

## 中国：技术硬件及设备

2015 年 03 月 20 日

### 投资建议：

#### 买入 (维持评级)

目标价隐含涨/跌幅：**33.0%**

日期 **2015/03/19**

收盘价 **RMB45.08**  
 十二个月目标价 **RMB60.00**  
 前次目标价 **RMB45.00**  
 上海 A 股指数 **3,754.3**

### 信息更新：

- 重申买入评级，调升目标价至人民币 60 元。
- 我们将 2014/15/16 年每股收益预估均上调 1%。

### 本中心观点：

- 2014 年 4 季度营收强劲增长及毛利率上升支持本中心关于公司税控业务的乐观看法。
- 新开发的大数据业务已取得进展，将推动新一轮的市场盈利预估上调。

公司简介：航天信息为中国系统集成与软件服务供货商，并销售电子/电信/税务相关设备。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB45,200.4 百万元
六个月平均日成交量	RMB471.1 百万元
总股本股数 (百万股)	923,400.0
流通 A 股股数比例	100.0%
大股东：持股比例	中国航天科工集团, 40.2%
净负债比率	(71.6%)
每股净值 (2015F)	RMB8.11
市净率 (2015F)	5.56 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	19,959	22,795	26,036	29,779
营业利润 **	1,951	2,420	3,066	3,656
税后净利润 *	1,148	1,568	1,976	2,341
每股收益(元)	1.24	1.70	2.14	2.54
每股收益年增长率 (%)	5.0	36.6	26.0	18.5
每股股利(元)	0.63	0.86	1.08	1.29
市盈率 (倍)	36.3	26.6	21.1	17.8
股利收益率(%)	1.4	1.9	2.4	2.9
净资产收益率 (%)	15.2	18.6	21.2	22.6

\* 归属母公司税后净利润

\*\* 经分析师调整

### 报告分析师：

苏育慧

+886 2 3518 7963

claire.su@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

郑妙仪

+886 2 3518 7930

hannah.cheng@yuanta.com

## 航天信息 (600271 CH)

### 2014 年 4 季度财报支持本中心观点；大数据将推动新一轮盈利预估上调

重申买入评级，调升目标价至人民币 60 元，隐含 33% 的上涨空间：

2014 年 4 季度财报超出预期，支持本中心的买入建议。自本中心 [前次上调目标价](#) 后，公司股价已上涨 17%，现在我们进一步调升目标价以反映本中心上调盈利预估和目标市盈率（由 20 倍上调至 25 倍），理由是 1）公司大数据业务取得进展；2）中国软件产业整体投资价值提升。相较于国内同业市盈率高达 20-150 倍，航天信息风险报酬率具有吸引力，该股目前相当于 2015/16 年预估市盈率 27/21 倍，预计 2015/16 每股收益同比增长 37%/26%。本中心最新目标价人民币 60 元系基于现金流量折现估值和 25 倍 2015 年预期每股收益平均计算得出（详见第 3 页）。

**大数据业务取得进展：**2015 年 3 月 13 日航天信息与中国建设银行签订协议，合作开发融入大数据的无担保中小企业贷款平台，目前已通过该试验平台发放了部分贷款。航天信息的税务数据是主要的信用分析来源。该业务通过收取手续费创造营收，手续费按发放贷款金额的 1% 收取。虽然大数据业务运营尚未形成规模，但我们看好公司此项业务将蓬勃发展。目前公司在大数据业务完整且清晰的战略布局，将推动新一轮的市场盈利预估上调和投资价值提升。

**2014 年 4 季度营业利润超出预期：**2014 年营收环比增长/同比增长 25%/13%，增长主要来自因中国营改增税制改革深化，推动税控业务增长。由于产品组合改善，2014 年 4 季度毛利率由 2014 年 3 季度/2013 年 4 季度的 15.1%/12.6% 上升至 15.8%。然而，强劲的营业利润被高于预期的税率（管理层表示为一次性）抵消，导致每股收益低于预期，为人民币 0.27 元。

**2015 年展望良好：**根据公司财测，2015 年公司营收至少将年增 10%，大致符合本中心/市场预估的年增 14%/12%。公司最新财测表示毛利率将小幅上升(之前预计为小幅下滑)，亦有助提振盈利。

### 分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

## 盈利预估调整及估值调整

### 2014 年 4 季度和 2014 年财报回顾

- 2014 年 4 季度营收环比增长/同比增长 25%/13%，较本中心预估/市场预期分别高出 8%/15%。中国营改增税制改革深化，推动公司税控系统业务营收动能增强，带动总营收表现强劲。
- 由于产品组合改善，以及毛利率较高的税务相关业务营收增加，2014 年 4 季度毛利率由 2014 年 3 季度/2013 年 4 季度的 15.1%/12.6% 上升至 15.8%。
- 受惠于营运杠杆效益下，2014 年 4 季度调整后营业利润率由 2013 年 4 季度的 5.9% 上升 1.3 个百分点至 7.2%。
- 然而，强劲的营业利润被高于预期的税率（管理层表示为一次性增长）抵消，导致每股收益低于预期，为人民币 0.27 元。
- 整体而言，税后净利润因一次性税率提高而低于预期，但营业利润超出本中心和市场预期。

图 1:2014 年 4 季度财报一览

人民币百万元	4Q14 实际值	4Q14 估	差异 (%)	3Q14 实际值	环比增长率 (%)	4Q13 实际值	同比增长率 (%)	4Q14 市场预估	实际值/市场预估
营业收入	6,584	6,096	8.0%	5,260	25.2%	5,827	13.00%	5,738	14.75%
营业毛利（公布值）	1,044	972	7.4%	795	31.3%	736	41.79%	901	15.84%
营业毛利（扣除增值税）	1,020	911	11.9%	778	31.1%	716	42.53%		
营业利润（公布值）	476	453	5.1%	472	0.9%	370	28.55%	437	8.92%
营业利润（调整后）	471	448	5.3%	460	2.6%	343	37.47%		
税前净利润	512	482	6.3%	509	0.7%	424	20.95%	414	23.74%
税后净利润	245	303	-19.3%	271	-9.5%	250	-1.88%	301	-18.66%
每股收益	0.27	0.33	-19.3%	0.29	-9.5%	0.27	-1.88%	0.32	-17.92%
重要比率									
营业毛利率（公布值）	15.8%	15.9%		15.1%		12.6%		15.7%	
营业毛利率（扣除增值税）	15.5%	14.9%		14.8%		12.3%			
营业利润率（公布值）	7.2%	7.4%		9.0%		6.4%		7.6%	
营业利润率（调整后）	7.2%	7.3%		8.7%		5.9%			
税前净利润率	7.8%	7.9%		9.7%		7.3%		5.2%	
税后净利润率	3.7%	5.0%		5.1%		4.3%			

资料来源：公司资料、元大预估

图 2:2014 全年财报一览

人民币百万元	2014 实际值	2014 估	差异 (%)	2013 实际值	同比增长率	2014 年市场预估	实际值/市场预估
营业收入	19,959	19,471	2.5%	16,582	20.4%	19,144	4.3%
营业毛利（公布值）	3,429	3,358	2.1%	2,801	22.4%	3,229	6.2%
营业毛利（扣除增值税）	3,355	3,247	3.3%	2,720	23.3%		
营业利润（公布值）	1,943	1,920	1.2%	1,662	16.9%	1,917	1.4%
营业利润（调整后）	1,951	1,928	1.2%	1,621	20.3%		
税前净利润	2,062	2,032	1.5%	1,788	15.3%	2,017	2.2%
税后净利润	1,672	1,694	-1.3%	1,493	12.0%		
每股收益	1.24	1.31	-4.9%	1.18	5.0%	1.32	-5.8%
重要比率							
营业毛利率（公布值）	17.2%	17.2%		16.9%		16.9%	
营业毛利率（扣除增值税）	16.8%	16.7%		16.4%			
营业利润率（公布值）	9.7%	9.9%		10.0%		10.0%	
营业利润率（调整后）	9.8%	9.9%		9.8%			
税前净利润率	10.3%	10.4%		10.8%		10.5%	
税后净利润率	8.4%	8.7%		9.0%		6.4%	

资料来源：公司资料、元大预估

## 盈利预估调整

本中心将 2015/16/17 年预估每股收益（市场最高）各调高 1%，以反映公司税控系统业务增长动能增强，以及公司新开发的大数据业务的乐观前景。

图 3：2014/2015/2016/2017 年盈利预估调整

单位：人民币百万元	FY13A	FY14F	FY14A	FY15F	FY15F	FY16F	FY16F	FY17F	FY17F	FY14A	FY15F	FY16F	FY17F
		调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	差异	差异	差异	差异
营业收入	16,582	19,471	19,959	22,456	22,795	25,737	26,036	29,363	29,779	3%	2%	1%	1%
营业毛利（扣除增值税）	2,720	3,247	3,355	4,017	4,041	4,820	4,825	5,584	5,567	3%	1%	0%	0%
营业利润（调整后）	1,621	1,928	1,951	2,367	2,420	3,030	3,066	3,631	3,656	1%	2%	1%	1%
税前净利润	1,788	2,032	2,062	2,535	2,588	3,206	3,242	3,815	3,840	1%	2%	1%	1%
税后净利润	1,493	1,694	1,672	2,117	2,148	2,677	2,707	3,186	3,207	-1%	1%	1%	1%
每股收益	1.18	1.31	1.24	1.67	1.70	2.12	2.14	2.52	2.54	-5%	1%	1%	1%
重要比率(%)													
营业毛利率（扣除增值税）	16%	17%	17%	18%	18%	19%	19%	19%	19%				
营业利润率（调整后）	10%	10%	10%	11%	11%	12%	12%	12%	12%				
税前净利润率	11%	10%	10%	11%	11%	12%	12%	13%	13%				
税后净利润率	9%	9%	8%	9%	9%	10%	10%	11%	11%				

资料来源：公司资料、元大预估

## 股票估值

本中心目标价为人民币 60 元，系根据现金流量折现法与预估市盈率估值法推估，取平均值而得，隐含 2015/16 年预估市盈率 35/28 倍。

- **市盈率估值：**我们以目标市盈率 25 倍乘上 2015 年预估每股收益，得出市盈率目标价每股人民币 42 元。我们将目标市盈率从 20 倍调高至 25 倍，以反映中国软件产业普遍估值上扬。25 倍的市盈率仍落在中国当地软件同业 20-150 倍区间的低缘，反映航天信息较低的毛利率水平（15-20%，同业为 80%以上），系因航天信息投入低毛利率的计算机经销业务。
- **现金流量折现估值法：**本中心现金流量折现估值模型所推算出的目标价为人民币 78 元，隐含 2015/16 年预估市盈率 46/36 倍。主要估值参数包括：1) 股权贝塔值 0.88，系取 Bloomberg 推算的两年航天信息贝塔值而得；2) 无风险利率 1.9%，相当于下降后的中国 10 年期国债股利收益率；3) 长期负债比 0%，相当于三年平均长期负债比；4) 加权平均资金成本 10.7%；5) 终期增长率 5%。本中心加权平均资金成本由前次的 12.2% 下调至 10.7%，原因是随着中国利率下调，我们调降了无风险利率假设。现金流量折现计算详见图 4。

图 4：现金流量折现计算

现金流量折现 (人民币百万)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 年及以后
营业收入	22,795	26,036	29,779	33,650	37,640	41,673	45,661	49,510	53,117	56,380	59,199
税前息前折旧摊销前净利	2,578	3,224	3,815	4,311	4,822	5,339	5,850	6,343	6,805	7,223	7,995
税后营业净利	2,138	2,689	3,181	3,495	3,910	4,329	4,743	5,143	5,517	5,856	6,483
自由现金流量	2,108	2,324	3,169	3,445	3,860	4,279	4,693	5,093	5,467	5,806	107,133
自由现金流量现值	2,108	2,100	2,587	2,540	2,571	2,575	2,551	2,501	2,426	2,328	47,537
终期价值	107,133										
公司股权价值	71,824										
现金流量折现法目标价(人民币)	78										
本益比目标价 (人民币)	42										
目标	60										
加权平均资金成本											
无风险利率	1.9%										
股权风险溢价	10.0%										
股权贝塔值	0.88										
权益资金成本	10.7%										
负债成本(税前)	4.1%										
边际税率	19%										
目标负债比	0.4%										
加权平均资金成本	10.7%										

资料来源：元大预估

图 5：航天信息 – 季度及年度简明损益表 (合并)

(人民币 百万元)	1Q2015F	2Q2015F	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	3,873	5,524	5,957	7,442	22,795	4,222	6,259	6,848	8,707	26,036
销货成本	(3,166)	(4,513)	(4,914)	(6,161)	(18,595)	(3,415)	(5,043)	(5,603)	(7,151)	(21,029)
营业毛利	707	1,010	1,043	1,281	4,041	807	1,216	1,245	1,556	4,825
营业费用	(321)	(381)	(346)	(573)	(1,621)	(334)	(413)	(377)	(636)	(1,759)
营业利润	385	629	698	708	2,420	473	803	869	921	3,066
业外利益	42	42	42	42	168	44	44	44	44	176
税前净利润	427	671	740	750	2,588	517	847	913	965	3,242
少数股东权益	(96)	(150)	(166)	(168)	(580)	(117)	(191)	(206)	(217)	(731)
所得税费用	(73)	(114)	(126)	(127)	(440)	(85)	(140)	(151)	(159)	(535)
归属母公司税后净利润	259	407	448	454	1,568	315	516	556	588	1,976
稀释每股收益(RMB)	0.28	0.44	0.49	0.49	1.70	0.34	0.56	0.60	0.64	2.14
加权平均股数	923	923	923	923	923	923	923	923	923	923
<b>重要比率</b>										
营业毛利率	18.3%	18.3%	17.5%	17.2%	17.7%	19.1%	19.4%	18.2%	17.9%	18.5%
营业利润率	10.0%	11.4%	11.7%	9.5%	10.6%	11.2%	12.8%	12.7%	10.6%	11.8%
税前净利润率	11.0%	12.2%	12.4%	10.1%	11.4%	12.3%	13.5%	13.3%	11.1%	12.5%
有效所得税率	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	17.0%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	16.5%
<b>环比增长率(%)</b>										
营业收入	(41.2%)	42.6%	7.9%	24.9%	14.2%	(43.3%)	48.3%	9.4%	27.1%	14.2%
营业利润	(18.3%)	63.2%	10.9%	1.4%	24.0%	(33.1%)	69.7%	8.2%	6.0%	26.7%
税后净利润	5.8%	57.0%	10.2%	1.4%	36.6%	(30.6%)	63.7%	7.8%	5.7%	26.0%
稀释每股收益	5.78%	57.02%	10.19%	1.35%	36.61%	(30.57%)	63.74%	7.77%	5.67%	26.03%

资料来源：公司资料、元大

注：标“A”为元大汇整之历史数据

图 6：航天信息 – 12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料、元大

图 7：航天信息 - 12 个月预期市净率区间图



资料来源：公司资料、元大

资产负债表					
年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	5,141	5,488	6,357	7,115	8,380
存货	760	970	967	1,223	1,277
应收帐款及票据	820	1,134	1,098	1,451	1,464
其他流动资产	1,171	1,112	1,496	1,483	1,924
流动资产	7,892	8,704	9,918	11,272	13,045
长期投资	199	194	202	210	218
固定资产	890	1,089	1,053	980	898
什项资产	317	651	651	651	651
其他资产	1,406	1,934	1,906	1,842	1,767
资产总额	9,298	10,638	11,825	13,114	14,812
应付帐款及票据	935	919	1,157	1,191	1,490
短期借款	0	0	0	0	0
什项负债	1,289	1,511	1,687	1,965	2,212
流动负债	2,224	2,430	2,844	3,156	3,702
长期借款	0	42	40	44	42
其他负债及准备	31	117	117	117	117
长期负债	31	159	158	161	159
负债总额	2,255	2,589	3,002	3,317	3,861
股本	923	923	923	923	923
资本公积	206	215	215	215	215
保留盈余	4,980	5,574	6,347	7,321	8,475
换算调整数	0	0	0	0	0
归属母公司之权益	6,110	6,712	7,486	8,460	9,614
少数股权	933	1,337	1,337	1,337	1,337
股东权益总额	7,043	8,049	8,823	9,797	10,951
资料来源：公司资料、元大					

### 现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	1,493	1,672	2,148	2,707	3,207
折旧及摊提	101	132	159	159	159
本期营运资金变动	(166)	(259)	70	(285)	38
其他营业资产	(13)	(5)	(8)	(8)	(8)
营运活动之现金流量	1,415	1,540	2,368	2,572	3,395
资本支出	(178)	(289)	(67)	(30)	(20)
本期长期投资变动	19	10	0	0	0
其他资产变动	(70)	(377)	(56)	(56)	(56)
投资活动之现金流量	(229)	(656)	(123)	(86)	(76)
股本变动	(663)	(665)	(1,375)	(1,732)	(2,052)
本期负债变动	(20)	128	(2)	3	(2)
其他调整数	0	0	0	0	0
融资活动之现金流量	(682)	(537)	(1,376)	(1,729)	(2,054)
本期产生现金流量	504	347	869	758	1,265
自由现金流量	1,187	884	2,246	2,487	3,319
资料来源：公司资料、元大					

### 损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	16,582	19,959	22,795	26,036	29,779
销货成本	(13,862)	(16,604)	(18,595)	(21,029)	(24,003)
营业毛利	2,720	3,355	4,041	4,825	5,567
营业费用	(1,099)	(1,404)	(1,621)	(1,759)	(1,911)
营业利润	1,621	1,951	2,420	3,066	3,656
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(58)	(65)	(64)	(72)	(80)
利息收入净额	(58)	(65)	(64)	(72)	(80)
投资利益(损失)净额	13	5	8	8	8
其他业外收入(支出)净额	213	171	224	240	256
非常项目净额	0	0	0	0	N.A.
税前净利润	1,788	2,062	2,588	3,242	3,840
所得税费用	(295)	(390)	(440)	(535)	(634)
税后净利润	1,093	1,148	1,568	1,976	2,341
税前息前折旧摊销前净利	1,722	2,083	2,578	3,224	3,815
每股收益 (RMB)	1.18	1.24	1.70	2.14	2.54
每股收益 - 调整员工分红 (RMB)	1.18	1.24	1.70	2.14	2.535

资料来源：公司资料、元大

### 主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
年成长率 (%)					
营业收入	14.2	20.4	14.2	14.2	14.4
营业利润	12.5	20.3	24.0	26.7	19.3
税前息前折旧摊销前净	11.6	21.0	23.8	25.1	18.3
税后净利润	7.3	5.0	36.6	26.0	18.5
每股收益	7.32	5.04	36.61	26.03	18.47
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	16.4	16.8	17.7	18.5	18.7
营业利润率	9.8	9.8	10.6	11.8	12.3
税前息前折旧摊销前净利率	10.4	10.4	11.3	12.4	12.8
税后净利润率	6.6	5.7	6.9	7.6	7.9
资产报酬率	17.1	16.8	19.1	21.7	23.0
净资产收益率	16.5	15.2	18.6	21.2	22.6
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	0.0	0.5	0.5	0.4	0.4
净现金(负债)权益比(%)	73.0	68.2	72.1	72.6	76.5
利息保障倍数 (倍)	31.6	32.7	41.4	46.0	49.0
利息及短期债	31.6	32.7	41.4	46.0	49.0
现金流量对利息保障倍数 (倍)	24.2	23.7	37.0	35.7	42.4
现金流量对利息及短期债保障倍数(倍)	24.2	23.7	37.0	35.7	42.4
流动比率 (倍)	3.5	3.6	3.5	3.6	3.5
速动比率 (倍)	3.2	3.2	3.1	3.2	3.2
净负债 (RMB 百万元)	(5,141)	(5,446)	(6,317)	(7,071)	(8,338)
每股净值 (RMB)	6.62	7.27	8.11	9.16	10.41
评价指标 (倍)					
市盈率	38.1	36.3	26.6	21.1	17.8
股价自由现金流量比	35.1	47.1	18.5	16.7	12.5
市净率	6.8	6.2	5.6	4.9	4.3
股价税前息前折旧摊销前净利比	24.2	20.0	16.1	12.9	10.9
股价营收比	2.5	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源：公司资料、元大



# 附录 A：重要披露事项

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

## 航天信息 (600271 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

## 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	202	49%
持有-超越同业	104	25%
持有-落后同业	44	11%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	6	1%
总计：	411	100%

资料来源：元大

## 投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。



## 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大宝来证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼