

中國人壽(2628 HK)

建設科技國壽，探索多元化投資

❖ **1H2017 經營業績回顧。**原保費收入同比增長 18.3%，達 3,459.7 億元人民幣。投資收益為 566.3 億，同比增長 11.5%，主要得益於利息、股息及股票公允價值變動收益的增長。由於投資收益增長及準備金壓力減輕，淨利潤同比增長 17.8%，達到 122.4 億元人民幣。新業務價值增長 31.7%（已披露的同業數據顯示，平安新業務價值增長 46.2%，太平為 63.5%）。公司首次披露了剩餘邊際，當期餘額為 5,761 億元人民幣，冠絕同業（平安剩餘邊際餘額約為 5,453 億），自年初以來增長 11.8%。

❖ **新業務價值增長源於價值率提升。**1H2017 新業務價值同比增長 31.7%。個險渠道業務增速放緩，概因業務基數龐大，且公司主動控制代理人隊伍增速。例如，1H2016 個險首年期繳保費同比增長 71.4%，而 1H2017 僅增長 10.2%。且個險渠道新業務價值增長 29.8%，低於整體新業務價值增長。然而，基於首年年化保費的個險渠道新業務價值率同比增長 44.16%，增速同比提升 5.1 個百分點。我們認為，未來新業務價值增長需要更多依靠新業務價值率的提升以及個險代理人產能的提升。

❖ **探索多元化投資。**近期兩則交易突出體現了公司多元化的投資策略。（1）參與中國聯通混改，通過認購定增股份，持股 10.22%。考慮到中國聯通線上、線下的業務布局和豐富資源，該投資將會為中國人壽帶來良好的協同效應。（2）與百度共同發起設立百度基金，對泛互聯網領域（包括互聯網、移動互聯網、人工智能、互聯網金融、消費升級等）中後期私募股權項目投資。多元化投資與公司的長期轉型升級戰略互補，但是我們認為，風險之一是公司如何在為股東創造價值與支持國家發展戰略的社會責任之間保持平衡。

❖ **“科技國壽”戰略初見成效。**我們注意到，相較以往，在 1H2017 業績報告中，“科技”一詞被頻繁提及。與百度的合作是公司布局科技領域的諸多嘗試之一。今年上半年，公司在建設以客戶為導向的新一代綜合業務系統方面成效頗豐。公司的移動平臺“國壽 e 寶”及“國壽 e 店”，亦得到升級。迄今為止，公司已推出 100 多項 APP，涵蓋營銷、服務及運營各方面。數字化、多渠道的業務布局初見成效，對保單持有人提供的服務中，超過 50% 可以在線進行。儘管中國人壽並非保險科技的引領者，但是，科技的滲透會逐步給這家保險巨頭帶來令人可喜的進步，例如增加銷售渠道、降低營運成本等。

❖ **目標價提升至 32.07 港元。**我們預測，2017 年末，中國人壽每股內含價值將達到 26.36 元人民幣，且全年新業務價值增長將為 28.7%。我們將目標價格提升至 32.07 港元（目標價預測時點延至 2018 年中），該價格分別對應 2017 和 2018 年預測內含價值的 1.05 倍和 0.92 倍。目前，該公司股價相當於 2017 年預測內含價值的 0.82 倍。年初至今，股價上漲 23.76%，低於行業平均（除中再以外，行業平均漲幅 39.13%）。潛在升幅 28.28%。維持買入評級。

財務資料

（截至 12 月 31 日）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
保費收入（百萬元人民幣）	363,971	430,498	507,645	581,254	656,817
總收入（百萬元人民幣）	507,449	540,781	636,097	725,733	818,220
淨利潤（百萬元人民幣）	34,699	19,127	22,561	26,049	29,808
每股收益（人民幣）	1.22	0.66	0.78	0.90	1.03
每股收益變動（%）	7.0%	-45.9%	17.9%	15.6%	14.6%
市盈率 (x)	17.62	32.58	27.62	23.90	20.86
市賬率 (x)	1.88	2.00	1.93	1.86	1.77
PEV (x)	1.08	0.93	0.82	0.72	0.63
股息率（%）	2.0%	1.1%	1.3%	1.5%	1.7%
內含價值收益率（%）	24.0%	18.6%	15.3%	14.4%	14.5%

資料來源：公司及招銀國際研究

買入（維持）

目標價	HK\$32.07
（此前目標價）	HK\$29.80
潛在升幅	+28.28%
當前股價	HK\$25.00

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

中國保險業

市值(百萬元港元)	901,831
3 月平均流通量(百萬元港元)	1,010.96
5 周內股價高/低(港元)	26.2/ 18.12
總股本(百萬)	28,265

資料來源：彭博

股東結構

中國人壽(集團)	68.37%
流通股	31.63%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-4.2%	-6.5%
3-月	-5.3%	-11.8%
6-月	-1.6%	-13.8%

資料來源：彭博

12-月 股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

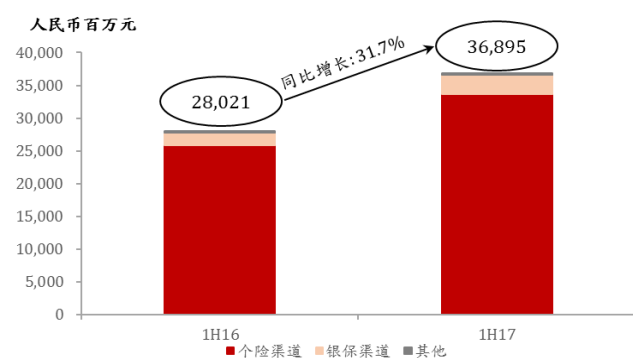
公司網站：www.e-chinalife.com

圖 1: 1H17 經營業績

(人民币百万元)	1H17	1H16	YoY change (%)	备注
保险业务收入	345,967	292,461	18.3%	
- 寿险业务	300,859	253,904	18.5%	
- 健康险业务	37,324	30,782	21.3%	
- 意外险业务	7,784	7,775	0.1%	
分出保费	(1,762)	(730)	141.4%	
提取未到期责任准备金	(7,935)	(7,489)	6.0%	
已赚保费	336,270	284,242	18.3%	
投资收入 (含利息及股息收入)	57,701	54,542	5.8%	投资资产增长
已实现投资收益 / (亏损) 净额	(4,347)	2,523	-272.3%	股票确认亏损
未实现投资收益 / (亏损) 净额	3,278	(6,266)	-152.3%	股票浮盈
其他收益	3,263	2,696	21.0%	
总收入	396,165	337,737	17.3%	
保险给付、赔款及费用	(315,338)	(269,640)	16.9%	
投资合同给付	(4,015)	(2,415)	66.3%	
保单红利支出	(8,076)	(5,668)	42.5%	
手续费及佣金支出	(36,814)	(30,056)	22.5%	相当于原保费收入的10.6%，同比提升0.3个百分点
财务费用	(2,507)	(2,305)	8.8%	
管理费用	(13,448)	(12,848)	4.7%	相当于原保费收入的3.9%，同比下降0.5个百分点
其他费用	(3,010)	(2,532)	18.9%	
法定保险准备金	(693)	(651)	6.5%	
总费用	(383,901)	(326,115)	17.7%	
应占联营公司及合营公司业绩	3,665	1,606	128.2%	应占联合管公司业绩增长
利润总额	15,929	13,228	20.4%	
所得税费用	(3,437)	(2,581)	33.2%	
少数股东收益	(250)	(252)	-0.8%	
归属于母公司股东的净利润	12,242	10,395	17.8%	

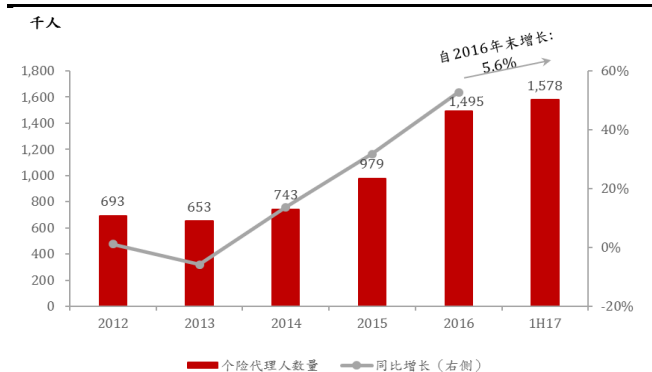
来源: 公司, 招銀國際

圖 2: 2017 上半年 NBV 同比增長 31.7%，個險渠道 NBV 增長 29.8%



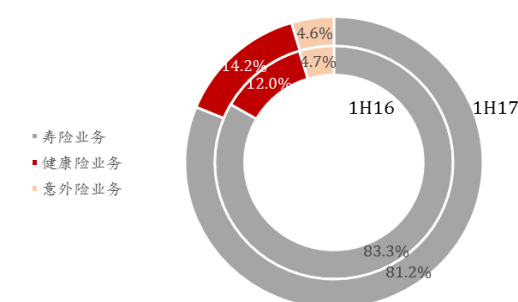
来源: 公司, 招銀國際

圖 3: 代理人數量自 2016 年末增長 5.6% 至 158 萬人



来源: 公司, 招銀國際

圖 4: 健康險業務占比提升



来源: 公司, 招銀國際

圖 5: 長險原保費收入主要來源于續期保費及期繳首年保費

(人民币百万元)	1H17	1H16	同比增长
所有渠道			
- 首年期交	77,711	70,107	10.8%
- 趸交	61,350	68,586	-10.6%
- 续期业务	180,495	129,824	39.0%
小计	319,556	268,517	19.0%
(1) 个险渠道			
- 首年期交	63,118	57,286	10.2%
- 趸交	153	115	33.0%
- 续期业务	159,561	116,838	36.6%
小计	222,832	174,239	27.9%
(2) 银保渠道			
- 首年期交	13,388	11,851	13.0%
- 趸交	59,667	65,821	-9.3%
- 续期业务	19,419	12,036	61.3%
小计	92,474	89,708	3.1%
(3) 团险及其他渠道			
- 首年期交	1205	970	24.2%
- 趸交	1530	2650	-42.3%
- 续期业务	1515	950	59.5%
小计	4,250	4,570	-7.0%

来源: 公司, 招銀國際

利潤表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
保费收入	363,971	430,498	507,645	581,254	656,817
分出保费及提取未到期责任准备金	(1,670)	(4,268)	(4,061)	(4,299)	(4,678)
已实现净保费收入	362,301	426,230	503,585	576,955	652,139
投资收益	140,088	108,091	124,895	140,056	156,224
其他营业收入	5,060	6,460	7,618	8,722	9,856
总收入	507,449	540,781	636,097	725,733	818,220
保险给付和赔付	(352,219)	(407,045)	(478,377)	(549,362)	(618,249)
投资合同支出	(2,264)	(5,316)	(8,180)	(9,816)	(11,779)
保户红利支出	(33,491)	(15,883)	(18,352)	(20,580)	(22,956)
管理及行政费用	(75,518)	(94,550)	(106,513)	(117,047)	(131,746)
保险业务支出及其他费用合计	(463,492)	(522,794)	(611,422)	(696,805)	(784,730)
联营企业和合营企业收益净额	1,974	5,855	6,126	6,635	7,207
税前利润	45,931	23,842	30,801	35,563	40,696
所得税	(10,744)	(4,257)	(7,700)	(8,891)	(10,174)
净利润	35,187	19,585	23,101	26,672	30,522
少数股东权益	(488)	(458)	(540)	(624)	(714)
净利润	34,699	19,127	22,561	26,049	29,808

來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
债券	996,236	1,119,388	1,274,937	1,422,614	1,590,131
定期存款	562,622	538,325	567,119	618,267	686,267
其他固定收益类投资	218,322	262,412	291,391	330,143	368,241
股票及基金	281,001	260,139	283,559	315,136	351,503
其他权益类投资	130,622	161,244	183,638	204,088	227,640
投资性房地产	1,237	1,191	1,145	1,099	1,053
现金、现金等价物及其他	97,599	110,584	98,776	109,949	122,810
投资资产	2,287,639	2,453,283	2,700,566	3,001,296	3,347,643
非投资资产	160,676	243,668	248,543	268,519	278,558
总资产	2,448,315	2,696,951	2,949,109	3,269,815	3,626,201
保险合同负债	1,715,985	1,847,986	2,023,151	2,236,049	2,479,702
投资合同负债	84,106	195,706	234,847	281,817	338,180
应付保户红利	107,774	87,725	96,498	106,147	116,762
次级债及借款	70,637	54,168	15,439	15,439	-
应付保险给付及预收保费	62,358	74,290	89,798	94,640	105,995
税项及其他负债	81,241	129,428	171,104	204,184	238,633
总负债	2,122,101	2,389,303	2,630,837	2,938,275	3,279,271
少数股东权益	3,722	4,027	4,166	4,340	4,541
归属于公司股东权益	322,492	303,621	314,106	327,200	342,389

來源：公司及招銀國際預測

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
同比增长					
总收入	15.1%	6.6%	17.6%	14.1%	12.7%
归属于公司股东的净利润	7.7%	-44.9%	18.0%	15.5%	14.4%
保费收入	10.0%	18.3%	17.9%	14.5%	13.0%
首年保费收入	20.1%	19.3%	21.3%	15.1%	13.6%
首年保费收入-个险渠道	39.2%	55.9%	27.9%	19.1%	14.8%
首年保费收入-银保渠道	12.0%	-1.5%	15.9%	12.1%	13.5%
首年标准保险费收入	30.1%	45.2%	23.9%	17.8%	14.8%
代理人数目	31.8%	52.7%	10.0%	9.0%	8.0%
投资资产	8.9%	7.2%	10.1%	11.1%	11.5%

分渠道首年保费收入

代理人渠道	34.3%	44.8%	47.2%	48.9%	49.4%
银保渠道	62.3%	51.4%	49.1%	47.9%	47.8%
团险及其他渠道	3.4%	3.7%	3.6%	3.3%	2.8%

偿付能力 (偿二代下)

核心偿付能力充足率	324.1%	280.3%	280.7%	278.1%	281.3%
综合偿付能力充足率	359.0%	297.2%	295.7%	291.8%	294.0%

新业务价值及内含价值

新业务价值 (百万人民币)	31,528	49,311	63,466	75,268	84,299
新业务价值同比增长率	35.6%	56.4%	28.7%	18.6%	12.0%
首年标准保费下新业务价值率	43.4%	43.2%	46.9%	48.8%	49.1%
内含价值(百万人民币)	560,277	652,057	745,013	844,351	957,765
内含价值回报	24.0%	18.6%	15.3%	14.4%	14.5%

净投资收益率	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
总投资收益率	6.4%	4.6%	4.8%	4.9%	4.9%

每股数据

每股收益(人民币)	1.22	0.66	0.78	0.90	1.03
每股账面价值(人民币)	11.41	10.74	11.11	11.58	12.11
每股内含价值(人民币)	19.82	23.07	26.36	29.87	33.89
每股股利 (人民币)	0.42	0.24	0.28	0.33	0.37

來源：公司及招銀國際預測

附錄：2017 中期業績會問答環節紀要

1. **公司 1H2017 剩餘邊際餘額 Rmb576,088mn，該信息披露口徑是否會在將來持續？在這部分剩餘邊際餘額中，有多少是新保保費貢獻的？又釋放了多少？**
 公司披露剩餘邊際餘額主要由于市場對公司該部分價值的估計不準確，并預計未來會持續披露。公司建議，投資者不應當孤立地看待剩餘邊際，而是應當把它作為保險責任準備金的一部分來看待。保險責任準備金由三個部分構成：剩餘邊際、最優估計以及風險邊際。投資者應當從整體來判斷公司準備金提存合適與否，單看剩餘邊際局限性比較大。首先，剩餘邊際與最優估計和風險邊際是聯動的。對於同一批業務，假設越謹慎，剩餘邊際越小，最優估計越大，整體準備金越大；相反，假設越樂觀，剩餘邊際越大，最優估計越小，整體準備金越小。其次，剩餘邊際不允許為負。對於不盈利的業務，剩餘邊際為零。最後，剩餘邊際的計算原則是，在評估年度發生的新業務于評估年度計算剩餘邊際并且鎖定，這就意味著剩餘邊際不會被重新計算，而假設與未來經驗的差異將通過最優估計與風險邊際來進行調整。剩餘邊際并不等于未來利潤。剩餘邊際、最優估計與風險邊際的變化，才是未來盈餘的變化。
2. **管理層在發言中提到建設“科技國壽”。能否詳談與百度共同發起設立的互聯網基金？以及國壽在這方面有何戰略考量？**
 “科技國壽”是提升中國人壽發展能力和轉型升級的重大戰略。公司對於這項工作高度重視，并投入了大量的人力和物力。公司經過充分研究和科學論證，制定了“以客戶為中心、以互聯網為特色、敏捷響應、安全可靠的新一代綜合業務系統”建設方案。技術層面，該系統包含 3 大平臺，6 大功能區；業務層面，該系統涵蓋中國人壽業務的 6 大領域，15 個品牌；經營層面，囊括銷售、服務、運營、管理、風控等所有流程。
 在建設“科技國壽”的過程中，我們會尋求與知名互聯網企業的合作，包括百度等。中國人壽與百度共同發起設立了“資本人民幣”基金，充分借力百度公司和中國人壽各自的優勢，采用市場化運作，以財務回報為核心目標。基金規模 140 億元人民幣。作為發起人，中國人壽認繳 56 億，百度認繳 14 億。基金存續 10 年，其中，中國人壽投入期為 6 年，退出期為 4 年。該基金主要功能是對泛互聯網領域（包括互聯網、移動互聯網、人工智能、互聯網金融、消費升級等）中後期私募股權項目投資。公司認為百度基金具有十分重要的投資價值，也有利于增加直接投資項目來源，更是中國人壽邁向未來、積極布局新經濟的一次有益嘗試。
3. **公司在半年報中披露 1H2017 包含風險邊際的折現率假設為 3.21%~4.80%，相較于 1H2016 的 3.32%~4.76%有所提升，與近一年來 750 日移動均線下行相悖，公司是否調整了流動性溢價？**
 首先，本報告期，折現率假設變更造成的相關保險合同準備金變動（提取保險責任準備金增加）計入當期利潤表，合計減少稅前利潤 131.81 億元人民幣，證明折現率以及溢價整體而言是下降的。其次，2016 年及以前，公司披露折現率假設時使用遠期利率；本期披露的是即期折現率假設。
4. **個險銷售隊伍較 2016 年底增長 5.6%，增速放緩，公司是何策略？**
 公司堅持“擴量提質”的隊伍發展策略，在隊伍規模平穩增長的同時，著力改善隊伍質態。今年上半年，個險渠道季均有效人力較 2016 年底增長 39.4%，隊伍質態明顯向好。
5. **公司中報披露了 2017 年上半年內含價值變動分析。其中，市場價值調整和其他調整對內含價值的影響為-75.94 億元人民幣？**
 中國人壽的內含價值是全口徑市場價值。例如，會計報表中，持有至到期金融資產（債券）采用攤余成本法計量賬面價值；在內含價值中，要根據利率變化進行市場價值調整。
6. **國壽支持實體經濟，參與聯通混改，以 217 億元（每股 6.83 元）認購中國聯通超過 10%的股權。此類舉動日後是否會成為常態？對股東價值會否不利？**
 公司認為，中國人壽作為重要的社會資本，參與到國企混改中，不僅符合國家發展戰略，對聯通有積極意義，而且可以與聯通在品牌、用戶、業務、渠道、資源等方面形

成戰略協同。此外，經過盡職調查以及價值評估，公司認為項目定價比較合理（定價基準日前 20 個交易日股票均價的 90%），且符合證監會新政。

7. 公司 1H2017 退保金為 Rmb73,019mn，同比增長 32.5%？

從退保率來看，公司經營保持穩定，同比小幅提升 0.6 個百分點。退保金額增長原因有二。其一，受理財產品等投資渠道多元化影響，退保業務主要來自于銀保渠道；其二，退保金額是銀保渠道過去銷售 1 年及 2 年期高現價產品返還的結果。

8. 公司 26 個月保單持續率下降？

公司 14 個月保單持續率為 91.6%，同比提升 1.6 個百分點；26 個月保單持續率為 85.8%，同比小幅下降 1.2 個百分點。總體來看，公司上半年經營正常，基本保持穩定。

9. 1H2017，公司個險銷售隊伍同比增長 22.3%，而個險首年期交保費同比增長 10.2%，隊伍增速高于收入增速。是否出現產能下降？

不能直接將今年的代理人人均保費收入與去年對比。原因有二：第一，由于繳費年期不同、產品結構不同等原因，計算保障型產品與分紅、理財型產品產能的方法也不同。第二，今年由于監管原因，保險市場產品結構調整較大。

10. 1H2017 個險渠道長險首年期繳保費收入 Rmb63,118mn，其中重疾險占比如何？受到保監會限制的快返型年金占比如何？目前，公司是否有替代快返型年金的開門紅產品？

今年上半年，公司保障型業務發展較快。其中，重疾險占比與去年相比有顯著提升。保監會新規強調產品的保障屬性，且產品盈利不得為負。這些改變，與中國人壽“以客戶為中心”的產品研發理念相同，對公司轉型升級利好。

11. 管理層談到大力發展長期保障型業務，但償付能力充足率較 2016 年末反而有所下降。公司長期保障型業務發展是否沒有同業快？

首先需要肯定的是，上半年中國人壽長期保障型業務得到大幅、迅速提高。這體現在如下幾個方面。第一，長期保障型業務占比提高，隨之而來的是有效業務價值對發病率、死亡率的敏感度變化，該變化是十分顯著的。第二，上半年新業務價值的要求資本成本為 Rmb3,338mn，與 2016 年末的 Rmb3,985mn 相比顯著下降。在衡量保險風險時，投資者時常忽略退保風險帶來的資本要求。通過業務結構調整，今年該部分資本要求得到顯著下降。

12. 管理層能否分享投資策略以及對市場未來的展望？

公司上半年到期資產約 2,000 億，預計全年 4,000 億，未來兩年各有 2,000 億，資金頭寸充足。自 2016 年末以來，利率上行，公司把握時機，加大對長久期債券以及債權類非標資產的配置。1H2017 新增配置近 3,000 億元，其中債券近 1,300 億，債權類非標資產近 1,400 億。基于對未來利率下行的預判，這些部署有著重要意義。公開市場權益方面，公司按照價值投資理念，增配 A 股大盤股約 200 億；通過滬港通，增配港股約 200 億。這些配置，不僅對當期收益有利（以公允價值計量且其變動計入當期損益的金融資產浮盈增厚），也對未來的投資收益奠定良好基礎。非公開市場方面，與北控水務成立“北控國壽水務基金”等非上市股權類投資，不僅期限較長，而且具有戰略價值。上半年，公司總投資收益率達 4.62%，淨投資收益率為 4.71%，考慮當期計入其他綜合收益的可供出售金融資產公允價值變動淨額後綜合投資收益率為 4.58%，較 2016 年同期大幅提升 3.05 個百分點。

下半年，公司認為短期內利率將呈現波動態勢，既缺乏向上的支持，也缺乏向下的壓力；中長期來看，隨著人口紅利退去、社會老齡化程度加快、以及投資收益邊際下降等情況逐步顯現，公司認為支持名義 GDP 增長的因素較弱，未來利率將呈現緩慢下行態勢。

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。接收本報告之行爲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。