

昊海生物科技(6826 HK)

眼科業務帶來新的增長動力

- ❖ 繼續覆蓋給予買入評級，目標價上調到 53.2 港元。隨著一系列收購活動的結束，昊海基本完成白內障手術行業的產業鏈佈局，預計未來眼科業務會給公司帶來更多增長動力。由於公司醫美皮膚填充劑業務增長迅猛，骨科產品和防粘連及止血產品增長溫和，我們預計昊海 2016 年至 2019 年核心淨利潤複合增長率為 20.6%。我們繼續覆蓋公司，給予買入評級，同時上調目標價從 44.7 港元到 53.2 港元。我們的目標價代表著 2017/18 年預測市盈率 20.2 倍/16.9 倍，潛在升值空間為 20.6%。
- ❖ 完成人工晶狀體產業鏈佈局。昊海於 2017 年 4 月 13 日公告宣佈收購英國一家隱形眼鏡及人工晶狀體材料製造公司 Contamac 70% 的股份，對價為 245 萬英鎊（相當於 2.41 億港幣）。根據賣方提供的利潤擔保，我們推斷此單收購估值為 2017/18 年預測市盈率 12.8 倍/8.6 倍。自 2015 年以來，公司陸續完成深圳市新產業、河南宇宙、珠海艾格以及艾瑞科技的股權收購，初步進軍高值眼科耗材產業。昊海現時生產和銷售 3 款眼科黏彈劑，5 款人工晶狀體，1 款潤眼液以及上游人工晶狀體原料。我們相信隨著收購活動的結束，昊海於白內障手術行業產業鏈佈局已基本完成，公司業務覆蓋白內障手術主要的兩大耗材（眼科黏彈劑和人工晶狀體）以及上游原材料和下游分銷網路。
- ❖ 致力於開拓國內滲透偏低的白內障手術行業。白內障是國內人群失明的主要原因，60 歲以上老人發病率達 80%，預計國內有 1.68 億人口患有不同程度的白內障。儘管如此之高的發病率，國內每百萬人口僅有 1,500 次白內障手術，嚴重落後於美國的 9,000 次以及印度的 6,000 次。隨著國內生活標準的提高和醫療服務的改善，未來國內白內障行業存在著巨大的發展潛力。根據公司資料，昊海的眼科黏彈劑產品國內市場份額為 40%，人工晶狀體產品國內市場份額為 30%。因此我們相信新收購業務的整合和公司內生增長將帶動眼科業務的增長，預計眼科業務 2017/18 年將錄得 261.8%/30.7% 的增長，占總收入比重從 2016 年的 14.4% 上升到 2017/18 年的 32.3%/34.2%。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	664	851	1,344	1,660	1,940
核心淨利潤(百萬人民幣)	249	304	376	448	533
核心 EPS (人民幣)	1.69	1.90	2.35	2.80	3.33
EPS 變動 (%)	10.8	11.9	23.8	19.3	18.8
市盈率 (x)	23.2	20.7	16.7	14.0	11.8
市帳率 (x)	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6
股息率 (%)	1.0	1.3	1.5	1.8	2.1
權益收益率 (%)	10.3	10.5	11.7	12.6	13.4
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

買入(繼續覆蓋)

目標價	HK\$53.20
(前目標價)	HK\$44.70)
潛在升幅	+20.6%
當前股價	HK\$44.10

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	7,058
3 個月平均流通(百萬)	4.0
52 周內高/低(港元)	46.5/32.2
總股本(百萬)	40.0

資料來源：彭博

股東結構

Jiang Wei	47.3%
Management & core R&D team	15.5%
Free float	25.0%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	12.2%	6.8%
3 月	16.8%	11.7%
6 月	17.0%	3.6%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: 安永

公司網站: www.3healthcare.com

- ❖ **醫學美容增長勢頭持續。**昊海第二代玻尿酸“嬌蘭”於 2016 年末上市。原有的第一代玻尿酸“海薇”適用於修復中度至重度面部皺紋及褶皺，嬌蘭適用於填補唇部和臉頰。兩種產品功效上可相互補充，新上市的“嬌蘭”將有力得支撐公司皮膚填充劑業務的增長，據公司管理層表述現“海薇”系產品占國內玻尿酸市場份額的 25%。我們相信，玻尿酸業務將於 2016-19 年保持 34.6% 的年複合增長率。
- ❖ **骨科產品此消彼長。**骨科方面醫用幾丁糖收入同比增長 50.9%，但玻璃酸鈉注射劑收入同比下跌 11.2%，受到玻璃酸鈉注射劑的影響骨科業務增速從 2015 年的 19.9% 下滑到 2016 年的 1.1%。玻璃酸鈉注射劑收入下跌是因為去年產品平均售價下調超 10%。另一方面，骨科幾丁糖以穩定的售價和較玻璃酸鈉更佳的療效保持強勁增長勢頭。預計幾丁糖業務於 2017/18 年將保持 41.4%/35.1% 的增速。考慮到玻璃酸鈉注射劑收入持續下跌的影響，我們預計整個骨科業務於 2017/18 年收入增速為 12.9%/16.2%。
- ❖ **防黏連和止血產品維持穩定增長。**儘管這塊不是昊海主要業務板塊，但防黏連和止血產品已經連續 4 個年度錄得 10% 以上的增長。我們預計該業務未來不會有太大的增長潛力，但我們相信此類產品會保持相對穩定的增速。
- ❖ **充足現金支撐未來收購。**儘管公司已完成數單收購，強勁的營運現金流使得公司帳面仍存有 20 億淨現金，可支援未來的收購活動。收購是昊海的發展策略之一，我們相信現金充裕的昊海將會繼續尋找潛在收購標的。
- ❖ **2017/18 年核心淨利潤分別下調 4.5%/2.4%。**為了更好地反映公司最新業務變化，我們分別上調原先 2017/18 年收入預測 9.4%/16.3%。綜合公司業務發展潛力、產品平均售價壓力和新收購業務的影響，我們調整公司四個業務板塊骨科、醫學美容、眼科及防黏連和止血產品於 2017/18 年收入預測，變動分別為-11.0%/-11.0%，17.3%/17.8%，28.4%/55.4% 和 4.6%/4.5%。鑒於公司產品結構的改變和新收購業務的整合，我們預計公司 2017/18 年毛利率下降 3.4 百分點/4.2 百分點到 78.6%/78.3%，營業利潤率下降 4.5 百分點/4.9 百分點到 31.9%/32.0%。我們預測公司 2017/18 年核心淨利潤增長 23.8%/19.3%，2016 至 2019 年核心淨利潤年複合增長率為 20.6%。

圖 1: 盈利預測變動

	2017			2018		
	舊 人民幣 (百萬元)	新 人民幣 (百萬元)	變動	舊 人民幣 (百萬元)	新 人民幣 (百萬元)	變動
骨科產品	364.6	324.4	-11.0%	423.6	376.9	-11.0%
整形美容與創面護理	291.1	341.4	17.3%	377.4	444.6	17.8%
眼科	338.3	434.3	28.4%	365.4	567.7	55.4%
防粘連及止血	224.9	235.3	4.6%	251.2	262.4	4.5%
其他	8.9	8.3	-7.6%	9.6	8.9	-7.6%
收入	1,227.9	1,343.8	9.4%	1,427.3	1,660.5	16.3%
銷售成本	(220.2)	(287.4)	30.5%	(249.7)	(359.9)	44.2%
毛利	1,007.6	1,056.4	4.8%	1,177.6	1,300.5	10.4%
其他收益	44.0	38.2	-13.2%	50.2	47.5	-5.3%
銷售費用	(432.1)	(448.6)	3.8%	(502.3)	(549.8)	9.5%
行政費用	(105.1)	(140.6)	33.8%	(123.2)	(172.3)	39.8%
研發開支	(65.6)	(73.0)	11.3%	(74.9)	(91.2)	21.7%
其他開支	(1.7)	(3.7)	120.2%	(1.5)	(4.1)	181.7%
經營利潤	447.3	428.8	-4.1%	526.0	530.7	0.9%
淨財務收入	50.5	47.9	-5.2%	51.5	43.9	-14.8%
應占聯營公司利潤	0.3	0.0	-100.0%	0.4	0.0	-100.0%
稅前利潤	498.1	476.7	-4.3%	577.9	574.6	-0.6%
所得稅開支	(74.7)	(71.5)	-4.3%	(86.7)	(86.2)	-0.6%
非控制股東權益	(29.8)	(29.4)	-1.4%	(31.8)	(40.1)	26.2%
核心淨利潤	393.6	375.8	-4.5%	459.4	448.3	-2.4%
核心每股盈利(人民幣)	2.46	2.35	-4.5%	2.87	2.80	-2.4%
毛利率	82.1%	78.6%	-3.4ppt	82.5%	78.3%	-4.2ppt
經營利潤率	36.4%	31.9%	-4.5ppt	36.9%	32.0%	-4.9ppt
核心淨利率	32.1%	28.0%	-4.1ppt	32.2%	27.0%	-5.2ppt

資料來源：公司及招銀國際研究

❖ 目標價從 44.7 港元上調到 53.2 港元。我們通過現金流折現模型和市盈率模型推導出公司 2017 年最新目標價，從原先的 44.7 港元上調至 53.2 港元。

通過 5 年的現金流折現模型給予公司目標價 54.5% 港元 (WACC 為 10.5%，終值增長率為 3%)。

市盈率模型中，我們給予公司 2017 年預測市盈率 19.7 倍 (港股主要醫療器械和製藥公司 2017 年平均預測市盈率)。我們基於 2017 年預測的每股盈利 2.35 人民幣，繼而得到目標價 52 港元。

圖 2: 估值變動

舊估值	
現金流折現模型 (2016E-2020E, WACC: 10.2%, 終值增長率: 3%)	HK\$43.4
相對市盈率 (2016年預測市盈率: 19.2倍, 2016年預測每股盈利: 1.91元人民幣)	HK\$42.5
綜合目標價	HK\$43.0
新估值	
現金流折現模型 (2017E-2021E, WACC: 10.5%, 終值增長率: 3%)	HK\$54.5
相對市盈率 (2017年預測市盈率: 19.7倍, 2017年預測每股盈利: 2.35元人民幣)	HK\$52.0
綜合目標價	HK\$53.2

資料來源：招銀國際研究預測

圖 3: DCF 估值

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
	人民幣百萬	人民幣百萬	人民幣百萬	人民幣百萬	人民幣百萬
淨利潤	376	448	533	627	740
折舊和攤銷	54	61	69	76	84
稅後淨利息	(41)	(37)	(41)	(47)	(53)
資本性開支	(290)	(185)	(142)	(144)	(140)
營運現金流	(106)	(48)	(62)	(65)	(66)
自由現金流	(7)	239	356	448	564
終值					7,732
公司價值	5,786				
減：負債和優先股	27				
銀行存款和保證金	2,010				
股權價值	7,769				
股本數量	160				
每股價值（人民幣）	48.54				
每股價值（港元）	54.50				
無風險利率	3.3%				
Beta	0.8				
風險溢價	9.9%				
股權成本	11.2%				
債權成本	5.0%				
WACC	10.5%				
終值增長率	3.0%				

資料來源：招銀國際研究預測

圖 4: 敏感性分析

終值增長率 / WACC	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
1.5%	56.9	53.8	51.1	48.7	46.6	44.7	43.0
2.0%	59.5	56.1	53.1	50.5	48.1	46.1	44.2
2.5%	62.6	58.7	55.4	52.4	49.8	47.5	45.5
3.0%	66.2	61.8	57.9	54.5	51.8	49.2	47.0
3.5%	70.5	65.3	60.9	57.2	53.9	51.1	48.6
4.0%	75.6	69.5	64.4	60.1	56.4	53.2	50.5
4.5%	81.8	74.5	68.5	63.5	59.3	55.7	52.6

資料來源：招銀國際研究預測

圖 5: 同業估值比較

公司	代號	股價 港元	市值 百萬港元	市盈率(倍)			市帳率(倍)			EV/EBITDA(倍)			權益收益率(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
昊海生物科技	6826	44.10	7,058	20.7	16.7	14.0	2.2	2.0	1.8	12.9	9.7	7.5	10.5	11.7	12.6
醫療器械															
山東威高	1066	5.96	26,679	18.5	16.7	14.8	1.8	1.8	1.7	10.9	9.8	8.5	9.8	12.4	11.8
先健科技	1302	1.89	8,169	46.2	59.8	32.2	8.3	6.4	5.2	59.7	28.8	20.0	27.8	16.3	19.1
微創醫療	853	5.60	8,070	76.1	26.7	18.5	3.3	3.3	2.9	17.1	9.8	8.5	4.4	11.2	12.3
華熙生物科技	963	12.86	4,687	16.6	14.7	12.1	2.4	2.4	2.0	11.0	8.2	6.3	16.6	17.4	17.4
現代牙科集團有限	3600	3.18	3,180	27.9	15.7	13.1	1.6	1.6	1.5	11.9	8.8	7.1	5.6	10.8	11.7
普華和順	1358	1.72	2,719	12.2	9.5	9.0	1.2	0.9	0.8	8.0	N/A	N/A	8.4	10.0	9.7
春立醫療	1858	13.18	912	12.2	8.6	7.2	N/A	1.3	1.1	N/A	N/A	N/A	N/A	14.9	16.9
			平均	30.0	21.7	15.3	3.1	2.5	2.2	19.8	13.1	10.1	12.1	13.3	14.1
醫藥															
石藥集團	1093	11.26	68,168	23.5	25.0	20.2	5.0	5.6	4.7	14.9	16.2	13.1	22.3	24.1	25.1
中國生物製藥	1177	6.69	49,588	21.2	23.1	20.2	4.6	4.2	3.5	10.7	12.8	11.0	23.0	21.2	20.2
三生製藥	1530	10.72	27,146	24.1	26.4	20.3	2.6	3.3	2.9	16.7	18.4	14.6	11.7	13.1	15.0
麗珠集團	1513	51.90	27,126	30.1	14.4	17.7	3.8	2.6	2.2	19.5	14.4	12.3	14.5	17.7	13.6
綠葉製藥	2186	4.70	15,609	15.3	13.0	11.5	2.1	1.9	1.6	11.9	9.8	8.3	14.7	15.0	15.0
石四藥集團	2005	3.08	8,747	14.3	14.7	12.6	2.6	2.8	2.5	9.2	N/A	N/A	19.3	20.2	20.3
聯邦製藥	3933	4.88	7,939	N/A	18.8	15.3	1.4	1.2	1.2	13.1	5.4	4.5	-4.9	6.3	7.2
東陽光藥	1558	17.38	7,856	16.5	14.5	11.6	2.5	2.4	2.1	11.0	N/A	N/A	16.5	17.3	18.4
復旦張江	1349	6.17	5,695	38.6	29.5	21.4	6.3	5.2	4.2	28.5	20.3	13.6	17.6	19.6	24.7
李氏大藥廠	950	7.45	4,397	14.7	15.6	14.1	2.3	2.4	2.1	9.1	N/A	N/A	16.4	17.5	19.3
東瑞製藥	2348	4.58	3,673	12.6	9.2	7.7	2.0	1.8	1.5	7.3	4.4	3.6	17.1	N/A	N/A
			平均	21.1	18.6	15.7	3.2	3.0	2.6	13.8	12.7	10.1	15.3	17.2	17.9
			平均(醫療器械及醫藥)	24.7	19.8	15.5	3.2	2.8	2.4	15.9	12.9	10.1	14.2	15.6	16.3

資料來源：招銀國際研究預測

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	663.9	851.2	1,343.8	1,660.5	1,940.1
骨科產品	284.0	287.3	324.4	376.9	442.4
整形美容與創面護理					
眼科					
防粘連及止血					
其他	6.1	7.6	8.3	8.9	9.6
銷售成本	(105.1)	(141.6)	(287.4)	(359.9)	(411.6)
毛利	558.8	709.6	1,056.4	1,300.5	1,528.5
其他收益	31.7	28.2	38.2	47.5	55.0
銷售費用	(242.1)	(287.8)	(448.6)	(549.8)	(640.1)
行政費用	(58.9)	(90.2)	(140.6)	(172.3)	(200.6)
研發開支	(35.3)	(47.3)	(73.0)	(91.2)	(106.0)
其他開支					
息稅前收益	253.4	304.7	428.8	530.7	631.7
應佔聯營公司利潤	0.3	1.2	-	-	-
淨財務收入/(支出)	38.3	58.3	47.9	43.9	48.7
非經常性收入	28.7	1.7	-	-	-
稅前利潤	320.6	365.9	476.7	574.6	680.4
所得稅	(47.3)	(55.3)	(71.5)	(86.2)	(102.1)
非控制股東權益	0.2	(5.6)	(29.4)	(40.1)	(45.8)
淨利潤	273.5	305.1	375.8	448.3	532.5
核心淨利潤	249.1	303.6	375.8	448.3	532.5
息稅折攤前收益	316.5	337.9	453.2	551.6	654.5

來源:公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A
非流動資產	449.9	1,205.2	1,491.4	1,565.4	1,638.4
物業、廠房及設備	431.0	544.7	628.2	714.6	799.9
無形資產	3.3	295.4	283.1	270.8	258.4
商譽	-	292.1	292.1	292.1	292.1
其他非流動資產	15.6	73.0	288.0	288.0	288.0
流動資產	2,372.1	2,488.2	2,536.8	2,868.8	3,286.0
現金及現金等值物	2,177.8	2,010.3	1,998.2	2,224.5	2,570.2
應收貿易款項	91.3	235.2	252.6	296.6	328.3
存貨	78.1	118.0	229.9	280.8	312.8
其他流動資產	24.9	124.8	56.1	67.1	74.8
流動負債	141.0	536.2	545.8	557.4	581.3
銀行貸款	-	26.7	24.0	21.6	19.4
應付貿易賬款	117.1	462.1	466.6	474.9	484.1
其他流動負債	23.9	47.4	55.1	60.9	77.8
非流動負債	15.5	171.4	171.4	171.4	171.4
其他應付貿易賬款	-	75.6	75.6	75.6	75.6
其他非流動負債	15.5	95.8	95.8	95.8	95.8
淨資產總值	2,665.4	2,985.9	3,311.0	3,705.5	4,171.7
少數股東權益	3.5	81.9	111.3	151.4	197.2
股東權益	2,661.9	2,904.0	3,199.7	3,554.1	3,974.5

來源:公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結:12月31日(百萬港元)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	253.4	304.7	428.8	530.7	631.7
折攤和攤銷	34.0	35.8	53.9	61.0	68.6
營運資金變動	(16.9)	(58.1)	(106.1)	(47.6)	(62.3)
稅務開支	(24.7)	(33.2)	(63.7)	(80.4)	(85.2)
其他	22.6	5.3	0.5	0.4	0.4
經營活動所得現金淨額	268.5	254.5	313.2	464.1	553.2
資本開支	(70.1)	(75.7)	(125.1)	(135.1)	(141.7)
收購子公司	3.2	(242.2)	(165.0)	(49.9)	-
其他	(82.3)	(1,193.4)	47.9	43.9	48.7
投資活動所得現金淨額	(149.3)	(1,511.2)	(242.2)	(141.1)	(92.9)
債務變化	-	0.4	(2.7)	(2.4)	(2.2)
發行新股	1,804.2	-	-	-	-
派息	(49.7)	(58.6)	(80.0)	(93.9)	(112.1)
利息開支	-	(0.2)	(0.5)	(0.4)	(0.4)
融資活動所得現金淨額	1,754.6	(58.4)	(83.1)	(96.8)	(114.6)
現金淨變動	1,873.8	(1,315.2)	(12.1)	226.3	345.7
年初現金及現金等值物	160.0	2,037.8	2,010.3	1,998.2	2,224.5
匯兌差額	4.0	2.6	-	-	-
定期存款	-	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	2,177.8	2,010.3	1,998.2	2,224.5	2,570.2

來源:公司及招銀國際研究部

主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合(%)					
骨科產品	42.8	33.7	24.1	22.7	22.8
整形美容與創面護理					
眼科					
防粘連及止血					
其他	0.9	0.9	0.6	0.5	0.5
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率(%)

毛利率	84.2	83.4	78.6	78.3	78.8
息稅折攤前利潤率	47.7	39.7	33.7	33.2	33.7
稅前利率	48.3	43.0	35.5	34.6	35.1
淨利潤率	41.2	35.8	28.0	27.0	27.4
核心淨利潤率	37.5	35.7	28.0	27.0	27.4
有效稅率	14.8	15.1	15.0	15.0	15.0

增長(%)

收入	28.7	28.2	57.9	23.6	16.8
毛利	24.2	27.0	48.9	23.1	17.5
息稅折攤前利潤	34.8	6.7	34.2	21.7	18.7
經營利潤	19.6	20.3	40.7	23.8	19.0
淨利潤	49.0	11.5	23.2	19.3	18.8
核心淨利潤	35.7	21.9	23.8	19.3	18.8

資產負債比率

流動比率(x)	16.8	4.6	4.6	5.1	5.7
平均應收賬款周轉天數	42.3	70.0	66.2	60.4	58.8
平均應付帳款周轉天數	23.6	31.6	23.5	17.9	17.1
平均存貨周轉天數	268.2	252.7	220.9	258.9	263.2
淨負債/權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

回報率(%)

資本回報率	10.3	10.5	11.7	12.6	13.4
資產回報率	9.7	8.3	9.3	10.1	10.8

每股數據

每股盈利(人民幣)	1.86	1.91	2.35	2.80	3.33
核心每股盈利(人民幣)	1.69	1.90	2.35	2.80	3.33
每股股息(港元)	0.40	0.50	0.59	0.70	0.83
每股帳面值(人民幣)	16.63	18.14	19.99	22.21	24.83

來源:公司及招銀國際研究部

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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，並可能會受目標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责任。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士。