

中国股市策略

人造肉: 可使食无肉

- 人造肉市场将颠覆全球肉类供应格局。
- 人造肉在道德、健康、环保和成本方面具有优势。
- 随着人造肉成本下降, 预计需求将大增。
- 行业渗透率每增加 1 个百分点, 美国人造肉销售将增加 27 亿美元, 国内销售将增加 120 亿元人民币。
- 我们分析人造肉了对肉类供应链不同公司的影响。

人造肉市场的巨大增长潜力

在全球肉类市场中, 人造肉(包括植物性肉类和基于细胞的肉类)细分市场的增长潜力不容忽视。据 A.C. Nielsen 数据显示, 截至 2018 年 6 月的 12 个月, 人造肉的销售额达到 6.7 亿美元, 意味着在价值 2,700 亿美元的美国肉类市场中拥有约 0.2% 份额。行业渗透率每增加 1%, 将为美国和中国分别带来 27 亿美元和 120 亿元人民币的销售额。作为参考, 以植物为基础的乳制品在北美乳制品市场上已占约 13% 市场份额。

随着人造肉产品升级, 需求将上升

由于人造肉的味道、口感和供应均在改善, 人造肉相对其他畜肉的竞争力正在提升。基于以下因素, 人造肉具有多个用途: 1) 宗教和文化原因, 以及出于爱护动物的因素; 2) 食用人造肉较为健康; 3) 显著的环保效益; 4) 长远而言成本或低于传统肉类。

植物性蛋白质替代品取得商业成功

以植物为基础的人造肉在北美十分受消费者欢迎。该行业的两家主要企业包括 Beyond Meat 和 Impossible Foods, 两者的产品在北美的主要快餐连锁店客户中已取得商业成功, 这些客户包括 Burger King、TGI Friday's、A&W Canada 以及 Whole Foods、Kroger 和 Albertson's 等杂货店。Beyond Meat 的收入从 2016 年的约 1,600 万美元增长到 2018 年的 8,800 万美元, 年均复合增长率达 133%。

细胞培养的肉类 - 长远替代品

用细胞培养技术生产的肉类是传统肉类和牲畜供应商的面对的另一个威胁。细胞培养的肉类是指在实验室/加工厂中培养出的供人食用的动物细胞。理论上, 其味道和质地与真正的肉/鱼没有分别, 但成本较低, 对环境生态的负面影响亦低得多。虽然目前将该技术推向市场的成本太高, 但其成本正在下降, 且该行业仍在吸引资金投资。

板块投资思路

人造肉在短期内不太可能取代真正肉类, 主要是由于人造肉成本较高、产能有限和消费者偏好所致, 但虽然如此, 随着更多新公司进入该行业以及人造肉成本降至与畜肉相若, 这些障碍将会消除。这对肉类生产链的长期影响可能是深远的:

农作物供应商: 它们可能会受益于更大的需求, 因为 Beyond Meat 和 Impossible Foods 等人造肉类供应商在提升份额后持续增加产量。目前, 由于成本等原因, 豌豆一般被用作人造肉的植物蛋白质来源, 但也可使用其他农作物取代。

肉类加工商: 短期内, 预计对 Tyson、Hormel 和 JBS 等大公司的影响不大, 因为它们亦计划推出高端人造肉产品。但从长远来看或有一些负面影响, 因它们的份额会流失至行业新加入者手中。一些经营上游业务的综合生产商也可能受到不利影响。

肉类替代品公司: 随着 Beyond Meat 和 Impossible Foods 扩大产能, 它们将受益于销量上升。它们也可能面临养殖肉类供应商的挑战。

上游畜牧公司: 随着人造肉带来的竞争加剧, 养猪业长远的盈利能力将平缓化。中国畜牧公司目前的估值意味着每头生猪的 EV 值为人民币 5,000-12,000 元, 这样的估值明显虚高, 因为每头生猪的长远盈利仅为人民币 300-450 元。

分析员

张富绅

T (852) 3698 6375
E johnsoncheung@chinastock.com.hk

Jeffrey Dorr

T (852) 3698 6323
E jeffreydorr@chinastock.com.hk

梁秉仁

T (852) 3698 6395
E patrickleung@chinastock.com.hk

李腾

T (852) 3698 6297
E lizli@chinastock.com.hk

全球肉类市场的价值为1.4万亿美元。在美国，肉类是销售额最高的食品类别，在零售和食品服务渠道中估计产生了2,700亿美元。在中国，随着猪肉和禽肉价格上涨，我们估计市场规模将超过人民币1.2万亿元。

人造肉市场的整体增速远远超过传统肉类行业。例如，Beyond Meat的收入在2016年至2018年实现了130%的年均复合增长。除了迎合素食者（中国估计有超过5,500万素食者），人造肉还能满足一般消费者的需求 - 提供常规肉类的口味和便利，同时更便宜、更健康、更环保。

我们估计，人造肉的市场份额每增加1%，将为美国带来27亿美元销售额，以及为中国带来人民币120亿元销售额。对于人造肉的行业空间，我们能以植物乳制品市场作为参考。根据研究公司Mintel数据，美国的非乳制奶产品的销售额在2012 - 17年的年均复合增长率为10%，2017年估计约20亿美元，占乳制品销售总额的13%。

推动需求

1) 动物福利、文化和宗教偏好

虽然在杂货店购买 Beyond Meat 产品的顾客中约有 93% 是肉食者，但对于日常不可食用真正肉类的消费者，人造肉也有吸引力。除了素食主义者和纯素食主义者之外，人造肉类仍然吸引着提倡动物福利的消费者以及传统上避免食用某些肉类的宗教团体。例如，Beyond Meat 预计今年将向零售店推出牛肉产品，该产品将通过伊斯兰教 Halal 和犹太教 Kosher 认证。

2) 健康意识

一些对动物蛋白质消费的研究发现，某些肉类与癌症、心脏病和糖尿病等流行病之间存在关联。虽然现时人造肉的卡路里含量与普通牛肉饼相似，或甚至含有更高的钠，但人造肉仍对健康有一定益处。主要益处包括零胆固醇、较低水平的饱和脂肪和略微增加的纤维。植物性肉类也不含一些传统肉类中常见的激素和抗生素。然而，植物性肉类的钠含量几乎是传统牛肉汉堡的四倍。

图1: 营养价值 (Beyond Burger vs. 一般汉堡)

	Beyond Burger	一般汉堡
卡路里	290	287
总脂肪 (克)	22	23
饱和脂肪 (克)	5	9
钠 (毫克)	450	75
蛋白质 (克)	20	19
纤维 (克)	3	0
胆固醇 (毫克)	0	80

来源: HEALTH.COM, 中国银河国际证券研究部, 公司

3) 环境效益

畜牧业已成为温室气体排放的主要来源，对土地、能源和水等资源造成负苛。人造肉可提供与传统肉类相同的氨基酸、脂类、维生素和水的化学组成/结构，以及相同的口味和质地，但成本较低且对环境的影响较小。

根据Beyond Meat的招股说明书，人造肉可提供与真正的动物肉相似的味道，但温室气体排放量低90%、消耗的水减少99%、所占土地减少93%、能耗减少46%。据联合国统计，估计牲畜占全球气体排放量的15% - 与运输相同，包括飞机、轮船、卡车和汽车。牛的气体排放不是唯一的问题；由于农殖牲畜使用大量的水，农业中使用的毒素会流入自然水道，在此过程中破坏栖息地和野生动植物。畜牧业也对森林进行大规模砍伐，估计有70%的亚马逊热带雨林是由于放牧而被砍伐

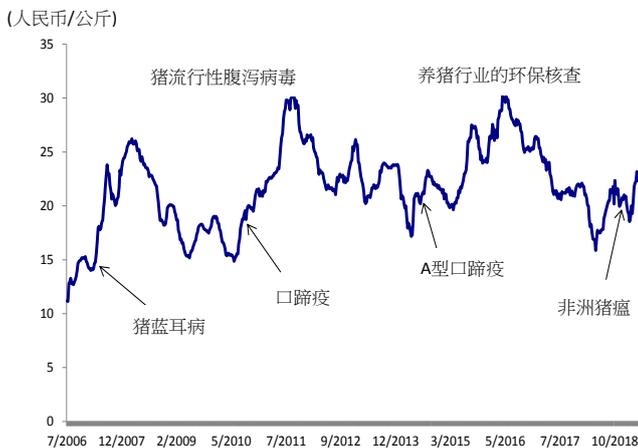
(进一步减少了世界上其中一个最重要的碳汇来源)。大面积的土地可能会用作重新造林。专家指出，成为素食主义者比拥有电动汽车或减少乘坐飞机更有利于环境生态。

4) 成本竞争力将得到改善

如果人造肉真的是真正肉类的廉价替代品，那么其需求和消费将会增加。目前，消费者购买人造肉的价钱会较高。纽约Whole Foods的Beyond Burger的两个小肉饼价格为5.99美元，大约是传统碎牛肉馅饼的两倍。Impossible Food的汉堡还没有通过零售渠道销售，但在餐馆可以买到，而且它们一般较常规馅饼的价钱高出3美元。虽然今天人造肉的成本仍高于普通肉类，但随着规模扩大，将有助于在中长期降低成本。

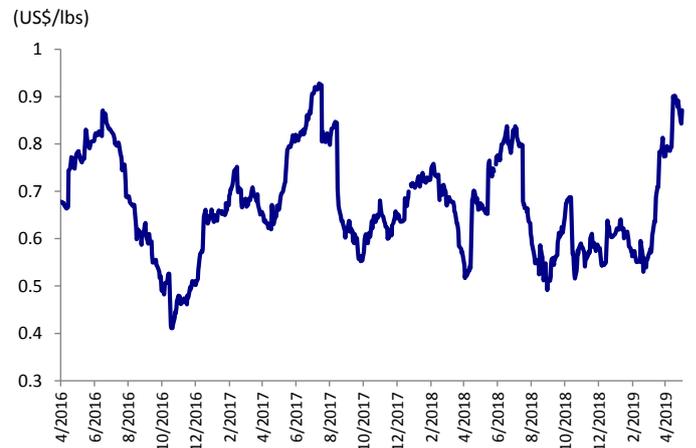
Impossible Foods今年与Burger King一起推出汉堡，当中植物性汉堡比普通肉类汉堡的价格仅高1美元。竞争对手Beyond Meat也试图通过投资替代植物蛋白来源来削减成本，例如葵花籽、芥菜籽和羽扇豆，这将降低成本。该公司首席执行官说其产品价格销售有望在未来五年内低于动物蛋白。

图2: 此前周期的猪肉价格走势



来源: 中国银河国际证券研究部, WIND

图3: 美国瘦肉猪期货价格



来源: 中国银河国际证券研究部, CME, 彭博

随着消费者转向食用人造肉，将有助应对动物肉类行业在成本和供应链的限制，例如过去12个月肉价上涨已反映了这些限制。随着农业和牲畜饲养业取得巨大发展，世界上76亿人口的大多数人都有能力购买肉类食品，但是从长期来看，人造肉的价格可能更低，并且价格更稳定。例如，人造肉不会受到牲畜疾病爆发的影响，而牲畜疾病可能会干扰肉类价格。

供給側

从历史上看，对肉类市场的投资一般仅限于通过改变动物饮食、抗生素、育种和激素疗法来提高肉类的质量或产量。今天，新技术已允许人类完全绕过牲畜，从植物性物质或实验室培养的细胞中获取肉类。迄今为止，只有植物性肉类替代品取得主流商业的成功，但泰森食品等公司仍将继续投资于有关实验室细胞培育肉类的技术。

植物蛋白

植物蛋白开始获得主流商业成功，特别是在北美。植物性肉类市场的两家主要企业是 Beyond Meat 和 Impossible Foods。Beyond Meat 的产品主要基于菜籽油和豌豆基蛋白（以及用于着色的甜菜汁），而 Impossible Foods 的人造肉使用大豆蛋白和椰子油作为主要成分。Impossible Foods 使用来自大豆植物之中的含铁量丰富的分子“血红素”（heme）来制造肉味，这也使其蔬菜馅饼看似“流血”。

两家公司都在北美取得成功。例如，在2018年夏天，连续12周，Beyond Meat的Beyond Burger销售（按单位）超过了Ralph加利福尼亚南部分部的所有包装牛肉饼的销售（Ralph是Kroger的子公司，而Kroger是美国最大的传统杂货店之一）。此外，在2018年，Beyond Burger在加拿大第二大快餐店A&W推出，其需求推高了商店流量，并超过了预测，导致2018年Beyond Burger的供应中断。Beyond Burger现在由美国和加拿大的约12,000家餐厅和餐饮店以及美国15,000家杂货店出售。

与Beyond Foods不同，Impossible Foods仅通过餐厅渠道销售其产品。据报道，截至2018年11月底，Impossible Burger在全美约5,000家餐厅出售，而去年则为50家。2019年，公司继续取得进展，并在4月与Burger King成功试推出了一款无肉的Whopper汉堡。目前，Burger King正在全国范围（7,000多个地点）推出该产品。除了Burger King，Impossible Food的产品也在White Castle有售。

图 4: 主要的植物性肉类公司概况

	技术	主要产品	分销
Beyond Meat	豌豆基蛋白质、菜籽油、甜菜汁（用于着色并使馅饼可在烹饪时“流血”）	1. Beyond Burger (约占70%销售) 2. Beyond Sausage 3. Beyond Beef Crumbles	60%零售: (Albertson's, Kroger, Wegmans, Whole Foods) 40%餐廳: BurgerFi, Bareburger, Carl's Jr., Del Taco, TGI Fridays, A&W Canada.
Impossible Foods	大豆蛋白、椰子油、血红素。血红素是从大豆植物中提取、含有丰富铁质的分子，使产品能够有类似肉的味道	Impossible Burger	100%餐厅: White Castle, Burger King (2019年推出无肉Whopper汉堡并推广至全国)

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司

细胞培养肉类（即是清洁肉）

细胞培养肉类，也称为培养肉或清洁肉，是通过取一小部分动物细胞并在培养物中进行复制而生产的。它是细胞农业的一种生产形式。

细胞培养肉类使用许多相同的组织生产，采用传统上用于再生医学的工程技术。首先将少量细胞浸泡在含有动物血清和其他营养素的生物反应器中。然后复制细胞，直到它们长成仿似真正动物肉的状态。这些细胞需要从动物身上取出，但不需要饲养和屠宰牲畜，从长远来看，它可以取代传统的牲畜饲养并成为一种具有成本效益、更人道和更环保的生产方式。

目前，这生产仍存在一个问题，因为最流行的血清是由胎牛血清（FBS）制成，而胎牛血清来自屠宰怀孕母牛的胎儿，这违背了清洁肉不伤害牲畜的目的。而为了获得素食者和其他消费者的认可，养殖肉类生产者需要开发另一种培养基。Memphis Meats 等公司声称已经开发了替代品，但它们尚未取得主流商业成功。

有新想法的新公司

尽管该行业目前由 Beyond Meat 和 Impossible Foods 主导，但该行业还有更多新加入者。Beyond Meat 以 25 亿美元成功上市及其后实现 50 亿美元市值的案例，将吸引更多新的行业参与者。该领域吸引了数百万投资者寻找能以与真正肉类竞争的价格提供优质口感产品的公司。

根据 Good Food Institute 的数据，在过去十年投资于美国的植物性肉类、蛋类和乳制品公司的 160 亿美元中，有 130 亿美元是在 2017 年和 2018 年流入。植物性肉类制造商 Impossible Foods 在 2019 年 5 月的融资中筹集了 3 亿美元，超过了其主要竞争对手 Beyond Meat 在 5 月初的 IPO 募集的 2.4 亿美元。自成立以来，Impossible Foods 已从投资者筹集了超过 7.5 亿美元。

图 5 列出了一些新兴公司。它们的业务更专门，主要开发在实验室种植的牛肉、猪肉、家禽和海鲜，当中包括 Mosa Meat、Memphis Meats、SuperMeat 和 Finless Foods。

图5: 细胞培养肉类公司

公司	概况	估计集资金额
New Age Meats	生产实验室种植的香肠，是第一种使用脂肪和肌肉细胞制成的细胞培养肉类	~USD 250k
Memphis Meats	现在以每克40美元的价格生产清洁肉，不到几年前成本的1/50	~USD 22m
JUST	旨在成为第一家使用细胞培养技术在今年年底推出鸡块的公司	~USD 220m
Mosa Meat	计划到2020年以10美元的价格出售其清洁肉汉堡包	~EUR 7.5m
Finless Foods	利用细胞农业技术培育海洋动物细胞，可持续性地创造海鲜。公司的第一个产品是蓝鳍金枪鱼，是一种受到掠夺性捕捞活动威胁的昂贵鱼类。	~USD 3.5m (截至2018年中旬)

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, CRUNCHBASE

一些亚洲公司也在朝这个方向发展。日清食品控股公司宣布，它们将与东京大学合作生产用于即食拉面的切块牛排。公司采用了细胞培养技术，采用胶原凝胶作为生长牛肌细胞的支架结构。香港上市子公司日清食品（1475.HK，未评级）可能会从中受惠，但效益或有限。

在中国，总部位于深圳的齐善素食已开始向沃尔玛供应植物性产品，而沃尔玛在中国拥有 400 家分店。生产豌豆蛋白产品的双塔食品（002481 CH，未评级）将受益于植物蛋白肉生产商日益增长的需求。

在香港，Right Treat 推出了一种猪肉替代品 Omnipork，专为东方食品而设计。它由蘑菇、豌豆和大米制成。

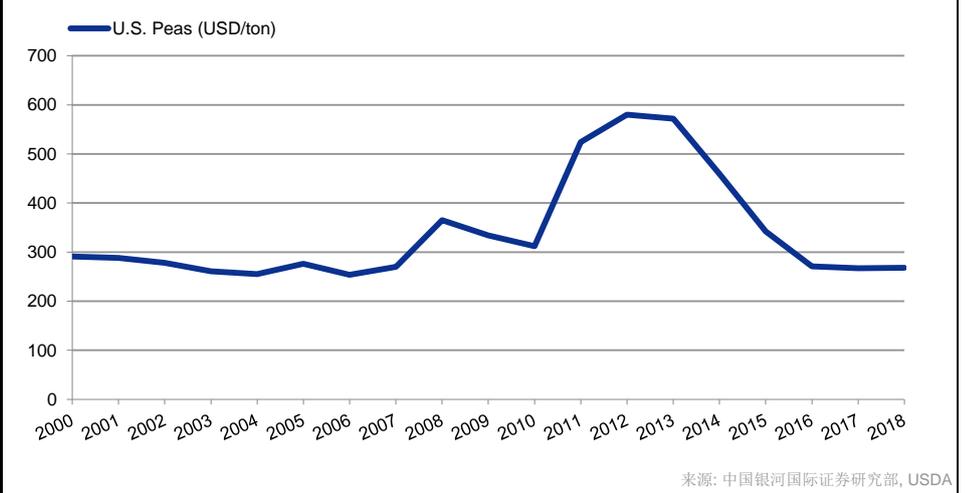
对市场影响

由于成本、产能、技术问题以及消费者喜好，人造肉在短期内不会取代真正的肉类。然而，人造肉的价格已大幅下降。尤其，2013 年第一块实验室种植的牛肉馅饼的价格为 330,000 美元。鉴于近期肉类价格上涨，未来几年人造肉价格或能与真正肉类竞争。

这将产生非常强劲的需求增长。其市场份额每增加 1%，将在美国产生 27 亿美元销售额以及在中国产生 120 亿元人民币销售额。作为参考，植物乳制品在北美乳制品市场的市场份额约 13%。人造肉的出现将对肉类产业产生巨大影响。

植物蛋白生产者将受益

当植物性肉类的成本接近传统肉类时，植物蛋白生产者可能会受益。Beyond Meat 和许多植物性蛋白质供应商均使用豌豆而非大豆作为蛋白质来源，而大豆曾是许多无肉产品的首选蛋白质来源。大豆的问题在于它不仅是过敏原，而且植物经常被转基因。因此，许多年轻消费者均避免食用大豆（根据 American Pulse Association）。豌豆在北方气候生长，加拿大是全球产量最高的国家，占总产量的 30%。其他生产国家包括法国、比利时和德国。

图6: 美国豌豆价格 (美元/吨)


如图 6 所示, 自 2000 年以来, 美国豌豆价格一直保持在每吨 300 美元左右。由于对豌豆的需求增加, 价格或会被推高, 并促使人们使用其他农作物。在中国, 对于大豆种植能否增加以及现有大豆蛋白工厂是否可转化为豌豆蛋白质设施, 现在还有待观察。生产豌豆蛋白产品的双塔食品 (002481 CH, 未评级) 会成为受益者。

肉类加工商

最大的肉类公司如荷美尔食品、泰森食品和 JBS, 它们的市值超过 600 亿美元, 短期内可能不会明显受到人造肉影响。事实上, 如果消费者愿意为这些独特产品支付溢价, 那么最大的加工肉生产商可从中受益。例如, 已投资 Beyond Meat、Memphis Meats 和 Future Meat Technologies 的泰森食品将在 2019 年三季度推出自己的蛋白质替代品。

从长远来看, 情况不那么明确。随着肉类替代品的供应变得更广泛, 肉类价格或会受到影响。其中一些食品公司, 如泰森食品, 拥有上游业务, 包括农业和畜牧业业务。人造肉价值链的发展或会影响这些上游业务的盈利能力。

肉类替代品公司

Beyond Meat 等肉类替代品公司的未来更值得留意。Beyond Meat 具有成为先行者和最大生产者的优势。目前 2019 年市销率达 26 倍的 Beyond Meat 有望继续实现销量增长, 但新加入者可能会牺牲利润以夺取市场份额。Beyond Meat 必须维持强大品牌以抵抗新加入者的竞争; 这些新加入者之中, 一些可提供口味不同的产品 (Impossible Foods), 一些有更好的分销业务 (Tyson Foods) 或技术优势 (细胞培养肉类生产商, 如 Memphis Meats)。

上游畜牧业

最近生猪价格上涨 (见图 2 和图 3) 导致猪肉行业公司的股价大涨。由于供应短缺, 我们预计 2020 年上半年的行业盈利将会更高。根据农业农村部的资料显示, 自 2012 年以来, 每头生猪的平均养殖利润为人民币 100-300 元, 而目前约为人民币 400 元, 与过往相比相对较高 (图 7)。养猪殖的主要成本是饲料, 我们可以通过饲料价钱计算养殖的平均利润。过去 7 - 8 年, 生猪养殖的盈亏平衡水平约为 6: 1。

图7: 中国生猪养殖盈利能力


我们的分析显示, 效率较高的养猪场更具成本效益, 其养殖生猪的利润比小型养猪场高出每头人民币 50-150 元。因此, 如果供应因疫情短缺变得更为严重, 最大型的养殖场有可能未来 6-12 月实现每头生猪能产生人民币 1,000 元利润短暂情况。但是, 这种盈利水平在中期内不太可能持续。人造肉的出现不仅解决了供应问题, 而且在中期内也将实现较低的生产成本, 这可能会进一步限制了养殖生猪的盈利能力。

图 8: 同业估值: 主要中国上市公司的每头生猪应占EV值

股票代码	公司	市值(百万人民币)	企业价值(百万人民币)	2018年出售生猪(百万头)	每头生猪EV (人民币)
300498 CH	温氏股份	187,075	188,946	22.3	6,185
002714 CH	牧原股份	123,321	132,508	11.0	12,035
002157 CH	正邦科技	42,053	49,907	5.5	6,756
1610 HK	中粮肉食	9,490	12,477	2.6	4,893

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司

过去六个月, 上市生猪养殖商的股价大涨, 推高了估值。根据目前中国生猪加工企业的估值, 每头生猪应占的企业价值为人民币 5,000-12,000 元 (见图 8)。由于人造肉的发展, 生猪养殖长远的盈利能力可能会缓化, 我们认为当前估值过高 (每头生猪企业价值为高峰期盈利的 10 倍)。

相关股份估值

猪肉相关股受到猪肉价格刺激向上, 部分股份的股价年初至今上涨20%-160%。它们的市盈率为18倍-45倍或更高, 但我们认为2020年盈利是盈利高峰期的更好参考 (2019年盈利预测仍受2019年一季度业绩不佳影响)。

在此基础上, 生猪养殖商的2020年市盈率为7倍-10.5倍。行业领导者温氏股份的市盈率为9倍, 而牧原的2020年市盈率为10.4倍。若市场获利出售这些股份导致股价调整, 将带来重新关注的机会。考虑到养猪的大宗商品性质和低收入门槛, 供应短缺的问题最终会解决。三个最大的养猪场仅占国内年产量的5.5%, 但它们的总市值约为500亿美元。考虑到估值较高, 以及它们或会因人造肉市场发展而受冲击, 投资者应更选择性地买入股份。

图9: 同业估值

公司	股票代码	市值(百万美元)	股价(当地货币)	52周高 (当地货币)	52周低 (当地货币)	市盈率(倍)			市净率(倍)		股价表现		
						2018	2019E	2020E	2018	2019E	MTD	QTD	YTD
生猪养殖企业													
温氏股份	300498 CH	27,045	35.16	45.6	19.9	46.8	17.9	9.0	5.3	4.3	-15%	-13%	34%
牧原股份	002714 CH	17,690	58.60	74.5	20.4	344.7	30.1	10.4	12.4	7.6	-9%	-7%	104%
正邦科技	002157 CH	6,198	18.05	24.7	3.4	225.6	21.9	7.2	6.4	5.1	-19%	11%	240%
天邦股份	002124 CH	3,052	18.18	23.5	3.7	-37.1	30.9	10.3	6.9	6.6	-10%	4%	167%
唐人神	002567 CH	1,596	13.18	18.8	4.2	82.4	23.8	8.9	3.2	2.9	-21%	0%	132%
其他生猪相关企业													
新希望	000876 CH	11,072	18.14	18.9	5.6	45.4	24.3	14.1	3.5	3.1	5%	36%	149%
双汇发展	000895 CH	12,028	25.18	29.9	21.0	16.9	15.9	14.9	6.4	5.6	-10%	-3%	7%
天康生物	002100 CH	1,285	9.21	12.8	3.7	27.9	16.6	8.9	2.8	2.4	-9%	2%	119%
家禽相关企业													
益生股份	002458 CH	1,951	23.50	32.2	7.1	37.0	12.6	15.8	8.9	5.2	-12%	14%	178%
民和股份	002234 CH	1,524	34.86	43.0	9.6	27.7	14.1	18.1	9.4	5.6	-12%	36%	204%
仙坛股份	002746 CH	1,296	28.95	32.3	10.3	22.3	12.7	11.1	3.7	2.9	-1%	25%	112%
圣农发展	002299 CH	5,216	29.07	35.7	13.6	23.9	13.2	12.5	4.6	3.7	10%	17%	76%
H股和海外上市股份													
万洲国际	288 HK	13,605	7.26	10.0	5.1	14.4	10.9	9.7	1.8	1.5	-22%	-14%	20%
中粮肉食	1610 HK	1,387	2.79	3.5	1.1	-15.3	13.1	6.0	2.0	1.7	-13%	-2%	92%
卜蜂国际	43 HK	2,177	0.71	0.8	0.6	8.1	9.0	9.0	1.6	1.1	6%	0%	6%
Tyson Foods Inc	TSN US	29,867	81.87	83.4	49.8	9.9	13.7	12.3	2.3	2.1	9%	18%	53%
Beyond Meat Inc	BYND US	5,144	86.09	96.8	45.0	-18.1	-120.4	-127.5	-4.9	NA	NA	NA	NA

来源: 中国银河国际证券研究部, 彭博

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该目标公司的市场资本值的1%;

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30日内曾交易报告内所述的股票; (2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票; (3) 担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4) 持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

评级指标

买入 : 股价于12个月内将上升 >20%

沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%

持有 : 没有催化因素，由“买入”降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

版权所有

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中 111 号永安中心 20 楼 电话: 3698-688