

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅  
人民币 26.62 人民币 33.20 +24.7%

2023 年 8 月 30 日

## 伊利股份 (600887 CH)

鲜奶增长 100%，冰淇淋增长 26%，在疲弱环境中成为亮点

- ④ **23年上半年业绩略低于预期：**伊利 2023年上半年销售额/净利润分别同比增长 4.3% 和 2.8%，至 661.97 亿元 /63.05 亿人民币（比市场预期低 1%/5%）。由于 1 季度人民币汇率变动的负面影响和低利润的成人配方奶粉的收入贡献提升，核心毛利率在上半年下降 34 个基点（1 季度降 60 个基点，2 季度持平），但被原奶价格下降约 5% 所抵消。由于研发费用减少，经营费用率下降 60 个基点至 22.1%，净利润率则维持 9.5%（同比下降 14 个基点）。液态奶/奶粉/冰淇淋/其他产品（如瓶装水）的销售额在 23 年上半年的同比增速分别为 -1%/12%/26%/55%。
- ④ **液态奶（占销售额 65%）：**鲜奶同比增长 100%，常温白奶 2 季度恢复正增长，常温酸奶疲软：液态奶在 2 季度恢复增长（2023 年上半年销售额同比 -1.1%，1 季度/2 季度同比 -2.6%/+0.5%）。上半年常温白奶同比增长 4.6%，旗舰品牌金典增长更快，低温业务（鲜奶、酸奶）表现良好，其中金典鲜奶同比翻倍。但常温酸奶和乳饮料则较为疲软。尽管原奶供过于求，但伊利认为零售的定价环境趋于理性，帮助毛利率提高 10 个基点至 30.1%。
- ④ **奶粉（占销售额 21%）：**在艰难的市场环境中获得份额，23 年下半年将有所改善：伊利奶粉/其他业务销售额同比增长 12%。如果不计澳优，伊利的婴儿配方奶粉的销售额仍将同比增长 2%，在上半年新国标过渡期导致市场下滑 14% 的情况下，仍实现市场份额增长 2 个百分点。但从 8 月份开始，随着旧注册产品逐步淘汰，情况可能会有所改善（与飞鹤观点相呼应）。伊利正在推出新产品，包括为珍护产品（如菁蕴）升级奶源（a2 牛奶），以提高其在超高端市场的竞争力。
- ④ **2023 年管理层指引：下调销售增长，维持净利润率扩张 30 个基点指引：**管理层观察到 7-8 月的销售额增长为中单位数，并将 2023 年的指引从之前的同比增长 10% 下调至同比增长中单位数（这意味着下半年的增长为 6-7%）。公司重申 30 个基点的净利润率增长的指引，并预计 23 年下半年毛利率将保持稳定，但销售及管理费用将有所下降。
- ④ **重申买入，微调目标价至 33.2 元人民币：**鉴于市场复苏速度低于预期，我们将每股收益下调 1%，但伊利在 **鲜奶、冰淇淋等新兴品类** 及其乳制品以外的业务扩张仍保持强劲。我们将目标价下调至人民币 33.2 元（原为人民币 34.7 元），基于 16.5x 2024E P/E（原为 17.0x）和 1.0x PEG 不变。

### 财务数据一览

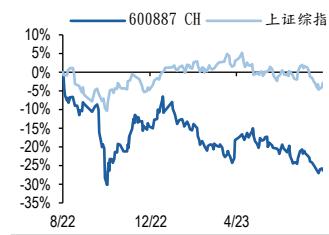
年结 12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万人民币)	110,595	123,171	130,090	144,901	159,087
同比增长(%)	14.2	11.4	5.6	11.4	9.8
净利润(百万人民币)	8,705	9,431	10,990	12,907	14,903
每股盈利(人民币)	1.36	1.47	1.72	2.02	2.33
同比增长(%)	16.9	8.4	16.5	17.4	15.5
市盈率(倍)	19.6	18.1	15.5	13.2	11.4
每股账面净值(人民币)	7.45	7.86	8.41	9.21	10.11
市账率(倍)	3.57	3.39	3.16	2.89	2.63
股息率(%)	3.6	3.9	4.6	5.4	6.2

资料来源：公司资料，交银国际预测

### 个股评级

买入

### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

### 股份资料

52周高位(人民币)	35.74
52周低位(人民币)	25.24
市值(百万人民币)	167,054.34
日均成交量(百万)	68.40
年初至今变化(%)	(14.13)
200 天平均价(人民币)	28.93

资料来源: FactSet

呂浩江, CFA, CESGA

edward.lui@bocomgroup.com

(852) 3766 1809

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

## 上半年业绩回顾

图表 1: 伊利: 上半年业绩回顾

(百万人民币)	1H22	1H23	% YoY	1H23 市场预期	% var
营业总收入	63,463	66,197	4.3%	66,683	(0.7%)
主营业务收入	62,465	65,423	4.4%		
毛利 (主营业务)	21,032	21,805	3.7%		
经营费用	14,393	14,618	1.6%		
销售及经销开支	11,639	11,619	(0.2%)		
行政开支	2,446	2,656	8.6%		
研发开支	308	344	11.7%		
其他收入或支出	744	274	(63.2%)		
经营利润	7,325	7,327	0.0%	7,984	(8.2%)
营业外收支净额	(226)	58	n/a		
税前利润	7,099	7,384	4.0%	7,875	(6.2%)
税项	960	1,070	11.5%		
少数股东权益	7	9	35.8%		
<b>股东应占净利润</b>	<b>6,133</b>	<b>6,305</b>	<b>2.8%</b>	<b>6,672</b>	<b>(5.5%)</b>
股数-摊薄	6,400	6,399	(0.0%)		
摊薄每股盈利 (元)	0.960	0.990	3.1%		
<b>利润率</b>					
			同比百分点 变化		同比百分点 变化
毛利率	33.7%	33.3%	(0.34)	33.5%	(0.4)
经营费用占销售比例	22.7%	22.1%	(0.60)		
销售及经销开支占收入比例	18.3%	17.6%	(0.79)		
行政开支占收入比例	3.9%	4.0%	0.16		
研发开支	0.5%	0.5%	0.03		
其他收入或支出	1.2%	0.4%	(0.76)		
经营利润	11.5%	11.1%	(0.47)	12.0%	(0.9)
营业外收支净额	(0.4%)	0.1%	0.44		
税前利润率	11.2%	11.2%	(0.03)	11.8%	(0.7)
实际税率	13.5%	14.5%	0.97		
少数股东权益 (占收入比例)	0.0%	0.0%	0.00		
<b>股东应占净利润率</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.5%</b>	<b>(0.14)</b>	<b>10.0%</b>	<b>(0.5)</b>

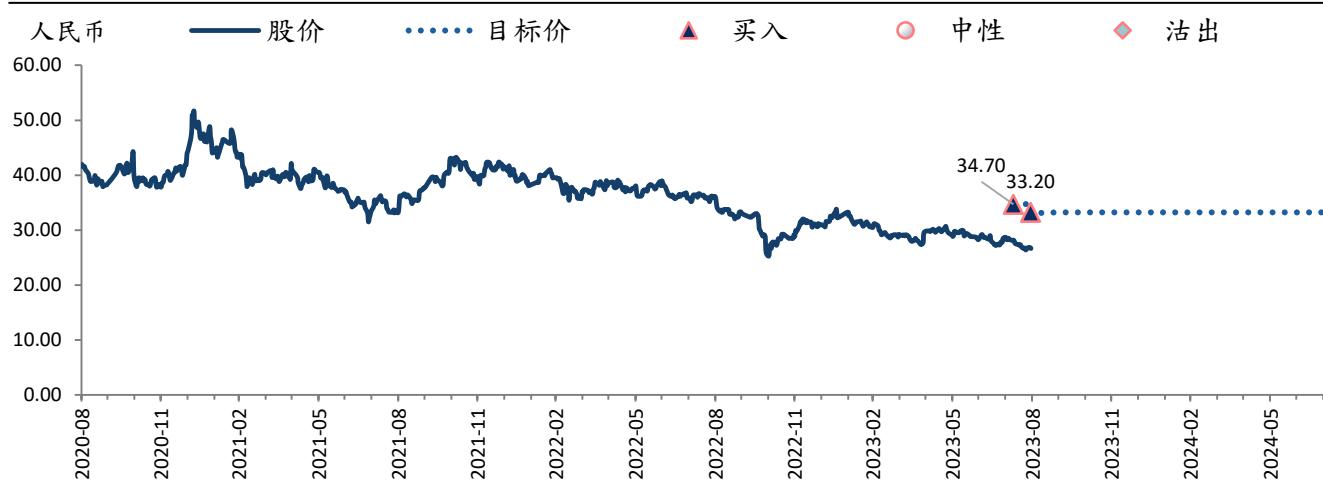
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 伊利: 上半年分产品收入和毛利情况

	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23E
<b>收入 (百万人民币)</b>						
液体乳	42,407	42,503	42,892	42,034	42,423	43,522
奶粉及奶制品	7,627	8,582	12,071	14,189	13,521	15,943
冷饮产品	5,538	1,622	7,295	2,273	9,158	2,796
其他产品	81	101	207	188	321	269
<b>核心收入</b>	<b>55,653</b>	<b>52,809</b>	<b>62,465</b>	<b>58,684</b>	<b>65,423</b>	<b>62,531</b>
<b>收入同比增速 (%)</b>						
液体乳	20%	4%	1%	-1%	-1%	4%
奶粉及奶制品	15%	37%	58%	65%	12%	12%
冷饮产品	14%	26%	32%	40%	26%	23%
其他产品	-39%	120%	155%	86%	55%	43%
<b>核心收入</b>	<b>18%</b>	<b>9%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>
<b>收入贡献 (%)</b>						
液体乳	76%	80%	69%	72%	65%	70%
奶粉及奶制品	14%	16%	19%	24%	21%	25%
冷饮产品	10%	3%	12%	4%	14%	4%
其他产品	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>总计</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>毛利率 (%)</b>						
液体乳	29.3%	27.4%	30.0%	28.2%	30.1%	30.1%
奶粉及奶制品	40.0%	38.5%	43.1%	39.3%	40.4%	41.6%
冷饮产品	41.5%	36.1%	39.8%	34.2%	39.2%	36.1%
<b>主营业务毛利率</b>	<b>32.0%</b>	<b>29.4%</b>	<b>33.7%</b>	<b>31.1%</b>	<b>33.3%</b>	<b>33.2%</b>
<b>整体毛利率</b>	<b>32.2%</b>	<b>29.6%</b>	<b>33.7%</b>	<b>31.2%</b>	<b>33.4%</b>	<b>33.1%</b>
<b>毛利率同比变化百分点</b>						
液体乳	-5.7%	5.6%	0.7%	0.8%	0.1%	1.9%
奶粉及奶制品	-5.9%	6.5%	3.1%	0.8%	-2.7%	2.3%
冷饮产品	-9.4%	32.8%	-1.7%	-1.9%	-0.6%	1.9%
<b>主营业务毛利率</b>	<b>-6.2%</b>	<b>6.9%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.7%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>2.1%</b>
<b>整体毛利率</b>	<b>-6.2%</b>	<b>6.9%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>1.9%</b>
<b>毛利贡献(占总体毛利比重)</b>						
液体乳	69.8%	74.9%	61.2%	65.0%	58.6%	63.1%
奶粉及奶制品	17.1%	21.3%	24.7%	30.6%	25.1%	31.9%
冷饮产品	12.9%	3.8%	13.8%	4.3%	16.5%	4.9%
其他产品	0.2%	0.1%	0.3%	0.1%	-0.1%	0.1%
<b>主营业务毛利率</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5: 伊利股份目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
291 HK	华润啤酒	买入	47.20	62.00	31.4%	2023年08月21日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	17.14	20.70	20.8%	2023年08月03日	啤酒
600887 CH	伊利股份	买入	26.62	33.20	24.7%	2023年08月29日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	10.47	14.50	38.5%	2023年08月09日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	25.40	37.10	46.1%	2023年08月09日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	9.98	10.40	4.2%	2023年08月24日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.81	5.00	4.0%	2023年08月09日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	18.87	19.20	1.7%	2023年08月09日	乳业
9633 HK	农夫山泉	中性	43.25	47.40	9.6%	2023年03月29日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	77.00	91.90	19.4%	2022年09月29日	纺服代工
1044 HK	恒安国际	买入	29.65	37.60	26.8%	2023年08月25日	个护家清
3331 HK	维达国际	中性	18.10	19.20	6.1%	2023年07月21日	个护家清
9922 HK	九毛九	买入	13.44	20.50	52.5%	2023年08月23日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	87.00	129.00	48.3%	2023年08月23日	运动品牌
2331 HK	李宁	买入	38.00	51.20	34.7%	2023年08月14日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.69	1.46	111.6%	2023年08月15日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	买入	6.66	8.20	23.1%	2023年06月27日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 8 月 29 日

### 财务数据

**损益表(百万元人民币)**

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	110,595	123,171	130,090	144,901	159,087
主营业务成本	(76,417)	(83,119)	(86,820)	(95,886)	(104,389)
<b>毛利</b>	<b>34,178</b>	<b>40,052</b>	<b>43,270</b>	<b>49,015</b>	<b>54,698</b>
销售及管理费用	(23,542)	(28,251)	(29,921)	(33,327)	(36,590)
研发费用	(601)	(822)	(868)	(966)	(1,061)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
<b>经营利润</b>	<b>10,036</b>	<b>10,980</b>	<b>12,481</b>	<b>14,721</b>	<b>17,047</b>
财务成本净额	29	255	812	838	864
其他非经营净收入/费用	48	(604)	(812)	(901)	(987)
<b>税前利润</b>	<b>10,112</b>	<b>10,630</b>	<b>12,481</b>	<b>14,658</b>	<b>16,924</b>
税费	(1,380)	(1,312)	(1,623)	(1,906)	(2,200)
非控股权益	(27)	113	132	154	178
<b>净利润</b>	<b>8,705</b>	<b>9,431</b>	<b>10,990</b>	<b>12,907</b>	<b>14,903</b>
作每股收益计算的净利润	8,705	9,431	10,990	12,907	14,903

**资产负债简表(百万元人民币)**

截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	31,742	33,853	35,583	41,856	48,867
有价证券	37	30	30	30	30
应收账款及票据	2,233	3,450	3,815	4,431	5,067
存货	8,917	14,836	15,470	17,075	18,579
开发中物业及土地预付款	1,520	1,834	2,041	2,389	2,750
短期应收收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	5,705	7,460	7,460	7,460	7,460
<b>总流动资产</b>	<b>50,155</b>	<b>61,463</b>	<b>64,399</b>	<b>73,240</b>	<b>82,753</b>
投资物业	508	612	612	612	612
物业、厂房及设备	29,379	33,735	38,332	39,515	40,734
其他无形资产	5,513	5,219	5,219	5,219	5,219
无形资产	1,609	4,648	4,741	4,836	4,933
合资企业/联营公司投资	4,210	4,563	4,563	4,563	4,563
长期应收收入	0	0	0	0	0
其他长期资产	10,589	20,726	20,726	20,726	20,726
<b>总长期资产</b>	<b>51,807</b>	<b>69,502</b>	<b>74,191</b>	<b>75,469</b>	<b>76,785</b>
<b>总资产</b>	<b>101,962</b>	<b>130,965</b>	<b>138,591</b>	<b>148,710</b>	<b>159,538</b>
短期贷款	12,596	26,799	28,943	31,259	33,760
应付账款	20,745	23,603	24,445	26,536	28,498
其他短期负债	9,955	11,767	11,904	12,106	12,312
<b>总流动负债</b>	<b>43,296</b>	<b>62,170</b>	<b>65,293</b>	<b>69,900</b>	<b>74,570</b>
长期贷款	5,380	9,298	9,763	10,056	10,358
长期应付账款	3,188	3,482	3,831	3,945	4,064
其他长期负债	1,307	1,872	1,867	1,867	1,867
<b>总长期负债</b>	<b>9,875</b>	<b>14,653</b>	<b>15,461</b>	<b>15,869</b>	<b>16,289</b>
<b>总负债</b>	<b>53,171</b>	<b>76,822</b>	<b>80,754</b>	<b>85,769</b>	<b>90,859</b>
股本	6,400	6,399	6,399	6,399	6,399
储备及其他资本项目	41,308	43,869	47,431	52,535	58,273
<b>股东权益</b>	<b>47,708</b>	<b>50,269</b>	<b>53,830</b>	<b>58,934</b>	<b>64,673</b>
记作权益的金融工具	0	0	0	0	0
非控股权益	1,083	3,874	4,007	4,007	4,007
<b>总权益</b>	<b>48,791</b>	<b>54,143</b>	<b>57,837</b>	<b>62,941</b>	<b>68,679</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

**现金流量表(百万元人民币)**

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	8,732	9,318	10,859	12,752	14,724
折旧及摊销	3,284	3,933	4,633	5,192	5,342
营运资本变动	2,180	(2,013)	(124)	(38)	(92)
利息调整	826	1,377	(812)	(838)	(864)
其他经营活动现金流	506	806	44	(64)	(42)
<b>经营活动现金流</b>	<b>15,528</b>	<b>13,420</b>	<b>14,600</b>	<b>17,004</b>	<b>19,068</b>
资本开支	(6,683)	(6,646)	(9,343)	(6,490)	(6,677)
投资活动	(657)	(6,225)	0	0	0
其他投资活动现金流	(457)	(6,643)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(7,797)</b>	<b>(19,514)</b>	<b>(9,343)</b>	<b>(6,490)</b>	<b>(6,677)</b>
负债净变动	4,981	16,670	2,957	2,723	2,921
权益净变动	12,255	166	0	0	0
股息	(5,693)	(7,500)	(5,819)	(6,965)	(8,300)
其他融资活动现金流	402	(555)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>11,945</b>	<b>8,781</b>	<b>(2,862)</b>	<b>(4,242)</b>	<b>(5,379)</b>
汇率收益/损失	371	(577)	(665)	0	0
<b>年初现金</b>	<b>11,695</b>	<b>31,742</b>	<b>33,853</b>	<b>35,583</b>	<b>41,856</b>
<b>年末现金</b>	<b>31,742</b>	<b>33,853</b>	<b>35,583</b>	<b>41,856</b>	<b>48,867</b>

**财务比率**

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	1.360	1.474	1.718	2.017	2.329
全面摊薄每股收益	1.360	1.474	1.718	2.017	2.329
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股股息	0.960	1.036	1.219	1.432	1.654
每股账面值	7.454	7.856	8.412	9.210	10.107
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	30.9	32.5	33.3	33.8	34.4
EBITDA利润率	12.0	12.1	13.2	13.7	14.1
EBIT利润率	9.1	8.9	9.6	10.2	10.7
净利润率	7.9	7.7	8.4	8.9	9.4
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	10.1	8.1	8.2	9.0	9.7
ROE	22.3	19.3	21.1	22.9	24.1
ROIC	20.5	17.8	15.1	16.8	19.2
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	4.1	5.4	净现金	净现金	净现金
利息覆盖率	16.5	15.5	16.5	18.1	19.1
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1
存货周转天数	43.3	66.1	66.1	66.1	66.1
应收账款周转天数	6.6	9.3	9.8	10.3	10.8
应付账款周转天数	66.4	71.0	71.0	71.0	71.0

## 交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓  
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

### 評級定義

#### 分析員個股評級定義:

**買入:** 預期個股未來12個月的總回報**高於**相關行業。

**中性:** 預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

**沽出:** 預期個股未來12個月的總回報**低於**相關行業。

**無評級:** 對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，  
分析員**並無確信觀點**。

#### 分析員行業評級定義:

**領先:** 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤  
標竿指數**具吸引力**。

**同步:** 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標竿  
指數**一致**。

**落後:** 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤  
標竿指數**不具吸引力**。

香港市場的標竿指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標竿指數  
為**MSCI中國A股指數**，美國上市中概股的標竿指數為**標普美  
國中概股50（美元）指數**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

## 有关商务关系及财产权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGOX Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康沣生物科技（上海）股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp.的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因素所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。