

波司登 (3998 HK)

成本壓力緩和將有利毛利率提升

概要。維持買入並上調目標價至 2.46 港元，基於 18 倍 20 財年預測市盈率（從 16 倍上調以反映增長加快，同時提高 19-21 財年的每股盈利預測 4.9%）。品牌改革令公司在 19 財年（3 月年結）的市場份額顯著提升，相信未來透過增加更多購物中心門店和推出更多更時尚的產品，公司將繼續在 20-21 財年實現不俗的增長，同時穩定的原材料價格將有利毛利率提升。

- **品牌升級成功，期待 19 財年下半年有更出色表現。**我們預計 19 財年下半年銷售/淨利潤同比增長 17%/48%（2019 上半年為 16%/44%），主要原因包括：1) 受到線上線下的品牌推廣、產品品質提升及店面形象改良所支援，羽絨服裝銷售增長 42%（相對 19 財年上半年的 20%）；2) 公司推出更多高端（平均售價更高）的產品，使毛利率增長達到 53.4%（相對 19 財年上半年/18 財年下半年的 42.3%/49.5%）；3) 今年並沒有減值虧損（去年減值虧損達 1.65 億元人民幣，占總銷售額 1.9%）。
- **在行業增長明顯放緩下，市場份額仍顯著增加。**雖然行業增長明顯放緩，但我們相信波司登將在 19 財年（3 月年結）實現 36% 的羽絨銷售增長（相對去年的 23%）。行業放緩主要歸因於：1) 經濟增長放緩，以及 2) 2018-19 年暖冬不利銷售。例如，18 財年海瀾之家的羽絨服裝銷售增長率僅為 7%（相對 17 財年的 28%），而太平鳥，九牧王和七匹狼等其他同業的表現均反映冬季服裝需求疲弱。
- **鵝與鴨羽絨短期成本有限度受壓。**我們認為市場對羽絨毛的需求最近已有所降溫。與 18 財年（3 月年結）的鵝絨/鴨絨價格大幅上升 64%/34% 相比，19 財年（3 月年結）的 20%/17% 鵝絨/鴨絨價格通脹顯得相對溫和，我們認為這對波司登來說完全可控。考慮到公司仍在提升品牌形象（添加更多中高端產品），我們預計其 20 財年的毛利率將進一步上升。
- **維持買入並上調目標價至 2.46 港元。**我們維持買入並上調目標價至 2.46 港元，基於 18 倍的 20 財年預測市盈率（考慮到每股盈利複合年增長率也提高，從 16 倍上調），相當於 0.65 倍的三年 PEG。公司現估值為 14.5 倍市盈率或 0.5 倍的 PEG，十分吸引。我們同時上調 19/20/21 財年每股盈利預測 4.2%/7.5%/8.5%，以反映 1) 超預期宣傳效果和零售銷售增長，2) 較低原材料成本和較高毛利率，3) 改善店鋪種類，新添更多的購物中心門店以及 4) 公司未來將推出更多值得期待的新產品。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入 (百萬元人民幣)	6,817	8,881	10,381	12,181	13,723
同比增長 (%)	17.8	30.3	16.9	17.3	12.7
淨收入 (百萬元人民幣)	392	615	902	1,257	1,621
每股盈利 (元人民幣)	0.042	0.058	0.084	0.118	0.152
每股盈利變動 (%)	11.9	52.3	35.4	39.4	29.0
市盈率 (倍)	41.8	27.5	20.3	14.5	11.3
市帳率 (倍)	1.5	1.8	1.9	1.8	1.6
股息率 (%)	1.0	3.9	3.5	4.8	6.2
權益收益率 (%)	4.8	6.6	9.3	12.4	15.1
不良貸款率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$2.46
(此前目標價)	HK\$2.04
當前股價	HK\$1.99
潛在升幅	+23.8%

中國服裝行業

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元港元)	21,287
3 月平均流通量 (百萬元港元)	48.96
52 周內股價高/低 (港元)	2.38/0.78
總股本 (百萬)	10,697.0

資料來源：彭博

股東結構

高德康家族	71.62%
員工激勵計畫	6.49%
自由流通	21.89%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-8.4%	-2.5%
3-月	27.9%	29.3%
6-月	39.7%	27.5%
12-月	140.2%	169.5%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

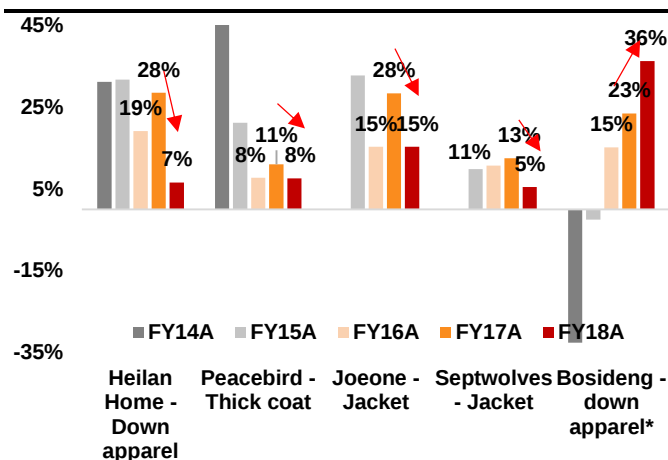
審計師：畢馬威

近期報告

1. 中國運動用品及服裝行業 - 優質化與數位化驅動增長：國內頂尖品牌成贏家 - 2019 年 1 月 23 日
2. 中國非必需消費品行業 - 消費行業北京調研記要 - 2018 年 12 月 6 日
3. 波司登 (3998 HK) - 業績亮麗，前景樂觀 - 2018 年 7 月 3 日

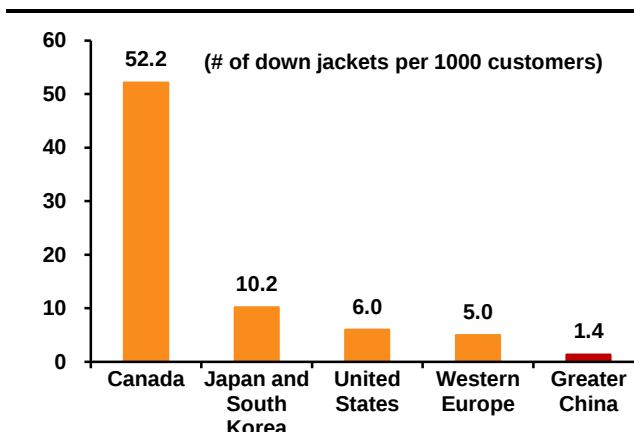
重要圖表

圖 1: 波司登羽絨服增長和同行表現



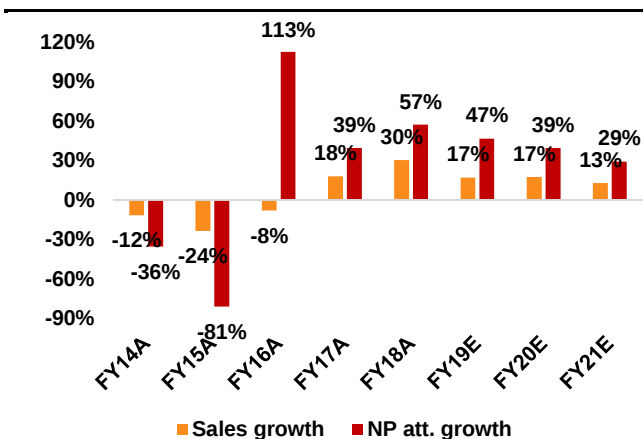
資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 2: 按地區劃分: 羽絨服普及率



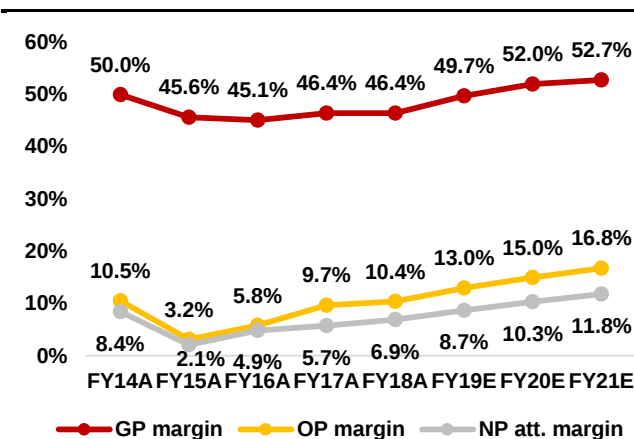
資料來源：加拿大鵝及招銀國際證券預測

圖 3: 銷售額/淨利潤增長



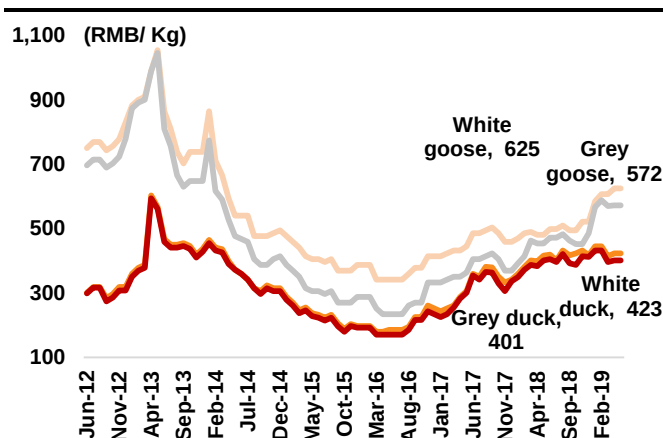
資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 4: 毛利率/經營利潤率/淨利潤率



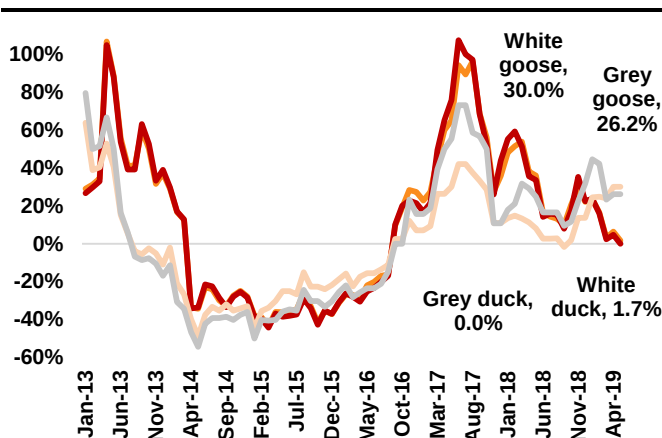
資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 5: 白色/灰色的鵝絨/鴨絨價格



資料來源：www.cn-down.com 及招銀國際證券預測

圖 6: 白色/灰色的鵝絨/鴨絨價格的同比增長



資料來源：www.cn-down.com 及招銀國際證券預測

盈利預測

圖 7: 盈利預測

RMB mn	New			Old			Diff (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Revenue	10,381	12,181	13,723	10,260	11,721	13,190	1.2%	3.9%	4.0%
Gross Profit	5,161	6,330	7,236	5,102	6,061	6,840	1.2%	4.4%	5.8%
Operating Profit	1,346	1,821	2,299	1,295	1,697	2,121	4.0%	7.3%	8.4%
Net profit	902	1,257	1,621	865	1,169	1,494	4.2%	7.5%	8.5%
EPS (US\$ cents)	0.084	0.118	0.152	0.081	0.109	0.140	4.2%	7.5%	8.5%
Gross Margin	49.7%	52.0%	52.7%	49.7%	51.7%	51.9%	0ppt	0.3ppt	0.9ppt
Operating Margin	13.0%	15.0%	16.8%	12.6%	14.5%	16.1%	0.3ppt	0.5ppt	0.7ppt
Net Margin	8.7%	10.3%	11.8%	8.4%	10.0%	11.3%	0.3ppt	0.3ppt	0.5ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 8: 招銀國際與市場預測

RMB mn	CMBI			Consensus			Diff (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Revenue	10,381	12,181	13,723	10,232	12,204	14,542	1.5%	-0.2%	-5.6%
Gross Profit	5,161	6,330	7,236	5,241	6,413	7,671	-1.5%	-1.3%	-5.7%
Operating Profit	1,346	1,821	2,299	1,252	1,641	1,966	7.6%	11.0%	16.9%
Net profit	902	1,257	1,621	846	1,120	1,365	6.7%	12.3%	18.8%
EPS (US\$ cents)	0.084	0.118	0.152	0.079	0.100	0.126	6.7%	17.9%	20.2%
Gross Margin	49.7%	52.0%	52.7%	51.2%	52.2%	52.5%	-1.5ppt	-0.2ppt	0.2ppt
Operating Margin	13.0%	15.0%	16.8%	12.2%	13.4%	13.5%	0.7ppt	1.5ppt	3.2ppt
Net Margin	8.7%	10.3%	11.8%	8.3%	9.2%	9.4%	0.4ppt	1.1ppt	2.4ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

估值

圖 9: 同業估值對比 1

			12m TP	Price	Upside/	Mkt. Cap	Year	P/E (x)	P/B (x)	ROE (%)	3yrs PEG(x)	Yield (%)		
Company	Ticker	Rating	(LC)	(LC)	Downside	(HK\$ mn)	End	FY1E	FY2E	FY1E	FY2E	FY1E	FY1E	FY1E
H shares Apparel														
Bosideng	3998 HK	BUY	2.46	1.99	23.6%	21,287	Mar-18	20.3	14.5	1.8	1.7	7.4	0.6	3.2
China Lilang	1234 HK	BUY	11.87	7.45	59.3%	8,921	Dec-18	8.5	7.4	2.0	1.8	23.0	0.5	8.3
Jnby Design	3306 HK	BUY	17.22	15.26	12.8%	7,916	Jun-18	14.4	12.5	4.6	4.2	34.8	1.0	5.2
Cosmo Lady China	2298 HK	BUY	3.10	2.21	40.3%	4,984	Dec-18	9.9	8.8	1.0	0.9	10.2	0.7	3.6
Giordano	709 HK	NR	n/a	3.69	n/a	5,825	Dec-18	12.4	11.3	2.2	2.2	16.8	2.4	8.7
Koradior Holdings	3709 HK	NR	n/a	9.30	n/a	4,523	Dec-18	n/a	n/a	n/a	n/a	23.6	0.0	n/a
I.T	999 HK	NR	n/a	3.68	n/a	4,401	Feb-18	8.6	7.3	1.2	1.1	15.2	0.4	5.2
Esprit Holdings	330 HK	NR	n/a	1.55	n/a	2,925	Jun-18	n/a	n/a	0.5	0.5	(37.9)	0.0	0.0
Shanghai La Chapelle	6116 HK	NR	n/a	3.95	n/a	3,652	Dec-18	n/a	n/a	0.6	0.7	10.0	0.0	12.7
Bauhaus Holdings	483 HK	NR	n/a	1.37	n/a	503	Mar-18	n/a	n/a	n/a	n/a	4.5	0.0	n/a
Avg.								12.3	10.3	1.7	1.6	10.8	0.6	5.9
Med.								11.2	10.0	1.5	1.4	12.7	0.4	5.2
A-shares Apparel														
Ningbo Peacebird	603877 CH	NR	n/a	16.90	n/a	9,271	Dec-18	11.3	9.6	2.0	1.8	16.7	0.7	6.0
Joeone Co Ltd	601566 CH	NR	n/a	13.78	n/a	9,036	Dec-18	13.9	12.8	1.8	1.8	12.2	1.9	7.1
Fujian Septwolves	002029 CH	NR	n/a	6.74	n/a	5,812	Dec-18	13.3	11.9	0.8	0.8	6.2	1.3	1.6
Hla Corp Ltd	600398 CH	NR	n/a	8.89	n/a	45,577	Dec-18	10.7	9.9	2.6	2.3	26.8	1.6	5.7
Jiangsu Hongdou	600400 CH	NR	n/a	3.83	n/a	11,071	Dec-18	38.3	32.5	2.2	2.1	4.8	2.0	1.3
Lancy Co Ltd	002612 CH	NR	n/a	8.99	n/a	4,103	Dec-18	13.4	11.8	1.2	1.1	7.3	1.1	1.4
Shenzhen Huijie	002763 CH	NR	n/a	11.04	n/a	4,898	Dec-18	15.5	14.3	2.1	1.8	9.2	0.6	n/a
Shenzhen Ellassay	603808 CH	NR	n/a	15.95	n/a	6,055	Dec-18	12.0	10.0	2.0	1.7	16.4	0.6	2.5
Guangdong Bobaolon	002776 CH	NR	n/a	25.50	n/a	10,495	Dec-18	41.8	32.5	3.6	3.2	8.6	0.0	n/a
Avg.								18.9	16.1	2.0	1.8	12.0	1.1	3.7
Med.								13.4	11.9	2.0	1.8	9.2	1.1	2.5

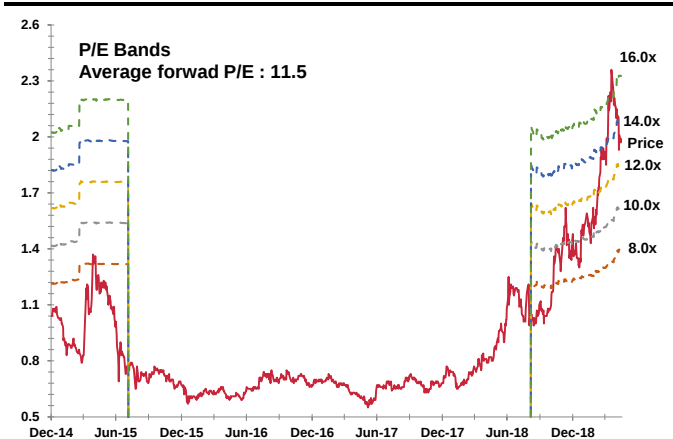
資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 10: 同業估值對比 2

Company	Ticker	Rating	12m TP (LC)	Price (LC)	Up/Down-side	Mkt. Cap (HK\$ mn)	Year End	P/E (x) FY1E	P/E (x) FY2E	P/B (x) FY1E	P/B (x) FY2E	ROE (%) FY1E	ROE (%) FY2E	3yrs PEG(x) FY1E	3yrs PEG(x) FY2E	Yield (%) FY1E
International Apparel																
Hugo Boss Ag	BOSS GR	NR	n/a	56.78	n/a	35,090	Dec-18	15.0	13.5	3.8	3.4	21.4	1.7	5.1		
Ted Baker Plc	TED LN	NR	n/a	1506.00	n/a	6,774	Jan-19	11.5	10.7	2.4	2.2	17.4	0.8	4.4		
Next Plc	NXT LN	NR	n/a	5764.00	n/a	79,358	Jan-19	12.9	12.4	12.9	9.4	113.9	4.2	2.9		
Hennes & Mauritz	HMB SS	NR	n/a	157.24	n/a	212,148	Nov-18	20.4	19.2	4.8	4.9	19.8	41.5	5.9		
Industria De Diseno	ITX SM	NR	n/a	24.98	n/a	683,427	Jan-19	20.6	19.2	4.9	4.8	24.5	3.1	4.2		
Ovs Spa	OVS IM	NR	n/a	1.60	n/a	3,188	Jan-19	6.7	6.3	0.4	0.4	3.0	0.2	1.4		
Pvh Corp	PVH US	NR	n/a	112.37	n/a	66,196	Feb-19	10.8	9.8	1.4	1.2	13.1	1.3	0.1		
Vf Corp	VFC US	NR	n/a	90.35	n/a	280,571	Mar-19	23.8	21.1	8.2	7.9	n/a	0.5	2.0		
Marks & Spencer	MKS LN	NR	n/a	274.30	n/a	44,990	Mar-18	11.4	12.1	1.5	1.5	1.0	0.1	5.4		
Avg.								14.8	13.8	4.5	4.0	26.8	5.9	3.5		
Med.								12.9	12.4	3.8	3.4	18.6	1.3	4.2		

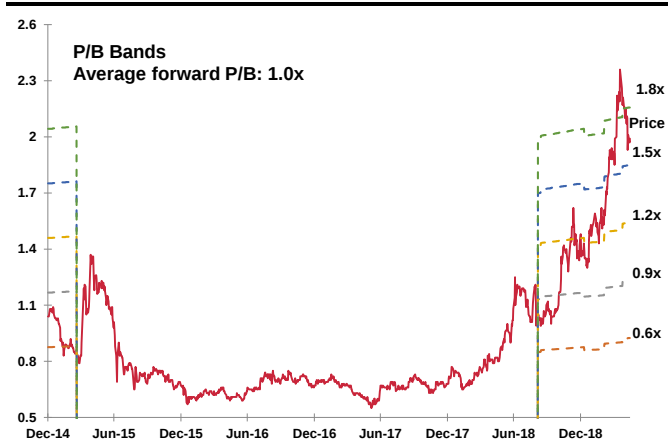
資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 11: 12 個月預測市盈率區間



資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 12: 12 個月預測市賬率區間



資料來源：公司及招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

年結:3月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	6,817	8,881	10,381	12,181	13,723
羽絨服	4,579	5,651	7,701	9,518	10,894
貼牌加工管理	778	937	1,265	1,265	1,328
女裝	622	1,153	1,172	1,232	1,331
多元化服裝	838	1,139	243	166	171
銷售成本	(3,653)	(4,762)	(5,221)	(5,850)	(6,488)
毛利	3,163	4,119	5,161	6,330	7,236
其它收入	66	66	62	73	82
營運支出	(2,569)	(3,261)	(3,877)	(4,582)	(5,019)
折舊和攤銷	(76)	(95)	(145)	(147)	(150)
員工成本	(748)	(887)	(1,041)	(1,133)	(1,260)
銷售及分銷成本(不包括	(1,074)	(1,495)	(1,943)	(2,350)	(2,583)
管理費用(不包括員工成	(369)	(350)	(431)	(532)	(567)
其它運營費用	(302)	(434)	(316)	(421)	(458)
息稅前收益	660	923	1,346	1,821	2,299
融資成本淨額	(68)	(35)	(32)	(17)	4
合資及聯營企業	(19)	-	-	-	-
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	573	888	1,314	1,805	2,303
所得稅	(204)	(249)	(381)	(523)	(668)
減: 非控制股東權益	(23)	24	31	24	14
淨利潤	392	615	902	1,257	1,621

現金流量表

年結:3月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前利潤	660	923	1,346	1,821	2,299
折舊和攤銷	165	187	242	250	260
營運資金變動	557	120	(76)	(225)	(210)
已繳納所得稅	(109)	(248)	(381)	(523)	(668)
其它	(163)	50	125	140	161
經營活動所得現金流	1,109	1,033	1,255	1,463	1,841
資本開支	(62)	(117)	(136)	(160)	(180)
聯營公司	(1,837)	(1,915)	-	-	-
利息收入	122	97	-	-	-
其它	200	71	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(1,577)	(1,864)	(136)	(160)	(180)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	(924)	79	-	-	-
支付股息	(290)	(198)	(658)	(681)	(931)
其它	1,479	(65)	(157)	(157)	(157)
融資活動所得現金淨額	266	(183)	(815)	(838)	(1,088)
現金增加淨額	(202)	(1,014)	304	465	573
年初現金及現金等價物	3,023	2,835	1,794	2,098	2,563
匯兌	14	(26)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,835	1,794	2,098	2,563	3,136

資產負債表

年結:3月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	3,636	3,485	3,379	3,290	3,211
固定資產	819	885	893	916	950
無形資產和商譽	1,481	1,897	1,784	1,671	1,558
預付租金	737	54	54	54	54
合資及聯營公司投資	-	-	-	-	-
其它非流動資產	599	648	648	648	648
流動資產	10,483	10,959	11,600	12,612	13,682
現金及現金等價物	2,835	1,794	2,098	2,563	3,136
存貨	1,437	1,455	1,502	1,683	1,866
貿易和其他應收款	1,189	1,474	1,707	2,002	2,256
預付款	410	344	403	472	532
其它流動資產	4,611	5,891	5,891	5,891	5,891
流動負債	4,383	4,337	4,598	4,920	5,207
銀行貸款	2,985	2,338	2,338	2,338	2,338
應付款	495	523	573	642	712
應計費用和其他應付款	709	1,247	1,457	1,710	1,926
應付稅款	173	226	226	226	226
其它流動負債	21	4	4	4	4
非流動負債	380	323	323	323	323
銀行貸款	-	-	-	-	-
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	225	218	218	218	218
其它	155	105	105	105	105
少數股東權益	179	187	218	242	256
淨資產總額	9,176	9,596	9,840	10,416	11,106
股東權益	9,176	9,596	9,840	10,416	11,106

主要比率

年結:3月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
羽絨服	67.2	63.6	74.2	78.1	79.4
貼牌加工管理	11.4	10.5	12.2	10.4	9.7
女裝	9.1	13.0	11.3	10.1	9.7
多元化服裝	12.3	12.8	2.3	1.4	1.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	46.4	46.4	49.7	52.0	52.7
經營利潤率	9.7	10.4	13.0	15.0	16.8
稅前利率	8.4	10.0	12.7	14.8	16.8
淨利潤率	5.7	6.9	8.7	10.3	11.8
有效稅率	34.4	28.0	29.0	29.0	29.0
資產負債比率					
流動比率(x)	2.4	2.5	2.5	2.6	2.6
速動比率(x)	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3
現金比率(x)	65	41	46	52	60
平均庫存周轉天數	144	112	105	105	105
平均應收款周轉天數	64	61	60	60	60
平均應付帳款天數	49	40	40	40	40
債務/股本比率(%)	33	24	24	22	21
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	4.3	6.4	9.2	12.1	14.6
資產回報率	2.8	4.3	6.0	7.9	9.6
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.04	0.06	0.08	0.12	0.15
每股股息(人民幣)	0.02	0.06	0.06	0.08	0.11
每股帳面價值(人民幣)	1.16	0.91	0.92	0.98	1.04

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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。