

吴海生物科技(6826 HK)

增长来自眼科和医美业务

❖ **2017 年业绩符合预期。**公司总收入同比增长 58%至 13.4 亿人民币，核心净利润同比增长 22%至 3.7 亿人民币。收入分别高于我们/市场预期 0.1%/0.14%，核心净利润分别低于我们/市场预期 1.5%/0.69%。在四个业务板块中，骨科产品收入同比下降 7.4%，医美整形和创面护理增长 36.2%，眼科产品增涨 363.9%，防粘连及止血产品略微增长 0.5%。收入增长主要归因于新收购的人工晶体业务并表影响及医美整形和创面护理的稳定增长。毛利率同比下降 4.7ppt 至 78.6%，主要因为整合了低毛利的人工晶体业务及骨科产品降价影响。2017 年由于公司学术营销活动增多及收购业务导致的管理费用激增，核心净利润率下降 8.1ppt 至 27.5%。简而言之，公司业绩基本符合预期。

❖ **人工晶体业务成为主要增长动力。**眼科业务同比增长 366.9%至人民币 5.57 亿人民币，其中眼科粘弹剂同比增长 27.9%至 9,800 万人民币，人工晶体及视光材料由于收购业务并表同比增加 1023.9%至 4.49 亿人民币。经过一系列收购后，公司已经建立了从低端 PMMA 到高端可折叠亲水/疏水完整的人工晶体产品线，可以满足不同客户的需求。公司将继续寻求眼科领域的并购机会。考虑到目前人工晶体业务的稳健增长和后期的整合，我们预计 2018 年眼科产品将实现 20%的内生增长率。

❖ **美容整形及创面护理预期稳健增长。**皮肤填充剂产品（“海薇”和“姣兰”）同比增长 35.2%至 2.53 亿人民币。第三代皮肤填充剂产品“QST 凝胶”预计 2018 年完成临床试验并于 2019 年上市，可补充现有皮肤填充剂产品线。在利好政策带动下（2017 年国家医保目录中康合素升级为医保乙类产品）及更多的市场推广，rhEGF “康合素”收入同比增长 41.3%至 5,300 万人民币。基于公司产品较强的品牌形象和更多的营销推广活动，我们相信美容整形和创面护理业务将在 2018 年维持 30%的收入增长。

❖ **骨科业务增长低于预期。**2017 年玻璃酸钠注射液收入同比下降 9.9%，销售结构上看销量持平平均售价下降 10%。据管理层透露，该产品 2018 年一季度同比增长 40%，显露复苏迹象。此外，公司计划 2018 年推出玻璃酸钠注射液 2.5ml 新剂型，并提高其在低端市场的渗透率。一季度的强劲增长有可能是因为医院 17 年第四季度为了减少库存滞后采购所致，所以我们对产品的增长前景保持谨慎态度，除非第二季度销售持续反弹。由于医保控费控量，2017 年几丁糖收入同比下降 1.4%至 8,370 万人民币。然而该产品已被列入南京、河北和贵州的省医保目录且将进入更多省份的医保目录。我们预计几丁糖将录得 40%的增长。整体而言，我们预计 2018 年骨科业务将录得低双位数增长。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	851	1,345	1,602	1,898	2,212
核心净利润(百万人民币)	304	370	453	547	641
核心 EPS (人民币)	1.90	2.31	2.83	3.41	4.01
EPS 变动 (%)	11.9	22.0	22.3	20.7	17.4
市盈率 (x)	21.7	17.8	14.6	12.1	10.3
市帐率 (x)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.5
股息率 (%)	1.2	1.2	1.7	2.1	2.4
权益收益率 (%)	10.5	11.6	12.7	13.6	14.2
净财务杠杆率 (%)	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\$59.50
(前目标价)	HK\$53.20)
潜在升幅	+21.3%
当前股价	HK\$49.05

吴永泰, CFA

电话: (852) 3761 8780

邮件: cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

电话: (852) 3761 8778

邮件: amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百萬元)	7,850
3 個月平均流通(百萬)	4.11
52 周內高/低(港元)	49.90/34.55
總股本(百萬)	40.0

资料来源：彭博

股东结构

Jiang Wei	47.3%
管理层和员工	15.5%
流通股	25.0%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	11.0%	12.7%
3 月	26.9%	22.0%
6 月	33.9%	19.6%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: 安永

公司网站: www.3healthcare.com

❖ **轻微上调 2018/ 19 年核心净利润 1%/ 2.6%。** 我们将 2018/19 年收入下调了 3.5%/2.2%，以反映骨科产品、医学美容和伤口护理产品收入增长弱于预期及眼科产品增长好于预期。毛利率保持稳定。整体而言，2018/19 年核心净利润上调了 1.3%/ 1.4%。我们预计 2017-20 年收入复合年增长率为 18%，核心净利润复合年增长率为 20.1%。

❖ **维持买入评级，目标价上调至 59.50 港元。** 基于眼科产品和皮肤填充剂产品增长稳健，新产品推出及未来潜在并购机会，我们预计公司未来 3 年内将实现高双位数增长。吴海目前估值为 2018/ 19 年预测市盈率 14.6x / 12.1x，我们认为公司目前股价被低估。我们维持对公司的买入评级，基于 5 年现金流折现模型，目标价提升至 59.50 港元，我们的目标价对应着 2018/19 年预测市盈率 16.9x / 14.0x。

图 1: 2017 利润表

	2H16	2H17	按年变动	2016	2017	按年变动	2017	差距
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币		百万人民币	
骨科产品	152.2	129.7	-14.8%	287	266	-7.4%	324	-18.0%
玻璃酸钠注射液	104.4	89.7	-14.0%	202	182	-9.9%	204	-10.8%
医用几丁糖	47.8	40.0	-16.4%	85	84	-1.4%	120	-30.3%
整形美容与面护理产品	129.1	178.8	38.5%	225	307	36.2%	341	-10.2%
玻尿酸产品	107.6	146.5	36.2%	188	254	35.2%	300	-15.5%
重组人表皮生长因子	21.5	32.3	50.1%	38	53	41.3%	41	28.5%
眼科产品	81.7	332.2	306.6%	120	557	363.9%	434	28.2%
眼科黏弹剂产品	39.4	56.5	43.3%	77	98	27.9%	85	15.2%
人工晶状体及视光材料	2.3	4.4	94.1%	3	10	181.2%	4	141.6%
其他	40.0	271.2	578.5%	40	449	1023.9%	345	30.1%
防粘连及止血产品	110.7	98.6	-10.9%	211	212	0.5%	235	-9.9%
医用几丁糖	58.0	59.1	1.9%	116	128	11.2%	129	-0.7%
医用透明质酸钠凝胶	45.7	34.0	-25.6%	80	69	-13.9%	89	-23.2%
胶原蛋白海绵	7.0	5.5	-21.2%	16	15	-5.1%	17	-9.6%
其他	4.6	0.5	-89.3%	8	3	-59.7%	8	-62.7%
总收入	478.2	739.7	54.7%	851	1,345	58.0%	1,344	0.1%
销售成本	(79.3)	(160.2)	102.0%	(142)	(287)	103.1%	(287)	0.0%
毛利	398.9	579.6	45.3%	710	1,057	49.0%	1,056	0.1%
其他收入及收益	10.8	23.4	115.8%	28	54	91.2%	38	40.9%
分销成本	(157.9)	(200.7)	27.1%	(288)	(414)	43.9%	(449)	-7.7%
行政开支	(65.0)	(129.0)	98.5%	(90)	(195)	115.9%	(141)	38.5%
研发及其他开支	(30.9)	(66.3)	114.9%	(55)	(98)	78.4%	(77)	28.3%
经营溢利	156.0	206.8	32.6%	305	404	32.6%	429	-5.8%
分占联营公司利润	1.0	(2.3)	-331.8%	1	(2)	-293.9%	0	N/A
非经营性项目	1.7	5.8	245.8%	2	2	N/A	0	N/A
净财务收入	29.2	29.2	-0.1%	58	57	-1.7%	48	19.5%
税前利润	187.8	239.6	27.5%	366	462	26.2%	477	-3.2%
所得税开支	(28.7)	(26.2)	-8.6%	(55)	(62)	11.5%	(72)	-13.8%
非控股权益	(5.7)	(16.7)	195.9%	(6)	(28)	N/A	(29)	-6.2%
净利润	153.5	196.6	28.1%	305	372	22.1%	376	-0.9%
核心净利润	152.1	191.2	25.7%	304	370	22.0%	376	-1.5%
毛利率	83.4%	78.3%	-5.1ppt	83.4%	78.6%	-4.7ppt	78.6%	+0.0ppt
经营利润率	32.6%	28.0%	-4.7ppt	35.8%	30.0%	-5.8ppt	31.9%	-1.9ppt
核心净利率	31.8%	25.8%	-6ppt	35.7%	27.5%	-8.1ppt	28.0%	-0.5ppt

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 盈利预测变动

	2018			2019		
	Old Rmb mn	New Rmb mn	Change	Old Rmb mn	New Rmb mn	Change
骨科產品	376.9	304.5	-19.2%	442.4	353.0	-20.2%
整形美容與創面護理	444.6	400.9	-9.8%	548.9	514.8	-6.2%
眼科	567.7	656.9	15.7%	646.5	762.8	18.0%
防粘連及止血	262.4	236.5	-9.9%	292.7	263.8	-9.9%
其他	8.9	3.3	-62.7%	9.6	3.6	-62.7%
收入	1,660.5	1,602.1	-3.5%	1,940.1	1,898.0	-2.2%
銷售成本	(359.9)	(341.3)	-5.2%	(411.6)	(398.9)	-3.1%
毛利	1,300.5	1,260.8	-3.1%	1,528.5	1,499.1	-1.9%
其他收益	47.5	48.9	2.8%	55.0	57.8	5.0%
銷售費用	(549.8)	(490.5)	-10.8%	(640.1)	(575.0)	-10.2%
行政費用	(172.3)	(230.7)	33.9%	(200.6)	(270.4)	34.8%
研發開支	(91.2)	(88.0)	-3.5%	(106.0)	(103.7)	-2.2%
其他開支	(4.1)	(10.2)	147.8%	(5.2)	(13.3)	156.2%
經營利潤	530.7	490.2	-7.6%	631.7	594.6	-5.9%
淨財務收入	43.9	42.7	-2.7%	48.7	48.8	0.1%
應佔聯營公司利潤	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A
稅前利潤	574.6	533.0	-7.2%	680.4	643.3	-5.4%
所得稅開支	(86.2)	(79.9)	-7.2%	(102.1)	(96.5)	-5.4%
非控制股東權益	(40.1)	(0.3)	-99.3%	(45.8)	(0.3)	-99.4%
核心淨利潤	448.3	452.8	1.0%	532.5	546.5	2.6%
核心每股盈利 (人民幣)	2.80	2.83	1.0%	3.33	3.41	2.6%
毛利率	78.3%	78.7%	+0.4ppt	78.8%	79.0%	+0.2ppt
經營利潤率	32.0%	30.6%	-1.4ppt	32.6%	31.3%	-1.3ppt
核心淨利率	27.0%	28.3%	+1.3ppt	27.4%	28.8%	+1.4ppt

资料来源：招银国际研究预测

图 3: 同业估值比较

公司	代号	股价 港元	市值 百万港元	市盈率(倍)			市帐率(倍)			EV/EBITDA(倍)			权益收益率(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
吴海生物科技	6826	49.05	7,850	17.8	16.8	14.6	1.9	2.5	1.8	10.4	10.8	8.3	11.0	14.2	17.1
医疗器械															
山东威高	1066	5.08	22,740	18.5	12.8	11.8	1.8	1.4	1.3	10.9	7.7	6.8	9.8	11.6	11.9
微创医疗	853	8.33	12,169	76.1	39.3	27.2	3.3	4.5	4.0	17.1	16.2	13.1	4.4	11.3	13.4
先健科技	1302	2.40	10,393	46.2	64.1	48.1	8.3	N/A	N/A	59.7	N/A	N/A	27.8	N/A	N/A
Modern Dental Gro	3600	2.38	2,380	27.9	15.4	11.6	1.6	1.2	1.1	11.9	7.6	5.6	5.6	8.4	10.0
普华和顺	1358	1.34	2,102	12.2	6.7	6.3	1.2	0.7	0.6	8.0	N/A	N/A	8.4	10.0	9.7
春立医疗	1858	15.88	1,098	12.2	N/A	N/A	1.6	N/A	N/A	6.8	N/A	N/A	14.0	N/A	N/A
平均				30.0	20.2	15.8	2.9	2.4	2.1	18.0	13.0	9.9	12.4	12.9	13.9
医药															
石药集团	1093	20.80	129,855	23.5	46.2	35.9	5.0	10.3	7.7	14.9	30.6	23.6	22.3	23.5	22.7
中国生物制药	1177	15.52	130,759	21.2	44.1	37.4	4.6	8.9	7.0	10.7	28.6	20.4	23.0	23.9	24.4
丽珠集团	1513	64.05	43,875	30.1	30.6	25.7	3.8	2.8	2.6	17.5	19.9	18.4	14.5	29.1	10.3
三生制药	1530	17.68	44,886	24.1	40.9	31.2	2.6	4.9	4.4	14.7	27.2	21.0	11.7	12.5	14.7
绿叶制药	2186	7.66	25,086	15.3	21.3	18.8	2.1	2.8	2.3	11.9	14.8	13.5	14.7	13.6	13.9
石四药集团	2005	6.85	20,364	14.3	31.0	23.5	2.6	6.1	4.9	9.2	N/A	N/A	19.3	21.7	23.0
联邦制药	3933	7.55	12,283	N/A	31.5	21.4	1.4	1.9	1.8	13.1	8.7	6.9	-4.9	6.3	8.8
东阳光药	1558	36.25	16,386	16.5	21.5	17.3	2.5	4.4	3.8	10.9	16.7	13.2	16.5	21.9	23.5
复旦张江	1349	3.75	3,461	38.6	18.8	16.2	6.3	2.9	2.6	28.5	12.7	10.6	17.6	14.9	15.4
东瑞制药	2348	4.28	3,395	12.6	9.3	8.2	2.0	N/A	N/A	7.3	N/A	N/A	17.1	16.9	17.1
李氏大药厂	950	10.56	6,248	14.7	23.6	22.1	2.3	3.4	3.1	9.1	N/A	N/A	16.4	14.2	13.9
平均				21.1	17.9	15.1	3.2	2.9	2.5	13.8	12.3	10.0	15.3	17.1	17.2
平均(医疗器械及医药)				24.7	18.8	15.4	3.1	2.7	2.3	15.4	12.5	10.0	14.2	15.4	15.9

资料来源：招银国际研究预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
收入	851.2	1,344.9	1,602.1	1,898.0	2,211.9
骨科产品	287.3	266.1	304.5	353.0	413.9
整形美容与创面护理					
眼科					
防粘连及止血					
其他	7.6	3.1	3.3	3.6	3.9
销售成本	(141.6)	(287.5)	(341.3)	(398.9)	(462.4)
毛利	709.6	1,057.4	1,260.8	1,499.1	1,749.4
其他收益	28.2	53.9	48.9	57.8	67.7
销售费用	(287.8)	(414.1)	(490.5)	(575.0)	(667.1)
行政费用	(90.2)	(194.8)	(230.7)	(270.4)	(313.7)
研发开支	(47.3)	(76.3)	(88.0)	(103.7)	(121.1)
其他开支					
息税前收益	304.7	404.1	490.2	594.6	700.0
应占联营公司利润	1.2	(2.3)	-	-	-
净财务收入 / (支出)	58.3	57.3	42.7	48.8	55.0
非经常性收入	1.7	2.5	-	-	-
税前利润	365.9	461.6	533.0	643.3	755.1
所得税	(55.3)	(61.6)	(79.9)	(96.5)	(113.3)
非控制股东权益	(5.6)	(27.6)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
净利润	305.1	372.4	452.8	546.5	641.5
核心净利润	303.6	370.3	452.8	546.5	641.5
息税折摊前收益	337.9	442.1	570.1	684.3	800.6

资料来源：公司及招银国际研究预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
非流动资产	1,205.2	1,689.3	1,779.5	1,878.3	1,981.5
物业、厂房及设备	544.7	703.4	822.7	950.7	1,083.1
无形资产	295.4	449.5	420.3	391.2	362.0
商誉	292.1	410.1	410.1	410.1	410.1
其他非流动资产	73.0	126.3	126.3	126.3	126.3
流动资产	2,488.2	2,386.0	2,747.0	3,099.6	3,519.5
现金及现金等值物	2,010.3	1,797.4	2,073.4	2,308.2	2,602.0
应收贸易款项	235.2	333.0	396.1	468.7	545.6
存货	118.0	174.9	207.5	242.5	281.2
其他流动资产	124.8	80.6	69.9	80.2	90.7
流动负债	536.2	477.8	555.9	573.8	591.7
银行贷款	26.7	19.9	17.9	16.1	14.5
应付贸易账款	462.1	415.4	490.3	493.9	496.4
其他流动负债	47.4	42.4	47.8	63.7	80.7
非流动负债	171.4	230.8	230.8	230.8	230.8
其他应付贸易账款	75.6	93.2	93.2	93.2	93.2
其他非流动负债	95.8	137.6	137.6	137.6	137.6
净资产总值	2,985.9	3,366.7	3,739.7	4,173.3	4,678.5
少数股东权益	81.9	166.1	166.4	166.7	167.0
股东权益	2,904.0	3,200.6	3,573.3	4,006.6	4,511.5

资料来源：公司及招银国际研究预测

现金流量表

年结：12月31日（百万港元）	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	304.7	404.1	490.2	594.6	700.0
折摊和摊销	35.8	65.4	80.1	90.0	100.8
营运资金变动	(58.1)	(157.3)	(10.2)	(114.2)	(123.6)
税务开支	(33.2)	(54.9)	(74.6)	(80.5)	(96.3)
其他	5.3	2.2	(1.8)	(1.6)	(1.5)
经营活动所得现金净额	254.5	259.5	483.8	488.3	579.5
资本开支	(75.7)	(148.8)	(170.3)	(188.9)	(204.0)
收购子公司	(242.2)	(177.9)	-	-	-
其他	(1,193.4)	(74.1)	42.7	48.8	55.0
投资活动所得现金净额	(1,511.2)	(400.9)	(127.6)	(140.1)	(149.0)
债务变化	0.4	10.8	(2.0)	(1.8)	(1.6)
发行新股	-	-	-	-	-
派息	(58.6)	(80.0)	(80.0)	(113.2)	(136.6)
利息开支	(0.2)	(2.2)	1.8	1.6	1.5
融资活动所得现金净额	(58.4)	(71.4)	(80.2)	(113.4)	(136.8)
现金净变动	(1,315.2)	(212.8)	276.0	234.8	293.8
年初现金及现金等值物	2,037.8	2,010.3	1,797.4	2,073.4	2,308.2
汇兑差额	2.6	-	-	-	-
定期存款	-	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	2,010.3	1,797.4	2,073.4	2,308.2	2,602.0

资料来源：公司及招银国际研究预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
骨科产品	33.7	19.8	19.0	18.6	18.7
整形美容与创面护理					
眼科					
防粘连及止血					
其他	0.9	0.2	0.2	0.2	0.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	83.4	78.6	78.7	79.0	79.1
息税折摊前利润率	39.7	32.9	35.6	36.1	36.2
税前利率	43.0	34.3	33.3	33.9	34.1
净利润率	35.8	27.7	28.3	28.8	29.0
核心净利润率	35.7	27.5	28.3	28.8	29.0
有效税率	15.1	13.3	15.0	15.0	15.0
增长 (%)					
收入	28.2	58.0	19.1	18.5	16.5
毛利	27.0	49.0	19.2	18.9	16.7
息税折摊前利润	6.7	30.9	28.9	20.0	17.0
经营利润	20.3	32.6	21.3	21.3	17.7
净利润	11.5	22.1	21.6	20.7	17.4
核心净利润	21.9	22.0	22.3	20.7	17.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	4.6	5.0	4.9	5.4	5.9
平均应收账款周转天数	70.0	77.1	83.1	83.2	83.7
平均应付账款周转天数	31.6	37.3	39.1	32.0	28.8
平均存货周转天数	252.7	185.9	204.5	205.9	206.7
净负债 / 权益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回报率 (%)					
资本回报率	10.5	11.6	12.7	13.6	14.2
资产回报率	8.3	9.1	10.0	11.0	11.7
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.91	2.33	2.83	3.41	4.01
核心每股盈利(人民币)	1.90	2.31	2.83	3.41	4.01
每股股息(港元)	0.50	0.50	0.71	0.85	1.00
每股账面值(人民币)	18.14	20.00	22.33	25.03	28.19

资料来源：公司及招银国际研究预测

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。报告所载数据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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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上责任。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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著区别，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信息，请与我们联系。

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 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士。