

中国人寿(2628 HK)

建设科技国寿，探索多元化投资

❖ **1H2017 经营业绩回顾。**原保费收入同比增长 18.3%，达 3,459.7 亿元人民币。投资收益为 566.3 亿，同比增长 11.5%，主要得益于利息、股息及股票公允价值变动收益的增长。由于投资收益增长及准备金压力减轻，净利润同比增长 17.8%，达到 122.4 亿元人民币。新业务价值增长 31.7%（已披露的同业数据显示，平安新业务价值增长 46.2%，太平为 63.5%）。公司首次披露了剩余边际，当期余额为 5,761 亿元人民币，冠绝同业（平安剩余边际余额约为 5,453 亿），自年初以来增长 11.8%。

❖ **新业务价值增长源于价值率提升。**1H2017 新业务价值同比增长 31.7%。个险渠道业务增速放缓，概因业务基数庞大，且公司主动控制代理人队伍增速。例如，1H2016 个险首年期缴保费同比增长 71.4%，而 1H2017 仅增长 10.2%。且个险渠道新业务价值增长 29.8%，低于整体新业务价值增长。然而，基于首年年化保费的个险渠道新业务价值率同比增长 44.16%，增速同比提升 5.1 个百分点。我们认为，未来新业务价值增长需要更多依靠新业务价值率的提升以及个险代理人产能的提升。

❖ **探索多元化投资。**近期两则交易突出体现了公司多元化的投资策略。（1）参与中国联通混改，通过认购定增股份，持股 10.22%。考虑到中国联通线上、线下的业务布局和丰富资源，该投资将会为中国人寿带来良好的协同效应。（2）与百度共同发起设立百度基金，对泛互联网领域（包括互联网、移动互联网、人工智能、互联网金融、消费升级等）中后期私募股权项目投资。多元化投资与公司的长期转型升级战略互补，但是我们认为，风险之一是公司如何在为股东创造价值与支持国家发展战略的社会责任之间保持平衡。

❖ **“科技国寿”战略初见成效。**我们注意到，相较以往，在 1H2017 业绩报告中，“科技”一词被频繁提及。与百度的合作是公司布局科技领域的诸多尝试之一。今年上半年，公司在建设以客户为导向的新一代综合业务系统方面成效颇丰。公司的移动平台“国寿 e 宝”及“国寿 e 店”，亦得到升级。迄今为止，公司已推出 100 多项 APP，涵盖营销、服务及运营各方面。数字化、多渠道的业务布局初见成效，对保单持有人提供的服务中，超过 50% 可以在线进行。尽管中国人寿并非保险科技的引领者，但是，科技的渗透会逐步给这家保险巨头带来令人可喜的进步，例如增加销售渠道、降低运营成本等。

❖ **目标价提升至 32.07 港元。**我们预测，2017 年末，中国人寿每股内含价值将达到 26.36 元人民币，且全年新业务价值增长将为 28.7%。我们将目标价格提升至 32.07 港元（目标价预测时点延至 2018 年中），该价格分别对应 2017 和 2018 年预测内含价值的 1.05 倍和 0.92 倍。目前，该公司股价相当于 2017 年预测内含价值的 0.82 倍，年初至今，股价上涨 23.76%，低于行业平均（除中再以外，行业平均涨幅 39.13%）。潜在升幅 28.28%。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
保费收入 (百万人民币)	363,971	430,498	507,645	581,254	656,817
总收入 (百万人民币)	507,449	540,781	636,097	725,733	818,220
净利润 (百万人民币)	34,699	19,127	22,561	26,049	29,808
每股收益 (人民币)	1.22	0.66	0.78	0.90	1.03
每股收益变动 (%)	7.0%	-45.9%	17.9%	15.6%	14.6%
市盈率 (x)	17.62	32.58	27.62	23.90	20.86
市账率 (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%
内含价值收益率 (%)	24.0%	18.6%	15.3%	14.4%	14.5%

资料来源：公司及招銀国际研究

买入 (维持)

目标价	HK\$32.07
(此前目标价)	HK\$29.80
潜在升幅	+28.28%
当前股价	HK\$25.00

丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856

邮件: dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

电话: (852) 3761 8725

邮件: xuhanbo@cmbi.com.hk

中国保险业

市值(百万港元)	901,831
3 月平均流通量(百万港元)	1,010.96
5 周内股价高/低(港元)	26.2/ 18.12
总股本(百万)	28,265

资料来源: 彭博

股东结构

中国人寿(集团)	68.37%
流通股	31.63%

资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.2%	-6.5%
3-月	-5.3%	-11.8%
6-月	-1.6%	-13.8%

资料来源: 彭博

12-月 股价表现



资料来源: 彭博

审计师: 安永

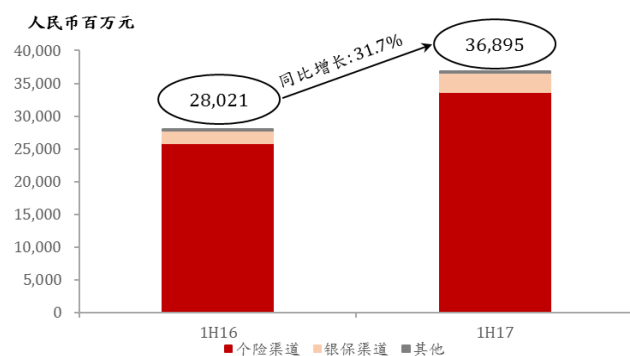
公司网站: www.e-chinalife.com

图 1: 1H17 经营业绩

(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%	

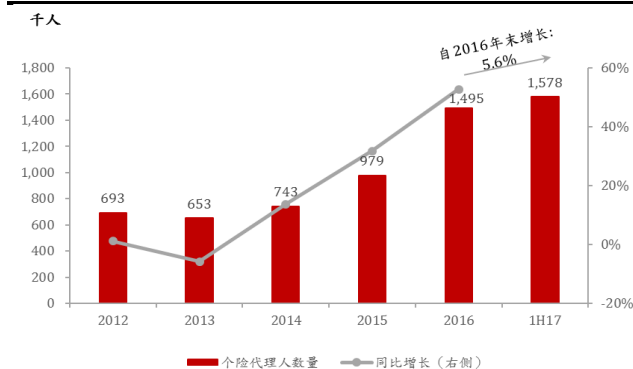
来源：公司，招银国际

图 2: 2017 上半年 NBV 同比增长 31.7%，个险渠道 NBV 增长 29.8%



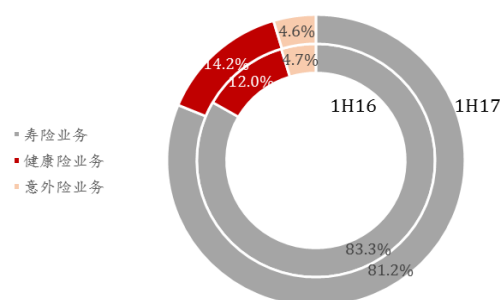
来源：公司，招银国际

图 3: 代理人数量自 2016 年末增长 5.6% 至 158 万人



来源：公司，招银国际

图 4: 健康险业务占比提升



来源：公司，招银国际

图 5: 长险原保费收入主要来源于续期保费及期缴首年保费

(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, 招银国际

利润表

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

来源：公司及招银国际预测

资产负债表

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

来源：公司及招银国际预测

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					
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

来源：公司及招银国际预测

附录：2017 中期业绩会问答环节纪要

1. **公司 1H2017 剩余边际余额 Rmb576,088mn，该信息披露口径是否会在将来持续？在这部分剩余边际余额中，有多少是新保保费贡献的？又释放了多少？**
 公司披露剩余边际余额主要由于市场对公司该部分价值的估计不准确，并预计未来会持续披露。公司建议，投资者不应当孤立地看待剩余边际，而是应当把它作为保险责任准备金的一部分来看待。保险责任准备金由三个部分构成：剩余边际、最优估计以及风险边际。投资者应当从整体来判断公司准备金提存合适与否，单看剩余边际局限性比较大。首先，剩余边际与最优估计和风险边际是联动的。对于同一批业务，假设越谨慎，剩余边际越小，最优估计越大，整体准备金越大；相反，假设越乐观，剩余边际越大，最优估计越小，整体准备金越小。其次，剩余边际不允许为负。对于不盈利的业务，剩余边际为零。最后，剩余边际的计算原则是，在评估年度发生的新业务于评估年度计算剩余边际并且锁定，这就意味着剩余边际不会被重新计算，而假设与未来经验的差异将通过最优估计与风险边际来进行调整。剩余边际并不等于未来利润。剩余边际、最优估计与风险边际的变化，才是未来盈余的变化。
2. **管理层在发言中提到建设“科技国寿”。能否详谈与百度共同发起设立的互联网基金？以及国寿在这方面有何战略考量？**
 “科技国寿”是提升中国人寿发展能力和转型升级的重大战略。公司对于这项工作高度重视，并投入了大量的人力和物力。公司经过充分研究和科学论证，制定了“以客户为中心、以互联网为特色、敏捷响应、安全可靠的新一代综合业务系统”建设方案。技术层面，该系统包含 3 大平台，6 大功能区；业务层面，该系统涵盖中国人寿业务的 6 大领域，15 个品牌；经营层面，囊括销售、服务、运营、管理、风控等所有流程。
 在建设“科技国寿”的过程中，我们会寻求与知名互联网企业的合作，包括百度等。中国人寿与百度共同发起设立了“资本人民币”基金，充分借力百度公司和中国人寿各自的优势，采用市场化运作，以财务回报为核心目标。基金规模 140 亿元人民币。作为发起人，中国人寿认缴 56 亿，百度认缴 14 亿。基金存续 10 年，其中，中国人寿投入期为 6 年，退出期为 4 年。该基金主要功能是对泛互联网领域（包括互联网、移动互联网、人工智能、互联网金融、消费升级等）中后期私募股权项目投资。公司认为百度基金具有十分重要的投资价值，也有利于增加直接投资项目来源，更是中国人寿面向未来、积极布局新经济的一次有益尝试。
3. **公司在半年报中披露 1H2017 包含风险边际的折现率假设为 3.21%~4.80%，相较于 1H2016 的 3.32%~4.76%有所提升，与近一年来 750 日移动均线下行相悖，公司是否调整了流动性溢价？**
 首先，本报告期，折现率假设变更造成的相关保险合同准备金变动（提取保险责任准备金增加）计入当期利润表，合计减少税前利润 131.81 亿元人民币，证明折现率以及溢价整体而言是下降的。其次，2016 年及以前，公司披露折现率假设时使用远期利率；本期披露的是即期折现率假设。
4. **个险销售队伍较 2016 年底增长 5.6%，增速放缓，公司是何策略？**
 公司坚持“扩量提质”的队伍发展策略，在队伍规模平稳增长的同时，着力改善队伍质态。今年上半年，个险渠道季均有效人力较 2016 年底增长 39.4%，队伍质态明显向好。
5. **公司中报披露了 2017 年上半年内含价值变动分析。其中，市场价值调整和其他调整对内含价值的影响为-75.94 亿元人民币？**
 中国人寿的内含价值是全口径市场价值。例如，会计报表中，持有至到期金融资产（债券）采用摊余成本法计量账面价值；在内含价值中，要根据利率变化进行市场价值调整。
6. **国寿支持实体经济，参与联通混改，以 217 亿元（每股 6.83 元）认购中国联通超过 10%的股权。此类举动日后是否会成为常态？对股东价值会否不利？**
 公司认为，中国人寿作为重要的社会资本，参与到国企混改中，不仅符合国家发展战略，对联通有积极意义，而且可以与联通在品牌、用户、业务、渠道、资源等方面形

成战略协同。此外，经过尽职调查以及价值评估，公司认为项目定价比较合理（定价基准日前 20 个交易日股票均价的 90%），且符合证监会新政。

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

从退保率来看，公司经营保持稳定，同比小幅提升 0.6 个百分点。退保金额增长原因有二。其一，受理财产品等投资渠道多元化影响，退保业务主要来自于银保渠道；其二，退保金额是银保渠道过去销售 1 年及 2 年期高现价产品返还的结果。

8. 公司 26 个月保单持续率下降？

公司 14 个月保单持续率为 91.6%，同比提升 1.6 个百分点；26 个月保单持续率为 85.8%，同比小幅下降 1.2 个百分点。总体来看，公司上半年经营正常，基本保持稳定。

9. 1H2017，公司个险销售队伍同比增长 22.3%，而个险首年期交保费同比增长 10.2%，队伍增速高于收入增速。是否出现产能下降？

不能直接将今年的代理人人均保费收入与去年对比。原因有二：第一，由于缴费年期不同、产品结构不同等原因，计算保障型产品与分红、理财型产品产能的方法也不同。第二，今年由于监管原因，保险市场产品结构调整较大。

10. 1H2017 个险渠道长险首年期缴保费收入 Rmb63,118mn，其中重疾险占比如何？受到保监会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开门红产品？

今年上半年，公司保障型业务发展较快。其中，重疾险占比与去年相比有显著提升。保监会新规强调产品的保障属性，且产品盈利不得为负。这些改变，与中国人寿“以客户为中心”的产品研发理念相同，对公司转型升级利好。

11. 管理层谈到大力发展长期保障型业务，但偿付能力充足率较 2016 年末反而有所下降。公司长期保障型业务发展是否没有同业快？

首先需要肯定的是，上半年中国人寿长期保障型业务得到大幅、迅速提高。这体现在如下几个方面。第一，长期保障型业务占比提高，随之而来的是有效业务价值对发病率、死亡率的敏感度变化，该变化是十分显著的。第二，上半年新业务价值的要求资本成本为 Rmb3,338mn，与 2016 年末的 Rmb3,985mn 相比显著下降。在衡量保险风险时，投资者时常忽略退保风险带来的资本要求。通过业务结构调整，今年该部分资本要求得到显著下降。

12. 管理层能否分享投资策略以及对市场未来的展望？

公司上半年到期资产约 2,000 亿，预计全年 4,000 亿，未来两年各有 2,000 亿，资金头寸充足。自 2016 年末以来，利率上行，公司把握时机，加大对长久期债券以及债权类非标资产的配置。1H2017 新增配置近 3,000 亿元，其中债券近 1,300 亿，债权类非标资产近 1,400 亿。基于对未来利率下行的预判，这些部署有着重要意义。公开市场权益方面，公司按照价值投资理念，增配 A 股大盘股约 200 亿；通过沪港通，增配港股约 200 亿。这些配置，不仅对当期收益有利（以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产浮盈增厚），也对未来的投资收益奠定良好基础。非公开市场方面，与北控水务成立“北控国寿水务基金”等非上市股权类投资，不仅期限较长，而且具有战略价值。上半年，公司总投资收益率达 4.62%，净投资收益率为 4.71%，考虑当期计入其他综合收益的可供出售金融资产公允价值变动净额后综合投资收益率为 4.58%，较 2016 年同期大幅提升 3.05 个百分点。

下半年，公司认为短期内利率将呈现波动态势，既缺乏向上的支持，也缺乏向下的压力；中长期来看，随着人口红利退去、社会老龄化程度加快、以及投资收益边际下降等情况逐步显现，公司认为支持名义 GDP 增长的因素较弱，未来利率将呈现缓慢下行态势。

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的分析员，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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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責任。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。