

买入

中国业务表现亮眼，美国业务受疫情影响

万洲国际 (288.HK)

2020-08-12 星期三

投资要点

目标价: **9.0 港元**
 现价: 6.71 港元
 预计升幅: 34.0%

➤ **2020H1 业绩简述:**

生猪出栏量同比下降 1.7%至 10,400 千头, 生猪屠宰量受非洲猪瘟及新冠疫情影响, 同比下降 20.6%至 22,407 千头, 肉制品销量 1,575 千公吨, 同比下降 2.2%。期内, 公司实现收入 124.81 亿美元, 同比增加 12.2%; 经营利润同比增长 20.9%至 9.25 亿美元; 归母净利润 5.5 亿美元, 同比上升 18.8%。

重要数据

| 日期 | 2020/8/12 |
|-------------|-------------|
| 收盘价 (港元) | 6.71 |
| 总股本 (亿股) | 147.28 |
| 总市值 (亿美元) | 988.2 |
| 净资产 (亿美元) | 94.5 |
| 总资产 (亿美元) | 172.8 |
| 52 周高低 (港元) | 8.635/5.655 |
| 每股净资产 (美元) | 0.64 |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **中国地区收入、盈利创新高, 二季度经营局面稳中向好:**

Q2 伴随疫情得到有效控制, 复工复产工作稳步进行, 肉制品销量恢复 4.3%的正增长(Q1 -7.5%); 同时, 得益于前期产品提价及高端产品占比提升, 经营利润同比增加 44.8%。生鲜肉业务因生猪市场供应受非洲猪瘟影响大幅减少, 生猪屠宰量锐减 61.8%至 327.4 万头, 经营利润同比下降 18.4%至 1.02 亿美元, 而部分损失被进口猪肉的强劲增长所弥补。展望下半年, 由于美国疫情造成开工不足、劳动力短缺影响产出, 预期中美贸易价差会缩小, 对进口量会产生一定影响, 业务利润会有所降低, 公司正积极开发欧洲和南美的进口渠道, 尽可能保证对中国进口产品的供应。

➤ **美国加大防疫投入, 业务受疫情影响较大:**

由于 Q2 疫情在美国快速蔓延, 肉制品消费需求疲弱; 同时受到生产成本上升、加大防疫投入 (约 4 亿美元)、以及餐饮服务被关停导致公司对预期损失作出拨备等因素影响, 肉制品经营利润同比下降 45.5%; 生鲜肉业务得益于中美猪肉贸易套利空间扩大带来的出口量提升增厚业务利润, 期内录得经营利润 1.16 亿美元; 生猪养殖业务得益于公司积极执行的对冲策略有效冲抵了大部分亏损。预期伴随美国疫情得到逐步控制, 下半年美国业务有望环比改善。

主要股东

雄域投资有限公司 (23.61%)

相关报告

万洲国际(288.HK)首发报告-20200305
 万洲国际(288.HK)更新报告-20200325
 万洲国际(288.HK)更新报告-20200429

➤ **维持“买入”评级, 目标价 9.0 港元:**

考虑到疫情的负面影响, 公司加大抗疫支出, 我们下调原盈利预测, 预计公司 2020/2021 年 EPS 将分别为 0.082/0.112 美元, 给予 9.0 港元的目标价, 对应 2021 年 10 倍 PE, 较现价有 34%的涨幅空间, 维持“买入”评级。

| 百万美元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 营业额 | 22,605 | 24,103 | 25,332 | 27,201 | 28,507 |
| 同比增长 | 1.01% | 6.63% | 5.10% | 7.38% | 4.80% |
| 毛利率 | 20.78% | 21.71% | 19.95% | 21.31% | 21.86% |
| 归母净利润 | 943 | 1,465 | 1,201 | 1,650 | 1,865 |
| 同比增长 | -16.77% | 55.36% | -18.01% | 37.35% | 13.02% |
| 净利润率 | 5.10% | 7.03% | 5.51% | 7.05% | 7.61% |
| 每股盈利 | 0.064 | 0.100 | 0.082 | 0.112 | 0.127 |
| PE@6.71HKD | 13.3 | 8.6 | 10.5 | 7.6 | 6.7 |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

报告正文

业绩简述:

2020H1 生猪出栏量同比下降 1.7%至 10,400 千头, 生猪屠宰量受非洲猪瘟及新冠疫情影响, 同比下降 20.6%至 22,407 千头, 肉制品销量 1,575 千公吨, 同比下降 2.2%。期内, 按生物公允价值调整前计, 公司实现收入 124.81 亿美元, 同比增加 12.2%; 经营利润同比增长 20.9%至 9.25 亿美元; 归母净利润 5.5 亿美元, 同比上升 18.8%; 公司拟派发中期股息 0.05 港元。

图 1: 2020H1 主要营运数据

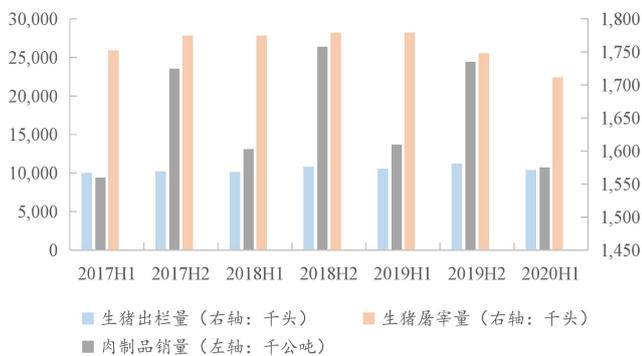
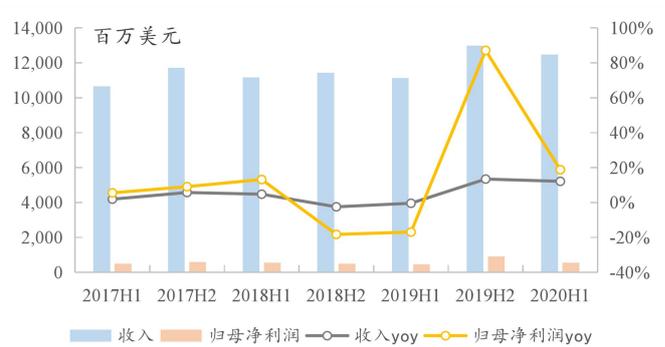


图 2: 公司业务收入及归母净利润



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

分业务来看, 肉制品业务: 肉制品销量下降 2.2%至 157.5 万吨, 主要是受到新冠肺炎疫情的影响, 令需求端受到一定抑制; 但受益于前期提价和产品组合的调整, 收入端微降 0.8%至 58.36 亿美元, 贡献公司 46.8%的收入和 75%的盈利。

生鲜猪肉业务: 受到非洲猪瘟和新冠肺炎疫情的影响, 公司生猪屠宰量较同期下降 20.6%至 2240.7 万头; 由于公司扩大肉类进口, 生鲜猪肉的外部销量同比减少 10.2%, 降幅低于生猪屠宰量; 尽管销量下跌, 受益于猪肉价格的上升, 生鲜猪肉业务收入同比上升 19.5%至 54.97 亿美元, 贡献 44%的收入和 23.8%的盈利。

生猪养殖业务: 期内, 生猪出栏量下跌 1.7%至 1040 万头, 但得益于美国对冲收入的增加, 生猪养殖的收入大幅上升 94.2%至 6.39 亿美元, 贡献 5.1%的收入和 5%的盈利。

表 1: 分业务收入占比

| | 2017H1 | 2017H2 | 2018H1 | 2018H2 | 2019H1 | 2019H2 | 2020H1 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 肉制品 | 51.8% | 53.4% | 52.8% | 54.6% | 52.9% | 49.7% | 46.8% |
| 生鲜猪肉 | 43.5% | 41.7% | 41.1% | 39.8% | 41.3% | 42.2% | 44.0% |
| 生猪养殖 | 2.6% | 2.5% | 3.6% | 2.5% | 3.0% | 4.7% | 5.1% |
| 其他 | 2.1% | 2.4% | 2.5% | 3.1% | 2.8% | 3.4% | 4.1% |

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

表 2: 分业务营业利润占比

| | 2017H1 | 2017H2 | 2018H1 | 2018H2 | 2019H1 | 2019H2 | 2020H1 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 肉制品 | 76.1% | 109.8% | 90.9% | 96.9% | 99.5% | 64.2% | 75.0% |
| 生鲜猪肉 | 27.2% | 44.3% | 10.7% | 19.5% | 13.5% | 23.7% | 23.8% |
| 生猪养殖 | 5.4% | 1.0% | 2.5% | -17.2% | -5.9% | 16.7% | 5.0% |
| 其他 | -8.8% | -55.1% | -4.2% | 0.8% | -7.1% | -4.7% | -3.8% |

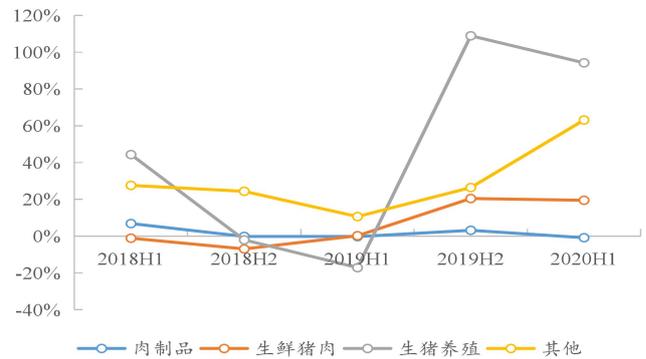
资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图 3：各业务营业收入



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：各业务收入增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

分地区来看，上半年中国和美国呈现不同的市场行情。中国生猪出栏减少，猪价上升；美国生猪出栏增加，猪价降低。

中国收入和盈利创历史新高。2020H1 中国业务收入 52.16 亿美元，同比增长 39.3%，占总营业收入的 41.8%，经营利润同比增长 29.4%至 5.5 亿美元，占公司总经营利润的 59.5%。

分业务来看，肉制品业务因新冠肺炎疫情的爆发致销量较同期减少 1.5%，非洲猪瘟也导致主要原材料猪肉的价格持续攀升，但受益于前期提价和产品组合调整的影响，公司的销售收入和经营利润均实现快速增长；收入同比增长 13.8%至 19.71 亿美元；经营利润同比增加 44.8%至 4.17 亿美元。预期未来 2-3 年猪价将伴随出栏量的增加大体呈下降趋势，而原材料成本下降所带来的利润公司将用于改善产品品质以保证可持续的增长，同时加大市场投入，继续做大规模，单吨利润预期会维持在较高水平。

生鲜猪肉业务，因生猪市场供应受非洲猪瘟影响大幅减少，生猪屠宰量锐减 61.8%至 327.4 万头，但受益于猪肉价格的提升和进口猪肉的拉动，公司生鲜猪肉业务实现收入 29.05 亿美元，同比增加 56.9%，经营利润因偏低的屠宰量削弱了盈利空间，导致经营利润同比下降 18.4%至 1.02 亿美元。展望下半年，由于美国疫情造成开工不足、劳动力短缺影响产出，预期中美贸易价差会缩小，对进口量会产生一定影响，业务利润会有所降低，公司正积极开发欧洲和南美的进口渠道，尽可能保证对中国进口产品的供应。

图 5：中国区业务收入



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：中国区业务营业利润



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

美国加大防疫投入，业务受疫情影响较大。2020H1 美国业务收入 61.2 亿美元，同比减少 5.1%，占总营业收入的 49.0%，经营利润同比减少 6.1%至 2.76 亿美元，占公司总经营利润的 29.8%。

分业务来看，肉制品业务受新冠肺炎疫情影响，需求疲弱，销量和价格均有所下降，致收入同比下降 9%至 34.07 亿美元；经营利润受到收入下降、生产成本上升、为保障员工安全和稳定劳动力的额外支出，以及餐饮服务被关停导致公司对预期损失作出拨备等因素影响，经营利润同比下降 45.5%至 2.43 亿美元。Q2 公司加大抗疫投入近 4 亿美元，包括雇员开支、工厂设备层面的改动以及承担社会责任的捐赠，因很多为一次过的开支，预期 H2 用于防疫的支出将不会高于 Q2.；同时，伴随美国疫情得到逐步控制，预期 H2 业务有望逐步改善。

生鲜猪肉业务，受到疫情影响，公司在美国的屠宰厂短暂关停，生猪屠宰量下降。生鲜猪肉因产能损失及销售渠道变更调整影响，收入下降 12.2%至 21.07 亿美元。得益于中美猪肉贸易套利空间扩大带来的出口量提升增厚了生鲜肉业务利润，期内录得经营利润 1.16 亿美元，较去年同期增加 1.31 亿美元。

生猪养殖业务，上半年生猪养殖业务收入实现翻倍至 6.05 亿美元，由于美国猪肉价格的低迷，生猪养殖业务处于亏损状态，而公司积极执行的对冲策略有效冲抵了大部分亏损，期内录得亏损 0.2 亿美元，较去年同期 0.62 亿美元的亏损进一步收窄。全年来看，受疫情影响，公司在美国的 5 个屠宰及肉制品工厂暂时关停会影响对中国猪肉的出口量，而养殖业也存在较大不确定性，对冲效果有待进一步观察。

欧洲各业务均有增长，整体盈利大幅提升。受益猪价上涨，销量提高，2020H1 欧洲业务收入 11.45 亿美元，同比增长 22.3%，占总营业收入的 9.17%，经营利润同比增长 115.2%至 0.99 亿美元，占公司总经营利润的 10.7%。分业务来看，肉制品/

生鲜猪肉/生猪养殖业务收入同比分别增加 11.7%/39.0%/28%，经营利润分别较去年同期增长 25.9%/0.09 亿美元/183%。

图 7：美国&欧洲业务收入



图 8：美国&欧洲业务营业利润



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持“买入”评级，目标价 9.0 港元：

考虑到疫情的负面影响，公司加大抗疫支出，我们下调原盈利预测，预计公司 2020/2021 年 EPS 将分别为 0.082/0.112 美元，给予 9.0 港元的目标价，对应 2021 年 10 倍 PE，较现价有 34% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值

| 公司 | 收盘价 2020/4/29 | 市值(亿) 当地货币 | EPS (记账本位币) | | | | PE | | | |
|--------------------|------------------|---------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E |
| 万洲国际 | 6.71 | 988.6 | 0.06 | 0.10 | 0.08 | 0.11 | 13.23 | 8.58 | 10.46 | 7.62 |
| 双汇发展 | 52.08 | 1,728.7 | 1.49 | 1.64 | 1.86 | 2.10 | 34.97 | 31.79 | 27.95 | 24.80 |
| 泰森食品 | 57.60 | 210.3 | 8.19 | 5.52 | 6.86 | 7.49 | 7.03 | 10.43 | 8.40 | 7.69 |
| 荷美尔食品 | 42.31 | 227.5 | 1.91 | 1.70 | 1.64 | 1.74 | 22.15 | 24.92 | 25.83 | 24.35 |
| 其他港股食品饮料公司： | | | | | | | | | | |
| 蒙牛乳业 | 35.25 | 1,390.7 | 0.78 | 1.05 | 0.97 | 1.39 | 45.25 | 33.57 | 36.34 | 25.36 |
| 现代牧业 | 1.09 | 69.8 | -0.08 | 0.06 | 0.07 | 0.09 | NA | 19.68 | 15.22 | 11.57 |
| VITASOY INT'L | 28.40 | 302.3 | 0.66 | 0.00 | 0.53 | 0.68 | 43.29 | 23.32 | 53.73 | 41.47 |
| 康师傅控股 | 13.82 | 777.2 | 0.44 | 0.59 | 0.55 | 0.60 | 31.52 | 23.32 | 24.99 | 22.91 |
| 达利食品 | 4.87 | 666.9 | 0.27 | 0.28 | 0.29 | 0.31 | 18.04 | 17.39 | 17.05 | 15.68 |
| 中粮肉食 | 3.88 | 151.4 | -0.05 | 0.10 | 0.63 | 0.70 | NA | 38.80 | 6.16 | 5.54 |
| 统一企业中国 | 7.95 | 343.4 | 0.24 | 0.32 | 0.34 | 0.37 | 33.35 | 24.84 | 23.29 | 21.46 |
| 日清食品 | 7.75 | 83.3 | 0.19 | 0.23 | 0.27 | 0.32 | 40.51 | 33.18 | 28.70 | 23.88 |
| 周黑鸭 | 6.59 | 157.0 | 0.23 | 0.18 | 0.07 | 0.22 | 28.65 | 36.61 | 89.78 | 30.42 |

资料来源：公司公告、Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

图 9：公司 PE Band（截至 2020 年 8 月 12 日）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万美元 | | | | | | 单位:百万美元 | | | | | |
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 5,460 | 6,707 | 6,351 | 6,576 | 6,915 | 营业收入 | 22,605 | 24,103 | 25,332 | 27,201 | 28,507 |
| 货币资金 | 579 | 593 | 625 | 744 | 894 | 营业成本 | 17,907 | 18,871 | 20,277 | 21,405 | 22,275 |
| 交易性金融资产 | 30 | 419 | 447 | 400 | 400 | 毛利 | 4,698 | 5,232 | 5,055 | 5,795 | 6,232 |
| 应收账款 | 1,135 | 1,047 | 1,013 | 1,088 | 1,140 | 销售费用 | 2,139 | 2,059 | 2,331 | 2,394 | 2,509 |
| 其他应收款 | 430 | 508 | 304 | 321 | 334 | 管理费用 | 732 | 811 | 836 | 898 | 941 |
| 存货 | 2,969 | 4,010 | 4,009 | 4,023 | 4,147 | 其他经营费用 | -339 | -230 | -166 | -132 | -104 |
| 非流动资产 | 9,838 | 10,575 | 11,577 | 12,027 | 12,382 | 营业利润 | 2,166 | 2,592 | 2,055 | 2,636 | 2,888 |
| 可供出售金融资产 | 7 | 10 | 10 | 10 | 10 | 其他支出 | 74 | 63 | 76 | 82 | 86 |
| 长期股权投资 | 352 | 347 | 350 | 354 | 358 | 其他收入 | 98 | 59 | 101 | 109 | 114 |
| 投资性房地产 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 权益性投资损益 | 35 | 15 | 34 | 35 | 37 |
| 固定资产净值 | 5,300 | 5,406 | 5,409 | 5,411 | 5,414 | 非经营性损益 | -21 | 53 | 51 | 14 | 14 |
| 商誉及无形资产 | 3,581 | 3,667 | 3,685 | 3,704 | 3,722 | 财务成本 | 115 | 144 | 139 | 109 | 114 |
| 土地使用权 | 175 | - | - | - | - | 利润总额 | 1,411 | 2,052 | 1,693 | 2,339 | 2,644 |
| 其他非流动资产 | 423 | 1,145 | 2,123 | 2,547 | 2,878 | 所得税 | 258 | 357 | 296 | 421 | 476 |
| 资产总计 | 15,298 | 17,282 | 17,929 | 18,603 | 19,298 | 净利润 | 1,153 | 1,695 | 1,397 | 1,918 | 2,168 |
| 流动负债 | 3,328 | 3,869 | 3,799 | 3,931 | 4,061 | 少数股东损益 | 210 | 230 | 196 | 269 | 304 |
| 短期借款及长期借款当期到期 | 819 | 905 | 860 | 817 | 776 | 归属母公司净利润 | 943 | 1,465 | 1,201 | 1,650 | 1,865 |
| 应付票据及账款 | 977 | 1,074 | 1,014 | 1,070 | 1,114 | EPS(美元) | 0.064 | 0.100 | 0.082 | 0.112 | 0.127 |
| 应缴税金 | 61 | 96 | 99 | 102 | 105 | | | | | | |
| 其他流动资产 | 1,471 | 1,794 | 1,827 | 1,942 | 2,066 | 主要财务比率 | | | | | |
| 非流动负债 | 3,552 | 3,961 | 3,998 | 4,034 | 4,067 | 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 长期借款 | 2,259 | 2,187 | 2,187 | 2,187 | 2,187 | 成长性(%) | | | | | |
| 其他 | 1,293 | 1,774 | 1,811 | 1,847 | 1,880 | 营业收入增长率 | 1.0% | 6.6% | 5.1% | 7.4% | 4.8% |
| 负债合计 | 6,880 | 7,830 | 7,797 | 7,965 | 8,128 | 营业利润增长率 | -21.0% | 43.3% | -19.2% | 37.7% | 12.9% |
| 流动资产净值 | 2,132 | 2,838 | 2,552 | 2,645 | 2,855 | 净利润增长率 | -16.8% | 55.4% | -18.0% | 37.3% | 13.0% |
| 股本 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | | | | | | |
| 未分配利润 | 7,745 | 8,683 | 9,117 | 9,573 | 10,052 | 盈利能力(%) | | | | | |
| 少数股东权益 | 672 | 768 | 1,013 | 1,064 | 1,117 | 毛利率 | 20.8% | 21.7% | 20.0% | 21.3% | 21.9% |
| 股东权益合计 | 8,418 | 9,452 | 10,131 | 10,638 | 11,170 | 净利率 | 5.1% | 7.0% | 5.5% | 7.1% | 7.6% |
| 负债及权益合计 | 15,298 | 17,282 | 17,929 | 18,603 | 19,298 | ROE | 13.7% | 17.9% | 13.8% | 18.0% | 19.4% |
| | | | | | | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力(%) | | | | | |
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 资产负债率 | 45.0% | 45.3% | 43.5% | 42.8% | 42.1% |
| 净利润 | 1,153 | 1,695 | 1,397 | 1,918 | 2,168 | 流动比率 | 1.64 | 1.73 | 1.67 | 1.67 | 1.70 |
| 折旧和摊销 | 437 | 450 | 464 | 478 | 492 | 速动比率 | 0.87 | 1.03 | 1.02 | 1.02 | 1.06 |
| 营运资金的变动 | -570 | -890 | 100 | -139 | -214 | | | | | | |
| 出售固定资产收到现金 | 20 | 18 | 16 | 15 | 13 | 营运能力(次) | | | | | |
| 资本性支出 | - | - | - | - | - | 资产周转率 | 1.48 | 1.39 | 1.41 | 1.46 | 1.48 |
| 投资损失 | 1,197 | 856 | 795 | 988 | 986 | 存货周转率 | 8.86 | 6.50 | 7.00 | 7.37 | 7.37 |
| 债务增加 | 8,658 | 8,745 | 8,307 | 8,307 | 8,307 | | | | | | |
| 债务减少 | 8,654 | 8,221 | 8,304 | 8,304 | 8,304 | 每股资料(美元) | | | | | |
| 支付股利合计 | 795 | 907 | 1,047 | 1,222 | 1,442 | 每股收益 | 0.064 | 0.100 | 0.082 | 0.112 | 0.127 |
| 经营活动产生现金流量 | 1,255 | 1,264 | 1,912 | 2,335 | 2,581 | 每股经营现金 | 0.09 | 0.09 | 0.13 | 0.16 | 0.18 |
| 投资活动产生现金流量 | -1,217 | -874 | -811 | -1,002 | -999 | 每股净资产 | 0.57 | 0.64 | 0.69 | 0.72 | 0.76 |
| 融资活动产生现金流量 | -790 | -384 | -1,043 | -1,218 | -1,438 | | | | | | |
| 现金净变动 | -752 | 6 | 58 | 115 | 143 | 估值比率(倍) | | | | | |
| 现金的期初余额 | 1,279 | 484 | 490 | 548 | 663 | PE | 13.30 | 8.58 | 10.46 | 7.62 | 6.74 |
| 现金的期末余额 | 484 | 490 | 548 | 663 | 806 | PB | 1.49 | 1.33 | 1.24 | 1.18 | 1.13 |

投资评级定义和免责条款

投资评级

| | |
|-----|-----------------------------|
| 买入 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20% |
| 持有 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20% |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断 |

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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，国元证券经纪（香港）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国元证券经纪（香港）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或其他金融工具的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。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，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或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）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，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313