

中國：食品

2016年3月16日

投資建議：
買進 (維持評等)

 目標價隱含漲/跌幅：**16.1%**

 日期 **2016/03/15**

收盤價	RMB27.55
十二個月目標價	RMB32.00
前次目標價	RMB32.00
上海 A 股指數	2,997.5

資訊更新：

- ▶ 湯臣倍健宣佈公司將與 NBTY 成立合資公司，在中國銷售 NBTY 兩大品牌自然之寶和美瑞克斯。

本中心觀點：

- ▶ 我們正面看待這次合作，認為新合資公司將為湯臣倍健電子商務銷售帶來正面效應，並抵禦國際品牌帶來的競爭。
- ▶ 我們認為中國食品藥品監督管理總局的法規調整將催生更多併購機會。

公司簡介：湯臣倍健主要提供營養膳食補充劑，產品組合包含片劑、粉劑、膠囊等類型，主要在中國國內市場銷售。

股價相對上海 A 股指數表現


市值	RMB20,056.7 百萬元
六個月平均日成交量	RMB233.4 百萬元
總股本股數 (百萬股)	714.0
流通 A 股股數比例	59.1%
大股東；持股比率	梁允超, 48.8%
淨負債比率	(32.1%)
每股淨值 (2016F)	RMB6.74
股價淨值比 (2016F)	4.09 倍

簡明損益表 (RMB 百萬元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
營業收入	1,705	2,266	2,760	3,415
營業利益 **	529	642	748	939
稅後純益 *	503	635	760	931
每股盈餘 (元)	0.76	0.89	1.06	1.30
每股盈餘年增率 (%)	(40.6)	16.5	19.6	22.4
每股股利 (元)	0.50	0.58	0.70	0.85
本益比 (倍)	36.1	31.0	25.9	21.1
殖利率 (%)	1.8	2.1	2.5	3.1
股東權益報酬率 (%)	21.5	18.2	16.2	18.8

* 歸屬母公司稅後純益

** 經研究員調整

報告分析師：
劉 珮昀

+886 2 3518 7931

juliette.liu@yuanta.com

以下研究人員對本報告有重大貢獻：

蔡 耀霆

+886 2 3518 7934

tim.y.tsai@yuanta.com

<http://research.yuanta.com>
Bloomberg code : YUTA

湯臣倍健 (300146 CH)

期待已久的國際營養膳食補充劑領導者合作案落地

重申買進評等：我們認為湯臣倍健與 NBTY 的合作是雙贏策略，因為湯臣倍健可利用 NBTY 強大的品牌影響力加快電子商務銷售業務的發展，從而抵禦近年來發展迅速的國際品牌帶來之競爭。同時，NBTY 可借助湯臣倍健在產品批文、完整線下通路及透明工廠產能方面的優勢，突破中國法規限制，擴大在華業務規模。湯臣倍健股價近期承壓，主要因發展新品牌的費用高於預期、限售股解禁及市場整體走勢疲弱。而鑒於長期看好該股前景不變以及潛在的併購機會，我們建議投資人逢低買進。重申買進評等，維持目標價人民幣 32 元。

正面看待與 NBTY 成立合資公司：3 月 11 日盤後湯臣倍健宣佈公司將與 NBTY 組建合資公司，該公司將擁有自然之寶和美瑞克斯品牌在華的永久獨家銷售權。湯臣倍健將投資合資公司人民幣 8,000-12,000 萬元，持股 60%，且預計未來 3 年合資公司的稅後純益將不低於 5,000 萬美元，本中心模型尚未計入該影響。我們認為該業績目標可以實現，因為這兩個品牌的年銷售額約為人民幣 12 億元。

該合作將產生協同效應：1) 由於湯臣倍健擁有中國食品藥品監督管理總局 116 個批文，且在中國珠海建有生產工廠，我們認為 NBTY 可藉此實現在地化生產優勢，並借助湯臣倍健的藥店網絡擴大其線下銷售額；及 2) 對於尚未獲批的產品，湯臣倍健將通過跨境電商平台銷售，提高其電子商務銷售額。

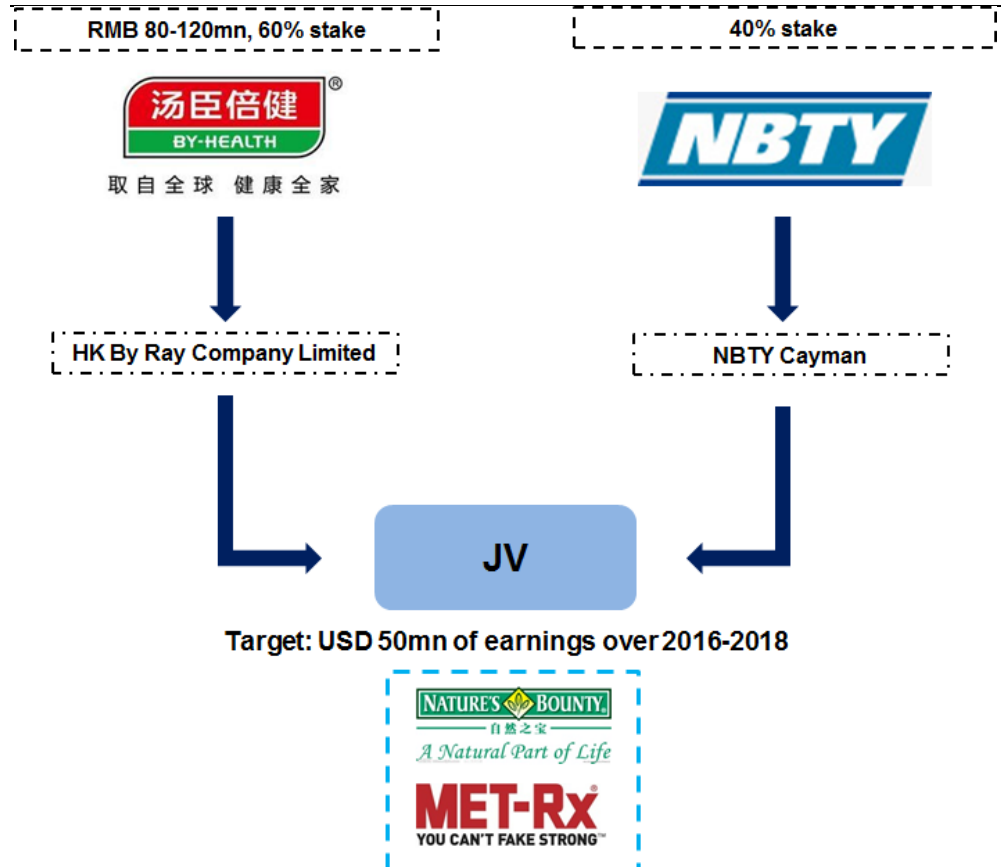
分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。本報告原係以英文做成，並翻譯為中文。若投資人對於中文譯文之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。

期待已久的合作

3月11日盤後湯臣倍健宣佈公司將與 NBTY 組建合資公司，該公司將擁有自然之寶和美瑞克斯品牌在華的永久獨家銷售權。湯臣倍健將投資合資公司人民幣 8,000-12,000 萬元，持股 60%，且預計未來 3 年合資公司的稅後純益將不低於 5,000 萬美元，本中心模型尚未計入該影響。我們認為該業績目標可以實現，因為這兩個品牌的年銷售額約為人民幣 12 億元。

圖 1：湯臣倍健宣佈公司將與 NBTY 在中國成立合資公司



資料來源：公司資料、元大投顧

監管收緊催生併購機會

2016年2月26日中國食品藥品監督管理總局頒佈《保健食品註冊與備案管理辦法》，預計於2016年7月1日開始執行。儘管對屬於保健品原材料項下的一般營養膳食補充劑而言，新的備案系統耗費時間有所減少，但新辦法規定以前從未進入過中國市場或未在中國食品藥品監督管理總局備案的進口補充劑（除了維他命或礦物補充劑）必須完成註冊流程。我們認為對進軍中國市場並以一般食品銷售營養膳食補充劑的國際品牌而言，這將產生重大影響，7月1日後他們須考慮額外的成本和時間因素。因此，我們認為海外品牌和國內業者之間潛在的併購/戰略性合作/合資機會將增加。

圖 2：中國食藥監局法規調整催生近期多個併購/合夥項目

日期	公司	合作方法
2016/03/11	湯臣倍健 (300146.CH) NBTY	成立合資公司
2016/03/08	同仁堂 (600085.CH) Natural Factors	戰略結盟
2015/12/23	金達威 (002626.CH)	金達威子公司和 Zhang He、張葳成立合資公司
2015/11/03	雲集微店 Blackmores (BKL.AU)	戰略結盟
2015/09/01	合生元 (1112.HK) SWISSE	合生元收購 SWISSE
2015/09/18	網易考拉 (NTES.US) Pharmacare	戰略結盟
2015/09/18	網易考拉 Blackmores (BKL.AU)	戰略結盟
2015/06/29	金達威 (002626.CH) Vitatech	金達威收購 Viatech
2015/05/29	中生聯合 (3332.HK) Goodhealth	中生聯合收購 Goodhealth
2015/01/14	金達威(002626.CH) Doctor's Best Holdings Inc	金達威收購 Doctor's Best Holdings Inc

資料來源：元大投顧

跨境電子商務產品稅收新政

中國即將就跨境電子商務的稅收問題頒佈新的法規 (增值稅和消費稅的 70%)，而之前徵收的是行郵稅。據了解，新的稅收法規生效後將取消人民幣 50 元的稅收免徵額。我們認為該變化將削弱公司跨境產品所享有的價格競爭力。價格優勢是推動電子商務營養膳食補充劑銷售額快速成長的主要原因，是故在電子商務平台上銷售產品的國際品牌將面臨對價格敏感之消費者流失的風險。新的稅收系統據稱將於今年 4 月 8 日公佈。

圖 3：新規提高跨境產品稅額

項目	價格區間	調整前	調整後	變動
食品	不足人民幣 500 元	無行郵稅	11.9% (增值稅*70%=17%*70%)	增加
	超出人民幣 500 元	10%的行郵稅，若不足人民幣 50 元則免稅	11.9% (增值稅*70%=17%*70%)	增加
服裝	不足人民幣 250 元	無行郵稅	11.9% (增值稅*70%=17%*70%)	增加
	介於人民幣 250-2000 元之間	20%的行郵稅	11.9% (增值稅*70%=17%*70%)	減少
化妝品	不足人民幣 100 元	無行郵稅	32.9% (增值稅*70%+消費稅 *70%=17%*70%+30%*70%)	增加
	超出人民幣 100 元	50%的行郵稅	32.9% (增值稅*70%+消費稅 *70%=17%*70%+30%*70%)	減少
數碼產品	不足人民幣 250 元	無行郵稅	11.9% (增值稅*70%=17%*70%)	增加
	介於人民幣 250-2000 元之間	20%的行郵稅	11.9%(增值稅*70%=17%*70%)	減少
奢侈箱包	超出人民幣 500 元	10%的行郵稅	11.9%增值稅*70%=17%*70%)	增加

資料來源：元大投顧

該合作將產生協同效應

1) 由於湯臣倍健擁有中國食品藥品監督管理總局 116 個批文，在中國珠海建有生產工廠，我們認為 NBTY 可藉此實現在地化生產優勢，並借助湯臣倍健的藥店網絡擴大其線下銷售額；及 2) 對於尚未獲批的產品，湯臣倍健將通過跨境電商平台銷售，提高其電子商務銷售額。

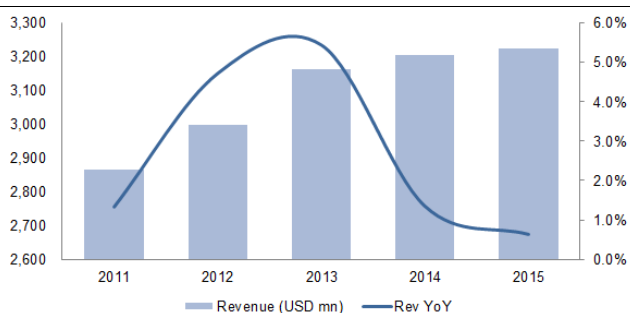
由於中國市場已成為國際品牌的成長引擎，我們預計受惠於食品註冊備案登記法規的變化，未來將湧現大量併購機會。

圖 4：自然之寶和美瑞克斯在天貓商城排名前十

	天貓商城頂級品牌	代碼	母公司	直銷/非直銷
1	SWISSE	N.A.	合生元	非直銷
2	Herbalife	HLF US	Herbalife	直銷
3	Amway	N.A.	Amway	直銷
4	GNC	GNC US	GNC	直銷
5	Puritan's Pride	N.A.	NBTY	直銷
6	Muscletech	N.A.	GNC	非直銷
7	Blackmores	BKL.AX	Blackmores	非直銷
8	美瑞克斯	N.A.	NBTY	非直銷
9	自然之寶	N.A.	NBTY	非直銷
10	USANA	USNA US	USANA	直銷

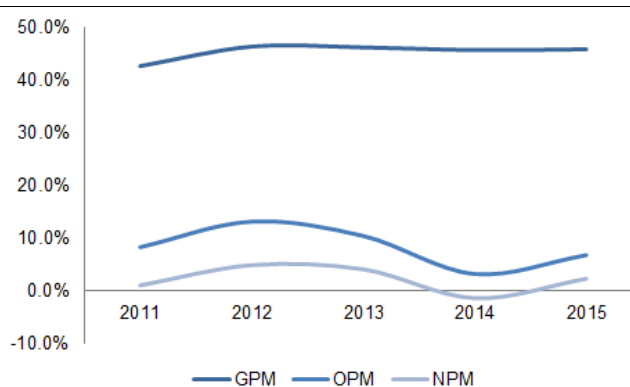
資料來源：天貓商城、元大投顧

圖 5：NBTY 營收 (百萬美元) 及年增率



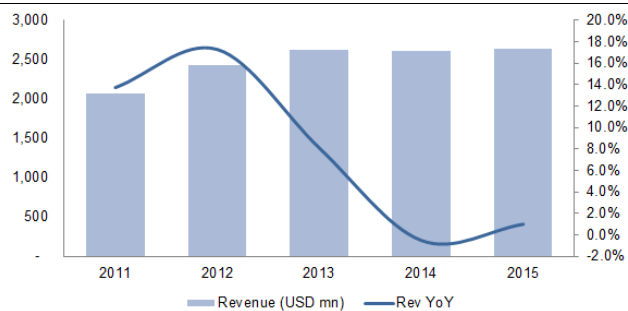
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：NBTY 毛利率/營業利益率/稅後純益率



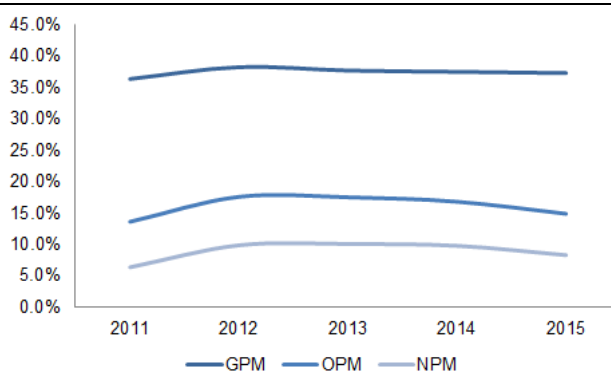
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：GNC 營收 (百萬美元) 及年增率



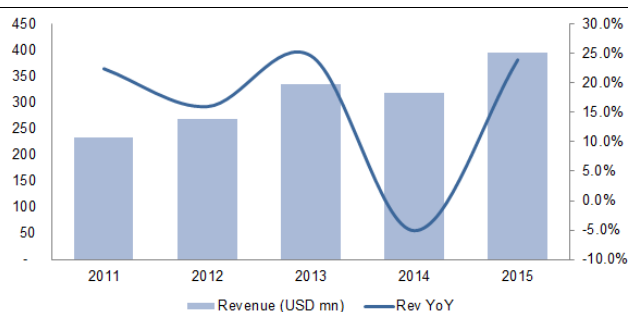
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：GNC 毛利率/營業利益率/稅後純益率



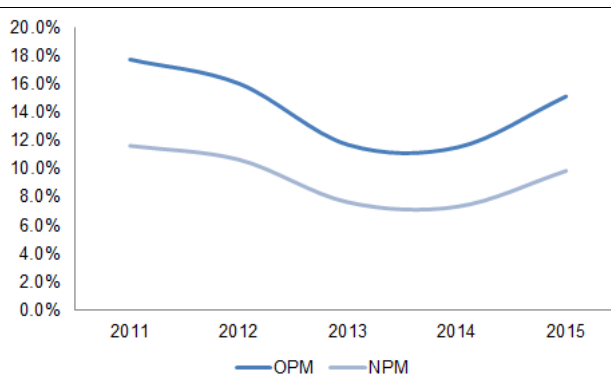
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 9：Blackmore 營收 (百萬美元) 及年增率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 1：Blackmore 營業利益率/稅後純益率



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：同業評價比較表

公司	代碼	股價	市值 (百萬美元)	每股盈餘			本益比(倍)			每股盈餘成長率(%)		
				2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
湯臣倍健	300146 CH	RMB27.55	3,085.7	0.89	1.06	1.30	31.0	25.9	21.1	16.5	19.6	22.4
全球同業												
Herbalife	HLF US Eq	57.1	5,292	4.74	4.52	5.02	12.0	12.6	11.4	-14.2	-4.6	11.0
GNC	GNC US Eq	29.0	2,151	2.92	3.21	3.52	9.9	9.0	8.2	2.9	10.1	9.8
Nu Skin	NUS US	36.3	2,026	2.90	2.48	2.93	12.5	14.6	12.4	-6.8	-14.5	18.1
Vitamin Shoppe	VSI US	30.7	791	2.10	2.31	2.51	14.6	13.2	12.2	-1.0	10.1	8.5
USANA	USNA US	119.6	1,428	7.34	8.23	9.32	16.3	14.5	12.8	31.1	12.1	13.2
全球同業平均							13.1	12.8	11.4	2.4	2.6	12.1
國內同業												
哈藥股份	600664.CH	9.8	2,884	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
仁和藥業	000650.CH	7.0	1,333	0.32	0.45	0.59	21.9	15.6	11.9	13.4	40.6	31.1
康恩貝	600572.CH	10.0	2,569	0.50	0.61	0.71	20.0	16.4	14.2	15.9	22.0	15.6
三精製藥	600829.CH	10.6	943	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
東阿阿膠	000423.CH	45.8	4,596	2.51	2.99	3.46	18.2	15.3	13.2	29.8	19.1	15.7
江中藥業	600750.CH	24.4	1,124	1.09	1.37	1.63	22.4	17.8	15.0	28.6	25.7	18.6
本地同業平均							20.6	16.3	13.6	21.9	26.9	20.3

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

注：每股盈餘數字均以當地貨幣計價

圖 12：同業評價比較表(續)

公司	代碼	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
				2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
湯臣倍健	300146 CH	RMB27.55	3,085.7	18.2	16.2	18.8	6.4	6.7	7.2	4.3	4.1	3.8
全球同業												
Herbalife	HLF US	57.1	5,292	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
GNC	GNC US	29.0	2,151	37.99	52.2	57.6	6.1	6.8	7.1	4.8	4.3	4.1
Nu Skin	NUS US	36.3	2,026	19.16	16.8	19.9	13.6	15.2	N.A.	2.7	2.4	N.A.
Vitamin Shoppe	VSI US	30.7	791	11.26	12.0	12.2	18.8	20.4	25.1	1.6	1.5	1.2
USANA	USNA US	119.6	1,428	30.75	25.3	25.4	30.9	40.0	N.A.	3.9	3.0	N.A.
全球同業平均				24.8	26.6	28.8				3.2	2.8	2.7
國內同業												
哈藥股份	600664.CH	9.8	2,884	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
仁和藥業	000650.CH	7.0	1,333	16.5	19.1	20.3	1.9	2.4	2.9	3.6	3.0	2.4
康恩貝	600572.CH	10.0	2,569	23.5	23.4	22.7	2.3	2.8	3.3	4.4	3.6	3.0
三精製藥	600829.CH	10.6	943	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
東阿阿膠	000423.CH	45.8	4,596	23.3	22.8	21.9	13.3	16.4	20.3	3.4	2.8	2.3
江中藥業	600750.CH	24.4	1,124	14.3	15.7	16.2	7.9	9.1	10.5	3.1	2.7	2.3
本地同業平均				19.4	20.3	20.3				3.6	3.0	2.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Bloomberg

圖 13：湯臣倍健 - 季度與年度簡易損益表 (合併)

(人民幣百萬元)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015A	4Q2015A	FY2015A	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
營業收入	578	599	604	485	2,266	674	731	768	588	2,760
銷貨成本	(211)	(195)	(211)	(175)	(792)	(228)	(247)	(265)	(203)	(908)
營業毛利	367	404	392	311	1,474	446	483	503	385	1,818
營業費用	(150)	(172)	(220)	(290)	(832)	(215)	(215)	(296)	(344)	(1,070)
營業利益	217	232	172	21	642	231	268	207	41	748
業外利益	21	17	26	33	98	28	35	28	36	125
稅前純益	238	250	198	54	740	258	303	235	77	873
少數股東權益	0	1	7	8	15	9	10	8	2	29
所得稅費用	(33)	(39)	(37)	(11)	(120)	(36)	(47)	(44)	(15)	(142)
歸屬母公司稅後純益	205	212	168	51	635	232	265	199	64	760
每股盈餘 (依加權稀釋股數) (人民幣)	0.30	0.30	0.24	0.07	0.89	0.32	0.37	0.28	0.09	1.06
加權平均股數	684	707	713	714	714	714	714	714	714	714
重要比率										
營業毛利率	63.5%	67.5%	65.0%	64.0%	65.1%	66.2%	66.2%	65.5%	65.5%	65.8%
營業利益率	37.5%	38.8%	28.6%	4.2%	28.3%	34.2%	36.7%	27.0%	7.0%	27.1%
稅前純益率	41.2%	41.7%	32.8%	11.1%	32.7%	38.3%	41.4%	30.6%	13.1%	31.6%
有效所得稅率	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	16.2%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	16.3%
季增率 (%)										
營業收入	80.5%	3.8%	0.7%	(19.6%)	32.9%	38.9%	8.3%	5.1%	(23.4%)	21.8%
營業利益	2,411.6%	7.2%	(25.9%)	(88.1%)	21.3%	1,023.1%	16.1%	(22.6%)	(80.1%)	16.4%
稅後純益	758.0%	3.1%	(20.7%)	(69.7%)	26.4%	356.7%	14.5%	(25.1%)	(67.8%)	19.6%
每股盈餘	725.17%	(0.16%)	(21.43%)	(69.79%)	16.52%	356.67%	14.48%	(25.08%)	(67.79%)	19.60%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

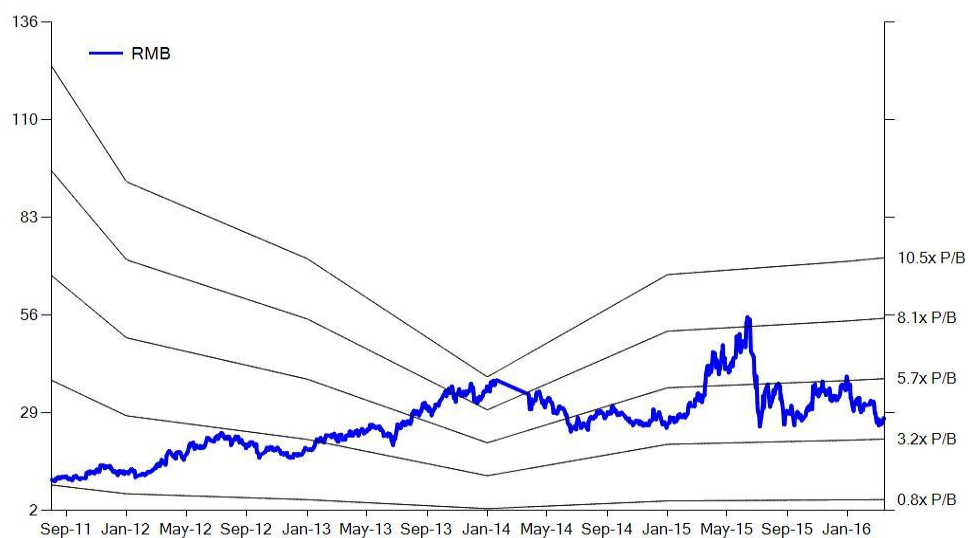
註：A 代表元大投顧彙整之歷史數據

圖 14：12 個月預估本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：12 個月預估股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
現金與短期投資	1,530	1,537	1,444	1,540	1,726
存貨	234	229	309	308	416
應收帳款及票據	47	65	67	94	93
其他流動資產	48	81	1,315	1,256	1,177
流動資產	1,859	1,912	3,135	3,197	3,412
長期投資	1	49	866	955	1,043
固定資產	477	579	697	874	1,051
什項資產	118	161	207	150	150
其他資產	597	789	1,770	1,979	2,244
資產總額	2,455	2,701	4,905	5,176	5,656
應付帳款及票據	67	67	79	90	139
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	147	176	256	271	381
流動負債	214	243	335	361	520
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	8	10	17	12	13
長期負債	8	10	17	12	13
負債總額	223	253	352	373	533
股本	328	658	728	714	714
資本公積	1,163	874	2,639	2,639	2,639
保留盈餘	742	916	1,188	1,450	1,772
換算調整數	0	0	7	7	7
歸屬母公司之權益	2,233	2,448	4,562	4,811	5,132
少數股權	0	0	(8)	(8)	(8)
股東權益總額	2,233	2,448	4,554	4,802	5,124

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期純益	422	503	620	731	895
折舊及攤提	41	50	108	122	122
本期營運資金變動	87	(18)	(1,225)	61	130
其他營業資產	0	0	(32)	(88)	(88)
營運活動之現金流量	550	535	(528)	825	1,058
資本支出	(113)	(139)	(190)	(250)	(250)
本期長期投資變動	0	(48)	(786)	0	0
其他資產變動	(37)	(55)	(82)	8	(49)
投資活動之現金流量	(150)	(242)	(1,058)	(242)	(299)
股本變動	(116)	(288)	1,486	(482)	(573)
本期負債變動	0	2	7	(5)	1
其他調整數	0	0	0	0	0
融資活動之現金流量	(116)	(286)	1,492	(487)	(572)
本期產生現金流量	284	7	(93)	96	187
自由現金流量	348	276	(863)	537	766

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
營業收入	1,482	1,705	2,266	2,760	3,415
銷貨成本	(541)	(602)	(792)	(908)	(1,100)
營業毛利	941	1,103	1,474	1,818	2,272
營業費用	(471)	(574)	(832)	(1,070)	(1,333)
營業利益	470	529	642	748	939
利息收入	0	0	0	0	0
利息費用	(34)	(44)	(51)	(55)	(55)
利息收入淨額	(34)	(44)	(51)	(55)	(55)
投資利益(損失)淨額	0	0	32	88	88
其他業外收入(支出)淨額	68	107	117	93	97
非常項目淨額	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
稅前純益	503	592	740	873	1,069
所得稅費用	(82)	(90)	(120)	(142)	(174)
少數股權淨利	0	0	15	29	36
歸屬母公司之淨利	422	503	635	760	931
稅前息前折舊攤銷前淨利	511	579	750	869	1,061
每股盈餘 (RMB)	1.29	0.76	0.89	1.06	1.30
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	1.29	0.76	0.89	1.06	1.303

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
年成長率 (%)					
營業收入	39.0	15.0	32.9	21.8	23.7
營業利益	57.6	12.7	21.3	16.4	25.6
稅前息前折舊攤銷前淨	58.2	13.4	29.5	15.8	22.1
稅後純益	50.4	19.2	26.4	19.6	22.4
每股盈餘	0.27	(40.57)	16.52	19.60	22.44
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	63.5	64.7	65.1	65.8	66.5
營業利益率	31.7	31.0	28.3	27.1	27.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	34.5	34.0	33.1	31.5	31.1
稅後純益率	28.4	29.5	28.0	27.5	27.2
資產報酬率	18.5	19.5	16.3	14.5	16.5
股東權益報酬率	20.3	21.5	18.2	16.2	18.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
淨負債比率 (%)	(68.5)	(62.8)	(31.7)	(32.1)	(33.7)
利息保障倍數 (倍)	15.6	14.5	15.4	16.8	20.3
利息及短期債	15.6	14.5	15.4	16.8	20.3
現金流量對利息保障倍數 (倍)	16.0	12.2	N.A.	14.9	19.1
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	16.0	12.2	N.A.	14.9	19.1
流動比率 (倍)	8.7	7.9	9.4	8.9	6.6
速動比率 (倍)	7.6	6.9	8.4	8.0	5.8
淨負債 (RMB 百萬元)	(1,530)	(1,537)	(1,444)	(1,540)	(1,726)
每股淨值 (RMB)	6.81	3.72	6.39	6.74	7.19
評價指標 (倍)					
本益比	21.4	36.1	31.0	25.9	21.1
股價自由現金流量比	26.0	65.7	(22.8)	36.6	25.7
股價淨值比	4.0	7.4	4.3	4.1	3.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	17.7	31.3	26.2	22.6	18.5
股價營收比	6.1	10.6	8.7	7.1	5.8

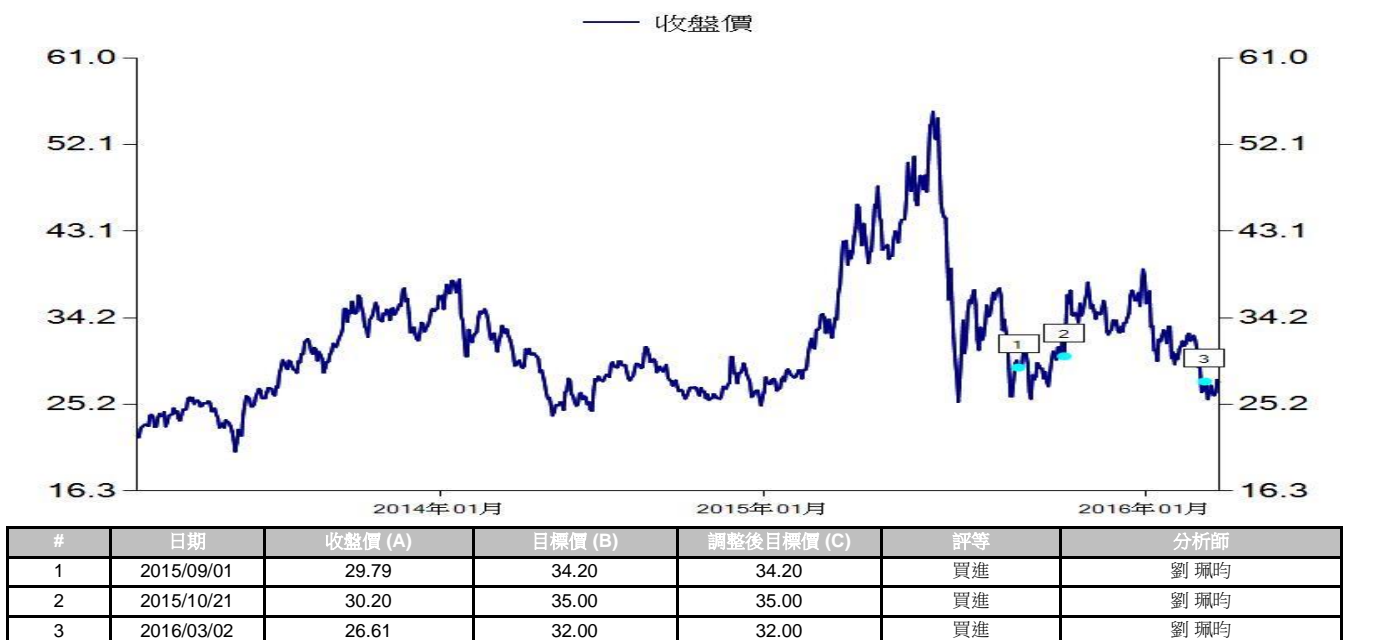
資料來源：公司資料、元大投顧

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

湯臣倍健 (300146 CH) – 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：Bloomberg，元大投顧

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

目前元大研究分析個股評等分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	225	48%
持有-超越同業	113	24%
持有-落後同業	42	9%
賣出	12	3%
評估中	79	17%
限制評等	1	0%
總計:	472	100%

資料來源：元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2016 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀請。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣台北市 104 南京東路三段
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部
元大證券(香港)有限公司
香港夏愨道 18 號
海富中心 1 座 23 樓