

愛康醫療(1789 HK)

骨關節植入物龍頭製造商，擁有獨家3D列印植入物產品

- ❖ 中國骨關節植入物龍頭製造商，銷量市占率第一。愛康醫療從事骨關節植入物的設計開發、生產和銷售，以銷量計於國內骨關節植入物市場排名第一位，擁有15%市場份額。F&S預計國內關節植入物市場2016-21年銷售複合年均增長率為13.9%，受人口老齡化推動。我們認為愛康將受益於骨關節行業快速增長及行業內進口替代加速，保持強勁增長。此外，愛康是國內唯一一家獲得藥監局3D列印植入物註冊證的公司，這將使愛康醫療從競爭對手中脫穎而出。
- ❖ 3D列印骨關節植入物先行者，擁有獨家上市產品。3D列印骨科植入物市場處於行業發展初期，是一個競爭者尚少的新興行業。愛康是國內首家也是唯一一家將3D列印骨科植入物商業化的公司，註冊產品包括3D列印髖關節假體、人工椎體和椎間融合器植。我們預計公司2017-20財年的3D列印植入物的銷售複合年增長率為80.7%，驅動因素有：1) 3D列印植入物替代部分傳統植入物，及2) 產品市場覆蓋進一步擴大，3) 定制化3D列印植入物上市。
- ❖ 3D ACT作為推廣工具，增加終端醫院覆蓋。愛康醫療開發並推出3D ACT平臺，有助外科醫生模擬和規劃手術。截至2018年6月30日，3DACT平臺已收集了3,036宗手術資料，並為647家醫院提供服務（比2017年底多101家）。3DACT平臺有助提升愛康的醫院覆蓋，同時帶動公司常規產品和3D列印植入物的銷售。根據F&S，愛康是中國唯一一家提供一站式骨科手術解決方案的公司，從手術數位化模型建立到植入物商業化生產製造。
- ❖ 領先關節植入物製造商，擁有全面的產品線。愛康在骨關節領域擁有全面的傳統產品線，同時覆蓋低端至高端市場。目前，其產品品質可與外資品牌媲美，並且享有較好的價格優勢，性價比頗高。公司髖關節和膝關節常規植入物在2014-17E財年的複合年均增長率分別為32.4%/30.7%，我們預計其2017-20E財年銷售複合年均增長率將為35.4%/27.9%，受益於1) 進口替代加速，2) 新產品推出（陶瓷元件），3) 3DACT平臺覆蓋增加帶動產品銷售。
- ❖ 2017-20財年淨利潤複合年均增長率為36.2%。我們預計18/19/20E財年公司的總收入將增長56.8%/29.7%/27.7%，對應37.4%的銷售複合年均增長率。我們預計18/19/20E財年淨利潤將增長42%/33.7%/33.2%至人民幣1.5億/2億/2.7億，對應于36.2%複合年均增長率。
- ❖ 首次覆蓋給予「買入」評級，目標價6.30港元。根據5年期DCF模型（WACC：11.1%，終端增長率為3%），我們得出每股6.30港元的目標價，對應2019財年預測市盈率的28.8倍。愛康擁有強勁的內生增速，受益於進口替代加速，同時考慮到其3D列印服務的技術壁壘及先發優勢，我們認為其未來增速預見性頗高。
- ❖ 催化劑：1) 定制化3D列印產品上市，2) 陶瓷產品增長超預期；風險：1) 集采降價超預期，2) 器械兩票制鋪開。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	271	373	585	758	968
核心淨利潤(百萬人民幣)	77	105	150	200	266
核心EPS(人民幣)	0.10	0.14	0.14	0.19	0.26
EPS變動(%)	19.1	34.7	3.8	33.7	33.2
市盈率(x)	45.2	33.5	31.8	23.8	17.9
市帳率(x)	11.9	5.3	6.0	5.0	4.2
股息率(%)	0.9	2.1	0.9	1.3	1.7
權益收益率(%)	26.3	15.8	18.8	21.2	23.4
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$6.30
潛在升幅	+19.1%
當前股價	HK\$5.29

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	5,501
3個月平均流通(百萬)	15.9
52周內高/低(港元)	6.78/1.75
總股本(百萬)	1,037.5

資料來源：彭博

股東結構

管理層	63.9%
OrbiMed	7.5%
流通股	28.6%

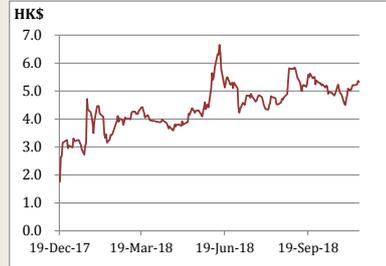
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	8.0%	8.1%
3月	18.5%	25.6%
6月	24.3%	50.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：KPMG

公司網站：www.ak-medical.net

投資要點

中國骨關節植入物製造商龍頭

愛康醫療在2003年於中國北京成立，從事於骨科植入物的設計、開發、生產和銷售。公司專注於髖關節和膝關節植入物，產品用於初次手術及翻修手術。2017年，以銷量計，愛康醫療在中國骨關節植入物市場中排名第一，擁有15%市場份額，按收入計排名第五，擁有8%的市場份額。此外，愛康醫療是國內首家將3D列印技術運用於骨科植入物的公司，也是國內唯一一家獲得國家藥監局3D列印植入物註冊證的公司。我們認為愛康擁有齊全的常規產品組合，同時具備技術競爭優勢，前沿的3D列印業務讓愛康從同業中脫穎而出。公司未來將保持強勁增長，並通過強勁內生增速和前沿技術鞏固其行業領先地位。

投資摘要

3D 列印骨關節植入物先行者，擁有獨家上市產品。

3D 列印骨關節植入物市場仍處於發展初期，是一個競爭者尚少的新興行業。3D 列印植入物較傳統產品擁有諸多優勢（骨小梁結構帶來更佳生物固定性；定制化產品與缺損骨骼吻合，更符合病人解剖結構），3D 列印植入物行業增長潛力較大。愛康醫療是國內首家也是唯一一家獲得藥監局3D 列印髖關節及脊柱植入物註冊證的公司。目前已商業化的標準化3D 列印植入物銷售從2015年的人民幣110萬元迅速增加至2017年的3,340萬元人民幣，占總收入比重從2016財年的4.5%上升至2017財年的9%。我們預期兩年後3D 列印植入物的收入貢獻比例將達到20%，預計2017-20財年3D 列印植入物的收入複合年均增長率為80.7%，驅動因素有：1) 3D 列印植入物替代傳統植入物，2) 產品市場覆蓋進一步擴大及3) 定制化3D 列印植入物上市。

3D ACT 解決方案平臺有效增加醫院覆蓋

愛康醫療開發並推出3D ACT 解決方案，該平臺協助外科醫生模擬和規劃手術，如簡化手術過程，提供個性化手術器械及手術前選定植入物的軟體平臺。截至2018年6月30日，3D ACT 平臺已收集了3,036宗手術的資料，有助後期骨科醫生規劃及進行手術。3D ACT 平臺有助提升愛康醫療的醫院覆蓋，同時推廣常規產品和3D 列印植入物。截至2018年6月底，該平臺已為647家醫院提供服務（比2017年多101家），其中436家為三級醫院。根據F&S，愛康醫療是中國唯一一家提供一站式骨科手術解決方案的公司，從手術數位化模型建立及植入物商業化生產製造。我們相信，憑藉獨家3D 列印植入物產品及3D ACT 平臺，愛康醫療將於同業中脫穎而出。

領先骨關節製造商擁有全面的傳統骨關節產品

愛康醫療的骨關節產品線較為齊全，覆蓋低端和高端市場。公司的產品從第一代（金屬植入物）開始發展，慢慢演變至第二代（陶瓷植入物）和第三代（3D 列印產品）。目前，其產品品質可與外資品牌媲美，並具備價格優勢，性價比較高。在2018年9月，愛康醫療獲得國家藥品監督管理局陶瓷內襯批件，該產品屬於髖關節植入物套件的重要部件，陶瓷內襯將豐富公司現有高端產品線，與公司已有的陶瓷球頭部件，可以組成陶瓷球頭和陶瓷內襯元件。

陶瓷產品目前外資品牌佔據市場較多份額，預期未來陶瓷部件將錄得較高增速。髖關節和膝關節常規植入物在 2014-17 財年的複合年均增長率為 32.4%/30.7%，我們預計其 2017-20 財年的銷售複合年均增長率將為 35.4%/27.9%。

市場機遇

躋身與快速增長的骨關節植入物市場，2016-21 年行業複合年均增長率達 13.9%。

骨關節植入物市場（主要由髖關節和膝關節植入物組成）在整個骨科植入物市場中增長最快，預計市場規模將從 2016 年的 41 億人民幣增長至 2021 年的 78 億，複合年均增長率為 13.9%，主要歸因於 1) 人口老齡化，2) 骨科醫生增加，3) 手術費負擔能力提高，及老年人觀念改善對骨科手術的接受度提升，4) 產品升級及新技術和新材料的出現。作為骨關節行業領軍者，愛康醫療將受益於行業內的進口替代加速及國產品牌的政策紅利，我們預計其將錄得高於行業的增長。

財務分析

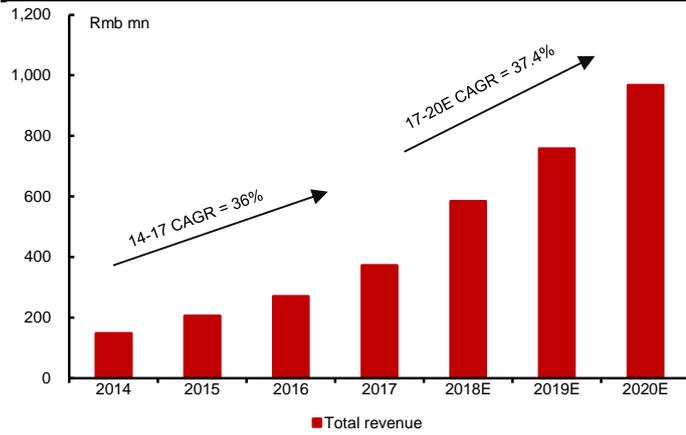
預計 2017-20 年的銷售複合年均增長率為 37.4%

我們預計 2018 / 19 / 20 的總收入增長為 56.8%/ 29.7%/ 27.7%，對應 37.4% 的銷售複合年均增長率。我們預計 2018 財年公司內生增長為 30%，JRI 公司將貢獻約人民幣 1 億元收入。常規產品方面，我們預計膝關節和髖關節植入物在未來三年內將實現 27.9%/ 35.4% 的銷售複合年均增長率，驅動因素包括：1) 骨關節植入物市場進口替代在加速，2) 公司新產品推出，預期陶瓷元件快速增長，3) 3D ACT 平臺醫院覆蓋增加帶動產品銷售。至於 3D 列印產品，我們預計 2017-20 財年的銷售複合年均增長率為 80.7%，主要因為 1) 公司擁有國內獨家的 3D 列印植入物批件，具備先發優勢，2) 3D ACT 平臺推廣帶動產品銷售，3) 定制化 3D 列印植入物即將推出。

預計 2017-20 財年淨利潤複合年均增長率為 36.2%。

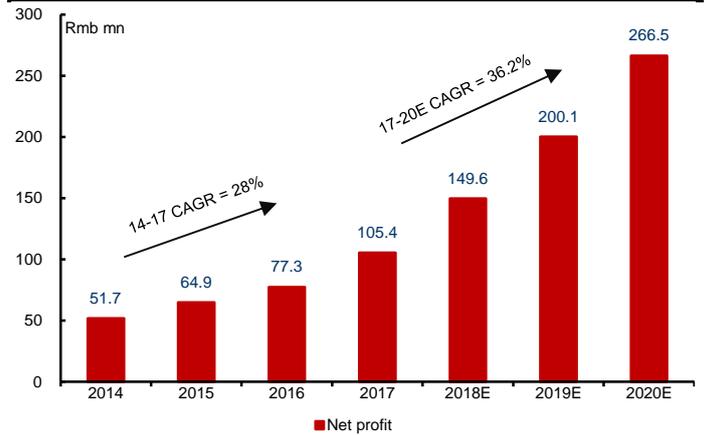
由收入增長帶動，我們預計 2018/19/20 財年淨利潤將同比增長 42%/33.7%/33.2% 至人民幣 1.5 億/2 億/2.7 億，對應于 36.2% 的複合年均增長率。2018 年利潤增速慢過收入，主要因為新收購 JRI 公司目前處於盈虧平衡點，利潤貢獻有限。我們預計 2018 財年的毛利率/淨利潤率將下降至 69.1%/25.6%，並在 2019/20 財年回升至 70.6%/26.4% 和 71.5%/27.5%，後期盈利回升受益於高毛利產品拉動，如 3D 列印植入物和新產品收入占比提升。

圖 1: 愛康醫療收入增長預測



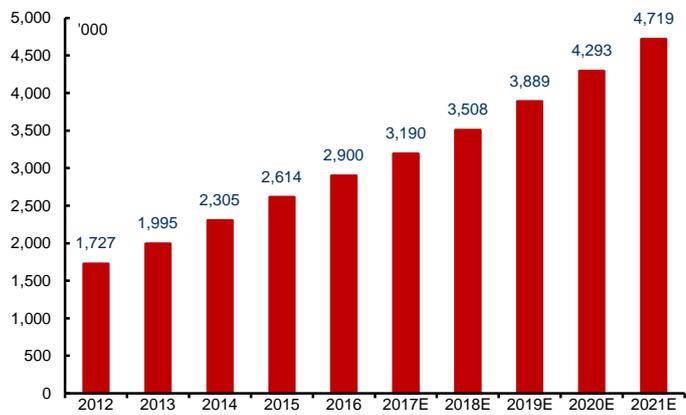
資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 2: 愛康醫療利潤增長預測



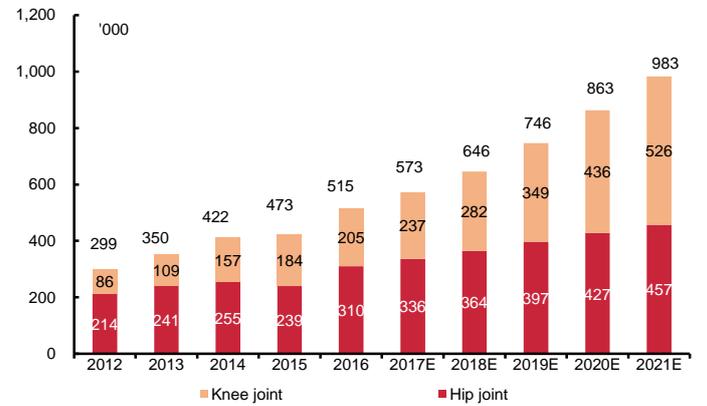
資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 3: 中國骨科植入物市場手術量



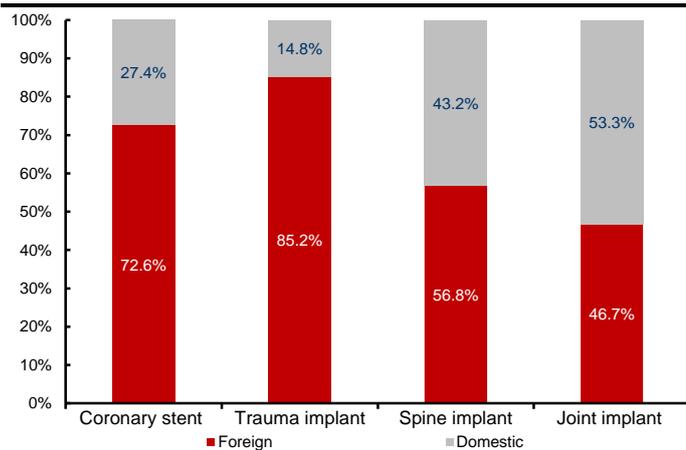
資料來源: F&S, 招銀國際

圖 4: 中國骨科關節植入物市場手術量



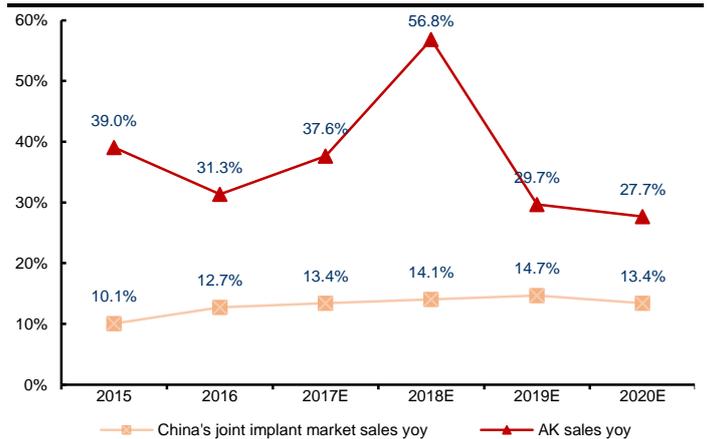
資料來源: F&S, 招銀國際

圖 5: 2016年各器械子板塊進口替代狀況對比(以銷量計算)



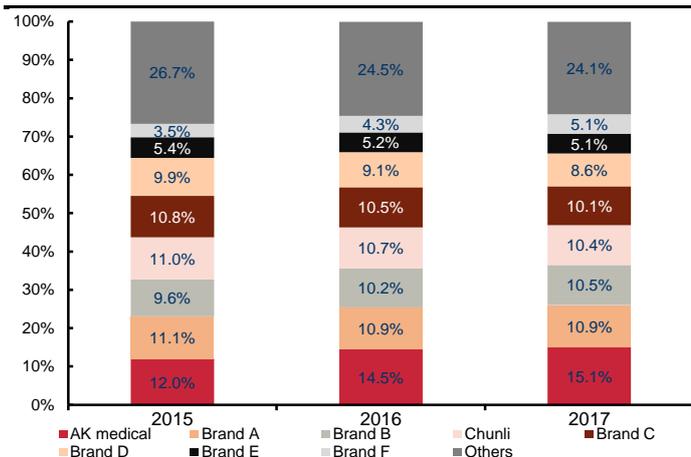
資料來源: PICO, 招銀國際

圖 6: 愛康醫療預計保持高於行業的增速



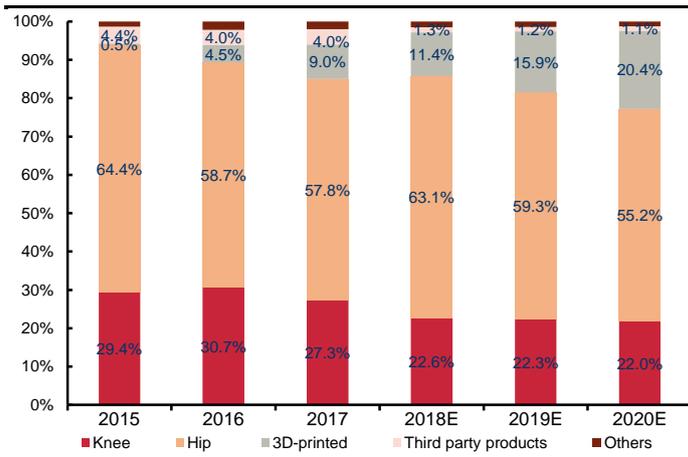
資料來源: F&S, 公司, 招銀國際預測

圖 7: 以銷量計, 愛康於中國關節市場市占率第一



來源: F&S, 招銀國際

圖 8: 愛康醫療收入分佈預測



來源: 公司, 招銀國際預測

估值

首次覆蓋給予買入評級, 目標價 6.30 港元

愛康醫療在 14-17 財年錄得 36.2% 的年複合年均增長率。躋身於快速增長的骨科關節植入物行業, 享受行業內進口替代加速紅利, 加上獨家 3D 列印植入物產品和先發優勢, 我們相信愛康將保持強勁增長態勢。我們預計 17-20 財年收入複合年均增長率為 37.4%, 淨利潤複合年增長率為 36.2%。我們給予愛康買入評級, 並根據 5 年期 DCF 模型得出目標價格每股 6.30 港元 (WACC: 11.5%, 終端增長率為 3%), 對應 FY18 / 19E PER 為 38x / 28.7x 和 FY18E PEG 為 1.06 倍, 考慮到其增長可預計性較高及其 3D 列印服務先發優勢, 目標估值合理。

圖 9: 愛康醫療 DCF 模型

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
	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
淨利潤	150	200	266	349	451
折攤	18	56	67	78	83
稅後淨利息	(7)	(6)	(7)	(11)	(16)
資本開支	(300)	(100)	(100)	(50)	(50)
營運現金變動	(47)	5	(57)	(1)	(63)
自由現金流	(186)	155	169	365	405
終值					0

公司價值 5,438

減: 負債及優先

銀行存款及保

股權價值

股本數量

每股價值(人)

每股價值(港)

0

無風險利率

Beta

風險溢價

股權成本

債務成本

WACC

終值增長率

來源: 公司及招銀國際預測

圖 10: 敏感性分析

Terminal growth / WACC	9.6%	10.1%	10.6%	11.1%	11.6%	12.1%	12.6%
1.5%	6.60	6.20	5.80	5.50	5.20	4.90	4.70
2.0%	6.90	6.50	6.10	5.70	5.40	5.10	4.80
2.5%	7.30	6.80	6.40	6.00	5.60	5.30	5.00
3.0%	7.80	7.20	6.70	6.30	5.90	5.50	5.20
3.5%	8.30	7.70	7.10	6.60	6.20	5.80	5.40
4.0%	8.90	8.20	7.50	7.00	6.50	6.10	5.70
4.5%	9.70	8.80	8.00	7.40	6.90	6.40	6.00

來源：公司及招銀國際預測

相對估值

愛康醫療目前的 FY18 / 19E 市盈率為 31 倍 / 23 倍，比同業平均水準高約 30%。鑒於其在骨科植入物市場的龍頭地位及其前沿及獨家的 3D 列印業務，我們相信愛康醫療在行業內擁有絕對優勢。

市盈率倍數方面，目前愛康的 18 財年 PEG 為 0.88 倍，而同業平均為 18 財年 PEG 1.4 倍。我們相信愛康未來 3 年的增速可預見性較高，目前國內政策鼓勵器械企業創新，鼓勵國產器械使用，可以充分發揮國產品牌價格優勢，在醫保報銷比例和招標傾斜下，愛康醫療作為龍頭關節植入物生產商，將成為進口替代加速的最先受益者，同時其開闢了國內骨科植入物 3D 列印行業先河，該行業未來增長潛力巨大。

圖 11: 同業估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$m	市盈率(x)			市賬率(x)			EV/EBITDA (x)			股本回報率(%)			EPS CAGE FY17-20E	PEG FY18E
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E		
愛康醫療	1789	5.29	5,501	28.5	31.8	23.8	5.3	6.0	5.0	35.6	25.5	16.9	21.9	18.8	21.2	36%	0.9
春立醫療	1858	26.20	1,812	10.9	16.0	13.7	1.4	2.6	2.2	4.6	11.5	9.2	13.4	17.3	17.5	26%	0.6
威高股份	1066	7.22	32,651	16.9	19.2	16.5	1.6	2.0	1.9	10.2	13.9	12.2	13.7	10.9	11.6	5%	4.1
微创醫療	853	11.12	17,818	73.8	47.3	33.0	3.5	4.8	4.2	16.8	22.5	18.5	5.1	10.5	13.3	64%	0.7
普華和順	1358	1.22	1,914	56.3	6.4	5.7	0.7	0.6	0.5	18.5	N/A	N/A	4.8	9.7	9.7	N/A	N/A
昊海生物科技	6826	43.95	7,034	13.4	13.7	11.2	1.6	1.9	1.7	7.2	8.8	6.8	12.2	14.2	16.4	22%	0.6
先健科技	1302	1.73	7,502	41.0	34.8	22.9	6.4	5.4	4.6	29.4	28.9	18.9	17.0	15.0	17.1	27%	1.3
Sisram Med	1696	4.98	2,202	21.6	N/A	N/A	1.3	N/A	N/A	11.0	N/A	N/A	N/A	5.2	6.1	N/A	N/A
			平均	32.8	24.2	18.1	2.7	3.3	2.9	16.7	18.5	13.8	12.6	12.7	14.1	0.3	1.4

資料來源：彭博，招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	270.8	372.7	584.5	757.9	967.8
膝關節植入	83.0	101.7	132.2	168.8	212.6
髖關節植入	158.9	215.3	369.1	449.2	534.6
3D打印產品	12.1	33.4	66.9	120.4	197.5
代理產品					
其他					
銷售成本	(83.5)	(108.9)	(180.7)	(223.1)	(275.5)
毛利	187.3	263.8	403.9	534.8	692.2
其他收益	0.8	2.7	2.7	2.7	2.7
銷售費用	(36.2)	(50.4)	(105.2)	(136.4)	(174.2)
行政費用	(38.1)	(56.2)	(76.3)	(98.3)	(121.5)
研發開支	(20.4)	(35.0)	(54.8)	(71.1)	(90.8)
息稅前收益	93.4	124.9	170.2	231.6	308.5
淨財務收入/(支出)	1.7	0.5	7.9	6.6	8.8
非經常性收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
稅前利潤	95.0	125.4	178.1	238.2	317.2
所得稅	(17.7)	(20.0)	(28.5)	(38.1)	(50.8)
非控制股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
淨利潤	77.3	105.4	149.6	200.1	266.5
息稅折攤前收益	102.1	137.1	188.1	287.6	375.2

來源: 公司及招銀國際研究

資產負債表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	83.1	126.0	448.1	492.1	525.3
物業/廠房/設備	69.8	104.7	388.8	440.7	481.8
無形資產	6.6	10.5	48.4	40.5	32.7
遞延稅項	6.7	10.4	10.4	10.4	10.4
其他非流動資產					
流動資產	322.5	731.6	580.1	735.3	962.0
存貨	67.8	86.8	131.0	138.0	194.2
应收账款					
定存、預付款和其他應收	12.5	6.1	6.1	6.1	6.1
可交易金融資產	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
現金及等价物	160.6	517.5	276.0	384.6	491.2
流動負債	99.0	179.4	222.8	274.4	337.8
应付賬款	64.9	138.4	181.9	233.4	296.9
应付稅	8.9	13.3	13.3	13.3	13.3
遞延收入	21.9	22.7	22.7	22.7	22.7
准备金					
非流動負債	12.1	10.3	10.3	10.3	10.3
遞延收入	8.2	7.9	7.9	7.9	7.9
遞延稅項	3.9	2.4	2.4	2.4	2.4
淨資產總值	294.4	668.0	795.2	942.8	1,139.3
少數股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股東權益	294.4	668.0	795.2	942.8	1,139.3

來源: 公司及招銀國際研究

現金流量表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	93.4	124.9	170.2	231.6	308.5
折攤和攤銷	8.8	12.2	17.9	56.0	66.8
營運資金變動	(21.2)	(6.8)	(46.6)	4.9	(56.6)
稅務開支	(12.6)	(17.0)	(28.5)	(38.1)	(50.8)
其他	1.3	3.3	0.0	0.0	0.0
經營活動所得現金淨額	69.6	116.7	113.0	254.4	267.9
資本開支	(29.8)	(52.0)	(340.0)	(100.0)	(100.0)
其他	2.7	1.4	7.9	6.6	8.8
投資活動所得現金淨額	(27.2)	(50.6)	(332.1)	(93.4)	(91.2)
股本融資所得淨額	0.0	369.4	0.0	0.0	0.0
派息	(50.1)	(73.1)	(22.4)	(52.5)	(70.0)
其他	64.2	(1.5)	0.0	0.0	0.0
融資活動所得現金淨額	14.0	294.7	(22.4)	(52.5)	(70.0)
現金淨變動	56.5	360.7	(241.5)	108.6	106.6
年初現金及現金等值物	100.1	160.6	517.5	276.0	384.6
匯兌差額	4.0	(3.9)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等值物	160.6	517.5	276.0	384.6	491.2

來源: 公司及招銀國際研究

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
膝關節植入	30.7	27.3	22.6	22.3	22.0
髖關節植入	58.7	57.8	63.1	59.3	55.2
3D打印產品	4.5	9.0	11.4	15.9	20.4
代理產品					
其他					
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	69.2	70.8	69.1	70.6	71.5
息稅折攤前利潤率	37.7	36.8	32.2	38.0	38.8
稅前利率	35.1	33.6	30.5	31.4	32.8
淨利潤率	28.6	28.3	25.6	26.4	27.5
核心淨利潤率	33.9	33.2	25.6	26.4	27.5
有效稅率	18.6	16.0	16.0	16.0	16.0
增長 (%)					
收入	31.3	37.6	56.8	29.7	27.7
毛利	31.9	40.8	53.1	32.4	29.4
息稅折攤前利潤	30.9	34.3	37.2	52.9	30.5
經營利潤	28.0	33.8	36.3	36.1	33.2
淨利潤	21.0	36.3	42.0	33.7	33.2
核心淨利潤	35.4	35.1	20.8	33.7	33.2
資產負債比率					
流動比率 (x)	3.3	4.1	2.6	2.7	2.8
平均應收賬款周轉天數	74.2	92.0	90.0	90.0	90.0
平均應付賬款周轉天數	93.9	99.6	100.0	100.0	100.0
平均存貨周轉天數	275.9	259.1	220.0	220.0	220.0
淨負債/權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	26.3	15.8	18.8	21.2	23.4
資產回報率	19.1	12.3	14.6	16.3	17.9
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.10	0.14	0.14	0.19	0.26
核心每股盈利(人民幣)	0.12	0.16	0.14	0.19	0.26
每股股息(港元)	0.04	0.10	0.04	0.06	0.08
每股帳面值(人民幣)	0.4	0.9	0.8	0.9	1.1

來源: 公司及招銀國際研究

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: 香港中環花園道三號冠君大廈 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责任。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。