

中国：水公用事业

2016年03月01日

**投资建议：**
**买入 (维持评级)**

 目标价隐含涨/跌幅：**48.3%**

 日期 **2016/02/29**

收盘价	<b>RMB33.70</b>
十二个月目标价	<b>RMB50.00</b>
前次目标价	<b>RMB62.00</b>
深圳 A 股指数	<b>1,718.0</b>

**信息更新：**

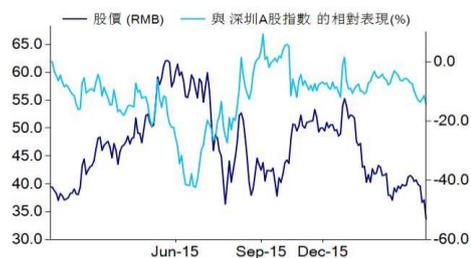
- ▶ 碧水源公布了 2015 年业绩快报，营业收入同比增长 51%，净利润同比增长 44%。
- ▶ 维持买入评级，下调目标价至人民币 50，系因盈利增速低于我们的预期。

**本中心观点：**

- ▶ 我们仍看好碧水源在中国污水处理中的表现，系因其拥有超过 70% 中国大型高端污水处理的市场。
- ▶ 2015 年新签订单超过 300 亿元带来业绩释放，我们预计 2016/17 年每股收益同比增长 43%/51%。

**公司简介：** 碧水源是中国领先的膜法污水处理解决方案提供商。

股价相对深圳 A 股指数表现



市值	<b>RMB42,445.1 百万元</b>
六个月平均日成交量	<b>RMB389.6 百万元</b>
总股本股数 (百万股)	<b>1,229.0</b>
流通 A 股股数比例	<b>100.0%</b>
自由流通股数比例	<b>54.0%</b>
大股东：持股比例	文建平， <b>21.8%</b>
净负债比率	<b>(48.3%)</b>
每股净值 (2016F)	<b>RMB12.15</b>
市净率 (2016F)	<b>2.77 倍</b>

简明损益表 (RMB 百万元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	3,449	5,209	7,880	12,215
营业利润 **	1,029	1,582	2,414	3,765
税后净利润 *	941	1,355	1,995	3,016
每股收益 (元)	0.87	1.10	1.58	2.39
每股收益年增长率 (%)	(7.3)	26.2	43.7	51.2
每股股利 (元)	0.13	0.17	0.24	0.37
市盈率 (倍)	38.6	30.6	21.3	14.1
股利收益率 (%)	0.4	0.5	0.7	1.1
净资产收益率 (%)	15.5%	10.2%	13.0%	16.4%

\* 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

严泽文

+86 21 6187-3875      Oliveryan@yuanta.com

## 碧水源 (300070 CH)

### 4 季度财报低于预期；成长性确定维持买入评级

**维持买入评级，下调目标价至人民币 50 元：** 碧水源作为中国最大的高端污水处理解决方案提供商，虽然去年第四季财报低于我们的预期，但是在国家大力实施环境治理、“水十条”及 PPP 投融资等政策的大背景下，在污水处理行业中，我们仍看好碧水源，因其拥有超过 70% 的中国万吨以上 MBR（膜生物反应器）污水处理工程的市场份额，未来年成长超过 50%，仍优于同业。由于低毛利率给排水 EPC 建设项目增加，以及项目进度略低于预期，我们将 2016/17 年的预期营收下调 6.5%/9.1%，2016/17 预期净利润下调 15%/13%，下修后预估 2016/17 EPS 为人民币 1.58/2.39 元。本中心目标价人民币 50 元系基于 2016 年预期市盈率 29 倍和市净率 4.4 倍平均计算得出。

**收入结构及毛利率变化致业绩低于预期：** 根据碧水源公布的 2015 年的业绩，4 季度营业收入 35.08 亿元，同比增长 63%，基本符合预期。4 季度净利润为 11.02 亿元，同比增长 42%，低于预期 17%，系因公司在收购久安后，毛利率较低的给排水 EPC 工程建设项目增加，使公司成本较预期有所增长，并且在市场的扩张中项目进度略受影响，使全年确认收入低于预期。从全年来看，碧水源 2015 年全年营业收入 52.09 亿元，同比增长 51%，基本符合预期，净利润为 13.55 亿元，同比增长 44%，净利润低于我们预期 15%。

**技术优势推动营收成长：** 我们认为碧水源的技术已经超过众多外资企业，突破了少数发达国家的技术壁垒，成为了全球 MBR 技术应用的领域的领导者。未来碧水源将以膜材料研发、膜设备制造、膜工艺应用体系为支撑，推动更多污水处理厂采用 MBR 技术（系 MBR 技术具有较高的出水水质），加速营收增长。

**订单充足成长性确定：** 据我们统计，2015 年以来公司新签订单超过 300 亿元，在国开行入股后，公司的拓展模式将从单一项目拓展逐步发展到一座“城市”的全面合作。碧水源将凭借突出的竞争优势（技术、资金、模式、经验），布局全国，奠定未来持续高成长性。

**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。

## 股票估值

维持买入评级,目标价人民币 50 元, 隐含上涨空间 48%

碧水源去年四季度财报虽低于预期,但公司在中国大型高端污水处理工程中的市场占有率高,并且未来营收增长超过 50%,维持买入评级。

碧水源是中国最大的高端污水处理处理解决方案提供商,虽然去年第四季财报低于我们的预期,但是在国家大力实施环境治理、“水十条”及 PPP 投融资等政策的大背景下,在污水处理行业中,我们仍看好碧水源,因其拥有超过 70%的中国万吨以上 MBR 污水处理工程的市场份额,并且 2015 年新签订单超过 300 亿元,内容涉及污水处理、市政工程和河流综合政治项目,随着订单业绩的释放,预计未来每年的营收增长超过 50%。

我们下调碧水源目标市盈率至 29 倍、市净率 4.4 倍,我们将目标市盈率和市净率乘以 2016 年预估每股收益和每股净值,得出 12 个月目标价分别为人民币 45.94 元/53.46 元,我们将两者简单平均得到最终目标价人民币 50 元。因为碧水源为中国污水处理的龙头,未来成长性确定,我们仍维持买入评级,目标价人民币 50 元,隐含 48%上涨空间。

### 4 季度财报低于预期

碧水源公告去年 4 季度财报,营业收入 35.08 亿元,环比增长 442.56%,同比增长 63%,低于元大/市场预期 2%/6%,净利润 11.02 亿元,环比增长 1005%,同比增长 42.44%,低于元大/市场预期 17%/15%。我们认为公司 4 季度净利润低于预期主要系公司在收购久安后,毛利率较低的给排水 EPC 工程建设项目增加,并且在市场的扩张中项目进度略受影响。从全年来看,碧水源 2015 年营业收入 52.08 亿元,同比增长 51%,净利润 13.55 亿元,同比增长 44%,仍高于同业盈利。我们认为 2016 年随着公司项目业绩的释放,污水处理整体解决方案的占比将有所提升,因此公司毛利率将逐步提升。碧水源将依靠其先进的膜技术,在市场竞争中更占有优势,通过布局全国,推动业绩增长。

图 1: 四季度财务更新

(人民币百万 元)	4Q15F	3Q15F	QoQ(%)	4Q14A	YoY	元大首次 预估	差异	市场预估	差异
营业收入	3,508	647	442.56%	2,157	63.00%	3,578	-1.96%	3,744	-6.30%
利润总额	1,326	113	881.13%	829	37.73%	1,694	-27.75%	1,584	-19.45%
归属上市公司 股东净利润	1,102	100	1005.12%	774	42.44%	1,343	-17.44%	1,291	-14.64%
每股收益	0.90	0.08	1005.12%	0.72	24.77%	1.09	-17.43%	1.05	-14.29%
<b>重要比率</b>									
税前利润率	37.80%	17.47%	116.42%	44.65%	-15.33%	47.34%	-25.25%	42.30%	-11.92%
净利润率	31.41%	15.42%	103.69%	35.87%	-12.43%	37.55%	-16.35%	34.48%	-8.91%

资料来源: 公司资料, 元大

图 2：2016/17 年财务更新

	2016F		2017F		变化率 (%)		更新原因
	更新前	更新后	更新前	更新后	2016F	2017F	
(人民币百万元)							
营业收入	8,430	7,880	13,451	12,215	-6.52%	-9.19%	项目进度略低于预期
利润总额	3,074	2,639	4,615	3,989	-14.15%	-13.56%	低毛利率给排水 EPC 工程占比提升
税后净利润	2,338	1,995	3,472	3,016	-14.67%	-13.13%	低毛利率给排水 EPC 工程占比提升, 净利润下修
每股收益	1.86	1.58	2.76	2.39	-15.05%	-13.41%	净利润下修, 同时下修每股收益
<b>重要比率</b>							
税前利润率	36.47%	33.48%	34.31%	32.65%	-8.19%	-4.33%	税前利润下修
净利润率	27.70%	25.30%	25.80%	24.70%	-8.66%	-4.26%	净利润下修

资料来源：公司资料，元大

图 3：同业估值比较

公司	代码	股价	市值 (十亿人民币)	每股收益				市盈率 (倍)			
				2014A	2015F	2016F	2017F	2014A	2015F	2016F	2017F
碧水源	300070.SZ	33.70	42.40	0.87	1.10	1.58	2.39	42.5	30.6	21.3	14.1
<b>港股同业</b>											
光大国际	0257.HK	8.27	31.22	0.38	0.5	0.66	0.84	33.43	18.80	14.41	11.43
北控水务	0371.HK	4.08	29.89	0.21	0.26	0.33	0.41	29.9	16.16	12.93	10.29
东江环保	0895.HK	9.98	11.23	0.74	0.55	0.81	0.84	40.78	14.91	9.34	9.61
天津创业环保	1065.HK	4.93	10.00	0.22	0.27	0.29	0.31	22.91	16.57	15.28	14.19
中滔环保	1363.HK	2.18	11.59	0.3	0.12	0.16	0.18	38.53	17.30	12.67	12.44
桑德国际	0967.HK	3.35	4.24	0.35	0.53	0.67	0.55	21.12	5.98	5.02	6.04
中国水务	0855.HK	3.41	4.36	0.26	0.33	0.37	0.38	16.47	11.89	9.84	8.95
粤丰环保	1381.HK	3.11	5.23	0.13	0.14	0.22	0.29	31.62	24.25	15.34	11.36
<b>港股平均</b>		4.91	13.47	0.3	0.32	0.42	0.45	29.345	15.73	11.85	10.54
<b>A 股同业</b>											
重庆水务	601158.SH	6.61	31.72	0.3	0.32	0.36	0.35	24.45	23.83	21.43	20.18
万邦达	300055.SZ	16.00	11.76	0.82	0.47	0.65	0.93	73.70	39.31	27.46	21.15
创业环保	600874.SH	7.90	10.00	0.22	0.29	0.34	0.38	48.48	29.91	25.62	22.80
国祯环保	300388.SZ	21.97	6.12	0.69	0.26	0.42	0.58	66.01	88.18	55.01	39.31
江南水务	601199.SH	15.33	7.16	0.76	1.06	1.41	1.77	27.92	30.11	22.94	18.69
武汉控股	600168.SH	9.68	6.86	0.46	0.51	0.59	0.65	27.67	19.08	24.44	23.52
津膜科技	300334.SZ	14.43	3.98	0.33	0.18	0.48	0.67	48.52	50.63	32.78	23.54
<b>A 股平均</b>		13.13	11.09	0.48	0.48	0.61	0.74	45.25	40.15	29.05	24.17

资料来源：公司资料，元大，Bloomberg

注：每股收益以当地货币计量

图 4：同业估值比较（续）

公司	代码	股价	市值（十亿人民币）	净资产收益率（%）				市净率（倍）			
				2014A	2015F	2016F	2017F	2014A	2015F	2016F	2017F
碧水源	300070.SZ	33.70	42.40	15.48	10.2	13.0	16.4	5.43	3.1	2.8	2.3
<b>港股同业</b>											
光大国际	0257.HK	8.27	31.22	10.47	13.13	15.83	17.43	3.18	2.18	1.97	1.77
北控水务	0371.HK	4.08	29.89	11.37	14.13	15.92	17.26	2.92	2.13	1.90	1.68
东江环保	0895.HK	9.98	11.23	10.3	13.68	17.57	20.78	3.05	2.02	2.29	1.92
天津创业环保	1065.HK	4.93	10.00	7.39	8.80	9.00	9.00	1.41	1.42	1.33	1.24
中滔环保	1363.HK	2.18	11.59	22.77	26.58	26.68	25.02	6.16	4.34	3.40	2.76
桑德国际	0967.HK	3.35	4.24	13.76	16.20	16.50	16.80	2.51	0.87	0.77	0.68
中国水务	0855.HK	3.41	4.36	9.45	12.20	12.40	12.30	1.30	1.10		
粤丰环保	1381.HK	3.11	5.23	8.25	11.62	16.05	18.3	2.05	2.44	2.13	1.83
<b>港股平均</b>		4.91	13.47	11.3	14.07	15.97	17.03	2.82	2.20	1.97	1.70
<b>A 股同业</b>											
重庆水务	601158.SH	6.61	31.72	10.94	10.48	10.4	10.08	3.23	2.33	2.10	1.90
万邦达	300055.SZ	16.00	11.76	9.02	13.40	16.28	16.67	4.33	4.42	3.82	3.24
创业环保	600874.SH	7.90	10.00	7.57	9.40	10.29	10.76	3.83	2.56	2.40	2.12
国祯环保	300388.SZ	21.97	6.12	8.64	8.80	11.55	16.1	5.12	8.25	5.96	5.57
江南水务	601199.SH	15.33	7.16	9.29	11.67	13.94	15.69	2.34	3.74	3.37	3.00
武汉控股	600168.SH	9.68	6.86	8.10	8.70	9.6	10.1	2.50	2.32	2.13	1.94
津膜科技	300334.SZ	14.43	3.98	9.97	10.04	11.4	13.93	6.22	4.16	3.42	2.93
<b>A 股平均</b>		13.13	11.09	8.96	10.83	12.12	13.21	3.94	4.17	3.54	3.23

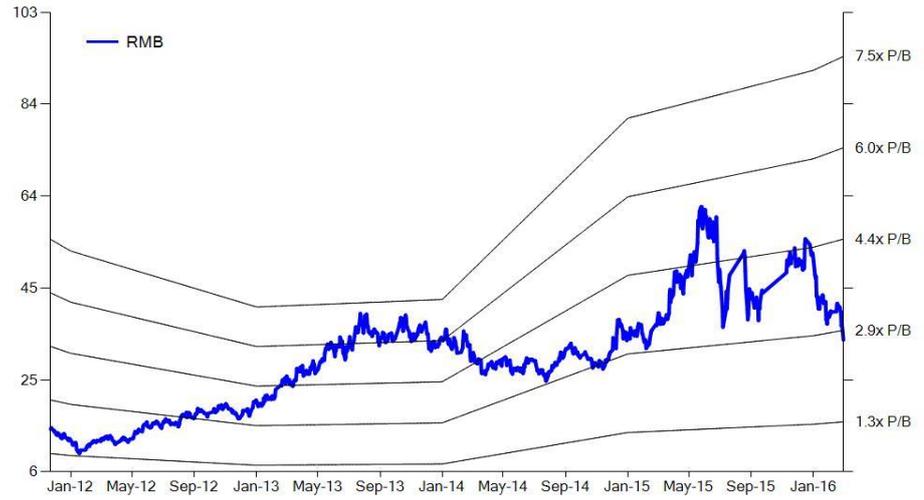
资料来源：公司资料，元大，Bloomberg

图 5：12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料，元大

图 6: 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	2,172	2,394	7,524	8,576	9,989
存货	193	275	434	609	1,005
应收帐款及票据	1,290	1,644	2,787	3,916	6,474
其他流动资产	174	315	315	315	315
<b>流动资产</b>	<b>3,829</b>	<b>4,629</b>	<b>11,060</b>	<b>13,417</b>	<b>17,782</b>
长期投资	1,507	1,950	2,328	2,707	3,085
固定资产	355	385	787	1,152	1,481
什项资产	2,442	3,572	3,539	3,507	3,476
<b>其他资产</b>	<b>4,304</b>	<b>5,907</b>	<b>6,654</b>	<b>7,366</b>	<b>8,042</b>
<b>资产总额</b>	<b>8,133</b>	<b>10,536</b>	<b>17,714</b>	<b>20,783</b>	<b>25,824</b>
应付帐款及票据	952	1,497	2,212	3,245	5,200
短期借款	750	960	960	960	960
什项负债	907	567	567	567	567
<b>流动负债</b>	<b>2,609</b>	<b>3,023</b>	<b>3,738</b>	<b>4,771</b>	<b>6,726</b>
长期借款	353	50	50	50	50
其他负债及准备	48	1,012	288	288	288
<b>长期负债</b>	<b>400</b>	<b>1,062</b>	<b>338</b>	<b>338</b>	<b>338</b>
<b>负债总额</b>	<b>3,010</b>	<b>4,085</b>	<b>4,076</b>	<b>5,108</b>	<b>7,064</b>
股本	891	1,077	1,229	1,259	1,259
资本公积	1,936	1,904	7,877	7,847	7,847
保留盈余	2,014	2,867	4,160	6,196	9,282
换算调整数	0	230	0	0	0
<b>归属母公司之权益</b>	<b>4,841</b>	<b>6,078</b>	<b>13,266</b>	<b>15,302</b>	<b>18,388</b>
<b>少数股权</b>	<b>282</b>	<b>372</b>	<b>372</b>	<b>372</b>	<b>372</b>
<b>股东权益总额</b>	<b>5,123</b>	<b>6,450</b>	<b>13,638</b>	<b>15,674</b>	<b>18,761</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	940	1,014	1,437	2,243	3,391
折旧及摊提	32	49	68	104	140
本期营运资金变动	(64)	(373)	(587)	(272)	(998)
其他营业资产	(233)	92	0	0	0
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>674</b>	<b>781</b>	<b>918</b>	<b>2,074</b>	<b>2,533</b>
资本支出	(197)	(1,019)	(437)	(437)	(437)
本期长期投资变动	(496)	(443)	(379)	(379)	(379)
其他资产变动	(882)	705	0	0	0
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>(1,574)</b>	<b>(758)</b>	<b>(816)</b>	<b>(816)</b>	<b>(816)</b>
股本变动	168	92	6,125	0	0
本期负债变动	1,103	(93)	0	0	0
其他调整数	(101)	182	(1,098)	(207)	(305)
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>1,170</b>	<b>181</b>	<b>5,027</b>	<b>(207)</b>	<b>(305)</b>
<b>汇率影响数</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>本期产生现金流量</b>	<b>270</b>	<b>205</b>	<b>5,129</b>	<b>1,052</b>	<b>1,413</b>
<b>自由现金流量</b>	<b>(900)</b>	<b>24</b>	<b>102</b>	<b>1,259</b>	<b>1,718</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>3,133</b>	<b>3,449</b>	<b>5,209</b>	<b>7,880</b>	<b>12,215</b>
销货成本	(1,968)	(2,099)	(3,178)	(4,676)	(7,236)
<b>营业毛利</b>	<b>1,166</b>	<b>1,350</b>	<b>2,030</b>	<b>3,204</b>	<b>4,978</b>
营业费用	(271)	(321)	(448)	(790)	(1,214)
<b>营业利润</b>	<b>895</b>	<b>1,029</b>	<b>1,582</b>	<b>2,414</b>	<b>3,765</b>
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(51)	(101)	(70)	(67)	(67)
利息收入净额	(51)	(101)	(70)	(67)	(67)
投资利益(损失)净额	255	318	179	337	337
其他业外收入(支出)净额	(31)	(71)	(8)	(45)	(45)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	1,068	1,175	1,684	2,639	3,989
所得税费用	(128)	(161)	(247)	(396)	(598)
<b>税后净利润</b>	<b>940</b>	<b>1,014</b>	<b>1,437</b>	<b>2,243</b>	<b>3,391</b>
少数股权净利	(100)	(73)	(81)	(248)	(375)
归属母公司之净利	840	941	1,355	1,995	3,016
税前息前折旧摊销前净利	927	1,078	1,651	2,518	3,904
每股收益 (RMB)	0.9	0.9	1.1	1.6	2.4
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.9	0.9	1.1	1.6	2.4

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	76.9	10.1	51.0	51.3	55.0
营业利润	58.5	15.0	53.7	52.6	55.9
税前息前折旧摊销前净	56.7	16.3	53.1	52.6	55.1
税后净利润	49.3	12.0	44.0	47.2	51.2
每股收益	(7.4)	(7.3)	26.2	43.7	51.2
<b>获利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	37.2	39.1	39.0	40.7	40.8
营业利润率	28.6	29.8	30.4	30.6	30.8
税前息前 折旧摊销前净利率	29.6	31.3	31.7	32.0	32.0
税后净利润率	26.8	27.3	26.0	25.3	24.7
资产报酬率	14.0	10.9	10.2	11.7	14.6
净资产收益率	17.3	15.5	10.2	13.0	16.4
<b>稳定/偿债能力分析</b>					
负债权益比 (%)	21.5	15.7	7.4	6.4	5.4
净负债比率 (%)	(20.9)	(21.5)	(47.8)	(48.3)	(47.9)
利息保障倍数 (倍)	21.9	12.7	25.2	40.4	60.6
利息及短期债	1.4	1.2	1.7	2.6	4.0
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	13.2	7.8	13.2	31.0	37.9
现金流量对利息及短期 债保障倍数 (倍)	0.8	0.7	0.9	2.0	2.5
流动比率 (倍)	1.5	1.5	3.0	2.8	2.6
速动比率 (倍)	1.4	1.4	2.8	2.7	2.5
净负债 (RMB 百万元)	(1,069.3)	(1,384.81)	(6,514.30)	(7,566.18)	(8,979.16)
每股净值 (RMB)	5.43	5.64	10.79	12.15	14.60
<b>评价指标 (倍)</b>					
市盈率	35.8	38.6	30.6	21.3	14.1
股价自由现金流量比	(33.4)	1,524.5	404.9	33.7	24.7
市净率	6.2	6.0	3.1	2.8	2.3
股价税前息前折旧摊销 前净利比	32.4	33.7	25.1	16.9	10.9
股价营收比	9.6	10.5	8.0	5.4	3.5

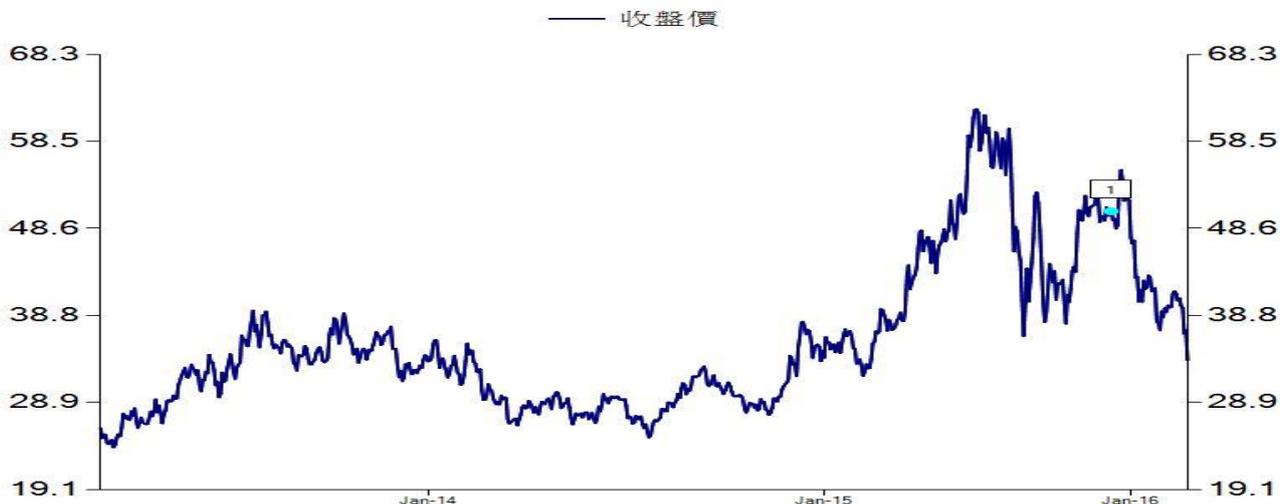
资料来源：公司资料、元大

## 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的分析师，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。

### 碧水源 (300070 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	2015/12/08	50.59	62.00	62.00	买入	元大研究部

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	208	45%
持有-超越同业	117	25%
持有-落后同业	44	10%
卖出	12	3%
评估中	80	17%
限制评级	1	0%
总计：	462	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