

中國消費品行業

消費行業北京調研記要(二)

❖ 我們在北京的消費行業調研第二部分主要關於餐飲和食品配料行業。我們在12月4日與頤海(1579 HK)舉行小組會議，並參觀了海底撈(6862 HK)新開的智慧餐廳。我們認為，通過利用強大的品牌價值，以及優質的產品和服務，兩家公司將能夠繼續搶佔更多市場份額。

❖ 頤海(1579 HK) - 我們認為公司是海底撈迅速擴張的主要受益者。除了快速增長的關聯方銷售外，其第三方業務還可以利用海底撈品牌的宣傳力去實現卓越的增長。公司預計其18財年下半年和19財年的銷售同比增長將保持在40%以上和35%以上。對於18財年下半年，公司預計關聯方/第三方/小火鍋同比銷售增長可達到25-30%/35%以上/200%以上(或2億人民幣以上的銷售)，主要驅動因素是：1)自18財年1月開始生效的激勵(合夥人)制度改革，2)自18財年起廣告費用投放的策略調整，3)拓展更多的分銷商，4)小火鍋持續發力。對於19財年，公司預計關聯方/第三方/小火鍋業務的銷售增長可達30%以上/35%以上/40%以上，主要增長點是：1)17財年11月(17財年4季度)開始的清水鍋和銷售包裝尺的調整所帶來的負面影響開始減弱，2)進一步拓展更多經銷商(未來幾年每年同比增長20%)，公司在19財年亦打算推出其他新產品，例如1)自家熱米飯，2)自家烹食品材料包以及3)可能推出更多種類的零食。我們預計18財下半年的毛利率將至少持平，這是受惠於：1)小火鍋的規模經濟效益越來越好，2)毛利率較低的關聯方業務的貢獻減少，並且預期在19財年會有所上升，因為1)小火鍋的規模效應進一步提高和更能夠實現自己生產的配件(肉類和蔬菜包裝)，以及2)較高毛利率的第三方業務增長會更快。未來繼續大規模擴張，在21財年的目標產能將較18財年預計產能增加四倍。

❖ 海底撈(6862 HK, 買入) - 由於公司卓越品牌和高效執行力，我們對公司在18-20財年的發展感到樂觀。對於餐廳擴張和同店銷售增長，我們認為有望在18財年達到增設180-220家新餐廳的目標，而同店銷售增長可能會繼續好於行業。我們參觀了智能餐廳，該餐廳採用了頂尖的技術(與松下電器合作)，提供自動化食品物流、儲存、準備和傳菜服務。我們認為餐廳的口碑十分良好，因為目前排隊時間比較長(約1.5至2.0小時)。智慧餐廳的研發開支龐大(約1.5億元人民幣)和新店開張費用高昂(每家餐廳約20-30萬元人民幣)，加上價格相宜(僅比平均價格高出10-20%)，而且不是每天24小時營運，其經營和現金流的盈虧平衡時間將比一般海底撈餐廳更長。然而，我們認為，長遠能夠帶來各種好處的，例如1)促進品牌建立和營銷效果，2)提升廚房管理和相關技術水準，這些可能未來在中長期在某程度上可應用於其他海底撈餐廳，從而提升整體效率。我們相信，海底撈的智慧餐廳是公司對未來發展的重要投資。

主要同行估值表

公司	代碼	價格 港元/ 當地	評級	目標價 港元	市值 百萬元	市盈率(倍) 歷史 財年	當前 財年	明年 財年	股息率 (%)
海底撈	6862 HK	18.96	買入	20.77	100,488	81.4	54.9	31.9	0.5
頤海國際	1579 HK	21.10	無評級	-	22,090	69.1	40.4	30.4	0.6
大家樂	341 HK	19.06	買入	23.08	11,160	22.4	21.5	19.9	4.3
呷哺呷哺	520 HK	10.98	無評級	-	11,814	23.5	20.6	16.5	1.9
百勝中國	YUMC US	34.76	無評級	-	102,991	20.2	23.0	21.5	1.3
美食達人	2723 TT	223.50	無評級	-	10,192	21.5	22.5	19.6	2.2

資料來源：公司數據，彭博，招銀國際研究

同步大市

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國消費品行業

中國餐飲業的銷售增長/限額以上單位餐飲業銷售增長，同比



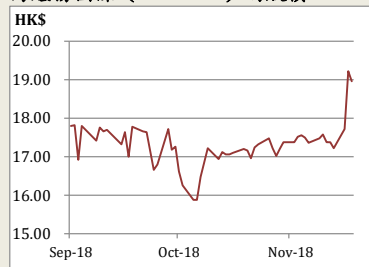
資料來源：國家統計局，招銀國際研究

頤海國際(1579 HK)的股價



資料來源：彭博，招銀國際研究

海底撈國際(6862 HK)的股價



資料來源：彭博，招銀國際研究

❖ **頤海 (1579 HK)** - 我們認為公司是海底撈迅速擴張的主要受益者。除了快速增長的關聯方銷售外，其第三方業務還可以利用海底撈品牌的宣傳力去實現卓越的增長。公司預計其 18 財年下半年和 19 財年的銷售同比增長將保持在 40% 以上和 35% 以上。

❖ 對於 18 財年下半年，公司預期關聯方/第三方/小火鍋同比銷售增長可達到 25-30%/35% 以上/200% 以上（或 2 億人民幣以上的銷售額）。

我們認為，主要驅動因素是：

1) 自 18 財年 1 月開始生效的激勵（合夥人）制度改革，公司銷售人員的關鍵績效指標從固定銷售目標變更為頤海經銷商的淨利潤，這能更有效地實現其銷售能力並保持更健康的管道庫存水平。

2) 自 18 財年起廣告費用投放的策略有所調整，相比起以往內部銷售人員主力爭取更多的廣告費用預算以幫助達到銷售目標，現在他們每人都有預先設定的廣告費用，能更充分利用自己所分配的廣告費用，從而提高整體的廣告效率。

3) 拓展更多的分銷商，在第 3 季度，湯包和調味品/小火鍋的經銷商數量分別達到約 1,100/400 家（其中 100 家是只賣小火鍋經銷商），對比 17 財年的 800/300 家（主要是已經合作的經銷商）都有所擴大。此外，在 17 財年的管道改革之後，儘管每個經銷商所覆蓋的終端零售網點減少，但每個因此終端零售網點實際上都得到更多關注，服務質量都得到改善，平均銷售都有提升。

4) 小火鍋持續發力，小火鍋的增長潛力仍然很大，因為它能從方便面等傳統產品中搶佔更多市場份額。公司自 2018 年春節期（17 財年是率先在在線推出）開始擴展線下零售銷售以來，銷售增長開始爆發。小火鍋的業績超出預期，令管理層十分驚訝，特別是平均每個經銷商的銷售額。銷售量從 18 財年上半年的每天約 10 萬噸上升到 18 財年 3 季度的每天約 15 萬噸，線下/在線管道的銷售組合也從 18 財年上半年的 6/4 變為 18 財年 3 季度的 7/3。

❖ 對於 19 財年，公司預計關聯方/第三方/小火鍋業務的銷售增長可達 30% 以上/35% 以上/40% 以上，主要增長點是：

1) 17 財年 11 月（17 財年 4 季度）開始的清水鍋和銷售包裝尺的調整所帶來的負面影響開始減弱，預期在 19 財年海底撈的銷售增長應該會正常化；

2) 進一步拓展更多經銷商（未來幾年每年同比增長 20%），因為目前頤海在 18 財年上半年只有 1,100 和 30 萬個分銷商和零售網點，而其領先的同行如佛山海天分別有 2,800 和 110 萬個。

除此之外，公司在 19 財年亦打算推出其他新產品，例如 1) 自家熱米飯，2) 自家烹食品材料包，以及 3) 可能推出更多種類的零食。

❖ 我們預計 18 財下半年的毛利率將至少持平，這是受惠於

1) 毛利率較低的關聯方業務的貢獻減少（占比將會下降至低於 50%）；

2) 小火鍋的規模經濟效益越來越好（18 財年下半年毛利率可能達到 34%，而上半年為 30%）；

3) 隨著公司在安徽馬鞍山的新產能增加，產量利用率不斷上升（去年由於產能瓶頸，一部份的訂單被外包，對毛利率可能會有所拖累）。

並且預期在 19 財年會有所上升，因為

1) 小火鍋的規模效應進一步提高和更能夠實現自己生產的配件（肉類和蔬菜包裝），以及 2) 較高毛利率的第三方業務增長會更快。

我們認為公司暫時沒有調整平均售價的打算，同時原材料成本的壓力也不大。

❖ 未來繼續大規模擴張，在 21 財年的目標產能將較 18 財年預計產能增加四倍。在 18 財年，公司目前擁有三個工廠（四川成都產能約為 9 千噸，河南鄭州產能約為 3.3 萬噸和安徽馬鞍山產能約為 6 萬噸），總生產能力約為 10 萬噸。公司還計劃在河北霸州增加 10 萬噸的產能（19 財年第一期 5 萬噸，20 財年第二期 5 萬噸）以及在安徽馬鞍山再增加 20 萬噸的產能（20 財年第二期 10 萬噸，21 年第三期 10 萬噸）。因此，相比起 18 財的 10 萬噸總產能，其總產能到 21 財年，可以增加四倍，達到約 40 萬噸。

- ❖ **海底撈（6862 HK，買入）** - 我們在 12 月 4 日參觀了其智慧餐廳，該餐廳採用了頂尖的技術（與松下電器合作），提供自動化食品物流、儲存、準備和傳菜服務。考慮到公司卓越品牌和高效執行力，我們對公司在 18-20 財年的發展感到樂觀。
- ❖ **由機械人和人類共同運營的未來主題餐廳。**該餐廳位於北京中駿世界城，占地約 1,000 平方米，可容納約 90 張桌子，平均售價僅比北京其他普通分店高出 10-20%。餐廳採用未來主義和科幻主題，在等候區設有一個巨大遊戲屏幕，供客人等候時玩遊戲換取免費菜肴，並在用餐區設有多個屏幕，讓客人體驗沉浸式的用餐體驗。食材和湯底都是預先包裝，並儲存在低溫（0-4 攝氏度）下的臭氧滅菌和隔離房間中。每個盤子均附有 RFID，由機械臂自動組裝到食物託盤上，工作人員再將食物裝載到可愛的小型 AGV（自動導向車輛）機械人上，最終將食物送到客人的桌上。

如果客人擋住機械人去路，機械人會讀出預先編寫的短句，例如“親，你能稍為借過一下嗎？下班後我們可以自拍！”和“你介意退到旁邊嗎？不然我會生氣！”

圖 1：在廚房的自動機械手臂



資料來源：招銀國際研究

圖 2：在用餐區的 AGV（自動導向車輛）



資料來源：招銀國際研究

- ❖ **排隊時間比較長，顯示餐廳口碑十分良好，但翻桌率目前受到營業時間的限制。**網上訂桌已向公眾開放約半個月，我們相信，目前排隊時間比較長（約 1.5 至 2.0 小時），也是側面驗證了餐廳口碑比較好。總括來說，我們認為客人對先進的技術、遊戲活動和沉浸式的用餐體驗印象良好，這些都對品牌建立有正面作用。然而，由於機械和設備測試和維修，餐廳尚未做到每天 24 小時開放，一天僅營運 12 小時（從早上 9:30 到晚上 9:30）。
- ❖ **投資雖巨大，但我們認為長遠帶來各種好處。**由於其研發開支龐大（約 1.5 億元人民幣）和新店開張費用高昂（每家餐廳約 20-30 萬元人民幣），價格相宜（僅比平均價格高出 10-20%）而且不是每天 24 小時營運，其經營和現金流的盈虧平衡時間將比一般海底撈餐廳更長。不過，好處包括 1) 促進品牌建立和營銷效果，2) 提升廚房管理和相關技術水準，這些可能未來在中長期在某程度上可應用於其他海底撈餐廳，從而提升整體效率。我們相信，海底撈的智慧餐廳是公司對未來發展的重要投資。
- ❖ **從目前餐廳擴張情況和 18 財年下半年的同店銷售增長來看，**我們相信海底撈仍有望在 18 財年達到增設 180-220 家新餐廳的目標（招銀國際證券預測為 190 家），因大多數餐廳會在下半年開張（尤其是 4 季度）。在 12 月初海外餐廳的數量已達到 34 家（招銀國際證券預測 18 財年為 31 家）。
- ❖ **在增長趨勢方面，**我們認為海底撈擁有更好的品牌宣傳和議價能力，因此能夠在下半年實現比行業更快的同店銷售增長。
- ❖ **推出乳酸菌飲料和啤酒等新產品。**海底撈在 2017 年下半年和 2018 年上半年開始售賣兩種海底撈品牌的啤酒，預計在 2018 年下半年的每日銷售量可達到四萬瓶。另外一種新的啤酒口味亦可能在 19 財年推出。另一方面，公司也在 18 財年 9 月份推出了新產品海底撈乳酸菌飲料。

圖 3：在餐廳的等候區



資料來源：招銀國際研究

圖 4：新產品 - 乳酸菌飲料



資料來源：招銀國際研究

圖 5：中國餐飲和食品調味品行業估值表

		Price HK\$/ Local	Mkt cap HK\$ mn	Year End	PER (x)			5yrs avg. of His. Fwd	EPS Growth(%)			PBR (x)			5yrs avg. of His. Fwd	ROE (%)	3yrs PEG(x)	Yield (%)	YTD perform ance (%)
Company	Ticker				FY0	FY1	FY2		FY1	FY2	FY3	FY0	FY1	FY2		FY0	FY1	FY1	
Leading Greater China Restaurants and Food Ingredients																			
Cafe De Coral Holdings Ltd	341 HK	19.06	11,160	/3/2018	22.4	21.5	19.9	25.4	12.4	8.1	9.9	3.5	3.3	3.2	3.8	15.0	2.1	4.3	(9.4)
Haidilao International Holdi	6862 HK	18.96	100,488	'12/2017	n/a	51.9	33.2	n/a	0.0	56.4	38.5	n/a	11.2	7.9	n/a	108.7	n/a	0.4	n/a
Xiabuxiabu Catering Managen	520 HK	10.98	11,814	'12/2017	23.5	20.6	16.5	n/a	16.7	25.1	20.5	5.0	4.5	3.8	n/a	22.6	1.0	1.9	(29.2)
Yihai International Holding	1579 HK	21.10	22,090	'12/2017	69.1	40.4	30.4	n/a	67.4	32.1	30.6	13.0	9.8	7.6	n/a	18.8	1.0	0.6	181.0
Yum China Holdings Inc	YUMC US	34.76	102,991	'12/2017	20.2	23.0	21.5	n/a	45.7	6.8	8.7	4.4	4.2	3.7	n/a	18.6	1.2	1.3	(13.1)
Gourmet Master Co Ltd	2723 TT	223.50	10,192	'12/2017	21.5	22.5	19.6	35.2	(17.0)	15.0	26.0	4.0	3.7	3.3	4.7	20.2	3.6	2.2	(43.3)
Average					31.4	30.0	23.5	30.3	20.9	23.9	22.4	6.0	6.1	4.9	4.3	34.0	1.8	1.8	17.2
Median					22.4	22.8	20.7	30.3	14.6	20.0	23.3	4.4	4.3	3.8	4.3	19.5	1.2	1.6	(13.1)
Other H-shares Restaurants and Food Ingredients																			
Fairwood Holdings Ltd	52 HK	26.60	3,422	/3/2018	17.1	12.7	11.5	18.0	24.1	10.0	13.0	4.6	4.3	4.1	4.7	27.4	0.8	5.4	(16.9)
Hop Hing Group Holdings Ltd	47 HK	0.16	1,561	'12/2017	9.7	n/a	n/a	23.3	0.0	0.0	0.0	2.4	n/a	n/a	3.6	26.3	n/a	n/a	(28.6)
Tsui Wah Holdings Ltd	1314 HK	0.74	1,044	/3/2018	22.4	8.2	7.4	26.3	58.5	11.1	20.0	0.9	0.7	0.6	2.6	4.1	0.3	6.8	(34.0)
Aijsen China Holdings Ltd	538 HK	2.27	2,478	'12/2017	n/a	10.0	9.3	n/a	(14.4)	7.0	11.1	0.8	0.7	0.7	1.6	(15.4)	(0.1)	4.8	(39.0)
Tao Heung	573 HK	1.33	1,352	'12/2017	13.6	n/a	n/a	15.8	0.0	0.0	0.0	0.8	n/a	n/a	1.7	5.8	n/a	n/a	(4.3)
Tang Palace China Holdings	1181 HK	1.19	1,272	'12/2017	10.1	9.5	8.7	10.4	(12.4)	8.8	8.1	2.4	2.1	2.2	1.6	25.9	9.5	11.4	(18.2)
Average					14.6	10.1	9.2	18.8	(12.2)	6.2	8.7	2.0	2.0	1.9	2.7	12.4	2.6	7.1	(23.5)
Median					13.6	9.7	9.0	18.0	0.0	7.9	9.6	1.7	1.4	1.4	2.2	15.8	0.6	6.1	(23.4)
International Restaurants and Food Ingredients																			
Yum! Brands Inc	YUM US	89.81	219,227	'12/2017	23.1	24.2	23.6	24.4	(3.5)	2.2	9.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8.9	1.6	10.0
Mcdonald'S Corp	MCD US	183.59	1,106,238	'12/2017	24.6	23.7	22.3	21.6	20.8	6.3	8.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.1	2.3	6.7
Starbucks Corp	SBUX US	65.92	639,212	1/9/2018	25.4	24.8	21.9	27.8	(19.0)	13.6	14.8	73.8	n/a	n/a	23.3	136.5	13.4	2.3	14.8
Restaurant Brands Intern	QSR US	52.98	195,036	'12/2017	20.5	20.2	19.1	n/a	(0.2)	5.8	10.9	6.1	14.2	12.5	n/a	39.1	3.8	3.4	(13.8)
Chipotle Mexican Grill Inc	CMG US	472.35	102,590	'12/2017	56.3	55.4	39.5	95.8	38.0	40.2	28.1	9.1	1.2	1.2	8.4	13.3	1.6	0.0	63.4
Darden Restaurants Inc	DRI US	101.75	98,705	'5/2018	19.6	18.0	16.3	24.8	17.5	10.5	7.1	5.6	2.1	1.8	4.2	29.7	1.5	3.0	6.0
Domino'S Pizza Inc	DPZ US	252.00	81,928	'12/2017	32.6	29.8	26.5	32.3	40.3	12.2	16.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.3	0.9	33.4
Dunkin' Brands Group Inc	DNKN US	69.96	45,166	'12/2017	26.0	24.7	23.4	28.4	(26.5)	5.6	10.9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(5.1)	2.0	8.5
Wendy'S Co/The	WEN US	16.98	31,424	'12/2017	32.2	30.9	25.6	34.7	(30.1)	20.4	23.1	5.2	6.8	7.2	4.2	96.4	26.3	2.0	3.4
Jollibee Foods Corp	JFC PM	294.00	47,501	'12/2017	39.5	41.0	36.0	40.2	4.0	14.1	15.4	6.8	6.9	6.1	7.4	18.9	3.7	0.8	16.2
Average					30.0	29.3	25.4	36.7	4.1	13.1	14.4	17.8	6.3	5.8	9.5	55.7	5.8	1.8	14.9
Median					25.7	24.8	23.5	28.4	1.9	11.3	12.9	6.5	6.8	6.1	7.4	34.4	2.9	2.0	9.3
A-shares Restaurants and Food Ingredients																			
Foshan Haitian Flavouring -A	603288 CH	67.20	205,937	'12/2017	43.8	42.2	35.3	n/a	19.1	20.2	19.8	14.4	13.1	11.0	n/a	35.4	2.1	1.5	24.9
Fujian Sunner Development-A	0002299 CH	16.85	23,694	'12/2017	20.1	17.7	13.9	n/a	266.5	27.5	11.9	3.0	2.8	2.4	3.5	16.4	0.2	1.6	17.0
Angel Yeast Co Ltd-A	600298 CH	25.16	23,523	'12/2017	22.8	21.1	17.5	35.1	13.8	20.6	15.8	5.0	4.5	3.8	3.8	23.5	1.3	1.7	(23.1)
Meihua Holdings Group Co -A	600873 CH	4.14	14,599	'12/2017	10.7	10.5	10.5	38.2	1.4	0.0	21.6	1.5	1.3	1.3	2.5	13.7	1.4	n/a	(19.8)
Guangzhou Restaurant Group-	603043 CH	25.20	11,550	'12/2017	28.1	24.3	19.9	n/a	13.9	21.8	24.4	6.0	5.1	4.3	n/a	25.7	1.2	1.1	28.6
China Quanjude Group Co Lt-/	002186 CH	11.98	4,192	'12/2017	28.2	22.9	20.5	47.2	16.7	11.4	(1.2)	2.4	n/a	n/a	4.8	8.5	2.6	n/a	(31.9)
Xi'An Catering Co Ltd -A	000721 CH	4.19	2,372	'12/2017	n/a	n/a	n/a	n/a	0	0.0	0.0	3.2	n/a	n/a	5.0	(1.7)	n/a	n/a	(25.8)
Average					25.6	23.1	19.6	40.1	47.3	14.5	13.2	5.0	5.4	4.5	3.9	17.3	1.5	1.5	(4.3)
Median					25.4	22.0	18.7	38.2	13.9	20.2	15.8	3.2	4.5	3.8	3.8	16.4	1.4	1.5	(19.8)
H-shares Consumer Staples																			
Uni-President China Holdings	220 HK	6.75	29,156	'12/2017	25.1	23.1	20.3	38.3	24.4	14.4	11.7	2.0	1.9	1.8	2.1	8.1	1.4	2.9	3.2
Tingyi (Cayman Isl)n Hldg Co	322 HK	10.44	58,650	'12/2017	18.9	20.7	18.9	36.1	34.3	9.7	12.9	2.6	2.6	2.4	3.8	15.4	1.1	2.6	(31.3)
Want Want China Holdings Lt	151 HK	5.59	69,592	/3/2018	19.2	17.8	16.8	20.2	6.4	5.8	10.3	4.5	3.8	3.4	n/a	24.2	2.4	2.9	(13.4)
China Mengniu Dairy Co	2319 HK	23.95	94,067	'12/2017	33.2	26.8	21.0	n/a	46.4	28.0	21.5	3.5	3.3	2.9	2.7	11.0	0.8	0.9	3.6
Tsingtao Brewery Co Ltd-H	168 HK	32.20	48,916	'12/2017	27.1	25.6	22.6	33.7	16.4	13.5	12.6	2.1	2.1	2.0	3.3	8.1	1.8	1.7	(20.1)
China Resources Beer Holding	291 HK	28.30	91,810	'12/2017	54.0	41.1	31.7	48.9	65.3	29.8	20.3	4.1	4.1	3.7	2.4	7.9	1.1	0.9	0.9
Dali Foods Group Co Ltd	3799 HK	5.63	77,098	'12/2017	18.9	17.7	15.5	n/a	11.2	12.1	15.0	4.6	4.5	4.0	n/a	26.0	1.4	3.3	(20.7)
Average					28.0	24.7	21.0	35.4	29.2	16.2	14.9	3.4	3.2	2.9	2.9	14.4	1.4	2.2	(11.1)
Median					25.1	23.1	20.3	36.1	24.4	13.5	12.9	3.5	3.3	2.9	2.7	11.0	1.4	2.6	(13.4)

資料來源：彭博，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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來 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，并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，并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并不時自行及/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。