

2016年1月11日

環球金融市場策略報告 - 第一季



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

歐美日股市仍偏強，新興股匯債齊受壓

摘要

成熟市場：美股略勝美債，歐元股市受量寬支持

美國已開始加息，加息周期中，股票表現通常勝債券。預計美債息將趨升，但美債整體並非太淡，因美債孳息仍遠高於其他已發展國家，而美元高息企業債目前息差甚高，較國債具吸引力。歐洲及日本方面，料股市繼續受央行量寬計劃支持。

新興市場：股匯債前景皆不妙

資源價格大跌，及美國逐步退出超寬鬆貨幣政策，令資金回流美元資產，此兩因素料至少於首季持續困擾新興市場股票。貨幣方面，美元料維持強勢，新興國家經濟則顯著放緩甚至衰退，貨幣政策只會更寬鬆，新興貨幣難免續受壓。新興市場債券前景亦不樂觀，負面因素包括經濟疲弱、企業盈利受壓、財赤增加等。

中國及香港：人民幣貶值成共識，股市添壓力

人民幣本年首周已貶值 1.5%，貶值之急令市場意外。今年貶值已成市場共識，中港股市之弱勢已反映了有序貶值的預期，但假如貶值速度持續地較急，則中國股票之估值料將向下重估，經濟上則有資金外流的憂慮，中港股市難免繼續受壓，直至人民幣跌勢喘定。

港股策略：避人民幣貶值受累股及周期股

港股於首季度面對的主要風險，是人民幣貶值及中港經濟疲弱，策略應著重防守，規避此兩風險，盡量避開人民幣資產重的 H 股，及收入最受經濟放緩打擊的周期性行業。

焦點股份：環球公用、本港快餐及電訊

長江基建(1038 HK)於歐洲、澳紐、加拿大等海外市場從事供電、供水、供氣等業務，防守力強。多年來於海外併購帶動盈利，令盈利及股息穩步增長。下半年有可能重提與**電能(6 HK)**合併，若合併成功，將有更多彈藥作併購。

大快活(52 HK)主要於本港經營快餐，經濟放緩時，快餐需求保持穩定，經營成本反而下降，包括來自內地的食材受惠人民幣貶值。公司半年度盈利錄得 13%增長，毛利率擴闊 1.4 個百分點，表現勝同業。

和記電訊香港(215 HK)主要於香港及澳門從事流動電訊及固網業務，幾乎沒有人民幣資產，而就算香港經濟前景疲弱，電訊服務需求亦平穩，並受惠行業競爭減少，盈利趨升。和電之股價近半年跌近三成，較恒指表現更差，但基本因素並沒惡化，股價大跌為吸納良機。

蘇沛豐, CFA

(852) 3900 0857

danielso@cmbi.com.hk

過往市場策略報告

[15年12月7日 -](#)

[2016年宏觀與策略](#)

[15年12月3日 -](#)

[憂加息及人民幣貶值，12月料先跌後反彈](#)

[15年11月2日 -](#)

[港股料反覆上落，看好績優及高息股](#)

[15年10月2日 -](#)

[美國近加息，股票勝債券](#)

[15年9月1日 -](#)

[恒指目標下調至23,600](#)

[15年8月3日 -](#)

[業績難有驚喜，中港股市橫行](#)

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	2015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
長江基建	1038 HK	70.30	1,771	16.8	1.66	10.2	3.1	-3%
大快活	52 HK	24.55	31			未有預測		
和記電訊香港	215 HK	2.56	122	13.2	1.07	8.1	5.7	12%

資料來源：彭博、招銀國際證券

成熟市場

美國踏入加息周期，股票略勝債券

2016 年首季以至全年，影響全球金融市場的重要因素，必定包括美國利率走勢。美國聯儲局去年 12 月加息，為九年來首次，長達七年的零息時代告終。我們的經濟師估計，聯儲局今年將四度加息，每次加 0.25 厘，指標利率於年底前升至 1.5%。下次加息料為 3 月 16 日會議上。

我們於去年 10 月份的《環球市場策略報告》已指出，加息周期內，美股通常上升，美債通常下跌，而最近三次加息周期，美國十年期國庫債券孳息率皆上升（圖 1），即債價下跌。

美國已踏入加息周期，雖然此周期之加息幅度及步伐料異常地溫和，料仍難免對整體債券價格帶來壓力。事實上，上一季度，十年期國債孳息由 2.04% 升至 2.27%，同期美股則反彈，標普 500 指數升 6.5%。

雖然預計美債息將趨升，卻毋須對美債整體看得太淡。第一，美國國債孳息最新為 2.12%，仍遠高於其他已發展國家，如英國及德國（圖 2）。英國十年期國債孳息率僅得 1.77%，德國更低至 0.51%。短短三年前，此三國債孳息仍相若，現時美息較高，已部份反映聯儲局加息的因素。當市場資金有避險需求時，料傾向流向美債而非其他已發展地區的國債。除非聯儲局加息步伐進取，否則料美國國債價格只會溫和下跌。

圖 1：加息周期時美債息趨升



資料來源：彭博

圖 2：美國、英國、德國十年期國債孳息



資料來源：彭博

美元高息債相對具吸引力

第二，美元高收益企業債相對較看好。雖然美元高收益企業債於近月受壓，但主要是能源企業受油價低迷拖累。彭博美元高收益能源公司債券指數，於去年第四季度價格下跌 8.4%，彭博美元高收益公司債券指數同期僅跌 1.5%。圖 3 比較了彭博美元高收益公司債券孳息與美國十年期國債孳息的差距，可見於過去 6 年，息差介乎 2.5 至 7.1 個百分點，目前息差達 6.9 厘，已接近區間高位。高息債之息差闊，反映的是信貸違約風險上升，但近月美國經濟數據大致良好，高息企業債之違約率不見得會大升，估計此息差稍後將回落，意味美元高息企業債可跑贏美國國債。

圖 3：美元高息企業債息差



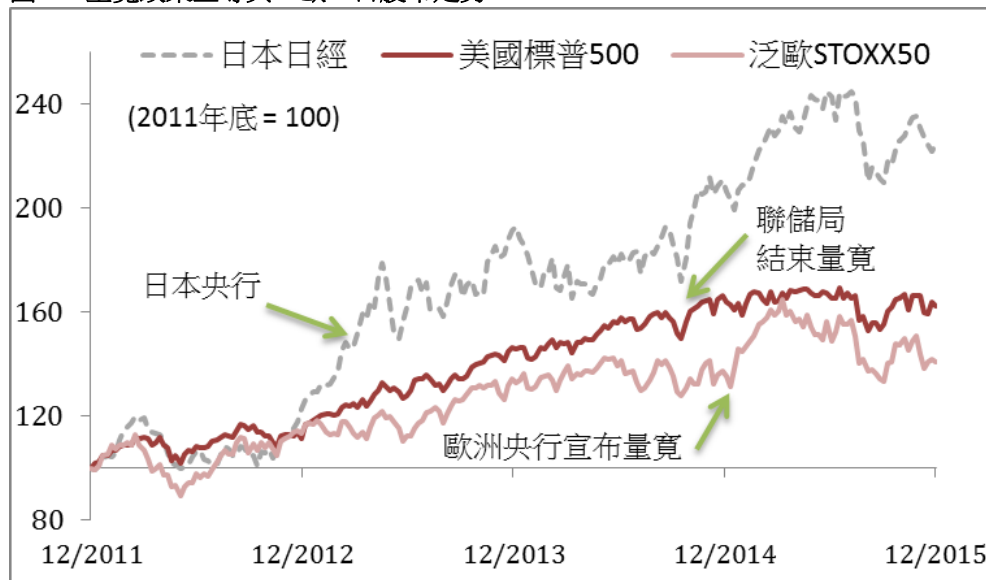
資料來源：彭博

歐元區及日本股市續受量寬支持

美股於 2015 年下跌，標普 500 指數跌 0.7%，歐元區及日本股市（當地貨幣計）則分別升 3.9% 及 9.1%。論基本因素，美國經濟復甦情況明顯勝歐洲及日本，但美股跑輸，部份原因是貨幣政策。

美國聯儲局實行了五年多的量化寬鬆買債計劃，到 2014 年 10 月告終，自此美股升勢放緩，轉為上落市。反觀歐元區及日本分別於 2013 年初及 2015 年初才推出量寬，刺激當地股市造好（圖 4）。

圖 4：量寬政策主導美、歐、日股市走勢



資料來源：彭博

目前，歐央行每月買債 600 億歐元（每月 645 億美元），日本央行每年買債 80 萬億日圓（每月 560 億美元）。日央行行長黑田東彥上周表示，如有需要，將果敢行動，以達到通脹目標。歐央行行長德拉吉上月亦有類似言論。換言之，若商品價格維持低迷，通縮風險重臨，歐元區及日本均有可能擴大量寬規模，對兩地股市注入新動力。

新興市場

新興股匯債前景不妙

新興市場股票自 2013 年以來持續跑輸成熟市場（圖 5），MSCI 新興市場指數累計跌 30%，MSCI 世界指數則上升 18%。受壓的不單止股票，債券及貨幣亦然。新興市場的負面因素，主要來自資源價格大跌，及美國逐步退出超寬鬆貨幣政策，令資金回流美元資產。此兩因素，料至少於本年首季內持續。

美國已啟動加息周期，美元料維持強勢，反觀新興國家經濟顯著放緩甚至衰退，貨幣政策只會更寬鬆，例如中國今年將再減息降準。此消彼長下，去年已下跌 16% 的新興貨幣指數（圖 6），料於未來數月繼續下滑。

商品價格方面，能源價格大跌，一方面反映中國為首之新興國需求疲弱，另一方面由於供應充足，例如石油輸出國組織不願減產。天然資源出口國的經濟狀況堪憂，巴西央行綜合分析員估算，該國 2015 及 2016 年 GDP 分別萎縮 3.7% 及 3.0%，主權信貸評級已被標準普爾及惠譽下調至垃圾級。

新興市場債券前景亦不樂觀。經濟疲弱、企業盈利受壓、財赤增加，令新興市場主權債及企業債之信貸違約風險普遍上升，其中以美元發行的債券變相增加，償付能力下降，以本幣發行的債券則因匯率下跌損害回報。

圖 5：新興股市近 3 年跑輸成熟市場



資料來源：彭博

圖 6：新興貨幣匯價跌勢未止



資料來源：彭博

中國及香港

A 股熔断機制更添波動

中國 A 股自今年 1 月 4 日起實施「熔断機制」，若滬深 300 指數單日升或跌幅達 5%，停市 15 分鐘作冷靜，若復市後升跌幅擴大至 7%，則當天提早休市。豈料機制實行首四天，已兩度觸及 7% 跌幅而停市。類近的熔断機制，美國也有，中國推行的原意，是為投資者提供冷靜空間，減少非理性波動，但 A 股以散戶主導，短炒為主，當散戶見到股指愈跌愈急，例如達 3 至 4%，會擔心一旦熔断機制被觸發便不能買賣，於是不甘後人，趕於停市前沽貨套現，反而加劇了市場波動。結果，中證監於 1 月 7 日晚上公布暫停熔断機制。

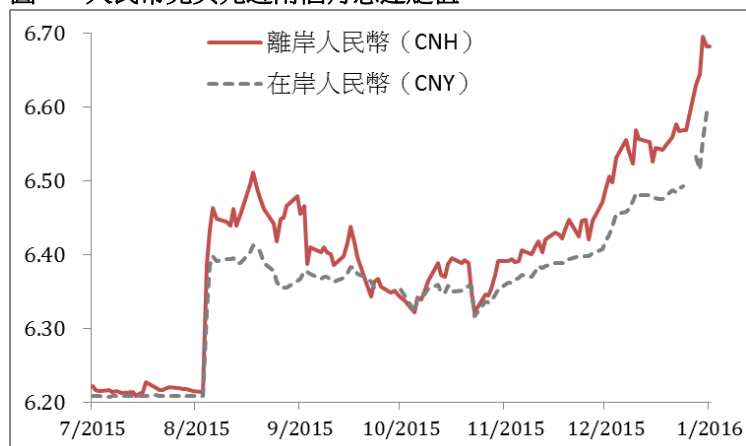
人民幣貶值成共識，中港股市添壓力

A 股之所以大跌，主要由於人民幣急速貶值，於 2016 年首周，兌美元已貶了約 1.5%。另一個次要原因，是為期半年的 A 股主要股東減持禁令於 1 月 8 日屆滿，投資者擔心會出現減持潮，紛紛搶在前頭沽貨。自從去年 11 月 30 日國際貨幣基金(IMF)宣布將人民幣納入特別提款權(SDR)後，可能由於央行維持匯價穩定的誘因下降，人民幣跌勢轉急（圖 7）。

上周初匯率急貶後，央行於1月7日罕有地將在岸人民幣中間價大幅調低0.51%，給市場的訊息似乎是央行亦接受貶值，暫無意入市干預，加深了市場對貶值的預期。

人民幣今年貶值已成市場共識，差別只在於幅度。若是有秩序地溫和貶值，市場應可接受，中港股市（尤其是H股）之弱勢應已反映相關風險。但假如貶值速度持續地較急，則中國股票之估值料將向下重估，經濟上則有資金外流的憂慮，中港股市難免繼續受壓，直至人民幣跌勢喘定。我們的經濟師對美元兌在岸人民幣匯價的預測如下：三個月後6.70，六個月後6.80，本年底6.90。

圖7：人民幣兌美元近兩個月急速貶值



資料來源：彭博

技術分析：恒指支持下移至 19,400

- 恒生指數經過1月份首周大跌近1,500點後，失守去年9月份低位20,368，創兩年半新低，已明顯超賣。周線圖顯示，指數與14周相對強弱指數(RSI)底背馳，若人民幣匯價短期喘定，恒指於20,000點心理關口可望出現技術反彈，阻力位於20周移動平均線近21,900。相反，若人民幣跌勢未止，恒指將下試下一級支持位約19,400，即2013年中低位（圖8）。

圖8：恒生指數周線圖（三年）



資料來源：彭博、招銀國際證券

焦點股份

香港股市於首季度面對的主要風險，是人民幣貶值及中港經濟疲弱，投資策略應著重防守力，規避此兩風險，盡量避開人民幣資產重的 H 股，及收入最受經濟放緩打擊的周期性行業。

環球公用股，避人民幣風險

- **長江基建(1038 HK)**於歐洲、澳紐、加拿大等海外市場從事供電、供水、供氣等業務，防守力強，中國內地業務佔盈利比重僅幾個百分點，毋懼人民幣貶值。雖然中港都有公用股，但專注本港業務的缺乏增長，內地的則未必穩健，面對需求疲弱及收費下跌等風險。
- 長建多年來於海外併購帶動盈利，往績優異，相信未來可沿用此策略，令盈利及股息穩步增長。長建自 1996 年上市以來，派息穩步增長，從未減少。早前長建與**電能(6 HK)**合併失敗，下半年有可能重提，若合併成功，長建可分享電能手頭逾 500 億港元現金，作併購時有更多彈藥。就算未能合併，長建仍可增加借貸，或夥拍長和系內機構合資併購。

本地快餐股，毋懼經濟疲弱

- 香港經濟增長正放緩，尤其是深受內地客減少及港元強勢打擊的零售及旅遊業。早前公布截至 9 月底之半年業績的香港零售股，幾乎全線盈利大幅倒退，化妝品及珠寶零售股為重災區。相比之下，餐飲股表現較佳，其中快餐需求穩定，經濟放緩時，經營成本反而下降，包括來自內地的食材受惠人民幣貶值。**大快活(52 HK)**半年度盈利錄得 13%增長（稅前經營溢利，撇除出售資產之收益），毛利率擴闊 1.4 個百分點至 16.4%，表現勝同業。

香港電訊股，行業競爭減少

- **和記電訊香港(215 HK)**主要於香港及澳門從事流動電訊及固網業務，幾乎沒有人民幣資產，而就算香港經濟前景疲弱，電訊服務需求亦平穩，其中流動市場繼續因一年半前**香港電訊(6823 HK)**收購 CSL 後，競爭減少，盈利趨升。市場預期和電 2015 年盈利增長 12%，股息率逾 5 厘。和電之股價近半年跌近三成，較恆指表現更差，但我們認為公司之基本因素並沒惡化，股價大跌後，為吸納良機。

焦點股份

公司	代碼	收市價(港元)	市值(億港元)	2015 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
長江基建	1038 HK	70.30	1,771	16.8	1.66	10.2	3.1	-3%
大快活	52 HK	24.55	31			未有預測		
和記電訊香港	215 HK	2.56	122	13.2	1.07	8.1	5.7	12%

資料來源：彭博、招銀國際證券

環球主要市場表現一覽

股票市場

	現價	%變化				
		1 個月	3 個月	年初至今	1 年	3 年
中國及香港						
恆生指數	20,453.71	-5.76%	-8.93%	-6.67%	-14.49%	-12.42%
恆生國企指數	8,845.89	-6.40%	-15.00%	-8.44%	-26.78%	-25.86%
上證綜指	3,186.41	-7.79%	0.10%	-9.97%	-3.01%	39.53%
深證綜指	1,978.72	-10.54%	9.22%	-14.30%	37.14%	119.32%
成熟市場						
美國標普 500	1,922.03	-6.34%	-4.61%	-5.96%	-6.00%	30.56%
美國納斯達克	4,643.63	-7.96%	-3.87%	-7.26%	-1.28%	48.75%
歐洲 STOXX 600	341.35	-6.02%	-5.92%	-6.69%	1.01%	18.76%
英國富時 100	5,912.44	-2.88%	-7.85%	-5.28%	-9.06%	-3.10%
德國 DAX	9,849.34	-7.07%	-2.45%	-8.32%	2.08%	27.77%
日本日經 225	17,697.96	-7.08%	-4.02%	-7.02%	2.91%	66.14%
澳洲標普/ASX 200	4,990.84	-0.93%	-5.47%	-5.76%	-8.69%	5.67%
新加坡海峽時報	2,751.23	-3.41%	-8.25%	-4.56%	-17.59%	-14.72%
新興市場						
印度 SENSEX	24,934.33	-1.26%	-7.92%	-4.53%	-9.19%	26.80%
巴西 BOVESPA	40,612.21	-11.00%	-17.69%	-6.32%	-16.85%	-34.15%
俄羅斯 RTSI	736.82	-7.06%	-16.83%	-2.67%	-5.85%	-53.13%
韓國 KOSPI	1,917.62	-1.76%	-5.05%	-2.23%	-0.37%	-4.44%
印尼 JCI	4,546.29	1.79%	-0.94%	-1.02%	-12.85%	5.30%
馬來西亞 KLCI	1,657.61	0.54%	-2.87%	-2.06%	-4.32%	-1.60%
泰國 SET	1,244.18	-4.13%	-11.84%	-3.40%	-18.65%	-11.51%

資料來源：彭博、招銀國際證券；截至2016年1月8日

主權債券

	現時孳息率 (%)		
	2 年期	5 年期	10 年期
美國	0.93	1.56	2.12
英國	0.51	1.14	1.77
德國	-0.40	-0.13	0.51
法國	-0.35	0.03	0.88
意大利	-0.10	0.47	1.28
西班牙	0.00	0.63	1.71
日本	-0.02	0.02	0.23
澳洲	2.00	2.20	2.78
中國	2.60	2.70	2.87
印度	7.31	7.62	7.74

資料來源：彭博、招銀國際證券；截至2016年1月8日

貨幣匯價

	現價	%變化				
		1個月	3個月	年初至今	1年	3年
成熟市場						
美元指數	98.54	0.61%	3.93%	-0.09%	7.18%	23.58%
歐元/美元	1.09	-0.17%	-3.84%	0.55%	-7.77%	-17.71%
英鎊/美元	1.45	-4.24%	-5.25%	-1.49%	-4.24%	-10.21%
美元/日圓	117.26	-3.54%	-2.50%	-2.46%	-1.05%	32.08%
澳元/美元	0.70	-4.50%	-5.22%	-4.57%	-15.25%	-34.39%
紐元/美元	0.65	-3.09%	-2.11%	-4.19%	-16.48%	-22.60%
美元/加元	1.42	4.01%	9.48%	2.41%	19.42%	44.14%
美元/瑞士法郎	0.99	0.72%	3.45%	-0.73%	-1.92%	8.82%
其他						
美元/人民幣	6.59	2.43%	3.93%	1.56%	6.22%	5.95%
美元/印度盧比	66.64	-0.13%	2.94%	0.73%	6.92%	22.10%
美元/巴西雷亞爾	4.02	5.57%	6.95%	1.62%	52.87%	98.36%
美元/俄羅斯盧布	74.75	8.69%	21.51%	3.07%	20.48%	147.22%
美元/韓圓	1,197.84	1.38%	4.68%	1.94%	9.93%	12.97%
美元/印尼盾	13,923	-0.22%	3.81%	0.98%	10.09%	41.11%
美元/馬來西亞林吉特	4.39	3.02%	6.36%	2.28%	23.32%	44.96%
美元/泰銖	36.33	0.72%	2.21%	0.82%	10.58%	20.06%
美元/新加坡元	1.44	2.74%	3.46%	1.71%	8.20%	18.03%

資料來源：彭博、招銀國際證券；截至2016年1月8日

商品

	現價 (美元)	%變化			
		1個月	3個月	年初至今	1年
原油	33.16	-13.71%	-35.49%	-10.48%	-41.23%
黃金	1,104.2	3.04%	-4.53%	4.06%	-9.74%
白銀	13.94	-1.30%	-12.01%	0.64%	-15.56%
銅	4,485.0	-2.29%	-15.30%	-4.68%	-26.35%
玉米	357.0	-5.87%	-9.28%	-0.49%	-16.93%
小麥	478.5	-3.43%	-7.40%	1.81%	-19.55%
大豆	865.3	-1.82%	-3.24%	0.12%	-15.93%

資料來源：彭博、招銀國際證券；截至2016年1月8日

招銀國際模擬港股投資組合

招銀國際證券於2014年1月13日成立模擬港股投資組合。每個交易日收市後，上載至招銀國際公司網頁，客戶登入帳戶便可參閱。

模擬組合的選股準則，結合基本分析及技術分析，股份分為「中長線」及「短線」部分：

「中長線」部份為核心持股，佔模擬投資組合較大比重（目標50%至70%），主要投資基本因素良好及/或估值偏低之股票。預期買賣頻率較低。

「短線」部份佔模擬投資組合的比重較小（目標0%至50%），主要投資預期短期內較具上升動力的股票。除了基本因素及估值，亦受消息、傳聞、技術指標等等所影響。此部分可能波動性較高，亦未必適合中長線投資。

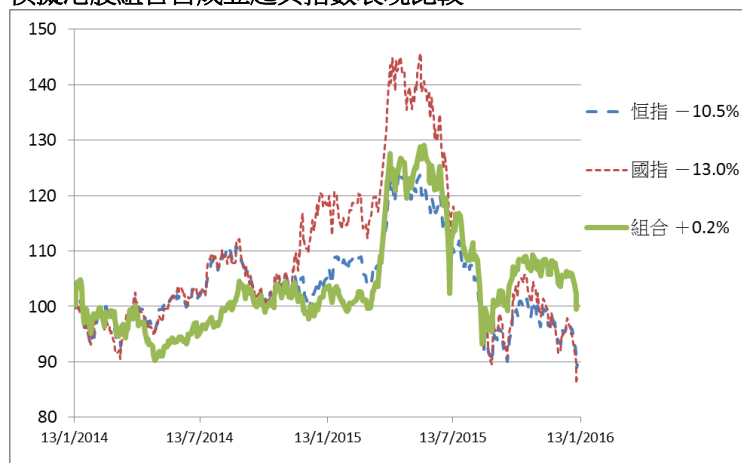
模擬組合進行每宗買賣前，會於前一個交易日收市後預告，讓客戶可預先參考。如有需要，組合亦會列出個別持股之目標價及止蝕價。

模擬港股組合

股份	代號	行業	本年度 預測市盈率	下年度 預測市盈率	股息率 (%)	買入價 (港元)	收市價 (港元)	總回報 (連股息)	佔組合比重
中長線 (50.4%)									
深圳國際	152	物流	12.0	11.5	2.0	8.21	13.00	63.9%	8.6%
中國鐵建	1186	鐵路基建	8.0	7.6	2.0	7.93	8.90	14.6%	9.8%
騰訊	700	科網	36.7	28.5	0.2	113.9	142.6	25.5%	10.7%
中國海外	688	內房	7.5	6.6	2.3	24.3	23.8	0.1%	8.3%
匹克體育	1968	消費	10.8	10.0	7.1	2.02	2.16	10.8%	6.7%
領展房產基金	823	房產基金	22.2	20.9	4.3	42.60	44.60	4.7%	6.4%
短線 (28.8%)									
香港電訊	6823	電訊	18.9	17.1	5.1	9.67	9.54	1.3%	6.6%
長和	1	綜合	12.1	10.7	3.7	113.5	99.4	-11.9%	5.8%
恆安國際	1044	消費	19.7	17.8	3.1	82.90	67.10	-19.1%	5.3%
新華保險	1336	內險	8.4	8.5	0.9	35.32	29.65	-16.1%	5.4%
星美控股	198	消費	35.2	19.6	0.4	0.79	0.88	11.4%	5.8%
現金 (20.7%)									20.7%
組合整體回報 (由2014年1月13日成立起計)								0.2%	
組合整體回報 (2016年度)								-5.4%	

數據來源：彭博、招銀國際證券 (截至2016年1月8日)

模擬港股組合自成立起與指數表現比較



資料來源：彭博、招銀國際證券；截至2016年1月8日

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。