

雅居樂 (3383 HK)

上海/北京路演紀要：未來收入平穩增長

- ❖ **上海/北京路演。** 上周，我們與雅居樂投資者關係團隊拜訪了上海和北京的投資者。許多投資者對3月份房地產市場回暖感興趣。此外，也和投資者討論了海南新房政策對公司的影響、2019年新的銷售目標、土地收購計劃和非房地產業務的發展。
- ❖ **非房地產業務將是主要增長引擎。** 在路演期間，管理層透露，房地產銷售將以低雙位數的速度增長，公司主要的增長動力將是非房地產業務，如**雅生活 (3319 HK, 買入)**和環保業務。在雅居樂和綠地集團的支持下，雅生活以雙品牌運營，并迅速擴大市場份額。2018年，收并購和第三方項目的合約面積分別擴張分別至3,100萬平和1.06億平。截止到18年底，雅居樂有34個固體廢物處理廠，其中13個在運營，另外有2個水處理廠在運營。固體廢物處理廠的年處理量估計將從2018年的16.7萬噸增加到2019年的74.6萬噸，并進一步增加到2020年的194萬噸。2018年環保業務收入為6.14億元（人民幣，下同）。然而，未來幾年整體毛利率指引將從2018年的43.9%下調至30%以上，而該毛利率指引是沒有考慮海南清水灣銷售貢獻的。但從一方面來看，毛利率下降也會使得土增稅減少。因此，我們仍然預測未來幾年收入增長將保持平穩。
- ❖ **海南的住房政策無法控制。** 2018年4月，海南政府收緊了當地房地產政策。海南清水灣的非本地買家需要有一年的社保，而之前並沒有此規定。海南清水灣的預售額在18年前4個月約為80億元，但18年其餘時間的銷售為40億元。這是2018年銷售未達目標原因之一。此外，雅居樂在2018年9月至11月集中推出的新項目。我們看到市場情緒在四季度轉淡，這進一步影響了2018年的銷售節奏。2019年，公司將加快銷售步伐，在今年第二季度和第三季度推出更多新項目，積極實現2019年的1,130億元的銷售目標。
- ❖ **土地策略。** 由于去年四季度市場低迷，雅居樂在去年四季度也放緩了土地收購。2018年，公司新增土儲1,111萬平。2018年支付的總土地款為335億元，低于2018年初設定的400億元計劃。截至18年末，公司權益土儲達3,623萬平，其中27%為位于粵港澳大灣區，足夠公司未來3-4年的發展。2019年，公司計劃斥資400億元用于補充土儲。主要收購將位于大灣區和長三角核心城市群的一二線城市和周邊的衛星城市。除了招拍掛和收并購外，特色城鎮和城市更新項目是補充土儲的另一個來源。2018年，雅居樂通過體育休閒城的建設收購了威海一塊土地，總建面為82萬平。截至18年底，公司已就特色城鎮簽署了22項投資/框架協議，并就城市更新項目簽署了10項合作/框架協議。

財務資料

| (截至12月31日) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業額(百萬人民幣) | 51,607 | 56,145 | 68,298 | 79,939 | 91,631 |
| 淨利潤(百萬人民幣) | 6,025 | 7,125 | 7,537 | 8,328 | 9,363 |
| EPS(人民幣) | 1.552 | 1.835 | 1.941 | 2.145 | 2.412 |
| EPS變動(%) | 163.8 | 18.3 | 5.8 | 10.5 | 12.4 |
| 市盈率(x) | 7.1 | 6.0 | 5.7 | 5.1 | 4.6 |
| 市帳率(x) | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| 股息率(%) | 7.0 | 7.8 | 8.6 | 9.3 | 10.5 |
| 權益收益率(%) | 16.6 | 17.3 | 16.0 | 15.6 | 15.4 |
| 淨財務杠杆率(%) | 71.4 | 79.1 | 78.3 | 75.0 | 71.3 |

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

| | |
|---------|------------|
| 目標價 | HK\$15.93 |
| (過去目標價) | HK\$15.93) |
| 潛在升幅 | +24.1% |
| 當前股價 | HK\$12.84 |

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中國房地產行業

| | |
|---------------|------------|
| 市值(百萬港元) | 50,295 |
| 3月平均流通量(百萬港元) | 96.0 |
| 52周內股價高/低(港元) | 17.84/8.09 |
| 總股本(百萬) | 3,917 |

資料來源：彭博

股東結構

| | |
|------|--------|
| 陳卓林 | 64.43% |
| 自由流通 | 35.57% |

資料來源：彭博

股價表現

| | 絕對回報 | 相對回報 |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 17.2% | 12.7% |
| 3-月 | 50.8% | 30.2% |
| 6-月 | 20.3% | 6.7% |

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: PwC

公司網站: www.agile.com.cn

問答環節

問：如何展望 2019 年中國房地產？

答：事實上，我們對市場是謹慎的。就 2019 年的銷售目標而言，我們僅增加了 10% 至 1,130 億元（人民幣，下同）。一方面，我們受到海南地方政策的影響，但另一方面，銀行更願意為購房者發放房貸，特別是房貸利率在 2019 年有所下降。我們預計 2019 年房地產市場將保持穩定。

問：目前海南房地產市場情況如何？

答：2018 年 4 月，海南省政府收緊了房地產政策，遏制房地產市場過熱。在三亞，非本地購房者需要有 5 年的社保，而不是之前的 2 年。在海南清水灣所在的陵水，非本地購房者需要 2 年的社保，而之前并不需要社保年限。因此，海南清水灣的物業銷售受一定影響。在 2018 年的前 4 個月，海南清水灣的預售額達到 80 億元。在 2018 年餘下的時間裏，銷售只達到了 40 億元。事實上，在 2018 年 4 月海南自由貿易試驗區宣布後，海南省政府推出了更為寬鬆的人才引進計劃。2019 年，任何 55 歲以下的大學畢業生都可以在海南申請戶口，並在當地買房。與此同時，公司在海口投資了另一個項目。海口項目是面向當地的客戶，海口的住房需求實際並沒有減少很多。

問：毛利潤或淨利潤指引是多少？

答：2018 年，毛利率和淨利潤率分別為 43.9% 和 12.7%。公司審慎估計未來毛利率，並且並沒有考慮海南清水灣的任何貢獻。因此我們認為未來的毛利率將超過 30%。雖然海南清水灣項目的毛利率超過 60%，但其高毛利率將帶來巨大的土地增值稅。其次，公司將更好地控制銷售和管理費用。2018 年，公司新進入多元化業務發展，使得員工成本上升，員工人數從 2017 年的約 17,000 人增加到 2018 年的約 24,000 人。第三，2018 年非資本化外匯損失為 12.5 億元。根據目前的人民幣匯率變動，預計 2019 年不會再有外匯損失。最後，2019 年將有更多的聯營和合營貢獻利潤。因此，預計淨利潤率將與 2018 年相近。

問：公司在 2019 年的土地收購預算？

答：一般來說，公司會使用大約 40-50% 的預售額用于補充土儲。2018 年，雅居樂投資了 330 億元用于土地收購，低于年初預算。主要是因為年內市場經歷了低迷，公司在去年四季度停止了土地收購。2019 年，土地收購預算為 400 億元，並重點關注在現有項目的周邊城市，尤其在華東地區和大灣區。除了補充土儲的支出外，雅居樂還將在 2019 年投資 100 億元用于非房地產業務。

問：公司收購土地的渠道是什麼？

答：除了公開市場招拍掛和收并購外，雅居樂還將通過特色小鎮和城市更新獲得土地。截至2018年12月31日，雅居樂在特色小鎮項目上簽訂了22項投資/框架協議。特色小鎮的發展戰略主要集中在三個特徵：文化旅游、體育和健康。2018年，雅居樂完成取得在威海的一個特色小鎮項目，該項目以體育休閒為特色。總建築面積為82萬平。此外，公司將在4+13個重點城市（4個積極開拓城市+13個機遇城市）通過城市更新獲得土地。截至2018年12月31日，雅居樂就城市更新項目簽訂了10項合作/框架協議。4個積極開發的城市分別是中山、深圳、珠海和東莞。其他13個潛在城市分別是廣州、北京、武漢、成都、西安等。

問：截至18年底，已售未結轉的情況？

答：截至2018年12月31日，在子公司已售未結轉物業約有220億元。另外合營和聯營公司已售未結轉物業還有150-170億元。

問：為什麼新開工面積從2018年的1,240萬平下降到2019年的990萬平？

答：雖然新開工計劃在2019年下降20%至990萬平方米，但在建的建築面積計劃從2018年的2,064萬平增加到2019年的2,450萬平。因此，2019年可售資源為1,357萬平方米，而2018年的可售為1,333萬平。此外，由於價格上漲，並且2019年華東地區的貢獻將會增加，預計預售額均價將從2018年的12-13,000元/平上升至2019年的15,000元/平。

問：2019年非房地產業務的表現如何？

答：公司主要增長動力將是非房地產業務。非房地產業務在2018年占總收入的約6.5%。預計2019年非房地產業務將占總收入的15-20%。公司旗下物業公司**雅生活（3319 HK，買入）**于2018年成功分拆。雅生活擁有雙品牌：雅居樂物業管理和綠地物業管理。截止2018年底，雅生活從雅居樂獲得了7,040萬平的合約面積，從綠地獲得了2,200萬平的合約面積。此外，雅生活還通過收并購獲得了3,100萬平的合約面積，從第三方開發商獲得了1.064億平的合約面積。2018年，雅生活收入大幅增長92%至33.8億元。由於雅生活的快速擴張，預計2019年的收入依然將大幅增長。其次，環保業務運作良好。截至18年底，雅居樂擁有了36個環保項目，其中34個是固體廢物處理廠，2個是水處理廠。在34個固體廢物處理廠中，有13個在運行，17個正在建設中，4個正在準備中。固體廢物處理廠的年處理量估計將從2018年的16.7萬噸增加到2019年的74.6萬噸，並在2020年進一步增加到194萬噸。2018年環保業務收入為6.14億元。第三，公司在2018年開始了新的房地產建設管理業務。新代建業務是輕資產模式，為第三方提供完整的產業鏈服務。2018年，雅居樂簽署了6個合同項目，可售資源為200億元。2018年房地產建設管理收入約為1.50億元。

問：資金成本的指引？

答：公司的融資成本在2018年底為6.49%。由於公司在2018年11月發行了4億美元9.5%的4年期票據，2019年的融資成本將略有上升。

問：股息政策有任何變化嗎？

答：維持在45-50%的派息率。

問：2019年現金流指引？

答：

| 人民幣，億 | 18年實際 | 19年預計 |
|-----------------|-------------|---------------|
| 預售額回款 | 620 | 720 |
| 其他業務收入回款 | 71 | 150 |
| 現金流入 | 691 | 870 |
| 建安費 | -189 | -240 |
| 土地款/投資/收并購 | -459 | -479 |
| 銷售及管理費用 | -42 | -72 |
| 稅費 | -123 | -130 |
| 利息支出 | -44 | -72 |
| 分紅派息 | -47 | -50 |
| 其他 | -1 | -2 |
| 現金流出 | -905 | -1,045 |
| 淨現金流入/流出 | -214 | -175 |

財務報表

利潤表

| 年結:12月31日(百万人民币) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入 | 51,607 | 56,145 | 68,298 | 79,939 | 91,631 |
| 物业发展 | 49,262 | 52,488 | 60,914 | 70,051 | 78,457 |
| 物业投资 | 167 | 189 | 198 | 210 | 223 |
| 酒店 | 684 | 722 | 794 | 873 | 961 |
| 物业管理 | 1,290 | 2,133 | 5,502 | 7,630 | 10,440 |
| 环保 | 205 | 614 | 890 | 1,175 | 1,551 |
| 销售成本 | (30,920) | (31,471) | (42,083) | (50,677) | (59,653) |
| 毛利 | 20,687 | 24,674 | 26,216 | 29,262 | 31,978 |
| 销售费用 | (2,259) | (2,318) | (2,390) | (2,638) | (2,932) |
| 行政费用 | (2,044) | (2,910) | (3,073) | (3,278) | (3,574) |
| 其他收益 | 210 | 720 | 386 | 173 | 93 |
| 息税前收益 | 16,594 | 20,166 | 21,138 | 23,520 | 25,565 |
| 融资成本 | (899) | (2,744) | (1,702) | (1,328) | (1,345) |
| 联营公司 | 169 | 27 | 50 | 68 | 84 |
| 特殊收入 | 4 | 1,952 | - | - | - |
| 税前利润 | 15,869 | 19,401 | 19,486 | 22,260 | 24,304 |
| 所得税 | (9,089) | (11,043) | (10,451) | (11,815) | (12,765) |
| 非控制股东权益 | (282) | (556) | (821) | (1,440) | (1,498) |
| 永久资本证券持有人 | (473) | (677) | (677) | (677) | (677) |
| 净利润 | 6,025 | 7,125 | 7,537 | 8,328 | 9,363 |
| 核心净利润 | 6,022 | 5,661 | 7,537 | 8,328 | 9,363 |

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(百万人民币) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 非流动资产 | 50,714 | 63,538 | 61,880 | 67,320 | 74,170 |
| 物业、厂房及设备 | 7,573 | 8,754 | 9,800 | 11,200 | 12,500 |
| 联营公司 | 7,006 | 10,088 | 9,800 | 9,600 | 9,400 |
| 投资物业 | 5,887 | 8,804 | 9,000 | 9,400 | 9,850 |
| 无形资产 | 1,458 | 2,101 | 2,300 | 2,500 | 2,800 |
| 其他 | 28,790 | 33,791 | 30,980 | 34,620 | 39,620 |
| 流动资产 | 112,644 | 166,908 | 156,292 | 161,134 | 168,306 |
| 现金及现金等价物 | 30,120 | 45,062 | 36,392 | 33,134 | 32,006 |
| 应收贸易款项 | 16,396 | 27,735 | 24,000 | 28,200 | 30,000 |
| 存货 | 62,669 | 87,714 | 90,000 | 94,000 | 100,000 |
| 关连款项 | 1,204 | 3,232 | 2,400 | 1,800 | 1,800 |
| 其他 | 2,254 | 3,165 | 3,500 | 4,000 | 4,500 |
| 流动负债 | 83,473 | 120,378 | 101,380 | 102,500 | 104,500 |
| 借债 | 27,146 | 35,333 | 30,000 | 28,000 | 26,000 |
| 应付贸易账款 | 42,725 | 68,024 | 55,200 | 59,300 | 63,500 |
| 应付税项 | 13,361 | 17,015 | 16,100 | 15,200 | 15,000 |
| 关连款项 | - | - | - | - | - |
| 其他 | 241 | 7 | 80 | - | - |
| 非流动负债 | 35,708 | 55,087 | 56,000 | 58,100 | 62,200 |
| 借债 | 34,529 | 53,196 | 54,000 | 56,000 | 60,000 |
| 递延税项 | 1,175 | 1,884 | 2,000 | 2,100 | 2,200 |
| 其他 | 4 | 6 | - | - | - |
| 少数股东权益 | 2,312 | 5,407 | 5,200 | 5,600 | 6,000 |
| 永久资本证券 | 5,529 | 8,335 | 8,500 | 8,720 | 8,900 |
| 净资产总值 | 36,335 | 41,239 | 47,092 | 53,534 | 60,876 |
| 股东权益 | 36,335 | 41,239 | 47,092 | 53,534 | 60,876 |

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 (百万人民币) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|-------------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 息税前收益 | 16,594 | 20,166 | 21,138 | 23,520 | 25,565 |
| 折旧和摊销 | 591 | 603 | 792 | 846 | 950 |
| 营运资金变动 | (4,061) | (8,055) | (11,374) | (4,100) | (3,600) |
| 税务开支 | (7,210) | (8,159) | (11,250) | (12,615) | (12,865) |
| 其他 | (2,961) | (1,927) | 2,293 | (4,077) | (6,029) |
| 经营活动所得现金净额 | 2,953 | 2,628 | 1,598 | 3,573 | 4,020 |
| 购置固定资产 | (2,931) | (1,677) | (1,892) | (2,496) | (2,512) |
| 联营公司 | 456 | (3,056) | 288 | 200 | 200 |
| 其他 | (4,485) | (12,976) | (468) | (468) | (468) |
| 投资活动所得现金净额 | (6,960) | (17,708) | (2,071) | (2,763) | (2,780) |
| 股份发行 | - | - | - | - | - |
| 净银行借贷 | 17,149 | 24,789 | (4,529) | - | 2,000 |
| 股息 | (2,762) | (3,960) | (3,473) | (3,873) | (4,174) |
| 其他 | (3,629) | 10,907 | - | - | - |
| 融资活动所得现金净额 | 10,758 | 31,736 | (8,002) | (3,873) | (2,174) |
| 现金增加净额 | 6,751 | 16,655 | (8,475) | (3,063) | (933) |
| 年初现金及现金等价物 | 12,432 | 19,042 | 35,776 | 27,107 | 23,849 |
| 汇兑 | (141) | 79 | (195) | (195) | (195) |
| 年末现金及现金等价物 | 19,042 | 35,776 | 27,107 | 23,849 | 22,721 |
| 受限制现金 | 11,078 | 9,285 | 9,285 | 9,285 | 9,285 |
| 资产负债表的现金 | 30,120 | 45,062 | 36,392 | 33,134 | 32,006 |

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 | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 銷售組合 (%) | | | | | |
| 物業發展 | 95.5 | 93.5 | 89.2 | 87.6 | 85.6 |
| 物業投資 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 |
| 酒店 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| 物業管理 | 2.5 | 3.8 | 8.1 | 9.5 | 11.4 |
| 環保 | 0.4 | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 1.7 |
| 總額 | 99.6 | 98.9 | 98.7 | 98.5 | 98.3 |
| 增長 (%) | | | | | |
| 收入 | 10.6 | 8.8 | 21.6 | 17.0 | 14.6 |
| 毛利 | 67.3 | 19.3 | 6.2 | 11.6 | 9.3 |
| 淨利潤率 | 93.9 | 21.5 | 4.8 | 11.3 | 8.7 |
| 淨利潤 | 163.8 | 18.3 | 5.8 | 10.5 | 12.4 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 40.1 | 43.9 | 38.4 | 36.6 | 34.9 |
| 稅前利率 | 30.7 | 34.6 | 28.5 | 27.8 | 26.5 |
| 淨利潤率 | 11.7 | 12.7 | 11.0 | 10.4 | 10.2 |
| 核心淨利潤率 | 11.7 | 10.1 | 11.0 | 10.4 | 10.2 |
| 有效稅率 | 57.3 | 56.9 | 53.6 | 53.1 | 52.5 |
| 資產負債比率 | | | | | |
| 流動比率 (x) | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.6 |
| 平均應收賬款週轉天數 | 58.0 | 90.2 | 64.1 | 64.4 | 59.8 |
| 平均應付帳款週轉天數 | 439.4 | 642.2 | 534.4 | 412.3 | 375.7 |
| 平均存貨週轉天數 | 725.8 | 872.1 | 770.7 | 662.6 | 593.5 |
| 淨負債/權益比率 (%) | 71.4 | 79.1 | 78.3 | 75.0 | 71.3 |
| 回報率 (%) | | | | | |
| 資本回報率 | 16.6 | 17.3 | 16.0 | 15.6 | 15.4 |
| 資產回報率 | 3.7 | 3.1 | 3.5 | 3.6 | 3.9 |
| 每股數據 | | | | | |
| 每股盈利(人民币) | 1.552 | 1.835 | 1.941 | 2.145 | 2.412 |
| 每股股息(港元) | 0.900 | 1.000 | 1.100 | 1.200 | 1.350 |
| 每股賬面值(人民币) | 9.28 | 10.53 | 12.02 | 13.67 | 15.54 |

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。