

**中国：食品、饮料及烟草**
**2016年01月14日**
**投资建议：**
**买入（研究员变动）**
**目标价隐含涨/跌幅： 25.1%**
**日期 2016/01/13**

收盘价	<b>RMB199.78</b>
十二个月目标价	<b>RMB250.00</b>
前次目标价	<b>RMB287.00</b>
上海A股指数	<b>3,087.2</b>

**信息更新：**

- ▶ 研究员变动，给予买入评级，目标价人民币250元隐含25.1%的上涨空间。
- ▶ 我们预计茅台业务将随着中国白酒板块的回暖而逐渐复苏。

**本中心观点：**

- ▶ 2015年茅台营收和盈利开始复苏。
- ▶ 公司落实相关措施为经销商提供支持，预付款增加显示产品销售增速加快。

**公司简介：** 贵州茅台利用高粱和小麦生产白酒。

**股价相对上海A股指数表现**


<b>市值</b>	<b>RMB257,294.4 百万元</b>
<b>六个月平均日成交量</b>	<b>RMB717.3 百万元</b>
<b>总股本股数 (百万股)</b>	<b>1,256.2</b>
<b>流通A股股数比例</b>	<b>100.0%</b>
<b>自由流通股数比例</b>	<b>100.0%</b>
<b>大股东：持股比例</b>	<b>中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司, 0.6%</b>
<b>净负债比率</b>	<b>-55.4%</b>
<b>每股净值 (2016F)</b>	<b>RMB63.97</b>
<b>市净率 (2016F)</b>	<b>3.12 倍</b>

**简明损益表 (RMB 百万元)**

年初至12月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	31,574	34,946	38,145	41,012
营业利润**	21,393	23,297	25,400	26,959
税后净利润*	15,350	17,036	18,538	19,540
每股收益(元)	14.25	14.30	15.61	16.54
每股收益年增长率 (%)	(7.4)	0.4	9.2	6.0
每股股利(元)	4.47	4.63	5.32	6.11
市盈率 (倍)	14.0	14.0	12.8	12.1
股利收益率 (%)	2.2	2.3	2.7	3.1
净资产收益率 (%)	28.7	25.7	23.1	20.5

\* 归属母公司税后净利润

\*\* 经分析师调整

**报告分析师：**
**元大研究部**

+86 21 6187 3832

research@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

朱家杰 CFA

+852 3969 9521

peter.kk.chu@yuanta.com

季龙飞

+86 21 6187 3824

stanleyji@yuanta.com

## 贵州茅台 (600519 CH)

### 白酒行业回暖带动公司业务复苏

**研究员变动，给予买入评级：** 我们认为茅台将延续业务复苏态势。鉴于公司品牌知名度高、市场地位领先，预计茅台业务增速较超越行业水平，目前中国白酒行业已经处于复苏中。此外，我们认为公司实施的新经营战略，包括为经销商提供支持，将提高公司营收和盈利。2015年1-3季度茅台总营收同比增长6.59%至人民币231亿元，净利润同比增长6.84%至人民币114亿元，每股收益为人民币9.09元。我们预计2015年4季度营收和盈利同比增速均将超越2015年前3季度水平。本中心目标价为人民币250元，隐含25.1%的上涨空间。

**茅台复苏力道强于白酒板块：** 我们预计2015年茅台营收将同比增长10.7%，而中国白酒行业营收将同比增长7.07%。此外，我们认为在可预见的未来，茅台毛利率将维持在相对较高的水平。2015年茅台预付款显著增长，因此2015年4季度和2016年营收有望增强，显示茅台步入复苏通道。在经过3年的低迷期后，中国白酒行业营收迎来回升，表现为1) 2015年行业营收将同比增长7.07%，高于2014年的3.2%；2) 2015年主要公司设法提价。

**本中心目标价人民币250元**系以**现金流折现估值和市盈率估值方法**平均计算得出，隐含2016/17年预期市盈率16.1倍/15.2倍，而茅台主要竞争对手五粮液和江苏洋河2016年预期市盈率分别为16.35倍/21.59倍。目前茅台对应2015/16年预期市盈率14.9倍/13.6倍。我们推荐茅台，系因公司业绩持续优于同业，且市盈率估值不高。我们预计在行业复苏的带动下，2016/17年茅台盈利和营收将同比增长9%/6%-7%。

**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。

# 仍占据中国高端白酒市场主导地位

## 白酒市场温和增长

过去 3 年受中国反腐行动影响，白酒销售额增速由 2013 年的同比增长 10.38% 降至 2014 年的 3.2%。2015 年 1-10 月白酒销售额同比温和增长 7.07%。消费量上升取代送礼需求（尤其是政府部门之间），支撑行业复苏。随着白酒行业营收的增长，2015 年 1-10 月白酒产量同比稳健增长 4.25%。我们注意到消费升级趋势仍在持续，同期白酒平均售价同比增长 2.71%。我们预计中国白酒行业的增长动能将是平均售价上涨而非销量，系因目前中国白酒消费量已与全球平均水平相差无几。

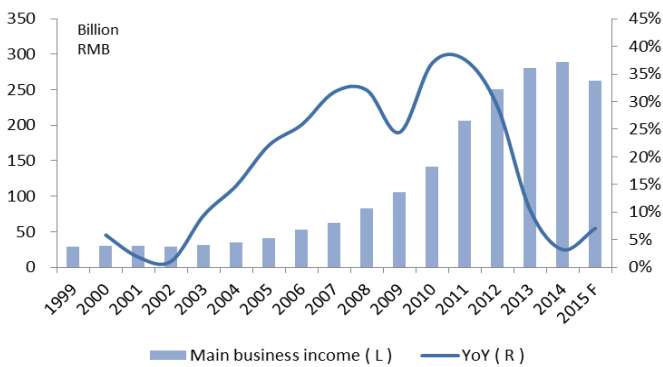
## 茅台表现超越行业水平

过去 5 年（2014 年除外）茅台表现超越行业水平，2014 年中国的反腐行动严重影响了高端白酒销售（参见图 2）。我们认为茅台竞争优势较同业明显。

茅台是中国最负盛名的白酒品牌，公司年产量接近 2 万吨，而中国白酒行业年度总产量为 1200 万吨。作为高端品牌，茅台基本不愁销量问题，而其高端品牌特性也使公司握有控价权利。例如，茅台要求经销商 2016 年初每瓶售价不得低于人民币 850 元。随着大众消费逐渐取代政府消费而主导市场，白酒行业呈现温和增长态势。茅台毛利率一直维持在 90% 以上，我们认为在可预见的未来，这种趋势将会持续下去。

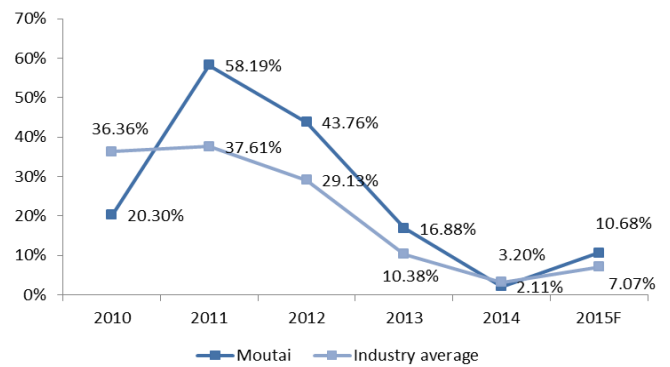
### 消费量上升取代送礼需求

图 1：白酒行业营收及其同比增速



资料来源：Wind、元大

图 2：白酒行业与茅台营收同比增速的比较



资料来源：Wind、元大

## 新战略落地

### 分销渠道改制

茅台取消了大区经理负责制。茅台自 2010 年起实行大区制，将中国划分为 8 个业务大区，每个大区由大区经理负责。经此调整后，目前茅台实行省区经理直接负责制。之前的大区经理负责制主要是为了维护拥有强势政商资源的大经销商。但是随着市场的变化，主要消费群由政府部门转变为社会大众，旧的管理体制无法有效适应商业环境变化，系因在新环境下，公司需要覆盖全国范围内的消费者。新体制也将使剩余经销商受益。

茅台将中国划分为 8 个业务大区，每个大区由大区经理负责

### 加大对经销商的支持

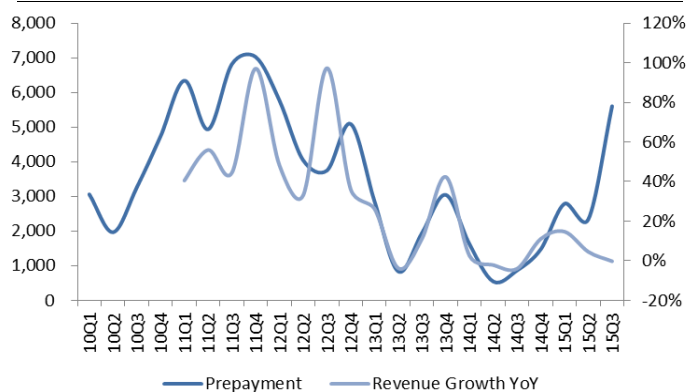
2015 年 3 季度应收票据达历史新高。公司管理层表示，增加的应收票据主要为由银行支持的短期票据。

应收票据增加并不意味着现金状态恶化，而是表明茅台有能力为经销商提供强有力的支持，新的经营战略既可助力经销商，也可改善公司运营，似乎已见成效。

### 预付款增加利好 2015 年 4 季度业绩

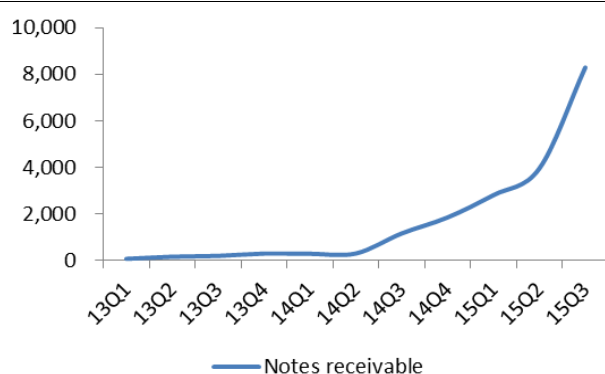
截至 2015 年 3 季度，预付款较 2015 年上半年/2015 年初分别上升人民币 33/41 亿元达人民币 56 亿元。2011 年 4 季度茅台预付款达人民币 70 亿元，同时 2011-12 年增速达历史新高。历史数据显示，预付款增加通常与营收增速正相关。因此，我们预计 2015 年 4 季度营收将同比显著增长，目前是公司发布年报前的最佳买点。此外，冬季对白酒公司而言是传统旺季，因此我们可以合理预计 2016 年 1 季度营收将进一步增长。

图 3：预付款和营收同比增长率的比较



资料来源：Wind、元大

图 4：应收票据显著增长



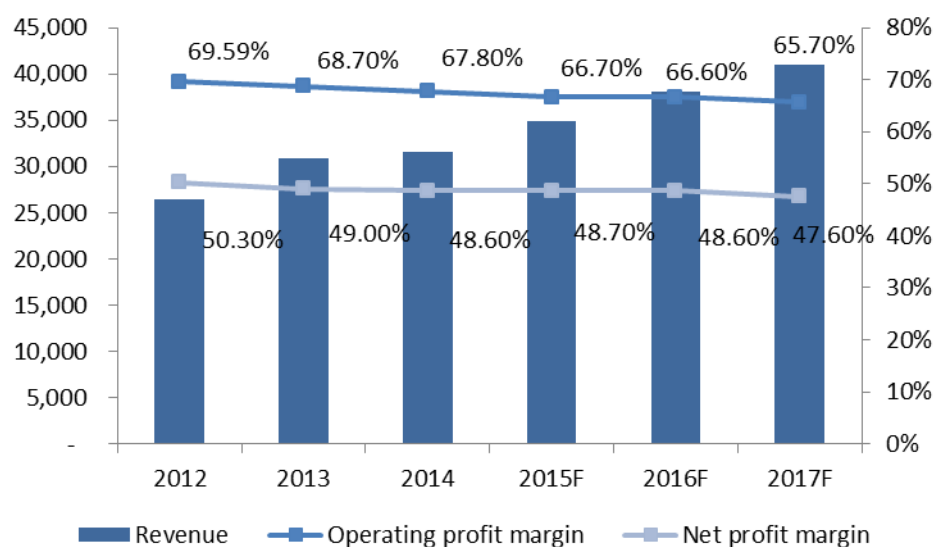
资料来源：Wind、元大

## 盈利前景

我们预计在行业复苏的带动下，2016/17 年茅台盈利和营收将同比增长 9%/6%-7%。鉴于预付款不断增加，且公司向经销商提供相关支持，我们预计未来茅台将继续增长。预计 2015 年公司主要产品的营收/净利润将分别同比增长 11.46%/11%，未来 5 年将保持 11% 的同比增速。我们预计公司其他产品，如系列酒营收增速将由 2014 年的 -11% 左右反弹至 2017 年的 5%。

与此同时，我们预计茅台将保持较高的盈利能力，预计 2015/16 年净利率约为 49%，2017 年也将保持在高位。

图 5：我们预计茅台营收和利润率将继续扩张



资料来源：Wind、元大

**图 6：盈利分布和预估（2014-17 年）**

营收	2014	2015F	2016F	2017F
茅台品牌	30,495	33,989	37,117	39,956
同比增速	5.44%	11.46%	8.98%	7.65%
其他系列	1,079	957	1,028	1,056
同比增速	-49.87%	-11.31%	5.54%	2.82%
总营收	31,574	34,946	38,145	41,012
同比增速	2.11%	10.68%	9.15%	7.52%
成本	2014	2015F	2016F	2017F
茅台品牌	1,913	2,257	2,396	2,981
其他系列	426	444	468	464
总成本	2,339	2,701	2,864	3,445
毛利率	2014	2015F	2016F	2017F
茅台品牌	93.73%	93.36%	93.54%	92.54%
其他系列	60.49%	53.61%	54.47%	56.05%
综合毛利率	92.59%	92.3%	92.49%	91.60 %
净利率	48.6%	48.7%	48.6%	47.6%
每股收益（人民币）	14.25	14.3	15.61	16.54

资料来源：元大

## 股票估值

### 目标价人民币 250 元

本中心目标价系以现金流折现估值和市盈率估值方法平均计算得出，隐含 25.1% 的上涨空间。

### 现金流折现估值目标价人民币 223.35 元

本中心现金流折现估值目标价为人民币 223.35 元，系基于加权平均资本成本 7.04% 和终期增长率 3% 计算得出。

### 市盈率估值目标价人民币 280.4 元

我们以国内同业市盈率为参考，推估茅台。目前国内同业对应 2016 年预期市盈率 18 倍，鉴于茅台为市场领导者，我们给予其 19 倍市盈率。

图 7：现金流折现估值

加权平均资本成本假设	
无风险利率	3.41%
股票市场平均收益率	10.0%
贝塔值	0.56
权益成本	7.0%
权益权重	99.9%
债务权重	0.1%
债务成本	1.35%
加权平均资本成本	7.04%
现金流折现估值（人民币 百万）	
2026 年前自由现金流	64,857
终期自由现金流	172,067
-债务	(197)
现金	45,725
-少数股东权益	(1881)
市值	280,571
流通在外股数	1,256
合理价值	223.35

资料来源：元大

# 同业估值比较表

图 8: 同业估值比较表

公司	代码	股价 (人民币)	每股收益	市值 (人民币十亿)	利润率						估值			
					毛利率		净利率		净资产收益率		市盈率		市净率	
					2014A	2015F	2014A	2015F	2014A	2015F	2014A	2015F	2014A	2015F
贵州茅台	600519 SH	215.31	9.09	270.47	92.59%	92.45%	51.53%	52.39%	28.73%	19.09%	16.52	19.0	4.5	5.0
江苏洋河	002304 SZ	66.39	2.96	100.05	60.62%	60.98%	30.73%	32.66%	22.85%	20.25%	16.31	21.59	3.81	4.54
泸州老窖	000568 SZ	24.99	0.94	35.04	47.61%	53.73%	18.23%	27.63%	9.06%	13.13%	14.34	36.66	2.83	3.48
酒鬼酒	000799 SZ	16.51	0.19	5.36	59.87%	68.85%	-26.68%	12.01%	-5.84%	3.53%	-35.87	135.57	2.83	3.1
五粮液	000858 SZ	24.85	1.21	94.33	72.53%	69.23%	28.83%	31.57%	14.80%	11.02%	13.44	16.46	1.96	2.26
沱牌舍得	600702 SH	16.88	0.01	5.69	50.66%	52.35%	0.93%	0.48%	0.60%	0.18%	505.15	505.46	2.34	2.54
山西汾酒	600809 SH	16.68	0.42	14.44	67.44%	67.25%	9.14%	12.28%	9.14%	8.56%	106.48	44.79	4.68	3.38
伊力特	600197 SH	13.95	0.52	6.15	52.35%	51.16%	16.51%	19.78%	16.33%	12.96%	17.52	27.26	3.13	3.48
迎驾贡酒	603198 SH	28.99	0.52	23.19	54.57%	58.38%	16.44%	18.20%	19.04%	11.12%		43.63		6.61
老白干	600559 SH	54.83	0.41	7.68	58.17%	58.50%	2.80%	3.77%	8.86%	8.11%	92.22	108.21	7.58	10.86
水井坊	600779 SH	13	0.15	6.35	68.09%	73.37%	114.70%	11.44%	-34.70%	5.55%	-14.5	-30.57	3.21	4.97
古井贡酒	000596 SZ	32.25	0.99	14.83	68.63%	70.41%	12.84%	12.47%	14.28%	10.87%	24.75	25.48	3.71	3.53
皇台	000995 SZ	13.85	-0.01	2.46	60.32%	68.57%	-68.60%	-2.42%	-33.41%	-1.18%	-175.44	-78.96	14.4	21.14
金种子	600199 SH	9.1	0.07	5.06	62.35%	59.71%	4.27%	3.05%	4.00%	1.72%	-69.98	71.62	2.67	2.27
口子窖	603589 SH	39.41	0.96	23.65	67.59%	70.15%	18.69%	25.49%	18.52%	14.96%		38.91		6.57
今世缘	603369 SH	33.12	1.15	16.62	70.59%	68.93%	26.76%	30.04%	18.22%	14.68%	21.26	25.29	3.97	4.23
平均					65.09%	66.85%	4.66%	20.19%	8.19%	10.21%	36.14	60.52	4.34	5.41

资料来源: 公司资料、元大预估、Bloomberg、Wind

注: 每股收益数字系以当地货币表示

## 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	25,185	27,711	36,895	45,726	52,537
存货	11,837	14,982	15,997	16,850	22,657
应收帐款及票据	297	1,852	527	2,070	722
其他流动资产	4,613	3,026	3,026	3,026	3,026
<b>流动资产</b>	<b>41,932</b>	<b>47,571</b>	<b>56,444</b>	<b>67,672</b>	<b>78,941</b>
长期投资	54	64	64	64	64
固定资产	8,981	13,798	17,485	20,925	24,117
什项资产	4,487	4,440	4,438	4,423	4,516
<b>其他资产</b>	<b>13,523</b>	<b>18,302</b>	<b>21,987</b>	<b>25,411</b>	<b>28,697</b>
<b>资产总额</b>	<b>55,454</b>	<b>65,873</b>	<b>78,432</b>	<b>93,083</b>	<b>107,638</b>
应付帐款及票据	285	708	329	848	586
短期借款	0	63	130	197	265
什项负债	11,023	9,774	9,774	9,774	9,774
<b>流动负债</b>	<b>11,307</b>	<b>10,544</b>	<b>10,232</b>	<b>10,820</b>	<b>10,625</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债及准备	18	18	18	18	18
<b>长期负债</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>
<b>负债总额</b>	<b>11,325</b>	<b>10,562</b>	<b>10,250</b>	<b>10,837</b>	<b>10,642</b>
股本	1,038	1,142	1,142	1,142	1,142
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
保留盈余	40,196	50,815	63,784	77,848	92,598
换算调整数	13	98	0	0	0
<b>归属母公司之权益</b>	<b>42,622</b>	<b>53,430</b>	<b>66,301</b>	<b>80,365</b>	<b>95,115</b>
<b>少数股权</b>	<b>1,507</b>	<b>1,881</b>	<b>1,881</b>	<b>1,881</b>	<b>1,881</b>
<b>股东权益总额</b>	<b>44,129</b>	<b>55,312</b>	<b>68,182</b>	<b>82,246</b>	<b>96,996</b>

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	15,965	16,269	17,963	19,608	20,783
折旧及摊提	552	753	808	1,057	1,305
本期营运资金变动	(803)	(3,940)	(68)	(1,876)	(4,721)
其他营业资产	(3,059)	(450)	0	0	0
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>12,655</b>	<b>12,633</b>	<b>18,703</b>	<b>18,789</b>	<b>17,367</b>
资本支出	(5,406)	(4,431)	(4,431)	(4,431)	(4,431)
本期长期投资变动	3	(7)	0	0	0
其他资产变动	63	(142)	(62)	(50)	(160)
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>(5,339)</b>	<b>(4,580)</b>	<b>(4,493)</b>	<b>(4,481)</b>	<b>(4,591)</b>
股本变动	6	35	0	0	0
本期负债变动	0	67	67	67	67
其他调整数	(7,392)	(5,144)	(5,093)	(5,544)	(6,033)
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>(7,386)</b>	<b>(5,041)</b>	<b>(5,026)</b>	<b>(5,476)</b>	<b>(5,965)</b>
<b>本期产生现金流量</b>	<b>(70)</b>	<b>3,005</b>	<b>9,184</b>	<b>8,832</b>	<b>6,811</b>
<b>自由现金流量</b>	<b>7,316</b>	<b>8,052</b>	<b>14,210</b>	<b>14,308</b>	<b>12,776</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>30,922</b>	<b>31,574</b>	<b>34,946</b>	<b>38,145</b>	<b>41,012</b>
销货成本	(2,194)	(2,339)	(2,701)	(2,864)	(3,445)
<b>营业毛利</b>	<b>28,728</b>	<b>29,235</b>	<b>32,245</b>	<b>35,281</b>	<b>37,567</b>
营业费用	(7,484)	(7,842)	(8,948)	(9,881)	(10,608)
<b>营业利润</b>	<b>21,244</b>	<b>21,393</b>	<b>23,297</b>	<b>25,400</b>	<b>26,959</b>
利息收入	578	766	847	841	844
利息费用	(36)	(59)	(69)	(83)	(83)
利息收入净额	542	707	778	758	761
投资利益(损失)净额	3	3	4	2	2
其他业外收入(支出)净额	(357)	(221)	(141)	(35)	(32)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	21,432	21,882	23,939	26,125	27,690
所得税费用	(5,467)	(5,613)	(5,975)	(6,517)	(6,908)
少数股权净利	(828)	(920)	(927)	(1,070)	(1,243)
归属母公司之净利	15,137	15,350	17,036	18,538	19,540
税前息前折旧摊销前净利	21,796	22,146	24,105	26,457	28,265
每股收益 (RMB)	15.38	14.25	14.30	15.61	16.54
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	15.38	14.25	14.30	15.61	16.544

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
<b>年成长率 (%)</b>					
营业收入	16.9	2.1	10.7	9.2	7.5
营业利润	15.4	0.7	8.9	9.0	6.1
税前息前折旧摊销前净	15.7	1.6	8.8	9.8	6.8
税后净利润	13.7	1.4	11.0	8.8	5.4
每股收益	13.97	(7.36)	0.37	9.15	5.99
<b>获利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	92.9	92.6	92.3	92.5	91.6
营业利润率	68.7	67.8	66.7	66.6	65.7
税前息前 折旧摊销前净利率	70.5	70.1	69.0	69.4	68.9
税后净利率	49.0	48.6	48.7	48.6	47.6
资产报酬率	31.8	26.8	24.9	22.9	20.7
净资产收益率	35.5	28.7	25.7	23.1	20.5
<b>稳定/偿债能力分析</b>					
负债权益比 (%)	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3
净负债比率 (%)	49.8	45.2	41.8	39.5	38.2
利息保障倍数 (倍)	604.6	370.5	346.9	316.3	335.1
利息及短期债	604.6	180.2	120.6	93.5	79.9
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	356.4	213.3	270.3	226.7	209.6
现金流量对利息及短期 债保障倍数 (倍)	356.4	103.7	93.9	67.1	50.0
流动比率 (倍)	3.7	4.5	5.5	6.3	7.4
速动比率 (倍)	2.7	3.1	4.0	4.7	5.3
净负债 (RMB 百万元)	(25,185)	(27,648)	(36,765)	(45,529)	(52,272)
每股净值 (RMB)	41.05	46.79	52.78	63.97	75.72
<b>评价指标 (倍)</b>					
市盈率	13.0	14.0	14.0	12.8	12.1
股价自由现金流量比	28.4	28.3	17.7	17.5	19.6
市净率	4.9	4.3	3.8	3.1	2.6
股价税前息前折旧摊销 前净利比	9.5	10.3	10.4	9.5	8.9
股价营收比	6.7	7.2	7.2	6.6	6.1

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。

### 贵州茅台 (600519 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2014/10/26	158.88	206.00	206.00	买入	王佳卉
2	2015/01/05	189.62	235.00	235.00	买入	王佳卉
3	2015/04/21	234.03	287.00	287.00	买入	王佳卉

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	195	44%
持有-超越同业	107	24%
持有-落后同业	50	11%
卖出	13	3%
评估中	81	18%
限制评级	2	0%
总计:	448	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

© 2016 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，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(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证券(香港)有限公司：

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