

# Company Report

China Merchants Securities (HK) Co., Ltd.  
Hong Kong Equity Research

## Vitasoy (345 HK)

### Income growth stable: Maintain NEUTRAL

■ **Income growth supported by new products, accelerating sales growth in mainland China and transition in industry to development stage**

■ **Valuation not attractive at 2014E PE 28.2x**

■ **2014-16E EPS adjusted by -1% to 5%, maintain Neutral**

#### What's new

We communicated with management of Vitasoy International latterly and firmly believe that the company's revenue growth is stable, being backed by new products launch in the short term, growth in China in the medium term, and also benefiting from transition in industry cycle in the long term. However, valuation is not attractive at 2014E PE of 28.2x, higher than sector average by 6%. Therefore, we maintain a NEUTRAL rating. Based on P/E valuation methodologies, we set 1-yr target price at HK\$10.8.

#### Our views

**Short-term driver: new categories launched in Hong Kong.** We are bullish to Hong Kong-style milk tea, for: 1) a good customer base; 2) less direct competition with previous products as that is a new category.

**Medium-term driver: China sales growth accelerates.** Mainland revenue grew 28% YoY in FY 2013/2014, higher than the 5-year average of 18%. We expect the mainland will become a main source of income in 2016.

**Long-term driver: Industry transition to development stage.** We estimate sector CAGR at 11% for the coming 5 years, which is about 1.5x of that of the GDP. The main drivers of the current industry cycle transitions are: 1) alternative products to dairy; 2) vegetable protein beverage soars; 3) urbanization and consumption upgrade facilitates the transfer of animal to vegetable protein; and 4) expansion of modern chain channels in favor of operators like Vitasoy International.

**Valuation:** We cut EPS in 2014 by 1% to factor in the increasing SG&A cost but left 2015-2016 EPS by 1% to 5% given economic scale reached. We estimate 2014-2016E EPS to be HK\$0.36, HK\$0.39 and HK\$0.42, respectively. Based on P/E valuation methodologies, we set 1-yr target price at HK\$10.8. We maintain NEUTRAL rating.

#### Financials (March year end)

HKD mn	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	4,100	4,545	5,093	5,684	6,337
Growth (%)	9%	11%	12%	12%	11%
Net profit	304	307	370	408	435
Growth (%)	8%	1%	20%	10%	7%
EPS (HKD)	0.29	0.30	0.36	0.39	0.42
DPS (HKD)	0.20	0.20	0.24	0.27	0.28
P/E (x)	34.4	33.9	28.2	25.6	24.1
P/B (x)	6.4	6.0	5.4	5.0	4.6
ROE (%)	19%	18%	19%	19%	19%

Source: Company data, CMS (HK) estimates

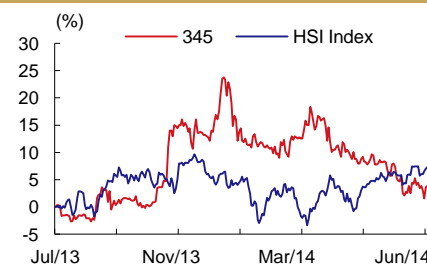
#### WHAT'S NEW

TP/estimate changes

## NEUTRAL

Previous	Neutral
Price	HK\$10.08
12-month Target Price (Potential Upside)	HK\$10.8 (+7%)
Previous	11.6

#### Price Performance



Source: Bigdata

%	1m	6m	12m
345 HK	(0.2)	(6.7)	8.0
HSI	0.8	1.5	9.5

#### Industry: Food & Beverage

Hang Seng Index	23387
HSCEI	10356

#### Key Data

52-week range (HK\$)	9.12-12.04
Market cap (HK\$ mn)	10,423
Avg. daily volume (mn share)	4.143
BVPS (HK\$)	1.7

#### Shareholdings Structure

LO'S FAMILY	24.79%
MATTHEWS INT'L	7.04%
ARISAIG PARTNERS	5.9%
No. of shares outstanding (mn)	1,030
Free float	41.71%

#### Related Research

1. China Growth Story- Potential Sales Contribution Soars 2014/1/20
2. Product recall hurt brand image but with limited impact 2014/2/1

# 公司报告

招商证券(香港)有限公司

## 维他奶国际 (345 HK)

收入稳健增长且确定性高, 唯估值不吸引

- 公司收入短期有新品上市, 中期有中国大陆成长支撑, 长期受益行业周期转换
- 唯目前估值不具有吸引力(高于行业平均 6%)
- 调整 2014-16E EPS -1 至 5%, 维持公司“中性”投资评级

### 事件:

近期我们和维他奶国际的管理层进行了交流。我们认为公司收入增长短期有新品上市, 中期有中国大陆成长支撑, 长期受益行业周期转换, 增长稳健且确定性高, 因此我们将 2014-2016 收入预期上调 7-14%。唯目前估值不具有吸引力, 2014 年预期市盈率 28.2 倍高于行业平均 6%, 因此我们维持公司“中性”投资评级。结合市盈率估值法, 给予公司一年目标价港币 10.8。

### 我们的观点

**短期驱动力:** 香港地区新品类上市。今年有三款产品在香港上市, 其中我们最为看好港式奶茶, 基于其: 1) 有良好客户基础; 2) 奶茶属新品类, 可减少与主打产品直接竞争。

**中期驱动力:** 中国大陆销售增长加速。2013/2014 财年中国大陆收入同比增长 28%, 高于过去 5 年 18% 的平均增速。我们预计 2016 年, 大陆占收入比重将超过港澳地区成为主要收入来源。

**长期驱动力:** 行业周期由初期向发展期过渡。我们预计豆奶行业未来 5 年平均复合增速 11%, 约为 GDP 1.5 倍。主要动力为: 1) 对乳制品的替代。2) 植物蛋白饮料行业参与者发力, 有利于行业做大。3) 城镇化, 消费升级推动消费者由动物蛋白向植物蛋白转移。4) 现代连锁消费渠道扩张。

### 盈利预测/估值

我们将 2014-2016 年收入分别上调 7%-14% 以反映新品上市和大陆收入增长加速。考虑到 2014 年市场推广费用上升我们将每股收益下调 1%, 而 2015-2016 年投入逐渐进入回报期, 上调收益 1-5%。我们预期 2014-2016 年 EPS 分别是 0.36 港币, 0.39 港币和 0.42 港币。根据市盈率估值法, 给予公司一年目标价港币 10.8, 维持公司“中性”投资评级。

### 盈利预测及估值 (报告年度为每年 3 月至次年三月)

港币百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入	4,100	4,545	5,093	5,684	6,337
同比增长(%)	9%	11%	12%	12%	11%
净利润	304	307	370	408	435
同比增长(%)	8%	1%	20%	10%	7%
每股盈利(元)	0.29	0.30	0.36	0.39	0.42
每股股息(元)	0.20	0.20	0.24	0.27	0.28
市盈率(X)	34.4	33.9	28.2	25.6	24.1
市净率(X)	6.4	6.0	5.4	5.0	4.6
ROE(%)	19%	18%	19%	19%	19%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

华玲

755-83277471

hualing@cmschina.com.cn

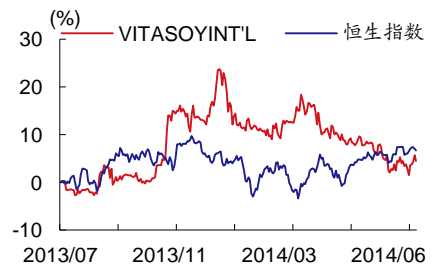
### 最新变动

目标价/EPS 估值变动 下调

## 中性

前次评级	中性
股价	HK\$10.08
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$10.8 (+7%)
前次目标价:	11.6

### 股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
345 HK	(0.2)	(6.7)	8.0
HSI	0.8	1.5	9.5

### 行业: 食品饮料

恒生指数	23387
国企指数	10356

### 重要数据

52周股价区间(港元)	9.12-12.04
港股市值(百万港元)	10,423
日均成交量(万股)	41.43
每股净资产(港元)	1.7

### 主要股东

罗氏家族	24.79%
马修斯国际	7.04%
ARISAIG PARTNERS	5.9%

总股数(百万股)	1,030
自由流通量	41.71%

### 相关报告

- 《中国的成长故事-预期收入占比大幅提升》2014/1/20
- 《召回事件对品牌有一定伤害但影响有限》2014/2/19

## 投资主题

收入稳健增长且确定性高，我们将2014-2016收入预期上调7-14%

### ■ 短期驱动力：香港地区新品类上市

2014/2015财年，公司在香港将上市三款新产品：港式奶茶和两款PET装豆奶。我们最为看好港式奶茶。1) 有良好客户基础。该产品立足香港特色丝袜奶茶的口味，在香港有较好的客户基础利于调动怀旧情结；2) 奶茶属于新品类，可扩展下午茶饮用时段，减少与主打产品豆奶在早餐时段的直接竞争。3) 中国大陆即饮奶茶行业收入增数高达三位数，我们预期未来三年也将保持20%以上的增长，将来产品进入大陆将有望保持高速增长。

### ■ 中期驱动力：中国大陆市场潜力巨大

1) 中国大陆收入增长加速，预计2016年成为主要收入来源。2013/2014财年中国大陆收入同比增长28%，高于过去五年18%的平均增速。我们预期2014-2016年大陆地区增长速度为25.8%-22.1%。其主要支撑动力为2011年底公司已完成的产能扩张，及2013年开始的“更深更广”策略，销售范围由优势的华南、华东地区向东部，南部和中部扩张。我们预计到2016/2017财年中国大陆将超过港澳地区成为主要收入来源。

2) 市场对新任总裁寄予厚望。2013年4月1日起，陆博涛先生（Roberto Guidetti）接任公司行政总裁，其曾在宝洁公司和可口可乐工作，在其24年高流转消费品经验中大中华区工作时间超过13年。特别是陆先生曾担任可口可乐上海及北京等分公司副总裁，以及内地特许经营业务之副总裁及总经理等职位，使市场相信其有足够经验带领维他奶扩大内地的市场份额。

### ■ 长期驱动力：行业周期由初期向发展期过渡

中国豆奶行业处于行业周期由初期向发展期过渡阶段，我们预计豆奶行业未来5年平均复合增速11%，约为GPD1.5倍。目前行业无全国性品牌，而发达市场强势品牌市场占有率可达80%-90%，同时定价高出50%，这为维他奶的成长提供了广阔空间。

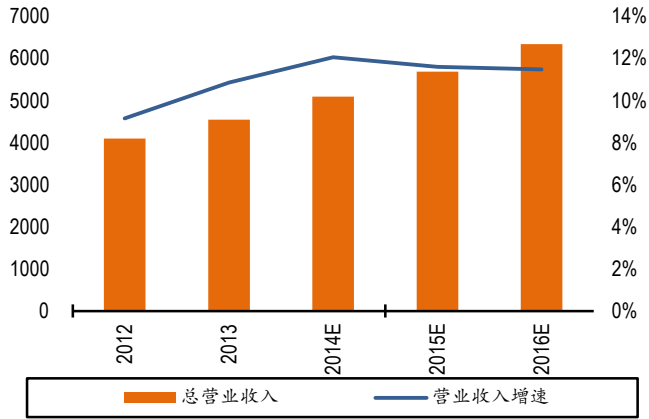
目前行业周期向发展期过渡的主要动力为：1) 植物蛋白饮料行业参与者发力，有利于行业做大。以六个核桃为例，自2005年创立，销售额从2006年的3000万到2011年的30多个亿。而目前维他奶中国大陆收入仅4亿人民币，有很大的提升空间。2) 对乳制品的替代。液体乳受困于原奶供应，近年价格提升较快，为豆奶行业提价或消费转移提供契机。3) 城镇化，消费升级推动消费者由动物蛋白向植物蛋白转移。4) 便利店，网店和糕点店等多种现代连锁消费渠道扩张有利于精于现代渠道运作的维他奶。

### 唯目前估值不具有吸引力

我们预期2014-2016年EPS分别是0.36港币，0.39港币和0.42港币。按市盈率估值法，给予公司一年目标价港币10.8。目前估值不具有吸引力，按2014年预期每股收益计算为28.2倍，高于行业平均的26.8倍，因此我们维持公司“中性”投资评级。

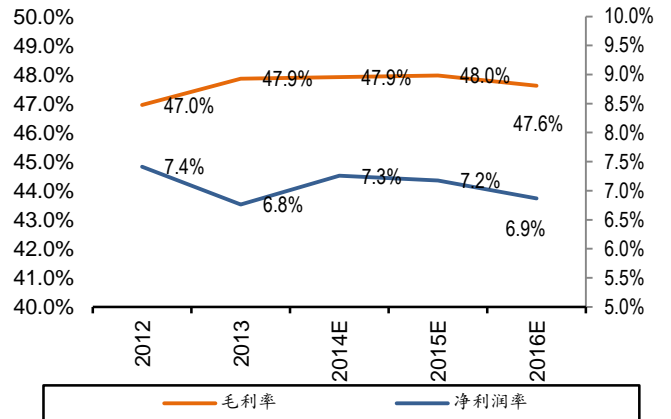
重点图表

图1: 收入稳健增长 (百万元)



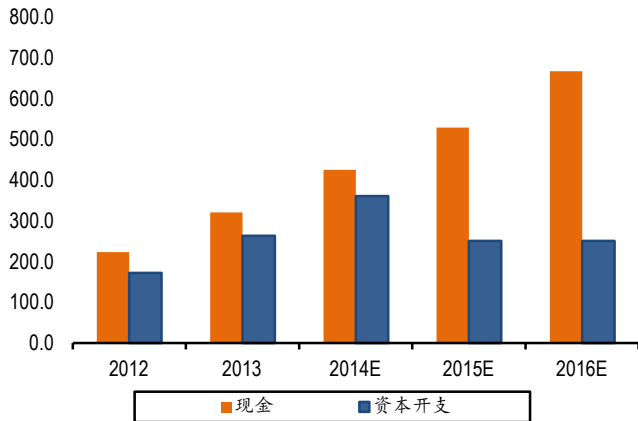
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 高利润率



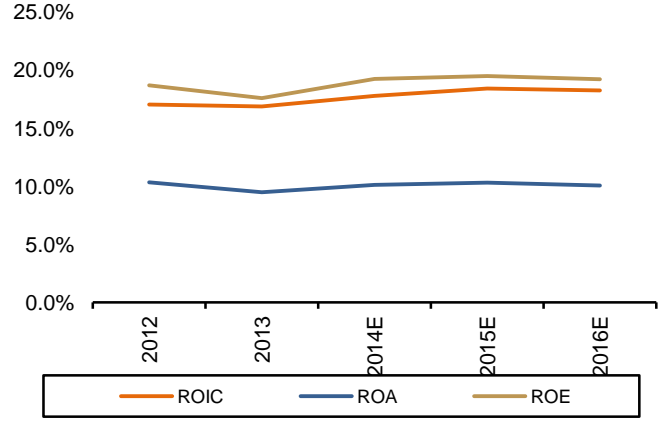
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 现金充裕资本开支小 (百万元)



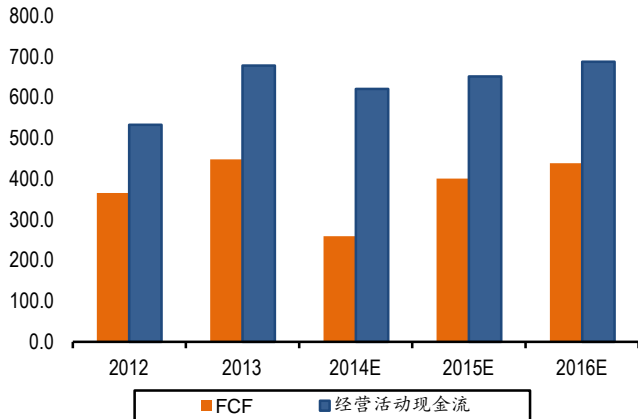
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 优秀的资产回报率



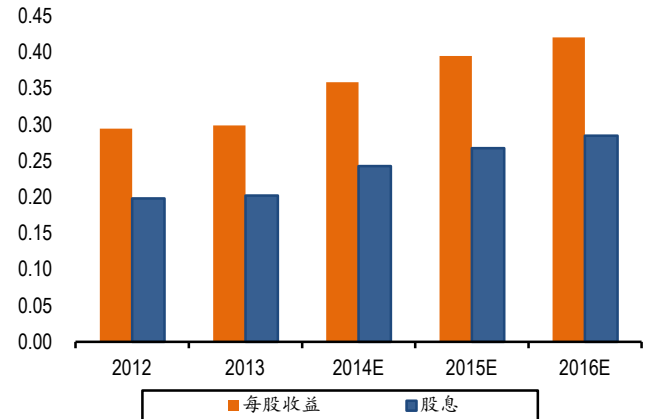
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图5: 强劲的现金流 (百万元)



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图6: 持续高派息率 (元)



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

## 2014-2016 收入预测

2016年中国大陆将成为主要收入来源。根据2013/2014年财报，香港和澳门地区收入占总收入42%，其次分别为中国大陆34%，澳大利亚11%，北美11%和新加坡2%。随着2011年公司中国大陆产能扩张完成，并于2013年开始实行“更深更广”策略，销售范围由优势的华南、华东地区向福建，广西和武汉等扩张。我们预计到2016/2017财年，大陆将超过港澳地区成为主要收入来源。

表1: 收入预测

港币 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入合计	4,051	4,494	5,042	5,633	6,286
香港及澳门	1,797	1,899	2,021	2,122	2,233
中国内地	1,174	1,505	1,894	2,345	2,863
澳洲及新西兰	516	492	502	512	522
北美洲	482	513	539	566	577
新加坡	83	85	87	88	90

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

表2: 主要产品预测

		2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>香港</b>						
零售价	豆奶(港元/升)	10.5	10.5	10.5	10.6	10.6
	茶饮料(港元/升)	11.2	11.2	11.2	11.3	11.5
销售量	豆奶(百万升)	68.4	72.3	76.0	77.5	79.0
	茶饮料(百万升)	70.6	74.6	78.3	79.9	81.5
<b>中国大陆</b>						
零售价	豆奶(港元/升)	11.3	12.2	12.5	13.2	13.8
	茶饮料(港元/升)	12.4	12.4	12.4	13.0	13.7
销售量	豆奶(百万升)	146.6	174.6	213.0	249.2	286.5
	茶饮料(百万升)	23.7	30.3	39.4	48.5	59.7

来源: 招商证券(香港) 预测

我们将2014-2016年收入分别上调7%-14%。这主要反映大陆收入增长加速和香港的新产品上市。首先，大陆地区增长加速。2013/2014财年中国大陆收入同比增长28%，高于过去五年18%的平均增速。我们预期2014-2016年大陆地区增长速度为25.8%-22.1%。其次，2014年香港共上市三款产品：港式奶茶和两款PET装豆奶。我们最为看好港式奶茶，基于：1) 有良好客户基础。该产品立足香港特色丝袜奶茶的口味，在香港有较好的客户基础利于调动怀旧情结；2) 奶茶属于新品类，可扩展下午茶饮用时段，减少与主打产品豆奶在早餐时段的直接竞争。

目前我们尚未计入如港式奶茶引入中国大陆的销量，因为公司尚未有时间表引入中国大陆，但我们非常看好该产品的前景。中国大陆即饮奶茶行业收入增数高达三位数，我们预期未来三年也将保持20%以上的增长，将来产品进入大陆有望高增长。

图7: 新品港式奶茶



来源: 招商证券(香港)

图8: 新品PET豆奶



来源: 招商证券(香港)

同时我们将2014-2016年营业利润分别作-1%至+5%的调整。考虑到新品上市及大陆地区销售推广投入,我们预期营业费用占收入的比重提升0.7个百分点至34%,从而将2014年营业利润较上次预测下调1%。随着新品和大陆地区收入增长在2015年-2016年到达规模效益,我们将2015年-2016年营业利润上调1-5%。

表3: 预测调整

(百万元)	2014E			2015E			2016E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
主营收入	4,775	5,093	7%	5,183	5,684	10%	5,579	6,337	14%
毛利	2,270	2,441	8%	2,464	2,726	11%	2,622	3,017	15%
营业利润	532	523	-2%	573	579.0	1%	584	615	5%
归属母公司净利润	372	370	-1%	404	407.9	1%	414	435	5%
EPS(元)	0.36	0.36	-1%	0.39	0.39	1%	0.40	0.42	5%
收入增长率	8.4%	12.1%	3.7%	8.5%	11.6%	3.1%	7.6%	11.5%	3.9%
毛利率	47.0%	47.9%	0.9%	47.1%	48.0%	0.9%	47.5%	47.6%	0.1%
净利率	7.7%	7.3%	-0.4%	7.7%	7.2%	-0.5%	8.2%	6.9%	-1.3%

来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

表4: 招商预测 VS 市场预期

(百万元)	2014E			2015E		
	招商预测	市场预期	差异	招商预测	市场预期	差异
营业收入	5,093	4,901	4%	5,684	5,356	6%
归属母公司净利润	370	362	2%	408	395	3%
EPS(元)	0.36	0.35	2%	0.39	0.38	4%

来源: 彭博, 招商证券(香港)预测

2014-2016年维持68%的分红率。得益于公司强劲的现金流,维他奶一直保持高派息率,五年平均派息率达72%。考虑到2014-2015年公司将维持较高资本开支以升级生产设备,因此我们认为公司暂不会提高派息率,预计2014-2016年维持68%的分红率。

表5: 公司维持高分红率。

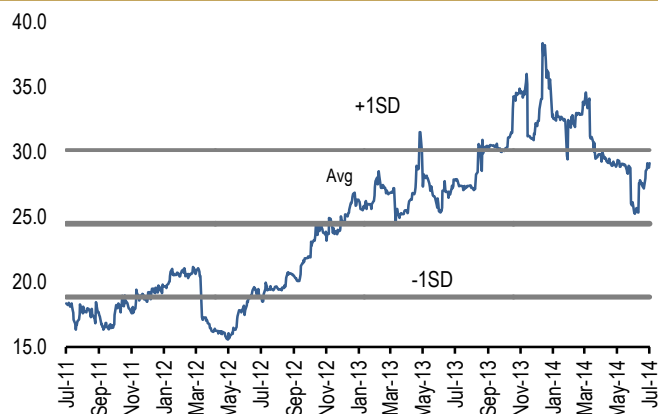
(百万元)	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及等价物	463	352	206	223	320	425	529	667
年度现金股利(元)	0.134	0.151	0.151	0.166	0.170	0.210	0.235	0.252
中期现金股利(元)	0.100	0.032	0.032	0.032	0.032	0.032	0.032	0.032
派息率	91%	66%	67%	67%	68%	68%	68%	68%

来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

### 估值

**P/E 估值法** 我们选取 30.2x 作为维他奶的合理估值水平，这是基于三年预期平均市盈率加一个标准差所得，以反映公司利润增长加速，2014 年预期同比增长 20%，将大幅高于 2013 年的 1%。因此我们给予公司一年目标价港币 10.8。

图9: 预期市盈率走势



来源: 彭博, 招商证券(香港)

表 6: 主要饮料上市公司估值比较

代码	主要饮料上市公司	市值 (港币 百万)	收入增速 (%)	每股盈 利增速 (%)	2014E P/E	2013 ROE (%)
<b>平均值</b>		<b>35,761</b>	<b>9.58</b>	<b>10.72</b>	<b>26.77</b>	<b>15.54</b>
345 HK	维他奶国际	10,423	10.93	6.8	33.94	19.68
322 HK	康师傅控股	122,048	18.77	-10.98	25.48	15.45
2319 HK	蒙牛乳业	69,121	20.44	20.90	31.82	11.71
1886 HK	汇源果汁	7,461	13.14	NA	21.86	3.51
220 HK	统一企业	25,225	8.98	7.06	24.22	11.59
000848	承德露露	12,512	23.29	50.91	25.73	34.75
600238	海南椰岛	3,540	-28.51	-14.29	24.33	12.08

资料来源: 彭博, 招商证券(香港)整理

上行风险: 售价提升, 强于预期的销售增长, 成本大幅下降。

下行风险: 成本大幅上升, 食品安全事件。

## 财务预测表

### 资产负债表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1,345	1,580	1,838	2,108	2,435
现金及现金等价物	223	320	425	529	667
交易性金融资产	-	-	-	-	-
其他短期投资	0	1	1	1	1
应收账款及票据	600	584	655	732	816
其它应收款	86	142	159	178	199
存货	436	533	598	668	751
其他流动资产	-	1	1	1	1
<b>非流动资产</b>	1,601	1,661	1,819	1,855	1,887
长期投资	7	-	-	-	-
固定资产	1,492	1,567	1,725	1,761	1,793
无形资产	84	46	46	46	46
其他	18	48	48	48	48
<b>资产总计</b>	<b>2,946</b>	<b>3,241</b>	<b>3,657</b>	<b>3,963</b>	<b>4,322</b>
<b>流动负债</b>	961	1,137	1,342	1,488	1,660
应付账款	347	406	456	509	572
应交税金	43	22	51	57	63
短期借款	152	53	100	100	100
其他	419	656	736	822	925
<b>长期负债</b>	161	147	175	153	153
长期借款	100	73	101	79	79
其他	61	74	74	74	74
<b>负债合计</b>	<b>1,122</b>	<b>1,284</b>	<b>1,517</b>	<b>1,641</b>	<b>1,813</b>
股本	257	655	656	656	657
留存收益	868	984	1,158	1,327	1,498
其它储备	504	110	110	110	110
少数股东权益	195	208	216	229	244
归属于母公司所有者权益	1,629	1,749	1,923	2,093	2,265
<b>负债及权益合计</b>	<b>2,945</b>	<b>3,241</b>	<b>3,657</b>	<b>3,963</b>	<b>4,322</b>

### 现金流量表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	532	677	620	651	687
净利润	303	307	370	408	435
折旧与摊销	176	186	200	212	216
营运资本变动	(20)	137	5	(20)	(16)
其他非现金调整	73	47	45	51	53
<b>投资活动现金流</b>	(167)	(267)	(385)	(274)	(273)
资本性支出	(171)	(263)	(360)	(250)	(250)
出售固定资产收到的现金	2	2	2	2	2
投资增减	0	(66)	(30)	(30)	(30)
其它	2	(30)	3	4	5
<b>筹资活动现金流</b>	(350)	(366)	(77)	(273)	(276)
债务增减	(149)	(179)	128	(22)	0
股本增减	15	38	1	1	1
股利支付	187	191	196	238	264
其它筹资	(29)	(33)	(10)	(13)	(12)
其它调整	(374)	(383)	(392)	(476)	(528)
<b>现金净增加额</b>	17	45	157	104	138

### 利润表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>总营业收入</b>	4,100	4,545	5,093	5,684	6,337
主营业务收入	4,051	4,494	5,042	5,633	6,286
营业成本	2,126	2,319	2,602	2,907	3,269
<b>毛利</b>	1,925	2,175	2,441	2,727	3,017
销售、行政及一般费用	1,295	1,496	1,714	1,914	2,136
研发费用	-	-	-	-	-
其他营业费用合计	234	260	255	284	317
<b>营业利润</b>	445	470	523	579	615
利息支出	21	13	10	13	12
利息收入	2	-	3	4	5
权益性投资损益	-	-	-	-	-
其他非经营性损益	-	-	-	-	-
非经常项目损益	-	-	-	-	-
<b>除税前利润</b>	426	457	516	570	608
所得税	89	116	108	120	128
少数股东损益	33	34	38	42	45
<b>归属普通股股东净利润</b>	304	307	370	408	435
<b>EPS (元)</b>	0.294	0.298	0.358	0.394	0.420

### 主要财务比率

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>年成长率</b>					
营业收入	9%	11%	12%	12%	11%
营业利润	5%	6%	11%	11%	6%
净利润	8%	1%	20%	10%	7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	47.0%	47.9%	47.9%	48.0%	47.6%
净利率	7.4%	6.8%	7.3%	7.2%	6.9%
ROE	18.7%	17.6%	19.2%	19.5%	19.2%
ROIC	17.0%	16.9%	17.8%	18.4%	18.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.1%	39.6%	41.5%	41.4%	41.9%
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5
应收账款周转率	6.1	6.4	6.6	6.6	6.6
应付账款周转率	5.7	6.2	6.0	6.0	6.0
<b>估值比率</b>					
PE	34.4	33.9	28.2	25.6	24.1
PB	6.4	6.0	5.4	5.0	4.6
EV/EBITDA	10.2	9.6	8.7	8.0	7.6

资料来源: 公司报表, 招商证券(香港)预测



## 投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话: +852 3189 6888  
传真: +852 3101 0828

### 韩国

招商证券国际首尔办事处  
One IFC #2810, 23 Yeouido-dong, Yeongdeungpo-gu,  
Seoul 150-876, Korea  
电话: +82 2 6137 9935  
传真: +82 2 6137 9930