

吳海生物科技(6826 HK)

增長來自眼科和醫美業務

❖ **2017 年業績符合預期。**公司總收入同比增長 58%至 13.4 億人民幣，核心淨利潤同比增長 22%至 3.7 億人民幣。收入分別高於我們/市場預期 0.1%/ 0.14%，核心淨利潤分別低於我們/市場預測 1.5%/0.69%。在四個業務板塊中，骨科產品收入同比下降 7.4%，醫美整形和創面護理增長 36.2%，眼科產品增漲 363.9%，防粘連及止血產品略微增長 0.5%。收入增長主要歸因於新收購的人工晶體業務並表影響及醫美整形和創面護理的穩定增長。毛利率同比下降 4.7ppt 至 78.6%，主要因為整合了低毛利的人工晶體業務及骨科產品降價影響。2017 年由於公司學術行銷活動增多及收購業務導致的管理費用激增，核心淨利潤率下降 8.1ppt 至 27.5%。簡而言之，公司業績基本符合預期。

❖ **人工晶體業務成為主要增長動力。**眼科業務同比增長 366.9%至人民幣 5.57 億人民幣，其中眼科粘彈劑同比增長 27.9%至 9,800 萬人民幣，人工晶體及視光材料由於收購業務並表同比增加 1023.9%至 4.49 億人民幣。經過一系列收購後，公司已經建立了從低端 PMMA 到高端可折疊親水/疏水完整的人工晶體產品線，可以滿足不同客戶的需求。公司將繼續尋求眼科領域的並購機會。考慮到目前人工晶體業務的穩健增長和後期的整合，我們預計 2018 年眼科產品將實現 20%的內生增長率。

❖ **美容整形及創面護理預期穩健增長。**皮膚填充劑產品（“海薇”和“姣蘭”）同比增長 35.2%至 2.53 億人民幣。第三代皮膚填充劑產品“QST 凝膠”預計 2018 年完成臨床試驗並於 2019 年上市，可補充現有皮膚填充劑產品線。在利好政策帶動下（2017 年國家醫保目錄中康合素升級為醫保乙類產品）及更多的市場推廣，rhEGF “康合素”收入同比增長 41.3%至 5,300 萬人民幣。基於公司產品較強的品牌形象和更多的行銷推廣活動，我們相信美容整形和創面護理業務將在 2018 年維持 30%的收入增長。

❖ **骨科業務增長低於預期。**2017 年玻璃酸鈉注射液收入同比下降 9.9%，銷售結構上看銷量持平平均售價下降 10%。據管理層透露，該產品 2018 年一季度同比增長 40%，顯露復蘇跡象。此外，公司計畫 2018 年推出玻璃酸鈉注射液 2.5ml 新劑型，並提高其在低端市場的滲透率。一季度的強勁增長有可能是因為醫院 17 年第四季度為了減少庫存滯後採購所致，所以我們對產品的增長前景保持謹慎態度，除非第二季度銷售持續反彈。由於醫保控費控量，2017 年幾丁糖收入同比下降 1.4%至 8,370 萬人民幣。然而該產品已被列入南京、河北和貴州的省醫保目錄且將進入更多省份的醫保目錄。我們預計幾丁糖將錄得 40%的增長。整體而言，我們預計 2018 年骨科業務將錄得低雙位數增長。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	851	1,345	1,602	1,898	2,212
核心淨利潤 (百萬人民幣)	304	370	453	547	641
核心 EPS (人民幣)	1.90	2.31	2.83	3.41	4.01
EPS 變動 (%)	11.9	22.0	22.3	20.7	17.4
市盈率 (x)	21.7	17.8	14.6	12.1	10.3
市帳率 (x)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.5
股息率 (%)	1.2	1.2	1.7	2.1	2.4
權益收益率 (%)	10.5	11.6	12.7	13.6	14.2
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預測

買入(維持)

目標價	HK\$59.50
(前目標價)	HK\$53.20)
潛在升幅	+21.3%
當前股價	HK\$49.05

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	7,850
3 個月平均流通(百萬)	4.11
52 周內高/低(港元)	49.90/34.55
總股本(百萬)	40.0

資料來源：彭博

股東結構

Jiang Wei	47.3%
管理層和員工	15.5%
流通股	25.0%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	11.0%	12.7%
3 月	26.9%	22.0%
6 月	33.9%	19.6%

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

❖ **輕微上調 2018/19 年核心淨利潤 1%/2.6%**。我們將 2018/19 年收入下調了 3.5%/2.2%，以反映骨科產品、醫學美容和傷口護理產品收入增長弱於預期及眼科產品增長好於預期。毛利率保持穩定。整體而言，2018/19 年核心淨利潤上調了 1.3%/1.4%。我們預計 2017-20 年收入複合年增長率為 18%，核心淨利潤複合年增長率為 20.1%。

❖ **維持買入評級，目標價上調至 59.50 港元**。基於眼科產品和皮膚填充劑產品增長穩健，新產品推出及未來潛在並購機會，我們預計公司未來 3 年內將實現高雙位數增長。吳海目前估值為 2018/19 年預測市盈率 14.6x/12.1x，我們認為公司目前股價被低估。我們維持對公司的買入評級，基於 5 年現金流折現模型，目標價提升至 59.50 港元，我們的目標價對應著 2018/19 年預測市盈率 16.90x/14.0x。

圖 1: 2017 利潤表

	2H16	2H17	按年變動	2016	2017	按年變動	2017	差距
	百萬元人民幣	百萬元人民幣		百萬元人民幣	百萬元人民幣		百萬元人民幣	
骨科產品	152.2	129.7	-14.8%	287	266	-7.4%	324	-18.0%
玻璃酸鈉注射液	104.4	89.7	-14.0%	202	182	-9.9%	204	-10.8%
醫用幾丁糖	47.8	40.0	-16.4%	85	84	-1.4%	120	-30.3%
整形美容與面護理產品	129.1	178.8	38.5%	225	307	36.2%	341	-10.2%
玻尿酸產品	107.6	146.5	36.2%	188	254	35.2%	300	-15.5%
重組人表皮生長因數	21.5	32.3	50.1%	38	53	41.3%	41	28.5%
眼科產品	81.7	332.2	306.6%	120	557	363.9%	434	28.2%
眼科黏彈劑產品	39.4	56.5	43.3%	77	98	27.9%	85	15.2%
人工晶狀體及視光材料	2.3	4.4	94.1%	3	10	181.2%	4	141.6%
其他	40.0	271.2	578.5%	40	449	1023.9%	345	30.1%
防黏連及止血產品	110.7	98.6	-10.9%	211	212	0.5%	235	-9.9%
醫用幾丁糖	58.0	59.1	1.9%	116	128	11.2%	129	-0.7%
醫用透明質酸鈉凝膠	45.7	34.0	-25.6%	80	69	-13.9%	89	-23.2%
膠原蛋白海綿	7.0	5.5	-21.2%	16	15	-5.1%	17	-9.6%
其他	4.6	0.5	-89.3%	8	3	-59.7%	8	-62.7%
總收入	478.2	739.7	54.7%	851	1,345	58.0%	1,344	0.1%
銷售成本	(79.3)	(160.2)	102.0%	(142)	(287)	103.1%	(287)	0.0%
毛利	398.9	579.6	45.3%	710	1,057	49.0%	1,056	0.1%
其他收入及收益	10.8	23.4	115.8%	28	54	91.2%	38	40.9%
分銷成本	(157.9)	(200.7)	27.1%	(288)	(414)	43.9%	(449)	-7.7%
行政開支	(65.0)	(129.0)	98.5%	(90)	(195)	115.9%	(141)	38.5%
研發及其他開支	(30.9)	(66.3)	114.9%	(55)	(98)	78.4%	(77)	28.3%
經營溢利	156.0	206.8	32.6%	305	404	32.6%	429	-5.8%
分占聯營公司利潤	1.0	(2.3)	-331.8%	1	(2)	-293.9%	0	N/A
非經營性項目	1.7	5.8	245.8%	2	2	N/A	0	N/A
淨財務收入	29.2	29.2	-0.1%	58	57	-1.7%	48	19.5%
稅前利潤	187.8	239.6	27.5%	366	462	26.2%	477	-3.2%
所得稅開支	(28.7)	(26.2)	-8.6%	(55)	(62)	11.5%	(72)	-13.8%
非控股權益	(5.7)	(16.7)	195.9%	(6)	(28)	N/A	(29)	-6.2%
淨利潤	153.5	196.6	28.1%	305	372	22.1%	376	-0.9%
核心淨利潤	152.1	191.2	25.7%	304	370	22.0%	376	-1.5%
毛利率	83.4%	78.3%	-5.1ppt	83.4%	78.6%	-4.7ppt	78.6%	+0.0ppt
經營利潤率	32.6%	28.0%	-4.7ppt	35.8%	30.0%	-5.8ppt	31.9%	-1.9ppt
核心淨利率	31.8%	25.8%	-6ppt	35.7%	27.5%	-8.1ppt	28.0%	-0.5ppt

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 2: 盈利預測變動

	2018			2019		
	Old Rmb mn	New Rmb mn	Change	Old Rmb mn	New Rmb mn	Change
骨科產品	376.9	304.5	-19.2%	442.4	353.0	-20.2%
整形美容與創面護理	444.6	400.9	-9.8%	548.9	514.8	-6.2%
眼科	567.7	656.9	15.7%	646.5	762.8	18.0%
防粘連及止血	262.4	236.5	-9.9%	292.7	263.8	-9.9%
其他	8.9	3.3	-62.7%	9.6	3.6	-62.7%
收入	1,660.5	1,602.1	-3.5%	1,940.1	1,898.0	-2.2%
銷售成本	(359.9)	(341.3)	-5.2%	(411.6)	(398.9)	-3.1%
毛利	1,300.5	1,260.8	-3.1%	1,528.5	1,499.1	-1.9%
其他收益	47.5	48.9	2.8%	55.0	57.8	5.0%
銷售費用	(549.8)	(490.5)	-10.8%	(640.1)	(575.0)	-10.2%
行政費用	(172.3)	(230.7)	33.9%	(200.6)	(270.4)	34.8%
研發開支	(91.2)	(88.0)	-3.5%	(106.0)	(103.7)	-2.2%
其他開支	(4.1)	(10.2)	147.8%	(5.2)	(13.3)	156.2%
經營利潤	530.7	490.2	-7.6%	631.7	594.6	-5.9%
淨財務收入	43.9	42.7	-2.7%	48.7	48.8	0.1%
應佔聯營公司利潤	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A
稅前利潤	574.6	533.0	-7.2%	680.4	643.3	-5.4%
所得稅開支	(86.2)	(79.9)	-7.2%	(102.1)	(96.5)	-5.4%
非控制股東權益	(40.1)	(0.3)	-99.3%	(45.8)	(0.3)	-99.4%
核心淨利潤	448.3	452.8	1.0%	532.5	546.5	2.6%
核心每股盈利 (人民幣)	2.80	2.83	1.0%	3.33	3.41	2.6%
毛利率	78.3%	78.7%	+0.4ppt	78.8%	79.0%	+0.2ppt
經營利潤率	32.0%	30.6%	-1.4ppt	32.6%	31.3%	-1.3ppt
核心淨利率	27.0%	28.3%	+1.3ppt	27.4%	28.8%	+1.4ppt

資料來源：招銀國際研究預測

圖 3: 同業估值比較

公司	代號	股價		市值	市盈率(倍)			市帳率(倍)			EV/EBITDA(倍)			權益收益率(%)		
		港元	百萬港元		FY16A	FY17	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
美濟生物科技	6826	49.05	7,850		17.8	16.8	14.6	1.9	2.5	1.8	10.4	10.8	8.3	11.0	14.2	17.1
醫療器械																
山東威高	1066	5.08	22,740		18.5	12.8	11.8	1.8	1.4	1.3	10.9	7.7	6.8	9.8	11.6	11.9
先健科技	853	8.33	12,169		76.1	39.3	27.2	3.3	4.5	4.0	17.1	16.2	13.1	4.4	11.3	13.4
微創醫療	1302	2.40	10,393		46.2	64.1	48.1	8.3	N/A	N/A	59.7	N/A	N/A	27.8	N/A	N/A
現代牙科集團有限公司	3600	2.38	2,380		27.9	15.4	11.6	1.6	1.2	1.1	11.9	7.6	5.6	5.6	8.4	10.0
普華和順	1358	1.34	2,102		12.2	6.7	6.3	1.2	0.7	0.6	8.0	N/A	N/A	8.4	10.0	9.7
春立醫療	1858	15.88	1,098		12.2	N/A	N/A	1.6	N/A	N/A	6.8	N/A	N/A	14.0	N/A	N/A
			平均		30.0	20.2	15.8	2.9	2.4	2.1	18.0	13.0	9.9	12.4	12.9	13.9
醫藥																
石藥集團	1093	20.80	129,855		23.5	46.2	35.9	5.0	10.3	7.7	14.9	30.6	23.6	22.3	23.5	22.7
中國生物製藥	1177	15.52	130,759		21.2	44.1	37.4	4.6	8.9	7.0	10.7	28.6	20.4	23.0	23.9	24.4
麗珠集團	1513	64.05	43,875		30.1	30.6	25.7	3.8	2.8	2.6	17.5	19.9	18.4	14.5	29.1	10.3
三生製藥	1530	17.68	44,886		24.1	40.9	31.2	2.6	4.9	4.4	14.7	27.2	21.0	11.7	12.5	14.7
綠葉製藥	2186	7.66	25,086		15.3	21.3	18.8	2.1	2.8	2.3	11.9	14.8	13.5	14.7	13.6	13.9
石四藥集團	2005	6.85	20,364		14.3	31.0	23.5	2.6	6.1	4.9	9.2	N/A	N/A	19.3	21.7	23.0
聯邦製藥	3933	7.55	12,283		N/A	31.5	21.4	1.4	1.9	1.8	13.1	8.7	6.9	-4.9	6.3	8.8
東陽光藥	1558	36.25	16,386		16.5	21.5	17.3	2.5	4.4	3.8	10.9	16.7	13.2	16.5	21.9	23.5
復旦張江	1349	3.75	3,461		38.6	18.8	16.2	6.3	2.9	2.6	28.5	12.7	10.6	17.6	14.9	15.4
東瑞製藥	2348	4.28	3,395		12.6	9.3	8.2	2.0	N/A	N/A	7.3	N/A	N/A	17.1	16.9	17.1
李氏大藥廠	950	10.56	6,248		14.7	23.6	22.1	2.3	3.4	3.1	9.1	N/A	N/A	16.4	14.2	13.9
			平均		21.1	17.9	15.1	3.2	2.9	2.5	13.8	12.3	10.0	15.3	17.1	17.2
			平均(醫療器械及醫藥)		24.7	18.8	15.4	3.1	2.7	2.3	15.4	12.5	10.0	14.2	15.4	15.9

資料來源：招銀國際研究預測

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
收入	851.2	1,344.9	1,602.1	1,898.0	2,211.9
骨科产品	287.3	266.1	304.5	353.0	413.9
整形美容与创面护理					
眼科					
防粘连及止血					
其他	7.6	3.1	3.3	3.6	3.9
销售成本	(141.6)	(287.5)	(341.3)	(398.9)	(462.4)
毛利	709.6	1,057.4	1,260.8	1,499.1	1,749.4
其他收益	28.2	53.9	48.9	57.8	67.7
销售费用	(287.8)	(414.1)	(490.5)	(575.0)	(667.1)
行政费用	(90.2)	(194.8)	(230.7)	(270.4)	(313.7)
研发开支	(47.3)	(76.3)	(88.0)	(103.7)	(121.1)
其他开支					
息税前收益	304.7	404.1	490.2	594.6	700.0
应占联营公司利润	1.2	(2.3)	-	-	-
净财务收入 / (支出)	58.3	57.3	42.7	48.8	55.0
非经常性收入	1.7	2.5	-	-	-
税前利润	365.9	461.6	533.0	643.3	755.1
所得税	(55.3)	(61.6)	(79.9)	(96.5)	(113.3)
非控制股东权益	(5.6)	(27.6)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
净利润	305.1	372.4	452.8	546.5	641.5
核心净利润	303.6	370.3	452.8	546.5	641.5
息税折摊前收益	337.9	442.1	570.1	684.3	800.6

資料來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
非流動資產	1,205.2	1,689.3	1,779.5	1,878.3	1,981.5
物業、廠房及設備	544.7	703.4	822.7	950.7	1,083.1
無形資產	295.4	449.5	420.3	391.2	362.0
商譽	292.1	410.1	410.1	410.1	410.1
其他非流動資產	73.0	126.3	126.3	126.3	126.3
流動資產	2,488.2	2,386.0	2,747.0	3,099.6	3,519.5
現金及現金等值物	2,010.3	1,797.4	2,073.4	2,308.2	2,602.0
應收貿易款項	235.2	333.0	396.1	468.7	545.6
存貨	118.0	174.9	207.5	242.5	281.2
其他流動資產	124.8	80.6	69.9	80.2	90.7
流動負債	536.2	477.8	555.9	573.8	591.7
銀行貸款	26.7	19.9	17.9	16.1	14.5
應付貿易賬款	462.1	415.4	490.3	493.9	496.4
其他流動負債	47.4	42.4	47.8	63.7	80.7
非流動負債	171.4	230.8	230.8	230.8	230.8
其他應付貿易賬款	75.6	93.2	93.2	93.2	93.2
其他非流動負債	95.8	137.6	137.6	137.6	137.6
淨資產總值	2,985.9	3,366.7	3,739.7	4,173.3	4,678.5
少數股東權益	81.9	166.1	166.4	166.7	167.0
股東權益	2,904.0	3,200.6	3,573.3	4,006.6	4,511.5

資料來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	304.7	404.1	490.2	594.6	700.0
折摊和摊销	35.8	65.4	80.1	90.0	100.8
营运资金变动	(58.1)	(157.3)	(10.2)	(114.2)	(123.6)
税务开支	(33.2)	(54.9)	(74.6)	(80.5)	(96.3)
其他	5.3	2.2	(1.8)	(1.6)	(1.5)
经营活动所得现金净额	254.5	259.5	483.8	488.3	579.5
资本开支	(75.7)	(148.8)	(170.3)	(188.9)	(204.0)
收购子公司	(242.2)	(177.9)	-	-	-
其他	(1,193.4)	(74.1)	42.7	48.8	55.0
投资活动所得现金净额	(1,511.2)	(400.9)	(127.6)	(140.1)	(149.0)
债务变化	0.4	10.8	(2.0)	(1.8)	(1.6)
发行新股	-	-	-	-	-
派息	(58.6)	(80.0)	(80.0)	(113.2)	(136.6)
利息开支	(0.2)	(2.2)	1.8	1.6	1.5
融资活动所得现金净额	(58.4)	(71.4)	(80.2)	(113.4)	(136.8)
现金净变动	(1,315.2)	(212.8)	276.0	234.8	293.8
年初现金及现金等值物	2,037.8	2,010.3	1,797.4	2,073.4	2,308.2
汇兑差额	2.6	-	-	-	-
定期存款	-	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	2,010.3	1,797.4	2,073.4	2,308.2	2,602.0

資料來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
骨科产品	33.7	19.8	19.0	18.6	18.7
整形美容与创面护理					
眼科					
防粘连及止血					
其他	0.9	0.2	0.2	0.2	0.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	83.4	78.6	78.7	79.0	79.1
息税折摊前利润率	39.7	32.9	35.6	36.1	36.2
税前利率	43.0	34.3	33.3	33.9	34.1
净利润率	35.8	27.7	28.3	28.8	29.0
核心净利润率	35.7	27.5	28.3	28.8	29.0
有效税率	15.1	13.3	15.0	15.0	15.0
增长 (%)					
收入	28.2	58.0	19.1	18.5	16.5
毛利	27.0	49.0	19.2	18.9	16.7
息税折摊前利润	6.7	30.9	28.9	20.0	17.0
经营利润	20.3	32.6	21.3	21.3	17.7
净利润	11.5	22.1	21.6	20.7	17.4
核心净利润	21.9	22.0	22.3	20.7	17.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	4.6	5.0	4.9	5.4	5.9
平均应收账款周转天数	70.0	77.1	83.1	83.2	83.7
平均应付账款周转天数	31.6	37.3	39.1	32.0	28.8
平均存货周转天数	252.7	185.9	204.5	205.9	206.7
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	10.5	11.6	12.7	13.6	14.2
资产回报率	8.3	9.1	10.0	11.0	11.7
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.91	2.33	2.83	3.41	4.01
核心每股盈利(人民币)	1.90	2.31	2.83	3.41	4.01
每股股息(港元)	0.50	0.50	0.71	0.85	1.00
每股账面值(人民币)	18.14	20.00	22.33	25.03	28.19

資料來源：公司及招銀國際研究預測

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責任。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。