

2015年2月3日

# 招財進寶 - 港股策略報告



招商銀行全資附屬機構  
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

## 恒指牛皮偏軟，憧憬國企改革

### 摘要

#### 環球經濟疲弱，美國一枝獨秀

國際貨幣基金會(IMF)及世界銀行調低 2015 及 2016 年全球經濟增長預測，主要地區之中，幾乎唯獨美國獲調高增長預測。雖然美國上季 GDP 遜預期，但由於汽油價格大跌，貢獻 GDP 約 7 成的個人消費前景仍樂觀，可望支持經濟保持較高增長。

#### 全球貨幣寬鬆，料中國第一季減息或降準

1 月份多家央行加碼寬鬆，聯儲局亦表示決定何時加息的考慮因素包括「國際發展」。若外圍經濟惡化並加推貨幣寬鬆，可能令聯儲局暫緩加息。中國人民銀行亦繼續放鬆銀根，重啓逆回購，且鑑於製造業數據遜預期，預料第一季內將減息或降準。

#### 希臘激進左翼上台，唯短期違約風險低

齊普拉斯競選時雖以「終結痛苦的緊縮政策」拉票，但上台後態度並非想像中強硬，並表示希望留在歐元區，而新任財長已表示不再堅持要求債務寬免，建議改為發行新債取代持有國債。相信歐央行將向希臘提供流動資金，短期內違約機會甚低。

#### 技術分析：恒指料 23,300-25,000 上落

恒指於 1 月中突破「頭肩底」頸線 24,400，現後抽整固，中期量度目標 26,100，但短期調整壓力較大，或回試肩部支持 23,300，阻力位於 25,000。上證綜指出現「雙頂」利淡形態，若失守頸線 3,095，將確認轉淡，量度目標 2,800。

#### 行業觀點：看好國企改革概念、鐵路基建、香港電訊

**國企改革概念：**中央政府或會於春節前後推進新一輪國企改革。大部份內地火力發電股已有重組或注資行動，下一間或輪到中國電力(2380 HK)。中國石化(386 HK)已於去年啓動改革，並計劃分拆子公司中石化銷售公司在港上市，料有利估值。

**鐵路基建：**墨西哥高鐵項目無限期擱置，原本有望中標的中國鐵建(1186 HK)股價急挫，提供了趁低吸納的機會，因墨西哥僅屬個別事件，料中國鐵路企業仍將接陸續接獲海外工程合約，加上內地繼續建設高鐵，為相關企業帶來穩定訂單。

**香港電訊：**各國央行寬鬆，壓低債券孳息率，高息股吸引資金流入。香港電訊業過去兩年競爭激烈，營運商盈利受壓，但去年 5 月香港電訊(6823 HK)完成收購對手 CSL 後，競爭減少，近月營運商已紛紛上調月費，料可推升今年盈利。

#### 焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	2014 年預測				
				市盈率(倍)	市帳率(倍)	股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
中國電力	2380 HK	4.30	297	8.2	1.13	14.2	5.0	5%
中國石化	386 HK	6.07	8,293	9.5	0.91	10.7	4.2	-11%
中國鐵建	1186 HK	8.66	1,682	7.5	0.94	13.1	2.0	11%
香港電訊	6823 HK	10.28	778	24.1	2.05	9.1	4.4	15%

資料來源：彭博、招銀國際證券

蘇沛豐, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

恒生指數 24,484  
52 周高/低位 25,363/21,138  
大市 3 個月日均成交 909 億港元

資料來源：彭博

#### 恒生指數及國企指數表現

	恒生指數	國企指數
1 個月	+2.6%	-5.5%
3 個月	+2.4%	+8.6%
6 個月	-0.2%	+5.4%

資料來源：彭博

#### 恒生指數一年走勢圖



資料來源：彭博

#### 過往港股策略報告

[15年1月2日 -](#)

[H 股落後吸引，金融內房看俏](#)

[14年12月2日 -](#)

[A 股急升後勢回調，恒指整固後上試二萬四](#)

[14年11月4日 -](#)

[央行輪流寬鬆利股市，國策扶持內地消費股](#)

[14年10月8日 -](#)

[佔中逐漸消化，港股重拾升軌](#)

[14年9月2日 -](#)

[政治風險添波動，滬港通前續向好](#)

[14年8月1日 - 慎選滬港通概念股](#)

[14年7月2日 - 穩中向好，選醫藥環保](#)

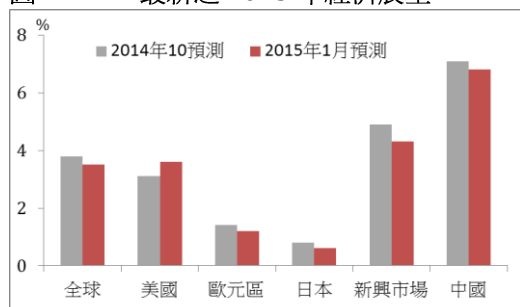
## 經濟回顧及展望

### 環球經濟疲弱，美國一枝獨秀

國際貨幣基金會(IMF)及世界銀行於上月發表全球經濟展望，調低 2015 及 2016 年全球經濟增長預測。主要地區之中，幾乎唯獨美國獲調高增長預測。以 IMF 為例，與半年前之展望比較，今明兩年之全球經濟增長預測同被調低 0.3 個百分點，美國則分別獲調高 0.5 及 0.3 個百分點（圖 1）。

不過，美國去年第四季經濟遜預期，主要受企業開支疲弱及貿易赤字拖累。GDP 環比年度化增長 2.6%（圖 2），市場預期為 3.0%，第三季為 5.0%。2014 全年 GDP 增長 2.4%，較 2013 年之 2.2% 加快。雖然外圍經濟疲弱拖累美國出口，但由於汽油價格大跌，貢獻 GDP 約 7 成的個人消費（上季增速創 2006 年首季以來最高）前景仍樂觀，可望支持經濟保持較高增長。

圖 1：IMF 最新之 2015 年經濟展望



資料來源：IMF

圖 2：美國去年第四季 GDP 增速放緩



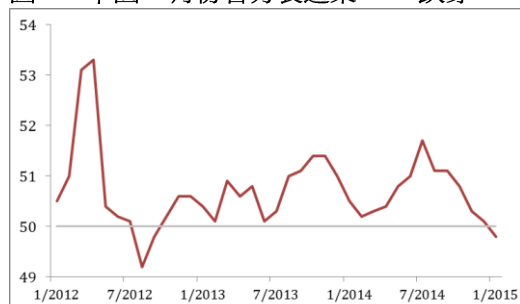
資料來源：彭博

### 中國製造業意外收縮

中國人民銀行去年 11 月減息，但暫未對實體經濟帶來支持，1 月份官方製造業採購經理指數 (PMI) 意外地跌至 49.8 的收縮水平（圖 3），環比下跌 0.3 點，亦為 2012 年 9 月以來首次低於盛衰分界線 50，市場原預期報 50.1。

去年第四季 GDP 同比增長 7.3%（圖 4），與第三季增速持平，全年增長 7.4%，符合中央年訂下「7.5%左右」的目標。

圖 3：中國 1 月份官方製造業 PMI 跌穿 50



資料來源：彭博

圖 4：中國去年第四季 GDP 增長 7.3%



資料來源：彭博

## 全球貨幣寬鬆，影響美國何時加息

貨幣政策方面，美國亦與其他地區背道而馳。上月歐元區、瑞士、丹麥、加拿大、印度、土耳其、新加坡、俄羅斯等央行都接連放寬貨幣政策。歐洲央行一如預期擴大買債範圍至主權債券，每月買債 600 億歐元，由今年 3 月起至明年 10 月止。其他央行的寬鬆舉措卻大部份為市場始料不及。

相反，美國聯儲局於 1 月底之議息會後聲明，對當地經濟增長及就業市場看法變得更樂觀。雖然美國工人平均時薪於去年 12 月意外地下跌，卻未有動搖聯儲局對就業市場的評估，令市場認為今年大有機會加息。不過，是次聲明添加了國際元素，指決定何時加息會考慮就業市場狀況、通脹壓力及預期、金融市場及國際發展。所謂「國際發展」，相信一方面指以歐元區為主的經濟或金融風險，另一方面指各主要央行的寬鬆政策令美元獨強，加劇美國貿易赤字。若外圍經濟惡化並加碼寬鬆，可能令聯儲局暫緩加息。

中國人民銀行亦繼續放鬆銀根，於 1 月 22 日重啟逆回購操作，為一年來首次，近兩周向市場淨投資金額為半年來最多（圖 5）。鑑於 1 月製造業 PMI 遜預期，加強了人行寬鬆的誘因，預料第一季內將減息或降準，唯難料將於春節前或後行動。

## 希臘激進左翼上台，唯短期違約風險低

希臘激進左翼聯盟於 1 月 25 日的大選中勝上，組成新政府上台，總理齊普拉斯表示不再接受財政緊縮方案，並已停止一些緊縮措施。希臘負債高達 3,150 億歐元，相當於該國 GDP 的 175%。希臘目前的貸款方案將於 2 月 28 日屆滿，若本月未能達成還款協議，有可能出現債務違約，甚至引發脫離歐元區的憂慮。希臘 10 年期國債孳息率已升至近 11%（圖 6）。

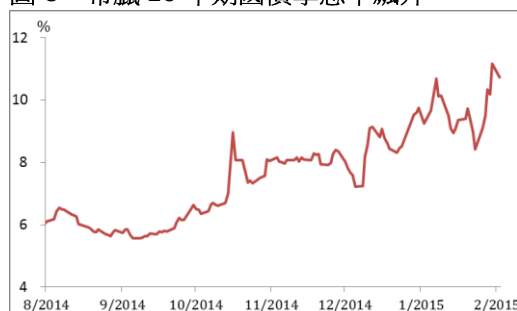
齊普拉斯競選時雖以「終結痛苦的緊縮政策」拉票，但上台後態度並非想像中強硬，並表示希望留在歐元區。新任財長正與各個歐元區債權國商討債務重組，並已表示不再堅持要求債務寬免，建議改為發行兩種新債券，取代歐洲央行持有的國債。我們相信，歐央行將於月內推行過渡計劃，向希臘提供流動資金，避免短期內違約。

圖 5：中國人民銀行向市場淨投放



資料來源：彭博

圖 6：希臘 10 年期國債孳息率飆升



資料來源：彭博

## 大市回顧及展望

### 2月乏焦點，港股料牛皮偏軟

回顧 1 月份，中外均頗多大事：歐央行啟動購買國債、希臘左派上台、瑞郎與歐元脫勾、中證監罰券商、人行重啓逆回購、長實(1 HK)與和黃(13 HK)重組等等。港股於波動中上揚，沒受美股及 A 股下跌所累，恒生指數升 3.8%。唯升市全靠傳統本港藍籌股及非國企股，國企指數不升反跌 2.2%。

展望 2 月，預料環球大事數量不及上月，港股料由燦爛歸於平淡，市場焦點料放在內地政策，包括貨幣政策有否加大寬鬆、監管槓桿風險的措施，及國企改革的進度。「十個牛皮九個淡」，若政策層面缺乏驚喜，料港股月內傾向溫和調整。

### 中國監管股市槓桿，政策風險猶存

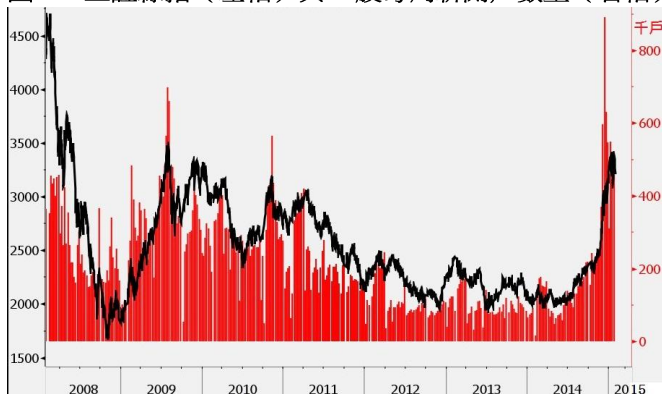
中國證監會於 1 月 16 日收市後表示，對 45 家證券公司的融資業務檢查中，發現部分違規問題，共警告或處罰了 12 家券商，造成 A 股「119 股災」，上證綜合指數於其後一個交易日即 1 月 19 日大瀉 7.7%。不過，投資者旋即將該次跌市拋諸腦後，融資餘額急速反彈，於 1 月 30 日收市升至 11,303 億元人民幣（上交所及深交所合計），再創新高，期間再度引起當局關注，多家內地銀行收到監管當局通知，要求其加強信貸管理，防止貸款流入股市，並傳出多家銀行收緊傘形信託槓桿。

既然兩市融資餘額屢創新高，內地股民似乎未對槓桿風險提高警覺，估計監管機構將再出手規範融資風險，輕則於官方媒體「出口術」警示，重則調高融資保證金比例，相信 A 股本月相當震盪。

### A 股新開戶數回落

A 股由 11 月底起大漲 5 成，主要由新投入的資金推動，反映於飆升的新開股票戶口數量及融資金額。新開戶數量由去年中低位不足 5 萬，到 12 月一度升至 89 萬，最近則已回落至約 50 萬。新開戶數與 A 股走勢關係密切（圖 7），新開戶數從高峰回落時，A 股亦往往回落。雖然這不表示新開戶量是領先指標，某程度反而是股指領先開戶量，因股民於升市中才有興趣買股，但綜合上述融資餘額或受政策壓抑的預期，短期內流入 A 股的新資金料減少。

圖 7：上證綜指（左軸）與 A 股每周新開戶數量（右軸）



資料來源：彭博

## 憧憬新一輪國企改革

日前《中國證券報》引述國務院國資委研究中心副主任彭建國，關於深化國有企業改革指導意見及八、九個相關配套文件已趨成熟，有望率先出臺，地方國企改革進展將更大，央企試點會在總結第一批經驗基礎上推出第二批試點。我們估計，部份改革方案有望於春節前推出，就算未能推出，市場亦可能憧憬於3月3日開始的中國人大政協會議上，會重點討論國企改革，利好具改革概念的國企股。

## 技術分析：恒指料 23,300-25,000 上落

- 從圖表分析，恒生指數於1月中突破「頭肩底」頸線，唯突破後出現健康回調，後抽至頸線 24,400 整固。若能企穩「頭肩底」頸線，中期量度目標 26,100，但短期調整壓力較大，或回試肩部支持 23,300，阻力位於 25,000（圖 8）。
- A 股方面，上證綜合指數出現「雙頂」利淡形態（圖 9），若失守頸線 3,095，將確認轉淡，量度目標 2,800。

圖 8：恒生指數日線圖（6 個月）



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 9：上證綜合指數日線圖（3 個月）



資料來源：彭博、招銀國際證券

## 行業觀點及焦點股份

看好：國企改革概念、鐵路基建、香港電訊

- **國企改革概念**：如第 5 頁所述，中央政府或會於春節前後推進新一輪國企改革，受惠的國企股有望獲追捧。中國電力(2380 HK)為未啟動改革、而有望短期內推行的股份。大部份內地火力發電股已有重組或注資行動，例如近期華能國電(902 HK)及華電國際(1071 HK)均向母公司收購電廠，推動盈利增長，大唐發電(991 HK)則於去年中剝離表現欠佳的煤化工業務，下一間或輪到中國電力。撇除改革憧憬，中國電力今年料續受惠煤價疲弱，盈利料大致平穩，預測 2014 年市盈率 8.2 倍及股息率 5 厘，頗具吸引力。

中國石化(386 HK)則為已於去年啟動改革的股份。雖然去年油價大瀉，令油企上游盈利大減，但中石化下游業務比重高，煉油利潤率料大幅改善，有助舒緩整體盈利下跌的壓力。另外，其經營加油站及便利店的子公司中石化銷售公司，計劃將分拆在港上市，據報將大約在年中籌集逾 50 億美元，若成事，有助釋放價值，提高中石化之估值。

- **鐵路基建**：中國政府力推「一帶一路」政策，鼓勵鐵路、核電、建材生產等中國企業「走出去」。不過，鐵路基建業遇到阻滯。中國鐵建(1186 HK)原先中標的墨西哥高鐵項目，原訂重新招標，但墨西哥政府宣布由於政府收入銳減，須削減預算，無限期擱置該高鐵項目。消息公布後，鐵路基建股全線急挫，提供了趁低吸納的機會。中國鐵路基建業正進軍不同地區多個國家，墨西哥僅屬個別事件，雖然不排除部份倚重出口商品的國家如秘魯亦會擱置基建項目，但相信中國鐵路企業仍將接陸續接獲海外工程合約，加上內地繼續建設高鐵，為相關企業帶來穩定訂單。
- **香港電訊**：各國央行爭相減息或推行量化寬鬆，壓低債券孳息率，美國 10 年期債息今年以來已下跌 50 點子，至 1.67 厘，高息股之吸引力相對增加，吸引資金流入。香港電訊業過去兩年競爭激烈，營運商盈利受壓，但去年 5 月香港電訊(6823 HK)完成收購對手 CSL 後，競爭減少，近月營運商已紛紛上調月費，料可推升今年盈利。

### 焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	2014 年預測				
				市盈率(倍)	市帳率(倍)	股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
中國電力	2380 HK	4.30	297	8.2	1.13	14.2	5.0	5%
中國石化	386 HK	6.07	8,293	9.5	0.91	10.7	4.2	-11%
中國鐵建	1186 HK	8.66	1,682	7.5	0.94	13.1	2.0	11%
香港電訊	6823 HK	10.28	778	24.1	2.05	9.1	4.4	15%

資料來源：彭博、招銀國際證券

市場估值及走勢圖

圖 10：恒生指數預測市盈率

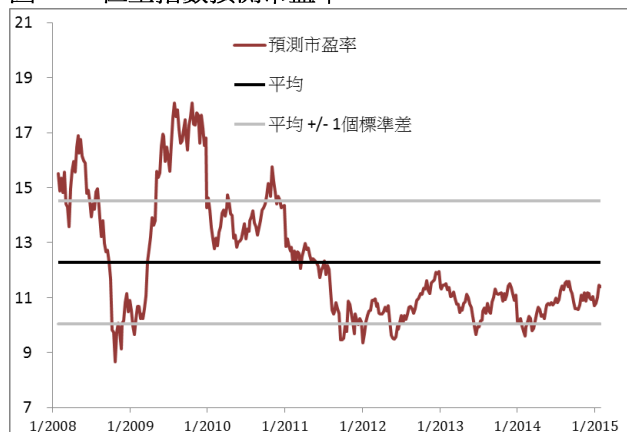


圖 11：恒生國企指數預測市盈率



圖 12：恒生指數預測股息率

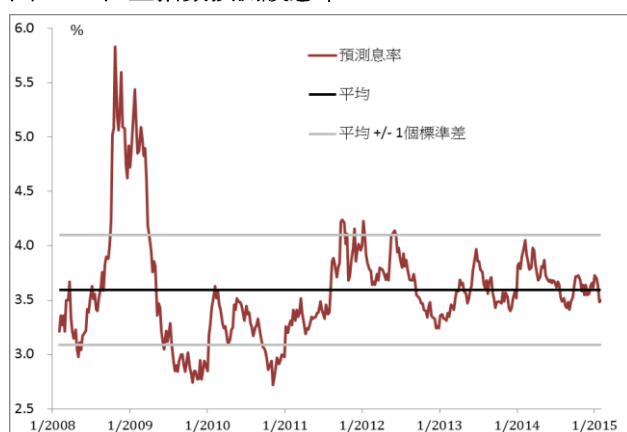


圖 13：恒生國企指數預測股息率



圖 14：恒生 AH 股溢價指數（100 以上為 A 股溢價）



圖 15：美元兌人民幣匯價



資料來源：彭博、招銀國際證券

## 2 月份重點經濟數據及事件

日期	國家	數據/事件	市場預期	上次數字
5	英國	英倫銀行議息結果	—	—
6	美國	1 月失業率	5.6%	5.6%
	美國	1 月非農職位變動	235,000	252,000
	美國	1 月平均時薪(月比)	0.3%	-0.2%
8	中國	1 月進口(年比)	-2.5%	-2.4%
	中國	1 月出口(年比)	5.8%	9.7%
10	中國	1 月消費者物價指數(年比)	1.1%	1.5%
	中國	1 月生產者物價指數(年比)	-3.8%	-3.3%
10-15	中國	1 月新增人民幣貸款	13,500 億	6,973 億
	中國	1 月 M2 貨幣供應(年比)	12.1%	12.2%
13	美國	1 月密西根大學信心指數初值	—	98.1
18	美國	1 月工業生產(月比)	—	-0.1%
	美國	1 月新屋動工(月比)	—	4.4%
	日本	日本央行議息結果	—	—
19	美國	聯儲局 1 月會議紀錄	—	—
23	美國	1 月成屋銷售(月比)	—	2.4%
24	美國	12 月標普/CS 綜合 20 房價指數(年比)	—	4.31%
25	中國	2 月匯豐製造業採購經理指數預覽值	—	49.7
	香港	2015-2016 年度財政預算案	—	—
26	美國	1 月消費者物價指數(年比)	—	0.8%
27	美國	去年第 4 季 GDP 修訂值(年度化季比)	—	初值 2.6%

資料來源：彭博

注：以上為香港時間



## A/H 股差價

## H 股較 A 股折讓最大的 25 隻股份

名稱	H 股代碼	股價 (港元)	A 股代碼	股價 (人民幣)	H 股對 A 股 折讓(%)
浙江世寶	1057 HK	7.38	002703 SZ	26.00	-77.1
山東墨龍	568 HK	3.11	002490 SZ	9.58	-73.8
洛陽玻璃	1108 HK	3.25	600876 SH	9.86	-73.4
東北電氣	42 HK	1.76	000585 SZ	4.86	-70.8
第一拖拉機	38 HK	5.35	601038 SH	13.71	-68.5
儀征化纖	1033 HK	2.51	600871 SH	6.36	-68.1
洛陽鉬業	3993 HK	4.80	603993 SH	11.18	-65.3
昆明機床	300 HK	3.14	600806 SH	7.28	-65.2
京城機電	187 HK	3.11	600860 SH	7.21	-65.2
山東新華製藥	719 HK	3.64	000756 SZ	8.31	-64.6
上海電氣	2727 HK	4.57	601727 SH	10.13	-63.6
兗州煤業	1171 HK	6.16	600188 SH	13.22	-62.4
天津創業環保	1065 HK	5.18	600874 SH	10.62	-60.6
重慶鋼鐵	1053 HK	1.53	601005 SH	3.06	-59.6
南京熊貓電子	553 HK	5.86	600775 SH	11.71	-59.6
經緯紡織機械	350 HK	9.32	000666 SZ	18.47	-59.3
大連港	2880 HK	2.61	601880 SH	5.17	-59.2
中海集運	2866 HK	2.37	601866 SH	4.29	-55.4
廣州廣船國際	317 HK	23.80	600685 SH	42.75	-55.1
上海石油化工	338 HK	2.24	600688 SH	4.02	-55.0
北京北辰實業	588 HK	2.43	601588 SH	4.21	-53.4
晨鳴紙業	1812 HK	3.77	000488 SZ	6.43	-52.7
中國中冶	1618 HK	2.33	601618 SH	3.91	-51.9
馬鞍山鋼鐵	323 HK	2.05	600808 SH	3.37	-50.9
中國遠洋	1919 HK	3.76	601919 SH	6.18	-50.9

資料來源：彭博、招銀國際證券

\*A 股代碼後的最後 2 位英文字母 SZ 代表深圳買賣的 A 股、SH 代表上海買賣的 A 股。

## H 股較 A 股溢價的股份

名稱	H 股代碼	股價 (港元)	A 股代碼	股價 (人民幣)	H 股對 A 股 溢價(%)
江蘇寧滬高速公路	177 HK	9.47	600377 SH	6.94	10.2
華能國際電力	902 HK	10.82	600011 SH	7.99	9.3
萬科企業	2202 HK	17.28	000002 SZ	12.88	8.3
安徽海螺水泥	914 HK	25.65	600585 SH	19.45	6.5
復星醫藥	2196 HK	28.35	600196 SH	22.67	1.0
工商銀行	1398 HK	5.50	601398 SH	4.41	0.7
青島啤酒	168 HK	51.05	600600 SH	41.05	0.4

資料來源：彭博、招銀國際證券

\*A 股代碼後的最後 2 位英文字母 SZ 代表深圳買賣的 A 股、SH 代表上海買賣的 A 股。

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及/或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。