

證券業務部每周證券評論

中國蒙牛乳業有限公司 (股份代號:002319)

China Mengniu Dairy Company Limited

06 AUG 2018

前日收市價 (03/08/2018)	\$22.80
目標價	\$26.20

股份資料 (截止 03/08/2018)

52周高位:	HK\$30.20
52周低位:	HK\$14.955
市值:	HK\$89,543.8 (百萬)

已發行股數: 3,927.4(百萬)

買賣單位: 1000股

重點財務數據

(截至31/12/2017止)

每股基本盈利 人民幣0.526元

全年每股股息 人民幣0.12元

市盈率 (x) 36.81

市帳率 (x) 3.36

派息比率 22.814%

資料來源:

彭博、中國蒙牛乳業有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

公司簡介

中國蒙牛乳業有限公司(簡稱“蒙牛乳業”或“集團”),集團於1997年7月成立,並於2004年6月於香港聯合交易所主板上市,是第一家在海外上市的中國乳製品企業。集團及其子公司主要於中國生產及銷售優質乳製品。憑藉其主要品牌蒙牛,令集團成為中國領先的乳製品生產商之一。集團現時主要生產及銷售的產品包括液體奶(如UHT奶、乳飲料及酸奶)、冰淇淋、奶粉及其他乳製品(如奶酪等),合共超過400種的乳製品。隨著國內市場對優質乳製品需求上升,集團不斷擴充生產能力。於2017年12月,蒙牛於全國共設有生產基地38個,新西蘭設有生產基地1個,產能合共為922萬噸。

業績回顧 (截至31/12/2017止)

截至2017年12月止的12個月,集團的收入同比增長11.9%至601.56億元(人民幣•下同);整體毛利同比增長20.1%至211.83億元;毛利率較去年同期的32.8%提升2.4個百分點至35.2%;股東應佔溢扭虧為盈,錄得20.48億元利潤。去年集團錄得每股0.193元人民幣虧損,今年已由虧轉盈錄得每股基本盈利0.526元人民幣。

財務方面,截至2017年12月31日止,集團的總資產較2016年底增加18.3%至581.39億元;而總負債則較2016年底增加31.4%至310.32億元。於2017年12月31日,集團持有現金及現金等價物為59.59億元,較2016年底的60.70億元減少1.8%;集團的流動比率為1.15x,較2016年12月31日的1.30x下降了0.14x;期內,集團的債務權益比率(計息銀行及其他借貸總餘額除以總權益)為51.5%,較2016年底的33.7%上升了17.8個百分點。

圖表一

業績	截至12月31日止12個月		
人民幣千元	2017	2016	變動%
收入	60,155,622	53,779,339	11.9%
毛利	21,182,695	17,635,402	20.1%
毛利率	35.2%	32.8%	2.4%
股東應佔利潤	2,047,839	(751,155)	N/A
每股基本盈利(人民幣元)	0.5260	(0.1930)	N/A
人民幣千元	2017年12月31日	2016年12月31日	變動
總資產	58,138,731	49,124,427	18.3%
總負債	31,031,608	23,620,699	31.4%
流動比率(x)	1.15	1.30	(0.14)
現金及現金等價物	5,958,877	6,070,078	-1.8%
資本負債淨比率(%)	51.5%	33.7%	17.8%

資料來源: 中國蒙牛乳業有限公司

圖表二

投資要點及利好因素

分支收入及業績	截至12月31日止12個月				
	2017		2016		
分部收入 (人民幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
液態奶產品	88.1%	53,014,983	89.4%	48,102,872	10.2%
冰淇淋產品	4.2%	2,513,086	4.1%	2,179,940	15.3%
奶粉產品	6.7%	4,042,063	5.9%	3,150,895	28.3%
其他	1.0%	585,490	0.6%	345,632	69.4%
總計	100.0%	60,155,622	100.0%	53,779,339	11.9%
分部業績 (人民幣千元)	截至12月31日止12個月				
	2017		2016		
分部業績 (人民幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
液態奶產品	117.8%	3,753,841	-66.3%	2,708,266	38.6%
冰淇淋產品	-6.6%	(210,645)	63.5%	(258,975)	-18.7%
奶粉產品	-8.2%	(262,572)	668.3%	(2,724,266)	-90.4%
其他	-2.9%	(93,885)	32.5%	(132,689)	-29.2%
總計	100.0%	3,186,739	100.0%	(407,664)	N/A

資料來源: 中國蒙牛乳業有限公司

1. 分部表現及營運數據。截至 2017 年 12 月 31 日止的 12 個月，集團 2017 年的收入同比增長 11.9% 至 601.56 億元。去年對收入增幅貢獻較大的產品為特侖蘇、純甄、真果粒、蒙牛白奶、冠益乳及優益 C；毛利同比增長 20.1% 至 211.83 億元。毛利上升主要由於原奶價格維持相對較低水平及產品結構推廣策略所致；集團整體毛利率較去年同期的 32.8% 提升了 2.4 個百分點至 35.2%。集團去年各分部的表現如下：

液態奶產品：佔集團整體收入 88.1% 的液態奶產品分部，其 2017 年的收入同比增長 10.2% 至 530.15 億元。其中，UHT 奶的收入同比增長 7.7% 至 256.89 億元，乳飲料的收入同比增長 5.3% 至 98.8 億元，酸奶的收入同比增長 17.3% 至 174.46 億元。分部溢利同比增長 38.6% 至 37.54 億元；

冰淇淋產品：佔集團整體收入 4.2% 的冰淇淋產品分部，其 2017 年的收入同比增長 15.3% 至 25.13 億元。分部虧損收窄 18.7% 至 2.11 億元；

奶粉產品：佔集團整體收入 6.7% 的奶粉產品分部，其 2017 年的收入同比增長 28.3% 至 40.42 億元。分部虧損收窄 90.4% 至 2.63 億元；

其他：佔集團整體收入 1.0% 的其他產品分部，其 2017 年的收入同比增長 69.4% 至 5.85 億元。分部虧損收窄 29.2% 至 9,388.5 萬元。

2. **奶業、奶粉政策。**國內的奶粉或奶業市場自“三聚氰胺”的事件開始，在食用安全上一路都給大眾市民有較負面的印象。期後再加上紐西蘭奶源事件的影響，中央下定決心整治國內乳製品行業，助行業整合及提升行業的質量和水平。近年內地的相關部門均推出政策以整頓奶粉市場。

在奶粉產品上，國家食藥監總局於 2016 年 6 月 6 日發佈了《嬰幼兒配方乳粉產品配方註冊管理辦法》。《辦法》的出臺將提升嬰幼兒配方乳粉行業准入門檻，配方、品牌亂象將有較大改善，品牌集中度進一步提升，市場競爭環境更加趨於良性，有利於形成中國嬰幼兒配方乳粉行業健康發展的新格局。而截至 2017 年 8 月 3 日，國家食品藥品監督管理總局已批准 22 家企業的 89 個嬰幼兒配方乳粉產品配方的註冊申請，蒙牛亦榜上有名。

自被喻為“史上最嚴”奶粉配方新政措施落實後，配方註冊將會淘汰部分小型品牌，因市場准入門檻提高，減少市場中各企業的惡性競爭，而品牌方面的惡性價格競爭將減少，有利行業整體發展。

為加快構建現代奶業產業體系、生產體系、經營體系和品質安全體系，不斷提高奶業發展品質效益和競爭力，大力推進奶業現代化，今年 6 月國務院辦公廳發佈《關於推進奶業振興保障乳品質量安全的意見》。《意見》提出，到 2020 年，奶業供給側結構性改革取得實質性成效，奶業現代化建設取得明顯進展。100 頭以上規模養殖比重超過 65%，奶源自給率保持在 70% 以上。嬰幼兒配方乳粉的品質、競爭力和美譽度顯著提升，乳製品供給和消費需求更加契合。乳品質量安全水準大幅提高，消費信心顯著增強。到 2025 年，奶業實現全面振興，奶源基地、產品加工、乳品質量和產業競爭力整體水準進入世界先進行列。

《意見》同時明確了實現上述目標的主要任務和工作措施。一是加強優質奶源基地建設。優化奶源基地佈局，豐富奶源結構，發展標準化規模養殖，加強良種繁育及推廣，打造高產奶牛核心育種群，促進優質飼草料生產，提高奶牛生產效率和養殖收益。二是完善乳製品加工和流通體系。優化乳製品產品結構，建立現代乳製品流通體系，不斷滿足消費多元化需求。密切養殖加工利益聯結，培育壯大奶農專業合作組織，促進養殖加工一體化發展，規範生鮮乳購銷行為。

三是強化乳品質量安全監管。修訂提高生鮮乳、滅菌乳、巴氏殺菌乳等乳品國家標準，監督指導企業按標依規生產。落實乳品企業品質安全第一責任，建立健全養殖、加工、流通等全過程乳品質量安全追溯體系。嚴格執行相關法律法規和標準，進一步提升國產嬰幼兒配方乳粉的品質和競爭力。四是加大乳製品消費引導。積極宣傳奶牛養殖、乳製品加工和品質安全監管等發展成效，定期發佈乳品質量安全抽檢監測資訊，展示國產乳製品良好品質。實施奶業品牌戰略，培育優質品牌。推廣國家學生飲用奶計畫，宣導科學飲奶，培育國民食用乳製品的習慣。

為提高乳品企業競爭力。意見當中更提出，引導乳品企業與奶源基地佈局匹配、生產協調。鼓勵企業兼併重組，提高產業集中度，培育具有國際影響力和競爭力的乳品企業。依法淘汰技術、能耗、環保、品質、安全等不達標的產能，做強做優乳製品加工業。支援企業開展產品創新研發，優化加工工藝，完善品質安全管理體系，增強運營管理能力，降低生產成本，提升產品品質和效益。支持奶業全產業鏈建設，促進產業鏈各環節分工合作、有機銜接，有效控制風險。並同時要加大嬰幼兒配方乳粉監管力度。嚴格執行嬰幼兒配方乳粉相關法律法規和標準，強化嬰幼兒配方乳粉產品配方註冊管理。大力提倡和鼓勵使用生鮮乳生產嬰幼兒配方乳粉，支持乳品企業建設自有自控的嬰幼兒配方乳粉奶源基地，進一步提高嬰幼兒配方乳粉品質。

集團現時已佈局好全產業鏈運作，隨著奶粉“最嚴”的奶粉政策的推行，以及奶業振興保障乳品質量安全意見，支持配方乳企重組下，未來奶企及乳企的配方數量會出現逐漸減少，整個奶業市場出現更高的集中度。鑑於預期行業將繼續進行整合，在多項奶業的政策、意見及措施的進行下，會為集團增強市場地位及市佔率帶來機遇。

3. **鼓勵生育**。內地人口老化問題日益嚴重，為解決問題，內地從 2013 年年底公佈單獨二孩政策，去到 2015 年 10 月，中央再進一步開放生育，宣佈實施全面二孩政策。全面二孩政策已於 2016 年 1 月 1 日起正式實施。

根據國家統計局的資料顯示，2017 年全年我國出生人口 1723 萬人，較 2016 年減少 3.5%，出生率為 12.43%，較 2016 年減少 0.52 個百分點，出生人數及出生率這兩項資料均出現“雙降”現象。但 2017 年出生人口中，第二個孩子佔 51% 比 2016 年增加 5 個百分點；第一個孩子出生佔 42%，則下降 5 個百分點。國家統計局發言人邢志宏稱，這顯示「全面兩孩」政策有明顯作用。雖然生育結構已有所優化，但在實施全面二孩政策下，社會整體上仍未必能提升出生率，主要因為養育成本高、托育服務短缺、女性職業發展壓力大等。

而國務院在《“十三五”衛生與健康規劃》中提出，到 2020 年中國總和生育率要從目前的 1.5~1.6 回升至 1.8 左右。總和生育率逐步提升並穩定在適度水準後，中國的全國總人口在 2020 年將達到 14.2 億人，2030 年將達到 14.5 億人。據官方統計，2015 年末中國總人口 13.75 億。而規劃中提出，適度生育水準是維持人口良性再生產的重要前提。我國已較長時期處於低生育水準，雖然實施全面兩孩政策後生育率有望出現短期回升，但受生育行為選擇變化等影響，長期看生育水準存在走低的風險。《規劃》針對我國人口變動態勢，從三個方面提出了推動實現適度生育水準的舉措：一是健全生育政策調控機制。目前的首要任務是實施全面兩孩政策，引導群眾負責任、有計劃、按政策生育；同時做好全面兩孩政策效果跟蹤評估，密切監測生育水準變動態勢，做好超前謀劃和政策儲備。二是合理配置公共服務資源。要進一步健全婦幼健康計劃生育服務體系，提升婦幼健康和計劃生育服務能力；加強科學預測，合理規劃配置兒童照料、學前和中小學教育、社會保障等資源，滿足新增公共服務需求。三是完善家庭發展支持體系，制定完善家庭發展政策，減輕生養子女家庭負擔。

為鼓勵生育，國家衛計委副主任王倍安於‘十三五’開局之年衛生計生改革發展”的記者會上表示，中央明確提出要構建家庭發展支持體系，鼓勵按政策生育。一段時間以來，衛計委會同發改委、教育、交通、旅遊、總工會、婦聯等部門強化婦幼保健服務供給，合理規劃產科、兒科、教育等資源，推動建設標準化的母嬰設施，保障女性的就業權益，推動各地進一步完善延長產假、

設立陪產假等制度，增加惠民利民服務措施。下一步，衛計委將會同相關部門按照中央的要求，堅持問題導向，總結地方經驗，按照工作方案和任務分工，進一步健全完善稅收、社會保障、住房、就業等政策，優先配置婦幼保健、托幼、學前和中小學教育等公共服務資源，構建生育友好的社會環境，鼓勵群眾按政策生育，保持適度生育水準，促進人口長期均衡發展。而衛計委副主任王培安更不為言，中國政府為解決不願生育第二胎的問題，正在考慮採取包括“獎勵補貼”等激勵措施，鼓勵人們生二孩。市場預計新增的第二胎人口將會帶動嬰幼兒食品、護理用品及奶粉的需求。集團亦認為受惠於國家開放二孩政策，集團的孕婦奶粉銷量明顯增長，相信政策將大大促進嬰幼兒配方奶粉產品的需求。

4. 戰略合作，擴大規模。蒙牛乳業的大股東中糧集團自 2009 年增持蒙牛股權後，集團的發展變得更積極，集團有更多的併購及合作的行動，並制定了一個新的 5 年計劃，從緊密圍繞品牌、渠道、產業佈局、人力資源等幾方面展開工作。近年開始作出一連串的行動以證明改革、抓住機遇及提升品牌價值的決心：

- 奶粉業務方面，集團為提升蒙牛配方奶粉的實力，自 2013 年 6 月 18 日共花兩年多時間收購雅士利(1230.HK)，現集團持有雅士利 51.04% 的股份。在收購完成後蒙牛將雅士利及其奶粉業務整合。於 2015 年 9 月 21 日蒙牛及雅士利宣佈，內蒙蒙牛將其歐世蒙牛全部股權以 10.5 億元轉讓予雅士利(廣東)。到 2015 年 12 月蒙牛又與雅士利宣佈向 Danone 集團收購從事嬰幼兒配方奶粉的多美滋中國，而收購已於 2016 年 5 月 30 日完成。雅士利將獲得多美滋中國的銷售網絡，有助其拓展一、二線城市市場，特別是華東地區。通過收購多美滋中國的先進生產設施，與其進行整合及優化，雅士利可提升自身生產網絡，降低生產成本。同時雅士利將享有多美滋中國的研發能力及 Danone 集團的支援，助其產品開發及升級。
- 集團於 2015 年 11 月集團旗下的雅士利投資 2.2 億紐元，預計每年生產 5.2 萬噸嬰幼兒配方奶粉的新西蘭工廠正式投產，雅士利成為唯一一家在新西蘭自建工廠生產的國內奶粉品牌。憑藉新西蘭優質奶源和新西蘭高標準工廠，雅士利研發中心開發了原裝進口的多品牌多系列嬰幼兒配方奶粉，豐富和強化了雅士利的產品線，為開拓市場和參與競爭提供強有力的產品支援。2016 年 4 月，雅士利首發新西蘭原罐超級α-金裝奶粉，不僅在國內母嬰、電商等多個渠道銷售，更在新西蘭上架，體現蒙牛「走出去」的國際化戰略佈局。直至目前為止，雅士利已完成 13 個系列 39 個配方的註冊。
- 蒙牛於 2017 年經過一連串交易增持中國現代牧業(01117.HK)股份，使其於中國現代牧業的持股量增加至約 60.77%。中國現代牧業是國內規模最大的奶牛養殖企業，亦是首家優質 UHT 奶及巴氏奶同時通過優質乳工程驗收的企業。增持中國現代牧業後，集團不斷加強與中國現代牧業在上游和下游業務的協同。上游方面，蒙牛更好地利用中國現代牧業的優質原奶供應和全國的牧場資源，獲得穩定的原奶供給保障，支持低溫酸奶業務發展及低溫鮮奶業務佈局。下游業務方面，集團發揮專業的品牌運作經驗，於 2017 年 7 月與中國現代牧業以組合品牌方式推出常溫純牛奶鮮語，主打牛奶之「鮮」與「活」；在生產運營方面，集團於 2018 年 1 月簽署協議，收購中國現代牧業旗下兩家乳製品工廠的 50% 股權，由此中國現代牧業將專注於經營奶牛養殖業務及原奶供應，而蒙牛將整合該工廠產能資源，利用自身健全完善的銷售渠道擴大品牌產品銷售。
- 在其他產品方面，蒙牛透過和 WhiteWave Foods Company 成立合資公司進行植物基營養品業務，分別持有該合資公司 51% 及 49% 的權益。2017 年 4 月，蒙牛戰略股東之一 Danone 集團宣佈完成對 WhiteWave 的收購，蒙牛植物蛋白飲品業務將得到更多資源支持。隨著植物基營養品作為一種在全球市場中地位愈發重要的食品飲料類別，通過提升植物蛋白飲品業務與動物蛋白飲品業務形成良好互補，可增強集團長遠競爭力。

投資要點及利好因素

現時上游奶源集團已透過增持中國現代牧業(股份代號：1117)，確保優質奶源的穩定供應，同時積極在海外拓展奶源地，深化其國際奶源佈局。配方奶粉已整合至雅士利(1230.HK)，至今已完成13個系列39個配方註冊，而集團旗下的另一奶粉品牌君樂寶，至今亦已完成6個系列18個配方的註冊。在研發生產、牧場及質量管理上與ArlaFoods合作，在植物基營養品業務上與White WaveFoods合作。集團與多間海外奶企合作，集團能在技術上及產品質量上得到提升，亦可加強消費者對集團產品的信心，有助集團產品在政策下及市場上取得更好的市佔率及收入。

股價走勢(圖表三)



資料來源: 彭博

集團於3月10日的收市價為\$22.80，股價按年升50.0%。集團股價於今年初一路反覆上升至6月12日30.20元52周新高的水平，主要因為集團2017年業績扭虧為盈，盈利回復增長，加上近月在中美貿易戰下，內需類股份有受避險資金追捧，帶動集團股價在公佈去年業績後反覆向上。現時14天相對強弱指數在32.0476的水平，股價在10天、20天及50天的移動平均線以下，而MACD線及訊號線於利淡的區間內，集團股價短期內仍有下行的壓力，加上近日大市的氣氛較差或會影響股價的走勢。自三聚氰胺事件後，中央已下決心要將奶業整頓。近年不斷出新的行業標準及規範將整個乳業整合，現時行業的集中度及技術已逐漸提高，加上近日出臺了《關於推進奶業振興保障乳品質量安全的意見》，《意見》共分為6個部分22條，明確了今後一個時期奶業發展的指導思想、基本原則、主要目標和重大政策措施，是指導今後一個時期我國奶業發展的綱領性檔。意見加快推動產業升級，進一步提高乳品企業競爭力。相信隨著整個奶業的水準提高，行業的集團集中度及市民對奶製品的消費力度更高更強，集團的收入會繼續平穩地增長。投資者可考慮於22元附近的水平的置增持或吸納，憧憬集團未來的盈利增長前景。

同業比較 (圖表四)

同業比較	代號	2018/8/3 收市價	2017/8/3 收市價	變動(%)	市值(百萬港元)	市盈率(x)			市帳率(x)			已佔用資本 回報率(%)
						現時	2018*	2019*	現時	2018*	2019*	最新已審計
蒙牛乳業	2319.HK	22.80	15.20	50.00%	\$89,543.80	37.95	24.96	19.52	3.47	3.11	2.77	9.43%
雅利士國際	1230.HK	1.51	1.44	4.86%	\$7,165.80	N/A	220.37	57.49	1.14	1.14	1.12	-3.21%
澳優	1717.HK	10.22	3.62	182.32%	\$13,615.60	36.37	23.86	17.21	6.46	2.74	2.25	19.21%
現代牧業	1117.HK	1.25	1.41	-11.35%	\$7,664.30	N/A	N/A	12.30	0.96	0.97	0.92	-13.94%
原生態牧業	1431.HK	0.20	0.385	-48.05%	\$938.10	N/A	N/A	N/A	0.18	N/A	N/A	-1.51%
行業平均						14.86	53.84	21.30	2.44	1.59	1.41	2.00%
*預算												

資料來源: 彭博

估值預測

以8月3日的收市價\$22.80計算，其市盈率及市帳率分別為37.95及3.47倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏高的水平。行業經過多年的整頓後，現時內地奶業最壞的時間已過，在汰弱留強及拼購不斷下行業的集中度不斷提升。在市場空間上，現時國內的牛奶的消費水準還不高，2017年我國人均乳製品消費量折合成生鮮乳是36.9公斤，只有世界平均水準的1/3，我國奶業發展潛力和空間十分巨大。在消費面上，根據國家統計局的數據顯示，2017年全國居民的人均可支配收入為25,974元人民幣，按年增長9%，扣除價格因素增長7.3%，實際增速較同期的GDP和人均GDP增長分別加快0.4及1個百分點；而城鎮居民及農村居民人均可支配收入分別為36,396元人民幣和13,432元人民幣，同比分別上升8.3%及8.6%。從上述數據中看到，國內人均收入的提升，加上生活水平的改善、城鎮化率的提高，以及健康營養的意識增加，各種不同的因素均令國內的乳製品行業仍有很大的發展潛力及提升的空間。另外，二孩政策的出臺，出生人口會逐步增多，對奶粉需求加大。在近日推出的《關於推進奶業振興保障乳品質量安全的意見》當中提到，積極引導乳製品消費。大力推廣國家學生飲用奶計畫，增加產品種類，保障品質安全，擴大覆蓋範圍。開展公益宣傳，加大公益廣告投放力度，強化乳製品消費正面引導。在意見下集團已做到產業一體化發展，延伸產業鏈，建立奶農和乳品企業之間穩定的利益聯結機制，乳品企業建設自有自控的嬰幼兒配方乳粉的奶源基地，進一步提高嬰幼兒配方乳粉乳品的品質。集團已擁有全產業鏈的佈局，上游有其持股60.77%的現代牧業，配方奶粉方亦有其持股51.04%的雅利士(01230.HK)，可保障其生產材料的安全品質及技術的同時，亦可保障集團的生產成本。現代牧業今年第一季的現金流已由負轉正，錄得盈利294萬元，收入較去年同期增長4.7%至13.4億元，而現代牧業的管理層更預期，2018年的原奶價格按年上升，每單位飼料成本下降，2018年的淨虧損可望繼續收窄；而雅利士的管理層亦表示，2018年公司將會扭虧為盈，收入可望有20%的增長。兩大公司今年的業績將會繼續好轉，蒙牛乳業今年的收入將會繼續好轉。蒙牛現時已擁有上下游業務，在質量上、成本上、技術、及完善產業鏈上加強優勢，相信有助蒙牛可進一步提升其於國內作為大型乳製品企業的發展空間及潛力。所以會將蒙牛乳業的目標價定在\$26.20即相當於27.456市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有14.91%的潛在升幅。

風險因素

- 在質量上，原料來源的安全性，因食品安全的問題，如集團未能維持其產品的質量做好，會大大打擊努力建立好的品牌聲譽，影響消費者對品牌的信心
- 因集團的產品主要由歐美進口，如匯率波動，會增加集團在成本上的壓力
- 集團將奶粉業務整合至雅士利當中，但兩者間的協同效應未完全發揮，或會增加集團在成本上的壓力

利益披露及免責聲明

利益披露：本報告的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務。

免責聲明：本研究報告由工銀亞洲的分析員所編制。閣下在收取及閱讀本研究報告時，即表示同意以下所述的條款及限制所約束。

本研究報告只提供與工銀亞洲的客戶，在未經工銀亞洲事先以書面同意前，本報告所載的資料不得以任何形式、任何理由複製、分發或公佈本研究報告的全部或部分的內容。工銀亞洲不會對任何經由利用本刊物所載的資料所構成直接或間接的損失而負責。

工銀亞洲、其有關聯及附屬公司，可能持有本研究報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。並且，工銀亞洲、其有關聯及附屬公司可能與本研究報告所述或有關公司不時會進行業務往來，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽出其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供銀行投資銀行、顧問、包銷、融資或其他的服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本研究報告時，應該要留意任何或上述的情況，因有可能導致真正或潛在的利益衝突。

本研究報告的內容及所載的資料均由公開的渠道所獲得，並相信為正確及可靠的來源，報告內所覆蓋的內容、分析、預期及意見是基於該等資料而作出的，只屬個人的意見分析。工銀亞洲不會作出明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。本報告所載的任何意見、預測、假設、估值及價格，全屬指定的日期，而在無提前通知的情況下，或可能會隨時變更。本研究報告所載的任何資料或研究會隨時變更，工銀亞洲並無任何責任更改公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在以上所提及的情況下，工銀亞洲並不會對任何使用經公開的資料或研究而帶來直接或間接的損失所負責。

本研究報告只為提供一般數據之性質及提供給客戶作閱覽之用，並沒有考慮及照顧任何某特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本研究報告所提及的產品並非適合所有的投資者，投資者不應依賴本研究報告作出任何投資決定，並應尋求獨立的財務、法律及稅務專業意見。本研究報告內的任何資料或意見均不構成或被視為邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究報告所述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料。