

2015年5月4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

## 港股進入牛市三期，看好內險內銀國企重組股

### 摘要

#### 美國加息預期延後，資金流向新興市場

美國首季 GDP 增長 0.2%，遠遜預期，通脹亦僅得 0.9%，市場預期聯儲局 12 月才會加息，美匯指數大幅回落，料資金將趨向從美國流向新興市場，有利港股後市。

蘇沛豐, CFA  
(852) 3900 0857  
danielso@cmbi.com.hk

恒生指數 28,133  
52 周高/低位 28,589/21,680  
大市 3 個月日均成交 1,181 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	+12.2%	+15.1%
3 個月	+14.8%	+23.1%
6 個月	+17.2%	+34.2%

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4月1日 - 北水南調短期難見成效](#)

[15年3月2日 - 兩會行情已透支，減息最利好內險](#)

[15年2月3日 - 恒指牛皮偏軟，憧憬國企改革](#)

[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](#)

#### 「中國式量寬」不必憧憬，貨幣財政刺激肯定續來

中國首季 GDP 同比增速放緩至 7%，外電報道人民銀行考慮推出量化寬鬆，但其實人行常規措施如減息、降準、逆回購等已可做到為市場注資的效果，實在不必推出量寬，但無疑人行需要再減息及降準。財政刺激亦需加碼，料主要靠基建投資。

#### 港股「泡沫」言之尚早，「深港通」料有利小型股

港股於 4 月份急升，股民態度仍算審慎，遠遠未達瘋狂階段。從估值看，港股更難言有泡沫，市盈率較環球主要股市低，適逢美元回軟，料部份資金將從估值已不低的美股流向新興市場，港股可望受惠。「深港通」料於下半年啟動，未來數周或會公布，料將擴大合資格港股至小型股，可望吸引偏好小型股的內地股民。

#### 技術分析：恒指短線料整固，其後上望 32,000

恒指大成交配合創 7 年新高，進入牛市三期，初步上望歷史高位 32,000。短期卻有回調壓力，因成交與指數背馳，MACD 亦即將發出利空訊號。支持於上升通道底 27,600，下級支持於裂口區 26,300-26,700。調整過後，中線仍可反覆向上。

#### 焦點股份：內險、中小型內銀、國企重組概念股

**內險：**內險股首季業績強勁，投資收益受 A 股上漲推動急升。低基數效應下，次季投資收益可望繼續大增。**中國平安 (2318 HK)** 為較積極創新的內險企業，最近推出在線健康信息諮詢服務平台「平安好醫生」，具有「互聯網+」及「O2O」等概念。

**小型內銀：**近年內銀股估值低迷，受影子銀行及地方政府融資之壞帳風險困擾。今年 3 月中央公布地方政府債置換計劃，替內銀壞帳拆彈，有助內銀股之估值向上修復。中小型內銀如**民生銀行 (1988 HK)** 的地方政府貸款比重較高，較受惠置換計劃。

**國企重組概念：**市場熱炒國企合併及重組概念，具合併憧憬而基調良好者，首選鐵路基建，**中鐵建 (1186 HK)** 之預測市盈率 14 倍，尚未反映合併的憧憬。**光大控股 (165 HK)** 亦具重組概念，母公司光大集團之重組方案已獲國務院批准，或會向光大控股注資作整體上市。光大控股有計劃出售光大銀行及光大證券之股份，將有助釋放價值。

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	市盈率(倍)	市帳率(倍)	2015 年預測		
						股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
中國平安	2318 HK	111.40	10,145	16.5	2.45	14.3	0.9	10%
民生銀行	1988 HK	11.38	4,409	6.6	1.08	17.7	2.4	5%
中國鐵建	1186 HK	15.52	3,560	12.5	1.50	12.8	1.2	8%
中國光大控股	165 HK	25.75	434	12.7	1.27	11.5	4.9	35%

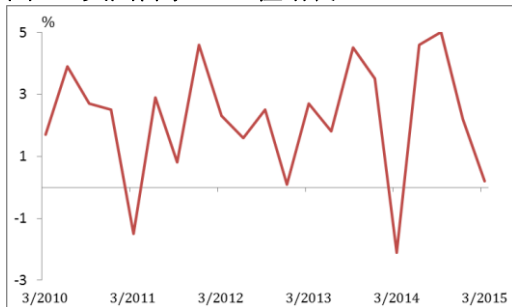
資料來源：彭博、招銀國際證券

## 經濟回顧及展望

### 美國首季經濟弱，加息預期再延後

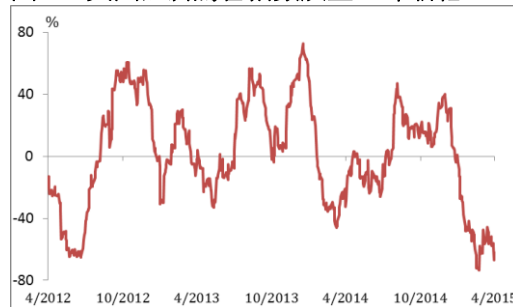
過去幾年，已發展地區之中，美國之經濟復甦最強，因此美國有條件逐步退出超寬鬆貨幣政策，而歐洲及日本反而需加碼放水。不過，美國今年首季 GDP 初值，年度化環比僅增長 0.2%（圖 1），遠低於市場預期的 1.0% 及去年第四季的 2.2%，令市場重新審視美國經濟前景，以及何時會加息。其實在 GDP 公布之前，美國近 3 個月之經濟數據一直令人失望，花旗美國經濟驚喜指數已連續 3 個月負數，表示經濟數據平均遜市場預期，更創逾 3 年新低（圖 2）。

圖 1：美國首季 GDP 僅增長 0.2%



資料來源：彭博

圖 2：美國經濟驚喜指數跌至 3 年新低



資料來源：彭博

通脹則繼續低迷。聯儲局偏好的通脹指標 — 核心個人消費支出（PCE）物價指數 — 第一季度年度化環比上升 0.9%，較預期之 1.0% 低，亦較去年第四季之 1.1% 放緩。核心 PCE 雖已撇除能源價格，但油價大跌的影響仍難免傳導至其他物價，令通脹仍遠離聯儲局的目標水平 2%。

GDP 及通脹遜預期，令聯儲局加息之預期延後，利率期貨顯示，市場預期今年 12 月才首次加息。加息之預期推動美元於過去一年急升，現時既然加息預期延後，美匯指數大幅回落，由 4 月中 100 大關跌至 95 以下，技術上跌穿平底三角形，或下試 92 水平。

美元強勢向來不利新興市場，現時美元回軟，料資金將趨向從美國流向新興市場，有利港股後市。

圖 3：美國首季通脹指標跌至 0.9%



資料來源：彭博

圖 4：美匯指數轉弱

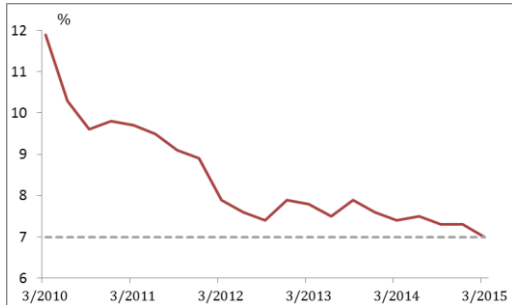


資料來源：彭博

### 「中國式量寬」不必懂憬，貨幣財政刺激肯定續來

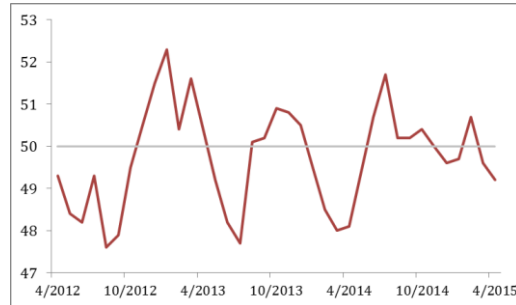
中國首季 GDP 同比增速放緩至 7%（圖 5），符合預期。人民銀行自去年 11 月起兩度減息、兩度降準，但貨幣政策成效需時見於實體經濟，因此首季經濟未充份反映寬鬆政策的支持。屬領先指標的匯豐中國採購經理指數（PMI），4 月份初值跌至 49.2，近 5 個月第 4 次低於 50 之盛衰分界線（圖 6），反映製造業前景仍差。

圖 5：中國首季 GDP 僅僅「保七」



資料來源：彭博

圖 6：匯豐中國 PMI 持續於收縮區



資料來源：彭博

為達到今年經濟增長 7%左右的目標，中國政府仍需放寬貨幣政策。最近彭博及路透社分別報道，人民銀行考慮推出量化寬鬆（QE），具體而言，可能增加補充抵押貸款工具（Pledged Supplementary Lending, PSL）規模，允許更多銀行獲得 PSL，或由人行直接注入基礎貨幣，包括直接從銀行購買資產，或直接購買地方債。

其實人民銀行常規的措施，如減息、降準、逆回購等，再加上較具針對性的定向措施如 PSL，已可做到為市場注資的效果。歐美之所以推行量寬，皆因利率已降至近零，常規措施已無計可施，唯有用非常規的量寬。但中國之利率及存準率仍大有下調空間，實在不必推出所謂中國式量寬。人行內部可能的確有討論量寬，但相信純屬未雨綢繆，不代表短期內會推行。

毫無疑問的是，人行需要再減息及降準。中央政府之財政刺激亦需加碼，料主要靠基建投資。正如 4 月 30 日召開的中共中央政治局會議所強調，「經濟下行壓力依然存在」，「積極的財政政策要增加公共支出」，發改委則表示近期可能會推出新的一批重大工程包。

## 大市回顧及展望

### 憧憬「北水南調」，4月恒指升逾3,000點

港股於4月份急升，恒生指數創7年新高，高見28,589，全月大升3,232點或13%。成交亦隨之急增，4月9日港股大市成交額達2,915億港元，創歷來新高。4月份日均成交額為1,981億港元，遠超首季平均之859億。本來備受冷落的「港股通」，每日105億元人民幣額度於4月8日首次被用罄。內地A股表現則更勝一籌，上證綜指全月大漲18.5%。

推動港股上漲的主要因素為「北水南調」。中國證監會於3月27日放寬公募基金投資港股的限制，不須具備合格境內機構投資者(QDII)資格，亦可透過「滬港通」投資香港股票。一石激起千重浪，中港及海外投資者，均憧憬未來數月將有巨額內地資金南下買港股，於是紛紛搶先買入。於4月份入市的資金，有多少屬於「北水」，無法評估，但無疑內地散戶對港股興趣大增，直接到香港券商開戶者急升。

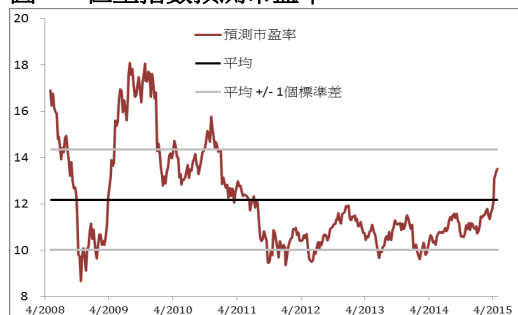
### 香港未算全民皆股，「泡沫」言之尚早

港股已多年未嘗如此升勢，久旱逢甘露，自然成為茶餘飯後熱話，散戶買賣亦趨活躍。有人擔心「全民皆股」係股市見頂先兆，擔心泡沫風險。不過，須知道「全民皆講股」不等於「全民皆炒股」，有不少股民反而是趁機沽出「蟹貨」（被套牢的股票），現時香港股民似乎並非普遍地全面持貨（滿倉），畢竟港股近廿年經歷多次股災：97年亞洲金融風暴、03年「沙士」、08年金融海嘯，股民的風險意識較高，態度較審慎，急升後未必高追，反而傾向候回調吸納。股市見頂並大跌前，通常係投資者極度樂觀並已全面持貨，市場缺乏新買家，但目前港股離此情況尚遠。

從估值看，港股更難言有泡沫。恒生指數上月急升後，本年預測市盈率升至13.5倍，略高於近7年平均之12.2倍（圖7）。當估值升至平均加1個標準差水平，即14.4倍，方進入警戒區，對應之恒指水平為30,000點。

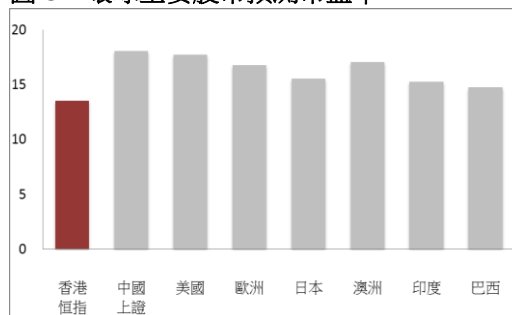
若與環球主要股市比較，港股估值更顯得偏低（圖8）。最近美國之經濟數據疲弱，令加息預期延後，美元因而回軟，料部份資金將從估值已不低的美股流向新興市場，當中港股估值較低，可望吸引資金流入。

圖7：恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博

圖8：環球主要股市預測市盈率



資料來源：彭博

### 「深港通」料即將公布，小型股可望獲追捧

「北水南調」的一大原因，係港股估值較 A 股低，此主要為比較大型股，例如以恒指或國企指數與上證綜合指數比較。如果比較小型股，差距更明顯，因為 A 股參與者多數為散戶，而內地散戶偏好小型股，推高了小型股估值。反映小型 A 股的中証 500 指數，今年預測市盈率高達 36 倍，而反映小型港股的恒生綜合小型股指數，預測市盈率為 18 倍，僅及 A 股之一半（圖 9）。

小型港股於未來半年，可能會迎來估值上調的機會，催化劑為「深港通」。目前「滬港通」之南下「港股通」部份，合資格港股僅得 270 餘隻，大部份為大型及中型股。「深港通」極可能於下半年啟動，或將於未來數周公布，料將擴大合資格港股至恒生綜合小型股指數，其成分股近 200 隻。換言之，當「深港通」啟動，內地投資者料可買入近 200 隻小型港股。估計消息公布後、正式啟動前，小型港股可望獲偷步買入的熱錢追捧。

圖 9：小型港股遠較小型 A 股便宜



資料來源：彭博

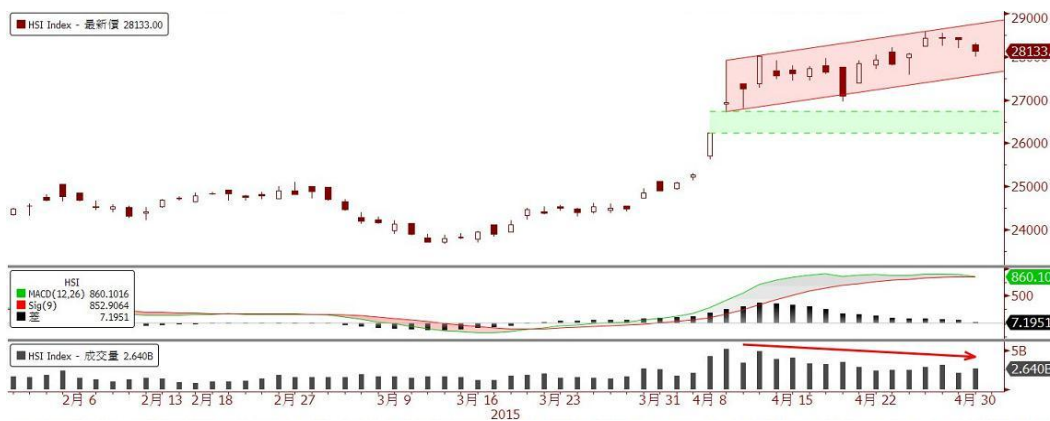
**技術分析：恒指短線料整固，其後上望 32,000**

- 恒生指數於 4 月份於大成交配合下急漲，突破近 4 年之重要阻力區 25,000，創 7 年新高，走勢與 2006 年 11 月相近，當時恒指亦於大成交配合下，突破 7 年前高位 18,400，進入牛市三期，其後一年升勢轉急，升至近 32,000 才見頂（圖 10）。今次的突破，亦可視為進入牛市三期，至少未來幾個月仍將反覆上升，初步上望歷史高位 32,000。
- 短期而言，恒指卻有回調壓力。日線圖（圖 11）顯示，4 月 9 日成交額突破 2,900 億港元後，恒指繼續反覆上升，但成交未能同步向上，反而逐步滑落，出現背馳。MACD 線與訊號線之差距已大幅收窄，或即將跌穿訊號線，亦為利空訊號。恒指之短期支持為上升通道底部約 27,600，若失守，則或下試裂口區 26,300-26,700。唯調整過後，中線仍可反覆向上，應把握回調機會增持。

**圖 10：恒生指數月線圖（1998-2015）**



**圖 11：恒生指數日線圖（3 個月）**



## 行業觀點及焦點股份

### 看好：內險、中小型內銀、國企重組概念股

- **內險**：內地保險股首季業績強勁，投資收益受 A 股上漲所推動急升。展望次季業績，因去年次季 A 股低迷，投資收益缺乏增長，低基數效應下，今年次季投資收益可望繼續急升。**中國平安 (2318 HK)** 首季淨利潤達到 200 億元人民幣，同比增長 85%，投資收益增 1.7 倍至 339 億元。壽險保費收入同比增 16.5%，其中新業務保費大增 50.9%。平安為較積極創新的內險企業，其互聯網金融業務增長迅速，截至 3 月底，平安互聯網用戶規模近 1.59 億，最近則推出在線健康信息諮詢服務平台「平安好醫生」，為用戶提供線上健康諮詢和線下相結合的服務。投資者偏好具有「互聯網+」及「O2O」（線上到線下）等概念的股份，平安於這方面較其他內險股優勝。
- **中小型內銀**：近年內銀股估值持續低迷，市盈率低至 5 倍至 7 倍，主要受影子銀行及地方政府融資平台潛藏之壞帳風險困擾。今年首季業績亦不理想，盈利增速普遍放緩至單位數百分比，主要受淨息差收窄及不良貸款上升所累，但這些負面因素應已反映於低迷的估值上。今年 3 月，中央政府公布地方政府債置換計劃，額度為 1 萬億元人民幣，讓地方政府發行債券，置換現有的銀行貸款，此舉可令銀行的貸款質素提升，是替內銀壞帳拆彈的一大步，有助內銀股之估值向上修復。中小型內銀如**民生銀行 (1988 HK)** 涉及較多地方政府相關貸款，約佔銀行貸款之 7-9%，四大行則只約佔 4%，因此地方債置換尤其有利中小型銀行。

另外，中國已從 5 月 1 日起實施存款保險制度，存款保險賠付上限定在 50 萬元人民幣。估計存保制將稍為影響內銀之淨息差，較有利小型銀行、不利大型銀行。過往未有存保制，小型銀行必須提供較高存款利率，方能吸引存戶，以抵償較高的倒閉風險。存保制實施後，小型銀行於爭取 50 萬元以下存戶時，提供的利率可略為降低，反而大銀行或要提高存款利率爭客。

- **國企重組概念**：上月市場熱炒國企合併及重組概念，例如石油股及航運股均曾憧憬合併而炒上。事實上，自從年初**南車(1766 HK)**及**北車(6199 HK)**宣布合併，其他國企的合併傳聞不絕。較具合併或重組逼切性的行業，不外乎兩個原因。第一，行業於海外爭取訂單，合併可避免中國企業之間的惡性競爭，例如鐵路基建、核電設備、電訊設備行業。第二，行業經營環境極為困難，例如產能過剩嚴重，連年虧損，例如鋼鐵及航運業，但此類行業基本因素差，若重組憧憬落空，股價難寄厚望。具合併憧憬而基調良好者，還看鐵路基建，因有南車北車合併的先例可循，何況本身兼具「一帶一路」概念。
- 市場已傳過**中鐵建(1186 HK)**及**中鐵(390 HK)**將合併，雖然兩者表示未獲得整合的通知，卻不能排除合併的可能。中鐵建之本年預測市盈率 14 倍，遠低於南車及北車之廿多倍，未反映合併的憧憬。
- 母公司為中國光大集團的**光大控股(165 HK)**，亦具國企重組概念。光大集團隸屬國務院，其重組改革方案，去年 8 月已獲國務院批准。假若光大集團採取「中信模式」，即有可能將資產注入光大控股作整體上市（中信集團去年注資前身為中信泰富之**中信股份(267 HK)**）。
- 光大控股現持有 3.37%**光大銀行(6818 HK / 601818 SH)** 及 33.33%**光大證券(601788 SH)**，截至 3 月底，市值合共約 474 億港元，比光大控股目前市值 434 億港元更高。隨著光大集團重組，光大控股將逐步退出被動性投資，計劃出售光大銀行及光大證券之股份，應有助釋放價值，提高光大控股之估值。

## 焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	市盈率(倍)	市帳率(倍)	2015年預測		
						股本回報率(%)	股息率(%)	每股盈利增長
中國平安	2318 HK	111.40	10,145	16.5	2.45	14.3	0.9	10%
民生銀行	1988 HK	11.38	4,409	6.6	1.08	17.7	2.4	5%
中國鐵建	1186 HK	15.52	3,560	12.5	1.50	12.8	1.2	8%
中國光大控股	165 HK	25.75	434	12.7	1.27	11.5	4.9	35%

資料來源：彭博、招銀國際證券



市場估值及走勢圖

圖 12：恒生指數預測市盈率



圖 13：恒生國企指數預測市盈率



圖 14：恒生指數預測股息率



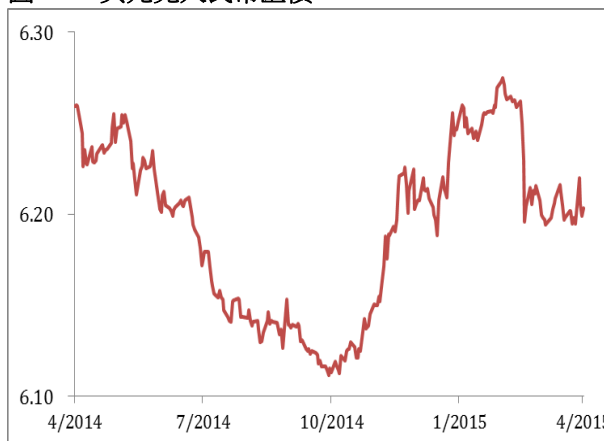
圖 15：恒生國企指數預測股息率



圖 16：恒生 AH 股溢價指數（100 以上為 A 股溢價）



圖 17：美元兌人民幣匯價



資料來源：彭博、招銀國際證券

## 5 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
7	英國	國會大選	—	—
8	美國	4 月失業率	5.4%	5.5%
	美國	4 月非農職位變動	225,000	126,000
	美國	4 月平均時薪（環比）	0.2%	0.3%
	中國	4 月進口（同比）	-9.8%	-12.7%
	中國	4 月出口（同比）	2.9%	-15.0%
9	中國	4 月消費者物價指數（同比）	1.6%	1.4%
	中國	4 月生產者物價指數（同比）	-4.6%	-4.6%
10-15	中國	4 月新增人民幣貸款	13,000 億	11,816 億
	中國	4 月 M2 貨幣供應（同比）	12.1%	11.6%
11	英國	英倫銀行議息結果	—	—
13	中國	4 月固定資產投資（農村除外，同比）	13.5%	13.5%
	中國	4 月工業生產（同比）	5.8%	5.6%
	中國	4 月零售銷售（同比）	10.4%	10.2%
15	美國	4 月工業生產（環比）	0.1%	-0.6%
21	美國	聯儲局公開市場委員會 4 月份會議紀錄	—	—
	中國	5 月匯豐製造業採購經理指數預覽值	—	49.2
22	美國	4 月核心消費者物價指數（同比）	—	1.8%
	日本	日本央行議息結果	—	—
26	美國	4 月耐用品訂單（運輸除外，同比）	—	-0.2%
29	美國	第一季 GDP 修訂值（年化環比）	—	0.2%

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	13.92	002703 SZ	35.88	-69.0
中海集運	2866 HK	4.39	601866 SH	11.10	-68.3
山東墨龍	568 HK	5.53	002490 SZ	13.41	-67.0
中國中冶	1618 HK	4.59	601618 SH	11.03	-66.7
第一拖拉機	38 HK	7.01	601038 SH	16.16	-65.3
上海電氣	2727 HK	7.92	601727 SH	18.19	-65.2
儀征化纖	1033 HK	4.51	600871 SH	9.88	-63.5
中國遠洋	1919 HK	7.16	601919 SH	15.30	-62.5
洛陽鋁業	3993 HK	7.77	603993 SH	16.51	-62.3
中國南車	1766 HK	15.00	601766 SH	31.70	-62.1
上海石油化工	338 HK	4.69	600688 SH	9.79	-61.7
兗州煤業	1171 HK	7.75	600188 SH	16.16	-61.6
東北電氣	42 HK	3.40	000585 SZ	7.07	-61.5
京城機電	187 HK	5.52	600860 SH	11.37	-61.1
中國北車	6199 HK	15.90	601299 SH	32.56	-60.9
洛陽玻璃	1108 HK	6.27	600876 SH	12.75	-60.6
中海發展	1138 HK	6.51	600026 SH	12.75	-59.1
重慶鋼鐵	1053 HK	2.38	601005 SH	4.65	-59.0
中國中鐵	390 HK	10.92	601390 SH	21.31	-59.0
中國鋁業	2600 HK	5.00	601600 SH	9.50	-57.9
經緯紡織機械	350 HK	12.04	000666 SZ	22.86	-57.8
馬鞍山鋼鐵	323 HK	3.02	600808 SH	5.69	-57.5
大連港	2880 HK	4.24	601880 SH	7.97	-57.4
天津創業環保	1065 HK	8.17	600874 SH	15.10	-56.7
鄭煤機	564 HK	6.08	601717 SH	11.22	-56.6

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 (%)
萬科企業	2202 HK	20.65	000002 SZ	14.60	13.2
安徽海螺水泥	914 HK	31.50	600585 SH	23.77	6.1
招商銀行	3968 HK	23.45	600036 SH	18.22	3.0
中國平安	2318 HK	111.40	601318 SH	88.66	0.6

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。