

中銀航空租賃 (2588 HK)

值得投資的領先租賃公司

- ❖ **全球第五大飛機經營租賃公司。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司共有 318 架飛機，其中自有飛機 287 架，代管飛機 31 架，機隊賬面淨值全球排名第 5（100 座級以上飛機）。在經驗豐富的管理團隊的帶領下，公司實現了強勁的淨利潤增長和穩定的 ROE。自 2013 年以來，淨利潤平均每年增長 21%，2017 年達到 5.87 億美元。2013 至 2017 年平均 ROE 為 15.2%。
- ❖ **淨租賃收益率保持在 8-8.5% 的目標範圍內。**過去五年，公司淨租賃收益率保持穩定，反映了公司能夠將利率上行的壓力轉嫁給其航空公司客戶。同時，隨著平均債務成本增加，公司將較高利潤率固定費率租約的比例提高至 66%，2017 年淨租賃收益率穩定保持在 8.4%。
- ❖ **機隊狀況和吸引力業內領先。**2017 年，機隊加權平均機齡為年，為同業最低。平均剩餘租期為 8.2 年，高於同業平均水平（6.5 年）。公司自有機隊資產的 85% 為最受歡迎的單走道飛機。受益於這一資產管理戰略，公司的核心租賃租金收入從 2013 年到 2017 年以 12% 的複合年增長率增長，並實現了持續的飛機銷售收益。
- ❖ **受益於較低的資金成本。**2017 年，公司債務總額為 109 億美元，其中包括 54% 的無抵押債券，36% 的貸款和 10% 的出口信貸額度。隨著公司無抵押融資增加，標準普爾在 2017 年將公司信用評級提升至 A-。在投資級信用評級的支持下，公司 2017 年平均債務成本僅為 2.8%，為上市同業最低。在利率上升的環境下，相較於高收益債券發行人的上市同業，公司較高的信用評級將為其帶來較低的資金成本，公司將獲得競爭優勢。
- ❖ **首次覆蓋，給予買入評級，目標價 56.7 港元。**我們預測 2018/19/20 年 ROE 分別為 15.0%/14.6%/13.7%。我們將公司定值同業平均 P/B-ROE 水平+1 標準差，即 1.20 倍市賬率。目標價 56.7 港元。公司當前股價相當於 1.05 倍 2018 預測市賬率，同業平均水平為 0.91 倍。計入股息率的潛在升幅為 19.8%。

財務資料

(YE Dec 31)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
總收入(百萬美元)	1,193	1,401	1,653	1,818	1,928
淨利潤(百萬美元)	418	587	602	645	661
每股收益(美元)	0.64	0.85	0.87	0.93	0.95
每股收益變動(%)	10.0	32.1	2.7	7.1	2.5
市帳率(x)	1.30	1.15	1.04	0.95	0.88
市盈率(x)	9.9	7.5	7.3	6.8	6.6
股息率(%)	2.8	4.7	4.8	5.1	5.3
權益收益率(%)	14.4	16.3	15.0	14.6	13.7
杠杆率(x)	2.6	2.9	2.8	2.8	2.6

資料來源：公司，招銀國際研究

買入 (首次覆蓋)

目標價	HK\$56.7
潛在升幅	+19.8%
當前股價	HK\$49.3

徐涵博

電話: (852) 3761 8725

郵件: xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

電話: (852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

郵件: dingwenjie@cmbi.com.hk

中國租賃業

市值(百萬港元)	34,215
3月平均流通量(百萬港元)	80.4
52周內股價高/低(港元)	51.8/39.8
總股本(百萬)	694

資料來源：彭博

股東結構

中銀集團	70.0%
公眾持股	27.3%

資料來源：HKEX

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.7%	1.1%
3-月	6.4%	12.0%
6-月	4.4%	18.4%

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.bocaviation.com

目錄

投資亮點.....	3
焦點圖表.....	5
財務分析.....	6
公司估值.....	11
風險提示.....	12
財務數據.....	13

投資亮點

領先的飛機經營租賃公司

中銀航空租賃是一家領先的飛機經營租賃公司，截至2017年底，擁有并管理全球第五大機隊（賬面淨值）。2013至2017年，公司淨利潤複合年增長率為21%，淨資產收益率穩定在15%。

與上市同業相比，公司競爭優勢在於：

1) **最年輕的機隊和更長的剩餘租期。**該公司專注於低齡、省油的單走道飛機。截至2017年，機隊加權平均機齡為3.0年，為同業最低。平均剩餘租期為8.2年，高於同業平均水平（6.5年）。單走道飛機被認為是最具流動性的飛機資產，擁有最大的存量飛機架數和航空公司客戶基礎，單走道飛機占公司自有機隊資產的85%。受益於這一資產管理戰略，公司的核心租賃租金收入從2013年到2017年以12%的複合年增長率增長，並實現了持續的飛機銷售收益。

2) **深入參與高增長新興市場。**2017年，公司在亞太地區部署了相當於賬面淨值54%的機隊以抓住新興市場增長機遇，亞太地區租賃收入貢獻55.6%，高於同行平均的47.5%。公司不斷擴大客群。2017年，客戶名單新增17家航空公司，總數達到80家，客戶分布於33個國家和地區（2015年，客戶數量57家，來自29個國家和地區）。客戶多樣化有效地降低了公司的國家風險集中度。

3) **平均債務成本低。**2017年，公司債務總額為109億美元，其中包括54%的無抵押債券，36%的貸款和10%的出口信貸額度。隨著公司無抵押融資增加，標準普爾在2017年將公司信用評級提升至A-。在投資級信用評級的支持下，公司2017年平均債務成本僅為2.8%，為上市同業最低。在利率上升的環境下，相較於高收益債券發行人的上市同業，公司較高的信用評級將為其帶來較低的資金成本，公司將獲得競爭優勢。

財務分析

我們相信：

- 1) 核心租賃租金收入將繼續成為收入增長的主要動力
- 2) 公司有潛力將淨租賃收益率維持在8-8.5%的目標範圍內
- 3) 公司積極對沖利率風險

相應地，我們預測：

- 1) 2018/19/20年底，公司自有飛機架數將達到306/327/320架。總收入按年增長18.0%/10.0%/6.1%，達到16.53/18.18/19.28億美元
- 2) 2018/19/20年，在利率上行的環境下，公司租金率將增至10.6%/10.7%/10.7%，淨租賃收益率穩定保持在8.4%
- 3) 2018/19/20年，平均債務成本溫和上升至2.8%/2.9%/3.0%。債務總額達到118.52/127.82/132.38億美元

公司估值

我們預測 2018/19/20 年 ROE 分別為 15.0%/14.6%/13.7%。我們將公司定值同業平均 P/B-ROE 水平+1 標準差，即 1.20 倍市賬率。目標價 56.7 港元。計入股息率的潛在升幅為 19.8%。

主要投資風險

我們認為中美貿易戰對公司的影響有限，原因如下：

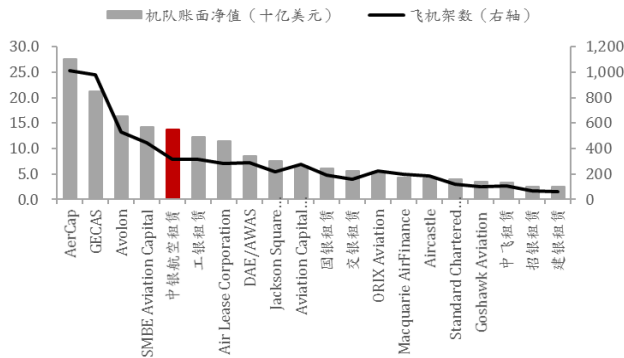
- 1) 中國的反擊措施不太可能針對飛機，因為推動中國航空增長的飛機超過 50% 是在美國生產的；
- 2) 用空客飛機代替波音飛機受制于空客公司的生產能力；
- 3) 4 月份有傳言中國的反擊措施可能針對特定重量範圍的飛機，即空載起飛重量 15-45 噸的飛機，基本上是一些私人飛機和波音 737-800NG。中銀航空租賃不涉及該種類飛機的交付。

其他風險包括：

- 航空業低迷
- 航旅需求減少
- 燃料成本增加
- 利率波動
- 飛機交付失敗或延遲

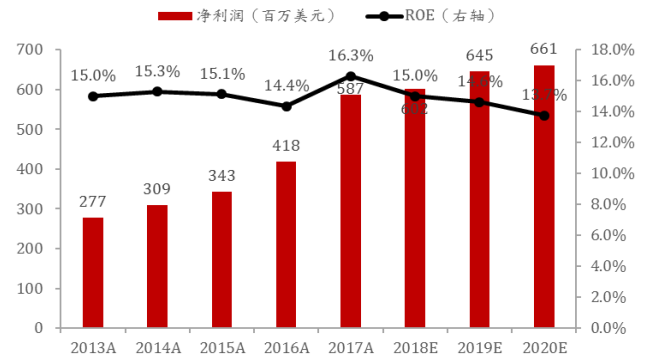
焦點圖表

圖 1：全球第五大飛機租賃公司



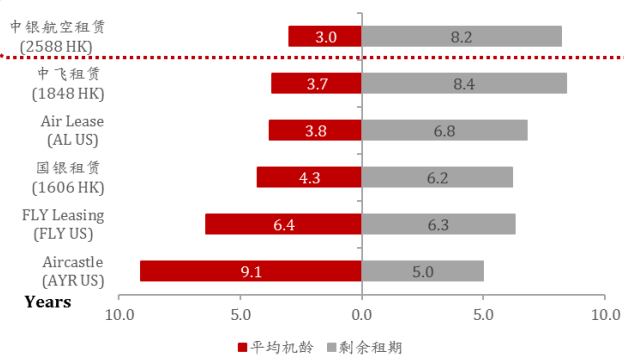
注：機隊規模截至 2017 年底，包含自有及代管飛機
來源：Ascend，招銀國際研究

圖 2：公司淨利潤及 ROE 趨勢及預測



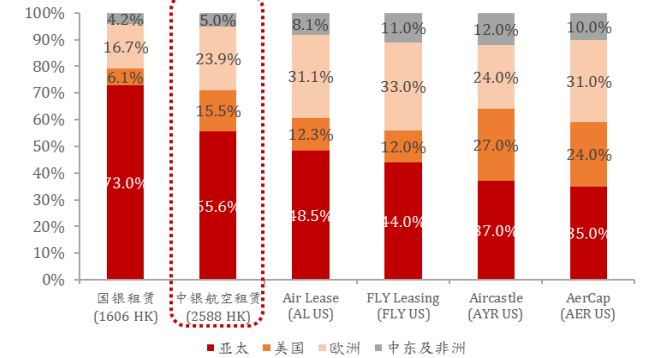
來源：公司，招銀國際預測

圖 3：上市同業機隊平均機齡及剩餘租期比較



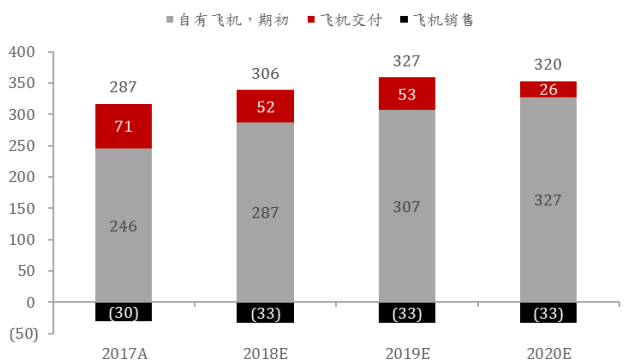
來源：公司年報，招銀國際研究

圖 4：上市同業按地區劃分的租賃租金收入比較



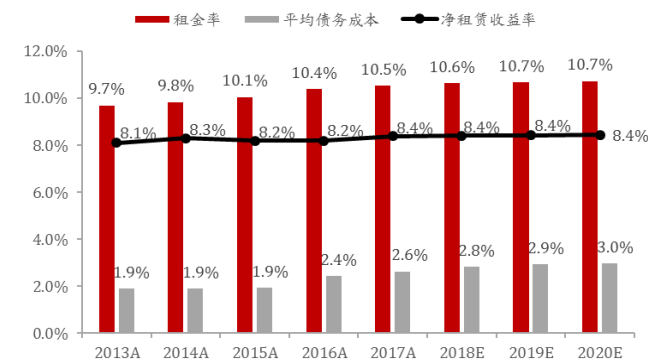
來源：公司年報，招銀國際研究

圖 5：公司自有飛機數量預測



來源：公司，招銀國際預測

圖 6：公司平均債務成本趨勢及預測



來源：公司，招銀國際預測

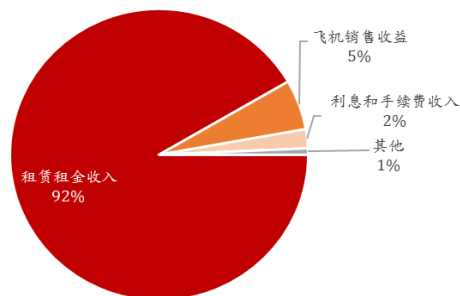
財務分析

租賃租金收入是公司主要收入來源

核心租賃租金貢獻增加

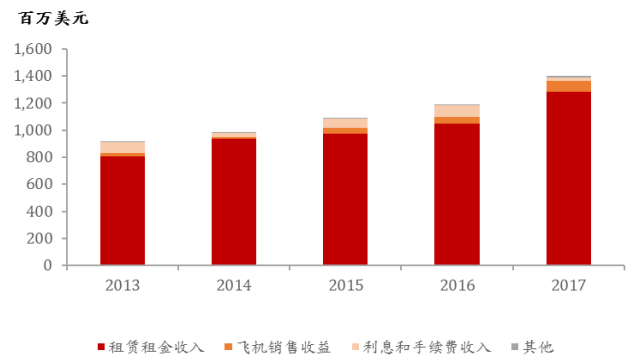
租賃租金收入占公司總收入的大部分，2017年為91.6%，輔以飛機銷售收益（5.6%），利息和手續費收入（2.1%）及其他（0.7%）。核心租賃租金收入推動總收入增長。在過去五年中，核心租賃租金收入以12%的複合年增長率增長，推動總收入從2013年的9.19億美元增加至2017年的14.01億美元。我們預計租賃租金收入將繼續成為收入增長的主要動力。

圖7：租賃租金收入是公司主要收入來源



來源：公司，招銀國際研究

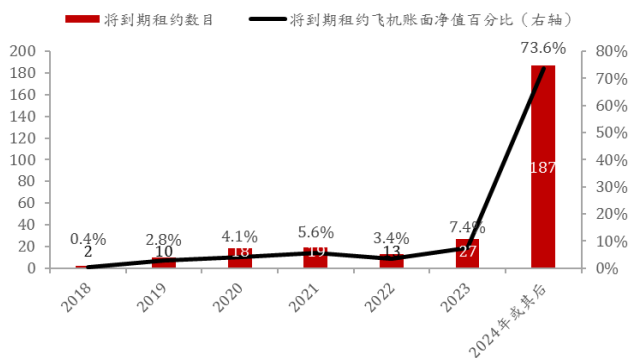
圖8：核心租賃租金貢獻增加



來源：公司，招銀國際研究

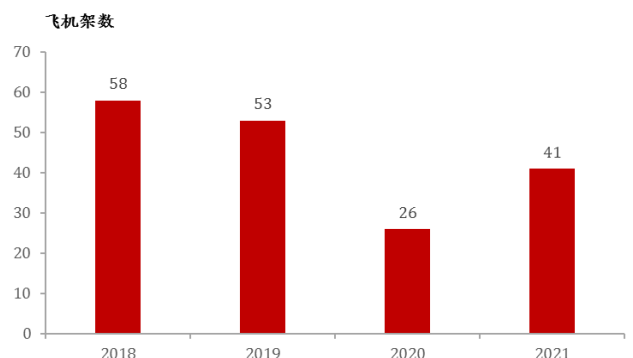
租賃租金收入以長期租約的基礎訂立。公司飛機組合中81%的租約將於2023年或其後到期（經賬面淨值加權）。2018/19/20年，僅0.4%/2.8%/4.1%租約到期。2018/19/20/21年，公司承諾交付58/53/26/41架飛機，這是未來收入增長的基礎。截至2017年底，公司已承諾的收入儲備達150億美元（包括來源於自有飛機和計劃交付飛機的收入）。

圖9：租約到期情況（截至2017年底）



來源：公司，招銀國際研究

圖10：已承諾交付的飛機數量



來源：公司，招銀國際研究

利息和手續費收入主要與飛機交付前付款（PDP）有關，且每年都有所不同。公司預計2018年PDP收入與2016年水平相似。公司預計飛機銷售所得款項每年約為10億美元。

我們預測 2018/19/20 年總收入為 16.53/18.18/19.28 億美元，其中核心租賃租金收入為 15.36/17.01/18.11 億美元，占比 93.0%/93.6%/94.0%。

圖 11：收入預測

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入總額 (百萬美元)	1,193	1,401	1,653	1,818	1,928
租賃租金收入	1,048	1,284	1,536	1,701	1,811
利息及手續費收入	48	30	48	48	48
出售飛機收益淨額	91	78	59	59	59
其他收入	6	10	10	10	10
收入構成					
租賃租金收入	87.9%	91.6%	93.0%	93.6%	94.0%
利息及手續費收入	4.0%	2.1%	2.9%	2.6%	2.5%
出售飛機收益淨額	7.6%	5.6%	3.6%	3.2%	3.1%
其他收入	0.5%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%

來源：公司，招銀國際預測

機隊投資和穩定的淨租賃收益率推動了租賃收入和核心租賃租金增長。

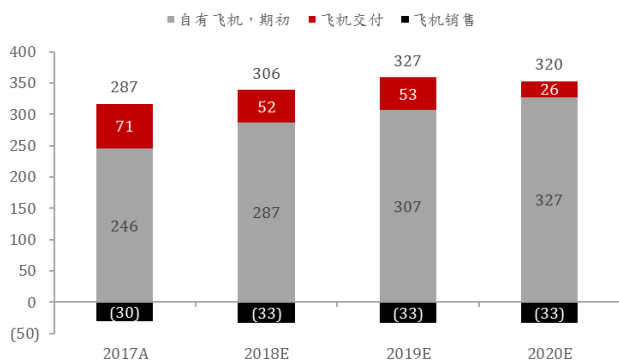
租賃收入的驅動因素：（1）機隊投資

機隊增長確定未來收入增長。截至 2017 年底，公司自有飛機數量達 287 架。每年公司銷售 30-35 架飛機以優化其飛機資產組合，并計劃于 2018/19/20/21 年交付 58/53/26/41 架飛機。此外，公司可能會在預定交付之上進行機會性收購（購後回租交易）。保守估計，截至 2018/19/20 年底，我們預測公司自有飛機數量為 306/327/320 架。

租賃收入的驅動因素：（2）穩定的淨租賃收益率

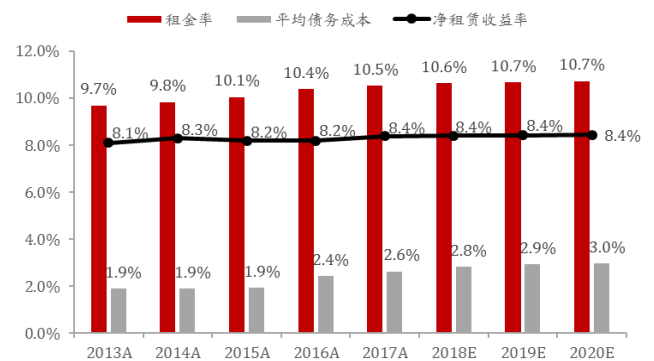
過去五年，公司淨租賃收益率保持穩定，淨租賃收益率為租賃租金收入減去財務費用除以平均飛機賬面淨值。穩定的淨租賃收益率反映了公司能夠將利率上行的壓力轉嫁給其航空公司客戶。同時，隨著平均債務成本增加，公司將較高利潤率固定費率租約的比例提高至 66%，2017 年淨租賃收益率穩定保持在 8.4%。我們認為公司有將淨租賃收益率維持在 8-8.5% 的目標範圍內。我們預計，在利率上行的情況下，2018/19/20 年公司租金率將增加至 10.6%/10.7%/10.7%，淨租賃收益率將維持在 8.4%。

圖 12：公司自有飛機數量預測



來源：公司，招銀國際預測

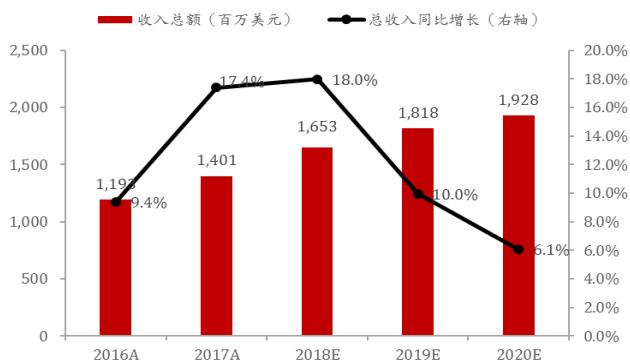
圖 13：公司平均債務成本趨勢及預測



來源：公司，招銀國際預測

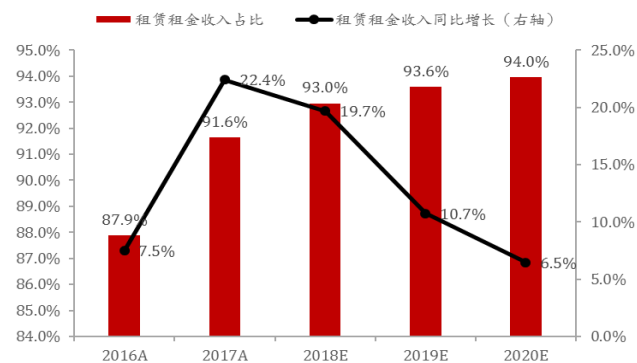
考慮到機隊規模增長和租金率因素，我們預測 2018/19/20 年總收入將按年增長 18.0%/10.0%/6.1%，達 16.53/18.18/19.28 億美元，其中核心租賃租金貢獻 93.0%/93.6%/94.0%，相當於按年增長 19.7%/10.7%/6.5%。

圖 14: 總收入預測



來源：公司，招銀國際預測

圖 15: 核心租賃租金收入預測



來源：公司，招銀國際預測

飛機銷售收益

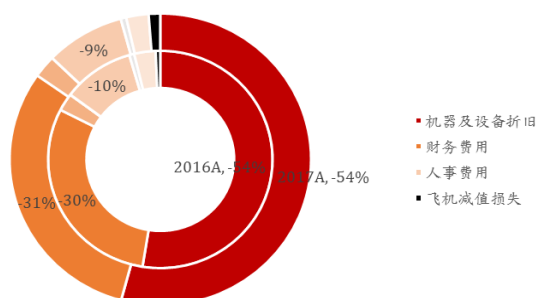
公司預計飛機銷售所得款項每年約為 10 億美元。扣除賬面淨值和銷售費用後，我們預測 2018/19/20 年的銷售收益為 5,900 萬美元。

經營費用

飛機成本和財務費用占經營費用的約 85%

飛機成本包括折舊和減值支出。根據公司目前的會計政策，在前 12 年中，飛機以直線法折舊，折舊年限為 25 年，在第 25 年年末的殘值率為 15%。截至第 12 年年末的剩餘價值以直線法折舊，折舊年限為 13 年，無殘值。隨著機隊擴張，折舊支出上升。2017 年，折舊占經營費用的 54%。減值費用每年不同，2017 年僅為 1,060 萬美元；財務費用占 31%；員工成本占 10%。

圖 16: 經營費用構成



來源：公司，招銀國際研究

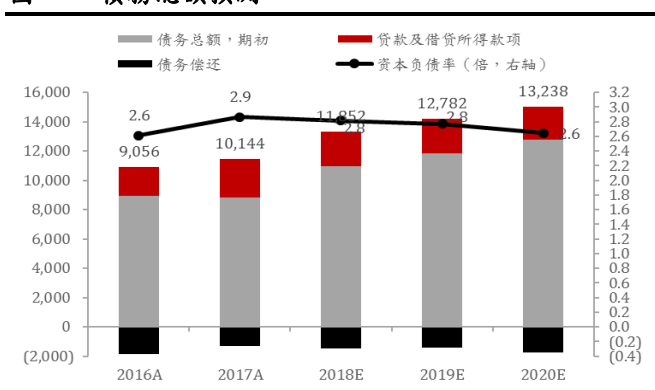
平均債務成本從 2016 年的 2.5% 上升至 2017 年的 2.8%

公司平均債務成本在 2017 年上升至 2.8%，比 2016 年的 2.5% 上升 0.3 個百分點。債務成本上升反映了利率上升對公司浮動利率債務的影響，以及與新固定利率債務相關的較高成本。

考慮到 1) 截至 2017 年底，公司債務的 47% 為固定利率債務，2) 公司政策是通過適當的利率衍生金融工具和借入固定利率的借款，至少對 50% 錯配的利率風險敞口進行對沖，3) 2018 上半年，公司新增超過 10 億美元套期保值，我們預測平均債務成本溫和上升，即 2018/19/20 年分別為 2.8%/2.9%/3.0%。

為支持機隊擴張，我們預測 2018/19/20 年，公司的貸款和借貸所得款項分別為 23.80/23.35/22.24 億美元。在每年償還 14.67/14.05/17.68 億美元後，債務總額將達 118.52/127.82/132.38 億美元，總體資產負債比率與上市後的均值一致。結合我們對平均債務成本的估計，我們預測 2018/19/20 年財務費用分別為 3.22/3.60/3.77 億美元，占每年經營費用的 33%。

圖 17：債務總額預測



來源：公司，招銀國際預測

穩健的資產負債表增長以支持收入增長

資本開支承諾

資本開支，即飛機採購，推動資產負債表增長。飛機採購以交付前付款和最終付款的形式進行。交付前付款是與計劃在未來交付的飛機相關的分期付款。最終款項在飛機交付時支付。

資本開支于全年內平均分配。截至 2017 年底，訂單簿共有 173 架飛機，構成了超過 79 億美元的未來資本開支承諾。根據公司指引，2018/19/20 年計劃交付 58/53/26 架飛機。我們預測 2018/19/20 年底，公司自有飛機數量達 306/327/320 架，每年相應的資本開支為 31.94/32.56/15.97 億美元。

完善的現金流管理

2017年，公司經營活動產生的現金流淨額為13億美元，航空公司客戶的現金回收率為99.9%，表現出良好的現金流管理能力。我們預測2018/19/20年，公司經營活動產生的現金流淨額分別為14/16/17億美元。

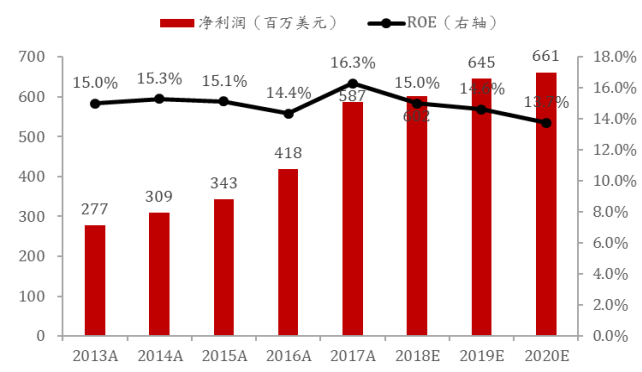
股息政策

我們預測2018/19/20年，公司淨利潤分別增長2.7%/7.1%/2.5%，達6.02/6.45/6.61億美元。2018年預測淨利潤與2017年幾乎持平，反映了2017年的0.91億美元的淨遞延稅負債調整。我們預測派息率保持在35%，2018/19/20年每股總股息為0.304/0.325/0.333美元。

公司估值

稅後淨利潤強勁增長、ROE 保持穩定。自 2013 年以來，稅後淨利潤平均每年增長 21%，2017 年達到 5.87 億美元。5 年平均 ROE 為 15.2%。我們預測 2018/19/20 年 ROE 分別為 15.0%/14.6%/13.7%。

圖 18：公司淨利潤及 ROE 預測



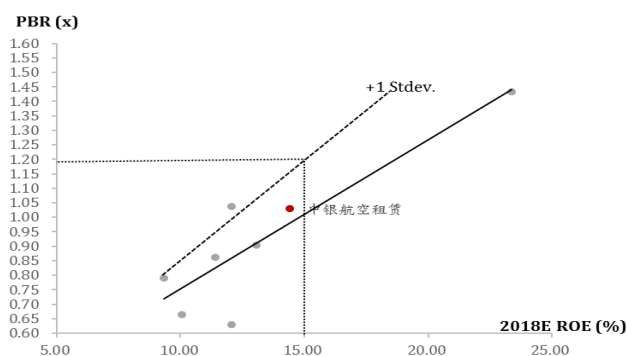
來源：公司，招銀國際預測

首次覆蓋，給予買入評級，目標價 56.7 港元。通過與可比上市飛機經營租賃同業比較 P/B-ROE 水平，并考慮到公司：

- 最年輕的機隊資產
- 更長的平均剩餘租期
- 最高的飛機利用率
- 更高比例的亞太地區業務
- 投資級別信用評級
- 最低的平均債務成本

我們將公司定值同業平均 P/B-ROE 水平+1 標準差，即 1.20 倍市賬率。目標價 56.7 港元。計入股息率的潛在升幅為 19.8%。

圖 19：可比上市同業 P/B-ROE 分析



來源：彭博，招銀國際預測

圖 20：公司估值

Key assumptions	
2018E ROE (%)	15.0
2018E PBR	1.20
Target price (US\$)	7.27
USDHKD	7.80
Target price (Hkd)	56.67

來源：招銀國際預測

風險提示

- **地區經濟和政治不確定性**可能會對航空公司客戶訂立新飛機經營租賃合同的意願產生不利影響；
- **航空業低迷**可能會對航空公司客戶訂立新飛機經營租賃合同的能力產生不利影響；
- **航旅需求減少，燃料成本增加，利率變化**可能對飛機市場價值和市場租金率產生不利影響；
- **未能交付或延遲交付飛機**可能導致公司收入和客戶關係損失。

財務數據

利潤表

年結：12月31日（百萬元美元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
租賃租金收入	1,048	1,284	1,536	1,701	1,811
利息及手續費收入	48	30	48	48	48
出售飛機收益淨額	91	78	59	59	59
其他收入	6	10	10	10	10
收入總額	1,193	1,401	1,653	1,818	1,928
機器及設備折舊	(378)	(460)	(511)	(581)	(641)
財務費用	(216)	(260)	(322)	(360)	(387)
人事費用	(75)	(72)	(85)	(94)	(99)
其他費用	(51)	(57)	(57)	(57)	(57)
成本及費用總額	(719)	(850)	(976)	(1,093)	(1,185)
所得稅費用沖回/（計提）	(56)	36	(74)	(80)	(82)
本公司所有人應占本年淨利潤	418	587	602	645	661

資料來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元美元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
機器及設備	12,605	15,434	17,862	19,478	19,979
其他非流動資產	20	34	34	34	34
非流動資產小計	12,625	15,468	17,896	19,512	20,012
現金及銀行結餘	206	143	368	416	760
其他流動資產	11	28	484	614	429
流動資產小計	820	572	797	845	1,189
資產總額	13,445	16,040	18,693	20,357	21,201
貸款及借貸	902	1,419	1,405	1,768	1,768
其他流動負債	288	305	305	305	305
流動負債小計	1,190	1,724	1,710	2,073	2,073
貸款及借貸	7,542	9,263	11,535	12,441	12,885
其他非流動負債	1,331	1,234	1,234	1,234	1,234
非流動負債小計	8,873	10,497	12,769	13,675	14,119
負債總額	10,062	12,221	14,479	15,747	16,191
股本	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
儲備及未分配利潤	2,224	2,661	3,056	3,452	3,852
權益總額	3,382	3,819	4,214	4,610	5,010

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬元美元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
稅前利潤	474	551	677	725	743
機器及設備折舊	378	460	511	581	641
財務費用	216	260	322	360	387
調整項	(46)	(29)	(102)	(107)	(109)
營運資金變動	84	29	-	-	-
經營活動產生的現金流量淨額	1,106	1,271	1,409	1,560	1,662
資本開支	(2,895)	(4,433)	(4,000)	(3,256)	(2,200)
自由現金流量	(1,789)	(3,162)	(2,591)	(1,696)	(538)
出售機器及設備所收到的現金	1,695	1,239	1,086	1,086	1,086
籌資活動產生的現金流量淨額	117	1,771	1,695	658	(204)
現金及現金等价物（減少）/增加淨額	22	(152)	190	48	344
現金及現金等价物年初餘額	371	394	242	431	480
現金及現金等价物年末餘額	394	242	431	480	824

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日（百萬元美元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入構成					
租賃租金收入	87.9%	91.6%	93.0%	93.6%	94.0%
利息及手續費收入	4.0%	2.1%	2.9%	2.6%	2.5%
出售飛機收益淨額	7.6%	5.6%	3.6%	3.2%	3.1%
其他收入	0.5%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
增長率					
租賃租金收入	7.5%	22.4%	19.7%	10.7%	6.5%
收入總額	9.4%	17.4%	18.0%	10.0%	6.1%
本公司所有應占本年淨利潤	21.8%	40.3%	2.7%	7.1%	2.5%
資產負債比率					
槓桿率（倍）	2.6	2.9	2.8	2.8	2.6
回報率					
資本回報率	14.4%	16.3%	15.0%	14.6%	13.7%
資產回報率	3.2%	4.0%	3.5%	3.3%	3.2%
每股數據					
每股利潤（美元）	0.64	0.85	0.87	0.93	0.95
每股股息（美元）	0.18	0.30	0.30	0.33	0.33
每股賬面值（美元）	4.87	5.50	6.07	6.64	7.22

資料來源：公司，招銀國際預測

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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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，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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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，任何機構或個人于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。