

賣出

2008年9月22日

08 中期業績良好，但三聚氰胺事件影響負面

► **08 上半年經營面情況良好**：公司 08 上半年的銷售收入和淨利潤分別為 137.0 億元人民幣和 5.8 億元人民幣，同比分別增長 36.7%及 20.2%，每股盈利由人民幣 0.35 元增長 17.1%至人民幣 0.41 元。如除去公允價值費用的影響，公司 08 上半年的息稅折舊攤銷前利潤率保持在 07 年同期 8.4%的水準。

► **銷售額增速超預期**：08 上半年，公司的液態奶業務銷售額為人民幣 118.0 億元，同比增長 34%，銷售增速環比上升了 2.6 個百分點，其中優酪乳業務如我們預期，成為公司的增長亮點之一。08 上半年霜淇淋及奶粉業務銷售額同比分別高速增长 56%及 52%。

► **受惠於平均售價的提升，整體毛利率環比上升 3.3 個百分點**：08 上半年，銷售量同比增長約為 10%，平均售價同比增長 24%，08 上半年公司的整體毛利率得以維持在 24%的水準，環比上升 3.3 個百分點。

► **淨利潤率下降至 4.3%**：廣告及宣傳費用上升，以及因已發行購股權產生 8600 萬的公允價值費用攤銷，導致行政及其他開支占總銷售收入比例上升 0.3 個百分點，令經營利潤率同比下降了 0.5 個百分點至 5.4%。另外，由於有效稅率同比大幅上升 5.8 個百分點，令公司的淨利潤率同比下降 0.6 個百分點。

► **突發事件影響負面**：9 月 18 日液態奶檢測結果表示，只有三大乳製品品牌的液態奶產品含有三聚氰胺，從目前來看，我們認為事件將對三大品牌的發展造成負面影響，蒙牛的業績也將受到負面影響。由於三聚氰胺事件的事態發展仍未明朗化，未來公佈的檢測結果以及公司採取的措施，將進一步影響我們對蒙牛未來盈利的預測。

► **調降目標價至 9.6 港元，調降評級至賣出**：考慮到三聚氰胺突發事件的影響，基於目前的資訊，我們分別調降 08 及 09 年的預測每股盈利至 0.54 元人民幣及 0.52 元人民幣。按 DCF 計算，我們將公司的 12 個月目標價調低至 9.6 港元，目標價較現價有 52.0%的下跌空間，我們調降投資評級至賣出。

許斐娜

86755-33367861

feina.xu@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	消費品(食品飲料)
股價	20.0 港元
目標價	9.6 港元 (-52.0%)
股票代碼	2319
已發行股本	15.62 億股
市值	312.4 億港元
52 周高/低	36.75—15.56 港元
每股淨現值	3.8 元人民幣
主要股東	銀牛乳業 (8.49%) 金牛乳業 (7.93%)

表 1：盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入 (百万人民币)	16,246	21,318	20,528	22,914	25,686
变动 (%)	50	31	-4	12	12
净利润 (百万人民币)	727	936	839	816	1,003
每股攤薄收益 (人民币)	0.53	0.66	0.54	0.52	0.64
变动 (%)	59	25	-19	-3	23
市盈率 (倍)	33.1	26.5	32.8	33.7	27.4
每股派息 (人民币)	0.18	0.25	0.18	0.18	0.22
息率 (%)	0.78	1.10	0.81	0.79	0.97

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現


來源：彭博

08 中期業績良好，但突發事件影響負面

受公允價值費用影響，08 上半年公司的淨利潤同比增長 20%

公司 08 上半年的銷售收入和淨利潤分別為 137.0 億元人民幣和 5.8 億元人民幣，同比分別增長 36.7% 及 20.2%，每股盈利由人民幣 0.35 元增長 17.1% 至人民幣 0.41 元，銷售收入的快速增長主要受益於優酪乳及霜淇淋業務銷售額分別高速增長 52% 及 56%；而淨利潤的增速較銷售收入低主要是由於受原奶價格快速上漲，導致期內整體毛利率同比下降 0.3 個百分點，以及因已發行購股權所產生的 8600 萬人民幣公允價值費用攤銷，令行政及其他開支占總收入比例同比上升 0.3 個百分點，至 2.6%。如除去公允價值費用的影響，公司 08 上半年的息稅折舊攤銷前利潤率保持在 07 年同期 8.4% 的水準。

圖表 1：08 年中期業績評論

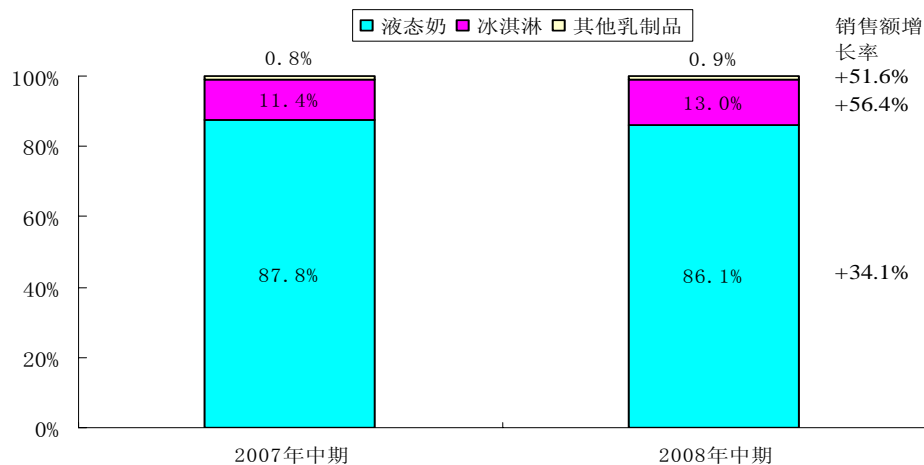
百萬元人民幣	2007年中期	2008年中期	變動	評論
銷售收入	10,021	13,702	36.7%	主要由酸奶業務及冰淇淋業務銷售額分別高速增长52%及56%所帶動
銷售成本	(7,570)	(10,398)	37.4%	由於原奶價格快速上漲
毛利	2,451	3,304	34.8%	毛利率同比下降0.3個百分點至24.1%
其他收入	32	83	159.7%	主要由6600萬的匯兌收入及政府補貼貢獻
銷售及市場推廣成本	(1,659)	(2,288)	37.9%	主要是由於廣告及宣傳費用占總銷售額比例同比上升0.3個百分點至9.2%所致
行政及其他開支	(229)	(356)	55.3%	主要是由於已發行購股權產生8600萬的公允價值費用攤銷造成
經營溢利	595	743	24.9%	
利息收入	20	17	-14.9%	
融資成本	(30)	(14)	-51.6%	
應占聯營公司溢利/虧損	4	4	13.3%	
除所得稅前溢利	589	750	27.3%	
所得稅開支	(15)	(62)	317.4%	有效稅率同比大幅上升5.8個百分點至8.3%
少數股東權益	(89)	(105)	17.9%	
本公司股東溢利	485	583	20.2%	淨利潤率同比下降0.6個百分點至4.3%
每股基本盈利（人民幣元）	0.35	0.41	17.1%	

資料來源：公司資料，第一上海

霜淇淋及奶粉業務均如期進入高速增長通道

08 上半年，公司的液態奶業務銷售額為人民幣 118.0 億元，同比增長 34%，銷售增速環比上升了 2.6 個百分點。公司於 08 年推出多款高端的霜淇淋新品，受惠於 07 年中期以來霜淇淋產品成功進行了結構性調整，08 上半年霜淇淋業務銷售額同比高速增长 56%，至 17.8 億元。而其他乳製品（主要為奶粉產品）業務銷售額同比高速增长 52%，增速持續提高，由於產能利用率的持續提升，虧損也在持續減少。

圖表 2：公司的產品結構變化

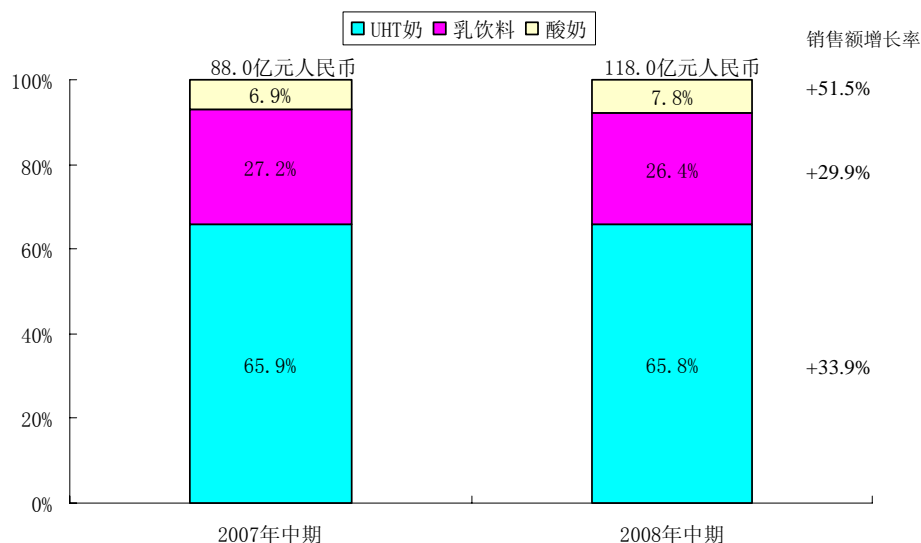


資料來源：公司資料，第一上海

與我們預期一致，優酪乳業務成爲公司的增長亮點之一

08 上半年，液態奶業務銷售收入占總銷售收入比例同比下降 1.7 個百分點至 86.1%，仍是公司的主要收入來源。與我們預期一致，優酪乳業務成爲公司的增長亮點之一。08 上半年，優酪乳業務銷售收入同比高速增長 52%至 9.2 億元人民幣，較我們預期的 36%更快，遠超行業增速，發展空間廣闊。另外，受惠于高端新品“特侖蘇”以及功能牛奶系列產品的貢獻，UHT 奶業務銷售額同比增長 34%至 77.7 億元人民幣。乳飲料業務銷售額增速有所放緩，同比增長 30%至 31.1 億元人民幣，增速低於公司的增長目標，我們認爲是由於多家知名飲料品牌的參與，以及提高對乳飲料細分市場的資源投放量，加劇市場競爭。

圖表 3：液態奶業務的產品結構變化



資料來源：公司資料，第一上海

受惠於平均售價的提升，整體毛利率環比上升 3.3 個百分點

08 上半年，銷售量同比增長約為 10%，平均售價同比增長 24%，其中的 21 個百分點是由直接提高產品的出廠價貢獻的，另外約 4 個百分點因產品結構優化貢獻的。公司通過提價基本上將大部分上漲的原奶成本轉嫁給消費者，產品結構優化也抵禦了部分原奶價格上漲帶來的毛利擠壓，08 上半年公司的整體毛利率得以維持在 24% 的水準，環比上升 3.3 個百分點。

圖表 4：各業務的經營利潤率變動

銷售額	2007年中期	2008年中期	變動
液態奶	8,803	11,800	34%
冰淇淋	1,137	1,778	56%
其他乳製品	82	124	52%
經營利潤	2007年中期	2008年中期	變動
液態奶	628	742	18%
冰淇淋	61	84	39%
其他乳製品	(10)	(1)	-88%
經營利潤率	2007年中期	2008年中期	變動(百分點)
液態奶	7.1%	6.3%	-0.85
冰淇淋	5.3%	4.7%	-0.61
其他乳製品	-12.7%	-1.0%	11.75

資料來源：公司資料，第一上海

淨利潤率同比下降 0.6 個百分點至 4.3%

除了整體毛利率同比下降 0.3 個百分點外，由於廣告及宣傳費用占總銷售額比例同比上升 0.3 個百分點，導致分銷成本占總銷售額比例同比上升了 0.1 個百分點至 16.7%，以及因已發行購股權產生 8600 萬的公允價值費用攤銷，導致行政及其他開支占總銷售收入比例上升 0.3 個百分點至 2.6%，令經營利潤率同比下降了 0.5 個百分點至 5.4%。另外，由於有效稅率同比大幅上升 5.8 個百分點，令公司的淨利潤率同比下降 0.6 個百分點至 4.3%。

圖表 5：財務比率變動

	2007年中期	2008年中期	變動(百分點)
毛利率	24.5%	24.1%	-0.3
經營利潤率	5.9%	5.4%	-0.5
銷售成本占比總銷售收入	16.6%	16.7%	0.1
行政及其他開支占比總銷售收入	2.3%	2.6%	0.3
稅率	2.5%	8.3%	5.8
淨利率	4.8%	4.3%	-0.6

資料來源：公司資料，第一上海

22 家生產商的嬰兒奶粉含有三聚氰胺

自公佈三鹿的配方嬰兒奶粉被檢測出含有三聚氰胺後，國家質檢總局對 109 家嬰幼兒奶粉生產企業的 491 批次產品進行了檢驗。從 16 日晚上公佈的階段性檢查結果可以看到，有 22 家生產商的嬰兒奶粉被檢驗出含有三聚氰胺，其中包括三大品牌蒙牛，伊利及光明，從涉及的生產區域看，遍及全國各地，為行業性的食品安全危機事件。

圖表 6：22 家被驗出含有三聚氰胺的嬰兒奶粉生產商

品牌：三鹿	產地：河北	石家庄市
品牌：蒙牛	產地：內蒙古	呼和浩特市
品牌：伊利	產地：內蒙古	呼和浩特市
品牌：熊貓可寶	產地：上海市	
品牌：寶安力	產地：上海市	
品牌：可淇	產地：天津市	
品牌：廣東雅士利	產地：廣東	潮州市
品牌：金必氏	產地：廣東	深圳市
品牌：施恩	產地：廣東	廣州市
品牌：金鼎	產地：廣東	廣州市
品牌：聰爾壯	產地：福建	福鼎市
品牌：聖元	產地：山東	青島市
品牌：澳美多	產地：山東	煙台市
品牌：愛可丁	產地：山東	青島市
品牌：磊磊	產地：山東	海陽市
品牌：古城	產地：山西	山陰縣
品牌：山西雅士利	產地：山西	應縣
品牌：英雄	產地：江西	南昌市
品牌：惠民	產地：陝西	寶雞市
品牌：御寶	產地：陝西	西安市
品牌：南山倍益	產地：湖南	望城縣
品牌：齊寧	產地：黑龍江	富裕縣

資料來源：人民網

液態奶檢測結果對蒙牛業績造成負面影響

從 9 月 18 日公告的液態奶檢測結果看，只有三大乳製品品牌的液態奶產品含有三聚氰胺，而且是覆蓋了所有的液態奶產品，包括高溫奶、乳飲料及優酪乳；其他品牌的液態奶產品不含三聚氰胺。從目前液態奶的檢測的最新結果判斷，我們認為三聚氰胺事件將對三大品牌的發展造成負面影響，蒙牛的業績也將受到負面影響。

但 21 日香港某媒體公佈雀巢於黑龍江生產的奶粉也含有三聚氰胺，中國出口到臺灣的奶精亦被檢驗出含有三聚氰胺，因此我們還是認為如污染途徑是原奶的話，那麼應該是全中國大部分的乳製品企業生產的乳製品都會含有三聚氰胺。如果隨後經過進一步檢驗後公佈除三大品牌外，其他的乳製品企業的產品也含有三聚氰胺的話，那麼對蒙牛的長遠打擊將降低。

由於三聚氰胺事件的事態發展仍未明朗化，未來公佈的檢測結果以及公司採取的措施，將進一步影響我們對蒙牛未來盈利的預測。

圖表 7：22 家被驗出含有三聚氰胺的嬰兒奶粉生產商

公司	序号	生产企业	产品名称	规格型号	商标	生产日期 /批次	三聚氰胺 (mg/kg)
蒙牛	1	蒙牛(武汉)友芝友乳业有限公司	核桃牛奶	200ml/袋	友芝友	20080910	0.765
蒙牛	2	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司	蒙牛高钙低脂牛奶	250ml/盒	蒙牛	20080807	0.8
蒙牛	3	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司	全脂灭菌纯牛乳	250ml/盒	蒙牛	20080901	1
蒙牛	4	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司	高钙低脂牛奶	250ml/盒	蒙牛	20080801	1.5
蒙牛	5	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司	早餐奶(麦香味)	250ml/包	蒙牛	20080814	1.9
蒙牛	6	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司	蒙牛早餐奶	250ml/盒	蒙牛	20080726/x	2.57
蒙牛	7	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司	妙点	250ml/盒	蒙牛	20080728 /W206	3.17
蒙牛	8	蒙牛乳业(北京)有限责任公司	木糖醇酸牛奶	2kg/瓶	蒙牛	20080806	3.52
蒙牛	9	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司	高钙低脂牛奶	243ml (250g)/袋	蒙牛	20080908/ C206/GAfb	4.2
蒙牛	10	蒙牛乳业(马鞍山)有限公司	蒙牛大粒果实酸牛奶	160克/盒	蒙牛	M20080903	6.8(A样)
蒙牛	11	蒙牛乳业(马鞍山)有限公司	蒙牛大粒果实酸牛奶	160克/盒	蒙牛	M20080903	7(B样)
伊利	1	济南伊利乳业有限责任公司	伊利芒果+黄桃酸牛奶	125g/盒	伊利	20080907	0.69
伊利	2	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	酸牛奶(木瓜+甜橙)	125g/瓶	伊利	20080903	1.02
伊利	3	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	纯牛奶	220ml/袋	伊利	20080913	2.2
伊利	4	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	脱脂奶	250ml/盒	伊利	20080820	2.9
伊利	5	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	纯牛奶	220ml/袋	伊利	2008090 5MIAC6	5.5
伊利	6	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	纯牛奶	242ml/袋	伊利	20080906 /LIA09	8
伊利	7	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	高钙低脂奶	250ml/盒	伊利	20080819	8.4
光明	1	北京光明健能乳业有限公司	光明酸牛奶(原味)	180g/袋	光明	20080912	0.6
光明	2	武汉光明乳品有限公司	原味酸牛奶	180g/盒	光明	20080913	3.41
光明	3	北京光明健能乳业有限公司	原味酸牛奶	100克/杯	光明	20080910A	3.5
光明	4	北京光明健能乳业有限公司	大颗果粒草莓酸奶	450克/盒	光明	20080902BC	4.8
光明	5	光明乳业有限责任公司	益生菌·优乳酪(原味)	190g/罐	光明	B20080908C	5.65
光明	6	北京光明健能乳业有限公司	优酪乳·酸牛奶(原味)	580克/瓶	光明	B20080909A	8.6

資料來源：人民網

蒙牛的危機處理能力較為理想

即使是世界乳製品巨頭雀巢也曾發生過多起食品安全事故，但雀巢並未因此等事故而覆滅，食品安全事故發生後，有助我們考察品牌食品生產企業的危機處理能力及恢復品牌信譽度的能力。我們對比了蒙牛及伊利對三聚氰胺事件的回應速度及態度，9月17日蒙牛較伊利早近5個小時發出承諾書。伊利的聲明重點在於表示公司產品符合國家標準，而蒙牛承諾書的重點是承認錯誤，正視問題。蒙牛在承諾書中提出具體的賠償標準有助安撫已受傷害的消費者；承諾請獨立機構對公司的所有產品進行檢測並公佈檢測結果，我們認為此舉有助穩定消費者的消費信心。雖然9月

20日三大品牌都對液體奶檢測做出回應，承諾承擔一切責任，但是伊利在17日做出的聲明上踏出了錯誤的一步。截止目前為止，我們認為蒙牛的危機處理能力較為理想。

圖表 8：蒙牛與伊利的回應檔重點摘要

蒙牛集團鄭重承諾：

第一，將不合格的嬰幼兒奶粉全部召回。由此產生的所有費用由蒙牛公司承擔。相關產品的生產線停產整頓。對因食用上述批次奶粉造成身體疾患的消費者，我們將按照國家標準加倍賠償，五年內查出由此造成的疾患我們負責到底。

第二，從即日起蒙牛集團將委託國家及地方相關檢測機構，對蒙牛所有產品進行全面檢測。檢測結果將於幾天後予以公告。

第三，為了維護奶農的利益，凡經檢驗合格的原奶將繼續收購。

1. 目前仍處在市場流通領域的問題奶粉，蒙牛乳業工作人員將與相關賣場、銷售終端進行聯絡，迅速將其下架、召回；

2. 有問題奶粉一律按照原價進行退貨，如消費者票據遺失，則根據當地市場價格進行退款處理。

伊利聲明：

1. 作為北京2008年奧運會乳品供應商，伊利所有奧運產品經國家監測合格，而市場上銷售的伊利奧運產品與供應奧運會的產品是相同品質。

2. 根據最新發布的《國務院相關部門負責人就三鹿嬰幼兒奶粉重大安全事件的有關情況答記者問》信息，以最嚴格的0-6月齡的嬰幼兒保護對象，奶粉中三聚氰胺含量低於15毫克/公斤就不會對身體造成安全危害。三歲以內兒童安全量會更高。國家本次抽檢了伊利35批嬰幼兒奶粉和兒童奶粉，其中一批2008年7月16號生產的（批號5133811）3+兒童奶粉袋裝三聚氰胺含量每公斤12毫克。

資料來源：人民網

調降目標價至 9.6 港元，調降評級至賣出

我們認為公司 08 上半年的業績情況良好，但是考慮到三聚氰胺突發事件的影響，基於目前的資訊，我們分別調降 08 及 09 年的預測每股盈利 32.5%及 53.2%至 0.54 元人民幣及 0.52 元人民幣。根據自由現金流折算法計算，我們同時將公司的 12 個月目標價由 28.5 港元調低至 9.6 港元，新的目標價分別相當於 08 年及 09 年預測每股盈利的 15.7 倍及 16.2 倍，目標價較現價有 52.0%的下跌空間，我們調降投資評級至賣出。

圖表 9：DCF 法估值表

時間 期數	2008預測	2009預測	2010預測	2011預測	2012預測
	1	2	3	4	5
自由現金流	110	591	1,257	954	1,359
自由現金流折現 (百萬元人民幣)	110	528	1,002	679	864
WACC	12.00%				
穩定增長率	3.00%				
無風險利率	4.30%				
貝塔值	1.1				
風險溢價	7.30%				
權益/總資產	94.47%				
負債/總資產	5.53%				
股本數量(百萬)	1,426				
每股價值	9.6				

資料來源：公司資料，第一上海預測

主要財務報表

损益表						财务分析					
<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>											
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	16,246	21,318	20,528	22,914	25,686	盈利能力					
毛利	3,722	4,804	4,764	5,278	5,943	毛利率 (%)	22.9%	22.5%	23.2%	23.0%	23.1%
其他业务收入	0	0	0	0	0	EBITDA 利率 (%)	8.5%	7.7%	7.6%	7.4%	8.0%
销售及管理费用	(2,817)	(3,786)	(3,921)	(4,354)	(4,752)	净利率 (%)	4.5%	4.4%	4.1%	3.6%	3.9%
其他收入	76	98	98	70	70						
营运收入	981	1,116	941	994	1,262	营运表现					
财务开支	(47)	(6)	4	5	(4)	SG&A/收入 (%)	17.3%	17.8%	19.1%	19.0%	18.5%
联营公司	8	21	25	30	36	实际税率 (%)	8.1%	1.9%	9.0%	13.0%	15.0%
税前盈利	942	1,130	970	1,029	1,294	股息支付率 (%)	33.5%	36.7%	30.0%	30.0%	30.0%
所得税	(76)	(22)	(87)	(134)	(194)	库存周转	31	19	22	25	23
少数股东应占利润	(139)	(173)	(44)	(79)	(97)	应付账款天数	40	35	34	34	34
净利润	727	936	839	816	1,003	应收账款天数	7	6	8	10	8
折旧及摊销	407	530	613	704	783						
EBITDA	1,388	1,646	1,554	1,698	2,045	财务状况					
						净负债/股本	0.29	0.05	0.12	0.10	0.08
增长						收入/总资产	2.09	2.20	2.32	2.21	2.12
总收入 (%)	50.1%	31.2%	-3.7%	11.6%	12.1%	总资产/股本	2.59	1.89	1.85	1.75	1.66
EBITDA (%)	49.3%	18.6%	-5.6%	9.3%	20.4%	盈利对利息倍数	21	172	(223)	(213)	336

资产负债表						现金流量表					
<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>											
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	1,330	2,211	1,255	1,552	2,546	EBITDA	1,388	1,646	1,554	1,698	2,045
应收账款	315	376	450	628	563	融资成本	63	50	40	33	35
存货	1,071	877	950	1,208	1,244	营运资金变化	179	486	(386)	(194)	291
其他流动资产	226	299	326	386	458	所得税	(78)	(34)	(81)	(130)	(189)
总流动资产	2,942	3,764	2,981	3,774	4,811	其他营运活动	(149)	(91)	(76)	(64)	(67)
固定资产	4,637	5,585	5,660	6,362	7,072	营运现金流	1,403	2,058	1,050	1,342	2,115
无形资产	129	231	151	155	158	资本开支	(1,185)	(1,322)	(900)	(700)	(700)
长期投资	56	102	56	56	56	其他投资活动	(116)	(447)	(3,396)	(116)	(123)
总资产	7,764	9,681	8,847	10,346	12,097	投资活动现金流	(1,301)	(1,770)	(4,296)	(816)	(823)
应付帐款	1,358	1,574	1,468	1,633	1,817	负债变化	(125)	(838)	(262)	30	20
短期银行贷款	234	183	350	300	300	股本变化	27	1,364	3,266	0	0
其他短期负债	1,485	1,606	1,489	1,629	1,784	股息	(116)	(189)	(260)	(259)	(318)
总短期负债	3,077	3,363	3,307	3,563	3,902	其他融资活动	0	(15)	0	0	0
长期银行贷款	641	80	200	280	300	融资活动现金流	(169)	340	2,744	(229)	(298)
其他负债	413	403	185	129	91						
总负债	4,131	3,847	3,693	3,972	4,292	现金变化	(68)	628	(502)	297	994
少数股东权益	634	723	383	448	527	期初持有现金	1,248	1,180	1,757	1,255	1,552
股东权益	2,999	5,112	4,772	5,927	7,278	汇兑变化	0	(51)	0	0	0
每股账面值	2.2	3.6	3.1	3.8	4.7	期末持有现金	1,180	1,757	1,255	1,552	2,546
营运资金	(1,189)	(83)	(712)	(198)	518						

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。