

中国风电行业

市场忽略了风电行业的基本面改善

❖ **行业前景提升至优于大市。**风电行业运营商和制造商自中期业绩发布以来股价下跌了 10.4%-27.9%。根据我们最近与主要上市风电运营商和制造商的政策和运营情况更新，我们认为中国风电行业的基本面持续改善，我们观察到 1) 存量项目的补贴调整风险已被消除；2) 风电运营商前 9 个月的风电发电量同比增长 12.7%至 24.3%，保持良好态势；3) 限电情况稳步改善；4) 补贴应收正加速回收。目前行业 2019 年平均市盈率仅为 5.0 倍，我们认为市场情绪过于脆弱，忽略了基本面改善，并且我们测算主要风电企业 2019 年仍将实现两位数的盈利增长。我们将风电行业前景展望自同步大市上调至优于大市，并给予高盈利增长能见度以及领先的股息收益率，我们将新天绿色能源（956 HK，买入，目标价：HK\$2.86）列为我们的行业首选股份。

❖ **存量项目补贴调整风险已被消除。**国家发改委对可再生能源配额所公布的第二次征求意见稿中，首次明确指出新能源绿证与补贴之间的差额将由可再生能源附加基金来满足，这表明中国政府将确保新能源项目的补贴强度在项目的生命周期中保持不变。我们认为配额制的第二稿的发布，使国家对于可再生能源政策方向更为明确，对新能源发展带来有力支持。

❖ **风电运营商前 9 月发电量实现可观增长。**尽管三季度为传统小风季，主要风电运营商 3 季度风电发电量同比增长 6-16%，使港股上市风电企业运营数据保持良好，前 9 月风电发电累计同比增长 12.7-24.3%。我们仍然观察到风电发电量增长速度对新增装机速度保持领先，表明限电率的大幅度改善显著释放了风电运营商的发电量增长潜力。我们预期限电改善的积极影响仍将在 2018 年 4 季度以及 2019 年持续。

❖ **新增装机增速加快。**中电联风电装机数据显示，2018 年前 8 月累计装机实现 10.3 吉瓦，同比增长 19.4%，表明 2018 年以来新增装机提速上行。我们认为新增装机快速增加主要是受发改委的标杆电价调整节奏所致。我们预期中国年度风电新增装机将自 2017 年 19.7 吉瓦增长 15%至 2018 年的 22.6 吉瓦，并在 2019，2020 保持稳定与 23-24 吉瓦区间。

❖ **补贴回收显著加速。**根据我们与主要上市企业的沟通，在财政部 8 月底签发了人民币 400 亿资金后，自 9 月开始，补贴款回收呈明显加速状态。我们预计 4 季度仍会有另一部约人民币 400 亿额度进行发放。我们预期风电运营上的补贴应收余额将自 2018 年 4 季度以及 2019 年开始陆续出现改善。

行业估值表

港股上市公司	代码	市值 百万港元 (港元)	股价 (港元)	目标价 (港元)	评级	PER			PBR		
						17A	18E	19E	17A	18E	19E
龙源电力	916 HK	45,486	5.66	8.45	买入	10.4	8.3	7.4	0.9	0.8	0.8
金风科技	2208 HK	35,666	6.84	9.37	买入	7.1	6.3	6.2	1.0	0.9	0.8
华能新能源	958 HK	21,873	2.07	3.50	买入	6.0	5.3	4.8	0.8	0.7	0.6
华电福新	816 HK	12,276	1.46	2.09	买入	5.2	4.9	4.0	0.5	0.4	0.4
新天绿色能源	956 HK	7,022	1.89	2.86	买入	6.9	5.0	4.4	0.7	0.6	0.6
大唐新能源	1798 HK	6,692	0.92	N/A	未评级	8.3	4.6	3.8	0.5	0.5	0.4
中广核新能源	1811 HK	4,548	1.06	N/A	未评级	10.4	5.9	5.9	0.2	0.6	0.5
协合新能源	182 HK	2,678	0.31	N/A	未评级	4.0	4.1	3.8	0.4	0.4	0.4
行业平均						7.3	5.6	5.0	0.6	0.6	0.6

数据来源：彭博及招银国际

优于大市(上调)

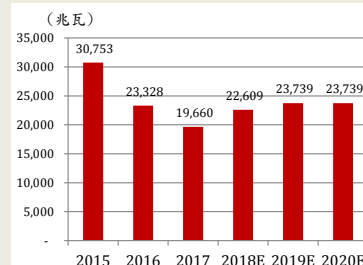
萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

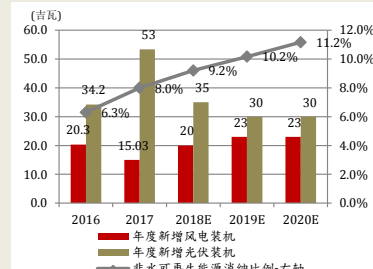
中国风电行业

中国年风电装机量



数据来源：国际风能理事会，招银国际预测

中国非水新能源消纳比重

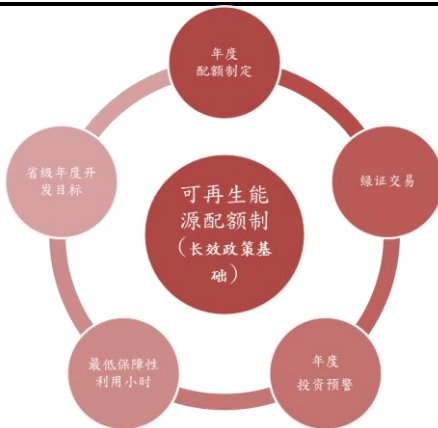


数据来源：国家能源局，招银国际预测

政策动态

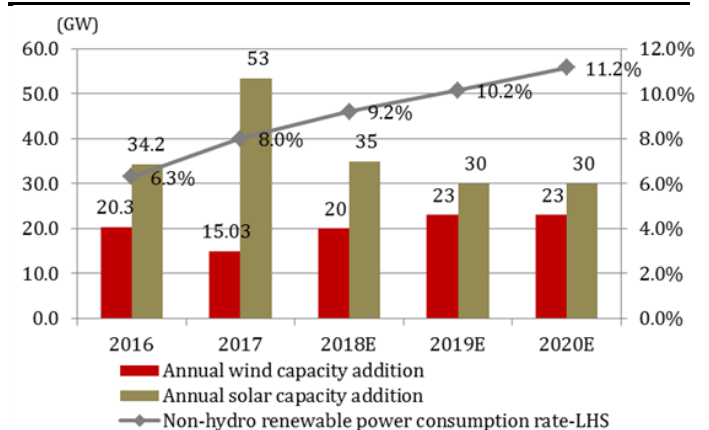
- ❖ **配额制第二次征求意见稿：消除存量项目补贴调整风险。**国家发改委已于 9 月底发布了第二次“可再生能源配额制”征求意见稿。我们认为，配额制第二稿有三个主要亮点：1) 将配额承担主体明确分为 6 类，并明确确定每个类别的配额承担及评估标准；2) 包含了更多的政策执行细节，如配额评估方法，绿证交易及转让，以及罚款条款；更重要的是，3) 首次明确绿证交易价格与补贴之间的差额，由可再生能源附加基金来满足，表明中国政府将确保补贴强度在可再生能源项目的生命中保持不变。我们认为国家发改委对配额制的第二稿显示出对可再生能源发展的巨大支持。根据我们与主要风电企业的沟通，配额制终稿将大概率在 2018 年末发布，根据目前第二稿的行文，我们预计配额制将在 2019 年开始执行。
- ❖ **配额制短期影响：2020 年目标略有挑战。**根据第二稿的配额要求及对各个省份的电力需求增长测算，我们认为 2018 年配额目标将较容易完成。根据配额制第二稿要求，我们测算全国平均非水配额要求为 8.5%，而到年末，我们预计非水可再生发电量占比将可达 9.2%。对于 2020 年，我们认为发改委目前所订目标具有一定挑战性。我们测算非水可再生发电量占比将达 11.2%，略低于我们所测算配额制二稿中给予的 12.0% 目标。
- ❖ **配额制长期展望：管控新能源未来增长。**参考风电企业对于配额制政策理解，我们认为配额制将成为中国未来实现减排目标的长效机制，并将塑造可再生能源的发展前景。除了长效机制以外，风电企业预期还将有额外的政策指引工具用以分解整体减排目标，包括 1) 年度配额制订，2) 绿证交易机制，3) 年度可再生能源投资预警，4) 限电地区保障性利用小时设置，以及 5) 省级新增装机规划等。

图 1：我们预计配额制将成为完成减排目标的长效机制，并辅以额外的政策指引工具对整体目标进行有效分解



资料来源：招银国际

图 2：我们对于非水可再生能源发电量占比的预测



资料来源：万德资讯，招银国际预测

图 3: 我们基于配额制 2 稿所作测算

省份/地区	用电量 2018E GWh	同比 %	用电量 2020E GWh	2018E - 2020E CAGR %	非水配额 第1稿 2018 %	非水配额 第2稿 2018 %	差异 ppt	非水可再生 用电量 2018E GWh	非水配额 第1稿 2020 %	非水配额 第2稿 2020 %	差异 ppt	非水可再生 用电量 2020E GWh
北京	113,670	6.5%	126,680	5.6%	10.5%	10.5%	-	11,935	13.0%	15.0%	2.0	19,002
天津	85,374	6.0%	88,451	1.8%	10.5%	10.5%	-	8,964	13.0%	15.0%	2.0	13,268
河北	357,113	3.8%	382,515	3.5%	10.5%	10.5%	-	37,497	13.0%	15.0%	2.0	57,377
山西	213,229	7.1%	242,354	6.6%	13.0%	12.5%	-0.5	26,654	15.0%	15.0%	-	36,353
内蒙古	321,519	11.2%	373,021	7.7%	13.0%	18.0%	5.0	57,873	13.0%	18.0%	5.0	67,144
辽宁	229,850	7.6%	251,151	4.5%	9.0%	10.0%	1.0	22,985	9.0%	10.5%	1.5	26,371
吉林	75,461	7.3%	82,429	4.5%	16.5%	15.0%	-1.5	11,319	20.0%	17.0%	-3.0	14,013
黑龙江	96,329	3.7%	102,184	3.0%	15.5%	15.0%	-0.5	14,449	22.0%	20.5%	-1.5	20,948
上海	153,763	0.7%	161,735	2.6%	2.5%	2.5%	-	3,844	3.5%	3.0%	-0.5	4,852
江苏	607,740	4.6%	675,418	5.4%	5.5%	5.5%	-	33,426	6.5%	7.5%	1.0	50,656
浙江	448,039	6.9%	518,070	7.5%	5.0%	5.0%	-	22,402	6.0%	7.5%	1.5	38,855
安徽	211,804	10.2%	248,944	8.4%	11.5%	10.0%	-1.5	21,180	14.5%	13.0%	-1.5	32,363
福建	232,803	10.2%	268,726	7.4%	5.0%	4.5%	-0.5	10,476	7.0%	7.0%	-	18,811
江西	140,623	8.7%	165,404	8.5%	6.5%	6.5%	-	9,140	14.5%	8.0%	-6.5	13,232
山东	564,505	4.0%	597,091	2.8%	8.0%	9.0%	1.0	50,805	10.5%	11.0%	0.5	65,680
河南	336,414	6.3%	369,670	4.8%	8.0%	9.0%	1.0	30,277	13.5%	11.0%	-2.5	40,664
湖北	203,132	8.7%	229,783	6.4%	7.5%	7.5%	-	15,235	11.0%	10.0%	-1.0	22,978
湖南	174,484	10.3%	195,910	6.0%	9.0%	9.0%	-	15,704	19.0%	17.5%	-1.5	34,284
广东	634,733	6.5%	708,142	5.6%	3.0%	3.5%	0.5	22,216	3.8%	4.5%	0.7	31,866
广西	171,415	18.8%	201,576	8.4%	3.0%	4.0%	1.0	6,857	5.0%	5.0%	-	10,079
海南	31,991	4.9%	35,409	5.2%	4.0%	5.0%	1.0	1,600	5.0%	5.0%	-	1,770
重庆	111,386	12.2%	129,675	7.9%	3.0%	2.0%	-1.0	2,228	3.5%	2.5%	-1.0	3,242
四川	240,326	9.0%	269,846	6.0%	4.5%	3.5%	-1.0	8,411	4.5%	3.5%	-1.0	9,445
贵州	146,495	5.8%	168,307	7.2%	4.0%	4.5%	0.5	6,592	4.8%	5.0%	0.2	8,415
云南	164,871	7.2%	179,221	4.3%	10.0%	12.0%	2.0	19,785	10.0%	12.0%	2.0	21,507
西藏	6,501	11.7%	8,843	16.6%	13.5%	n/a	-13.5	0	17.5%	n/a	-17.5	0
陕西	158,511	6.0%	186,921	8.6%	8.5%	9.0%	0.5	14,266	11.5%	12.0%	0.5	22,431
甘肃	129,004	10.8%	142,726	5.2%	15.0%	16.0%	1.0	20,641	15.0%	20.0%	5.0	28,545
青海	73,597	7.1%	78,727	3.4%	21.0%	19.5%	-1.5	14,351	25.5%	25.0%	-0.5	19,682
宁夏	104,975	7.3%	117,273	5.7%	21.0%	18.0%	-3.0	18,896	21.5%	20.0%	-1.5	23,455
新疆	209,922	4.9%	249,272	9.0%	14.5%	16.0%	1.5	33,588	14.5%	21.0%	6.5	52,347
合计	6,749,579	7.0%	7,555,474	5.8%	8.1%	8.5%		573,596	11.3%	12.0%		809,634

资料来源：国家发改委，招银国际预测

❖ **林地政策影响有限。**中国林业和草原管理局发布了收紧在林地开发风电项目行为的征求意见稿《国家林业和草原局关于规范风电场项目建设使用林地的通知（征求意见稿）》。该征求意见稿旨在对林地风电场开发实施多重严格控制，引起了市场对于南方地区风电项目的关注，并顾虑政策的执行是否会对风机销售造成明显影响。我们认为 1) 该政策主要目的在于规范风电场在林地范围的发展行为，而非禁止项目开发；2) 现阶段，征求意见稿的内容仍在多部门之间存有谈判空间；3) 未来的风电项目开发将逐步转移到受环境影响较小的北方地区。基于上述三点，我们预计该政策的潜在影响有限。

运营情况更新

- ❖ **风电运营商前 9 月发电量实现可观增长。**尽管三季度为传统小风季，主要风电运营商 3 季度风电发电量同比增长 6-16%，使港股上市风电企业运营数据保持良好，前 9 月风电发电累计同比增长 12.7-24.3%。我们仍然观察到风电发电量增长速度对新增装机速度保持领先，表明限电率的大幅度改善显著释放了风电运营商的发电量增长潜力。从运营整体情况来看，我们认为纯风电运营商受风电发电量表现强劲增长明显，而龙源电力（916 HK）和华电福新（816HK）两家企业受非风电部门发电量下降有所拖累。
- ❖ **限电率稳步改善。**风电运营商的限电率在前 9 个月获得持续下降。领先的风电运营商限电率已下降至 5-6%，而表现较为落后的风电运营商则仍有较大的提升空间（9 月限电率，龙源电力 5.1%，华能新能源 5.8%，新天绿色能源 5.9%，华电福新 10%）。由于地方政府仍在为限电改善付诸努力，我们预计限电改善所带来的积极影响将在 2018 年 4 季度以及 2019 年继续显现。

图 4:主要运营商的风电业务部门三季度发电情况汇总

公司	代号	3Q17	3Q18	同比	9M17	9M18	同比
		(GWh)	(GWh)	(%)	(GWh)	(GWh)	(%)
龙源电力	916 HK	6,981	8,120	16%	24,084	28,909	20.0%
华能新能源	958 HK	3,806	4,049	6%	15,048	16,955	12.7%
大唐新能源	1798 HK	3,001	3,294	10%	10,210	12,695	24.3%
华电福新	816 HK	3,186	3,489	10%	10,316	12,429	20.5%
新天绿色能源	956 HK	1,110	1,205	9%	4,540	5,381	18.5%

资料来源：公司，招银国际

图 5: 主要风电运营商前三季度的运营情况概览

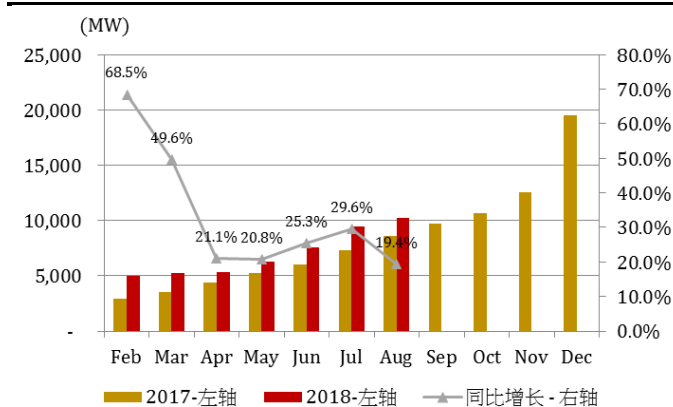
公司及业务分部	9M17	9M18	同比增长	9M17 / FY17 (%)	9M18 / FY18E (%)
			(%)		
龙源电力 - 916 HK					
发电量	32,596	36,459	11.9%	71.5%	71.5%
风电	24,084	28,909	20.0%	69.9%	71.4%
火电	8,049	7,170	-10.9%	76.6%	71.7%
其它	462	379	-18.0%	74.7%	72.2%
华能新能源 - 958 HK					
发电量	15,986	18,011	12.7%	71.3%	72.1%
风电	15,048	16,958	12.7%	71.0%	71.9%
光伏	938	1,053	12.3%	75.5%	75.2%
大唐新能源 - 1798 HK					
发电量	10,403	12,916	24.1%	69.2%	n/a
风电	10,210	12,695	24.3%	47.9%	n/a
其它	193	220	13.9%	50.4%	n/a
华电福新 - 816 HK					
发电量	30,944	33,129	7.1%	72.7%	74.9%
风电	10,316	12,429	20.5%	69.9%	74.2%
光伏	988	1,252	26.6%	73.5%	77.8%
水电	8,260	4,074	-50.7%	90.7%	76.6%
火电	9,574	13,372	39.7%	63.8%	74.4%
燃气分布式	1,682	1,882	11.9%	77.6%	77.4%
其它	124	120	-3.2%	74.7%	72.9%
核电投资					
福清核电	18,280	23,307	27.5%	73.4%	76.5%
新天绿色能源 - 956 HK					
发电量	4,613	5,483	18.8%	67.7%	67.8%
风电	4,540	5,381	18.5%	67.4%	67.6%
光伏	74	102	38.6%	77.1%	78.0%
售气量 (百万立方米)					
批发	1,174	1,713	45.91%	62.46%	68.40%
零售	474	623	31.6%	67.8%	71.4%
加气站	56	60	6.6%	63.7%	59.0%

资料来源：公司，招银国际预测

新增装机增速加快, 但 2020 年以后增量市场面临不确定性

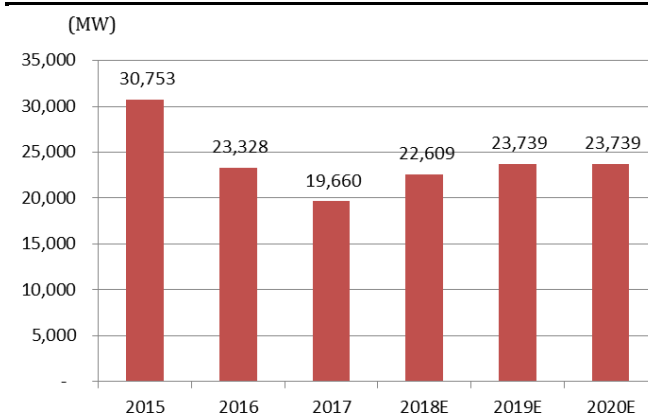
- ❖ **新增装机快速增加。**我们认为中国风电市场年度新增装机量将呈现增长，主要是受到发改委电价调整节奏所致。根据电价调整规则，2018 年及以前所核准的风电项目容量需在 2019 年末前启动开工建设以锁定经过核准的项目电价。中电联前 8 月统计累计新增风电装机 10.3 吉瓦，同比增长 19.4%，显示 2018 年开始新增装机速度加快。根据金风科技管理层，本轮新增装机的快速增加主要是受到了行业后发者所带来的装机需求驱动，这些企业包括三峡集团，华润电力（836 HK），中广核集团，以及港股上市风电运营商的母集团，还有地方国有企业。
- ❖ **本轮新增装机周期将自 2018 年持续至 2020 年。**我们认为中国南方地区的风电项目将在由电价调整所推动的产能增加周期中占据大比例，因我们预计北方地区仍需要时间来巩固限电表现。南部地区的风电项目需要更多时间来处理日趋收紧的环境合规问题，项目开工后建设还需要 2 年以上才能完成。我们预计中国的风机市场将从 2017 年的 19.7 吉瓦增长 15% 至 2018 年的 22.6GW，并在 2019 年和 2020 年保持相对稳定在约 23-24GW。我们预计风机制造商的紧张局面将随着市场明显扩大能够从激烈的市场价格竞争中明显缓解。
- ❖ **风电项目竞价：改变游戏规则。**国家能源局将从 2019 年开始实施新项目审批竞争性配置机制，项目电价竞争将占整体竞争性配置评估的 40%。风电运营商必须在 2018 年 10 月之前向 NEA 提交已批准但尚未完工的项目的状态，以供能源局为竞争性配置项目储备进行相关准备工作。我们认为风电项目实施竞争性配置将改变中国风电场开发的游戏规则，基于 1) 由于能源局可能收回已核准但未开工的指标，新的风电项目可能从独立排他性开发转向开放式开发；2) 对于具有独家开发权，并明确项目权属的存量项目，电价竞争将成为项目获取的成功关键。我们相信新机制将通过 2019 年的电网平价项目试点逐步推进，并在 2020 年开始全面实施。我们预计 2020 年以后的新增风电装机增加将具有很高的不确定性，届时风电运营商将可能耗尽存量已开工项目储备，并面临项目竞争性配置带来的诸多挑战。

图 6: 中电联前 8 个月累计风电装机数据



资料来源：中电联，招银国际证券

图 7: 中国年度风电新增装机

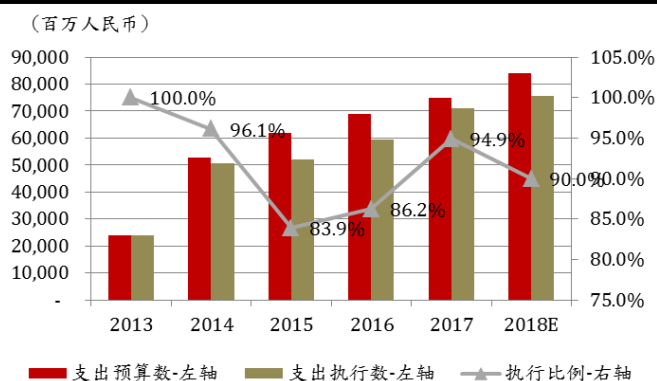


资料来源：国际风能理事会，招银国际预测

加速回收补贴应收

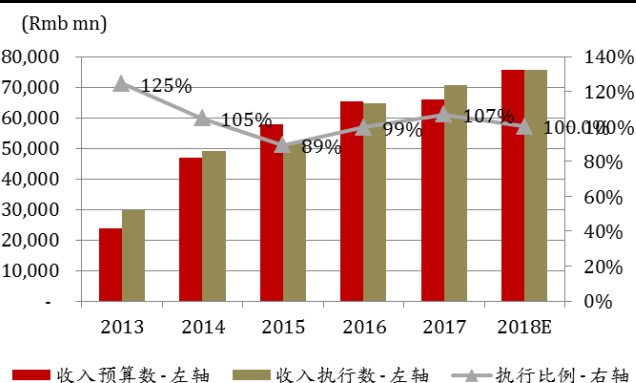
- ❖ **9 月份补贴应收款回收加速。**根据我们与风电运营商的沟通，自 8 月末财政部签发了 400 亿元资金后，补贴回收在 9 月份有了实质性的改善。风电运营商的初步信息显示补贴回收金额比较乐观（龙源电力：> 15 亿元人民币，华能新能源：> 10 亿元人民币，华电福新：> 16 亿元人民币），蒙西区域，甘肃，宁夏和贵州是几个补贴发放较多的省份。随着其他地区开始补贴分配，风电运营商预计会获得更多的补贴款回收。
- ❖ **我们预计 4 季度将有第二批约 400 亿元人民币补贴下发。**我们预计风电运营商的补贴将在 4Q18 和 2019 年持续改善，基于 1) 根据财政部对于可再生能源附加的历史资金预算和最终支出，我们预计 4 季度财政部将签批第二批约 400 亿人民币可再生能源补贴资金；2) 在发布第 7 批可再生能源补贴清单后，我们预计 2019 年补贴发放将恢复正常节奏。
- ❖ **8-9 批补贴名录可能仍将存在。**根据国家发改委的配额制和绿证交易设计，未来的补贴需求将首先由绿证交易收入来满足，可再生能源附加资金将用于弥补剩余的差额。我们认为 8-9 批次补贴名录仍将存在，因按目前规则，可再生能源项目需要先纳入名录才可以获得补贴发放。
- ❖ **补贴应收账款余额将 2018 年 4 季度达到峰值。**基于 1) 我们预计补贴收集将持续改善，2) 香港上市的风电运营商的 1-7 批名录所覆盖的装机比例较高；3) 我们预计补贴回收金额将与 2018 年下半年产生的新产生的补贴余额相匹配，我们预测香港上市风电企业的补贴应收余额在 2018 年 4 季度触顶，并于 2019 年开始逐渐下降。

图 8: 财政部对可再生能源附加的预算和实际支出



资料来源：财政部，招银国际预测

图 9: 财政部对可再生能源附加的预算和实际收入



资料来源：财政部，招银国际预测

图 10: 截止至 2018 年上半年的风电运营商补贴余额及补贴名录覆盖情况

公司	代号	补贴应收余额		第 7 批	第七批比例	总装机规模	1-6 批	第 7 批	未纳入名录	第 7 批比例	纳入补贴覆盖率
		百万人民币	百万人民币	百万人民币	%	GW	GW	GW	GW	%	%
龙源电力	916	13,000	n/a	n/a	30%*	18.4	13.9	2.6	1.9	14.1%	89.6%
华能新能源	958	9,480	5,480	3,100	32.7%	10.7	7.0	2.7	1.0	25.2%	90.7%
大唐新能源	1798	3,800	2,938	862	22.7%	8.9	6.1	0.6	2.1	7.3%	76.3%
华电福新	816	7,460	4,060	3,400	45.6%	7.8	4.2	2.4	1.3	30.4%	83.4%
新天绿色能源	956	2,300	1,440	860	37.4%	3.5	1.6	0.8	1.1	22.6%	67.7%

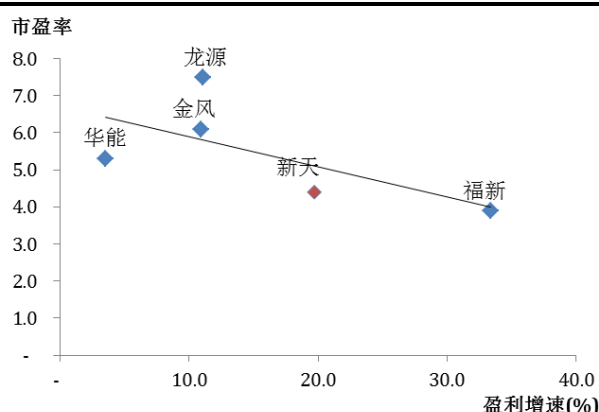
资料来源：公司及招银国际

* 招银国际预测

市场忽略了风电行业基本面改善

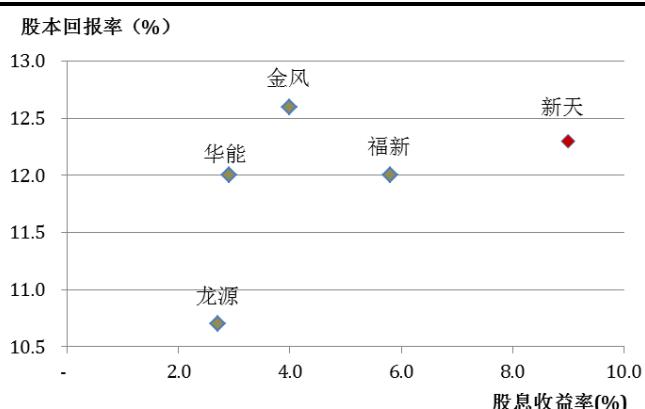
- ❖ **市场情绪对于风电行业存非理性疲弱。** 港股上市的风电企业股价自中期业绩发布后下跌了 10.4%-27.9%，目前股价对应 2019E 的平均市盈率仅为 5.0 倍。我们认为市场对潜在的政策风险过度恐慌，并忽视了风电行业基本面的改善。我们认为 1) 随着配额制第二稿发布了更多的执行细节，可再生能源政策方向已逐渐清晰；2) 风电项目运营情况随着限电率明显降低出现了显著改善，并且积极影响将在 2019 年持续；3) 随着补贴回收的加速，风电企业现金流将有所改善。我们预计所有三个基本面的变化都将触发风电行业价值重估。
- ❖ **2019 盈利前景维持强劲。** 我们测算港股主要风电 2019 年盈利增长率区间为 3.5%至 33.4%，平均为 15.7%。我们预计华电福新将从水电部门的反弹中获得最快增长，而华能新能源受到维护成本和有效税率上升所拖累。我们估计龙源电力，新天绿色能源和金风科技将实现超过双位数稳定增长。
- ❖ **调升行业展望至优于大市。** 中国风电行业盈利前景仍然良好，基本面改善和估值较低使该行业具备较高的投资吸引力。我们将行业前景自与大盘同步上调至优于大市。对于行业股票偏好，我们维持新天绿色能源（956 HK，买入，目标价：2.86 港元）作为我们的行业首选。我们偏好其高盈利能见度，预测 2017 - 2020 年盈利年复合增长率为 19.8%，2018/19 年的股息收益率分别为 7.2 / 8.6%。我们还将金风科技（2208 HK，买入，目标价：9.37 港元）评级从持有上调至买入，我们认为金风科技将在市场规模扩大的背景下持续增加市场份额。

图 11: 2019 年预测市盈率对应盈利增速显示市场对风电行业偏好市值较大企业



资料来源：招银国际预测

图 12: 对比 2019 年预测股本回报率及股息回报率显示体量较小的企业在同等股本回报预期下享有更高的股息收益



资料来源：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）发图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、现在和将来与发图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）并没有在发图研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发图报告 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：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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。而过去的图现亦不代图未来的图现，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图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。报告中的信息或所图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/或代图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，请与我们联络。

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图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。