

光伏设备行业

掘金光伏热

强劲的光伏新增装机需求、光伏产品制造商积极的产能扩张计划以及新兴的技术变革，将使得中国光伏设备提供商成为下游产业资本开支上升周期的主要受益者。我们给予光伏设备行业**优于大市**评级，首次覆盖国内行业龙头**晶盛机电 (300316 CH)** 及**捷佳伟创 (300724 CH)** 并给予**买入**评级。

- **全球光伏迎来新一轮装机潮。**我们认为光伏发电平价时代的到来，将进一步推动全球光伏装机需求的增长。根据招银国际新能源研究团队预测，在基准情形下，2020至2025年，全球光伏新装机容量将较2014至2019年的503GW激增112%至1,064GW，为光伏设备需求的增长提供良好条件。
- **光伏设备提供商将受益于光伏产品制造商积极的产能扩张计划。**为了通过规模效应扩大市场份额及提升成本竞争优势，中国光伏产品制造商相继提出了规模宏大的产能扩张计划。我们按项目预测，国内主要光伏产品制造商已规划新增221GW硅片产能及320GW PERC电池产能。我们预测2020至2022年间，在基准情形下，扩产计划将转化为每年340亿元人民币的设备需求，较2019年的市场规模高32%。若光伏产品制造商宣布进一步的扩产计划，我们的预测还将有上行空间。
- **下一代技术进一步推动设备需求增长。**对于光伏电池，在下一代技术路线中，我们预期异质结技术(HJT)在三到五年后可能会得到更广泛应用，并将刺激更多的设备需求，因其与当前主流技术生产线设备无法兼容，且每GW资本开支更高(5亿元人民币，高于PERC一倍)。目前中国光伏电池生产商规划的HJT产能或将刺激设备需求较我们基准情形下的电池设备需求再提升29%。对于硅片而言，新兴的超大尺寸(182mm及210mm)将带来全产业链的设备升级或替换需求。
- **世界一流设备提供商的兴起。**就目前主流技术而言，中国已基本实现光伏设备生产的自给自足，并正在经历下一代技术的设备本土化。晶盛机电及捷佳伟创已经在中国光伏硅片生产设备及光伏电池设备领域确立龙头地位，2019年市场份额分别为11%及9%。我们相信，两家公司将成为下游产业资本开支上升周期的主要受益者。
- **首次覆盖晶盛机电，给予买入评级。**我们相信，晶盛机电作为国内领先的光伏硅片生产设备提供商，可依托其与单晶硅片寡头之一的**中环股份 (002129 CH, 未评级)**之间牢固的关系、多样化的客群以及领先的研发能力抓住下游需求增长的发展机遇。我们预测2019至2022年，公司净利润的年复合增长率将达到34%。我们给予公司目标价40.20元人民币，对应45倍2021年预测市盈率，相当于其历史平均倍数加0.5标准差，以反映当前的上升周期。
- **首次覆盖捷佳伟创，给予买入评级。**我们看好公司的行业龙头地位，提供覆盖主流PERC技术约70%资本开支的丰富产品线，以及其在开发HJT生产设备上的先发优势，因此即使技术变，公司也能享受设备需求的上升周期带来的红利。我们预测2019至2022年，公司净利润的年复合增长率将达到47%。我们给予公司目标价138元人民币，对应49倍2021年预测市盈率。
- **主要风险：1) 下游扩产计划不及预期；2) 技术风险；3) 与客户关系恶化或客户财务状况恶化。**

估值表

公司名称	股票代码	评级	目标价 (人民币)	当前股价 (人民币)	市盈率(x)		ROE (%)	
					FY20E	FY21E	FY20E	FY21E
晶盛机电	300316 CH	买入	40.20	29.56	50.9	35.7	17.1	21.2
捷佳伟创	300724 CH	买入	138.00	112.15	56.6	36.0	20.4	26.0

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

优于大市

中国设备行业

隋晓萌

(852) 3761 8775

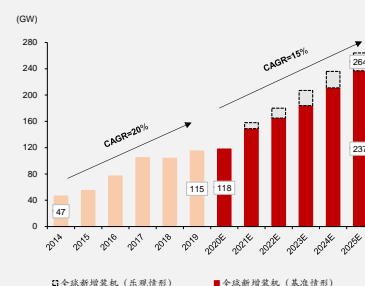
suixiaomeng@cmbi.com.hk

冯健嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

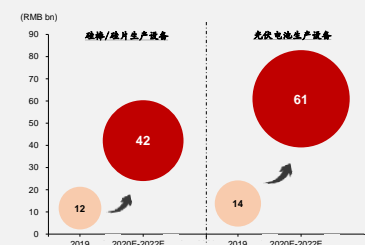
全球光伏新增装机预测



资料来源：IEA PVPS, Solarpower Europe, 招银国际预测

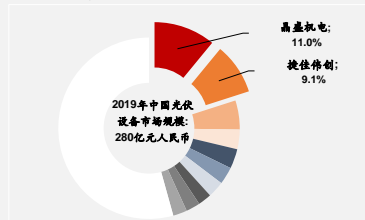
注：年复合增长率基于基准情形计算。

中国光伏设备市场规模预测



资料来源：中国光伏行业协会，招银国际预测

2019年中国光伏设备市场占有率



资料来源：中国光伏行业协会，招银国际预测

晶盛机电 (300316 CH)

领先的国内晶体生长设备供应商

我们首次覆盖晶盛机电，给予买入评级，目标价 40.20 元人民币。我们相信，晶盛机电作为国内领先的光伏硅片生产设备提供商，可依托其与单晶硅片寡头之一的中环股份 (002129 CH, 未评级) 之间牢固的关系、多样化的客群以及领先的研发能力抓住下游需求增长的发展机遇。我们预测 2019 至 2022 年，公司净利润的年复合增长率将达到 34%。我们给予公司目标价 40.20 元人民币，对应 45 倍 2021 年预测市盈率，相当于其历史平均倍数加 0.5 标准差，以反映当前的上升周期。

- **光伏晶硅生长设备的主要供应商。**晶盛机电是领先的中国晶硅生长和加工设备供应商，根据我们的测算，公司 2019 年在国内硅棒/硅片生产设备销售中占据了 26% 的市场份额。公司产品涵盖光伏硅片生产中 90% 以上的资本开支，其中晶体生长炉是其最核心产品。
- **与中环股份保持长期合作可确保业务增长。**公司是全球最大单晶硅片生产商之一中环股份的晶体生长炉核心供应商。我们认为公司能够继续从中环股份积极的产能扩张中获利，后者计划在 2023 年之前增加 50GW G12 产能，占我们预测国内新增产能的 25%。G12 是中环股份发布的超大型硅片，据我们了解，其在下游组件端正在获得越来越多的应用。我们相信大硅片的推广将为公司带来更多的设备更换需求。此外，我们预计公司在非隆基市场份额超过 60%，这将确保其能够从更多客户的产能扩张中获得增长。我们预测 2019 至 2022 年，公司晶体生长设备收入的年复合增长率将达到 40%。
- **提升研发能力以增强光伏设备优势，并开拓半导体设备行业机遇。**公司多年来保持高于同业的研发支出，使得其成为最早一批能够为大硅片提供所需设备、克服更高技术壁垒的设备供应商。此外，公司也是少数能够为半导体客户提供 8 英寸和 12 英寸晶体生长炉的国内供应商之一，这使其能够在国内半导体晶圆厂扩产和设备本土化的过程中打入这一潜力巨大的市场。
- **主要风险：1) 下游产业扩产计划不及预期；2) 客户关系，特别是与中环股份的关系恶化；3) 客户财务状况恶化。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	2,536	3,110	3,936	5,560	7,341
净收入(百万元人民币)	582	637	810	1,155	1,525
每股盈利(元人民币)	0.52	0.50	0.63	0.90	1.19
每股盈利变动(%)	34	(5)	27	43	32
市场预测每股盈利(元人民币)	不适用	不适用	0.64	0.85	1.07
市盈率(倍)	56.4	59.6	46.9	32.9	24.9
市帐率(倍)	9.4	8.3	7.7	6.3	5.1
股息率(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
权益收益率(%)	15.3	14.8	17.1	21.2	22.8
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	RMB 40.20
潜在升幅	+36.0%
当前股价	RMB 29.56

中国设备行业

隋晓萌

(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826
waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万元人民币)	37,970
3月平均流通量(百万元人民币)	1,025.38
52周内股价高/低(元人民币)	35.68/13.20
总股本(百万)	1,284

资料来源：彭博

股东结构

绍兴上虞晶盛投资管理 咨询有限公司	48.32%
邱敏秀	2.97%
曹建伟	2.77%

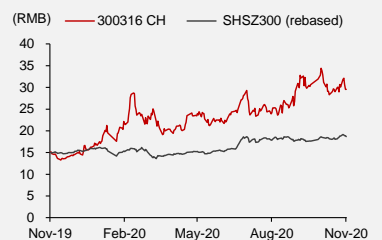
资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1个月	-9.9%	-11.5%
3个月	23.7%	17.1%
6个月	26.2%	1.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：天健

财务分析

利润表

截至12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入	2,536	3,110	3,936	5,560	7,196
晶体生长设备	1,940	2,173	2,934	4,342	5,775
智能化加工设备	277	504	428	480	528
设备改造服务	-	165	199	254	313
蓝宝石产品	125	66	171	240	288
其他	194	201	203	244	293
营业成本	(1,534)	(2,004)	(2,566)	(3,560)	(4,562)
毛利润	1,002	1,105	1,370	2,000	2,634
销售费用	(46)	(46)	(63)	(86)	(112)
行政费用	(114)	(126)	(161)	(234)	(302)
研发费用	(183)	(186)	(216)	(328)	(461)
其他营运费用	(24)	(15)	(58)	(72)	(88)
核心营业利润	636	733	871	1,280	1,711
减值拨备	(93)	(97)	(57)	(51)	(46)
其他收入及开支	82	70	71	51	37
税前利润	649	721	943	1,352	1,789
所得税	(80)	(97)	(146)	(209)	(277)
少数股东权益	14	13	13	13	13
净利润	582	637	810	1,155	1,525

现金流量表

截至12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税后利润	568	624	797	1,142	1,512
折旧与摊销	82	114	136	144	165
营运资金变动	(558)	(47)	422	(160)	(857)
其他	73	88	(155)	35	26
经营活动现金流	166	779	1,199	1,161	846
资本开支	(235)	(95)	(188)	(292)	(279)
其他	(213)	(441)	(648)	(280)	(459)
投资活动现金流	(449)	(536)	(835)	(571)	(738)
筹资活动	74	1	-	-	-
净借贷变动	4	(45)	(4)	3	(3)
支付股息及利息	(108)	(135)	(128)	(128)	(128)
其他	(0)	5	-	-	-
融资活动现金流	(29)	(174)	(133)	(125)	(132)
现金增加净额	(312)	69	232	464	(24)
期初现金	790	476	545	777	1,241
汇兑影响	(1)	(0)	-	-	-
减去: 限制性现金	80	37	88	126	306
期末现金	476	545	777	1,241	1,217

资产负债表

截至12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
流动资产	4,427	5,675	7,824	10,086	12,627
现金及限制性现金	556	582	865	1,367	1,523
贸易应收款	1,583	2,865	3,936	5,004	6,460
存款	1,451	1,389	2,121	2,641	3,327
其他流动资产	837	839	902	1,074	1,317
非流动资产	1,908	2,187	2,654	2,879	3,042
长期股权投资	263	503	846	930	977
固定资产及在建工程	980	1,147	1,145	1,269	1,379
其他非流动资产	665	537	663	680	687
总资产	6,335	7,863	10,478	12,965	15,669
流动负债	2,038	3,085	5,292	6,726	8,021
短期借款	84	42	39	40	39
贸易应付款	1,230	1,869	2,309	3,204	3,720
合同负债	518	1,007	2,780	3,303	4,063
其他流动负债	207	167	164	179	199
非流动负债	66	61	63	67	67
长期借款	39	36	34	36	34
其他非流动负债	27	25	29	31	33
总负债	2,104	3,146	5,355	6,793	8,088
股本	1,285	1,284	1,284	1,284	1,284
储备	1,415	1,448	1,540	1,650	1,784
未分配利润	1,358	1,819	2,120	3,045	4,308
股东权益	4,058	4,551	4,944	5,980	7,376
少数股东权益	173	165	179	192	205
总权益	4,231	4,716	5,122	6,172	7,582

主要比率

截至12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入结构 (%)					
晶体生长设备	76	70	75	78	80
智能化加工设备	11	16	11	9	7
设备改造服务	-	5	5	5	4
蓝宝石产品	5	2	4	4	4
其他	8	6	5	4	4
同比增长 (%)					
收入	30	23	27	41	32
毛利润	34	10	24	46	35
净利润	50	10	27	43	32
经营效率 (%)					
毛利率	39.5	35.5	34.8	36.0	36.6
核心经营利润率	25.1	23.6	22.1	23.0	23.3
净利润率	23.0	20.5	20.6	20.8	20.8
资产负债表比率 (%)					
财务杠杆	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
平均应收款周转天数	277	261	315	293	288
平均存货周转天数	180	167	163	156	150
平均应付款周转天数	273	282	297	283	274
回报率 (%)					
权益回报率	15.3	14.8	17.1	21.2	22.4
资产回报率	9.4	9.0	8.8	9.9	10.5
每股数据 (人民币)					
每股基本盈利	0.52	0.50	0.63	0.90	1.16
每股股息	0.10	0.10	0.10	0.10	0.12
每股净资产	3.16	3.54	3.85	4.66	5.72

资料来源:公司及招银国际证券预测

捷佳伟创 (300724 CH)

产品线全面的领先光伏电池设备提供商

我们首次覆盖捷佳伟创，给予买入评级，目标价 138 元人民币。我们看好公司的行业龙头地位，提供覆盖主流 PERC 技术约 70% 资本开支的丰富产品线，以及开发 HJT 生产设备的先发优势，因此即使技术改变，公司都能享受设备需求上升周期带来的红利。我们预测 2019 至 2022 年间，公司的净利润年复合增长率将达到 47%。我们给予公司目标价 138 元人民币，对应 49 倍 2021 年预测市盈率。

- 领先的光伏电池设备供应商。**捷佳伟创主要提供用于光伏电池生产的扩散沉积设备及湿法工艺设备。得益于强劲的下游产能扩张及进口替代趋势，2015 至 2019 年，公司收入及净利润的年复合增长率分别达到 64% 及 76%。2019 年，公司的收入超过梅耶博格，成为全球最大的光伏电池生产设备供应商。
- PERC 扩产周期的主要受益者。**我们认为公司是 PERC 扩产周期的主要受益者，由于：1) 其产品范围涵盖约 70% 的 PERC 电池生产线资本开支，并在核心 PECVD 设备上具备较强的产品竞争力和较高的市场占有率；2) 其广泛的客群覆盖了最主要的光伏电池制造商，以及 3) 其尖端的研发能力可以转化为更高效、更高利润率的新产品。
- 下一代光伏电池技术设备的先行者。**公司是目前少数能够为 HJT 电池生产线提供设备的中国公司之一，因而能够更早地捕捉下一代光伏电池设备的新兴需求。为满足不断增加的订单，公司近期公告了 A 股定增计划，计划最多筹集 25 亿元人民币，为其 PERC+/HJT 设备产能扩张提供资金。公司还透露了进入半导体设备领域的雄心，并安排了详细的研发和生产计划。我们认为，这或将成为公司下一个增长点，并将为我们现有的盈利预测提供进一步上涨空间。
- 主要风险：1) 下游产业扩产计划不及预期；2) 研发进展不及预期或赌错技术路线；3) 毛利率收缩；4) 客户财务状况恶化。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	1,493	2,527	4,169	6,478	8,472
净收入(百万元人民币)	306	382	572	902	1,210
每股盈利(元人民币)	1.12	1.19	1.78	2.81	3.77
每股盈利变动(%)	6	7	49	58	34
市场预测每股盈利(元人民币)	不适用	不适用	1.84	2.66	3.52
市盈率(倍)	100.1	94.0	62.9	39.9	29.8
市帐率(倍)	16.1	14.1	11.8	9.3	7.2
股息率(%)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
权益收益率(%)	19.4	16.0	20.4	26.0	27.2
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	RMB 138.00
潜在升幅	+23.0%
当前股价	RMB 112.15

中国设备行业

隋晓萌

(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826
waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万元人民币)	36,025
3月平均流通量(百万元人民币)	299.41
52周内股价高低(元人民币)	119.97/29.73
总股本(百万)	321.2

资料来源：彭博

股东结构

余仲	9.13%
梁美珍	8.86%
左国军	8.29%

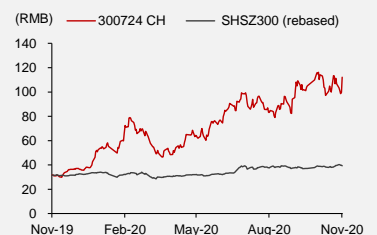
资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1个月	-13.8%	-15.3%
3个月	20.0%	13.6%
6个月	55.2%	25.2%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：容诚

财务分析

利润表

截至12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入	1,493	2,527	4,169	6,478	8,472
扩散沉积设备	838	1,723	2,723	4,439	5,859
湿法工艺设备	383	426	767	1,090	1,395
自动化设备	184	284	534	748	935
零部件及其他	87	93	145	202	283
营业成本	(895)	(1,717)	(3,043)	(4,720)	(6,149)
毛利润	598	810	1,126	1,758	2,323
销售费用	(118)	(179)	(83)	(149)	(212)
行政费用	(46)	(73)	(88)	(149)	(195)
研发费用	(77)	(123)	(167)	(298)	(424)
其他营运费用	12	1	(55)	(62)	(75)
核心营业利润	369	437	733	1,100	1,418
减值拨备	(68)	(86)	(172)	(103)	(72)
其他收入及开支	50	78	83	25	27
税前利润	351	429	643	1,021	1,372
所得税	(45)	(55)	(80)	(128)	(172)
少数股东权益	-	7	9	9	9
净利润	306	382	572	902	1,210

现金流量表

截至12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税后利润	306	374	563	893	1,201
折旧与摊销	5	18	29	33	38
营运资金变动	(416)	(723)	117	(476)	(567)
其他	44	76	216	140	109
经营活动现金流	(60)	(254)	925	590	781
资本开支	(41)	(121)	(77)	(78)	(88)
其他	(823)	754	103	101	121
投资活动现金流	(864)	632	26	23	33
筹资活动	1,064	11	25	-	-
净借贷变动	-	16	168	53	(4)
支付股息及利息	(60)	(58)	(58)	(58)	(90)
其他	(17)	(302)	(240)	(300)	(260)
融资活动现金流	988	(333)	(106)	(305)	(355)
现金增加净额	63	45	846	308	460
期初现金	378	454	501	1,342	1,651
汇兑影响	13	3	(5)	-	-
减去: 限制性现金	96	427	383	464	519
期末现金	454	501	1,342	1,651	2,111

资产负债表

截至12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
流动资产	4,106	5,553	7,856	10,297	12,959
现金及限制性现金	550	929	1,725	2,115	2,630
贸易应收款	485	929	2,293	3,110	3,812
存款	2,087	3,342	3,469	4,685	6,109
其他流动资产	984	354	368	388	408
非流动资产	338	458	481	542	603
长期股权投资	130	129	108	109	110
固定资产及在建工程	162	246	265	302	343
其他非流动资产	46	83	109	130	149
总资产	4,444	6,011	8,338	10,839	13,561
流动负债	2,201	3,424	5,249	6,895	8,486
短期借款	-	-	168	221	216
贸易应付款	613	1,059	1,461	1,982	2,214
合同负债	1,493	2,201	3,434	4,490	5,837
其他流动负债	95	163	186	201	218
非流动负债	15	31	45	46	48
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	15	31	45	46	48
总负债	2,217	3,455	5,293	6,941	8,533
股本	320	320	321	321	321
储备	1,206	1,235	1,252	1,325	1,422
未分配利润	702	998	1,469	2,242	3,264
股东权益	2,227	2,552	3,043	3,888	5,008
少数股东权益	-	3	2	11	20
总权益	2,227	2,556	3,045	3,899	5,028

主要比率

截至12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入结构 (%)					
扩散沉积设备	56	68	65	69	69
湿法工艺设备	26	17	18	17	16
自动化设备	12	11	13	12	11
零部件及其他	6	4	3	3	3
同比增长 (%)					
收入	20	69	65	55	31
毛利润	40	32	27	27	27
净利润	21	25	50	58	34
经营效率 (%)					
毛利率	40.1	32.1	27.0	27.1	27.4
核心经营利润率	24.7	17.3	17.6	17.0	16.7
净利润率	20.5	15.1	13.7	13.9	14.3
资产负债表比率 (%)					
财务杠杆	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
平均应收款周转天数	100	102	141	152	149
平均存货周转天数	420	392	298	230	233
平均应付款周转天数	200	178	151	133	125
回报率 (%)					
权益回报率	19.4	16.0	20.4	26.0	27.2
资产回报率	8.7	7.3	8.0	9.4	9.9
每股数据 (人民币)					
每股基本盈利	1.12	1.19	1.78	2.81	3.77
每股股息	0.18	0.18	0.18	0.28	0.38
每股净资产	6.96	7.98	9.47	12.10	15.59

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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于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。

招銀国际证券投资评级

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个月的潜在涨幅在-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	: 招銀国际证券并未给予投资评级

招銀国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀国际证券有限公司

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

招銀国际证券有限公司(“招銀国际证券”)为招銀国际金融有限公司之全资附属公司(招銀国际金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

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。招銀国际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。招銀国际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銀国际证券编写，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。招銀国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招銀国际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商投资者

招銀国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则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其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。