

中国中药(570 HK)

中成药复苏超预期；中药配方颗粒维持强劲增长

❖ **2017 上半年业绩超预期。**2017 上半年公司收入增长 21.9%至 38.99 亿人民币，其中中药配方颗粒收入同比增长 23.8%，占总收入的 65.2%。中成药板块同比增长 3%，高于我们之前单位数下跌的预期。由于新收购业务的整合，公司首次分别列出中药饮片业务和中医药大健康业务的收入，增速喜人。剔除中药配方颗粒业务，中成药和其他业务录得 18.5%的同比增长。受低毛利率中药饮片业务和大健康业务的影响，公司毛利率下跌 1.7 个百分点至 55.6%。行政开支方面，公司减少了应收账款的计提以及存货的减值拨备，导致公司营业利润率提高 1.3 个百分点。然而营业利润的改善被增幅 3 倍的财务开支所抵消。核心净利润同比增长 24.2%至 6.08 亿人民币，净利润率提高 0.3 个百分点至 15.6%。2017 年上半年公司业绩超过我们预期，主要是由于成药业务表现较好以及新业务的增长。

❖ **中药配方颗粒业务：公司有信心应对部分省份的地方保护主义。**尽管 2017 上半年收入录得强劲增长，公司仍然面临很多阻碍，如河北省份面临地方保护主义政策。公司积极采取策略应对，如将公司本地化，与当地企业成立合资公司或者在某些省份建立新厂房。另一方面，公司预计配方颗粒行业市场将于 2017 年底或 2018 年初开放，管理层认为未来配方颗粒市场开放以及新规的出现将改善现在配方颗粒的竞争环境，对公司的业务发展有益。管理层认为重要配方颗粒将于 2017 年维持现在的增长势头。

❖ **中成药板块：OTC 药品较快增长支持成药板块。**尽管 2017 上半年成药板块面临降价压力以及公司主要中成药产品仙灵骨葆处于更换包装的过程，成药板块仍然录得 3%的同比增速，收入增长好于预期主要受益于 OTC 产品增速较快。处方中成药收入同比下跌 10.1%至 6.85 亿人民币，OTC 产品同比增长 31.5%至 4.59 亿人民币。管理层认为 2017 年下半年处方中成药将录得缓慢增长，OTC 产品将维持强劲增长。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	3,709	6,533	8,101	9,509	11,099
核心净利润(百万人民币)	536	974	1,187	1,453	1,777
核心 EPS (人民币)	0.15	0.22	0.27	0.33	0.40
EPS 变动 (%)	-11.5	50.5	22.4	22.5	22.2
市盈率 (x)	25.7	17.1	14.0	11.4	9.3
市帐率 (x)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率 (%)	0.0	2.3	2.5	3.1	3.8
权益收益率 (%)	5.6	8.3	9.6	10.9	12.3
净财务杠杆率 (%)	2.6	3.8	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

买入 (维持)

目标价	HK\$5.70
(前目标价)	HK\$5.30)
潜在升幅	+31.0%
当前股价	HK\$4.36

吴永泰, CFA

电话：(852) 3761 8780

邮件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	19,277
3 个月平均流通(百万)	27.3
52 周内高/低(港元)	4.65/3.34
总股本(百万)	4,431.5

数据源：彭博

股东结构

国药集团	36.4%
王晓春	8.5%
流通股	49.6%

数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-2.8%	-4.0%
3 月	-0.5%	-6.6%
6 月	7.5%	-4.5%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师: Deloitte

公司网站: www.china-tcm.com.cn

- ❖ **新的增长动力。**公司为了增加医院的渗透率以及从上游源头控制中药配方颗粒的质量，于2016年底公司收购了两家中药饮片企业。另一方面，2017年1月公司通过收购贵州同济堂药房以及其中药诊所的60%股权，拓展业务至中药大健康产业。我们认为这两个业务未来具有高增长潜力，尽管现在规模尚小，但这两个业务的崛起将弥补中成药业务的增速放缓。
- ❖ **上调 2017/2018 年净利润预测 2.7%/4.1%。**由于成药业务恢复超预期以及新业务开始贡献收入，我们上调了公司2017/2018年的收入预测6.8%/7.6%。然而，由于新业务毛利率较低，我们分别下调了2017/2018年毛利率2.8个百分点/2.9个百分点。同时，我们上调了净财务开支以备公司未来的业务拓展。最终，我们分别上调了2017/2018年净利润预测2.7%/4.1%至11.87亿人民币/14.53亿人民币。
- ❖ **维持买入评级，最新目标价 5.7 港元。**除了强劲增长的中药配方颗粒外，我们看到公司成药板块的缓慢复苏以及新业务的增长潜力。我们认为中国中药是港股上市中药企业中的首选，我们维持买入评级，给予目标价5.7港元，我们的最新目标价是基于5年现金流折现模型（WACC: 10.6%，终值增长率: 3.0%）。最新的目标价代表着2017/2018年预测市盈率18.3倍/15倍，较目前股价仍有31%的升幅空间。

图 1: 2017 上半年利润表

	1H16	1H17	变动
	百万人民币	百万人民币	
配方颗粒	2,055	2,543	23.8%
成药及其他	1,144	1,356	18.5%
成药	1,111	1,144	3.0%
中药饮片	31	185	493.2%
大健康产业	2	26	1118.7%
总收入	3,199	3,899	21.9%
销售成本	(1,366)	(1,729)	26.6%
毛利	1,834	2,170	18.3%
其他收益及亏损	15	25	68.4%
销售及分销成本	(877)	(1,022)	16.6%
行政开支	(187)	(165)	-11.7%
研发开支	(100)	(122)	21.6%
经营利润	684	885	29.4%
应占联营公司收益	1	(2)	N/A
非经常性项目	1	(11)	N/A
净财务费用	(21)	(73)	247.9%
除税前利润	665	799	20.1%
税项	(120)	(136)	13.5%
非控股权益	(54)	(64)	18.1%
净利润	491	599	22.0%
核心净利润	490	608	24.2%
毛利率	57.3%	55.6%	-1.7ppt
经润利润率	21.4%	22.7%	+1.3ppt
核心净利率	15.3%	15.6%	+0.3ppt

资料来源: 公司, 招银国际

图 2: 预测变化

	2017E			2018E		
	旧	新	变动	旧	新	变动
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币	
配方颗粒	5,361	5,361	0.0%	6,498	6,498	0.0%
成药及其他	2,225	2,740	23.2%	2,340	3,011	28.7%
总收入	7,586	8,101	6.8%	8,837	9,509	7.6%
销售成本	(3,123)	(3,564)	14.1%	(3,610)	(4,162)	15.3%
毛利	4,463	4,537	1.7%	5,227	5,346	2.3%
其他收益及亏损	58	62	6.7%	67	72	7.5%
经营开支	(2,691)	(2,680)	-0.4%	(3,113)	(3,122)	0.3%
研发开支	(228)	(243)	6.8%	(265)	(285)	7.6%
经营利润	1,602	1,676	4.6%	1,916	2,012	5.0%
净财务费用	(59)	(96)	63.0%	(51)	(79)	55.8%
应占联营公司收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%
税项	(245)	(251)	2.4%	(296)	(307)	3.6%
非控股权益	(143)	(143)	0.0%	(173)	(173)	0.0%
核心净利润	1,155	1,187	2.7%	1,397	1,453	4.1%
毛利率	58.8%	56.0%	-2.8%	59.1%	56.2%	-2.9%
经润利润率	21.1%	20.7%	-0.4%	21.7%	21.2%	-0.5%
核心净利率	15.2%	14.6%	-0.6%	15.8%	15.3%	-0.5%

资料来源:招银国际预测

图 3: 现金流折现模型

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
	百万人民币	百万人民币	百万人民币	百万人民币	百万人民币
净利润	1,187	1,453	1,777	2,142	2,583
折旧及摊销	361	398	436	477	521
税后净利息	79	65	31	16	(2)
资本开支	(567)	(571)	(610)	(650)	(686)
营业资本变动	(69)	(210)	(202)	(213)	(357)
自由现金流	991	1,136	1,431	1,773	2,059
终值					27,903
企业价值	22,171				
债项及优先股	3,910				
银行存款及保证金	3,426				
股权价值	21,687				
股数	4,432				
每股价值(人民币)	4.89				
每股价值(港币)	5.70				
每股险利率	3.3%				
Beta	0.9				
风险溢价	9.9%				
股权成本	12.2%				
债权成本	5.0%				
WACC	10.6%				
终值增长率	3.0%				

资料来源:招银国际预测

图 4: 敏感性分析

终值增长率/WACC	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%	11.1%	11.6%	12.1%
1.5%	6.00	5.60	5.20	4.90	4.60	4.40	4.10
2.0%	6.30	5.90	5.50	5.10	4.80	4.50	4.30
2.5%	6.80	6.20	5.80	5.40	5.10	4.70	4.50
3.0%	7.20	6.60	6.10	5.70	5.30	5.00	4.70
3.5%	7.80	7.10	6.50	6.00	5.60	5.20	4.90
4.0%	8.50	7.70	7.00	6.40	5.90	5.50	5.10
4.5%	9.30	8.30	7.50	6.90	6.30	5.80	5.40

资料来源:招银国际预测

图 5: 同业估值

公司	代码	股价 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
中国中药	570	4.44	19,676	18.1	15.2	12.5	1.5	1.4	1.3	12.5	10.5	8.6	8.3	9.4	10.5
石药集团	1093	11.18	67,684	23.5	24.7	19.8	5.0	5.6	4.7	14.9	16.0	12.8	22.3	23.9	25.4
白云山	874	21.35	51,652	16.7	19.1	17.5	1.7	1.6	1.5	12.3	19.7	18.7	11.7	8.7	9.1
中国生物制药	1177	6.83	50,625	21.2	23.6	20.6	4.6	4.5	3.8	10.7	12.6	10.9	23.0	21.0	19.8
丽珠医药	1513	44.00	29,833	30.1	15.5	18.9	3.8	2.8	2.5	19.5	15.6	13.2	14.5	19.0	13.9
三生制药	1530	10.38	26,285	24.1	25.0	19.2	2.6	3.1	2.7	16.7	17.4	13.8	11.7	13.1	15.1
同仁堂科技	1666	11.66	14,934	27.4	19.4	16.8	3.7	2.3	2.0	14.6	N/A	N/A	14.2	12.3	11.8
绿叶制药	2186	4.17	13,849	15.3	11.3	10.0	2.1	1.6	1.4	11.9	8.5	7.1	14.7	15.0	15.1
神威药业	2877	7.80	6,451	11.1	10.6	10.8	1.2	1.0	0.9	4.4	2.6	2.4	10.8	9.3	8.7
康臣药业	1681	6.25	5,176	10.8	11.8	10.1	1.9	2.4	2.0	6.8	7.1	5.6	18.1	22.6	24.5
培力控股	1498	3.60	892	28.3	18.4	16.5	2.0	N/A	N/A	14.2	N/A	N/A	7.0	N/A	N/A
			平均	20.8	18.0	16.0	2.9	2.8	2.4	12.6	12.4	10.6	14.8	16.1	15.9

资料来源:彭博,招银国际预测

中国中药 (570.HK) 2017 中期业绩会

2017.08.21 10:00

问答环节

1、中药配方颗粒市场预计开放时间？

公司预计中药配方颗粒市场将于 2017 年底或 2018 年初开放。

2、广东政府开放中药配方颗粒市场对公司的销售影响？

广东地区 203 个中药配方颗粒品种的标准为一方及三九所制定，康美只获批准生产这 203 品种。管理层认为，如非如河北般的不对称医保，广东政策暂时对公司影响轻微，现该区配方颗粒市场竞争仍较温和。

3、2017 年下半年中药配方颗粒销售预期？

公司预计配方颗粒全年仍能保持 20% 的增速。

4、中药配方颗粒行业部分省份有地方保护主义，公司如何应对？

河北：公司准备于石家庄设立厂房；浙江：地方保护主义较明显，6 家试点企业只限于二级甲等及三级甲等医院销售配方颗粒，公司浙江一方厂房即将投产，公司现与政府沟通寻求与当地企业同等待遇。陕西：公司与当地第一家试点配方颗粒生产企业达成股权战略合作，成立合资公司分别控股 51% 和 49%。山西：与当地一家国有企业合资，公司控股；四川：政府允许公司向二三级医院销售，公司已并购一家毒性饮片生产企业四川天雄。对于地方保护主义色彩浓厚的省份，公司将通过设立厂房、招工、纳税以换取政府的支持，同时积极地与政府沟通。

5、地区销售差异和未来市场展望？

华北地区上半年增速仅 3%，其中神威产品列入河北医保目录和河北地区一方代理商重整影响销售，北京地区康仁堂占主导市场；西北地区甘肃的配方颗粒生产许可已批准，陕西地区公司厂房将于一年内建成。

6、福建地区中药配方颗粒政策影响？

福建省今年上半年曾出台政策中药配方颗粒不作为中药饮片管理，取消药品加成。实际执行过程中，中药配方颗粒在医院销售中仍可加成。

7、成药板块仙灵骨葆换包装后销售是否会恢复？

2017 年成药板块预期低单位数增长，OTC 产品预计有较高增长，仙灵骨葆预计维持 2016 年销售额。

8、中药饮片业务：2016 年底购入上海同济当业务：上海同济堂收入按年增长 30%，净利润按年增长 25%，由于跟医院系统合作，代煎业务增长明显。

9、大健康产业营运情况？

大健康产业：冯了性国医馆病人流按年升 270%，收入按年升 300%，今年分部业务目标收入 2,000 万，并实现盈亏平衡。

10、公司大健康板块业务展望？

重庆国医馆于今年 9 月份开业，待佛山开立 6-7 家国医馆后，公司会将业务拓展到珠三角地区。

11、公司上半年出现负经营现金流：

应收账款大幅增加：医院账期一般为半年，公司上半年 29.3 亿应收账款中的 23.3 亿源自配方颗粒业务，应收账中约 58%为三个月内，而 13%为半年以上。借鉴过往，大量应收账款于 2016 下半年回收，公司预计 2017 年下半年会有大量应收账款回收，全年现金流预计为正数。

存货大量增加：源于配方颗粒业务的增长，由于中药材价格预期会上升，公司把 105 款核心储备中药材增至 200 款。

12、行政费下降空间？

公司上半年行政费用有压缩，今年应收账款坏账计提减少，下半年公司会加强对应收账款的回收。

13、45 亿长期票据融资用途？

1) 扩张中药饮片业务；2) 并购毒性饮片企业 3) 发展大健康产业，未来可能进入医疗、养老产业。

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	3,709.4	6,532.9	8,101.2	9,508.5	11,099.2
中药配方颗粒	978.9	4,358.5	5,361.0	6,497.5	7,784.1
中成药	2,730.5	2,174.3	2,299.4	2,457.6	2,640.4
销售成本	(1,508.7)	(2,745.2)	(3,563.9)	(4,162.2)	(4,837.8)
毛利	2,200.7	3,787.7	4,537.3	5,346.3	6,261.5
其他收益	32.1	67.8	61.6	72.2	84.1
销售费用	(1,195.6)	(1,968.4)	(2,305.0)	(2,684.5)	(3,110.8)
行政费用	(272.6)	(330.0)	(375.2)	(437.0)	(506.4)
研发开支	(112.3)	(186.8)	(243.0)	(285.3)	(333.0)
息税前收益	652.3	1,370.2	1,675.7	2,011.7	2,395.4
应占联营公司利润	(1.6)	0.4	0.5	0.5	0.5
净财务收入 / (支出)	26.1	(58.8)	(96.0)	(79.2)	(37.9)
非经常性收入	12.4	(8.0)	-	-	-
税前利润	689.2	1,303.8	1,580.1	1,933.0	2,358.1
所得税	(119.1)	(217.3)	(250.5)	(306.5)	(373.9)
已中止经营业务	79.6	-	-	-	-
非控制股东权益	(24.1)	(119.6)	(143.0)	(173.3)	(207.6)
净利润	625.6	966.9	1,186.6	1,453.2	1,776.6
核心净利润	535.8	973.7	1,186.6	1,453.2	1,776.6
息税折旧摊销前收益	820.7	1,707.0	2,036.7	2,409.7	2,831.8

资料来源：公司，招银国际预测

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	12,331.0	12,966.4	13,172.9	13,346.0	13,520.6
物业、厂房及设备	1,974.3	2,355.7	2,733.1	3,077.0	3,422.5
无形资产	6,680.4	6,763.9	6,592.6	6,421.2	6,249.8
商誉	3,341.0	3,456.4	3,456.4	3,456.4	3,456.4
其他非流动资产	335.2	390.4	390.9	391.4	391.9
流动资产	6,877.7	8,070.4	10,883.6	12,014.8	11,958.8
现金及现金等价物	2,101.9	2,373.4	4,570.5	5,013.2	4,214.2
短期投资	-	-	-	-	-
应收贸易款项	3,398.2	2,716.3	3,088.1	3,501.0	3,948.8
存货	1,235.9	1,894.2	2,138.3	2,414.1	2,709.2
其他流动资产	105.7	34.4	34.4	34.4	34.4
流动负债	4,485.0	3,506.8	3,599.6	4,049.0	4,411.1
银行贷款	1,600.1	1,001.4	546.8	517.6	339.2
应付贸易账款	2,676.6	2,303.7	2,851.1	3,329.7	3,870.2
其他流动负债	208.4	201.7	201.7	201.7	201.7
非流动负债	2,583.4	4,774.1	6,786.8	6,523.8	4,918.0
银行贷款	850.3	2,908.6	4,921.2	4,658.2	3,052.4
其他非流动负债	1,733.1	1,865.5	1,865.5	1,865.5	1,865.5
净资产总值	12,140.2	12,755.9	13,670.1	14,788.0	16,150.4
少数股东权益	1,006.8	1,167.5	1,310.5	1,483.8	1,691.4
股东权益	11,133.4	11,588.3	12,359.6	13,304.2	14,459.0

资料来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日 (百万港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	652.3	1,370.2	1,675.7	2,011.7	2,395.4
折摊和摊销	168.4	336.8	361.0	398.0	436.3
营运资金变动	(195.4)	(349.2)	(68.7)	(210.0)	(202.4)
税务开支	(148.6)	(217.3)	(250.5)	(306.5)	(373.9)
其他	42.1	(262.6)	-	-	0.0
经营活动所得现金净额	518.7	877.9	1,717.5	1,893.2	2,255.5
资本开支	(237.7)	(759.8)	(567.1)	(570.5)	(610.5)
收购子公司	(7,451.6)	-	-	-	-
其他	531.4	(987.7)	67.4	74.9	62.5
投资活动所得现金净额	(7,157.9)	(1,747.4)	(499.7)	(495.6)	(547.9)
债务变化	1,202.2	1,459.6	1,558.1	(292.2)	(1,784.2)
发行新股	7,200.0	-	-	-	-
派息	-	(245.1)	(415.3)	(508.6)	(621.8)
利息开支	(72.5)	(73.4)	(163.4)	(154.1)	(100.4)
融资活动所得现金净额	8,329.7	1,141.0	979.4	(954.9)	(2,506.4)
现金净变动	1,690.5	271.5	2,197.2	442.6	(798.9)
年初现金及现金等值物	439.4	2,101.9	2,373.4	4,570.5	5,013.2
汇兑差额	(28.0)	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	2,101.9	2,373.4	4,570.5	5,013.2	4,214.2

资料来源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
中药配方颗粒	26.4	66.7	66.2	68.3	70.1
中成药	73.6	33.3	28.4	25.8	23.8
总额	100.0	100.0	95.0	94.0	94.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	59.3	58.0	56.0	56.2	56.4
息税折摊前利润率	22.1	26.1	25.1	25.3	25.5
税前利率	18.6	20.0	19.5	20.3	21.2
净利润率	16.9	14.8	14.6	15.3	16.0
核心净利润率	14.4	14.9	14.6	15.3	16.0
有效税率	17.3	16.7	15.9	15.9	15.9
增长 (%)					
收入	37.9	76.1	24.0	17.4	16.7
毛利	33.0	72.1	19.8	17.8	17.1
息税折摊前利润	23.2	108.0	19.3	18.3	17.5
经营利润	19.2	110.1	22.3	20.1	19.1
净利润	51.4	54.6	22.7	22.5	22.2
核心净利润	28.8	81.7	21.9	22.5	22.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	2.3	3.0	3.0	2.7
平均应收账款周转天数	134.4	113.6	88.4	83.6	82.1
平均应付账款周转天数	77.6	90.5	80.1	67.7	67.9
平均存货周转天数	81.4	87.4	90.8	87.4	84.2
净负债 / 权益比率 (%)	2.6	3.8	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	5.6	8.3	9.6	10.9	12.3
资产回报率	3.3	4.6	4.9	5.7	7.0
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.17	0.22	0.27	0.33	0.40
核心每股盈利(人民币)	0.15	0.22	0.27	0.33	0.40
每股股息(港元)	-	0.09	0.09	0.11	0.14
每股账面值(人民币)	2.51	2.61	2.79	3.00	3.26

资料来源: 公司, 招银国际预测

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于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上责任。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。