

三生製藥(1530 HK)

備受矚目的生物製藥領軍者

❖ **首次覆蓋三生製藥，給予目標價 15.3 港元。**三生製藥毋庸置疑是中國生物製藥行業的領軍者。我們認為，目前公司股價已經反映了市場對特比澳和益賽普兩款產品納入新醫保的增長預期，市場對於公司未來增長潛力十分樂觀，同時非常看好公司的生物製藥平臺。然而，我們認為目前市場低估了公司新業務的增長潛力：糖尿病產品和 CDMO 業務。我們認為公司股價短期催化劑有：1) 2018 年一季度即將上市的糖尿病產品百達揚 (Bydureon)；2) 公司重新遞交的重磅新藥申請-曲妥珠單抗 (赫賽汀)。首次覆蓋三生製藥，給予買入評級，目標價 15.30 港元。我們的目標價對應 2018 年/2019 年預測市盈率 27.9 倍/22.1 倍，較當前股價仍有 16.1% 的上浮空間。

❖ **受益於新醫保支持，特比澳維持強勁增速。**作為全球唯一一款上市的重組人血小板生成素 rhTPO 產品，且該產品被納入 2017 版國家醫保目錄，我們認為特比澳仍能保持歷年的高增速，同時該產品會增加於化療引起的血小板減少症以及免疫性血小板減少症的臨床滲透率。我們認為特比澳在未來 2016-2019 年將維持 23.8% 的年複合增長率。

❖ **未來百達揚將給糖尿病業務添加新增長動力。**2016-2017 年，三生製藥通過收購百泌達 (Byetta)、百達揚和優泌林 (Humilin) 涉足糖尿病領域。百達揚預計於 2018 年一季度上市，該產品將成為國內第一個上市的每週服用的 GLP-1 受體激動劑產品。公司同時擁有 GLP-1 受體激動劑和胰島素糖尿病產品，我們認為公司的組合糖尿病產品未來幾年將錄得顯著的增長。

❖ **CDMO 業務成為公司新的增長引擎。**公司於 2017 年 9 月發佈公告，宣佈收購加拿大一家生物製藥公司 Therapure 的 CDMO 業務。我們認為通過此單收購，公司未來將進入北美生物製藥市場，同時於國內開展 CDMO 業務。我們相信 CDMO 業務將成為公司未來新的增長點，預計於 2019 年開始貢獻收益。

❖ **預計 2016-2019 年核心淨利潤年複合增速 32.2%。**基於公司核心產品的內生增速以及新收購業務的收入貢獻，我們預計公司 2016-2019 年收入的年複合增長率為 32%。受益於收入的高速增長，我們預計公司核心淨利潤 2017/18/19 年將分別增長 37.3%/33.8%/25.8%，2016-2019 年淨利潤年複合增長率為 32.2%。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	1,673	2,797	3,878	5,609	6,441
核心淨利潤 (百萬人民幣)	469	645	886	1,185	1,491
核心 EPS (人民幣)	0.21	0.26	0.35	0.47	0.59
EPS 變動 (%)	43.3	22.9	36.6	33.6	25.8
市盈率 (x)	53.9	43.8	32.1	24.0	19.1
市帳率 (x)	5.1	4.4	3.8	3.3	2.8
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	9.4	10.9	12.0	13.8	14.8
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	35.2	31.9	19.2	2.8

資料來源：公司及招銀國際預測

買入 (首次覆蓋)

目標價	HK\$15.30
潛在升幅	+16.1%
當前股價	HK\$13.18

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)	33,461
3 個月平均流通 (百萬)	93.0
52 周內高/低 (港元)	13.82/7.17
總股本 (百萬)	2,538.8

資料來源：彭博

股東結構

公司管理層	25.3%
CITICPE	26.5%
JPMorgan	7.1%
流通股	41.1%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	8.1%	5.0%
3 月	33.1%	21.7%
6 月	41.5%	19.6%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: Ernst & Young

公司網站: www.3sio.com

投資策略

備受矚目的生物製藥領跑者

首次覆蓋三生製藥，給予目標價 15.30 港元。三生製藥毋庸置疑是中國生物製藥行業的領軍者。我們認為，目前公司股價已經反映了市場對於特比澳和益賽普兩款產品納入新醫保目錄的增長預期，市場對於公司未來增長潛力十分樂觀，同時非常看好公司的生物製藥平臺。然而，我們認為目前市場低估了公司新業務的增長潛力：糖尿病產品和 CDMO 業務。我們認為公司股價短期催化劑有：1) 2018 年一季度即將上市的糖尿病產品百達揚 (Bydureon)；2) 公司重新遞交的重磅新藥申請-曲妥珠單抗 (赫賽汀)。公司目前估值對應 2018/2019 年預測市盈率 24.0 倍/19.1 倍，是港股上市製藥企業中估值最高的公司之一，基於上述所提到的股價催化劑，我們認為目前公司估值溢價非常合理。首次覆蓋三生製藥，給予買入評級，目標價 15.30 港元。我們的目標價對應 2018 年/2019 年預測市盈率 27.9 倍/22.1 倍，較當前股價仍有 16.1% 的上浮空間。

受益於新醫保支持，特比澳維持強勁增速。作為全球唯一一款上市的重組人血小板生成素 rhTPO 產品，且該產品被納入 2017 版國家醫保目錄，我們認為特比澳仍能保持歷年的高增速，同時該產品會增加於化療引起的血小板減少症以及免疫性血小板減少症的臨床滲透率。我們認為特比澳在未來 2016-2019 年將維持 23.8% 的年複合增長率。

益賽普-機會與挑戰並存。益賽普和特比澳同時進入 2017 版國家醫保目錄，我們認為未來該產品將會增加於類風濕性關節炎和強制性脊椎炎兩個適應症的臨床滲透率。同時，益賽普是國內第一個上市的抗腫瘤壞死因數- α 產品 (anti-TNF α)，於該類產品中具有較強的競爭力和議價能力。我們認為益賽普將在國產低價的 anti-TNF α 產品中保持競爭力。未來益賽普將給公司帶來高單位數的增長，預計 2016-2019 年將錄得 13.9% 的年複合增長率。

雙品牌策略捍衛公司於重組人促紅細胞素 (rhEPO) 市場的龍頭地位。益比奧 (EPIAO) 是國內紅細胞生成素市場中的龍頭產品，用於治療慢性腎病引起的貧血以及化療引起的貧血。然而，益比奧目前市場份額逐步被低價的競品奪取。因此，2014 年公司通過收購獲得低價的 rhEPO 產品-賽博爾 (SEPO)。此單收購後，公司於 rhEPO 領域擁有雙策略的產品。EPIAO 仍保持原來的價格溢價，目標群體為高端市場，賽博爾價格低廉，目標群體為低端市場。我們認為 2016-2019 年公司 rhEPO 系列產品將錄得 6.9% 的年複合增長率。

百達揚上市將給公司糖尿病業務添加新動力。三生製藥通過 2016 年收購阿斯利康的百泌達 (艾塞那肽，GLP-1 受體激動劑) 和百達揚 (長效的艾塞那肽) 產品，2017 年收購禮來的優泌林 (二代胰島素) 產品，涉足糖尿病領域。GLP-1 受體激動劑是一個相對較新的糖尿病療法，目前在國內的滲透率較低，僅僅佔據糖尿病市場不到 2% 的市場份額，然而全球市場上該產品於糖尿病領域的市占率已達 8%-10%。百達揚預計於 2018 年一季度上市，該產品將成為國內第一個上市的每週服用的 GLP-1 受體激動劑產品。公司同時擁有 GLP-1 受體激動劑和胰島素糖尿病產品，我們認為公司的組合糖尿病產品未來幾年將錄得顯著的增長。

CDMO 業務成為公司新的增長引擎。公司於 2017 年 9 月發佈公告，宣佈收購加拿大一家生物製藥公司 Therapure 的 CDMO 業務。我們認為通過此單收購，公司未來將進入北美生物製藥市場，同時於國內開展 CDMO 業務。我們相信 CDMO 業務將成為公司未來新的增長點，預計於 2019 年開始貢獻收益。

研發管線-曲妥珠單抗重新遞交新藥申請，潛在催化劑。截至 2017 年 7 月底，公司在研管線共有 25 款產品，其中 16 款為國家一類新藥。公司於 2014-2016 年逐步收購國健的業務，市場對於在國健的研管線產品曲妥珠單抗抱有高度的期望，曲妥珠單抗用於治療 HER2 轉移性乳腺癌。然而，由於藥監局要求各藥企對新藥的臨床資料進行自我核查，三生製藥撤回了曲妥珠單抗的新藥申請，同時對該藥物的臨床試驗資料進行全面的審核。據公司管理層透露，2017 年下半年公司將會完成該藥物臨床資料再審核。收到審核結果後，公司會考慮重新向藥監局遞交曲妥珠單抗的新藥申請。我們認為目前市場對曲妥珠單抗的新藥申請期望不高，曲妥珠單抗的新藥申請短期內有可能成為公司股價上揚的催化劑。

預計 2016-2019 年核心淨利潤年複合增速 32.2%。基於公司核心產品的內生增速以及新收購業務的收入貢獻，我們預計公司 2016-2019 年收入的年複合增長率為 32%。受益於收入的高速增長，我們預計公司核心淨利潤 2017/18/19 年將分別增長 37.3%/33.8%/25.8%，2016-2019 年淨利潤年複合增長率為 32.2%。

投資風險：1) 新藥上市慢於預期；2) 市場競爭加劇；3) 新收購業務重組較為困難；4) 新產品市場接受度較低；5) 核心產品降價超預期。

公司估值

隨著公司兩款核心產品特比澳和益賽普進入新版國家醫保目錄，我們認為市場對於公司未來增長潛力十分樂觀，同時非常看好公司的生物製藥平臺。然而，我們認為目前市場低估了公司新業務的增長潛力：糖尿病產品和 CDMO 業務。我們認為公司股價短期催化劑有：1) 2018 年一季度即將上市的糖尿病產品-Bydureon；2) 公司重新遞交的重磅新藥申請-曲妥珠單抗（赫賽汀）。基於公司內生增長和新收購業務收入貢獻，我們預計公司 2016-2019 年核心淨利潤年複合增長率為 32.2%，公司目前估值對應 2018E/19E 預測市盈率 24.0 倍/19.1 倍，是港股上市製藥企業中估值最高的公司之一，基於上述所提到的股價催化劑，我們認為目前公司估值溢價非常合理。首次覆蓋三生製藥，給予買入評級，目標價 15.30 港元。我們的目標價對應 2018 年/2019 年預測市盈率 27.9 倍/22.1 倍，較當前股價仍有 16.1% 的上浮空間。

我們通過 5 年的現金流折現模型（WACC：8.8%，終值增長率：3%）得到目標價 15.30 港元，現金流折現模型具體資料請參考下圖：

圖 1: 三生製藥現金流折現模型

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
	人民幣百萬	人民幣百萬	人民幣百萬	人民幣百萬	人民幣百萬
淨利潤	1,185	1,491	1,762	2,071	2,424
折舊和攤銷	418	440	463	486	507
稅後淨利息	60	42	19	(5)	(5)
資本性開支	(282)	(311)	(307)	(298)	(282)
營運現金流	(491)	(119)	(188)	(202)	(144)
自由現金流	890	1,544	1,748	2,052	2,501
終值					44,475
公司價值	35,769				
減：負債和優先股	4,230				
銀行存款和保證金	1,498				
股權價值	33,037				
股本數量	2,539				
每股價值（人民幣）	13.01				
每股價值（港元）	15.30				
無風險利率	3.6%				
Beta	0.7				
風險溢價	10.3%				
股權成本	10.8%				
債權成本	5.0%				
WACC	8.8%				
終值增長率	3.0%				

來源：公司，招銀國際預測

圖 2: 敏感性分析

終值增長率 / WACC	7.3%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%
1.5%	16.20	14.70	13.50	12.40	11.40	10.60	9.90
2.0%	17.60	15.90	14.50	13.20	12.10	11.20	10.40
2.5%	19.40	17.30	15.60	14.20	13.00	11.90	11.00
3.0%	21.50	19.00	17.00	15.30	13.90	12.70	11.70
3.5%	24.20	21.10	18.60	16.70	15.00	13.60	12.50
4.0%	27.70	23.70	20.70	18.30	16.40	14.70	13.40
4.5%	32.50	27.20	23.30	20.30	18.00	16.00	14.50

來源：公司，招銀國際預測

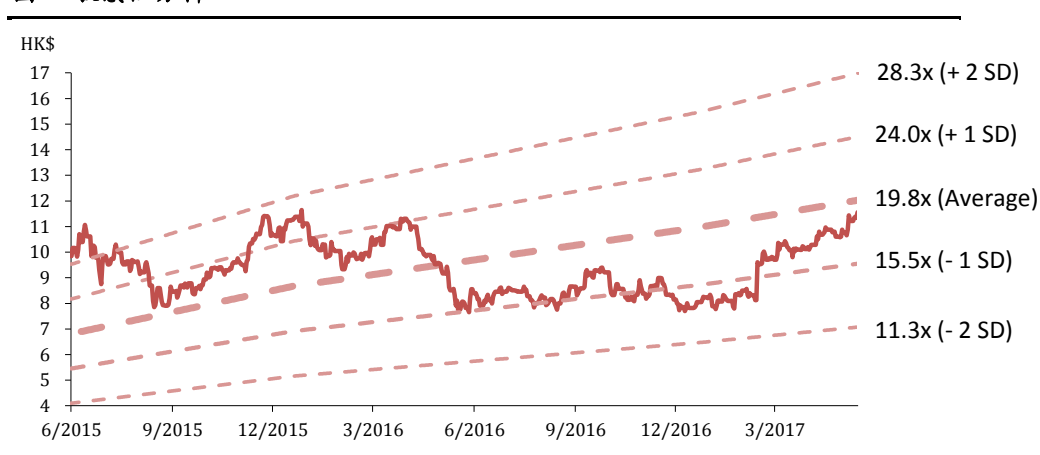
鑒於可預見的增長潛力，公司重新獲得估值溢價。三生製藥自 2015 年上市以來，估值一直在 30 倍市盈率左右，由於公司業務缺乏增長動力股價曾經跌至 15 倍預測市盈率。隨著特比奧和益賽普納入新醫保目錄，以及新收購糖尿病產品和 CDMO 業務，我們認為公司具有重估值的潛力，作為領先的生物製藥平臺，我們認為公司目前估值溢價是非常合理的。

圖 3: 同業估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
三生製藥	1530	13.18	33,461	43.8	32.1	24.0	4.4	3.8	3.3	28.3	19.1	14.0	11.7	12.7	14.9
複星醫藥	2196	35.90	102,821	19.1	22.3	19.0	2.5	2.9	2.6	20.1	32.7	26.9	13.9	13.7	14.4
石藥集團	1093	13.24	80,155	23.5	29.6	23.6	5.0	6.7	5.6	14.9	19.1	15.2	22.3	23.9	25.5
中國生物製藥	1177	8.81	65,301	21.2	29.4	25.8	4.6	5.5	4.6	10.7	15.6	13.5	23.0	22.5	20.9
麗珠醫藥	1513	48.05	33,232	30.1	22.5	18.7	3.8	2.4	2.2	19.5	16.2	13.7	14.5	12.2	12.1
綠葉製藥	2186	4.66	15,476	15.3	13.3	11.8	2.1	1.8	1.6	11.9	10.1	8.7	14.7	14.1	14.0
復旦張江	1349	4.24	3,914	38.6	20.4	17.0	6.3	3.4	2.9	28.5	14.0	11.1	17.6	17.0	17.9
李氏大藥房	950	6.32	3,735	14.7	13.5	11.9	2.3	2.0	1.8	9.1	N/A	N/A	16.4	15.7	15.3
平均				23.2	21.6	18.3	3.8	3.5	3.0	16.4	17.9	14.9	17.5	17.0	17.2

來源：彭博，招銀國際預測

圖 4: 敏感性分析



來源：彭博，招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	1,673.1	2,797.3	3,878.0	5,609.4	6,440.9
益賽普	-	786.2	986.9	1,072.2	1,162.7
特比澳	605.1	765.0	941.3	1,181.4	1,451.9
益比澳	727.2	772.8	834.6	890.6	943.5
糖尿病產品	-	-	582.0	1,182.1	1,374.1
CDMO	-	-	-	695.8	869.7
其他	350.8	473.3	533.2	587.4	638.9
銷售成本	(241.9)	(402.3)	(676.1)	(1,152.2)	(1,215.1)
毛利	1,431.2	2,395.0	3,202.0	4,457.2	5,225.8
其他收益	37.4	97.1	100.7	134.1	150.5
銷售費用	(585.6)	(1,017.2)	(1,444.6)	(2,061.1)	(2,331.4)
行政費用	(245.5)	(301.2)	(317.1)	(452.4)	(511.8)
研發開支	(111.3)	(243.0)	(329.6)	(482.0)	(550.5)
其他開支	(6.3)	(11.9)	(14.6)	(14.7)	(14.9)
息稅前收益	519.9	918.8	1,196.7	1,581.0	1,967.8
應佔聯營公司利潤	3.8	(12.2)	(8.5)	(6.0)	(3.0)
淨財務收入 / (支出)	7.0	(123.8)	(102.5)	(73.6)	(52.0)
非經常性收入	57.1	67.2	-	-	-
稅前利潤	587.9	850.1	1,085.7	1,501.4	1,912.7
所得稅	(61.6)	(135.8)	(206.3)	(285.3)	(363.4)
非控制股東權益	0.1	(1.7)	6.4	(30.9)	(58.1)
淨利潤	526.3	712.6	885.8	1,185.2	1,491.3
核心淨利潤	469.1	645.4	885.8	1,185.2	1,491.3
息稅折攤前收益	600.1	1,089.4	1,514.0	2,002.3	2,411.1

資料來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	3,867.5	8,798.1	10,670.0	10,534.2	10,404.5
物業、廠房及設備	450.3	1,762.8	2,340.2	2,402.0	2,470.1
無形資產	497.8	2,288.5	2,654.6	2,463.4	2,272.1
商譽	560.9	4,126.2	5,061.2	5,061.2	5,061.2
其他非流動資產	2,358.6	620.6	614.1	607.6	601.1
流動資產	2,763.0	2,240.7	3,513.4	4,692.1	6,351.7
現金及現金等值物	1,299.4	677.6	1,488.1	1,930.0	3,381.4
應收貿易款項	696.6	926.5	1,214.5	1,649.3	1,823.3
存貨	134.4	262.4	436.7	738.6	772.8
可供出售投資	81.6	362.2	362.2	362.2	362.2
其他流動資產	551.0	12.0	12.0	12.0	12.0
流動負債	772.6	1,143.6	1,290.5	1,412.8	1,450.1
銀行貸款	405.0	518.5	515.4	392.3	340.7
應付貿易賬款	344.4	560.9	710.7	956.3	1,045.1
其他流動負債	23.2	64.3	64.3	64.3	64.3
非流動負債	222.4	3,128.8	4,302.6	4,006.9	3,950.2
銀行貸款	-	2,540.7	1,374.5	1,078.7	1,022.0
可換股債	-	-	-	-	-
其他非流動負債	222.4	588.2	588.2	588.2	588.2
淨資產總值	5,635.5	6,766.3	8,590.4	9,806.5	11,355.8
少數股東權益	11.2	243.8	1,182.1	1,213.0	1,271.1
股東權益	5,624.3	6,522.5	7,408.3	8,593.5	10,084.8

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	519.9	918.8	1,196.7	1,581.0	1,967.8
折攤和攤銷	80.2	170.6	314.3	418.2	440.3
營運資金變動	(59.2)	3.5	(312.3)	(491.2)	(119.4)
稅務開支	(65.5)	(122.2)	(206.3)	(285.3)	(363.4)
其他	(20.0)	33.7	(8.5)	(6.0)	(3.0)
經營活動所得現金淨額	455.3	1,004.3	983.9	1,216.8	1,922.2
資本開支	(61.0)	(116.4)	(208.3)	(282.3)	(310.6)
收購子公司	(835.0)	(4,216.5)	(983.2)	-	-
可供出售投資變動	(499.2)	281.5	-	-	-
其他	(1,853.0)	(329.6)	(38.4)	13.3	27.6
投資活動所得現金淨額	(3,248.2)	(4,381.0)	(1,230.0)	(269.0)	(283.0)
債務變化	(59.7)	2,542.0	(1,169.3)	(418.9)	(108.3)
發行新股	3,953.9	-	2,340.0	-	-
派息	-	-	-	-	-
利息開支	(25.9)	168.2	(114.1)	(86.9)	(79.6)
融資活動所得現金淨額	3,868.3	2,710.2	1,056.7	(505.8)	(187.9)
現金淨變動	1,075.3	(666.5)	810.5	441.9	1,451.3
年初現金及現金等值物	107.6	1,299.4	677.6	1,488.1	1,930.0
匯兌差額	116.5	44.7	-	-	-
年末現金及現金等值物	1,299.4	677.6	1,488.1	1,930.0	3,381.4

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
益賽普	-	28.1	25.4	19.1	18.1
特比澳	36.2	27.3	24.3	21.1	22.5
益比澳	43.5	27.6	21.5	15.9	14.6
糖尿病產品	-	-	15.0	21.1	21.3
CDMO	-	-	-	12.4	13.5
其他	21.0	16.9	13.7	10.5	9.9
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	85.5	85.6	82.6	79.5	81.1
息稅折攤前利潤率	35.9	38.9	39.0	35.7	37.4
稅前利率	35.1	30.4	28.0	26.8	29.7
淨利潤率	31.5	25.5	22.8	21.1	23.2
核心淨利潤率	28.0	23.1	22.8	21.1	23.2
有效稅率	10.5	16.0	19.0	19.0	19.0
增長 (%)					
收入	48.0	67.2	38.6	44.6	14.8
毛利	37.2	67.3	33.7	39.2	17.2
息稅折攤前利潤	15.7	81.5	39.0	32.2	20.4
經營利潤	45.9	76.7	30.2	32.1	24.5
淨利潤	80.4	35.4	24.3	33.8	25.8
核心淨利潤	66.6	37.6	37.3	33.8	25.8
資產負債比率					
流動比率 (x)	3.6	2.0	2.7	3.3	4.4
平均應收賬款周轉天數	92.7	97.9	87.1	87.5	84.0
平均應付賬款周轉天數	68.2	45.3	42.3	42.5	42.3
平均存貨周轉天數	314.8	177.1	180.0	188.7	186.1
淨負債 / 權益比率 (%)	淨現金	35.2	31.9	19.2	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	9.4	10.9	12.0	13.8	14.8
資產回報率	7.9	6.5	6.2	7.8	8.9
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.23	0.28	0.35	0.47	0.59
核心每股盈利(人民幣)	0.21	0.26	0.35	0.47	0.59
每股股息(港元)	-	-	-	-	-
每股帳面值(人民幣)	2.22	2.57	2.92	3.38	3.97

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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。