

TCL 集团

华星光电塑造产业链一体化优势，继续做强面板产业

业绩回顾

1H17 业绩符合预期

TCL 集团公布 2017 年中期业绩：营业收入 522 亿元，同比增长 7.9%；归属母公司净利润 10.3 亿元，同比增长 70.7%，对应每股盈利 0.085 元。

发展趋势

公司业绩增长驱动力主要来自于华星光电。受益于面板价格高企以及公司产能扩张，华星光电 1H17 收入同比增长 49%，EBITDA 54.8 亿元，同比增长 150%。华星光电未来会继续大规模产能扩张，融资需求大。由于在 A 股无法独立上市，公司计划将终端产品业务整合到香港上市公司平台，TCL 集团承担华星光电融资品牌的作用。

增发收购华星光电少数股东权益：1) 公司将通过增发收购华星光电少数股东权益 10.04%，增发价格 3.10 元/股，标的估值 40.34 亿元。2) 项目完成后公司股本增加 11%，但将持有华星光电 85.71% 股权，由于剩余股权分别由国家和广东省产业基金实际以优先股方式持有，公司将实际 100% 持有华星光电。3) 增发小幅增厚公司业绩。

减员增效，精简业务：1) 2016 年末以来，公司裁员约 1 万人，节约了费用。2) 公司正在剥离非核心业务并回收资金。近三年剥离非核心业务子公司 32 家，未来 2 年计划将二级公司从 50 家减少到 30 家以内。

公司未来的重点是解决未来华星光电融资发展的问题。此外，下滑严重的手机业务让人担心。

盈利预测

公司减员增效，精简业务的策略有助于提升效率。在液晶电视上拥有的产业链一体化优势会继续带动彩电业务。我们将 2017、2018 年每股盈利预测分别从人民币 0.19 元与 0.21 元上调 8% 与 9% 至人民币 0.21 元与 0.23 元。

估值与建议

目前，公司股价对应 16.5x 2017e P/E。我们维持中性的评级和人民币 3.43 元的目标价。

风险

面板价格波动。

何伟

分析员

wei3.he@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080512010001

SFC CE Ref: BBH812

姜雪峰

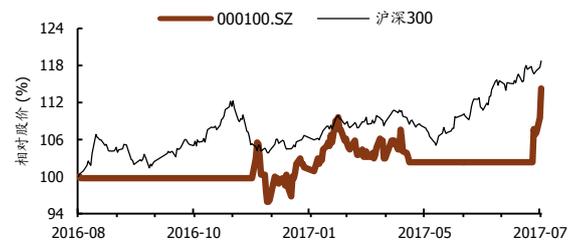
分析员

xuefeng.jiang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080517060001

维持中性

股票代码	000100.SZ
评级	中性
最新收盘价	人民币 3.83
目标价	人民币 3.43
52 周最高价/最低价	人民币 3.95~3.20
总市值(亿)	人民币 468
30 日日均成交额(百万)	人民币 825.97
发行股数(百万)	12,214
其中：自由流通股(%)	74
30 日日均成交量(百万股)	225.57
主营行业	家电及相关



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	104,579	106,474	118,989	126,608
增速	3.5%	1.8%	11.8%	6.4%
归属母公司净利润	2,567	1,602	2,565	2,827
增速	-19.4%	-37.6%	60.1%	10.2%
每股净利润	0.21	0.13	0.21	0.23
每股净资产	1.98	1.86	1.99	2.15
每股股利	0.08	0.08	0.08	0.12
每股经营现金流	0.61	0.66	-0.06	0.54
市盈率	18.2	29.2	18.2	16.5
市净率	1.9	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	8.5	9.3	8.0	7.0
股息收益率	2.1%	2.1%	2.1%	3.0%
平均总资产收益率	2.5%	1.2%	1.8%	2.0%
平均净资产收益率	12.1%	6.8%	10.9%	11.2%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
利润表					成长能力				
营业收入	104,579	106,474	118,989	126,608	营业收入	3.5%	1.8%	11.8%	6.4%
营业成本	87,283	88,470	97,135	103,859	营业利润	-36.6%	-90.4%	N.M.	17.1%
营业税金及附加	469	506	651	693	EBITDA	-6.7%	7.5%	15.4%	8.6%
营业费用	9,032	9,628	10,471	10,762	净利润	-19.4%	-37.6%	60.1%	10.2%
管理费用	6,793	8,492	8,924	8,863	盈利能力				
财务费用	967	816	1,261	1,542	毛利率	16.5%	16.9%	18.4%	18.0%
其他	1,768	2,406	1,940	2,154	营业利润率	1.3%	0.1%	2.1%	2.3%
营业利润	1,341	129	2,519	2,950	EBITDA 利润率	8.4%	8.8%	9.1%	9.3%
营业外收支	2,535	2,688	1,700	1,700	净利润率	2.5%	1.5%	2.2%	2.2%
利润总额	3,869	2,797	4,219	4,650	偿债能力				
所得税	639	659	1,013	1,116	流动比率	1.00	1.13	1.21	1.28
少数股东损益	663	535	641	707	速动比率	0.83	0.94	1.02	1.09
归属母公司净利润	2,567	1,602	2,565	2,827	现金比率	0.28	0.39	0.28	0.28
EBITDA	8,737	9,389	10,833	11,768	资产负债率	66.3%	68.9%	65.0%	65.2%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	15,340	26,395	17,848	18,991	回报率分析				
应收账款及票据	21,581	23,618	25,535	27,089	总资产收益率	2.5%	1.2%	1.8%	2.0%
预付款项	657	887	789	889	净资产收益率	12.1%	6.8%	10.9%	11.2%
存货	9,029	12,825	11,788	12,899	每股指标				
其他流动资产	7,142	12,198	19,937	27,417	每股净利润 (元)	0.21	0.13	0.21	0.23
流动资产合计	53,749	75,922	75,899	87,285	每股净资产 (元)	1.98	1.86	1.99	2.15
固定资产及在建工程	37,546	46,368	43,439	40,298	每股股利 (元)	0.08	0.08	0.08	0.12
无形资产及其他长期资产	6,066	6,950	5,643	5,412	每股经营现金流 (元)	0.61	0.66	-0.06	0.54
非流动资产合计	0	0	0	0	估值分析				
资产合计	111,755	147,137	137,188	145,235	市盈率	18.2	29.2	18.2	16.5
短期借款	15,118	15,791	12,956	9,997	市净率	1.9	2.1	1.9	1.8
应付账款及票据	0	0	0	0	EV/EBITDA	8.5	9.3	8.0	7.0
其他流动负债	38,855	51,502	49,892	58,242	股息收益率	2.1%	2.1%	2.1%	3.0%
流动负债合计	53,973	67,293	62,848	68,240					
长期借款和应付债券	14,433	28,141	20,648	20,648					
非流动负债合计	20,153	34,097	26,364	26,447					
负债合计	74,125	101,390	89,212	94,687					
股东权益合计	24,210	22,765	24,353	26,218					
少数股东权益	13,419	22,982	23,623	24,330					
负债及股东权益合计	111,755	147,137	137,188	145,235					
现金流量表									
净利润	3,230	2,138	3,207	3,534					
折旧和摊销	3,900	5,249	5,153	5,376					
营运资本变动	-327	5,525	-8,966	-1,991					
其他	-252	-1,330	-539	-458					
经营活动现金流	7,394	8,028	-674	6,555					
投资活动现金流入	15,995	18,770	8,612	1,967					
投资活动现金流出	35,493	37,366	-908	-2,000					
投资活动现金流	-19,498	-18,596	7,704	-33					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	46,623	61,205	0	0					
其他	0	0	-10	84					
筹资活动现金流	13,767	21,934	-15,577	-5,379					
汇率变动对现金的影响	556	-357	0	0					
现金净增加额	2,219	11,009	-8,547	1,143					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

TCL 集团是中国最大的、全球性规模经营的消费类电子企业集团之一。公司已形成彩电、手机、面板、白色家电四大产业。公司是民营企业，结构复杂，控股 TCL 多媒体 (1070.HK)、TCL 通讯 (2618.HK)、通力电子 (1249.HK) 三家上市公司。公司历史上收购过汤姆逊、阿尔卡特等知名的国外企业，但由于初期整合不利，遭受过重大挫折。



图表 1: 年度财务总览

(百万人民币)	1H17A	YoY	HoH	2017E	1H as % of FY
营业收入	52,175	7.9%	-10.3%	118,989	43.8%
毛利	10,881	49.0%	1.6%	21,853	49.8%
营业利润	2,116	NA	368.0%	2,519	84.0%
归母净利润	1,034	70.7%	3.8%	2,565	40.3%
全面摊薄每股收益 (元)	0.08	70.7%	3.8%	0.21	40.3%
毛利率	20.9%	5.7ppt	2.4ppt	18.4%	
营业利润率	4.1%	4.7ppt	3.3ppt	2.1%	
净利润率	2.0%	0.7ppt	0.3ppt	2.2%	

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 2: 公司主要产品出货指标

产业	产品 (百万台)	2017.1-6	2016.1-6	YoY (%)
多媒体电子	LCD 电视 (包括商用显示器)	9.60	8.56	12%
	其中: 智能网络电视	6.12	4.08	50%
	智能网络电视激活用 户数 (期末累计数)	3.01	2.63	14%
	智能网络电视日均活 跃用户数	8.89	5.84	52%
移动通讯	移动电话	21.16	33.16	-36%
	其中: 智能手机	NA	17.42	NA
家电集团	空调	5.61	4.19	34%
	冰箱	0.87	0.93	-7%
	洗衣机	0.87	0.75	16%
华星光电	液晶玻璃基板产量 (2200mm*2500mm)	1.63	1.24	31%

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部



图表3：季度财务数据

(人民币百万元)	2016	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
营业总收入	106,618	119,189	23,451	24,981	29,377	28,822	25,424	26,870
营业收入	106,474	118,989	23,399	24,943	29,364	28,781	25,370	26,804
其他业务收入(金融类)	144	200	52	38	13	42	54	66
减：营业成本	88,470	97,135	19,905	21,134	24,010	23,420	20,749	20,545
减：营业税费	506	651	82	99	164	161	134	117
减：销售费用	9,628	10,471	1,943	2,178	2,771	2,736	2,175	2,442
减：管理费用	8,492	8,924	1,658	1,775	2,136	2,922	2,146	1,766
减：财务费用	816	1,261	344	144	258	71	360	452
减：资产减值损失	857	(32)	87	154	321	295	41	141
加：其他经营收益	2,352	1,800	420	370	1,162	400	423	470
其中：投资净收益	2,346		269	423	1,143	511	329	470
其中：公允价值变动净收益	(12)		153	-62	19	-123	97	34
其中：汇兑净收益	19		-2	10	0	11	-2	-7
减：其他业务成本(金融类)	72	60	21	21	9	21	14	19
营业利润	129	2,519	-169	-154	856	-404	230	1,886
加：营业外收入	2,848	1,800	615	682	721	830	713	-542
减：营业外支出	180	100	6	27	117	31	16	48
利润总额	2,797	4,219	440	501	1,460	395	926	1,296
减：所得税	659	1,013	85	69	208	298	254	307
净利润(含少数股东损益)	2,138	3,207	355	433	1,252	97	672	989
减：少数股东损益	535	641	95	87	320	33	225	403
净利润(不含少数股东损益)	1,602	2,565	261	345	932	64	448	586
完全摊薄EPS (元)	0.13	0.21						
财务分析								
收入增长率	2%	12%	0%	7%	7%	-6%	8%	7%
净利润增长率	-38%	60%	-65%	-60%	110%	-87%	72%	70%
毛利率	17%	18%	15%	15%	18%	19%	18%	23%
营业利润率	0%	2%	-1%	-1%	3%	-1%	1%	7%
利润率	2%	3%	2%	2%	4%	0%	3%	4%
归属于上市公司股东净利润率	2%	2%	1%	1%	3%	0%	2%	2%
营业税金率	0%	1%	0%	0%	1%	1%	1%	0%
销售费用率	9%	9%	8%	9%	9%	10%	9%	9%
管理费用率	8%	8%	7%	7%	7%	10%	8%	7%
财务费用率	1%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	2%
有效税率	24%	24%	19%	14%	14%	75%	27%	24%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

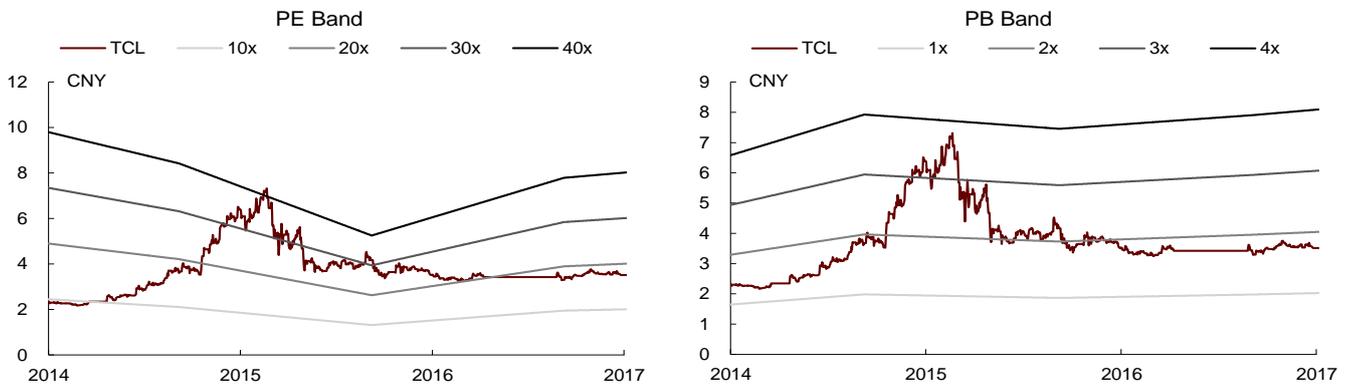


图表4: 盈利预测调整

(人民币百万元)	调整前		调整后		调整幅度	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2016E	2017E
营业总收入	116,917	124,443	119,189	126,828	2%	2%
营业收入	116,717	124,223	118,989	126,608	2%	2%
YoY	10%	6%	12%	6%		
营业总成本	(116,820)	(123,982)	(118,410)	(125,812)	1%	1%
其中 营业成本	(97,453)	(103,191)	(97,135)	(103,859)	0%	1%
销售费用	(9,958)	(10,460)	(10,471)	(10,762)	5%	3%
管理费用	(7,587)	(8,074)	(8,924)	(8,863)	18%	10%
财务费用	(1,228)	(1,485)	(1,261)	(1,542)	3%	4%
其他经营收益	2000	2000	1800	2000	-10%	0%
营业利润	2,037	2,395	2,519	2,950	24%	23%
YoY	1485%	18%	1860%	17%		
营业外利润	1,900	1,900	1,700	1,700	-11%	-11%
利润总额	3,937	4,295	4,219	4,650	7%	8%
YoY	41%	9%	51%	10%		
所得税	(984)	(1,074)	(1,013)	(1,116)	3%	4%
少数股东损益	(591)	(644)	(641)	(707)	9%	10%
净利润	2,362	2,577	2,565	2,827	9%	10%
YoY	47%	9%	60%	10%		
每股收益 (元)	0.19	0.21	0.21	0.23		
财务比率						
毛利率	17%	17%	19%	18%		
销售费用率	9%	8%	9%	8%		
管理费用率	6%	6%	7%	7%		
财务费用率	1%	1%	1%	1%		
营业利润率	2%	2%	2%	2%		
剔除其他经营收益	0%	0%	1%	1%		
有效税率	25%	25%	24%	24%		
净利润率	2%	2%	2%	2%		

资料来源: 中金公司研究部

图表5: 历史 P/E 及 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



图表6: 可比公司估值表

代码	公司	股价 本地货币	总市值 百万美元	归母净利润(百万美元, 本地货币)			归母净利润 YoY			EPS (无本地货币)			P/E		
				2016A FY16/17	2017E FY17/18	2018E FY18/19	2016A FY16/17	2017E FY17/18	2018E FY18/19	2016A FY16/17	2017E FY17/18	2018E FY18/19	2016A FY16/17	2017E FY17/18	2018E FY18/19
A股															
000651.CH	格力电器	39.26	35,152	15,421	18,123	20,220	23%	18%	12%	2.56	3.01	3.36	15.3	13.0	11.7
000333.CH	美的集团	41.19	39,785	14,684	16,441	20,589	16%	12%	25%	2.26	2.53	3.17	18.2	16.3	13.0
600690.SH	青岛海尔	13.84	12,560	5,037	6,367	7,003	17%	26%	10%	0.83	1.04	1.15	16.8	13.3	12.1
002508.CH	老板电器	39.73	5,612	1,207	1,609	2,063	45%	33%	28%	1.27	1.70	2.17	31.2	23.4	18.3
002035.CH	华帝股份	23.38	2,024	328	457	573	58%	39%	25%	0.56	0.79	0.98	41.5	29.8	23.7
002032.CH	苏泊尔	37.17	4,544	1,078	1,323	1,544	21%	23%	17%	1.31	1.61	1.88	28.3	23.1	19.8
002242.CH	九阳股份	18.18	2,077	698	742	844	13%	6%	14%	0.91	0.97	1.10	20.0	18.8	16.5
603355.SH	莱克电气	52.27	3,120	501	686	895	38%	37%	30%	1.25	1.71	2.23	41.8	30.5	23.4
603868.SH	飞科电器	57.27	3,713	613	775	950	22%	26%	23%	1.41	1.78	2.18	40.7	32.2	26.3
002705.SZ	新宝股份	14.42	1,746	431	571	724	52%	33%	27%	0.53	0.70	0.89	27.2	20.5	16.2
002403.SZ	爱仕达	12.79	667	137	164	210	21%	20%	28%	0.39	0.47	0.60	32.7	27.3	21.3
600060.CH	海信电器	14.37	2,799	1,759	1,489	1,796	18%	-15%	21%	1.34	1.14	1.37	10.7	12.6	10.5
000100.SZ	TCL集团	3.83	6,962	1,602	2,565	2,827	-38%	60%	10%	0.13	0.21	0.23	29.2	18.2	16.5
300403.SZ	地尔汉宇	17.08	852	192	199	238	30%	4%	20%	0.57	0.59	0.71	29.8	28.8	24.0
000921.SZ	海信科龙	14.61	2,963	1,088	2,032	1,738	87%	87%	-14%	0.80	1.49	1.28	18.3	9.8	11.5
600983.CH	惠而浦(中国)	9.74	1,111	377	407	453	2%	9%	12%	0.49	0.53	0.59	20.1	18.3	16.4
600839.CH	四川长虹	3.88	2,528	555	409	478	47%	-26%	17%	0.12	0.09	0.10	30.6	41.5	35.5
000418.CH	小天鹅A	44.08	4,150	1,219	1,432	1,740	33%	17%	22%	1.93	2.26	2.75	22.9	19.5	16.0
	A股平均												19.0	15.9	13.7
H股															
1169.HK	海尔电器	19.88	7,119	2,786	3,247	3,717	3%	17%	14%	1.00	1.16	1.33	18.0	15.4	13.5
0751.HK	创维数码	4.19	1,632	2,170	1,310	1,702	23%	-40%	30%	0.71	0.43	0.56	5.9	9.7	7.5
1070.HK	TCL多媒体	3.93	877	183	536	552	603%	193%	3%	0.10	0.31	0.32	37.5	12.8	12.4
0921.HK	海信科龙	11.02	1,922	1,088	2,032	1,738	87%	87%	-14%	0.80	1.49	1.28	12.4	6.7	7.8
	H股平均												13.6	11.7	10.9
美国															
WHR.US	Whirlpool	177.40	12,947	1,092	1,107	1,260	39%	1%	14%	14.96	15.17	17.27	11.9	11.7	10.3
UTX.US	United Technology	118.65	94,774	5,359	5,278	5,436	-30%	-2%	3%	6.71	6.61	6.80	17.7	18.0	17.4
AOS.US	A.O.Smith	53.40	9,240	324	368	408	15%	13%	11%	1.87	2.12	2.36	28.5	25.1	22.7
IR.US	Ingersoll-Rand plc	87.63	22,219	1,100	1,174	1,314	65%	7%	12%	4.34	4.63	5.18	20.2	18.9	16.9
HELE.US	Helen of Troy Ltd	100.75	2,743	134	178	167	2%	33%	-6%	4.92	6.54	6.13	20.5	15.4	16.4
CREE.US	Cree, Inc	25.85	2,515	89	35	44	4%	-61%	27%	0.92	0.36	0.46	28.2	71.9	56.8
IRBT.US	IRROBOT	105.72	2,899	45	55	86	3%	22%	56%	1.66	2.02	3.14	63.8	52.4	33.6
GPRO.US	GPRO	8.09	1,163	-212	-23	22	-89%	-89%	-14%	-1.47	-0.16	0.15	-5.5	-49.9	53.5
FIT.US	FIT	5.13	1,172	-34	-78	-45	-22%	127%	-42%	-0.15	-0.34	-0.20	-34.3	-15.1	-26.1
	平均												19.0	18.5	17.2
欧洲															
ELUXB.SS	Electrolux	281.00	10,742	4,456	5,159	5,631	185%	16%	9%	14.42	16.70	18.23	19.5	16.8	15.4
DLG.IM	De'Longhi	27.25	4,818	158	179	196	5%	13%	10%	1.05	1.20	1.31	25.9	22.8	20.8
SK.FP	SEB	151.70	9,001	269	387	438	31%	44%	13%	5.36	7.72	8.73	28.3	19.7	17.4
RAA.GY	Rational	533.70	7,177	127	142	160	5%	12%	13%	11.19	12.51	14.07	47.7	42.7	37.9
OSR.GR	OSRAM	70.39	8,708	337	309	354	103%	-8%	14%	3.22	2.95	3.38	21.9	23.8	20.8
PHIA.NA	Philips	32.56	36,233	1,505	1,535	1,719	133%	2%	12%	1.60	1.63	1.83	20.4	20.0	17.8
AMC.PW	AMICA WRONKI SA	162.35	351	115	115	127	10%	10%	10%	14.79	16.29	17.29	11.0	11.0	10.0
METN.SW	Metall Zug	4,050.00	9,275	76	93	99	34%	22%	7%	34.47	41.96	44.71	117.5	96.5	90.6
	平均												27.4	23.1	20.7
日本															
6367.JP	Daikin Industries	11,685	31,134	153,964	171,899	190,405	12%	12%	11%	525	586	650	22.2	19.9	18.0
6752.JP	Panasonic	1,488	33,169	157,840	178,341	229,235	-4%	13%	29%	64	73	93	23.1	20.5	15.9
6758.JP	Sony	4,459	51,240	72,205	299,736	336,431	-51%	315%	12%	57	237	266	78.1	18.8	16.8
6501.JP	Hitachi	737	32,394	228,729	312,828	351,616	33%	37%	12%	47	65	73	15.6	11.4	10.1
6503.JP	Mitsubishi Electric	1,719	33,544	200,354	240,448	257,866	-12%	20%	7%	93	112	120	18.4	15.3	14.3
5943.JP	Noritz	2,214	1,022	2,696	6,438	6,950	139%	8%	5%	53	127	137	41.7	17.5	16.2
5947.JP	Rinnai	10,370	4,922	22,087	24,086	25,751	-3%	9%	7%	423	461	493	23.5	21.0	21.0
7965.JP	Zojirushi Corp	1,151	760	7,033	6,117	5,751	11%	-13%	-6%	97	84	79	11.9	13.7	14.5
6753.JP	Sharp	384	17,395	-25,470	51,473	56,401	-90%	10%	10%	-5	10	11	-75.1	37.2	33.9
6755.JP	Fujitsu	2,306	2,291	10,283	16,650	18,583	-41%	62%	12%	94	152	170	24.5	15.1	13.6
	平均												28.1	17.6	15.6
韩国															
066570.KS	LG Electronics	68,300	9,977	437,290	1,721,313	1,585,298	252%	294%	-8%	2,672	10,518	9,687	25.6	6.5	7.1
005930.KS	Samsung Electronics	2,430,000	283,441	21,541,674	40,075,010	43,241,386	15%	86%	8%	164,857	306,692	330,924	14.7	7.9	7.3
021240.KS	Coway	97,900	6,538	278,500	359,879	400,104	-19%	29%	11%	3,722	4,810	5,348	26.3	20.4	18.3
192400.KS	CUCKOO	144,500	1,265	82,765	85,760	97,806	11%	4%	14%	8,443	8,748	9,977	17.1	16.5	14.5
	平均												16.2	8.0	7.5
其他															
FPH.NZ	Fisher & Paykel	11.14	4,750	169	190	224	18%	13%	17%	0.30	0.33	0.39	37.6	33.3	28.4
CIC.PM	Conception Industrial	73	588	926	1,042	1,201	39%	13%	15%	2.28	2.57	2.96	32.0	28.4	24.6
ARCLK.TI	Arcelik	25	4,843	1,152	1,136	1,365	29%	-1%	20%	1.71	1.68	2.02	14.8	15.0	12.5
VESBE.TI	VESTEL	12	657	145	168	191	-12%	16%	14%	0.76	0.88	1.01	15.9	13.8	12.1
9911.TT	TAIWAN SAKURA	37	268	710	755	884	37%	6%	17%	3.21	3.41	4.00	11.4	10.7	9.2
PMM.MK	PANASONIC MANUFACTURING MALA	37	525	146	145	156	-1%	-1%	8%	2.40	2.38	2.56	15.4	15.6	14.5
SINGER.BD	SINGER BANGLADESH	194	183	559	817	962	52%	46%	18%	7.29	10.65	12.54	26.6	18.2	15.5
BRG.AU	BREVILLE GROUP	10	1,045	54	60	66	8%	10%	10%	0.42	0.46	0.51	24.1	21.8	19.8
SODA.US	SODASTREAM INTERNATIONAL	57	1,211	37	58	62	208%	55%	8%	1.74	2.70	2.92	32.6	21.0	19.5
	平均												22.6	20.0	17.2

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部 注: 灰色覆盖部分为中金公司覆盖, 其余为彭博资讯一致预期



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司

