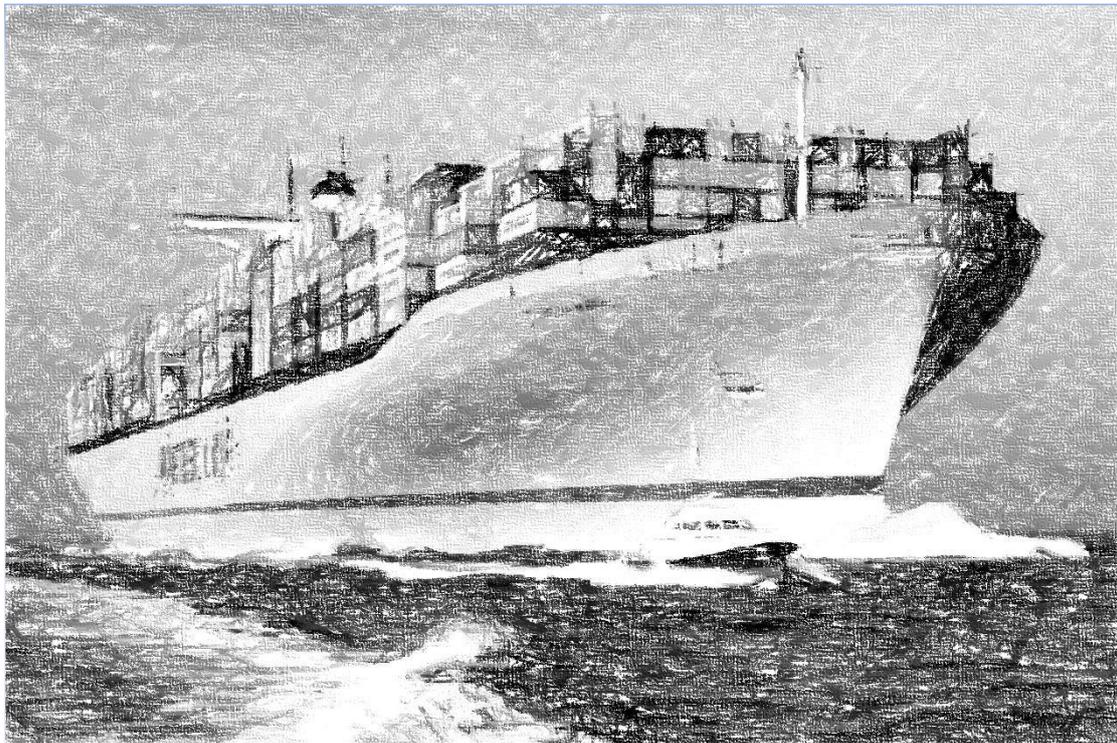




集裝箱航運業的寡頭時代

2018年1月10日



劉志斌 Roy, CFA, FRM
策略師
+852 2500 9673
Roy_lau@chiefgroup.com.hk



前言

自 2008 年全球金融海嘯之後的 8 年裏，即使一直維持盈利的全球集運大哥大馬士基，亦同樣飽受市況低迷的負面影響，最終於行業最低點的 2016 年以虧損告終。在貨運不足的情況下，各航運商為攬貨而不惜發動價格戰。同室操戈之下，運價不斷創新低，加上不斷新增的運力規模，行業捲入惡性循環的死亡漩渦。

過去數年，集運業被資本市場打入冷宮，投資者都對它們不聞不問。然而卻在近兩年，集運業已悄悄地進行了一場又一場的併購風暴，而且交易規模一筆比一筆大。各大航運商意識到，在擴大市場規模層面上，現階段比訂造新船更好的方式就是收購，一方面，可以無需為市場增加更多的運力負擔；另一方面，可以有效減低互相劈價的惡性循環，及直接擴大船隊規模以降低營運成本。

截至本報告為止，全球前 20 大集裝箱航運公司在這兩年間已發生了一宗破產和五宗併購，還有一宗正在進行。航運業收購合併乃等閒事，但兩年內消失了七家世界前列航運公司，而當中更有已屹立逾百年的航運巨企，想必在航運史上也絕無僅有。集運業的整個競爭格局在近年已出現了翻天覆地的變化。

圖表 1. 收購合併事件簿

公布日期	事件
2015 年 12 月	達飛輪船收購海皇集團
2015 年 12 月	中遠集團和中海集團合併
2016 年 4 月	赫伯羅特和阿拉伯輪船合併
2016 年 8 月	韓進海運破產
2016 年 10 月	日本郵船、商船三井和川崎汽船合組新公司 ONE
2016 年 12 月	馬士基收購漢堡南美
2017 年 7 月 9 日	中遠海控收購東方海外



6 場婚禮 1 場葬禮

達飛輪船收購海皇集團

事件主角	簡介
達飛輪船(CMA CGM)	集團成立於 1978 年，是法國最大集運公司。總部位於法國馬賽，現仍為私人公司。
海皇集團(NOL)	集團成立於 1968 年，總部位於新加坡，曾於新加坡證券交易所上市。集團旗下美國總統輪船(APL)是全球大型集運公司。

2015 年 12 月 7 日，達飛輪船(CMA CGM)提出有條件自願性全面要約，以每股 1.3 新加坡幣現金收購所有海皇集團(NOL)股份，收購價較未受影響股價溢價 49%¹。海皇集團控股股東(淡馬錫)，作出不可撤回承諾就其擁有的全部海皇集團股份(相等於已發行股本約 66.8%)接納要約。

總的來說，達飛輪船計劃將海皇集團私有化，而控股股東淡馬錫表示接受此項收購邀約。最終此收購案得到美國、歐盟及中國的反壟斷局批准，而海皇集團正式於 2016 年 9 月 6 日除牌。

於此收購案前，達飛輪船佔全球集裝箱運力 8.8%，排名第 3；而海皇集團則佔全球集裝箱運力 2.7%，排名第 12。收購完成後，達飛輪船於全球排名仍然維持第 3，但佔全球集裝箱運力則躍升至 11.5%，大幅拉近與排名第 2 的地中海航運的距離。

海皇集團前總裁伍逸松曾於新加坡聯合早報的訪問中提到，對於這單收購案坦言無奈，但從商業上考量卻是事在必行。他表示在運費處於低水平的漫長周期中，收購合併是令運費成本減少，提升競爭力的重要手段。他又表示全球集運業已形成了三分天下格局(三大航運聯盟)，若海皇集團繼續獨立運營將被市場淘汰，接受這個收購建議，是關乎生死的決定。

¹ 未受影響股價是指 2015 年 7 月 16 日的收市價，是海皇集團對外表示關於潛在出售事宜前的股價。



中遠中海之重組合併

重組前	重組後
中國遠洋(1919.HK) 主營業務： 乾散貨及集裝箱航運、集裝箱碼頭、集裝箱租賃、 貨運代理及船務代理	中遠海控(1919.HK) 主營業務： 集裝箱航運、集裝箱碼頭
中遠太平洋(1199.HK) 主營業務： 集裝箱碼頭、集裝箱租賃、集裝箱製造	中遠海運港口(1199.HK) 主營業務： 集裝箱碼頭
中海集運(2866.HK) 主營業務： 集裝箱航運	中遠海發(2866.HK) 主營業務： 船舶租賃、集裝箱租賃及製造、綜合金融租 賃
中海發展(1138.HK) 主營業務： 乾散貨、成品油、原油及 LNG 航運	中遠海能(1138.HK) 主營業務： 成品油、原油及 LNG 航運

2015 年 12 月 11 日，繼南車、北車合併為**中國中車(1766.HK)**後，中遠集團及中海集團公布了重組方案。然而今次的重組方案比**中國中車**複雜得多，涉及到一眾海內外上市公司，在香港上市的包括**中國遠洋**、**中遠太平洋**、**中海集運**及**中海發展**。重組後，4 間上市公司分別專注於集裝箱航運、港口碼頭、綜合航運金融以及油氣運輸四大專業板塊。隨後於 2016 年 2 月，中遠集團與中海集團兩家中國航運巨頭更合併為中國遠洋海運集團有限公司。

就集裝箱航運而言，於重組前，**中國遠洋**及**中海集運**的集裝箱船隊規模分別處於全球第 6 位及第 7 位。然而集團管理層均坦言，兩大集團業務高度同質化並互相競爭，在全球航運業處於低迷時，重組合併更見必要。重組後，**中國遠洋**兼併**中海集運**的集裝箱航運業務，並租賃其船舶及集裝箱，令**中國遠洋**的集裝箱船隊合併規模達到 158.3 萬 TEU，佔當時全球集裝箱運力約 8%，排名躍升至第 4 位。

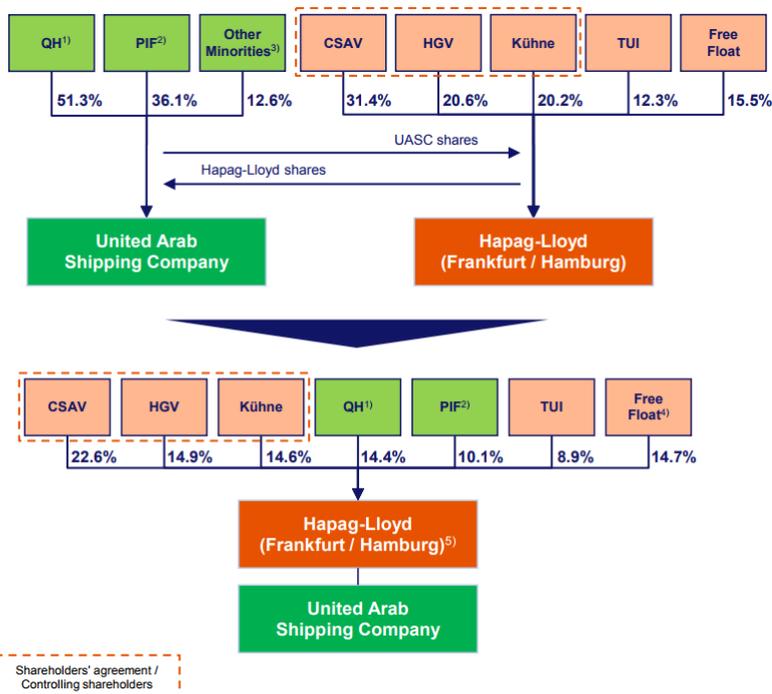


赫伯羅特和阿拉伯輪船合併

事件主角	簡介
赫伯羅特(Hapag-Lloyd)	集團於 1970 年由 Hapag 及 NDL 合併而成立，是德國最大集運公司，總部位於德國不來梅，現於德國證券交易所上市，股票代號為 HLAG。
阿拉伯輪船(UASC)	集團成立於 1976 年，由 6 家阿拉伯地區各國家的航運公司出股組成，總部設立於科威特。

於 2016 年 4 月 21 日，德國最大集運公司赫伯羅特(Hapag-Lloyd)公布，正與阿拉伯輪船(UASC)探討不同的合作形式，包括合併的可能。於 2016 年 7 月 18 日，赫伯羅特和阿拉伯輪船正式簽訂了合併協議。

合併後的赫伯羅特股權結構亦發生變化：南美輪船(CSAV)、漢堡市(HGV)和庫恩海運(Kühne)仍為控股股東，分別持股 22.6%、14.9%和 14.6%；阿拉伯輪船的主要股東—卡塔爾控股(QH)和沙特阿拉伯王國公共投資基金(PIF)成為新的大股東，分別佔 14.4%和 10.1%。



資料來源：赫伯羅特關於此次合併的投資者簡介

此合併案最終於 2017 年 5 月 24 日通過所有反壟斷批准及其他先決條件並正式生效。事實上，在赫伯羅特發展史上，這已是其第三次的大型併購活動。於 2005 年，赫伯羅特收購加拿大太平洋航運，由全球集運第 13 名一躍成為當時全球第五大集運公司，並藉此擴展船隊及服務網絡；於



2014 年，赫伯羅特併購南美輪船集運(CSAV)，運力規模達到當時全球第 4 位，與長榮海運旗鼓相當。

於合併前赫伯羅特及阿拉伯輪船於全球集運排名分別位於第 6 位及第 10 位。合併後的赫伯羅特將擁有和運營 237 艘船舶，船隊總運力達到約 160 萬 TEU，大幅超過長榮海運，並穩坐全球集運第 5 位。除此以外，合併後的赫伯羅特將擁有更平衡的航線組合、更新及耗能更少的船隊，以及預期帶來 4 億美元的協同效應。

韓進破產

事件主角	簡介
韓進海運(Hanjin)	集團成立於 1977 年，是韓國最大海運公司，全球集裝箱運力達 61.8 萬 TEU，佔全球比重約 2.9%，排名第 7 位。總部位於韓國首爾，曾於韓國交易所上市，股票代號為 117930。

2016 年 8 月 31 日，南韓最大航運公司韓進海運(Hanjin)向南韓首爾中央地區法院提交了破產保護申請，並暫停所有航運服務，創下航運界有史以來最大破產案。

韓進海運之所以捱不過這個行業冬季，是因為它之前為了擴張業務而種下了過高的債務，而金融海嘯後的行業低潮卻似看不到盡頭，母公司韓進集團此時不願大手注資，拯救這家垂死的公司。而最後一根稻草則是韓進海運的最大債權人南韓產業銀行拒絕其財務重組方案，並決定在 9 月 4 日結束對其援助，導致韓進海運最終倒下。

2017 年 2 月 17 日：南韓法院正式宣告韓進海運破產，諷刺的是 2017 年航運價格開始觸底反彈。

日本三大集運商合併

事件主角	簡介
日本郵船(NYK Line)	集團成立於 1893 年，是日本的大型海運公司。總部位於東京，現於東京證券交易所上市，股票代號為 9101。
商船三井(MOL)	集團成立於 1884 年，是日本的大型海運公司。總部位於東京，現於東京證券交易所上市，股票代號為 9104。
川崎汽船(K Line)	集團成立於 1919 年，是日本的大型海運公司。總部位於東京，現於東京證券交易所上市，股票代號 9107。



於 2016 年 10 月 31 日，日本郵船(NYK Line)、商船三井(MOL)、川崎汽船(K Line)聯合公布 3 家公司旗下的集裝箱航運事業將合併。這 3 家日本船商當時預計於 2017 年 7 月 1 日成立 1 家合資公司，由日本郵船持有 38% 股權，商船三井與川崎汽船分別各佔 31% 股權，預計 2018 年 4 月才開始營運。

三家日本公司表示，新合資企業運營的船隊運力將達 140 萬 TEU，運力規模將晉升至全球第 6 位，佔全球 7% 的市場份額。預期因合併每年能省下 1,100 億日元(約 10 億美元)成本。

最終合資公司於 2017 年 7 月 7 日成立，預定 2018 年 4 月開始營業，名為 Ocean Network Express(ONE)，總部設在新加坡，負責營業和航運管理。

日本郵船社長內藤忠顯表示，此次合併的目的是避免遭遇淘汰。川崎汽船社長村上英三也表示，這次合併是對歐洲航運巨企帶起的合併風潮所做的回應，有必要保持競爭力。而新合併公司的新任首席執行官傑里米(Jeremy Nixon)則表示，就 ONE 的規模，從中長期來看，並不認為規模足夠大，有意促進業界進一步重組。

馬士基收購漢堡南美

事件主角	簡介
馬士基(Maersk A/S)	集團成立於 1904 年，是全球最大的海運公司。總部位於丹麥哥本哈根，現於哥本哈根證券交易所上市，股票代號為 MAERSKA。
漢堡南美(Hamburg Süd)	集團成立於 1871 年，是德國歷史最悠久、規模最大的私有海運公司。

於 2016 年 12 月 1 日，全球最大集運公司馬士基(Maersk A/S)公布與德國歐特克集團(Oetker Group)達成協議，馬士基有意收購歐特克集團旗下的漢堡南美(Hamburg Süd)。於 2017 年 3 月 14 日，雙方最終簽訂買賣協議，馬士基將以現金 37 億歐元收購漢堡南美，但還要通過多國的審批。於 2017 年 11 月 28 日，在取得韓國公平貿易委員會批准後，此收購案終於取得所有監管機構的批准，並於同月 30 日完成交易。

於 2016 年初馬士基公布此收購案時，漢堡南美於德國集運排名第 2、全球第 7，經營 130 艘集裝箱船、62.5 萬 TEU 運力，是南北航線的領導者。合併後，馬士基於全球運力將提升至 380 萬 TEU，運力佔比將由 15.7% 提升至 18.6%，拉闊與排名第 2 的地中海航運的距離，鞏固全球最大集運商寶座。除此以外，馬士基預計由 2019 年開始，此收購案每年可為集團獲得 3.5 億至 4 億美元協同效應，主要來自於優化雙方航線網絡及提高馬士基港口業務的使用率。



中遠海控收購東方海外

事件主角	簡介
中遠海控(1919.HK)	重組前稱中國遠洋，是一家綜合海運公司。重組後專注於集裝箱航運及港口業務，控股 中遠海運港口(1199.HK) 。
東方海外(316.HK)	集團成立於 1969 年，總部位於香港，現於香港交易所上市，股票代號為 316。

於 2017 年 7 月 9 日，**中遠海控**與**東方海外**發表聯合公告，**中遠海控**與上港集團對**東方海外**股東聯合作出有條件自願性全面要約，以每股 78.67 港元現金收購所有**東方海外**股份，收購價較前收市價溢價 37.8%。假設要約獲全數接納，要約的價值約為 492 億港元，若交易成功將成為集運史上最大收購案。**東方海外**控股股東(董氏家族)，作出不可撤回承諾就其擁有的全部**東方海外**股份(相等於已發行股本約 68.7%)接納要約。

中遠海控與上港集團的分配比例：

要約下將收購的 東方海外 股份	東方海外 股份收購方及比例
就根據不可撤回承諾在要約下有效交出以供接納的 429,950,088 股 東方海外 股份，佔 東方海外 股份已發行股本約 68.7%	由上港集團要約人收購 9.9%(相當於 61,953,536 股 東方海外 國際股份) 由 中遠海控 要約人收購 58.8%(相當於 367,996,552 股 東方海外 國際股份)
就要約下有效交出以供接納的餘下 東方海外 股份	由 中遠海控 要約人收購 100%

換句話說，在完成這次要約後，**中遠海控**將至少擁有**東方海外** 58.8%股權，成為其新的控股股東，並會合併**東方海外**的財務報表。

在提出要約之前，有幾項先決條件須要在最後完成日期前達成，經簡化的先決條件為以下幾條：

- 通過中國的《反壟斷法》；
- 獲得中國發改委、國務院國資委和國家外匯管理局關於要約的批准或授權；
- 通過歐盟的《歐盟合併條例》進行的反壟斷審查；
- 通過美國的《美國反壟斷改進法》進行的反壟斷審查；
- 中遠海控**股東在股東大會上通過決議。

截至於本報告發表日前，先決條件(c)、(d)、(e)已獲達成。**中遠海控**的母公司是**中遠海運集團**，而**中遠海運集團**是國務院國資委的全資公司，相信先決條件(a)及(b)的通過只是時間問題。



這次交易的情況跟之前**中國遠洋**合併**中海集運**不同，**東方海外**仍然保持上市地位，並且繼續以其獨立品牌經營。**中遠海控**和**東方海外**將分別以兩個品牌為客戶提供全球集裝箱服務、並挖掘協同效益。然而亦有市場人士持不同意見，認為若要充分發揮規模經濟，兩家公司最終必須合二為一。

於聯合公告前，**中遠海控**是全球第 4 大集裝箱航運公司，佔當時全球集裝箱運力約 8.3%；而**東方海外**則為全球第 7 大集運公司，運力佔全球 3.3%。若**中遠海控**成功收購**東方海外**，則合併運力為 11.6%，於全球集運排名上將提升至第 3 名，剛好超越當時運力佔 11.5%的達飛輪船。隨着這樁收購案落實，集運業即將進入寡頭時代。

寡頭時代

圖表 2. 全球集裝箱營運商前 20 排名

2015 年 1 月				2017 年 12 月			
排名	集裝箱營運商	TEU	運力佔比	排名	集裝箱營運商	TEU	運力佔比
1	馬士基	2,932,374	15.5%	1	馬士基	4,145,491	19.3%
2	地中海航運	2,539,354	13.5%	2	地中海航運	3,137,819	14.6%
3	達飛輪船	1,648,867	8.7%	3	達飛輪船	2,489,834	11.6%
4	赫伯羅特	980,354	5.2%	4	中遠海控	1,836,465	8.5%
5	長榮海運	955,174	5.1%	5	赫伯羅特	1,496,991	7.0%
6	中遠海運	823,502	4.4%	6	長榮海運	1,065,706	5.0%
7	中海集運	676,564	3.6%	7	東方海外	686,310	3.2%
8	韓進海運	608,459	3.2%	8	陽明海運	593,366	2.8%
9	商船三井	604,836	3.2%	9	商船三井	584,236	2.7%
10	美國總統輪船	562,346	3.0%	10	日本郵船	543,755	2.5%
11	東方海外	540,465	2.9%	11	太平船務	386,645	1.8%
12	漢堡南美	533,365	2.8%	12	以星綜合航運	361,578	1.7%
13	日本郵船	501,424	2.7%	13	現代商船	357,996	1.7%
14	陽明海運	406,582	2.2%	14	川崎汽船	341,354	1.6%
15	現代商船	377,705	2.0%	15	萬海航運	230,429	1.1%
16	太平船務	372,953	2.0%	16	X-Press Feeders	140,727	0.7%
17	川崎汽船	366,445	1.9%	17	高麗海運	125,032	0.6%
18	阿拉伯輪船	362,492	1.9%	18	中谷海運	111,478	0.5%
19	以星綜合航運	329,518	1.7%	19	安通控股	110,894	0.5%
20	萬海航運	200,388	1.1%	20	海豐國際	108,031	0.5%

資料來源：Alphaliner



從圖表 2 可見，集運業約於近三年間發生了重大變化。儘管集運業前 20 大的運力佔比僅由 2015 年初的 86.6% 微升至 2017 年終的 87.9%，看似變化不大。然而，若觀察前 10 大的運力佔比變化，我們可以了解更多。前 10 大的運力佔比由 2015 年初 65.4% 大升至 2017 年終的 77.2%，當中還未計算三家日本船商的合組及中遠海控收購東方海外，若將上述兩宗事件計算在內，則 2017 年終的前 10 大的運力佔比為 82.3%，較 2015 年 1 月高出 16.9%。

從集運業的前 20 大及前 10 大的運力佔比變化可以得知，整個行業的運力佔比於近三年間迅速集中至前 10 大集運商，而排於前 10 大之後的集運商則有被邊緣化的危機。

若單以前 10 大的運力佔比計算，用以衡量市場集中度的 HHI 指數為 991，已非常接近理論上 1000 的寡頭門檻。然而，市場認為行業整合還未完結，集中度仍會進一步提升，例如一直排於全球前列位置的長榮海運於這浪併購潮中還未有任何動靜，有機會成為下波的併購主角。然而可以預期，因為各國的反壟斷法上限及貨主的壓力，後續併購將會越來越難。

策略聯盟

運行逾百年，擁有運費協定(Fixed Rate Agreement)及公攤協定(Pooling Agreement)的海運同盟(Shipping Conference)，自從 1998 年美國頒布海運改革法(OSRA)以及 10 年後，歐盟最終於 2008 年正式實施 1419/2006 號規則，廢除海運同盟的反壟斷豁免權，形同判其死刑，海運同盟正式走進歷史，取而代之的是策略聯盟。

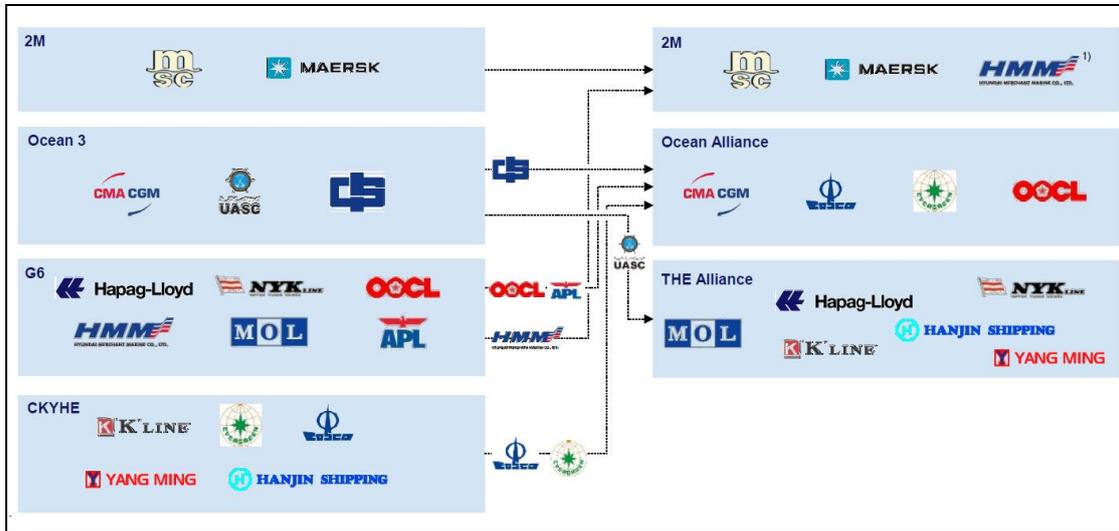
策略聯盟的主要目的是減少互相競爭、提高效率及擴大服務範圍。為達到目的，策略聯盟的主要手段是共同投船、艙位互租或互換安排：

策略	內容	好處
共同投船	各成員船公司共同派船經營某一航線。	此舉既可開拓新航線，同時亦能減少新航線的船舶配置數量，減低資本開支。
艙位互租或互換	各成員船公司相互簽訂租用艙位之契約，或各成員船公司以自己的艙位去換取其他成員的艙位。	此舉可有效提高船舶的載貨率。

策略聯盟多年來已經過數次轉變，尤其經歷過去兩年的多次跨聯盟重組合併後，2016 年亦發生了翻天覆地的變化。由於處於不同聯盟的中國遠洋及中海集運重組合併，以及達飛輪船收購美國總統輪船，迫使原有的四大航運聯盟必須重組。



圖表 3. 新舊策略聯盟示意圖

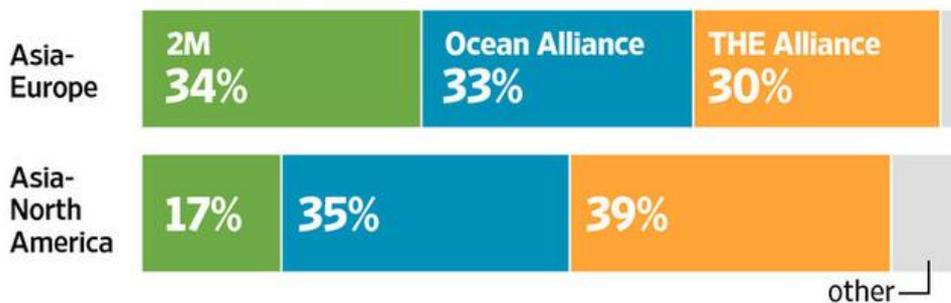


資料來源：赫伯羅特和阿拉伯輪船合併的投資者簡介

2016年4月20日，中遠海控公布，將夥同達飛輪船、長榮海運及東方海外組成大洋聯盟(Ocean Alliance)。而接著不到一個月，赫伯羅特亦宣布，將與韓進海運、川崎汽船、商船三井、日本郵船及陽明海運合組 The Alliance。而被人拋下的現代商船亦不甘後人，於2016年7月與2M聯盟簽訂加盟意向書，惟最後由於籠罩在8月份韓進海運破產的陰霾之下，2M聯盟只與現代商船簽署戰略合作，並不是完整的策略聯盟。不過無論如何，從今航運聯盟將三足鼎立，比之前規模更大，效益更高。

目前三大聯盟分別於東西航線擁有超過九成運力，基本上瓜分全球的遠洋主幹線，獨立船公司幾近無生存空間。下圖為各大聯盟於傳統東西主幹線的運力分布：

Share of capacity, by route



資料來源：Alphaliner、華爾街日報

然而策略聯盟未能合謀定價、分配運力，而且聯盟內的各成員仍然是獨立經營，仍會於價格及服務上互相競爭，組織亦較過往海運同盟鬆散，容易出現分裂及解散。



結語

集裝箱航運是一個十分脆弱的行業，易於發生嚴重的價格戰，而且與生俱來就帶著高風險基因。班輪航運固定成本高、艙位不能儲存而且供給變動彈性小(一艘一萬 TEU 的貨櫃船，你不能將它變成兩艘五千 TEU 的貨櫃船或更少的貨櫃船)，導致行業出現空核(Empty core)問題，意即供求關係中未能達到穩定的平衡點(equilibrium)。當行業出現無可避免的周期性供過於求的情況時，由於艙位不能儲存，若艙位賣不出，便沒有任何剩餘價值。因此船公司會不斷降價以求賣出剩餘艙位，直至價格僅僅高於可變動成本，致使行業經常出現周期性虧損。

要改變這個難堪局面，減少競爭是一個有效的方法。過去大多數政府容許船公司在海運同盟內私下合謀定價、分配運力，舒緩過份競爭帶來的毀滅性價格戰。然而正如上文所述，各大政府的商務部門已廢除對集裝箱航運的反壟斷豁免權、禁止合謀定價等傳統上反壟斷行為。

取而代之的新局面必然是行業集中度不斷提高。合謀定價雖然被禁止，但假若同一家公司內協定價總不會犯規吧。因此，船公司透過收購合併這個方式來減少競爭，增加艙位使用率。行業集中度仍會繼續提升，然而各國反壟斷部門及貨主壓力亦會不斷加大，收購合併的進度有機會於未來減慢下來。

另一個減低競爭的方式便是策略聯盟。目前三大聯盟已經形成，基本上瓜分了三條全球性的遠洋主幹線。相信短期內再出現重組機會不大，除非再有跨聯盟併購發生，打破這一生態平衡。

目前集裝箱航運比較令人擔心的是裝備競賽。船舶大型化趨勢一向存在，各大船公司都致力降低單箱成本，訂造超大型船舶，提升企業競爭力。然而船公司為了不甘後人，深怕比競爭對手超過，容易陷入造大船的狂熱之中，加重行業運力過盛的問題，屆時整個行業都是輸家。2015 年第三季之後，行業陷入泥沼之中，訂造大船熱潮沉靜過一段時間，直至 2017 年 9 月達飛輪船和地中海航運分別新造 9 艘和 11 艘 2.2 萬 TEU 船舶，打破這一沉靜。航運界一哥馬士基的首席執行官施索仁(Søren Skou)對達飛輪船訂造大船的反應是，訂購新船沒有成本上的理由，呼籲同業克制。目前還未看到行業已經陷入非理性造船熱，但一切還是未知之數。

傳統上航運業牛市時上升急速而短暫，而熊市卻漫長。縱使航運業不是長期持有的好標的，但假若能捕足到行業的復甦階段也可為投資者帶來巨大收益。寒冬已經過去，春天還會遠嗎？



免責聲明

本報告由致富證券有限公司(“致富證券”)提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富證券及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富證券擁有此報告內容之版權，在未獲致富集團許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。