

中國中藥(570 HK)

中成藥復蘇超預期；中藥配方顆粒維持強勁增長

❖ **2017 上半年業績超預期。**2017 上半年公司收入增長 21.9%至 38.99 億人民幣，其中中藥配方顆粒收入同比增長 23.8%，佔總收入的 65.2%。中成藥板塊同比增長 3%，高於我們之前單位數下跌的預期。由於新收購業務的整合，公司首次分別列出中藥飲片業務和中醫藥大健康業務的收入，增速喜人。剔除中藥配方顆粒業務，中成藥和其他業務錄得 18.5%的同比增長。受低毛利率中藥飲片業務和大健康業務的影響，公司毛利率下跌 1.7 個百分點至 55.6%。行政開支方面，公司減少了應收賬款的計提以及存貨的減值撥備，導致公司營業利潤率提高 1.3 個百分點。然而營業利潤的改善被增幅 3 倍的財務開支所抵消。核心淨利潤同比增長 24.2%至 6.08 億人民幣，淨利潤率提高 0.3 個百分點至 15.6%。2017 年上半年公司業績超過我們預期，主要是由於成藥業務表現較好以及新業務的增長。

❖ **中藥配方顆粒業務：公司有信心應對部分省份的地方保護主義。**儘管 2017 上半年收入錄得強勁增長，公司仍然面臨很多阻礙，如河北省份面臨地方保護主義政策。公司積極採取策略應對，如將公司當地語系化，與當地企業成立合資公司或者在某些省份建立新廠房。另一方面，公司預計配方顆粒行業將於 2017 年底或 2018 年初開放，管理層認為未來配方顆粒市場開放以及新規的出現將改善現在配方顆粒的競爭環境，對公司的業務發展有益。管理層認為中藥配方顆粒將於 2017 年維持現在的增長勢頭。

❖ **中成藥板塊：OTC 藥品較快增長支持成藥板塊。**儘管 2017 上半年成藥板塊面臨降價壓力以及公司主要中成藥產品仙靈骨葆處於更換包裝的過程，成藥板塊仍然錄得 3%的同比增速，收入增長好於預期主要受益於 OTC 產品增速較快。處方中成藥收入同比下跌 10.1%至 6.85 億人民幣，OTC 產品同比增長 31.5%至 4.59 億人民幣。管理層認為 2017 下半年處方中成藥將錄得緩慢增長，OTC 產品將維持強勁增長。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	3,709	6,533	8,101	9,509	11,099
核心淨利潤(百萬人民幣)	536	974	1,187	1,453	1,777
核心 EPS (人民幣)	0.15	0.22	0.27	0.33	0.40
EPS 變動 (%)	-11.5	50.5	22.4	22.5	22.2
市盈率 (x)	25.7	17.1	14.0	11.4	9.3
市帳率 (x)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率 (%)	0.0	2.3	2.5	3.1	3.8
權益收益率 (%)	5.6	8.3	9.6	10.9	12.3
淨財務杠杆率 (%)	2.6	3.8	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入 (維持)

目標價	HK\$5.70
(前目標價)	HK\$5.30)
潛在升幅	+31.0%
當前股價	HK\$4.36

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	19,277
3 個月平均流通(百萬)	27.3
52 周內高/低(港元)	4.65/3.34
總股本(百萬)	4,431.5

資料來源：彭博

股東結構

國藥集團	36.4%
王曉春	8.5%
流通股	49.6%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-2.8%	-4.0%
3 月	-0.5%	-6.6%
6 月	7.5%	-4.5%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: Deloitte

公司網站: www.china-tcm.com.cn

- ❖ **新的增長動力。**公司為了增加醫院的滲透率以及從上游源頭控制中藥配方顆粒的品質，於2016年底公司收購了兩家中藥飲片企業。另一方面，2017年1月公司通過收購貴州同濟堂藥房以及其中藥診所的60%股權，拓展業務至中藥大健康產業。我們認為這兩個業務未來具有高增長潛力，儘管現在規模尚小，但這兩個業務的崛起將彌補中成藥業務的增速放緩。
- ❖ **上調2017/2018年淨利潤預測2.7%/4.1%。**由於成藥業務恢復超預期以及新業務開始貢獻收入，我們上調了公司2017/2018年的收入預測6.8%/7.6%。然而，由於新業務毛利率較低，我們分別下調了2017/2018年毛利率2.8個百分點/2.9個百分點。同時，我們上調了淨財務開支以備公司未來的業務拓展。最終，我們分別上調了2017/2018年淨利潤預測2.7%/4.1%至11.87億人民幣/14.53億人民幣。
- ❖ **維持買入評級，最新目標價5.7港元。**除了強勁增長的中藥配方顆粒外，我們看到公司成藥板塊的緩慢復蘇以及新業務的增長潛力。我們認為中國中藥是港股上市中藥企業中的首選，我們維持買入評級，給予目標價5.7港元，我們的最新目標價是基於5年現金流折現模型（WACC: 10.6%，終值增長率: 3.0%）。最新的目標價代表著2017/2018年預測市盈率18.3倍/15倍，較目前股價仍有31%的升幅空間。

圖 1: 2017 上半年利潤表

	1H16	1H17	變動
	百萬人民幣	百萬人民幣	
配方顆粒	2,055	2,543	23.8%
成藥及其他	1,144	1,356	18.5%
成藥	1,111	1,144	3.0%
中藥飲片	31	185	493.2%
大健康產業	2	26	1118.7%
總收入	3,199	3,899	21.9%
銷售成本	(1,366)	(1,729)	26.6%
毛利	1,834	2,170	18.3%
其他收益及虧損	15	25	68.4%
銷售及分銷成本	(877)	(1,022)	16.6%
行政開支	(187)	(165)	-11.7%
研發開支	(100)	(122)	21.6%
經營利潤	684	885	29.4%
應佔聯營公司收益	1	(2)	N/A
非經常性項目	1	(11)	N/A
淨財務費用	(21)	(73)	247.9%
除稅前利潤	665	799	20.1%
稅項	(120)	(136)	13.5%
非控股權益	(54)	(64)	18.1%
淨利潤	491	599	22.0%
核心淨利潤	490	608	24.2%
毛利率	57.3%	55.6%	-1.7ppt
經潤利潤率	21.4%	22.7%	+1.3ppt
核心淨利率	15.3%	15.6%	+0.3ppt

資料來源: 公司, 招銀國際

圖 2: 預測變化

	2017E			2018E		
	舊	新	變動	舊	新	變動
	百萬人民幣	百萬人民幣		百萬人民幣	百萬人民幣	
配方顆粒	5,361	5,361	0.0%	6,498	6,498	0.0%
成藥及其他	2,225	2,740	23.2%	2,340	3,011	28.7%
總收入	7,586	8,101	6.8%	8,837	9,509	7.6%
銷售成本	(3,123)	(3,564)	14.1%	(3,610)	(4,162)	15.3%
毛利	4,463	4,537	1.7%	5,227	5,346	2.3%
其他收益及虧損	58	62	6.7%	67	72	7.5%
經營開支	(2,691)	(2,680)	-0.4%	(3,113)	(3,122)	0.3%
研發開支	(228)	(243)	6.8%	(265)	(285)	7.6%
經營利潤	1,602	1,676	4.6%	1,916	2,012	5.0%
淨財務費用	(59)	(96)	63.0%	(51)	(79)	55.8%
應佔聯營公司收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%
稅項	(245)	(251)	2.4%	(296)	(307)	3.6%
非控股權益	(143)	(143)	0.0%	(173)	(173)	0.0%
核心淨利潤	1,155	1,187	2.7%	1,397	1,453	4.1%
毛利率	58.8%	56.0%	-2.8%	59.1%	56.2%	-2.9%
經潤利潤率	21.1%	20.7%	-0.4%	21.7%	21.2%	-0.5%
核心淨利率	15.2%	14.6%	-0.6%	15.8%	15.3%	-0.5%

資料來源:招銀國際預測

圖 3: 現金流折現模型

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
	百萬人民幣	百萬人民幣	百萬人民幣	百萬人民幣	百萬人民幣
淨利潤	1,187	1,453	1,777	2,142	2,583
折舊及攤銷	361	398	436	477	521
稅後淨利息	79	65	31	16	(2)
資本開支	(567)	(571)	(610)	(650)	(686)
營業資本變動	(69)	(210)	(202)	(213)	(357)
自由現金流	991	1,136	1,431	1,773	2,059
終值					27,903
企業價值	22,171				
債項及優先股	3,910				
銀行存款及保證金	3,426				
股權價值	21,687				
股數	4,432				
每股價值(人民幣)	4.89				
每股價值(港幣)	5.70				
每股險利率	3.3%				
Beta	0.9				
風險溢價	9.9%				
股權成本	12.2%				
債權成本	5.0%				
WACC	10.6%				
終值增長率	3.0%				

資料來源:招銀國際預測

圖 4: 敏感性分析

終值增長率/WACC	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%	11.1%	11.6%	12.1%
1.5%	6.00	5.60	5.20	4.90	4.60	4.40	4.10
2.0%	6.30	5.90	5.50	5.10	4.80	4.50	4.30
2.5%	6.80	6.20	5.80	5.40	5.10	4.70	4.50
3.0%	7.20	6.60	6.10	5.70	5.30	5.00	4.70
3.5%	7.80	7.10	6.50	6.00	5.60	5.20	4.90
4.0%	8.50	7.70	7.00	6.40	5.90	5.50	5.10
4.5%	9.30	8.30	7.50	6.90	6.30	5.80	5.40

資料來源: 招銀國際預測

圖 5: 同業估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$m	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
中國中藥	570	4.44	19,676	18.1	15.2	12.5	1.5	1.4	1.3	12.5	10.5	8.6	8.3	9.4	10.5
石藥集團	1093	11.18	67,684	23.5	24.7	19.8	5.0	5.6	4.7	14.9	16.0	12.8	22.3	23.9	25.4
白雲山	874	21.35	51,652	16.7	19.1	17.5	1.7	1.6	1.5	12.3	19.7	18.7	11.7	8.7	9.1
中國生物製藥	1177	6.83	50,625	21.2	23.6	20.6	4.6	4.5	3.8	10.7	12.6	10.9	23.0	21.0	19.8
麗珠醫藥	1513	44.00	29,833	30.1	15.5	18.9	3.8	2.8	2.5	19.5	15.6	13.2	14.5	19.0	13.9
三生製藥	1530	10.38	26,285	24.1	25.0	19.2	2.6	3.1	2.7	16.7	17.4	13.8	11.7	13.1	15.1
同仁堂科技	1666	11.66	14,934	27.4	19.4	16.8	3.7	2.3	2.0	14.6	N/A	N/A	14.2	12.3	11.8
綠葉製藥	2186	4.17	13,849	15.3	11.3	10.0	2.1	1.6	1.4	11.9	8.5	7.1	14.7	15.0	15.1
神威藥業	2877	7.80	6,451	11.1	10.6	10.8	1.2	1.0	0.9	4.4	2.6	2.4	10.8	9.3	8.7
康臣藥業	1681	6.25	5,176	10.8	11.8	10.1	1.9	2.4	2.0	6.8	7.1	5.6	18.1	22.6	24.5
培力控股	1498	3.60	892	28.3	18.4	16.5	2.0	N/A	N/A	14.2	N/A	N/A	7.0	N/A	N/A
			平均	20.8	18.0	16.0	2.9	2.8	2.4	12.6	12.4	10.6	14.8	16.1	15.9

資料來源: 彭博, 招銀國際預測

中國中藥 (570.HK) 2017 中期業績會

2017.08.21 10:00

問答環節

1、中藥配方顆粒市場預計開放時間？

公司預計中藥配方顆粒市場將於 2017 年底或 2018 年初開放。

2、廣東政府開放中藥配方顆粒市場對公司的銷售影響？

廣東地區 203 個中藥配方顆粒品種的標準為一方及三九所制定，康美只獲批准生產這 203 品種。管理層認為，如非如河北般的不對稱醫保，廣東政策暫時對公司影響輕微，現該區配方顆粒市場競爭仍較溫和。

3、2017 年下半年中藥配方顆粒銷售預期？

公司預計配方顆粒全年仍能保持 20% 的增速。

4、中藥配方顆粒行業部分省份有地方保護主義，公司如何應對？

河北：公司準備於石家莊設立廠房；浙江：地方保護主義較明顯，6 家試點企業只限於二級甲等及三級甲等醫院銷售配方顆粒，公司浙江一方廠房即將投產，公司現與政府溝通尋求與當地企業同等待遇。陝西：公司與當地第一家試點配方顆粒生產企業達成股權戰略合作，成立合資公司分別控股 51% 和 49%。山西：與當地一家國有企業合資，公司控股；四川：政府允許公司向二三級醫院銷售，公司已並購一家毒性飲片生產企業四川天雄。對於地方保護主義色彩濃厚的省份，公司將通過設立廠房、招工、納稅以換取政府的支持，同時積極地與政府溝通。

5、地區銷售差異和未來市場展望？

華北地區上半年增速僅 3%，其中神威產品列入河北醫保目錄和河北地區一方代理商重整影響銷售，北京地區康仁堂占主導市場；西北地方甘肅的配方顆粒生產許可已批准，陝西地區公司廠房將於一年內建成。

6、福建地區中藥配方顆粒政策影響？

福建省今年上半年曾出臺政策中藥配方顆粒不作為中藥飲片管理，取消藥品加成。實際執行過程中，中藥配方顆粒在醫院銷售中仍可加成。

7、成藥板塊仙靈骨葆換包裝後銷售是否會恢復？

2017 年成藥板塊預期低單位數增長，OTC 產品預計有較高增長，仙靈骨葆預計維持 2016 年銷售額。

8、中藥飲片業務：2016 年底購入上海同濟當業務：上海同濟堂收入按年增長 30%，淨利潤按年增長 25%，由於跟醫院系統合作，代煎業務增長明顯。

9、大健康產業營運情況？

大健康產業：馮了性國醫館病人流按年升 270%，收入按年升 300%，今年分部業務目標收入 2,000 萬，並實現盈虧平衡。

10、公司大健康板塊業務展望？

重慶國醫館於今年 9 月份開業，待佛山開立 6-7 家國醫館後，公司會將業務拓展到珠三角地區。

11、公司上半年出現負經營現金流：

應收賬款大幅增加：醫院賬期一般為半年，公司上半年 29.3 億應收賬款中的 23.3 億源自配方顆粒業務，應收賬中約 58% 為三個月內，而 13% 為半年以上。借鑒過往，大量應收賬款於 2016 下半年回收，公司預計 2017 年下半年會有大量應收賬款回收，全年現金流預計為正數。

存貨大量增加：源於配方顆粒業務的增長，由於中藥材價格預期會上升，公司把 105 款核心儲備中藥材增至 200 款。

12、行政費下降空間？

公司上半年行政費用有壓縮，今年應收賬款壞賬計提減少，下半年公司會加強對應收賬款的回收。

13、45 億長期票據融資用途？

1) 擴張中藥飲片業務；2) 並購毒性飲片企業；3) 發展大健康產業，未來可能進入醫療、養老產業。

財務報表

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	3,709.4	6,532.9	8,101.2	9,508.5	11,099.2
中藥配方顆粒	978.9	4,358.5	5,361.0	6,497.5	7,784.1
中成藥	2,730.5	2,174.3	2,299.4	2,457.6	2,640.4
銷售成本	(1,508.7)	(2,745.2)	(3,563.9)	(4,162.2)	(4,837.8)
毛利	2,200.7	3,787.7	4,537.3	5,346.3	6,261.5
其他收益	32.1	67.8	61.6	72.2	84.1
銷售費用	(1,195.6)	(1,968.4)	(2,305.0)	(2,684.5)	(3,110.8)
行政費用	(272.6)	(330.0)	(375.2)	(437.0)	(506.4)
研發開支	(112.3)	(186.8)	(243.0)	(285.3)	(333.0)
息稅前收益	652.3	1,370.2	1,675.7	2,011.7	2,395.4
應占聯營公司利潤	(1.6)	0.4	0.5	0.5	0.5
淨財務收入/(支出)	26.1	(58.8)	(96.0)	(79.2)	(37.9)
非經常性收入	12.4	(8.0)	-	-	-
稅前利潤	689.2	1,303.8	1,580.1	1,933.0	2,358.1
所得稅	(119.1)	(217.3)	(250.5)	(306.5)	(373.9)
已中止經營業務	79.6	-	-	-	-
非控制股東權益	(24.1)	(119.6)	(143.0)	(173.3)	(207.6)
淨利潤	625.6	966.9	1,186.6	1,453.2	1,776.6
核心淨利潤	535.8	973.7	1,186.6	1,453.2	1,776.6
息稅折攤前收益	820.7	1,707.0	2,036.7	2,409.7	2,831.8

資料來源: 公司, 招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A
非流動資產	12,331.0	12,966.4	13,172.9	13,346.0	13,520.6
物業、廠房及設備	1,974.3	2,355.7	2,733.1	3,077.0	3,422.5
無形資產	6,680.4	6,763.9	6,592.6	6,421.2	6,249.8
商譽	3,341.0	3,456.4	3,456.4	3,456.4	3,456.4
其他非流動資產	335.2	390.4	390.9	391.4	391.9
流動資產	6,877.7	8,070.4	10,883.6	12,014.8	11,958.8
現金及現金等值物	2,101.9	2,373.4	4,570.5	5,013.2	4,214.2
短期投資	-	-	-	-	-
應收貿易款項	3,398.2	2,716.3	3,088.1	3,501.0	3,948.8
存貨	1,235.9	1,894.2	2,138.3	2,414.1	2,709.2
其他流動資產	105.7	34.4	34.4	34.4	34.4
流動負債	4,485.0	3,506.8	3,599.6	4,049.0	4,411.1
銀行貸款	1,600.1	1,001.4	546.8	517.6	339.2
應付貿易賬款	2,676.6	2,303.7	2,851.1	3,329.7	3,870.2
其他流動負債	208.4	201.7	201.7	201.7	201.7
非流動負債	2,583.4	4,774.1	6,786.8	6,523.8	4,918.0
銀行貸款	850.3	2,908.6	4,921.2	4,658.2	3,052.4
其他非流動負債	1,733.1	1,865.5	1,865.5	1,865.5	1,865.5
淨資產總值	12,140.2	12,755.9	13,670.1	14,788.0	16,150.4
少數股東權益	1,006.8	1,167.5	1,310.5	1,483.8	1,691.4
股東權益	11,133.4	11,588.3	12,359.6	13,304.2	14,459.0

資料來源: 公司, 招銀國際預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	652.3	1,370.2	1,675.7	2,011.7	2,395.4
折攤和攤銷	168.4	336.8	361.0	398.0	436.3
營運資金變動	(195.4)	(349.2)	(68.7)	(210.0)	(202.4)
稅務開支	(148.6)	(217.3)	(250.5)	(306.5)	(373.9)
其他	42.1	(262.6)	-	-	0.0
經營活動所得現金淨額	518.7	877.9	1,717.5	1,893.2	2,255.5
資本開支	(237.7)	(759.8)	(567.1)	(570.5)	(610.5)
收購子公司	(7,451.6)	-	-	-	-
其他	531.4	(987.7)	67.4	74.9	62.5
投資活動所得現金淨額	(7,157.9)	(1,747.4)	(499.7)	(495.6)	(547.9)
債務變化	1,202.2	1,459.6	1,558.1	(292.2)	(1,784.2)
發行新股	7,200.0	-	-	-	-
派息	-	(245.1)	(415.3)	(508.6)	(621.8)
利息開支	(72.5)	(73.4)	(163.4)	(154.1)	(100.4)
融資活動所得現金淨額	8,329.7	1,141.0	979.4	(954.9)	(2,506.4)
現金淨變動	1,690.5	271.5	2,197.2	442.6	(798.9)
年初現金及現金等值物	439.4	2,101.9	2,373.4	4,570.5	5,013.2
匯兌差額	(28.0)	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	2,101.9	2,373.4	4,570.5	5,013.2	4,214.2

資料來源: 公司, 招銀國際預測

主要比率

年結: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
中藥配方顆粒	26.4	66.7	66.2	68.3	70.1
中成藥	73.6	33.3	28.4	25.8	23.8
總額	100.0	100.0	95.0	94.0	94.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	59.3	58.0	56.0	56.2	56.4
息稅折攤前利潤率	22.1	26.1	25.1	25.3	25.5
稅前利率	18.6	20.0	19.5	20.3	21.2
淨利潤率	16.9	14.8	14.6	15.3	16.0
核心淨利潤率	14.4	14.9	14.6	15.3	16.0
有效稅率	17.3	16.7	15.9	15.9	15.9
增長 (%)					
收入	37.9	76.1	24.0	17.4	16.7
毛利	33.0	72.1	19.8	17.8	17.1
息稅折攤前利潤	23.2	108.0	19.3	18.3	17.5
經營利潤	19.2	110.1	22.3	20.1	19.1
淨利潤	51.4	54.6	22.7	22.5	22.2
核心淨利潤	28.8	81.7	21.9	22.5	22.2
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	2.3	3.0	3.0	2.7
平均應收賬款周轉天數	134.4	113.6	88.4	83.6	82.1
平均應付賬款周轉天數	77.6	90.5	80.1	67.7	67.9
平均存貨周轉天數	81.4	87.4	90.8	87.4	84.2
淨負債/權益比率 (%)	2.6	3.8	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	5.6	8.3	9.6	10.9	12.3
資產回報率	3.3	4.6	4.9	5.7	7.0
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.17	0.22	0.27	0.33	0.40
核心每股盈利(人民幣)	0.15	0.22	0.27	0.33	0.40
每股股息(港元)	-	0.09	0.09	0.11	0.14
每股帳面值(人民幣)	2.51	2.61	2.79	3.00	3.26

資料來源: 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。