海底捞国际（6862 HK）

18 财年下半年经营杠杆显著

- **18 财年业绩符合预期，撇除上市费用净利润上升 69%。**海底捞净利润同比增长 60%，比彭博/招银国际预测高出 2%。撇除上市相关费用（8,600 万元人民币，占 18 财年总销售 0.5%），调整后净利润同比增长 69%，较我们预期高 4%。毛利率/经营利润率下降 0.4/ 1.9 个百分点至 59.1%/ 13.2%，主要受到 18 财年新开门店快速增长 71%（17 财年只增长 55%）所影响。但净利率可稳定在 9.7%，主要受到三项因素支持：1）严谨的成本控制（差旅及相关开支/ 其他开支较我们预测低 17%/ 9%）；2）18 财年下半年经营杠杆好于预期；3）17 财年对少数股东权益的收购。
- **18 财年下半年同店销售增长领先同行，强劲的经营杠杆带动税前利润同比增长 60%。**18 财年下半年公司同店销售增长 6%（招银国际预测），上半年为 6.4%，领先同业（肯德基 2%、麦当劳约 4.7%、合兴下滑 1%和呷哺呷哺 2%（招银国际估计））。在宏观因素不明朗及国内行业疲弱下，整体餐饮销售全年持续放缓（18 财年 1 季度/ 2 季度/ 3 季度/ 4 季度的增长为 10.4%/ 9.5%/ 9.5%/ 8.8%），但海底捞的同店销售增长仍保持韧力。此外，海底捞在 18 财年下半年实现了明显的经营杠杆，其税前利润增长了 60%，上半年只为 17%。我们认为是归因于 1）毛利率下半年同比趋平，相对上半年的同比下滑；2）下半年翻桌率增长 2%至 5.1 次，相对上半年下降 2%至 4.9 次；以及 3）下半年平均售价录得 4%增长至 105 元人民币，上半年只增长 3.4%至 100 元人民币。
- **经营利润率拐点出现，随门店增加的拖累减低而回升。**即使门店增长在 18 财年下半年依然快速，达到 71%，甚至比上半年的 68%更快，但经营利润率在下半年仍然能环比上升 2 个百分点至 14.1%。我们预期新店的占比将在 18-19 财年间达到高峰后，相信新店增加对利润率的摊薄会逐步减少。平均每家店的销售下滑幅度，亦由 18 财年上半年的下滑 8.3%及 17 财年的下滑 12.3%，改善至 18 财年下半年的下滑 4.7%。
- **19 财年门店扩张应保持快速。**虽然海底捞没有说明 19 财年的开店目标，但我们测算有可能是 200 家以上的（招银国际预测为 261 家，有约 56%同比增长），考虑到，截止至 19 年的 3 月，公司已有超过 400 名储备店长及约 200 家已签租赁合同但尚未开业的门店。
- **进军快速餐饮业务。**海底捞以 2.041 亿元人民币收购了董事长张勇先生的弟弟张硕轶先生拥有的“U 鼎”品牌，这是一家经营四川食品冒菜的餐厅。管理层相信快餐行业具有可观的发展潜力，并认为海底捞的 1）创新力量，2）高规格的标准与执行力，3）组织管理与激励机制的设计能力以及 4）供应链感到有信心，相信可复制至这个新的业务，并可忽略目前程度的亏损。
- **维持买入评级并上调目标价至 27.58 港元。**我们上调 19/ 20 财年每股盈利预测 2.2%/ 0.4%，以反映 1）18 年略低于预期的销售和门店扩张，但 2）运营成本和员工成本控制有更好的改善，以及 3）强劲的经营杠杆。我们的新目标价是基于 45 倍 19 财年预测市盈率或 1.1 倍 PEG（受惠于强大执行力的体现，由 35 倍上调）。该公司目前的估值在 38 倍 19 年预测市盈率，而 3 年 PEG 只为 0.9 倍，对比国际同业/百胜中国的 2.0/1.4 倍 PEG 中位数，仍然吸引。

财务资料

（截至 12 月 31 日）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额（百万人民币）	10637	16,969	27,722	36,342	44,507
净利润（百万人民币）	1,028	1,646	2,828	3,747	4,931
每股收益（人民币）	0.194	0.311	0.534	0.707	0.930
每股收益变动（%）	-	60.2	71.8	32.5	31.6
市盈率(x)	100.2	66.2	38.5	29.1	22.1
市帐率（x）	94.4	12.6	9.1	6.7	5.0
股息率（%）	0.7	0.4	0.5	0.7	0.9
权益收益率（%）	110.4	33.9	27.6	26.7	22.5
财务杠杆（x）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK$27.58
(前目标价	HK$20.77)
潜在升幅	+16.8%
当前股价	HK$23.25

胡永匡
电话：(852) 3761 8776
邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

伍力恒
电话：(852) 3900 0881
邮件：alexng@cmbi.com.hk

中国餐饮行业

市值(百万港元)	123,775
3 月平均流通量（百万港元）	58.48
52 周内股价高/低（港元）	24.2/15.5
总股本（百万）	5,300.0

资料来源：彭博

股东结构

张勇先生	44.02%
舒萍女士	13.66%
施永宏先生	13.66%
李海燕女士	13.66%
其他管理层	7.0%
自由流通	8.0%

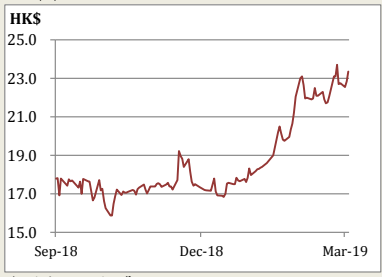
资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.5%	2.3%
3-月	35.8%	20.4%
6-月	31.0%	26.9%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

图 1：同业估值比较

Company	Ticker	Price HK$/ Local	Mkt cap HK$ mn	Year End	PER (x) FY0	PER (x) FY1	PER (x) FY2	5yrs avg. of His. Fwd	EPS Growth(%) FY1	EPS Growth(%) FY2	EPS Growth(%) FY3	PBR (x) FY0	PBR (x) FY1	PBR (x) FY2	5yrs avg. of His. Fwd	ROE (%) FY0	3yrs PEG(x) FY1	Yield (%) FY1	YTD performance (%)
Leading Greater China Restaurants and Food Ingredients																			
Haidilao International Holdi	6862 HK	23.35	123,755	Dec-18	66.2	38.5	29.1	n/a	71.8	32.5	31.6	12.6	9.1	6.7	n/a	33.9	0.9	0.5	36.1
Xiabuxiabu Catering Managem	520 HK	14.44	15,544	Dec-17	30.0	27.6	22.4	n/a	15.4	23.5	21.9	6.4	5.7	5.0	n/a	22.6	1.4	1.6	16.8
Cafe De Coral Holdings Ltd	341 HK	19.96	11,687	Mar-18	23.6	22.2	20.5	25.4	13.7	8.7	10.7	3.7	3.4	3.3	3.8	15.0	2.0	4.1	5.2
Yihai International Holding	1579 HK	32.00	33,501	Dec-18	51.3	44.1	34.3	n/a	14.7	28.7	0.0	17.5	11.9	8.7	n/a	25.5	n/a	0.4	67.2
Yum China Holdings Inc	YUMC US	43.34	128,946	Dec-18	26.7	25.9	23.3	n/a	(8.8)	10.9	11.5	5.7	5.1	4.5	n/a	25.1	6.3	1.4	29.3
Gourmet Master Co Ltd	2723 TT	204.50	9,356	Dec-18	22.1	19.5	15.1	29.7	10.9	29.0	6.3	3.6	3.1	2.8	4.7	20.2	1.3	2.7	(0.7)
Average					**36.6**	**29.6**	**24.1**	**27.5**	**19.6**	**22.2**	**13.7**	**8.3**	**6.4**	**5.2**	**4.3**	**23.7**	**2.4**	**1.8**	**25.6**
Median					**28.3**	**26.7**	**22.8**	**27.5**	**14.2**	**26.1**	**11.1**	**6.0**	**5.4**	**4.7**	**4.3**	**23.9**	**1.4**	**1.5**	**23.0**
Other H-shares Restaurants and Food Ingredients																			
Fairwood Holdings Ltd	52 HK	27.15	3,493	Mar-18	17.4	12.9	n/a	18.0	24.1	0.0	0.0	4.7	n/a	n/a	4.7	27.4	n/a	n/a	3.4
Hop Hing Group Holdings Ltd	47 HK	0.14	1,440	Dec-17	9.0	n/a	n/a	23.3	0.0	0.0	0.0	2.2	n/a	n/a	3.6	26.3	n/a	n/a	(7.7)
Tsui Wah Holdings Ltd	1314 HK	0.82	1,157	Mar-18	24.8	9.1	n/a	26.3	58.5	0.0	0.0	1.0	n/a	n/a	2.6	4.1	n/a	n/a	12.3
Ajisen China Holdings Ltd	538 HK	2.29	2,500	Dec-18	3.9	9.8	10.0	n/a	(60)	(1.7)	32.0	0.7	0.6	0.6	1.2	18.5	(0.5)	4.9	4.6
Tao Heung	573 HK	1.50	1,525	Dec-18	13.1	n/a	n/a	13.8	0.0	0.0	0.0	0.9	n/a	n/a	1.2	6.8	n/a	n/a	14.5
Tang Palace China Holdings	1181 HK	1.26	1,346	Dec-18	10.0	7.7	8.3	10.0	28.1	(9.8)	0.0	2.4	2.2	2.4	1.6	25.9	n/a	13.0	9.6
Average					**13.0**	**9.9**	**9.1**	**18.3**	**8.4**	**(1.9)**	**5.3**	**2.0**	**1.4**	**1.5**	**2.5**	**18.2**	**(0.5)**	**8.9**	**6.1**
Median					**11.6**	**9.5**	**9.1**	**18.0**	**12.1**	**0.0**	**0.0**	**1.6**	**1.4**	**1.5**	**2.1**	**22.2**	**(0.5)**	**8.9**	**7.1**
International Restaurants and Food Ingredients																			
Yum! Brands Inc	YUM US	98.75	237,498	Dec-18	31.2	26.0	23.3	25.4	(20.6)	11.2	9.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(24.9)	1.7	7.4
Mcdonald'S Corp	MCD US	187.48	1,126,188	Dec-18	25.3	23.1	21.3	22.8	6.9	8.1	7.1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.1	2.5	5.6
Starbucks Corp	SBUX US	72.96	712,164	Sep-18	28.3	26.8	24.0	27.8	(16.7)	11.6	13.4	n/a	n/a	n/a	23.3	n/a	14.8	2.0	13.3
Restaurant Brands Intern	QSR US	64.29	231,221	Dec-18	23.9	23.2	21.1	n/a	12.7	9.8	9.3	10.0	16.0	14.1	6.4	31.9	2.2	3.1	22.9
Chipotle Mexican Grill Inc	CMG US	688.82	149,541	Dec-18	79.2	56.0	44.5	95.3	93.8	26.1	21.2	13.2	12.1	10.7	7.9	12.6	1.3	0.0	59.5
Darden Restaurants Inc	DRI US	119.10	115,458	May-18	21.6	20.6	18.4	24.8	20.5	11.8	7.5	6.4	6.2	5.4	4.2	30.6	1.6	2.5	19.3
Domino'S Pizza Inc	DPZ US	245.40	79,094	Dec-18	29.5	26.2	22.4	32.6	8.5	17.0	16.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.9	1.1	(1.0)
Dunkin' Brands Group Inc	DNKN US	72.96	47,323	Dec-18	26.8	24.6	22.6	26.9	8.0	8.6	6.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.2	2.1	13.8
Wendy'S Co/The	WEN US	16.98	30,684	Dec-18	22.9	27.6	22.3	31.6	(68.1)	23.6	8.0	6.1	8.1	10.0	4.9	75.3	(1.1)	2.3	8.8
Jollibee Foods Corp	JFC PM	316.00	51,250	Dec-18	41.3	38.3	33.2	40.0	8.5	15.4	14.3	7.1	6.4	5.7	7.1	18.7	3.0	0.9	8.3
Average					**33.0**	**29.2**	**25.3**	**36.4**	**5.4**	**14.3**	**11.4**	**8.6**	**9.8**	**9.2**	**9.0**	**33.8**	**0.5**	**1.8**	**15.8**
Median					**27.5**	**26.1**	**22.5**	**27.8**	**8.3**	**11.7**	**9.5**	**7.1**	**8.1**	**10.0**	**6.8**	**30.6**	**2.0**	**2.1**	**11.0**
A-shares Restaurants and Food Ingredients																			
Foshan Haitian Flavouring -A	603288 CH	81.48	256,805	Dec-18	50.2	42.5	35.4	35.6	16.8	19.9	20.2	15.9	13.1	10.9	10.5	34.1	2.2	1.4	18.4
Fujian Sunner Development-A	002299 CH	23.40	33,852	Dec-18	19.3	12.9	14.0	n/a	47.6	(7.9)	54.9	4.1	3.1	2.6	3.5	16.4	0.5	1.4	41.5
Angel Yeast Co Ltd-A	600298 CH	27.45	26,402	Dec-18	26.4	21.7	18.5	32.1	20.2	17.3	13.5	5.3	4.3	3.6	4.4	21.1	1.3	1.6	8.8
Meihua Holdings Group Co -A	600873 CH	5.42	19,662	Dec-18	16.9	13.4	11.3	31.2	24.7	18.6	41.9	1.8	n/a	n/a	2.3	11.0	0.5	n/a	28.4
Guangzhou Restaurant Group	603043 CH	28.99	13,670	Dec-17	26.3	28.0	23.1	n/a	16.9	21.0	24.4	6.3	5.9	5.0	n/a	25.7	1.3	1.3	7.1
China Quanjude Group Co Lt-A	002186 CH	12.81	4,612	Dec-18	54.1	27.0	44.2	47.1	97.7	(38.9)	0.0	2.6	n/a	n/a	4.1	4.8	n/a	n/a	12.6
Xi'An Catering Co Ltd -A	000721 CH	6.27	3,652	Dec-18	331.5	40.5	n/a	n/a	703	0.0	0.0	4.7	n/a	n/a	5.1	1.4	n/a	n/a	57.9
Average					**75.0**	**26.5**	**24.4**	**36.5**	**132.5**	**4.3**	**22.1**	**5.8**	**6.6**	**5.5**	**5.0**	**16.4**	**1.2**	**1.4**	**25.0**
Median					**26.4**	**27.0**	**20.8**	**33.9**	**24.7**	**17.3**	**20.2**	**4.7**	**5.1**	**4.3**	**4.2**	**16.4**	**1.3**	**1.4**	**18.4**
H-shares Consumer Staples																			
Uni-President China Holdings	220 HK	7.82	33,777	Dec-18	28.1	24.3	21.8	38.4	14.3	11.5	1.7	2.2	2.1	2.0	1.9	7.9	2.7	3.2	15.0
Tingyi (Cayman Isln) Hldg Co	322 HK	12.22	68,652	Dec-18	23.9	21.8	19.9	32.3	7.9	9.3	6.4	3.0	2.8	2.6	3.2	12.9	2.8	2.9	16.8
Want Want China Holdings Lt	151 HK	6.49	80,796	Mar-18	21.6	20.3	19.2	20.2	9.1	5.6	9.7	5.1	4.3	3.9	n/a	24.2	2.5	2.6	18.4
China Mengniu Dairy Co	2319 HK	26.50	104,088	Dec-17	35.7	29.6	22.8	n/a	47.7	29.8	19.0	3.8	3.5	3.1	2.7	11.0	0.9	0.8	8.6
Tsingtao Brewery Co Ltd-H	168 HK	35.10	55,929	Dec-17	27.2	27.5	25.6	33.7	18.6	7.4	10.7	2.2	2.3	2.1	3.3	8.2	2.3	1.5	11.1
Vitasoy Intl Holdings Ltd	345 HK	37.35	39,650	Mar-18	55.9	51.4	44.3	32.5	30.8	16.1	23.4	13.3	11.9	10.6	6.8	25.2	2.2	1.1	25.1
China Resources Beer Holding	291 HK	30.95	100,407	Dec-18	89.5	42.4	30.8	58.4	105.5	37.8	28.1	4.6	4.3	3.9	3.0	5.2	0.8	0.9	13.2
Dali Foods Group Co Ltd	3799 HK	5.86	80,248	Dec-18	18.8	16.1	14.2	n/a	13.7	13.2	2.2	4.5	4.0	3.6	n/a	25.5	1.7	3.5	1.2
Average					**37.6**	**29.2**	**24.8**	**35.9**	**30.9**	**16.3**	**12.6**	**4.8**	**4.4**	**4.0**	**3.5**	**15.0**	**2.0**	**2.1**	**13.7**
Median					**27.7**	**25.9**	**22.3**	**33.1**	**16.4**	**12.3**	**10.2**	**4.1**	**3.8**	**3.3**	**3.1**	**12.0**	**2.2**	**2.0**	**14.1**

资料来源：彭博，招银国际研究预测，截止至 2019 年 3 月 25 日

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	**10,637**	**16,969**	**27,722**	**36,342**	**44,507**
中国 – 一线城市	2,959	4,036	6,117	8,197	10,222
中国 – 二线城市	5,231	7,795	12,560	16,087	19,444
中国 – 三线及以下城市	1,518	3,379	6,210	8,257	10,123
中国内地以外	703	1,323	2,099	2,838	3,535
会员积分计划	(24)	(40)	(43)	(45)	(47)
外卖业务	219	324	508	643	774
调味品和食材产品	30	154	270	365	456
销售成本	(4,313)	(6,935)	(11,280)	(14,824)	(18,110)
毛利	**6,324**	**10,034**	**16,442**	**21,518**	**26,397**
其他收入	86	66	116	153	142
员工成本	(3,120)	(5,016)	(8,219)	(10,726)	(12,892)
物业租金及相关开支	(415)	(685)	(1,084)	(1,445)	(1,691)
水电开支	(349)	(595)	(943)	(1,199)	(1,469)
折旧和摊销	(360)	(689)	(1,044)	(1,384)	(1,674)
差旅和相关开支	(120)	(159)	(277)	(363)	(445)
其他经营费用	(445)	(746)	(1,192)	(1,526)	(1,780)
息税前收益	**1,602**	**2,209**	**3,800**	**5,027**	**6,588**
联营公司	0	28	8	9	10
其他收益和亏损	26	18	14	11	13
净融资成本	(4)	7	41	72	125
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	**1,625**	**2,262**	**3,863**	**5,119**	**6,737**
所得税	(431)	(613)	(1,024)	(1,357)	(1,785)
非控制股东权益	(166)	(3)	(12)	(15)	(20)
净利润	**1,028**	**1,646**	**2,828**	**3,747**	**4,931**
调整后净利润	**1,028**	**1,646**	**2,828**	**3,747**	**4,931**

资料来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	**2,274**	**6,209**	**7,945**	**8,933**	**9,271**
物业、厂房及设备	2,085	4,000	5,741	6,731	7,070
无形资产和商誉	11	52	39	28	17
联营公司的权益	4	35	43	52	62
其他金融资产	-	-	-	-	-
递延税项资产	53	92	92	92	92
其他	121	1,966	1,966	1,966	1,966
流动资产	**1,462**	**5,736**	**7,544**	**11,428**	**17,393**
存货	95	457	309	406	496
贸易及其他应收账款	173	150	380	498	610
其他金融资产	864	899	1,339	1,692	2,027
受限制银行结余	48	111	111	111	111
现金及现金等价物	282	4,119	5,404	8,720	14,149
流动负债	**2,618**	**3,306**	**3,569**	**4,124**	**4,740**
贸易及其他应付账款	679	1,636	2,099	2,754	3,370
即期税项	80	161	161	161	161
银行借款	348	410	410	410	410
递延收入	309	506	506	506	506
其他	1,203	593	393	293	293
非流动负债	**27**	**9**	**9**	**9**	**9**
带息借款	9	-	-	-	-
递延收入	-	-	-	-	-
其他应付款项和应计费用	-	-	-	-	-
衍生金融工具	-	-	-	-	-
递延税项	13	2	2	2	2
其他	4	7	7	7	7
资产净额	**1,091**	**8,630**	**11,911**	**16,228**	**21,915**
非控股权益	**2**	**5**	**2**	**7**	**-**
权益股东应占总权益	**1,089**	**8,625**	**11,908**	**16,221**	**21,915**

资料来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	**1,602**	**2,209**	**3,800**	**5,027**	**6,588**
折旧和摊销	360	689	1,044	1,384	1,674
营运资金变动	(110)	537	(59)	86	80
税务开支	(468)	(613)	(1,024)	(1,357)	(1,785)
其他	16	38	58	86	139
经营活动所得现金净额	**1,400**	**2,861**	**3,819**	**5,227**	**6,696**
购置固定资产	(1,243)	(2,630)	(2,772)	(2,362)	(2,003)
联营公司	(4)	-	-	-	-
其他	(318)	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	**(1,565)**	**(2,630)**	**(2,772)**	**(2,362)**	**(2,003)**
股份发行	0	3,015	-	-	-
净银行借贷	(221)	(557)	(200)	(100)	-
股息	-	752	456	566	749
其他	326	395	(17)	(14)	(13)
融资活动所得现金净额	**105**	**3,606**	**238**	**451**	**736**
现金增加净额	**(60)**	**3,837**	**1,286**	**3,316**	**5,429**
四川海底捞分行所用现金净额	**(32)**	**-**	**-**	**-**	**-**
年初现金及现金等价物	407	282	4,119	5,404	8,720
汇兑	(32)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	**282**	**4,119**	**5,404**	**8,720**	**14,149**

资料来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合（%）					
中国 – 一线城市	27.8	23.8	22.1	22.6	23.0
中国 – 二线城市	49.2	45.9	45.3	44.3	43.7
中国 – 三线及以下城市	14.3	19.9	22.4	22.7	22.7
中国内地以外	6.6	7.8	7.6	7.8	7.9
会员积分计划	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
外卖业务	2.1	1.9	1.8	1.8	1.7
调味品和食材产品	0.2	0.9	1.0	0.9	1.1
总额	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率（%）					
毛利率	59.5	59.1	59.3	59.2	59.3
息税前利润率	15.1	13.0	13.7	13.8	14.8
税前利润率	15.3	13.3	13.9	14.1	15.1
净利润率	9.7	9.7	10.2	10.3	11.1
调整后净利润率	9.7	9.7	10.2	10.3	11.1
有效税率	26.5	27.1	26.5	26.5	26.5
增长（%）					
收入	36.2	59.5	63.4	31.1	22.5
毛利	36.6	58.7	63.9	30.9	22.7
息税前利润	19.7	37.9	72.0	32.3	31.1
净利润率	39.8	60.2	71.8	32.5	31.6
调整后净利润	39.8	60.2	71.8	32.5	31.6
资产负债比率					
流动比率（x）	0.6	1.7	2.1	2.8	3.7
平均应收账款周转天数	4.1	3.5	5.0	5.0	5.0
平均应付帐款周转天数	12.2	23.6	20.0	20.0	20.0
平均存货周转天数	6.1	14.5	10.0	10.0	10.0
回报率（%）					
平均股本回报率	110.4	33.9	27.6	26.7	22.5
平均资产回报率	36.8	21.0	20.7	21.0	18.5
每股数据					
每股盈利（人民币）	0.1939	0.3106	0.5335	0.7070	0.9304
调整后每股盈利（人民币）	0.1939	0.3106	0.5335	0.7070	0.9304
每股股息（人民币）	0.1704	0.0977	0.1213	0.1607	0.2115
每股账面值（人民币）	0.2058	1.6282	2.2473	3.0618	4.1350

资料来源：公司及招银国际研究部

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之分析员，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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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着区别，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资讯，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 年证券交易法规则 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。