

中國財險 (2328 HK)

被低估的中國領先的財產保險公司

- ❖ **中國財險是中國領先的財產保險公司，為全國各地的衆多客戶提供全綫財險產品。**公司財險業務包括機動車輛險、意外傷害和健康險、農險、責任險和其他保險產品。過去5年，公司市場份額保持在1/3左右。2017年，公司保費收入增長126%至3,500億元人民幣，市場份額領先，占33.1%，超過第二和第三名財險公司的總和。2018年1-3月，公司保費收入同比增長198%，高于行業增速2.54個百分點。
- ❖ **財險業務承保利潤率高于上市同業平均水平。**2017年，上市同業（平安財險(2318 HK)、太保財險(2601 HK)、太平財險(966 HK)）平均費用率為41.9%。截至2017年底，公司機構和服務網點包括13,985家分支機構、銷售和服務網點，72,775名銷售人員，375,329名保險代理人，25,952家保險代理機構和1,173家保險經紀機構。得益於其龐大的銷售網絡，公司2017年費用率僅為34.7%，低于上市同業平均水平7.2個百分點。公司綜合成本率為97.0%，低于上市同業平均水平（98.2%）1.2個百分點。
- ❖ **聯營公司投資成果豐碩。**2016年，公司完成從德意志銀行等購買華夏銀行(600015 CH) 214億股股份，占華夏銀行全部已發行普通股總數的19.99%。此外，2012年，公司、中國人民保險集團(1339 HK)和人保壽險認購了約138億股興業銀行(601166 CH)股票。公司、人保集團和人保壽險分別持有興業銀行4.98%、0.91%和4.98%的表決權，人保集團整體成為興業銀行第二大股東。自2013年以來，聯營公司投資由39.7億元增至2017年的418億元，複合年增長率達80%。應占聯營公司溢利由2013年的7,700萬元增加至2017年的45.8億元，複合年增長率為178%，超過對聯營公司投資增速。
- ❖ **保險科技賦能商業模式、創新業務運作并增強客戶體驗。**公司採用智能理賠系統來提高機動車輛保險索賠處理效率和客戶滿意度。公司在全國建立縣域無人機基地，將農險定損所需的時間從5-6小時減少到10分鐘。在養殖險業務中，公司採用生物識別技術對被保險主體進行認定，準確率達94%，有效阻止索賠欺詐。
- ❖ **首次覆蓋，給予買入評級。**我們預測2018年權益收益率為15.55%。基於3%的增長率及12.5%的權益成本，我們預測基於高登增長模型的公允市賬率為132倍。我們預測公司股價為16.32港元。計入股息率的潛在升幅為21.1%。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保費收入(百萬人民幣)	311,160	350,314	406,697	468,332	532,977
承保利潤(百萬人民幣)	5,024	9,295	9,249	11,066	13,591
淨利潤(百萬人民幣)	18,020	19,807	21,890	25,054	29,216
每股收益(人民幣)	1.215	1.336	1.476	1.690	1.970
每股收益變動(%)	-17.52	9.92	10.52	14.45	16.62
市盈率(x)	9.24	8.40	7.60	6.64	5.70
市帳率(x)	1.40	1.25	1.12	1.00	0.89
股息率(%)	2.75	3.01	3.29	3.76	4.39
權益收益率(%)	15.79	15.69	15.55	15.93	16.55
資產收益率(%)	4.02	3.96	4.00	4.09	4.20

來源：公司，招銀國際預測

買入（首次覆蓋）

目標價	HK\$16.32
潛在升幅	+17.78%
當前股價	HK\$13.86

徐涵博

電話: (852) 3761 8725

郵件: xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

電話: (852) 3900 0856

郵件: dingwenjie@cmbi.com.hk

中國保險業

市值(百萬港元)	205,523
3月平均流通量(百萬港元)	379.3
5周內股價高/低(港元)	17.4/12.5
總股本(百萬)	14,828

資料來源：彭博

股東結構

人保集團	69.0%
流通股	31.0%

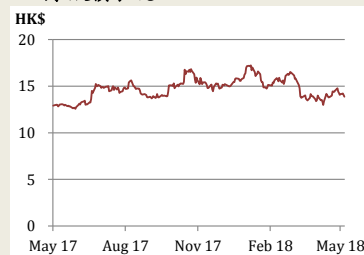
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	3.0%	0.4%
3-月	-7.7%	-7.1%
6-月	-10.5%	-14.5%

Source: Bloomberg

12-月股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站: www.epicc.com.cn

目錄

內容摘要.....	3
財務分析.....	5
公司估值.....	8
財務數據.....	10

內容摘要

中國財險——強大的品牌知名度和領先的市場地位

中國財險是中國領先的財險保險公司，為全國各地的眾多客戶提供全綫財險產品。2017 年，公司保費收入增長 12.6% 至 3,500 億元人民幣，市場份額領先，占 33.1%，超過第二和第三名財險公司的總和。截至 2017 年底，公司機構和服務網點包括 13,985 家分支機構、銷售和服務網點，72,775 名銷售人員，375,329 名保險代理人，25,952 家保險代理機構和 1,173 家保險經紀機構。

公司提供全綫財險產品。公司面向中國境內提供機動車輛險、意外傷害和健康險、農險、責任險、企業財產險、貨物運輸險等財險業務。公司在機動車輛險、農險等主要保險業務領域市場份額領先。

公司承保利潤率高于上市同業平均水平。過去五年，上市同業（平安財險、太保財險、太平財險）平均費用率約為 40%。得益於其龐大的代理人隊伍，公司過去 5 年的費用率約為 33%，低於上市同業平均水平。因此，綜合成本率約為 97.0%，低於上市同業平均水平的 98.7%。

財產保險業務——提供全綫財險產品；承保利潤率高于上市同業平均水平

公司占據財險市場的三分之一。2017 年，公司保費收入達到 3,493 億元人民幣，保持市場第一。2013 年至 2016 年，車險保費收入占公司保費收入之比穩定保持在 73%，隨著非車險增速提升，2017 年車險保費收入占比降至 71%。非車險業務中，意外傷害和健康險、農險和責任險的複合年增長率分別為 33%/7%/19%，2017 年保費收入分別達到 306.46/22.0/169.75 億元，分別占公司總保費收入的 9%/6%/5%。

承保利潤率高于上市同業平均水平。2017 年，公司綜合成本率同比下降 1.15 個百分點至 97.0%，其中賠付率下降 1.26 個百分點至 62.3%。由於車險相關承保費用上漲，費用率提升 0.12 個百分點至 34.7%。得益於龐大的代理人隊伍，公司費用率仍低於上市同業平均水平（41.9%）7.2 個百分點。綜合成本率低於上市同業平均水平（98.2%）1.17 個百分點。

投資業務——穩健而回報豐碩

公司採用審慎的投資策略。於 2017 年末，公司固定收益類投資占投資資產的 72%，股票和證券投資基金占 16%，對聯營公司投資占 10%。由於利率上升，固定收益類資產配置同比提升 2 個百分點，股票和證券投資基金資產配置下降 2 個百分點。2017 年，投資收益為 153.82 億元人民幣，已實現和未實現投資收益 11.36 億元。

對聯營公司的投資回報豐碩。人保集團對聯營公司的投資決策取決於預期投資收益是否高于集團自身資本回報率。由於這種實用策略，公司對聯營公司的投資從 2013 年的 39.73 億元人民幣增加至 2017 年的 418.32 億元，複合年增長率達 80%。應占聯營公司溢利由 2013 年的 7,700 萬元增加至 2017 年的 45.75 億元，複合年增長率為 178%，超過對聯營公司的投資成本增速。

財務分析

我們預測 2018/19/20 年公司保費收入增速為 16.1%/15.2%/13.8%，其中車險保費收入增速將保持在 10.5%，而 2018/19/20 年非車險保費收入增速為 30%/25%/20%。

我們預測 2018/19/20 年公司綜合成本率為 97.4%/97.3%/97.1%，其中賠付率為 62.9%/63.0%/63.0%，費用率為 34.5%/34.3%/34.1%。

我們預測 2018/19/20 年公司投資資產增速為 10.4%/15.9%/14.3%；淨投資收益率為 5.0%/4.9%/4.8%；對聯營公司投資將保持穩定；淨利潤增長 10.5%/14.5%/16.6%。

公司估值

公司股價被低估，估值吸引。公司股價自年初以來下跌 7.72%。當前股價相當於 1.01 倍 2018 年預測市賬率及 6.67 倍 2018 年預測市盈率。預估市賬率位於歷史平均市賬率一個標準差之下。公司被低估，估值吸引。

我們預測 2018/19/20 年公司派息率將維持在 25.0%。公司建議派發 2017 年度末期股息每普通股 0.338 元人民幣，派息率相當於 25.3%，同比下降 0.1 個百分點。我們保守估計 2018/19/20 年派息率將維持在 25.0%。

潛在升幅 21.1%。我們預測 2018 年權益收益率為 15.55%。基於 3% 的增長率及 12.5% 的權益成本，我們預測基於高登增長模型的公允市賬率為 1.32 倍。我們預測公司股價為 16.32 港元。計入股息率的潛在升幅為 21.1%。

投資風險

- **與保險業務有關的風險：**保險產品定價和準備金評估中使用的假設不充分，或者實際操作與假設之間的差異可能會導致公司利潤大幅波動。災害或事故的發生可能會影響公司盈利能力。
- **與投資業務有關的風險：**股票和債券市場的下跌可能導致公司未實現投資收益減少或未實現的投資損失，並可能導致相關資產出售時的實際損失。當利率下降時，公司平均投資收益率可能下降。
- **與宏觀環境以及行業監管有關的風險：**中國汽車需求下降可能對公司利潤和前景產生不利影響。商業車險費率改革可能進一步推高綜合成本率，降低公司盈利能力。
- **新企業會計準則實施的風險：**金融工具的新會計準則可能對公司總資產產生一定影響，或對公司的淨利潤或綜合收益產生重大影響。

財務分析

保費收入

我們預測 2018/19/20 年公司保費收入增速為 16.1%/15.2%/13.8%。2017 年，公司車險保費收入同比增長 10.5%。由于機動車銷售增長放緩，車險保費收入增速已連續 3 年保持在 10% 的水平。沒有外部刺激的情況下，我們預測 2018/19/20 年公司車險保費收入增速將維持 10.5%。2017 年，非車險業務增速隨宏觀經濟復蘇。公司非車險保費收入同比增長 18.2%，增速提升 7.75 個百分點。2018 開年以來，公司專注于大項目續保，一季度非車險業務同比增長約 40%。我們保守估計 2018/19/20 年公司非車險保費收入增速為 30%/25%/20%。我們認為公司車險和非車險保費收入增速將在 2018 年超過行業平均水平，并將在 2019 年和 2020 年保持這種增長勢頭。

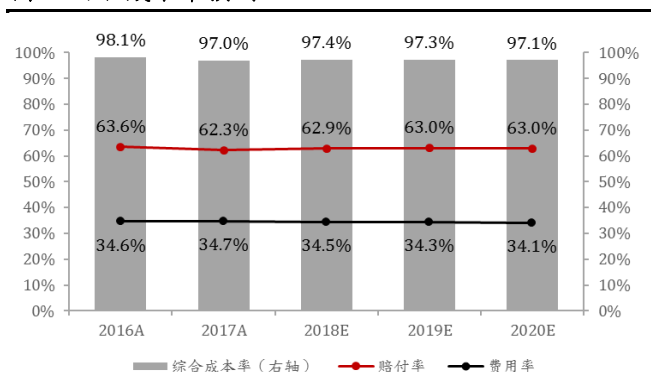
圖 1: 保費收入預測

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
保費收入（百萬人民幣）	311,160	350,314	406,697	468,332	532,977
車險	225,640	249,232	275,291	304,074	335,867
非車險	85,520	101,082	131,407	164,258	197,110
保費收入（同比增長）	10.5%	12.6%	16.1%	15.2%	13.8%
車險	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
非車險	10.4%	18.2%	30.0%	25.0%	20.0%

來源: 公司, 招銀國際預測

我們預測 2018/19/20 年公司綜合成本率為 97.4%/97.3%/97.1%。其中，賠付率為 62.9%/63.0%/63.0%，費用率為 34.5%/34.3%/34.1%。2017 年，公司賠付率為 62.3%，同比下降 1.3 個百分點。我們預計商業車險費率改革的滯後效應將在 2018 年及之後開始顯現，推動車均保費下降，并推高賠付率。我們預測 2018 年公司賠付率將提升 0.6 個百分點至 62.9%。為保持承保盈利，我們相信公司將採取優化銷售渠道、依靠保險科技等措施降低費用。我們預測 2018 年公司費用率將下降 0.2 個百分點至 34.5%。

圖 2: 綜合成本率預測



來源: 公司, 招銀國際預測

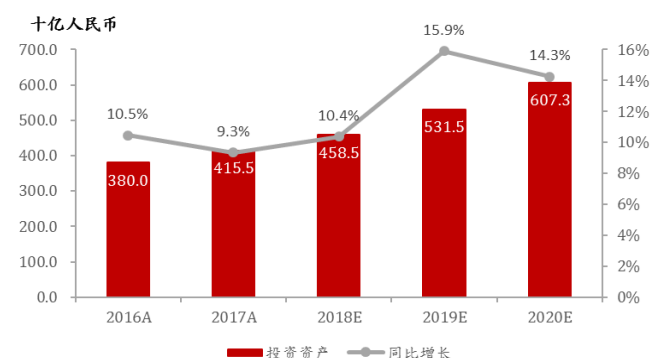
投資收益

我們預測 2018/19/20 年公司投資資產增速為 10.4%/15.9%/14.3%。公司保險業務增長為投資業務發展提供現金流支持，並增加公司投資資產。2017 年末，公司投資資產同比增長 9.3%，達 4,155 億元人民幣。我們預測 2018/19/20 年公司投資資產增速為 10.4%/15.9%/14.3%，並於 2020 年末達到 6,073 億元。

我們預測 2018/19/20 年公司淨投資收益率為 5.0%/4.9%/4.8%。公司投資收益率主要由利率和股息率決定。鑒於中國積極的財政政策和穩健的貨幣政策，並考慮到政策環境近期出現小幅放鬆，我們預計 2018/19/20 年公司淨投資收益率為 5.0%/4.9%/4.8%。具體而言，我們預測 2018 年固定收益類投資回報率將提升 0.08 個百分點至 4.7%，股票和基金回報率將保持在歷史水平，即 3.0%。

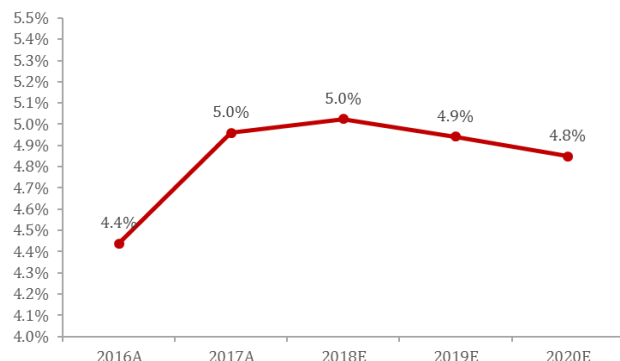
我們預測 2018/19/20 年公司對聯營公司投資將保持穩定。在 2017 年業績發布會上，人保集團表示，其對銀行的投資主要是財務投資，且這種策略將在未來持續。集團將根據預期投資回報率是否高於集團自身資本回報作出投資決策。因此，我們預計公司投資成本和應占聯營公司利潤的增長將保持穩定。

圖 3: 投資資產預測



來源: 公司, 招銀國際預測

圖 4: 淨投資收益率預測

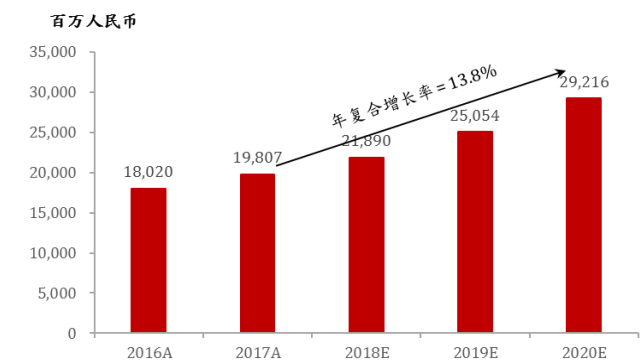


來源: 公司, 招銀國際預測

淨利潤

我們預測 2018/19/20 年公司淨利潤增長 10.5%/14.5%/16.6%。2017 年，公司淨利潤增速由負轉正，由 2016 年的-17.5%（由于自然災害和資本市場波動導致）轉為 9.9%。2018/19/20 年，由于上文所述原因，我們預測公司淨利潤增長 10.5%/14.5%/16.6%，年複合增長率為 13.8%。

圖 5: 淨利潤預測

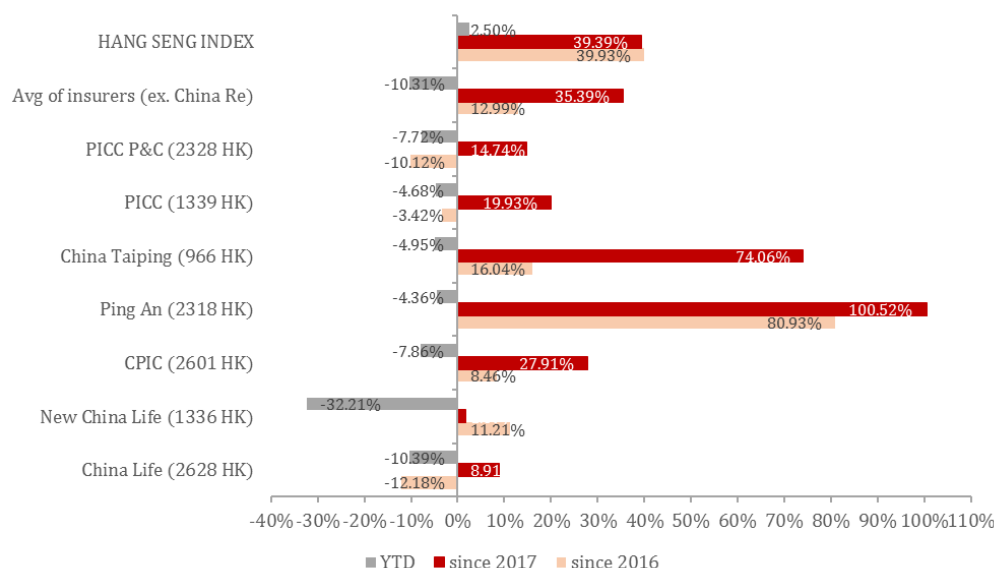


來源: 公司, 招銀國際預測

公司估值

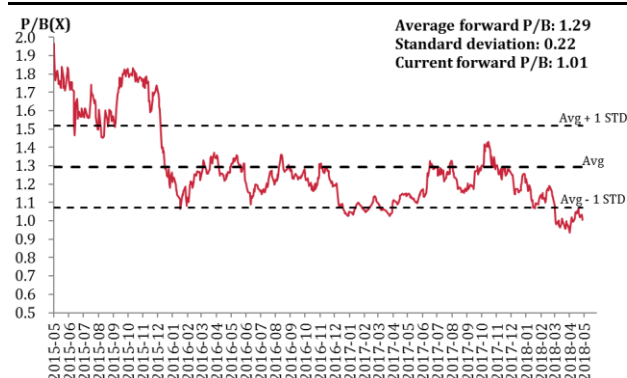
公司股票被低估，估值吸引。公司股票自年初以來下跌 7.72%。當前股價相當於 1.01 倍 2018 年預測市賬率及 6.67 倍 2018 年預測市盈率。預估市賬率位於歷史平均市賬率一個標準差之下。公司被低估，估值吸引。

圖 6: 中國保險板塊股價表現



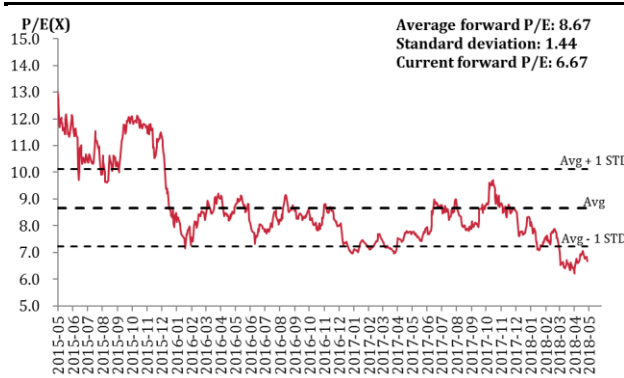
來源: 彭博, 招銀國際

圖 7: 預估市賬率



來源: 彭博, 招銀國際預測

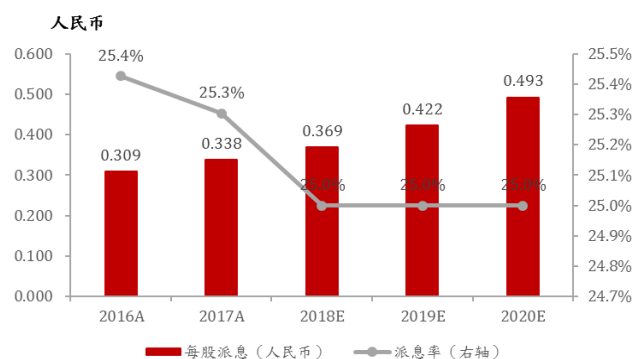
圖 8: 預估市盈率



來源: 彭博, 招銀國際預測

我們預測 2018/19/20 年公司派息率將維持在 25.0%。公司建議派發 2017 年度末期股息每普通股 0.338 元人民幣，派息率相當於 25.3%，同比下降 0.1 個百分點。我們保守估計 2018/19/20 年派息率將維持在 25.0%。

圖 9: 股息預測



來源: 公司, 招銀國際預測

潛在升幅 21.1%。我們預測 2018 年權益收益率為 15.55%。基于 3% 的增長率及 12.5% 的權益成本，我們預測基于高登增長模型的公允市賬率為 1.32 倍。我們預測公司股價為 16.32 港元。計入股息率的潛在升幅為 21.1%。

圖 10: 估值概要

FY18E	
公允市帳率 (x)	1.32
每股净资产 (元)	10.01
目标价 (人民币)	13.22
汇率	0.81
目标价 (港币)	16.32
关键假设	
权益收益率	15.55%
权益成本	12.50%
永续增长率	3.00%

來源: 彭博, 招銀國際預測

圖 11: 公允市賬率敏感性分析

		永续增长率					
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	
权益收益率	8.0%	0.61	0.57	0.53	0.47	0.40	
	9.0%	0.70	0.67	0.63	0.59	0.53	
	10.0%	0.78	0.76	0.74	0.71	0.67	
	11.0%	0.87	0.86	0.84	0.82	0.80	
	12.0%	0.96	0.95	0.95	0.94	0.93	
	13.0%	1.04	1.05	1.05	1.06	1.07	
	14.0%	1.13	1.14	1.16	1.18	1.20	
	15.0%	1.22	1.24	1.26	1.29	1.33	
	16.0%	1.30	1.33	1.37	1.41	1.47	
	17.0%	1.39	1.43	1.47	1.53	1.60	
	18.0%	1.48	1.52	1.58	1.65	1.73	
	19.0%	1.57	1.62	1.68	1.76	1.87	
	20.0%	1.65	1.71	1.79	1.88	2.00	
	21.0%	1.74	1.81	1.89	2.00	2.13	
	22.0%	1.83	1.90	2.00	2.12	2.27	
	23.0%	1.91	2.00	2.11	2.24	2.40	

來源: 彭博, 招銀國際預測

財務數據

利潤表

年結：12月31日（人民币百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总保费收入	311,160	350,314	406,697	468,332	532,977
车险	225,640	249,232	275,291	304,074	335,867
非车险	85,520	101,082	131,407	164,258	197,110
已赚净保费	270,261	309,076	352,728	408,855	467,138
已发生净赔款	(171,759)	(192,520)	(221,940)	(257,579)	(294,112)
保单获取成本净额	(62,954)	(74,348)	(86,615)	(100,907)	(117,557)
其他承保费用	(23,147)	(24,939)	(26,870)	(31,169)	(33,662)
行政及管理费用	(7,377)	(7,974)	(8,054)	(8,134)	(8,216)
承保利润	5,024	9,295	9,249	11,066	13,591
利息、股息和租金收入	15,073	15,382	17,347	19,650	22,602
其他收入	1,713	1,057	1,385	1,385	1,385
其他支出	(1,096)	(1,150)	(1,225)	(1,346)	(1,472)
财务费用	(1,208)	(1,998)	(1,963)	(1,935)	(1,935)
应占联营公司收益	2,945	4,575	4,395	4,586	4,785
除税前利润	22,451	27,161	29,188	33,406	38,956
所得税	(4,430)	(7,353)	(7,297)	(8,352)	(9,739)
净利润	18,021	19,808	21,891	25,055	29,217
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司股东的净利润	18,020	19,807	21,890	25,054	29,216

来源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（人民币百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
投资物业	4,902	4,976	5,492	6,366	7,273
固定收益类资产	270,899	303,862	335,370	388,735	444,150
权益类证券和共同基金	67,038	64,701	71,410	82,773	94,572
联营公司投资	37,045	41,832	43,650	45,547	52,040
其他投资资产	92	95	2,624	8,090	9,244
投资资产合计	379,976	415,466	458,547	531,512	607,279
保险业务应收款，净额	30,479	37,845	41,887	48,235	54,892
分保资产	30,707	29,410	33,295	37,566	42,280
其他资产	34,787	41,845	37,104	35,928	33,194
总资产	475,949	524,566	570,833	653,241	737,646
卖出回购证券款	21,030	23,121	22,076	22,076	22,076
保险合同负债	242,093	264,748	302,157	342,480	386,433
应付债券	23,112	23,262	24,150	25,300	26,450
其他负债	70,402	80,321	74,072	97,254	115,705
总负债	356,637	391,452	422,455	487,109	550,664
归属于母公司股东权益	119,306	133,107	148,371	166,124	186,975
非控制性权益	6	7	7	7	7
总权益	119,312	133,114	148,378	166,131	186,982

来源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
同比增长					
总保费收入	10%	13%	16%	15%	14%
车险	10%	10%	10%	10%	10%
非车险	10%	18%	30%	25%	20%
已赚净保费	11%	14%	14%	16%	14%
承保利润	-42%	85%	0%	20%	23%
归属于母公司股东的净利润	-18%	10%	10.5%	14.5%	16.6%
偿付能力（偿二代口径）					
综合偿付能力充足率	287%	278%	268%	261%	259%
核心偿付能力充足率	232%	229%	225%	225%	226%
关键指标					
赔付率	63.6%	62.3%	62.9%	63.0%	63.0%
费用率	34.6%	34.7%	34.5%	34.3%	34.1%
综合成本率	98.1%	97.0%	97.4%	97.3%	97.1%
每股数据					
每股收益（元）	1.22	1.34	1.48	1.69	1.97
每股净资产（元）	8.05	8.98	10.01	11.20	12.61
每股股息（元）	0.31	0.34	0.37	0.42	0.49

来源：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。