

昊海生物科技(6826 HK)

眼科业务带来新的增长动力

❖ **继续覆盖给予买入评级，目标价上调到 53.2 港元。**随着一系列收购活动的结束，昊海基本完成白内障手术行业的产业链布局，预计未来眼科业务会给公司带来更多增长动力。由于公司医美皮肤填充剂业务增长迅猛，骨科产品和防粘连及止血产品增长温和，我们预计昊海 2016 年至 2019 年核心净利润复合增长率为 20.6%。我们继续覆盖公司，给予买入评级，同时上调目标价从 43 港元到 53.2 港元。我们的目标价代表着 2017/18 年预测市盈率 20.2 倍/16.9 倍，潜在升值空间为 20.6%。

❖ **完成人工晶状体产业链布局。**昊海于 2017 年 4 月 13 日公告宣布收购英国一家隐形眼镜及人工晶状体材料制造公司 Contamac 70% 的股份，对价为 245 万英镑（相当于 2.41 亿港元）。根据卖方提供的利润担保，我们推断此单收购估值为 2017/18 年预测市盈率 12.8 倍/8.6 倍。自 2015 年以来，公司陆续完成深圳市新产业、河南宇宙、珠海艾格以及艾瑞科技的股权收购，初步进军高值眼科耗材产业。昊海现时生产和销售 3 款眼科黏弹剂，5 款人工晶状体，1 款润眼液以及上游人工晶状体原料。我们相信随着收购活动的结束，昊海于白内障手术行业产业链布局已基本完成，公司业务覆盖白内障手术主要的两大耗材（眼科黏弹剂和人工晶状体）以及上游原材料和下游分销网络。

❖ **致力于开拓国内渗透偏低的白内障手术行业。**白内障是国内人群失明的主要原因，60 岁以上老人发病率达 80%，预计国内有 1.68 亿人口患有不同程度的白内障。尽管如此之高的发病率，国内每百万人口仅有 1,500 次白内障手术，严重落后于美国的 9,000 次以及印度的 6,000 次。随着国内生活标准的提高和医疗服务的改善，未来国内白内障行业存在着巨大的发展潜力。根据公司资料，昊海的眼科黏弹剂产品国内市场份额为 40%，人工晶状体产品国内市场份额为 30%。因此我们相信新收购业务的整合和公司内生增长将带动眼科业务的增长，预计眼科业务 2017/18 年将录得 261.8%/30.7% 的增长，占总收入比重从 2016 年的 14.4% 上升到 2017/18 年的 32.3%/34.2%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	664	851	1,344	1,660	1,940
核心净利润(百万人民币)	249	304	376	448	533
核心 EPS (人民币)	1.69	1.90	2.35	2.80	3.33
EPS 变动 (%)	10.8	11.9	23.8	19.3	18.8
市盈率 (x)	23.2	20.7	16.7	14.0	11.8
市帐率 (x)	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6
股息率 (%)	1.0	1.3	1.5	1.8	2.1
权益收益率 (%)	10.3	10.5	11.7	12.6	13.4
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

买入(继续覆盖)

目标价	HK\$53.20
(前目标价)	HK\$44.70)
潜在升幅	+20.6
当前股价	HK\$43.55

吴永泰, CFA

电话: (852) 3761 8780

邮件: cyrusng@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	7,058
3 个月平均流通(百万)	4.0
52 周内高/低(港元)	46.5/32.2
总股本(百万)	40.0

资料来源：彭博

股东结构

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

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	12.2%	6.8%
3 月	16.8%	11.7%
6 月	17.0%	3.6%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: 安永

公司网站: www.3healthcare.com

- ❖ **医学美容增长势头持续。**昊海第二代玻尿酸“娇兰”于 2016 年末上市。原有的第一代玻尿酸“海薇”适用于修复中度至重度面部皱纹及褶皱，娇兰适用于填补唇部和脸颊。两种产品功效上可相互补充，新上市的“娇兰”将有力得支撑公司皮肤填充剂业务的增长，据公司管理层表述现“海薇”系产品占国内玻尿酸市场份额的 25%。我们相信，玻尿酸业务将于 2016-19 年保持 34.6% 的年复合增长率。
- ❖ **骨科产品此消彼长。**骨科方面医用几丁糖收入同比增长 50.9%，但玻璃酸钠注射剂收入同比下跌 11.2%，受到玻璃酸钠注射剂的影响骨科业务增速从 2015 年的 19.9% 下滑到 2016 年的 1.1%。玻璃酸钠注射剂收入下跌是因为去年产品平均售价下调超 10%。另一方面，骨科几丁糖以稳定的售价和较玻璃酸钠更佳的疗效保持强劲增长势头。预计几丁糖业务于 2017/18 年将保持 41.4%/35.1% 的增速。考虑到玻璃酸钠注射剂收入持续下跌的影响，我们预计整个骨科业务于 2017/18 年收入增速为 12.9%/16.2%。
- ❖ **防粘连和止血产品维持稳定增长。**尽管这块不是昊海主要业务板块，但防粘连和止血产品已经连续 4 个年度录得 10% 以上的增长。我们预计该业务未来不会有太大的增长潜力，但我们相信此类产品会保持相对稳定的增速。
- ❖ **充足现金支撑未来收购。**尽管公司已完成数单收购，强劲的营运现金流使得公司账面仍存有 20 亿净现金，可支持未来的收购活动。收购是昊海的发展策略之一，我们相信现金充裕的昊海将会继续寻找潜在收购标的。
- ❖ **2017/18 年核心净利润分别下调 4.5%/2.4%。**为了更好地反映公司最新业务变化，我们分别上调原先 2017/18 年收入预测 9.4%/16.3%。综合公司业务发展潜力、产品平均售价压力和新收购业务的影响，我们调整公司四个业务板块骨科、医学美容、眼科及防粘连和止血产品于 2017/18 年收入预测，变动分别为 -11.0%/-11.0%，17.3%/17.8%，28.4%/55.4% 和 4.6%/4.5%。鉴于公司产品结构的改变和新收购业务的整合，我们预计公司 2017/18 年毛利率下降 3.4 百分点/4.2 百分点到 78.6%/78.3%，营业利润率下降 4.5 百分点/4.9 百分点到 31.9%/32.0%。我们预测公司 2017/18 年核心净利润增长 23.8%/19.3%，2016 至 2019 年核心净利润年复合增长率为 20.6%。

图 1: 盈利预测变动

	2017			2018		
	旧 人民币 (百万)	新 人民币 (百万)	变动	旧 人民币 (百万)	新 人民币 (百万)	变动
骨科产品	364.6	324.4	-11.0%	423.6	376.9	-11.0%
整形美容与创面护理	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%
防粘连及止血	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%
销售成本	(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%
销售费用	(432.1)	(448.6)	3.8%	(502.3)	(549.8)	9.5%
行政费用	(105.1)	(140.6)	33.8%	(123.2)	(172.3)	39.8%
研发开支	(65.6)	(73.0)	11.3%	(74.9)	(91.2)	21.7%
其他开支	(1.7)	(3.7)	120.2%	(1.5)	(4.1)	181.7%
经营利润	447.3	428.8	-4.1%	526.0	530.7	0.9%
净财务收入	50.5	47.9	-5.2%	51.5	43.9	-14.8%
应占联营公司利润	0.3	0.0	-100.0%	0.4	0.0	-100.0%
税前利润	498.1	476.7	-4.3%	577.9	574.6	-0.6%
所得税开支	(74.7)	(71.5)	-4.3%	(86.7)	(86.2)	-0.6%
非控制股东权益	(29.8)	(29.4)	-1.4%	(31.8)	(40.1)	26.2%
核心净利润	393.6	375.8	-4.5%	459.4	448.3	-2.4%
核心每股盈利 (人民币)	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
经营利润率	36.4%	31.9%	-4.5ppt	36.9%	32.0%	-4.9ppt
核心净利率	32.1%	28.0%	-4.1ppt	32.2%	27.0%	-5.2ppt

资料来源：招银国际研究预测

❖ **目标价从 44.7 港元上调到 53.2 港元。**我们通过现金流折现模型和市盈率模型推导出公司 2017 年最新目标价，从原先的 44.7 港元上调至 53.2 港元。

通过 5 年的现金流折现模型给予公司目标价 54.5%港元 (WACC 为 10.5%，终值增长率为 3%)。

市盈率模型中，我们给予公司 2017 年预测市盈率 19.7 倍 (港股主要医疗器械和制药公司 2017 年平均预测市盈率)。我们基于 2017 年预测的每股盈利 2.35 人民币，继而得到目标价 52 港元。

图 2: 估值变动

旧估值	
现金流折现模型 (2016E-2020E, WACC: 10.2%, 终值增长率: 3%)	HK\$43.4
相对市盈率 (2016年预测市盈率: 19.2倍, 2016年预测每股盈利: 1.91元人民币)	HK\$42.5
综合目标价	HK\$43.0
新估值	
现金流折现模型 (2017E-2021E, WACC: 10.5%, 终值增长率: 3%)	HK\$54.5
相对市盈率 (2017年预测市盈率: 19.7倍, 2017年预测每股盈利: 2.35元人民币)	HK\$52.0
综合目标价	HK\$53.2

资料来源：招银国际研究预测

图 3: DCF 估值

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
	人民币百万	人民币百万	人民币百万	人民币百万	人民币百万
净利润	376	448	533	627	740
折旧和摊销	54	61	69	76	84
税后净利息	(41)	(37)	(41)	(47)	(53)
资本性开支	(290)	(185)	(142)	(144)	(140)
营运现金流	(106)	(48)	(62)	(65)	(66)
自由现金流	(7)	239	356	448	564
终值					7,732
公司价值	5,786				
减：负债和优先股	27				
银行存款和保证金	2,010				
股权价值	7,769				
股本数量	160				
每股价值（人民币）	48.54				
每股价值（港元）	54.50				
无风险利率	3.3%				
Beta	0.8				
风险溢价	9.9%				
股权成本	11.2%				
债权成本	5.0%				
WACC	10.5%				
终值增长率	3.0%				

资料来源：招银国际研究预测

图 4: 敏感性分析

终值增长率 / 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

资料来源：招银国际研究预测

图 5: 同业估值比较

公司	代号	股价 港元	市值 百万港元	市盈率(倍)			市帐率 (倍)			EV/EBITDA(倍)			权益收益率 (%)		
				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
医疗器械															
山东威高	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
微创医疗	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
华熙生物科技	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
Modern Dental Gro	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
普华和顺	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
春立医疗	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
医药															
石药集团	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
中国生物制药	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
三生制药	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
丽珠集团	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
绿叶制药	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
石四药集团	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
联邦制药	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
东阳光药	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
复旦张江	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
李氏大药厂	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
东瑞制药	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(医疗器械及医药)				24.7	19.8	15.5	3.2	2.8	2.4	15.9	12.9	10.1	14.2	15.6	16.3

资料来源：招银国际研究预测

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	663.9	851.2	1,343.8	1,660.5	1,940.1
骨科产品	284.0	287.3	324.4	376.9	442.4
整形美容与创面护理					
眼科					
防粘连及止血					
其他	6.1	7.6	8.3	8.9	9.6
销售成本	(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
销售费用	(242.1)	(287.8)	(448.6)	(549.8)	(640.1)
行政费用	(58.9)	(90.2)	(140.6)	(172.3)	(200.6)
研发开支	(35.3)	(47.3)	(73.0)	(91.2)	(106.0)
其他开支					
息税前收益	253.4	304.7	428.8	530.7	631.7
应占联营公司利润	0.3	1.2	-	-	-
净财务收入/(支出)	38.3	58.3	47.9	43.9	48.7
非经常性收入	28.7	1.7	-	-	-
税前利润	320.6	365.9	476.7	574.6	680.4
所得税	(47.3)	(55.3)	(71.5)	(86.2)	(102.1)
非控制股东权益	0.2	(5.6)	(29.4)	(40.1)	(45.8)
净利润	273.5	305.1	375.8	448.3	532.5
核心净利润	249.1	303.6	375.8	448.3	532.5
息税折摊前收益	316.5	337.9	453.2	551.6	654.5

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A
非流动资产	449.9	1,205.2	1,491.4	1,565.4	1,638.4
物业、厂房及设备	431.0	544.7	628.2	714.6	799.9
无形资产	3.3	295.4	283.1	270.8	258.4
商誉	-	292.1	292.1	292.1	292.1
其他非流动资产	15.6	73.0	288.0	288.0	288.0
流动资产	2,372.1	2,488.2	2,536.8	2,868.8	3,286.0
现金及现金等值物	2,177.8	2,010.3	1,998.2	2,224.5	2,570.2
应收贸易款项	91.3	235.2	252.6	296.6	328.3
存货	78.1	118.0	229.9	280.8	312.8
其他流动资产	24.9	124.8	56.1	67.1	74.8
流动负债	141.0	536.2	545.8	557.4	581.3
银行贷款	-	26.7	24.0	21.6	19.4
应付贸易账款	117.1	462.1	466.6	474.9	484.1
其他流动负债	23.9	47.4	55.1	60.9	77.8
非流动负债	15.5	171.4	171.4	171.4	171.4
其他应付贸易账款	-	75.6	75.6	75.6	75.6
其他非流动负债	15.5	95.8	95.8	95.8	95.8
净资产总值	2,665.4	2,985.9	3,311.0	3,705.5	4,171.7
少数股东权益	3.5	81.9	111.3	151.4	197.2
股东权益	2,661.9	2,904.0	3,199.7	3,554.1	3,974.5

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结:12月31日 (百万港元)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	253.4	304.7	428.8	530.7	631.7
折摊和摊销	34.0	35.8	53.9	61.0	68.6
营运资金变动	(16.9)	(58.1)	(106.1)	(47.6)	(62.3)
税务开支	(24.7)	(33.2)	(63.7)	(80.4)	(85.2)
其他	22.6	5.3	0.5	0.4	0.4
经营活动所得现金净额	268.5	254.5	313.2	464.1	553.2
资本开支	(70.1)	(75.7)	(125.1)	(135.1)	(141.7)
收购子公司	3.2	(242.2)	(165.0)	(49.9)	-
其他	(82.3)	(1,193.4)	47.9	43.9	48.7
投资活动所得现金净额	(149.3)	(1,511.2)	(242.2)	(141.1)	(92.9)
债务变化	-	0.4	(2.7)	(2.4)	(2.2)
发行新股	1,804.2	-	-	-	-
派息	(49.7)	(58.6)	(80.0)	(93.9)	(112.1)
利息开支	-	(0.2)	(0.5)	(0.4)	(0.4)
融资活动所得现金净额	1,754.6	(58.4)	(83.1)	(96.8)	(114.6)
现金净变动	1,873.8	(1,315.2)	(12.1)	226.3	345.7
年初现金及现金等值物	160.0	2,037.8	2,010.3	1,998.2	2,224.5
汇兑差额	4.0	2.6	-	-	-
定期存款	-	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	2,177.8	2,010.3	1,998.2	2,224.5	2,570.2

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
骨科产品	42.8	33.7	24.1	22.7	22.8
整形美容与创面护理					
眼科					
防粘连及止血					
其他	0.9	0.9	0.6	0.5	0.5
总额	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
息税折摊前利润率	47.7	39.7	33.7	33.2	33.7
税前利润率	48.3	43.0	35.5	34.6	35.1
净利润率	41.2	35.8	28.0	27.0	27.4
核心净利润率	37.5	35.7	28.0	27.0	27.4
有效税率	14.8	15.1	15.0	15.0	15.0
增长 (%)					
收入	28.7	28.2	57.9	23.6	16.8
毛利	24.2	27.0	48.9	23.1	17.5
息税折摊前利润	34.8	6.7	34.2	21.7	18.7
经营利润	19.6	20.3	40.7	23.8	19.0
净利润	49.0	11.5	23.2	19.3	18.8
核心净利润	35.7	21.9	23.8	19.3	18.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	16.8	4.6	4.6	5.1	5.7
平均应收账款周转天数	42.3	70.0	66.2	60.4	58.8
平均应付账款周转天数	23.6	31.6	23.5	17.9	17.1
平均存货周转天数	268.2	252.7	220.9	258.9	263.2
净负债/权益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回报率 (%)					
资本回报率	10.3	10.5	11.7	12.6	13.4
资产回报率	9.7	8.3	9.3	10.1	10.8
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.86	1.91	2.35	2.80	3.33
核心每股盈利(人民币)	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
每股账面值(人民币)	16.63	18.14	19.99	22.21	24.83

来源: 公司及招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。