

中银航空租赁 (2588 HK)

值得投资的领先租赁公司

- ❖ **全球第五大飞机经营租赁公司。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司共有 318 架飞机，其中自有飞机 287 架，代管飞机 31 架，机队账面净值全球排名第 5（100 座级以上飞机）。在经验丰富的管理团队的带领下，公司实现了强劲的净利润增长和稳定的 ROE。自 2013 年以来，净利润平均每年增长 21%，2017 年达到 5.87 亿美元。2013 至 2017 年平均 ROE 为 15.2%。
- ❖ **净租赁收益率保持在 8-8.5% 的目标范围内。**过去五年，公司净租赁收益率保持稳定，反映了公司能够将利率上行的压力转嫁给其航空公司客户。同时，随着平均债务成本增加，公司将较高利润率固定费率租约的比例提高至 66%，2017 年净租赁收益率稳定保持在 8.4%。
- ❖ **机队状况和吸引力业内领先。**2017 年，机队加权平均机龄为年，为同业最低。平均剩余租期为 8.2 年，高于同业平均水平（6.5 年）。公司自有机队资产的 85% 为最受欢迎的单走道飞机。受益于这一资产管理战略，公司的核心租赁租金收入从 2013 年到 2017 年以 12% 的复合年增长率增长，并实现了持续的飞机销售收益。
- ❖ **受益于较低的资金成本。**2017 年，公司债务总额为 109 亿美元，其中包括 54% 的无抵押债券，36% 的贷款和 10% 的出口信贷额度。随着公司无抵押融资增加，标准普尔在 2017 年将公司信用评级提升至 A-。在投资级信用等级的支持下，公司 2017 年平均债务成本仅为 2.8%，为上市同业最低。在利率上升的环境下，相较于高收益债券发行人的上市同业，公司较高的信用评级将为其带来较低的资金成本，公司将获得竞争优势。
- ❖ **首次覆盖，给予买入评级，目标价 56.7 港元。**我们预测 2018/19/20 年 ROE 分别为 15.0%/14.6%/13.7%。我们将公司定值同业平均 P/B-ROE 水平+1 标准差，即 1.20 倍市账率。目标价 56.7 港元。公司当前股价相当于 1.05 倍 2018 预测市账率，同业平均水平为 0.91 倍。计入股息率的潜在升幅为 19.8%。

财务资料

(YE Dec 31)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
总收入(百万美元)	1,193	1,401	1,653	1,818	1,928
净利润(百万美元)	418	587	602	645	661
每股收益(美元)	0.64	0.85	0.87	0.93	0.95
每股收益变动(%)	10.0	32.1	2.7	7.1	2.5
市帐率(x)	1.30	1.15	1.04	0.95	0.88
市盈率(x)	9.9	7.5	7.3	6.8	6.6
股息率(%)	2.8	4.7	4.8	5.1	5.3
权益收益率(%)	14.4	16.3	15.0	14.6	13.7
杠杆率(x)	2.6	2.9	2.8	2.8	2.6

资料来源：公司，招银国际研究

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$56.7
潜在升幅	+19.8%
当前股价	HK\$49.3

徐涵博

电话: (852) 3761 8725

邮件: xuhanbo@cmbi.comhk

丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

邮件: dingwenjie@cmbi.com.hk

中国租赁业

市值(百万港元)	34,215
3月平均流通量(百万港元)	80.4
52周内股价高/低(港元)	51.8/39.8
总股本(百万)	694

资料来源：彭博

股东结构

中银集团	70.0%
公众持股	27.3%

资料来源：HKEX

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.7%	1.1%
3-月	6.4%	12.0%
6-月	4.4%	18.4%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.bocaviation.com

目录

投资亮点	3
焦点图表	5
财务分析	6
公司估值	11
风险提示	12
财务数据	13

投资亮点

领先的飞机经营租赁公司

中银航空租赁是一家领先的飞机经营租赁公司，截至2017年底，拥有并管理全球第五大机队（账面净值）。2013至2017年，公司净利润复合年增长率为21%，净资产收益率稳定在15%。

与上市同业相比，公司竞争优势在于：

1) **最年轻的机队和更长的剩余租期。**该公司专注于低龄、省油的单走道飞机。截至2017年，机队加权平均机龄为3.0年，为同业最低。平均剩余租期为8.2年，高于同业平均水平（6.5年）。单走道飞机被认为是最具流动性的飞机资产，拥有最大的存量飞机架数和航空公司客户基础，单走道飞机占公司自有有机队资产的85%。受益于这一资产管理战略，公司的核心租赁租金收入从2013年到2017年以12%的复合年增长率增长，并实现了持续的飞机销售收益。

2) **深入参与高增长新兴市场。**2017年，公司在亚太地区部署了相当于账面净值54%的机队以抓住新兴市场增长机遇，亚太地区租赁收入贡献55.6%，高于同行平均的47.5%。公司不断扩大客群。2017年，客户名单新增17家航空公司，总数达到80家，客户分布于33个国家和地区（2015年，客户数量57家，来自29个国家和地区）。客户多样化有效地降低了公司的国家风险集中度。

3) **平均债务成本低。**2017年，公司债务总额为109亿美元，其中包括54%的无抵押债券，36%的贷款和10%的出口信贷额度。随着公司无抵押融资增加，标准普尔在2017年将公司信用评级提升至A-。在投资级信用等级的支持下，公司2017年平均债务成本仅为2.8%，为上市同业最低。在利率上升的环境下，相较于高收益债券发行人的上市同业，公司较高的信用评级将为其带来较低的资金成本，公司将获得竞争优势。

财务分析

我们相信：

- 1) 核心租赁租金收入将继续成为收入增长的主要动力
- 2) 公司有能力将净租赁收益率维持在8-8.5%的目标范围内
- 3) 公司积极对冲利率风险

相应地，我们预测：

- 1) 2018/19/20年底，公司自有飞机架数将达到306/327/320架。总收入按年增长18.0%/10.0%/6.1%，达到16.53/18.18/19.28亿美元
- 2) 2018/19/20年，在利率上行的环境下，公司租金率将增至10.6%/10.7%/10.7%，净租赁收益率稳定保持在8.4%
- 3) 2018/19/20年，平均债务成本温和上升至2.8%/2.9%/3.0%。债务总额达到118.52/127.82/132.38亿美元

公司估值

我们预测 2018/19/20 年 ROE 分别为 15.0%/14.6%/13.7%。我们将公司定值同业平均 P/B-ROE 水平+1 标准差，即 1.20 倍市账率。目标价 56.7 港元。计入股息率的潜在升幅为 19.8%。

主要投资风险

我们认为中美贸易战对公司的影响有限，原因如下：

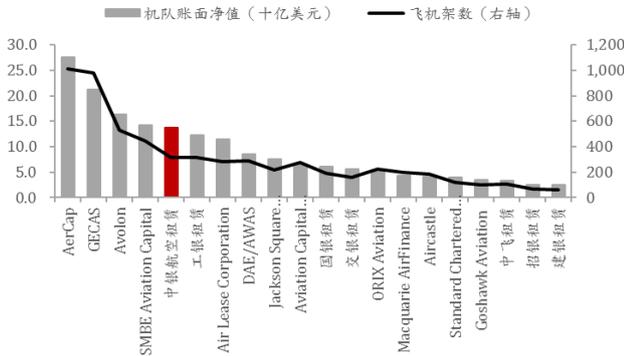
- 1) 中国的反击措施不太可能针对飞机，因为推动中国航空增长的飞机超过 50%是在美国生产的；
- 2) 用空客飞机代替波音飞机受制于空客公司的生产能力；
- 3) 4 月份有传言中国的反击措施可能针对特定重量范围的飞机，即空载起飞重量 15-45 吨的飞机，基本上是一些私人飞机和波音 737-800NG。中银航空租赁不涉及该种类飞机的交付。

其他风险包括：

- 航空业低迷
- 航旅需求减少
- 燃料成本增加
- 利率波动
- 飞机交付失败或延迟

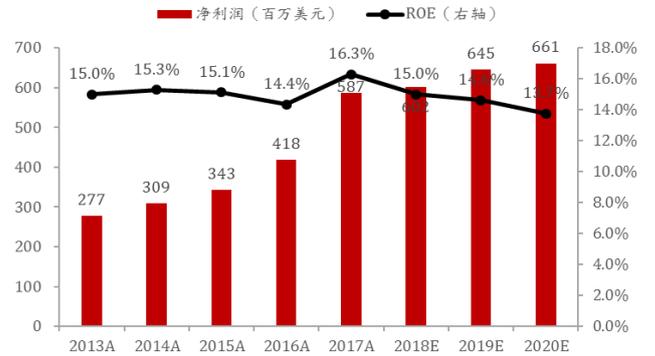
焦点图表

图 1：全球第五大飞机租赁公司



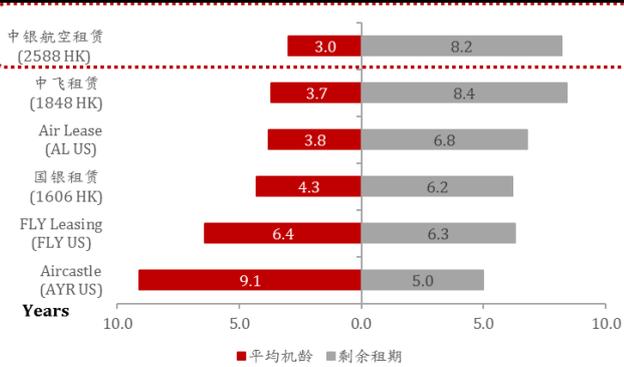
注：机队规模截至 2017 年底，包含自有及代管飞机
来源：Ascend，招银国际研究

图 2：公司净利润及 ROE 趋势及预测



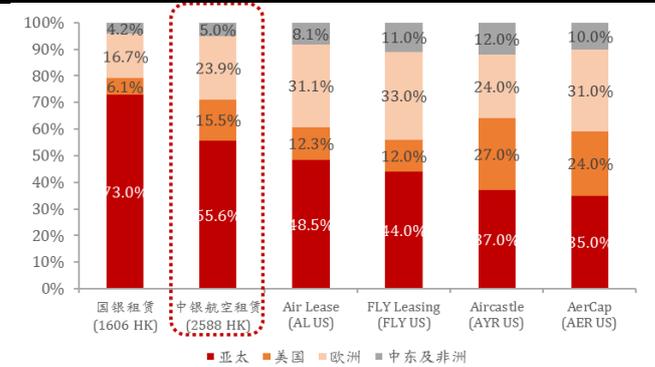
来源：公司，招银国际预测

图 3：上市同业机队平均机龄及剩余租期比较



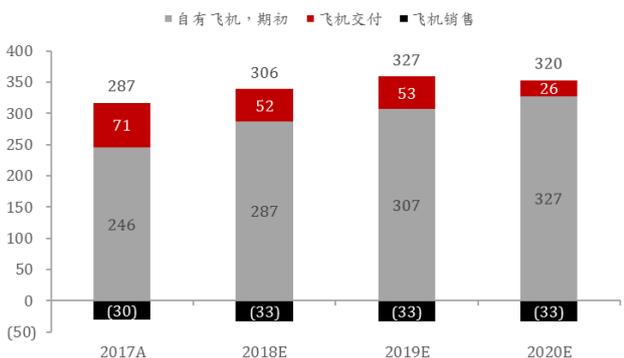
来源：公司年报，招银国际研究

图 4：上市同业按地区划分的租赁租金收入比较



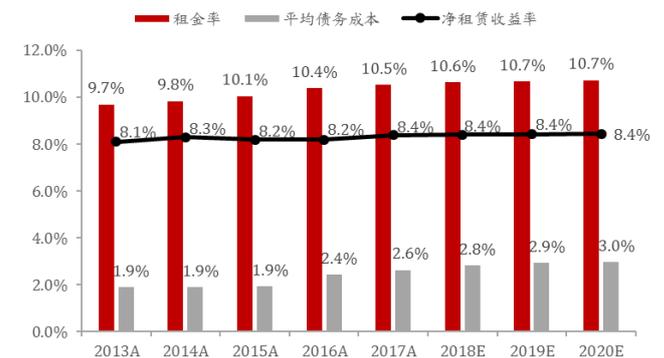
来源：公司年报，招银国际研究

图 5：公司自有飞机数量预测



来源：公司，招银国际预测

图 6：公司平均债务成本趋势及预测



来源：公司，招银国际预测

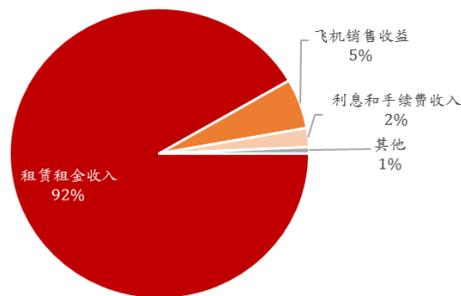
财务分析

租赁租金收入是公司主要收入来源

核心租赁租金贡献增加

租赁租金收入占公司总收入的大部分，2017年为91.6%，辅以飞机销售收益（5.6%），利息和手续费收入（2.1%）及其他（0.7%）。核心租赁租金收入推动总收入增长。在过去五年中，核心租赁租金收入以12%的复合年增长率增长，推动总收入从2013年的9.19亿美元增加至2017年的14.01亿美元。我们预计租赁租金收入将继续成为收入增长的主要动力。

图7：租赁租金收入是公司主要收入来源



来源：公司，招银国际研究

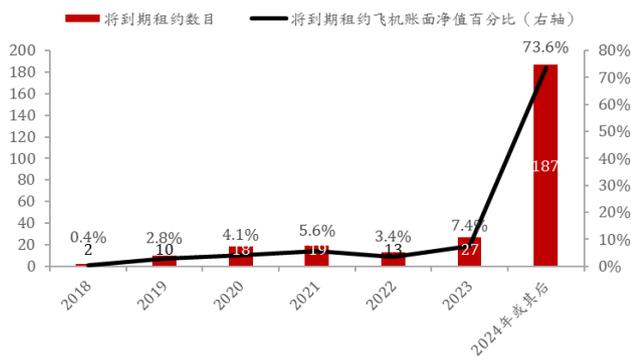
图8：核心租赁租金贡献增加



来源：公司，招银国际研究

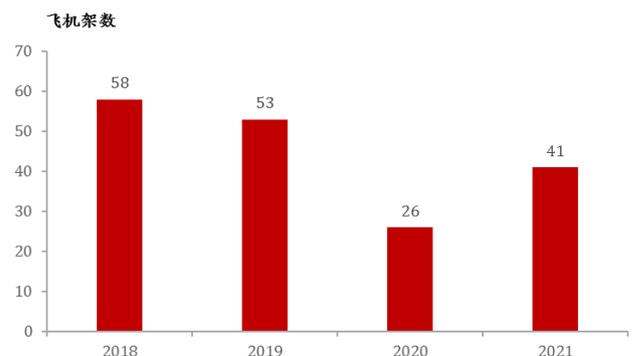
租赁租金收入以长期租约的基础订立。公司飞机组合中81%的租约将于2023年或其后到期（经账面净值加权）。2018/19/20年，仅0.4%/2.8%/4.1%租约到期。2018/19/20/21年，公司承诺交付58/53/26/41架飞机，这是未来收入增长的基础。截至2017年底，公司已承诺的收入储备达150亿美元（包括来源于自有飞机和计划交付飞机的收入）。

图9：租约到期情况（截至2017年底）



来源：公司，招银国际研究

图10：已承诺交付的飞机数量



来源：公司，招银国际研究

利息和手续费收入主要与飞机交付前付款（PDP）有关，且每年都有所不同。公司预计2018年PDP收入与2016年水平相似。公司预计飞机销售所得款项每年约为10亿美元。

我们预测 2018/19/20 年总收入为 16.53/18.18/19.28 亿美元，其中核心租赁租金收入为 15.36/17.01/18.11 亿美元，占比 93.0%/93.6%/94.0%。

图 11：收入预测

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入总额 (百万美元)	1,193	1,401	1,653	1,818	1,928
租赁租金收入	1,048	1,284	1,536	1,701	1,811
利息及手续费收入	48	30	48	48	48
出售飞机收益净额	91	78	59	59	59
其他收入	6	10	10	10	10
收入构成					
租赁租金收入	87.9%	91.6%	93.0%	93.6%	94.0%
利息及手续费收入	4.0%	2.1%	2.9%	2.6%	2.5%
出售飞机收益净额	7.6%	5.6%	3.6%	3.2%	3.1%
其他收入	0.5%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%

来源：公司，招银国际预测

机队投资和稳定的净租赁收益率推动了租赁收入和核心租赁租金增长。

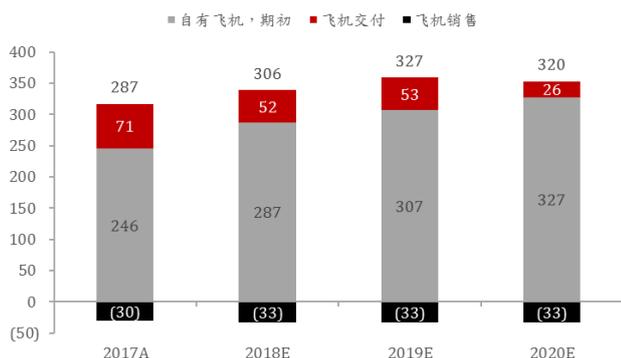
租赁收入的驱动因素：（1）机队投资

机队增长确定未来收入增长。截至 2017 年底，公司自有飞机数量达 287 架。每年公司销售 30-35 架飞机以优化其飞机资产组合，并计划于 2018/19/20/21 年交付 58/53/26/41 架飞机。此外，公司可能会在预定交付之上进行机会性收购（购后回租交易）。保守估计，截至 2018/19/20 年底，我们预测公司自有飞机数量为 306/327/320 架。

租赁收入的驱动因素：（2）稳定的净租赁收益率

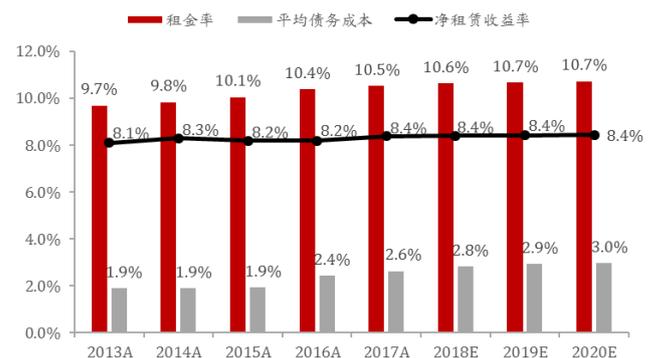
过去五年，公司净租赁收益率保持稳定，净租赁收益率为租赁租金收入减去财务费用除以平均飞机账面净值。稳定的净租赁收益率反映了公司能够将利率上行的压力转嫁给其航空公司客户。同时，随着平均债务成本增加，公司将较高利润率固定费率租约的比例提高至 66%，2017 年净租赁收益率稳定保持在 8.4%。我们认为公司有将净租赁收益率维持在 8-8.5% 的目标范围内。我们预计，在利率上行的情况下，2018/19/20 年公司租金率将增加至 10.6%/10.7%/10.7%，净租赁收益率将维持在 8.4%。

图 12：公司自有飞机数量预测



来源：公司，招银国际预测

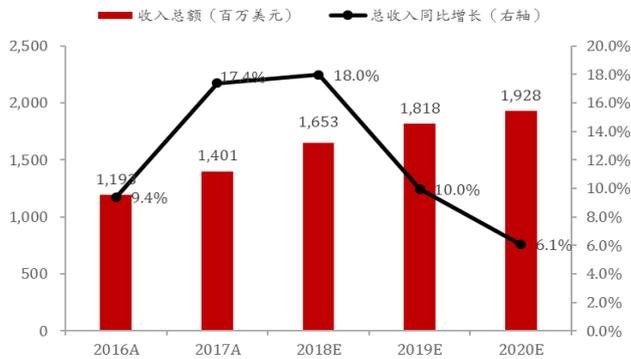
图 13：公司平均债务成本趋势及预测



来源：公司，招银国际预测

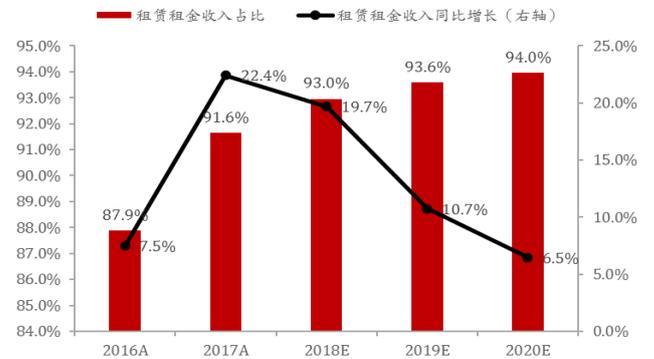
考虑到机队规模增长和租金率因素，我们预测 2018/19/20 年总收入将按年增长 18.0%/10.0%/6.1%，达 16.53/18.18/19.28 亿美元，其中核心租赁租金贡献 93.0%/93.6%/94.0%，相当于按年增长 19.7%/10.7%/6.5%。

图 14: 总收入预测



来源：公司，招银国际预测

图 15: 核心租赁租金收入预测



来源：公司，招银国际预测

飞机销售收益

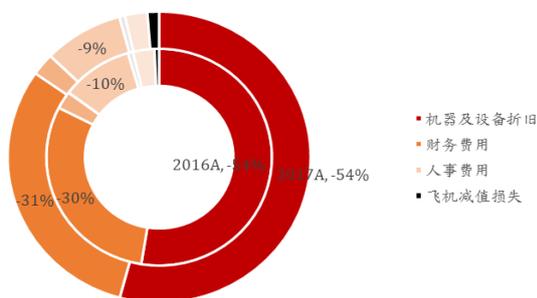
公司预计飞机销售所得款项每年约为 10 亿美元。扣除账面净值和销售费用后，我们预测 2018/19/20 年的销售收益为 5,900 万美元。

经营费用

飞机成本和财务费用占经营费用的约 85%

飞机成本包括折旧和减值支出。根据公司目前的会计政策，在前 12 年中，飞机以直线法折旧，折旧年限为 25 年，在第 25 年年末的残值率为 15%。截至第 12 年年末的剩余价值以直线法折旧，折旧年限为 13 年，无残值。随着机队扩张，折旧支出上升。2017 年，折旧占经营费用的 54%。减值费用每年不同，2017 年仅为 1,060 万美元；财务费用占 31%；员工成本占 10%。

图 16: 经营费用构成



来源：公司，招银国际研究

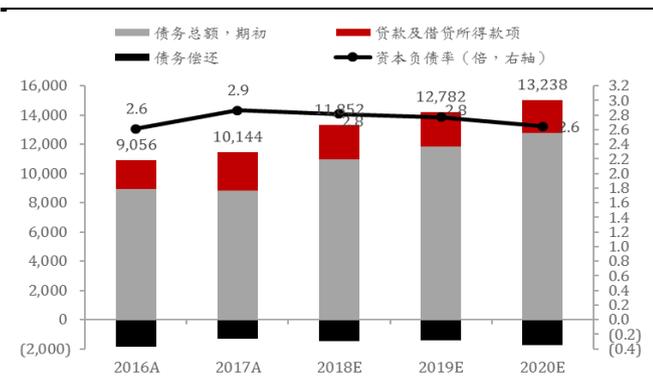
平均债务成本从 2016 年的 2.5% 上升至 2017 年的 2.8%

公司平均债务成本在 2017 年上升至 2.8%，比 2016 年的 2.5% 上升 0.3 个百分点。债务成本上升反映了利率上升对公司浮动利率债务的影响，以及与新固定利率债务相关的较高成本。

考虑到 1) 截至 2017 年底，公司债务的 47% 为固定利率债务，2) 公司政策是通过适当的利率衍生金融工具和借入固定利率的借款，至少对 50% 错配的利率风险敞口进行对冲，3) 2018 上半年，公司新增超过 10 亿美元套期保值，我们预测平均债务成本温和上升，即 2018/19/20 年分别为 2.8%/2.9%/3.0%。

为支持机队扩张，我们预测 2018/19/20 年，公司的贷款和借贷所得款项分别为 23.80/23.35/22.24 亿美元。在每年偿还 14.67/14.05/17.68 亿美元后，债务总额将达 118.52/127.82/132.38 亿美元，总体资产负债比率与上市后的均值一致。结合我们对平均债务成本的估计，我们预测 2018/19/20 年财务费用分别为 3.22/3.60/3.77 亿美元，占每年经营费用的 33%。

图 17：债务总额预测



来源：公司，招银国际预测

稳健的资产负债表增长以支持收入增长

资本开支承诺

资本开支，即飞机采购，推动资产负债表增长。飞机采购以交付前付款和最终付款的形式进行。交付前付款是与计划在未来交付的飞机相关的分期付款。最终款项在飞机交付时支付。

资本开支于全年内平均分配。截至 2017 年底，订单簿共有 173 架飞机，构成了超过 79 亿美元的未来资本开支承诺。根据公司指引，2018/19/20 年计划交付 58/53/26 架飞机。我们预测 2018/19/20 年底，公司自有飞机数量达 306/327/320 架，每年相应的资本开支为 31.94/32.56/15.97 亿美元。

完善的现金流管理

2017年，公司经营活动产生的现金流净额为13亿美元，航空公司客户的现金回收率为99.9%，表现出良好的现金流管理能力。我们预测2018/19/20年，公司经营活动产生的现金流净额分别为14/16/17亿美元。

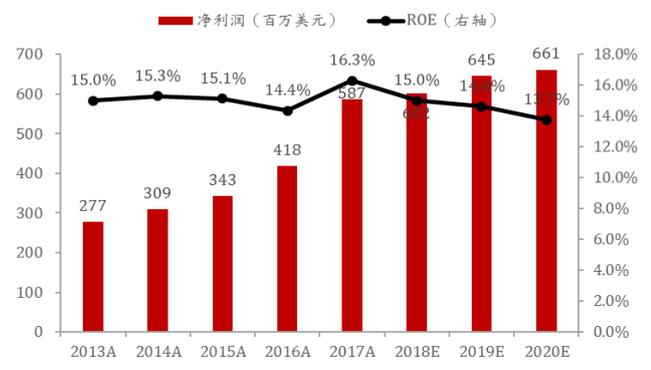
股息政策

我们预测2018/19/20年，公司净利润分别增长2.7%/7.1%/2.5%，达6.02/6.45/6.61亿美元。2018年预测净利润与2017年几乎持平，反映了2017年的0.91亿美元的净递延税负债调整。我们预测派息率保持在35%，2018/19/20年每股总股息为0.304/0.325/0.333美元。

公司估值

税后净利润强劲增长、ROE 保持稳定。自 2013 年以来，税后净利润平均每年增长 21%，2017 年达到 5.87 亿美元。5 年平均 ROE 为 15.2%。我们预测 2018/19/20 年 ROE 分别为 15.0%/14.6%/13.7%。

图 18：公司净利润及 ROE 预测



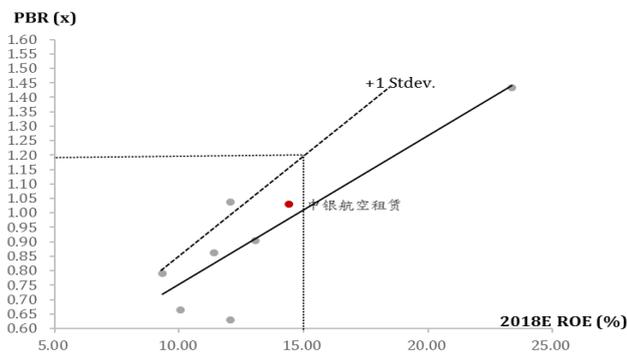
来源：公司，招银国际预测

首次覆盖，给予买入评级，目标价 56.7 港元。通过与可比上市飞机经营租赁同业比较 P/B-ROE 水平，并考虑到公司：

- 最年轻的机队资产
- 更长的平均剩余租期
- 最高的飞机利用率
- 更高比例的亚太地区业务
- 投资级别信用评级
- 最低的平均债务成本

我们将公司定值同业平均 P/B-ROE 水平+1 标准差，即 1.20 倍市账率。目标价 56.7 港元。计入股息率的潜在升幅为 19.8%。

图 19：可比上市同业 P/B-ROE 分析



来源：彭博，招银国际预测

图 20：公司估值

Key assumptions	
2018E ROE (%)	15.0
2018E PBR	1.20
Target price (US\$)	7.27
USDHKD	7.80
Target price (Hkd)	56.67

来源：招银国际预测

风险提示

- **地区经济和政治不确定性**可能会对航空公司客户订立新飞机经营租赁合同的意愿产生不利影响；
- **航空业低迷**可能会对航空公司客户订立新飞机经营租赁合同的能力产生不利影响；
- **航旅需求减少，燃料成本增加，利率变化**可能对飞机市场价值和市场租金率产生不利影响；
- **未能交付或延迟交付飞机**可能导致公司收入和客户关系损失。

财务数据

利润表

年结：12月31日（百万元美元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
租赁租金收入	1,048	1,284	1,536	1,701	1,811
利息及手续费收入	48	30	48	48	48
出售飞机收益净额	91	78	59	59	59
其他收入	6	10	10	10	10
收入总额	1,193	1,401	1,653	1,818	1,928
机器及设备折旧	(378)	(460)	(511)	(581)	(641)
财务费用	(216)	(260)	(322)	(360)	(387)
人事费用	(75)	(72)	(85)	(94)	(99)
其他费用	(51)	(57)	(57)	(57)	(57)
成本及费用总额	(719)	(850)	(976)	(1,093)	(1,185)
所得税费用冲回/（计提）	(56)	36	(74)	(80)	(82)
本公司所有人应占本年净利润	418	587	602	645	661

资料来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元美元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
机器及设备	12,605	15,434	17,862	19,478	19,979
其他非流动资产	20	34	34	34	34
非流动资产小计	12,625	15,468	17,896	19,512	20,012
现金及银行结余	206	143	368	416	760
其他流动资产	11	28	484	614	429
流动资产小计	820	572	797	845	1,189
资产总额	13,445	16,040	18,693	20,357	21,201
贷款及借贷	902	1,419	1,405	1,768	1,768
其他流动负债	288	305	305	305	305
流动负债小计	1,190	1,724	1,710	2,073	2,073
贷款及借贷	7,542	9,263	11,535	12,441	12,885
其他非流动负债	1,331	1,234	1,234	1,234	1,234
非流动负债小计	8,873	10,497	12,769	13,675	14,119
负债总额	10,062	12,221	14,479	15,747	16,191
股本	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
储备及未分配利润	2,224	2,661	3,056	3,452	3,852
权益总额	3,382	3,819	4,214	4,610	5,010

资料来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万元美元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	474	551	677	725	743
机器及设备折旧	378	460	511	581	641
财务费用	216	260	322	360	387
调整项	(46)	(29)	(102)	(107)	(109)
营运资金变动	84	29	-	-	-
经营活动产生的现金流量净额	1,106	1,271	1,409	1,560	1,662
资本开支	(2,895)	(4,433)	(4,000)	(3,256)	(2,200)
自由现金流量	(1,789)	(3,162)	(2,591)	(1,696)	(538)
出售机器及设备所收到的现金	1,695	1,239	1,086	1,086	1,086
筹资活动产生的现金流量净额	117	1,771	1,695	658	(204)
现金及现金等价物（减少）/增加净额	22	(152)	190	48	344
现金及现金等价物年初余额	371	394	242	431	480
现金及现金等价物年末余额	394	242	431	480	824

资料来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日（百万元美元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入构成					
租赁租金收入	87.9%	91.6%	93.0%	93.6%	94.0%
利息及手续费收入	4.0%	2.1%	2.9%	2.6%	2.5%
出售飞机收益净额	7.6%	5.6%	3.6%	3.2%	3.1%
其他收入	0.5%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
增长率					
租赁租金收入	7.5%	22.4%	19.7%	10.7%	6.5%
收入总额	9.4%	17.4%	18.0%	10.0%	6.1%
本公司所有人应占本年净利润	21.8%	40.3%	2.7%	7.1%	2.5%
资产负债比率					
杠杆率（倍）	2.6	2.9	2.8	2.8	2.6
回报率					
资本回报率	14.4%	16.3%	15.0%	14.6%	13.7%
资产回报率	3.2%	4.0%	3.5%	3.3%	3.2%
每股数据					
每股利润（美元）	0.64	0.85	0.87	0.93	0.95
每股股息（美元）	0.18	0.30	0.30	0.33	0.33
每股账面值（美元）	4.87	5.50	6.07	6.64	7.22

资料来源：公司，招银国际预测

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	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來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。而過去的表现亦不代表未來的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。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。

本報告基於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开发布時的判斷，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並不时自行及/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。