股收益(RMB)	0.80	1.49	0.96	1.31	1.54
有效税率 (%)	19.1	24.3	22.9	22.0	22.0
每股股利 (RMB)	0.49	0.35	0.48	0.57	0.65
分红比例 (%)	61.7	23.6	50.1	43.3	42.4

资料来源: 公司资料、元大

## 杜邦分析

至 12 月 31 日 (占平均资产比重)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
利息净收入	1.81	1.13	0.78	1.09	1.13
非利息收入	5.37	6.12	3.39	4.69	4.55
营业收入	7.18	7.25	4.17	5.78	5.68
营业支出	3.34	3.29	1.97	2.74	2.58
拨备前利润	3.84	3.96	2.20	3.04	3.10
资产减值损失	0.01	0.02	0.00	0.00	0.00
营业利润	3.83	3.94	2.20	3.03	3.10
营业外项目	0.01	0.02	0.00	0.04	0.05
税前利润	3.87	3.94	2.24	3.09	3.16
所得税费用	0.74	0.96	0.51	0.68	0.69
属少数股东及首选股股利	0.03	0.03	0.08	0.12	0.12
总资产收益率 (%)	2.44	2.98	1.73	2.41	2.46
杠杆倍数 (倍)	4.81	5.94	4.98	4.69	5.25
净资产收益率 (%)	11.57	17.49	8.53	11.21	12.79

资料来源: 公司资料、元大

## 增长动能

至 12 月 31 日 (%)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
存款增长率	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
放款增长率	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
净利息收益率	6.72	4.55	3.36	4.62	4.67
净利息收入增长率	61.20	21.48	(20.58)	36.90	19.86
手续费收入增长率	40.29	114.58	(36.54)	28.58	8.95
非利息收入增长率	70.33	122.95	(36.34)	35.75	11.80
非利息收入比营业收入	74.75	84.46	81.33	81.20	80.12
营业收入增长率	67.93	97.34	(33.89)	35.96	13.31
成本收入比	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业支出增长率	44.94	92.36	(31.22)	36.59	8.53
拨备前利润增长率	94.85	101.68	(36.11)	35.40	17.63
贷款减值损失/平均贷款总额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失/平均生息资产	0.04	0.08	0.00	0.01	0.01
营业利润增长率	93.09	101.15	(35.77)	35.29	17.64
净利润增长率 (属母公司股东)	93.10	86.50	(35.64)	36.05	17.62
每股收益增长率	210.06	86.50	(35.64)	36.05	17.62
每股股利增长率	102.91	(28.79)	36.94	17.62	15.00

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。

### 华泰证券 (601688 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	223	47%
持有-超越同业	116	24%
持有-落后同业	44	9%
卖出	12	3%
评估中	79	17%
限制评级	1	0%
总计:	475	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

© 2016 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