

中國：醫療保健供應商與服務
2016 年 10 月 31 日
投資建議：
買進 (維持評等)

 目標價隱含漲/跌幅：**16.8%**

 日期 **2016/10/28**

收盤價	RMB19.69
十二個月目標價	RMB23.00
前次目標價	RMB24.00
上海 A 股指數	3,250.2

資訊更新：

- ▶ 上海醫藥 2016 年第三季每股盈餘人民幣 0.27 元，較本中心預估低約 18%，但大致符合市場預期。
- ▶ 本中心 2016/17 年每股盈餘估值下修 4.7%/4%至人民幣 1.22/1.43 元，目標價由人民幣 24 元調降至人民幣 23 元。

本中心觀點：

- ▶ 重申買進評等，係因我們認為上海醫藥將受惠於產業整併，也因本中心看好其積極擴張策略。

公司簡介：上海醫藥主要從事 1) 醫藥分銷、存儲和物流；2) 醫藥產品研發、生產和銷售；以及 3) 零售店的運營。

股價相對上海 A 股指數表現


市值	RMB51,469.4 百萬元
六個月平均日成交量	RMB148.6 百萬元
總股本股數 (百萬股)	2,688.9
流通 A 股股數比例	71.5%
自由流通股數比例	39.4%
大股東；持股比例	上海醫藥集團有限公司, 27.8%
淨負債比率 (2016F)	1.2%
每股淨值 (2016F)	RMB11.95
股價淨值比 (2016F)	1.65 倍

簡明損益表 (RMB 百萬元)

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
營業收入	105,517	122,138	140,440	162,476
營業利益 **	4,219	4,933	5,980	7,330
稅後純益 *	2,877	3,280	3,840	4,364
每股盈餘 (元)	1.07	1.22	1.43	1.62
每股盈餘年增率 (%)	11.0	13.6	17.5	13.6
每股股利 (元)	0.33	0.38	0.45	0.51
本益比 (倍)	18.4	16.2	13.8	12.1
殖利率 (%)	1.7	1.9	2.3	2.6
股東權益報酬率 (%)	9.6	10.2	10.8	11.1

* 歸屬母公司稅後純益

** 經研究員調整

報告分析師：

李 珮菁	
+886 2 35187984	Peggy.Lee@yuanta.com

以下研究人員對本報告有重大貢獻：

劉 柏毅	
+886 2 3518 7949	eddie.liu@yuanta.com

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

上海醫藥 (601607 CH)

分銷業務成長迅速；受惠於產業整併

重申買進評等，目標價下修至人民幣 23 元：上海醫藥 2016 年第三季每股盈餘為人民幣 0.27 元，年增 13%，大致符合市場預期，但較本中心預估低約 18%，係產品組合變動及毛利率縮減所致。該公司 2016 年第三季分銷業務 (毛利率 5.7%) 年增 13.4% 優於本中心預期，也優於製造業務 (毛利率約 51%) 同期 6.7% 的年成長表現。本中心 2016/17 年每股盈餘估值下修 4.7%/4% 至人民幣 1.22/1.43 元，目標價調降至人民幣 23 元，係以 16 倍 (不變) 2017 年預估每股盈餘推得。本中心仍看好該公司，係因其在醫藥分銷產業享有領導地位，我們也認為該公司將受惠於產業整併以及積極擴張至新領域和開發線上業務等舉措。

醫藥產業整併：中國政府近期頒布兩項新政策：1) 兩票制；和 2) 一致性評價政策，目的在於降低高藥價及改善學名藥品質。上述政策也將促使淘汰某些小型處方藥銷售代理商及中國未經認證的製藥公司。上海醫藥在中國享有領導地位，將受惠於上述政策，市佔率可望擴增。

本中心看好上海醫藥積極擴張策略：在 O2O 業務方面，上海醫藥與京東商城、丁香醫生和萬達信息合作，透過線上系統加速擴張藥品分銷業務。該公司也擁有全中國最大的 DTP (藥品直送) 平台，可將藥品直接送到慢性病患者家中，並促進病患與醫師溝通。該公司 2016 年第三季收購 Vitaco Holdings/哈爾濱洋浦瑜華醫藥/雲南上藥醫藥 60%/60%/70% 的股權，以將事業版圖擴大至新領域。

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。

財務預估與股票評價

財務預估與股票評價

上海醫藥 2016 年第三季每股盈餘為人民幣 0.27 元，年增 13%，大致符合市場預期，但較本中心預估低約 18%，係產品組合變動及毛利率縮減所致。該公司 2016 年第三季分銷業務營收達人民幣 280 億元，年增 13.4% (高於本中心預估)，毛利率為 5.7%；製造業務營收為人民幣 31 億元，年增 6.7%，毛利率 50.8%；零售業務營收為人民幣 12 億元，年減 27%、季增 1.0%，毛利率 14.4%。公司分銷業務表現優於預期但製造業務成長放緩致使毛利率縮減。

2016 年第三季每股盈餘為人民幣 0.27 元，較本中心預估低 18%，主要是產品組合變動及毛利率縮減所致。

圖 1：2016 年第三季財報比較表

人民幣百萬元	實際值	元大預估	差異(%)	市場預估	差異(%)	季增率(%)	年增率(%)
營業收入	30,822	32,209	-4%	31,925	-3%	1%	10%
營業毛利	3,561	3,890	-8%	3,863	-8%	-3%	11%
營業利益	1,126	1,388	-19%	1,388	-19%	-13%	8%
稅前純益	1,135	1,308	-13%	1,258	-10%	-12%	10%
稅後純益	725	886	-18%	793	-9%	-14%	12%
每股盈餘(人民幣)	0.27	0.33	-18%	0.29	-5%	-13%	13%
重要比率	實際值	元大預估	差異(百分點)	市場預估	差異(百分點)	季增率(百分點)	年增率(百分點)
營業毛利率	11.6%	12.1%	-0.5	12.1%	-0.5	-0.5	0.1
營業利益率	3.7%	4.3%	-0.7	4.3%	-0.7	-0.6	-0.1
稅前純益率	3.7%	4.1%	-0.4	3.9%	-0.3	-0.6	0.0
稅後純益率	2.4%	2.8%	-0.4	2.5%	-0.1	-0.4	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧

我們維持目標本益比 16 倍 (基於 2017 年預估每股盈餘)，將目標價由人民幣 24 元調降至人民幣 23 元。

本中心將 2016/17 年預估每股盈餘下修 4.7%/4% 至人民幣 1.22/1.43 元，對公司毛利率展望持較為保守看法。上海醫藥本益比通常在 13-18 倍之間；我們維持目標本益比 16 倍 (基於 2017 年預估每股盈餘)，將目標價由人民幣 24 元調降至人民幣 23 元。

圖 2：財務預估調整

人民幣百萬元	4Q16 估			2016 估			2017 估		
	調整後	調整前	差異 (%)	調整後	調整前	差異 (%)	調整後	調整前	差異 (%)
營業收入	31,621	31,572	0.2%	122,138	123,476	-1.1%	140,440	142,959	-1.8%
營業毛利	3,819	3,813	0.2%	14,592	14,915	-2.2%	16,817	17,306	-2.8%
營業利益	1,295	1,247	3.8%	4,933	5,147	-4.2%	5,980	6,534	-8.5%
稅前純益	1,227	1,249	-1.8%	5,094	5,289	-3.7%	5,940	6,344	-6.4%
稅後純益	823	845	-2.6%	3,280	3,463	-5.3%	3,840	4,036	-4.8%
每股盈餘(人民幣)	0.31	0.31	0.0%	1.22	1.28	-4.7%	1.44	1.50	-4.0%
營業毛利率	12.1%	12.1%	0.0	11.9%	12.1%	-0.1	12.0%	12.1%	-0.1
營業利益率	4.1%	4.0%	0.1	4.0%	4.2%	-0.1	4.3%	4.6%	-0.3
稅後純益率	2.6%	2.7%	-0.1	2.7%	2.8%	-0.1	2.7%	2.8%	-0.1

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	每股盈餘			本益比(倍)			股東權益報酬率(%)		
					2015A	2016F	2017F	2015A	2016F	2017F	2015A	2016F	2017F
上海醫藥	601607 CH	買進 (維持不變)	RMB19.69	7,575.6	1.07	1.22	1.43	18.4	16.2	13.8	11.03	13.63	17.48
國內同業													
康美藥業	600518 CH	未評等	17.0	12,411	0.62	0.69	0.84	27.3	24.8	20.3	19.8	10.0	22.3
複星醫藥	600196 CH	未評等	23.6	7,928	1.07	1.25	1.43	22.1	18.9	16.5	16.3	17.0	14.3
同仁堂	600085 CH	未評等	31.6	6,400	0.65	0.73	0.82	49.1	43.1	38.5	10.8	13.8	12.0
九州島通-A	600998 CH	未評等	8.3	3,345	0.48	0.46	0.49	17.4	18.1	17.2	6.7	-3.8	5.4
華東醫藥	000963 CH	未評等	73.0	5,232	2.53	2.89	3.64	28.8	25.2	20.0	45.4	14.3	25.9
華潤三九	000999 CH	未評等	26.3	3,801	1.28	1.36	1.56	20.6	19.4	16.9	20.8	6.3	14.3
平均值								27.6	24.9	21.6	20.0	9.6	15.7

資料來源：公司資料、元大投顧、Bloomberg

註：每股盈餘以當地貨幣計量

圖 4：同業評價比較表(續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			EV/EBITDA			股價淨值比(倍)		
					2015A	2016F	2017F	2015A	2016F	2017F	2015A	2016F	2017F
上海醫藥	601607 CH	買進 (維持不變)	RMB19.69	7,575.6	9.6	10.2	10.8	12.9	11.7	10.5	1.8	1.6	1.5
國內同業													
康美藥業	600518 CH	未評等	17.0	12,411	18.7	12.6	12.7	18.4	15.8	13.5	3.6	2.7	2.5
複星醫藥	600196 CH	未評等	23.6	7,928	14.2	14.8	15.0	19.1	26.0	22.4	7.8	2.6	2.3
同仁堂	600085 CH	未評等	31.6	6,400	13.9	13.2	12.0	31.9	19.9	18.1	5.2	5.5	5.0
九州島通-A	600998 CH	未評等	8.3	3,345	9.1	8.2	8.4	12.9	NA	NA	5.4	NA	NA
華東醫藥	000963 CH	未評等	73.0	5,232	41.9	24.1	25.1	22.3	16.2	13.9	6.8	5.3	4.8
華潤三九	000999 CH	未評等	26.3	3,801	17.4	15.6	15.4	17.9	13.9	12.7	7.7	2.9	2.5
平均值					19.2	14.8	14.8	20.4	18.4	16.1	6.1	3.8	3.4

資料來源：公司資料、元大投顧、Bloomberg

圖 5：上海醫藥 - 季度及年度簡明損益表(合併)

(人民幣 百萬)	1Q2016A	2Q2016A	3Q2016A	4Q2016F	FY2016F	1Q2017F	2Q2017F	3Q2017F	4Q2017F	FY2017F
營業收入	29,276	30,420	30,822	31,621	122,138	33,696	34,540	35,804	36,400	140,440
銷貨成本	(25,732)	(26,752)	(27,261)	(27,802)	(107,547)	(29,593)	(30,368)	(31,658)	(32,004)	(123,623)
營業毛利	3,544	3,668	3,561	3,819	14,592	4,104	4,172	4,145	4,396	16,817
營業費用	(2,328)	(2,371)	(2,435)	(2,524)	(9,659)	(2,578)	(2,596)	(2,803)	(2,859)	(10,837)
營業利益	1,216	1,297	1,126	1,295	4,933	1,525	1,575	1,342	1,537	5,980
業外利益	226	(7)	10	(68)	162	60	(40)	(60)	0	(40)
稅前純益	1,442	1,290	1,135	1,227	5,094	1,585	1,535	1,282	1,537	5,940
少數股東權益	(297)	(221)	(196)	(132)	(846)	(273)	(245)	(200)	(251)	(969)
所得稅費用	(256)	(225)	(215)	(272)	(968)	(272)	(280)	(255)	(323)	(1,130)
歸屬母公司稅後純益	889	843	725	823	3,280	1,040	1,010	827	963	3,840
每股盈餘(依加權稀釋股數)(人民幣)	0.33	0.31	0.27	0.31	1.22	0.39	0.38	0.31	0.36	1.43
加權平均股數	2,689	2,689	2,689	2,689	2,698	2,689	2,689	2,689	2,689	2,689
重要比率										
營業毛利率	12.1%	12.1%	11.6%	12.1%	11.9%	12.2%	12.1%	11.6%	12.1%	12.0%
營業利益率	4.2%	4.3%	3.7%	4.1%	4.0%	4.5%	4.6%	3.7%	4.2%	4.3%
稅前純益率	4.9%	4.2%	3.7%	3.9%	4.2%	4.7%	4.4%	3.6%	4.2%	4.2%
有效所得稅率	17.8%	17.5%	18.9%	22.2%	19.0%	17.1%	18.3%	19.9%	21.0%	19.0%
季增率(%)										
營業收入	10.6%	3.9%	1.3%	2.6%	15.8%	6.6%	2.5%	3.7%	1.7%	15.0%
營業利益	27.5%	6.6%	(13.2%)	15.0%	16.9%	17.8%	3.3%	(14.8%)	14.6%	21.2%
稅後純益率	27.4%	(5.2%)	(14.0%)	13.6%	14.0%	26.4%	(2.9%)	(18.2%)	16.6%	17.1%
每股盈餘	27.39%	(5.21%)	(14.04%)	13.57%	13.63%	26.41%	(2.91%)	(18.16%)	16.55%	17.48%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

註：標“A”為元大投顧彙整之歷史資料

圖 6：上海醫藥 - 12 個月預期本益比區間



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：上海醫藥 - 12 個月預期股價淨值比區間



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)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
現金與短期投資	11,191	11,279	11,244	9,788	10,050
存貨	13,088	15,091	15,484	18,115	18,032
應收帳款及票據	21,408	25,348	30,924	33,607	36,827
其他流動資產	2,972	3,868	3,663	3,663	3,663
流動資產	48,658	55,585	61,315	65,173	68,571
長期投資	2,746	3,637	4,011	4,291	4,511
固定資產	4,361	4,952	5,210	6,150	7,590
什項資產	8,576	10,171	10,837	10,837	10,837
其他資產	15,682	18,759	20,058	21,278	22,938
資產總額	64,341	74,344	81,372	86,450	91,509
應付帳款及票據	20,436	24,437	26,945	28,386	29,170
短期借款	7,932	10,389	9,569	10,049	10,529
什項負債	3,634	4,600	5,068	5,068	5,068
流動負債	32,003	39,427	41,582	43,503	44,767
長期借款	105	93	2,105	2,105	2,105
其他負債及準備	1,133	1,016	1,090	1,090	1,090
長期負債	1,239	1,110	3,194	3,194	3,194
負債總額	33,241	40,536	44,776	46,697	47,962
股本	2,689	2,689	2,689	2,689	2,689
資本公積	14,152	14,146	14,203	14,203	14,203
保留盈餘	10,968	13,060	15,329	18,498	22,324
換算調整數	13	35	29	16	(15)
歸屬母公司之權益	27,822	29,930	32,250	35,407	39,201
少數股權	3,277	3,878	4,346	4,346	4,346
股東權益總額	31,099	33,808	36,596	39,753	43,547

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)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
本期純益	3,221	3,628	4,126	4,810	5,746
折舊及攤提	978	0	0	0	0
本期營運資金變動	(160)	(497)	3,115	(3,873)	(2,353)
其他營業資產	(2,474)	(1,518)	(5,652)	244	495
營運活動之現金流量	1,565	1,613	1,589	1,181	3,888
資本支出	(1,291)	(1,720)	(1,636)	(940)	(1,440)
本期長期投資變動	(27)	891	374	280	220
其他資產變動	(526)	(1,080)	585	(500)	(345)
投資活動之現金流量	(1,845)	(1,909)	(677)	(1,160)	(1,565)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	2,015	2,445	1,191	480	480
其他調整數	(2,963)	(1,808)	(1,919)	(1,700)	(2,280)
融資活動之現金流量	(949)	636	(729)	(1,220)	(1,800)
本期產生現金流量	(1,226)	351	184	(1,189)	549
自由現金流量	(280)	(296)	912	21	2,323

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
營業收入	92,399	105,517	122,138	140,440	162,476
銷貨成本	(80,994)	(92,715)	(107,547)	(123,623)	(143,062)
營業毛利	11,405	12,801	14,592	16,817	19,414
營業費用	(7,781)	(8,582)	(9,659)	(10,837)	(12,084)
營業利益	3,624	4,219	4,933	5,980	7,330
利息收入	0	0	0	0	0
利息費用	(436)	(565)	(579)	(600)	(660)
利息收入淨額	(436)	(565)	(579)	(600)	(660)
投資利益(損失)淨額	595	647	713	640	640
其他業外收入(支出)淨額	246	135	27	(80)	(180)
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前純益	4,029	4,436	5,094	5,940	7,130
所得稅費用	(808)	(807)	(968)	(1,130)	(1,384)
稅後純益	3,221	3,628	4,126	4,810	5,746
少數股權淨利	(630)	(751)	(846)	(969)	(1,382)
歸屬母公司之淨利	2,591	2,877	3,280	3,840	4,364
稅前息前折舊攤銷前淨利	4,601	4,219	4,933	5,980	7,330
每股盈餘 (RMB)	0.96	1.07	1.22	1.43	1.62
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	0.96	1.07	1.22	1.43	1.623

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	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
年成長率 (%)					
營業收入	18.1	14.2	15.8	15.0	15.7
營業利益	16.6	16.4	16.9	21.2	22.6
稅前息前折舊攤銷前淨	24.1	(8.3)	16.9	21.2	22.6
稅後純益	15.5	11.0	14.0	17.1	13.6
每股盈餘	15.52	11.03	13.63	17.48	13.64
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	12.3	12.1	11.9	12.0	11.9
營業利益率	3.9	4.0	4.0	4.3	4.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	5.0	4.0	4.0	4.3	4.5
稅後純益率	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
資產報酬率	5.3	5.2	5.3	5.7	6.5
股東權益報酬率	9.3	9.6	10.2	10.8	11.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	25.8	31.0	31.9	30.6	29.0
淨負債比率 (%)	(10.1)	(2.4)	1.2	6.0	5.9
利息保障倍數 (倍)	10.2	8.9	9.8	10.9	11.8
利息及短期債	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
現金流量對利息保障倍數 (倍)	3.6	2.9	2.7	2.0	5.9
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	0.2	0.1	0.2	0.1	0.3
流動比率 (倍)	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
速動比率 (倍)	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
淨負債 (百萬元)	(3,153.1)	(796.01)	429.52	2,365.31	2,583.52
每股淨值 ()	10.35	11.13	11.95	13.17	14.58
評價指標 (倍)					
本益比	20.4	18.4	16.2	13.8	12.1
股價自由現金流量比	(189.3)	(178.9)	58.3	2,511.8	22.8
股價淨值比	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	11.5	12.5	10.8	8.9	7.2
股價營收比	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3

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。

上海醫藥 (601607 CH) - 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	2014/10/26	14.03	18.20	18.20	買進	吳永泰
2	2015/04/20	24.52	30.00	30.00	買進	李珮菁
3	2015/09/01	18.75	26.00	26.00	買進	李珮菁
4	2015/10/30	19.37	23.00	23.00	買進	李珮菁
5	2016/03/21	16.82	20.00	20.00	買進	李珮菁
6	2016/08/29	20.74	24.00	24.00	買進	李珮菁
7	2016/10/31	19.69	23.00	23.00	買進	李珮菁

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	161	33%
持有-超越同業	114	23%
持有-落後同業	38	8%
賣出	6	1%
評估中	169	34%
限制評等	4	1%
總計：	492	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購。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
香港夏慤道 18 號
海富中心 1 座 23 樓