

2016年07月11日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元) 30.0

公司基本資訊

產業別	交通運輸		
A 股價(2016/7/8)	26.24		
上證綜指(2016/7/8)	2988.09		
股價 12 個月高/低	32.91/23.6		
總發行股數(百萬)	1926.96		
A 股數(百萬)	1093.48		
A 市值(億元)	286.93		
主要股東	上海機場(集團)有限公司 (53.25%)		
每股淨值(元)	10.88		
股價/賬面淨值	2.41		
股價漲跌(%)	一個月	三個月	一年
	-4.8	-10.6	-8.6

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

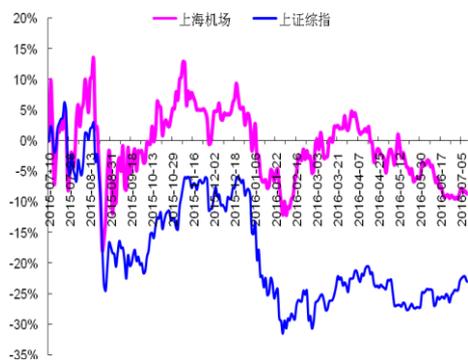
產品組合

航空及相關服務	95.8%
其他	4.2%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	0.2%
一般法人	40.2%

股價相對大盤走勢



上海機場(600009.SH)

Buy 買入

航空業務穩定增長，迪士尼助力航空、非航業務，運能飽和、放行正常率問題正逐漸改善，公司 2016 年有望繼續增長

結論與建議：

飛機起降架次、旅客輸送量增長穩定，以及迪士尼助力航空、非航業務，帶動上海航空 2016 年業績保持平穩增長，雖運能飽和、放行正常率不良但正逐漸改善。我們預計公司 2016 年將實現淨利潤 28.15 億元，YOY 為 11.21%，EPS 為 1.46 元，對應 PE 為 18 倍，給予買入的投資建議。

- 全國機場穩定發展。**近兩年中國民航機場飛機起降架次、旅客輸送量呈穩定增長的態勢。居民收入增長推動旅游需求，是支撐機場業務增長的主要因素。2015 年全國機場飛機起降架次同比增幅 7.98%；旅客輸送量同比增長 10.01%。出境游需求加速增長，2015 年國際航線飛機起降架次同比增幅達到了 18.87%。
- 逐步改善運能飽和、放行正常率問題。**由于目前浦東機場空域資源緊張、滑翔路綫複雜，空中交通管理部門采取目視運行模式，縮小航班運行間隔，提高空中資源利用率，提升航班的正常率。至于機場停機位不足、運量飽和等問題，浦東機場正積極的進行改造與擴建，提升空間；且由于設計容量一般為保守估計，通過機場內部空間管理，提升地面資源利用率，使得實際運行能夠超過設計容量。
- 改造與擴建提升發展空間。**浦東機場三期擴建工程已經在 2015 年開工，預計 2019 年竣工，目標是在 2025 年滿足 8000 萬人次的運行需求；同時飛行區下穿通道及 5 號機坪改造預計于 2019 年完成，增加停機位以及改善內部通行效率；而 T1 航站樓改造已竣工并在 2016 上半年全面投入使用，以滿足三期工程完工前機場業務量增長的需求。機場改造與擴建能整體上提升公司未來發展空間。
- 航空收入平穩增長。**近兩年出境游爆發式增長，公司國際航線的高業務量以及高增長支撐業務量直線上升，推動航空性收入較快增長。2015 年公司航空性收入同比增長 12.07%；飛機起降同比增長 11.71%，其中國際航線增速 12.13%；旅客輸送量同比增長 16.27%，國際航線增速 17.96%。進入 2016 年，整體增幅有所收窄，2016 年 1-5 月飛機起降架次增速 7.84%，國際航線 12.78%；旅客輸送量增速 9.96%，國際航線增幅為 15.48%。不過考慮到 T1 航站樓改造完成，目前出境游火熱且迪士尼開園，預計 2016 年業務量繼續增長，但增速將有所放緩。
- 非航收入穩定增長。**近年來，公司積極拓展非航業務，雖然航站樓可用空間接近飽和，商業租賃收入和其他非航收入增速逐年放緩，不過隨著 T1 改造竣工并全面投入使用後，乃至三期擴建工程將于 2019 竣工，場地優化并且面積增加，為非航業務發展提升空間；出境游火熱和迪士尼帶來大量客源，預計未來非航收入增速穩中有升。
- 公司利潤增長穩定。**近年來，公司營收和成本增速基本分別保持在 10% 和 5% 左右，各項費率波動也不大；毛利潤走勢基本與營收一致，毛利率從 39% 增長至 46%；淨利潤方面增長穩定，2015 年上海機場實現歸母淨利潤 25.31 億元，同比增長 20.8%，淨利率從 30% 逐年穩步攀升至 40%；2016 年 Q1 營業外收入相比去年同期大幅減少而營業外支出大幅增加，淨利潤增速大幅收窄至 2.15%，但此次變化并非經常性項目，預計不會影響

未來盈利保持穩定增長的趨勢。

- **迪士尼助力航空/非航業務。**迪士尼樂園已于 2016 年 6 月 16 日正式開園，預計上海迪士尼首年度客流可達到 2000 萬人次。浦東國際機場立足上海根據上海世博會帶來新增航空客流約占入園人數的 15% 的經驗，由此預計僅迪士尼一項因素便可為浦東機場 2016 年業績帶來 3% 的旅客增長；此外，隨著 T1 航站樓改造工程竣工并全面投入使用，樂園開園將同時增益于航空性與非航業務。
- **風險提示：**油價大幅上漲，抑制航空公司運力投放。

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	1,581.06	1,872.85	2,095.54	2,531.43	2,815.31	2,996.82
同比增減	%	5.43%	18.46%	11.89%	20.80%	11.21%	6.45%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.82	0.97	1.09	1.31	1.46	1.56
同比增減	%	5.43%	18.46%	11.89%	20.80%	11.21%	6.45%
A 股市盈率(P/E)	倍	15.19	14.73	18.04	22.47	20.53	19.29
股利 (DPS)	RMB 元	0.37	0.3	0.35	0.43	0.45	0.45
股息率 (Yield)	%	2.97%	2.09%	1.78%	1.46%	1.71%	1.71%

➤ 中國民航機場概況

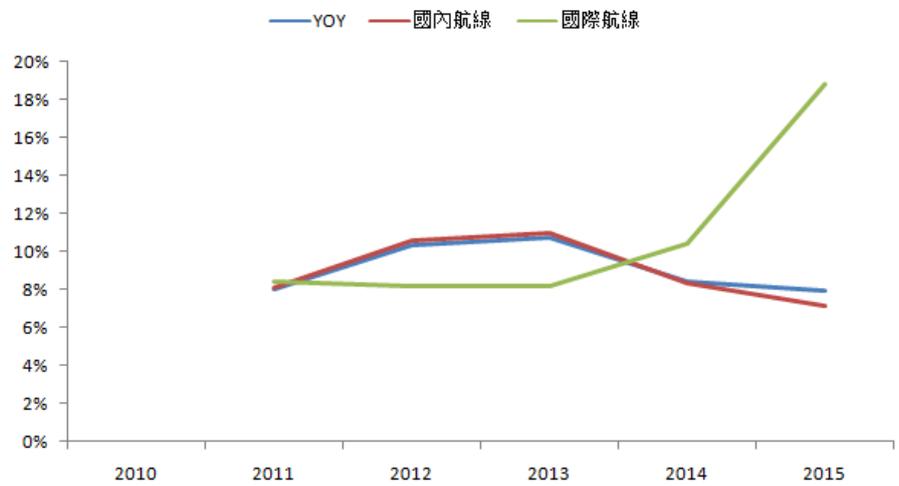
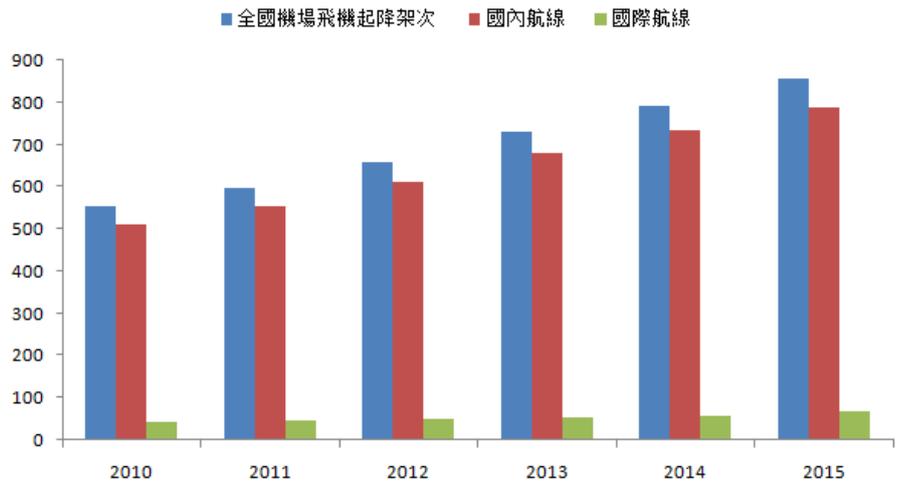
從民航統計數據看，近兩年中國民航機場飛機起降架次、旅客輸送量呈穩定增長的態勢，而貨郵業務却受制于全球經濟增速放緩，增長乏力，可見居民收入增長推動旅游需求，是支撐機場業務增長的主要因素。2015 年全國機場飛機起降架次達到了 856.6 萬架次，同比增幅 7.98%；旅客輸送量 91477.3 萬人次，同比增長 10.01%；貨郵輸送量 1409.4 萬噸，同比增長 3.93%。

從分航綫數據上可以看出，最近兩年出境游需求爆發式增長。2015 年國際航綫飛機起降架次 69.3 萬架次，同比增幅達到了 18.87%；而同期國內航綫僅同比增長 7.12%；國際航綫旅客輸送量 8581.8 萬人次，同比增長 21.05%，而國內航綫增幅僅為 8.98%。

從民航機場排名可以看出，機場行業的區域性很強，北上廣排名前三，因為經濟發達的大城市機場自然就航班多業務忙。

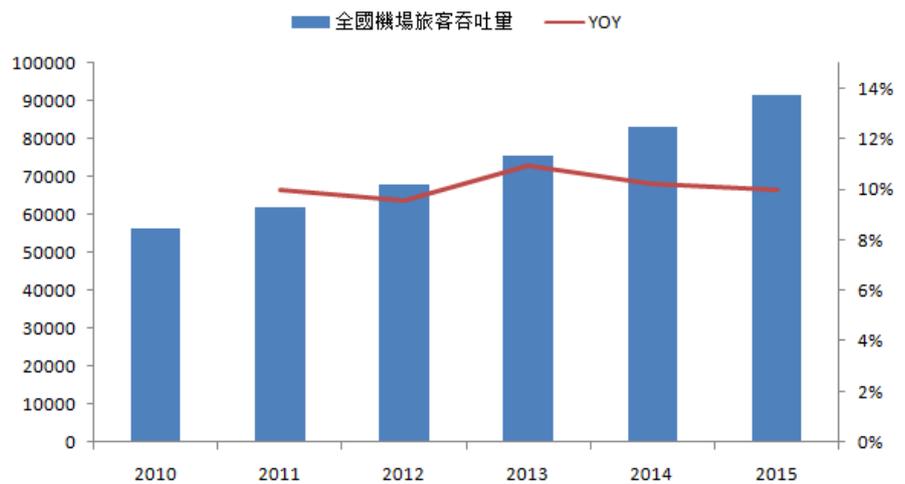
圖 1：民航機場飛機起降架次及同比增幅（單位：萬架次，%）

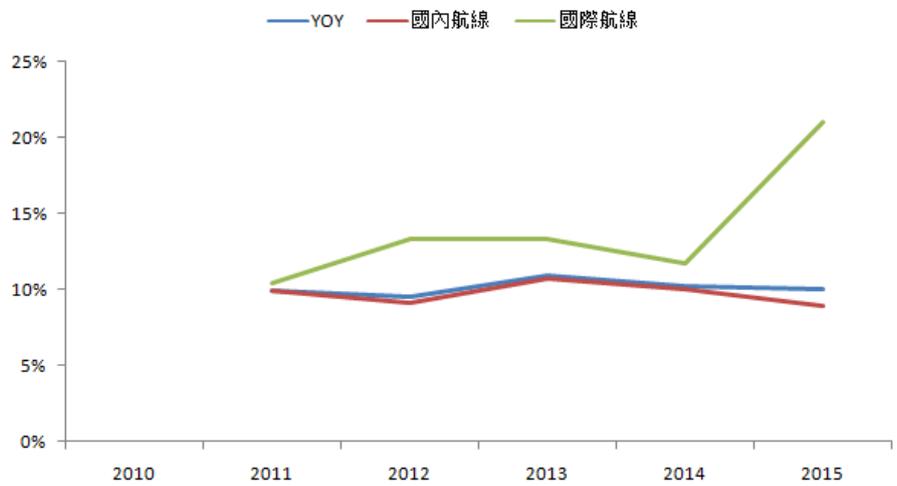
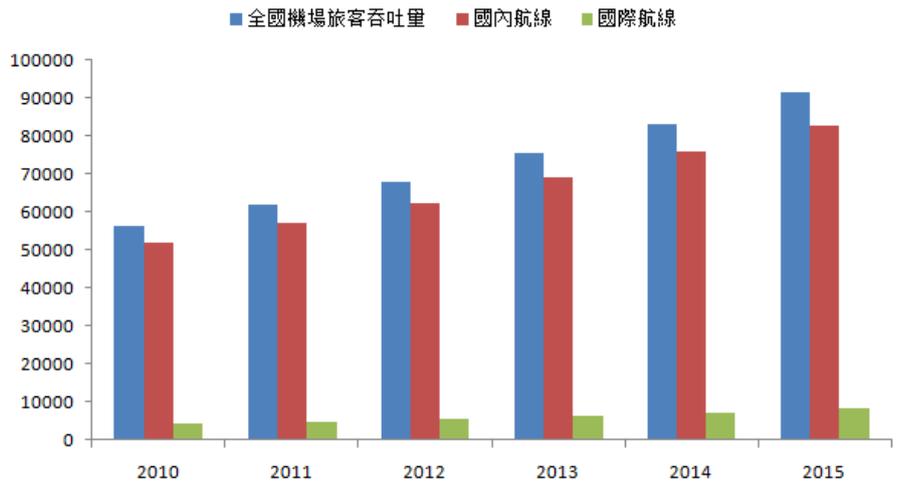




數據來源：wind 資訊，群益證券整理

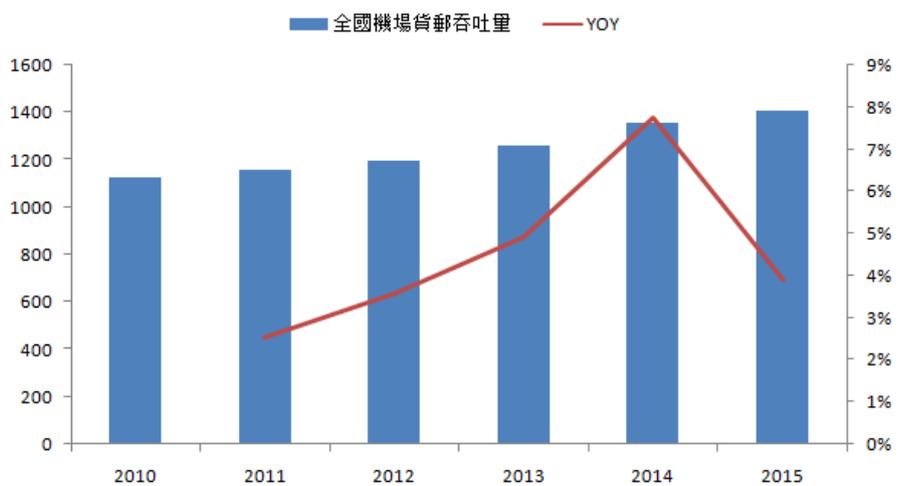
圖 2：民航機場旅客吞吐及同比增幅（單位：萬人次，%）

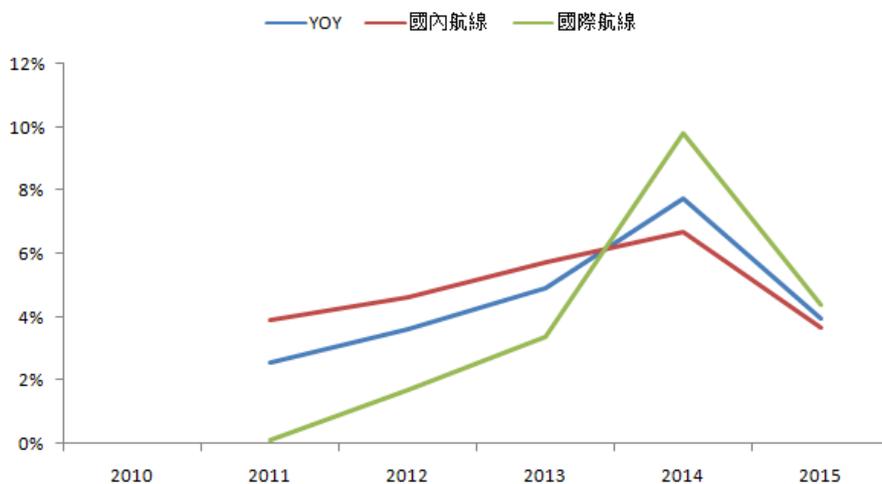
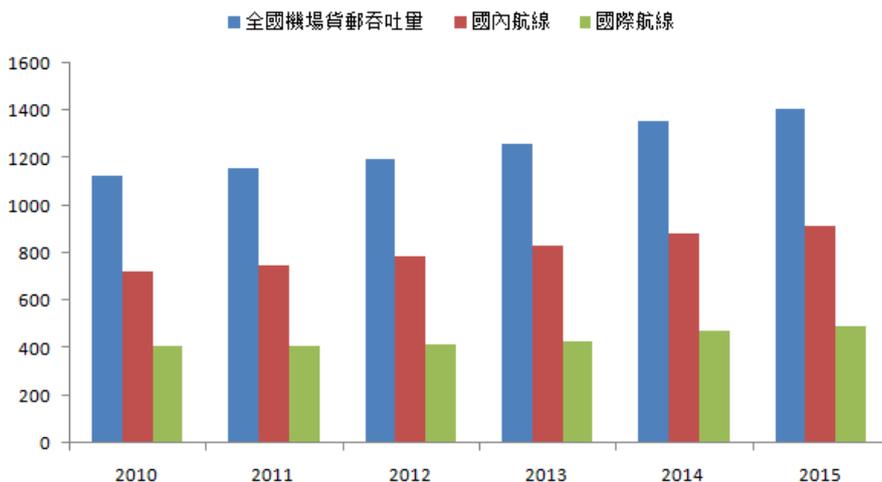




數據來源：wind 資訊，群益證券整理

圖 3：民航機場貨郵輸送量及同比增速（單位：萬噸，%）





數據來源：wind 資訊，群益證券整理

表 1：2015 年全國民航機場旅客輸送量排名前二十 (單位：人次，%)

機場名稱	名次	2015	2014	同比%
北京/首都	1	89939049	86128313	4.42
上海/浦東	2	60098073	51687894	16.27
廣州/白雲	3	55201915	54780346	0.77
成都/雙流	4	42239468	37675232	12.11
深圳/寶安	5	39721619	36272701	9.51
上海/虹橋	6	39090865	37971135	2.95
昆明/長水	7	37523098	32230883	16.42
西安/咸陽	8	32970215	29260755	12.68
重慶/江北	9	32402196	29264363	10.72
杭州/蕭山	10	28354435	25525862	11.08
廈門/高崎	11	21814244	20863786	4.56
南京/祿口	12	19163768	16283816	17.69
武漢/天河	13	18942038	17277104	9.64
長沙/黃花	14	18715278	18020501	3.86
烏魯木齊/地窩堡	15	18506463	16311140	13.46
青島/流亭	16	18202085	16411789	10.91
鄭州/新鄭	17	17297385	15805443	9.44
三亞/鳳凰	18	16191930	14942356	8.36

海口/美蘭	19	16167004	13853859	16.70
天津/濱海	20	14314322	12073041	18.56

數據來源：wind 資訊，群益證券整理

➤ 上海機場基本情況

◇ 逐步改善運能飽和、放行正常率問題

目前，國內機場普遍面臨著運力飽和的問題。上海同城浦東、虹橋兩機場都已是滿負荷運行；首都機場超負荷 800 萬人次；白雲機場更是連續五年超負荷運行；深圳機場在 2013 年新建成 T2 航站樓，目前運力尚能滿足需求，但兩年內也將達到甚至超過飽和。

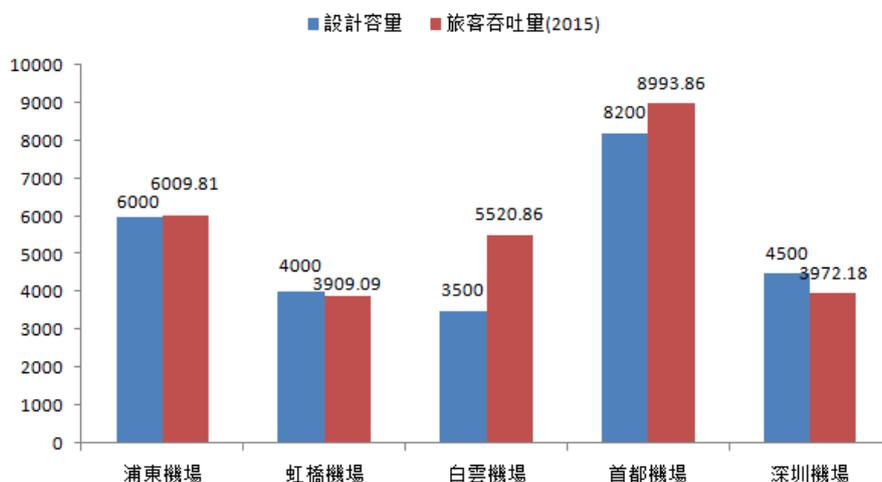
同時，隨著近兩年業務量的飛速增長，放行正常率偏低低的問題也凸現出來。自 2015 年 10 月開始民航局狠抓准點，重點監控全國 48 個主要機場的放行正常率，只要低於 70% 且在排名後三位，將被處以停止受理一個月加班、包機和新增航線航班申請的處罰。

此後至今浦東機場已經收到 4 張罰單，其中 2 次發生在今年；且由於 5 月 26 日機場控制區非法入侵事件，當月放行正常率僅為 69.73%，估計 7 月也將會受到處罰。不過我們預計罰單對全年業務的影響有限。2016 年 5 月浦東機場起降架次增長 5.22%，基本持平 4 月 5.20% 的增速；5 月旅客輸送量增長 6.68%，略低於 4 月 8.17% 的增速。

由於上海同時擁有兩大國際機場，空域資源緊張，飛行區滑行道路綫複雜。從 2015 年 10 月 30 日起，空中交通管理部門對在上海浦東和虹橋機場起飛降落的飛機開始實施目視間隔與目視進近運行模式，目的是縮小航班運行間隔，提高空中資源利用率，提升航班的正常率。

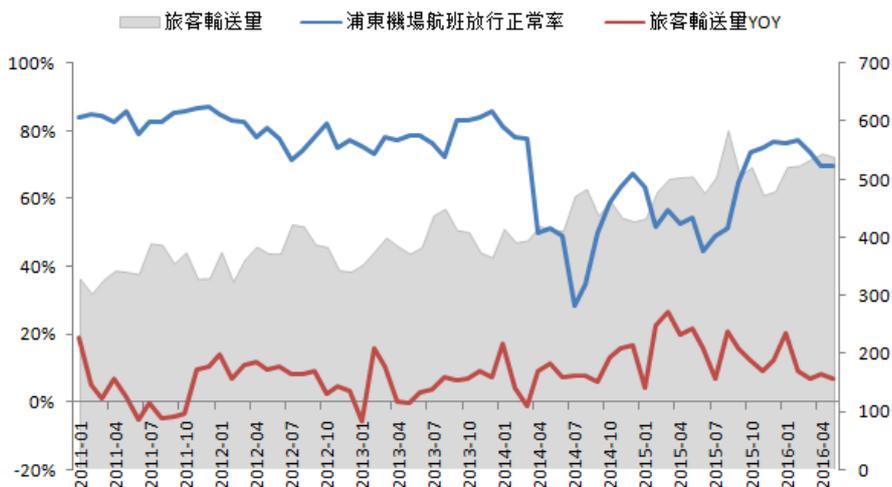
對於機場停機位不足、運量飽和等問題，浦東機場正積極的進行改造與擴建，預計 T1 航站樓改造完成能有所緩解，三期擴建工程以及飛行區下穿通道及 5 號機坪改造項目於 2019 年竣工後能積極改善。而且機場設計容量一般是保守估計的，通過機場內部空間管理，提升地面資源利用率，使得實際運行能夠超過設計容量。

圖 4：國內機場設計容量與實際運量對比（單位：萬人次）



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

圖 5：浦東機場放行正常率與旅客輸送量走勢對比（單位：%）



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

表 2：民航局下發浦東機場的罰單

	處罰日期	處罰原因
1	2015 年 10 月	2015 年 8 月放行正常率不符合要求
2	2015 年 11 月	2015 年 9 月放行正常率不符合要求
3	2016 年 5 月	2016 年 3 月放行正常率不符合要求
4	2016 年 6 月	2016 年 4 月放行正常率不符合要求

數據來源：wind 資訊，群益證券整理

◇ 改造與擴建提升發展空間

隨著迪士尼開園以及自貿區建設推進，浦東機場的供需不平衡將更加捉襟見肘，根據上海機場集團預測，遠期浦東機場至少需要 191 個客機位，近機位占比不低於 70%，改造擴建勢在必行。

浦東機場三期擴建工程已經在 2015 年內開工，預計于 2019 年竣工，作為主體工程的衛星廳，是世界上最大的單體衛星廳，工程建設目標是在 2025 年滿足 8000 萬人次的運行需求。

同時配套的飛行區下穿通道及 5 號機坪改造項目也在施工進行中，預計同年完成，增加停機位以及改善機場內通行效率。

T1 航站樓改造已于 2015 年竣工，并在 2016 年上半年全面投入使用，進一步提升運行效率，以滿足三期工程完工前機場業務量增長的需求。對機場進行改造與擴建有利于飛機起降通行效率，優化場地結構增加內部面積，改善運能飽和的局面，為未來業績增長提供空間。

表 3：浦東機場在建工程（2015 年報）（單位：百萬元）

項目名稱	預算數額	期初餘額	本期增加	轉入固定資產金額	期末餘額	工程進度
三期擴建工程	20100.00		245.80		245.80	1%
飛行區下穿通道及5號機坪改造項目	1903.00	54.00	349.20		403.20	20%
T1航站樓改造項目	1414.05	724.82	679.44	1404.26		100%
合計	23417.05	778.82	1274.44	1404.26	649.00	/

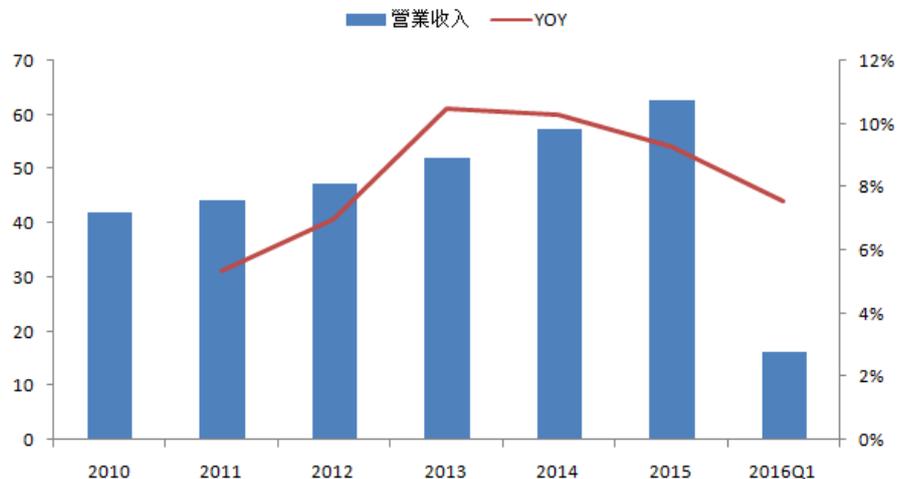
數據來源：wind 資訊，群益證券整理

◇ 收入構成

近年來，公司營業收入增長波動不大，受益于航空與非航業務穩定增長，營收增速基本保持在 10% 左右。2015 年上海機場完成營收 62.85 億元，同比增長 9.29%。進入 2016 年，由于運能已接近飽和，一季度業務量增速放緩，營收 YOY 有所下降，2016 年 Q1 營收 16.37 億元，同比增長 7.56%。預計 2016 全年營收在業務平穩增長的支持下仍能保持穩定的增速。

公司運營管理浦東國際機場，營業收入主要來源于三大部分：第一是航空業務收入，主要與飛機起降架次與旅客輸送量相關，占比為 51%；其次是非航業務收入，包括商業租賃收入，占比達到了 29%；和其他非航收入，占比為 20%，各項比例穩定，波動不大。

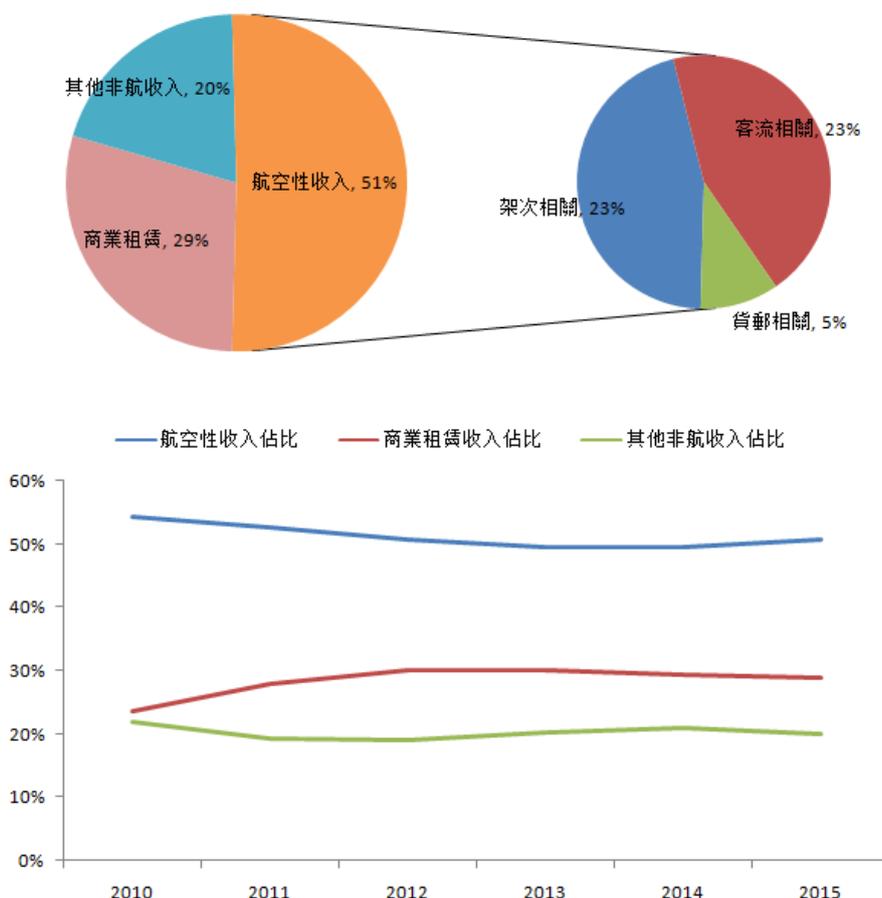
圖 6：上海機場營業收入及同比增幅（單位：億元，%）



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

圖 7：上海機場收入構成占比（單位：%）

2015年



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

◇ 業務量支撐航空性收入平穩增長

航空性收入占到了上海機場營收的半壁江山。對比全國與上海（浦東）機場的歷史數據不難發現，雖然 2011-2013 年上海機場業務增速低于行業水準，但此後公司業務量直線上升，增速趕超全國。

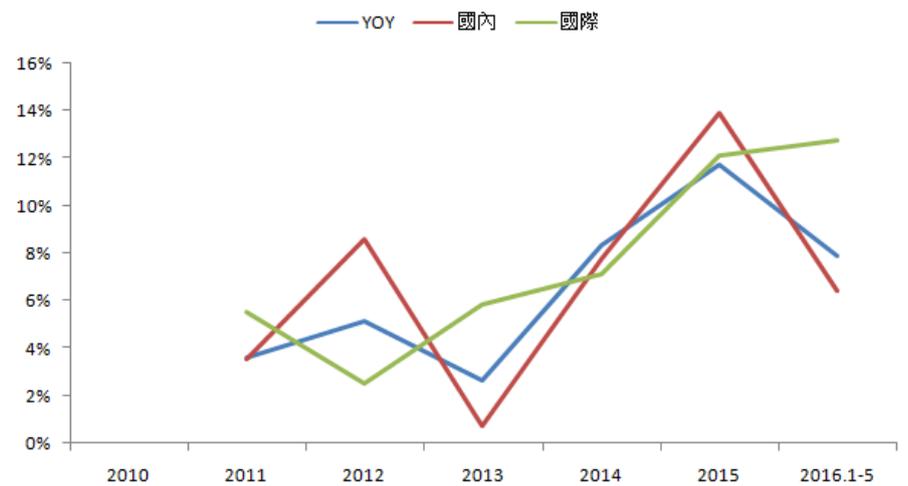
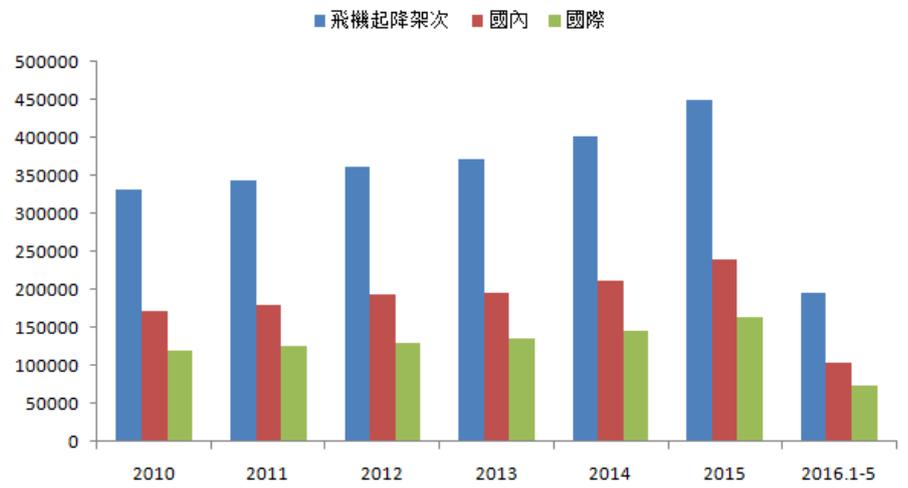
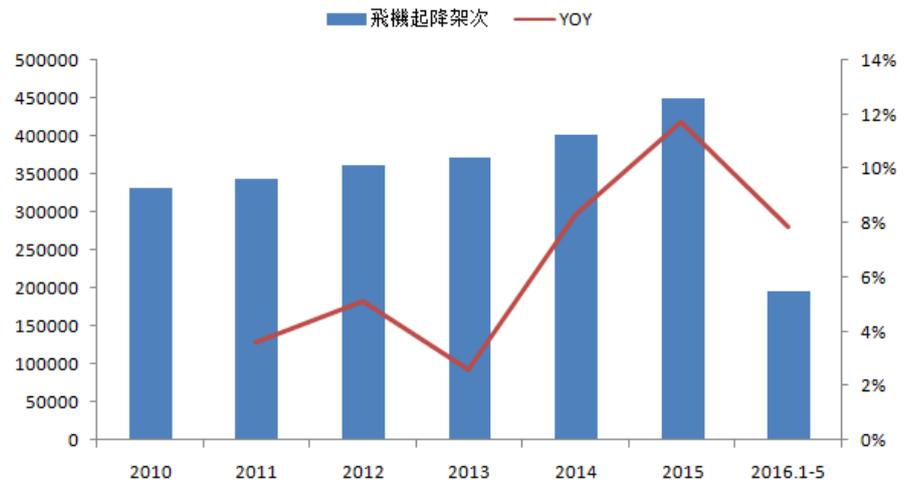
究其原因，是因為受到旅游需求旺盛，特別是近兩年出境游爆發式增長的大背景影響；加之浦東國際機場立足上海，面向亞太，區域特點就是國際業務繁忙，國際航班比例遠超行業。因此，國際航綫的高業務量以及高增長是支撐近幾年浦東機場整體業務加速增長的主要原因。

2015 年，公司航空性收入 31.95 億元，同比增幅達到了 12.07%；業務量方面，飛機起降 449171 架次，同比增長 11.71%，高于全國水準 4 個百分點，其中國際航綫增速為 12.13%；旅客輸送量首次突破 6 千萬人次大關達到了 6009.81 萬人次，同比增長 16.27%，高于全國 6 個百分點，其中國際航綫增速為 17.96%。

進入 2016 年，由于運能已處於飽和狀態，整體增幅有所收窄，2016 年 1-5 月飛機起降架次增速 7.84%，國際航綫增速同比增長 12.78%；旅客輸送量增速 9.96%，而國際航綫增幅為 15.48%。

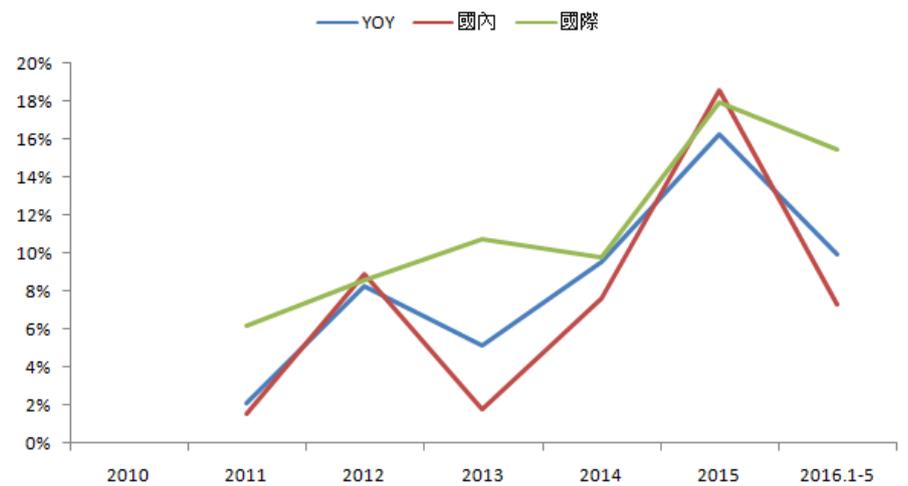
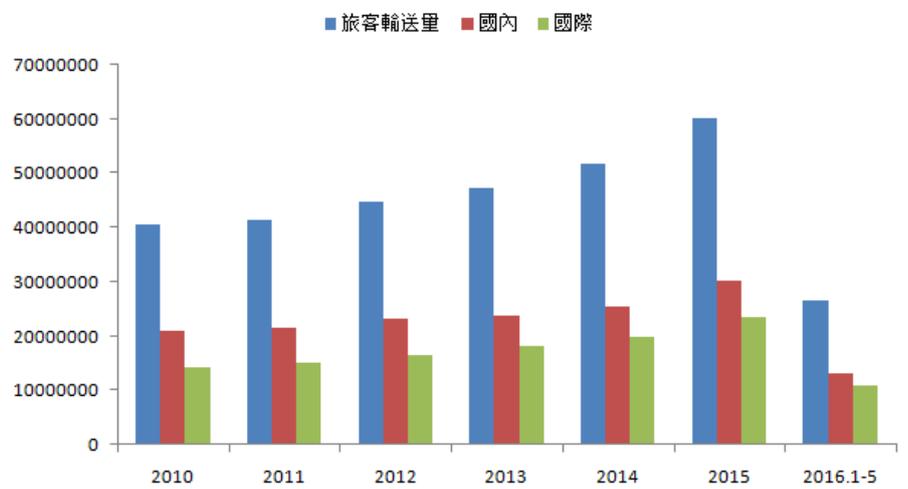
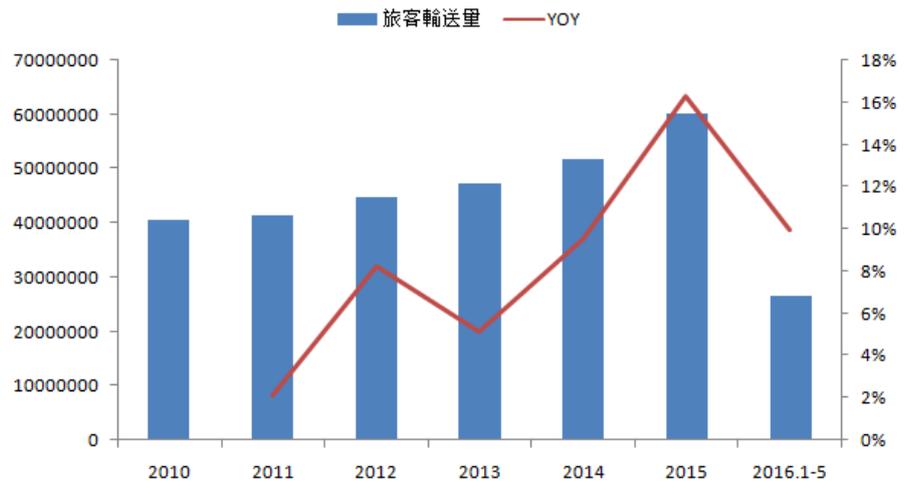
不過考慮到 T1 航站樓改造完成并已全面投入使用，目前出境游火熱且迪士尼已開園，預計 2016 全年業務量增速雖將有所放緩，但仍能保持平穩增長。

圖 8：浦東機場飛機起降架次及同比增幅（單位：架次，%）



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

圖 9：浦東機場旅客輸送量及同比增幅（單位：人次，%）



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

圖 10：公司航空性收入及同比增幅（單位：億元，%）



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

✧ 非航空性收入穩定增長

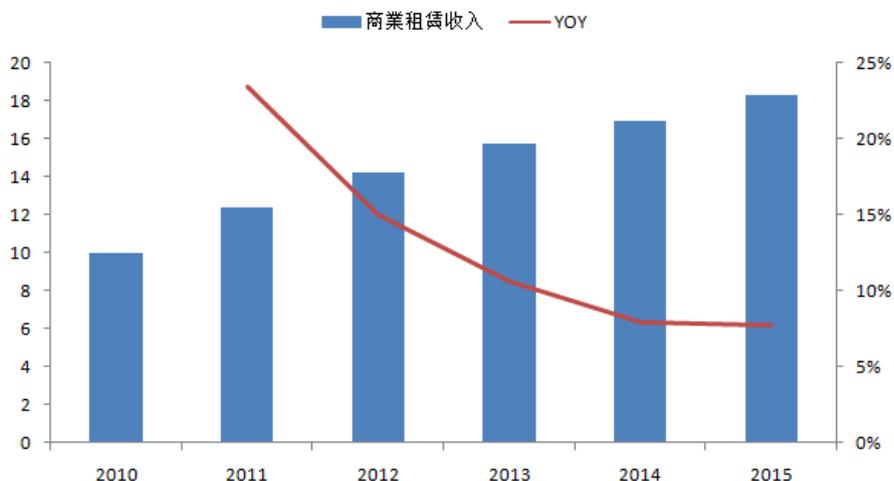
近年來，公司積極拓展非航業務，包括商業租賃收入（餐飲、零售、廣告等），和其他非航收入（航站樓內物業出租、停車服務、為地面代理公司提供地面設施服務等），兩者都主要與機場空間相關，在這裏我們一同分析。

從歷史數據中看，商業租賃收入逐年增長，2015 年達到了 18.28 億元，但增速却在漸漸放緩，2015 年同比增速僅為 7.72%，主要原因是受制于航站樓可用空間接近飽和；同時 T1 航站樓改造工程施工也造成了一定影響，近兩年人均商業收入稍有回落。

其他非航收入方面，2011-2013 年受飛機架次與旅客輸送量增長影響，其他非航收入穩定增長；隨後幾年場地利用飽和、T1 改造施工，導致增速放緩，2015 年增速為 4.93%。

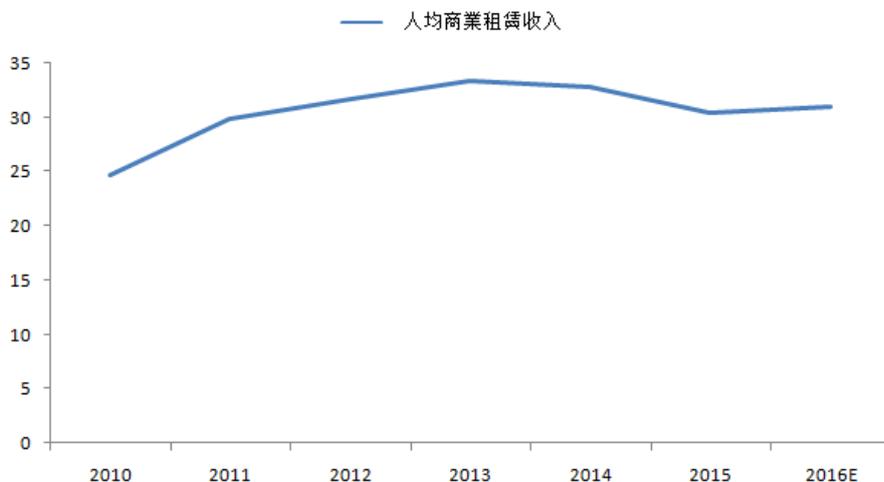
不過隨著工程竣工并于 2016 年上半年全面投入使用後，場地優化并且面積增加；出境游旺盛和迪士尼帶來客流增長；乃至三期擴建工程將於 2019 竣工，預計未來非航收入增速穩中有升。

圖 11：商業租賃收入及同比增幅（單位：億元，%）



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

圖 12：人均租賃收入（單位：元）



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

圖 13：其他非航收入及同比增幅（單位：億元，%）



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

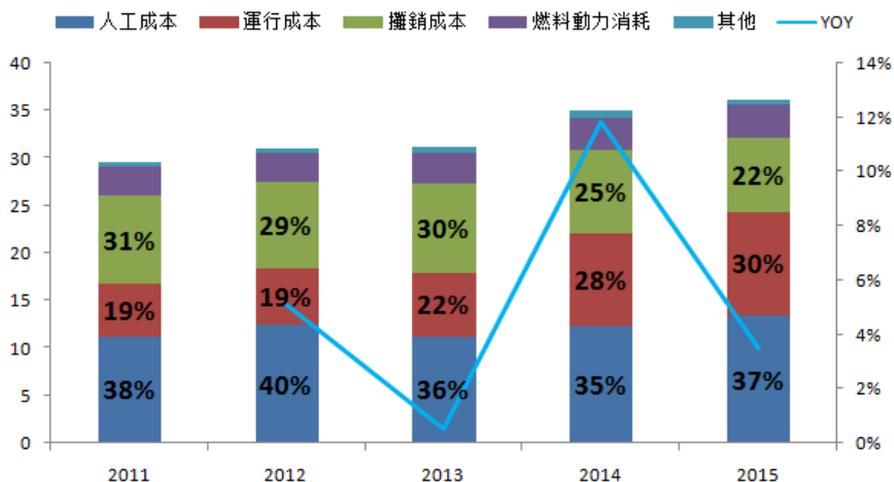
◇ 成本及費用

從主營成本看，人工成本、運行成本、攤銷成本是最主要的三大部分，合計構成了主營業務成本 90%；從比例變化看，這三項的波動也較大。

最近幾年人工成本變動不大，趨勢與人員變化保持一致，2015 年公司在職員工 5834 人，比上期增加 7 人；人工成本 13.44 億元，同比增長 8.4%；近年來公司業務量增速加快推動運行成本增加，占比超過了攤銷成本；而隨著部分二期固定資產折舊年限到期，折舊費用減少，攤銷成本逐年下降。

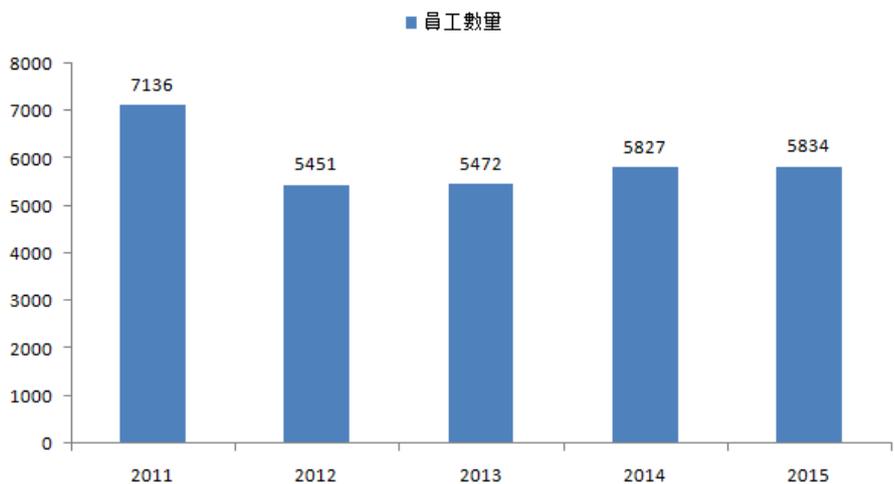
整體上總成本 YOY 基本保持在 5% 左右；而費用方面，公司每年各項費用率同樣也十分穩定。由於人員、費率等因素波動不大，預計將來成本會隨著業務量上升而穩定增長，出現大幅變動的可能性不大。

圖 14：上海機場主營成本、構成及變化（單位：，億元，%）



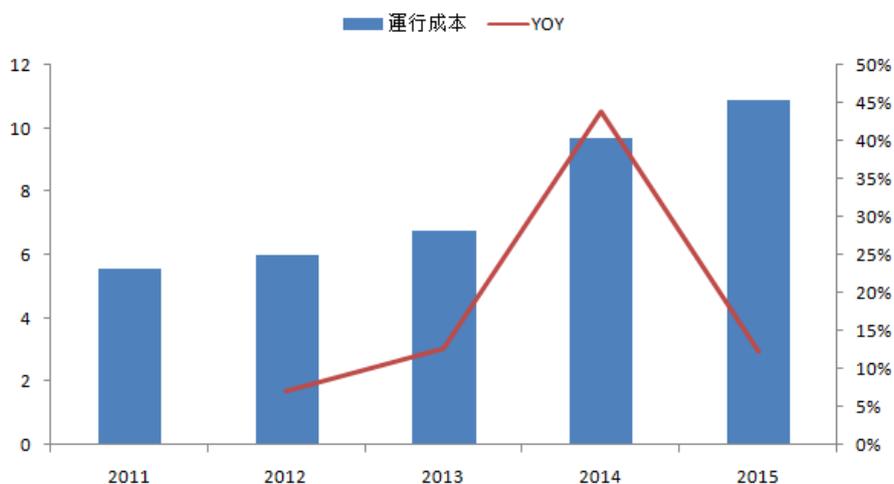
數據來源：wind 資訊，群益證券整理

圖 15：上海機場員工人數（單位：人）



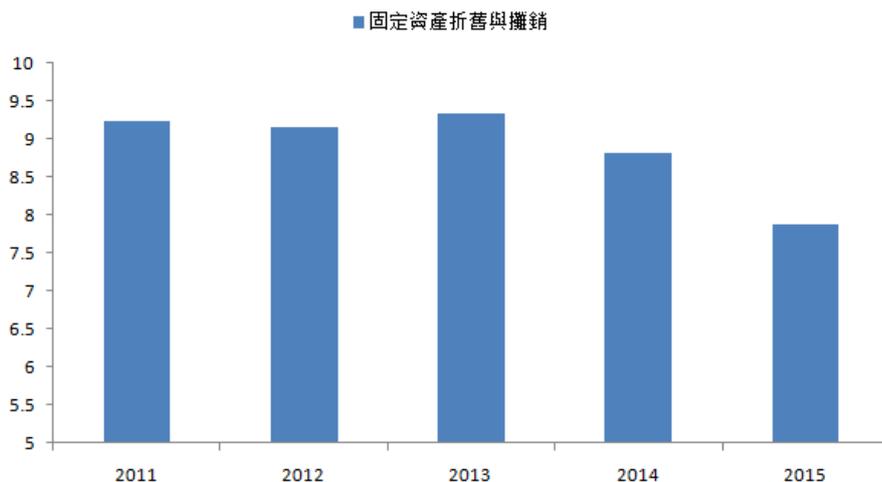
數據來源：wind 資訊，群益證券整理

圖 16：運行成本（單位：億元）



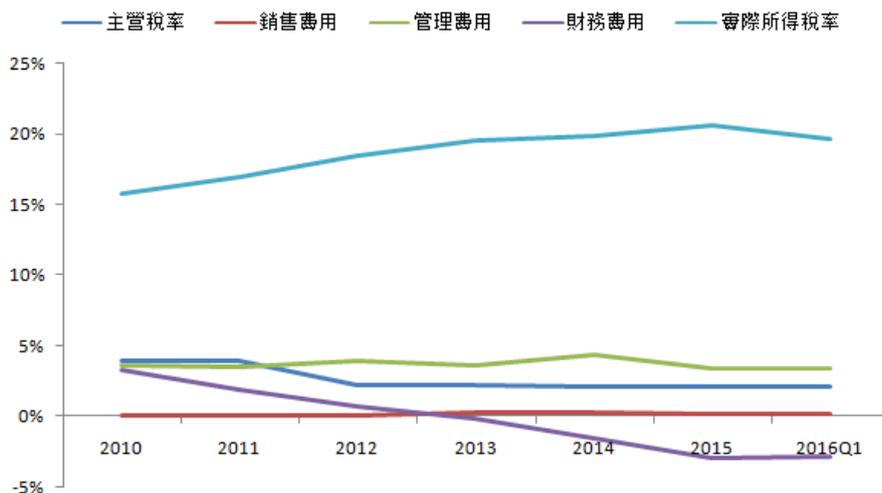
數據來源：wind 資訊，群益證券整理

圖 17：固定資產折舊與攤銷（單位：億元）



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

圖 18：各項費率（單位：%）



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

◇ 公司利潤穩定

機場向來是一個盈利相對穩定的行業，上海機場成本、費用波動都不大，毛利潤走勢基本與營收一致，毛利率從 39% 增長至 46%；淨利潤方面穩定增長，2015 年上海機場實現歸母淨利潤 25.31 億元，同比增長 20.8%，淨利率從 30% 逐年穩步攀升至 40%。

2016 年一季度，由於上年同期收到跨境應稅服務增值稅清算退稅款，以及本期幫扶資金支出增加，因而營業外收入相比去年同期大幅減少而營業外支出大幅增加，導致 2016 年 Q1 淨利潤增速大幅收窄至 2.15%。

不過此次營業外收入支出變化並非經常性項目，預計不會影響未來盈利保持穩定增長的趨勢。

圖 19：毛利潤與淨利潤（單位：億元，%）



數據來源：wind 資訊，群益證券整理

表 4：2016 年一季度營業外收入支出

單位：元	2016Q1	2015Q1	YOY
營業外收入	161,497.00	54,327,711.72	-99.70%
營業外支出	215,921.98	52,500.00	311.28%

數據來源：wind 資訊，群益證券整理

➤ 迪士尼助力航空/非航業務

上海迪士尼樂園（一期）將於 2016 年 6 月 16 日正式開園，參照同處亞洲的其他兩個迪士尼樂園數據，日本東京迪士尼首年度就創下了 1036 萬人次的客流記錄，考慮到上海迪士尼面積和腹地人口均優於東京迪士尼，預計上海迪士尼首年度客流可達到 2000 萬人次，遠期 3-5 年有望達到 3500-5000 萬人次。

浦東國際機場立足上海，將直接受益於迪士尼帶來的客流增長，根據上海世博會經驗，世博會帶來新增航空客流約占入園人數的 15%，由此預計僅迪士尼因素便可為浦東機場 2016 年業績帶來 3% 的旅客增長；此外，隨著 T1 航站樓改造工程竣工并全面投入使用，樂園開園將同時增益於航空性與非航業務。

表 5：亞洲各迪士尼樂園面積及客流量對比

	上海迪士尼	東京迪士尼	香港迪士尼

總面積(公頃)	390(一期)	200	126
首年度客流(萬人次)	2000(E)	1036	520

數據來源：wind 資訊，群益證券整理

➤ 盈利預測

綜合考慮以上的分析，我們假設上海機場在 2016 年：

- 受益于出境游需求旺盛、迪士尼開園、T1 航站樓改造完成場地優化，同時運能飽和、放行正常率不良但正逐漸改善，飛機起降架次增速為 10%，旅客輸送量增速為 13%；人均商業租賃收入將由 30.4 元/人次增長至 31 元/人次；

基于以上假設，我們預計公司 2016 年將實現淨利潤 28.15 億元，同比增長 11.21%，EPS 為 1.46 元，對應 A 股 P/E 為 18 倍，給予買入的投資建議。

➤ 風險提示

油價大幅上漲：油價超預期上漲將大幅增加航空公司運行成本，抑制其運力投放意願，對機場業績不利。

預期報酬(Expected Return ; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER \geq 30%)；買入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
營業額	4720	5215	5751	6285	6988	7595
經營成本	2930	2923	3234	3398	3675	3995
毛利	1791	2292	2517	2888	3312	3600
營業稅金及附加	105	116	124	133	149	163
銷售費用	0	16	15	12	14	19
管理費用	185	190	252	211	245	266
財務費用	35	-6	-88	-185	-175	-152
資產減值損失	0	0	1	0	1	1
投資收益	591	536	592	608	620	630
營業利潤	2057	2511	2806	3325	3699	3934
稅前利潤	2106	2515	2806	3380	3707	3936
所得稅	388	492	556	696	741	787
少數股東權益	137	150	155	153	150	152
淨利潤	1581	1873	2096	2531	2815	2997

附二：合并資產負債表

百萬元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
貨幣資金	4796	6676	8960	10414	11855	12494
存貨	19	18	19	20	21	22
應收帳款	812	778	864	890	934	981
流動資產合計	5712	7608	9981	11634	13510	14197
長期投資淨額	1779	1796	1832	2340	2457	2580
固定資產合計	13697	13310	13034	14006	14706	15441
在建工程	312	635	891	793	832	874
無形資產及其他資產合計	359	349	341	336	353	370
資產總計	19409	20918	23015	25639	31926	33489
流動負債合計	862	1174	1691	2439	5785	4220
長期負債合計	2494	2497	2498	2503	2628	2759
負債合計	3356	3671	4190	4942	8413	6979
少數股東權益	268	302	363	378	397	417
股東權益合計	16053	17247	18825	20698	23513	26510
負債和股東權益總計	19409	20918	23015	25639	31926	33489

附三：合并現金流量表

百萬元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
經營活動產生的現金流量淨額	2182	2849	2981	3207	2566	1540
投資活動產生的現金流量淨額	484	-10	105	-826	-661	-529
籌資活動產生的現金流量淨額	-1286	-959	-802	-928	-464	-371
現金及現金等價物淨增加額	1381	1880	2284	1454	1441	640

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。