

光伏設備行業

掘金光伏熱

強勁的光伏新增裝機需求、光伏產品製造商積極的產能擴張計劃以及新興的技術變革，將使得中國光伏設備提供商成為下游行業資本開支上升週期的主要受益者。我們給予光伏設備行業**優於大市**評級，首次覆蓋國內行業龍頭**晶盛機電 (300316 CH)** 及**捷佳偉創 (300724 CH)** 並給予**買入**評級。

- **全球光伏迎來新一輪裝機潮。**我們認為光伏發電平價時代的到來，將進一步推動全球光伏裝機需求的增長。根據招銀國際新能源研究團隊預測，在基準情形下，2020至2025年，全球光伏新裝機容量將較2014至2019年的503GW激增112%至1,064GW，為光伏設備需求的增長提供良好條件。
- **光伏設備提供商將受益於光伏產品製造商積極的產能擴張計劃。**為了通過規模效應擴大市場份額及提升成本競爭優勢，中國光伏產品製造商相繼提出了規模宏大的產能擴張計劃。我們按項目預測，國內主要光伏產品製造商已規劃新增221GW矽片產能及320GW PERC電池產能。我們預測2020至2022年間，在基準情形下，擴產計劃將轉化為每年340億元人民幣的設備需求，較2019年的市場規模高32%。若光伏產品製造商宣佈進一步的擴產計劃，我們的預測還將有上行空間。
- **下一代技術進一步推動設備需求增長。**對於光伏電池，在下一代技術路線中，我們預期異質結技術(HJT)在三到五年後可能會得到更廣泛應用，並將刺激更多的設備需求，因其與當前主流技術生產線設備無法兼容，且每GW資本開支更高(5億元人民幣，高於PERC一倍)。目前中國光伏電池生產商規劃的HJT產能或將刺激設備需求較我們基準情形下的電池設備需求再提升29%。對於矽片而言，新興的超大尺寸(182mm及210mm)將帶來全產業鏈的設備升級或替換需求。
- **世界一流設備提供商的興起。**就目前主流技術而言，中國已基本實現光伏設備生產的自給自足，並正在經歷下一代技術的設備本土化。晶盛機電及捷佳偉創已經在中國光伏矽片生產設備及光伏電池設備領域確立龍頭地位，2019年市場份額分別為11%及9%。我們相信，兩家公司將成為下游產業資本開支上升週期的主要受益者。
- **首次覆蓋晶盛機電，給予買入評級。**我們相信，晶盛機電作為國內領先的光伏矽片生產設備提供商，可依託其與單晶矽片寡頭之一的**中環股份 (002129 CH, 未評級)**之間牢固的關係、多樣化的客群以及領先的研發能力抓住下游需求增長的發展機遇。我們預測2019至2022年，公司淨利潤的年複合增長率將達到34%。我們給予公司目標價40.20元人民幣，對應45倍2021年預測市盈率，相當於其歷史平均倍數加0.5個標準差，以反映當前的上升週期。
- **首次覆蓋捷佳偉創，給予買入評級。**我們看好公司的行業龍頭地位，提供覆蓋主流PERC技術約70%資本開支的豐富產品線，以及其在開發HJT生產設備上的先發優勢，因此即使技術改變，公司也能享受設備需求的上升週期帶來的紅利。我們預測2019至2022年，公司淨利潤的年複合增長率將達到47%。我們給予公司目標價138元人民幣，對應49倍2021年預測市盈率。
- **主要風險：1) 下游擴產計劃不及預期；2) 技術風險；3) 與客戶關係惡化或客戶財務狀況惡化。**

估值表

公司名稱	股票代碼	評級	目標價 (人民幣)	當前股價 (人民幣)	市盈率(x)		ROE (%)	
					FY20E	FY21E	FY20E	FY21E
晶盛機電	300316 CH	買入	40.20	29.56	50.9	35.7	17.1	21.2
捷佳偉創	300724 CH	買入	138.00	112.15	56.6	36.0	20.4	26.0

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

優於大市

中國設備行業

隋曉萌

(852) 3761 8775

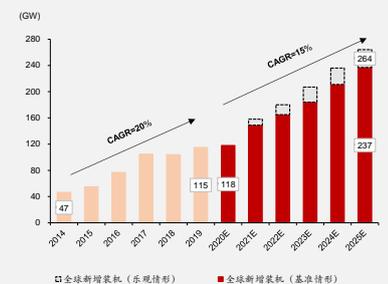
suixiaomeng@cmbi.com.hk

馮鍵燦, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

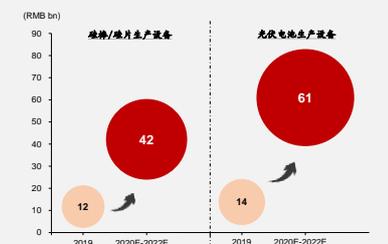
全球光伏新增裝機預測



資料來源：IEA PVPS, Solarpower Europe, 招銀國際預測

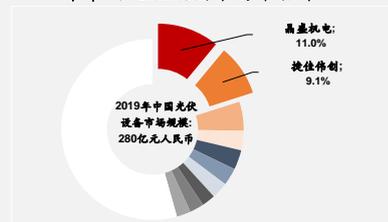
注：年複合增長率基於基準情形計算。

中國光伏設備市場規模預測



資料來源：中國光伏行業協會，招銀國際預測

2019年中國光伏設備市場市占率



資料來源：中國光伏行業協會，招銀國際預測

晶盛機電 (300316 CH)

領先的國內晶體生長設備供應商

我們首次覆蓋晶盛機電，給予買入評級，目標價 40.20 元人民幣。我們相信，晶盛機電作為國內領先的光伏矽片生產設備提供商，可依託其與單晶矽片寡頭之一的中環股份 (002129 CH, 未評級) 之間牢固的關係、多樣化的客群以及領先的研發能力抓住下游需求增長的發展機遇。我們預測 2019 至 2022 年，公司淨利潤的年複合增長率將達到 34%。我們給予公司目標價 40.20 元人民幣，對應 45 倍 2021 年預測市盈率，相當於其歷史平均倍數加 0.5 標準差，以反映當前的上升週期。

- **光伏晶矽生長設備的主要供應商。**晶盛機電是領先的中國晶矽生長和加工設備供應商，根據我們的測算，公司 2019 年在國內矽棒/矽片生產設備銷售中佔據了 26% 的市場份額。公司產品涵蓋光伏矽片生產中 90% 以上的資本開支，其中晶體生長爐是其最核心產品。
- **與中環股份保持長期合作可確保業務增長。**公司是全球最大單晶矽片生產商之一中環股份的晶體生長爐核心供應商。我們認為公司能夠繼續從中環股份積極的產能擴張中獲利，後者計劃在 2023 年之前增加 50GW G12 產能，占我們預測國內新增產能的 25%。G12 是中環股份發佈的超大型矽片，據我們瞭解，其在下游組件端正在獲得越來越多的應用。我們相信大矽片的推廣將為公司帶來更多的設備更換需求。此外，我們預計公司在非隆基市場份額超過 60%，這將確保其能夠從更多客戶的產能擴張中獲得增長。我們預測 2019 至 2022 年，公司晶體生長設備收入的年複合增長率將達到 40%。
- **提升研發能力以增強光伏設備優勢，並開拓半導體設備行業機遇。**公司多年來保持高於同業的研發支出，使得其成為最早一批能夠為大矽片提供所需設備、克服更高技術壁壘的設備供應商。此外，公司也是少數能夠為半導體客戶提供 8 英寸和 12 英寸晶體生長爐的國內供應商之一，這使其能夠在國內半導體晶圓廠擴產和設備本土化的過程中打入這一潛力巨大的市場。
- **主要風險：1) 下游產業擴產計劃不及預期；2) 客戶關係，特別是與中環股份的關係惡化；3) 客戶財務狀況惡化。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	2,536	3,110	3,936	5,560	7,341
淨收入 (百萬元人民幣)	582	637	810	1,155	1,525
每股盈利 (元人民幣)	0.52	0.50	0.63	0.90	1.19
每股盈利變動 (%)	34	(5)	27	43	32
市場預測每股盈利 (元人民幣)	不適用	不適用	0.64	0.85	1.07
市盈率 (倍)	56.4	59.6	46.9	32.9	24.9
市帳率 (倍)	9.4	8.3	7.7	6.3	5.1
股息率 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
權益收益率 (%)	15.3	14.8	17.1	21.2	22.8
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (首次覆蓋)

目標價	RMB 40.20
潛在升幅	+36.0%
當前股價	RMB 29.56

中國設備行業

隋曉萌

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

馮鍵嶸, CFA

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

公司資料

市值(百萬元人民幣)	37,970
3月平均流通量(百萬元人民幣)	1,025.38
52周內股價高/低(元人民幣)	35.68/13.20
總股本(百萬)	1,284

資料來源：彭博

股東結構

紹興上虞晶盛投資管理諮詢有限公司	48.32%
邱敏秀	2.97%
曹建偉	2.77%

資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1個月	-9.9%	-11.5%
3個月	23.7%	17.1%
6個月	26.2%	1.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：天健

財務分析

利潤表

截至12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入	2,536	3,110	3,936	5,560	7,196
晶體生長設備	1,940	2,173	2,934	4,342	5,775
智能化加工設備	277	504	428	480	528
設備改造服務	-	165	199	254	313
藍寶石產品	125	66	171	240	288
其他	194	201	203	244	293
營業成本	(1,534)	(2,004)	(2,566)	(3,560)	(4,562)
毛利潤	1,002	1,105	1,370	2,000	2,634
銷售費用	(46)	(46)	(63)	(86)	(112)
行政費用	(114)	(126)	(161)	(234)	(302)
研發費用	(183)	(186)	(216)	(328)	(461)
其他營運費用	(24)	(15)	(58)	(72)	(88)
核心營業利潤	636	733	871	1,280	1,711
減值撥備	(93)	(97)	(57)	(51)	(46)
其他收入及開支	82	70	71	51	37
稅前利潤	649	721	943	1,352	1,789
所得稅	(80)	(97)	(146)	(209)	(277)
少數股東權益	14	13	13	13	13
淨利潤	582	637	810	1,155	1,525

現金流量表

截至12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅後利潤	568	624	797	1,142	1,512
折舊與攤銷	82	114	136	144	165
營運資金變動	(558)	(47)	422	(160)	(857)
其他	73	88	(155)	35	26
經營活動現金流	166	779	1,199	1,161	846
資本開支	(235)	(95)	(188)	(292)	(279)
其他	(213)	(441)	(648)	(280)	(459)
投資活動現金流	(449)	(536)	(835)	(571)	(738)
籌資活動	74	1	-	-	-
借貸變動	4	(45)	(4)	3	(3)
支付股息及利息	(108)	(135)	(128)	(128)	(128)
其他	(0)	5	-	-	-
融資活動現金流	(29)	(174)	(133)	(125)	(132)
現金增加淨額	(312)	69	232	464	(24)
期初現金	790	476	545	777	1,241
匯兌影響	(1)	(0)	-	-	-
減去：限制性現金	80	37	88	126	306
期末現金	476	545	777	1,241	1,217

資產負債表

截至12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
流動資產	4,427	5,675	7,824	10,086	12,627
現金及限制性現金	556	582	865	1,367	1,523
貿易應收款	1,583	2,865	3,936	5,004	6,460
存款	1,451	1,389	2,121	2,641	3,327
其他流動資產	837	839	902	1,074	1,317
非流動資產	1,908	2,187	2,654	2,879	3,042
長期股權投資	263	503	846	930	977
固定資產及在建工程	980	1,147	1,145	1,269	1,379
其他非流動資產	665	537	663	680	687
總資產	6,335	7,863	10,478	12,965	15,669
流動負債	2,038	3,085	5,292	6,726	8,021
短期借款	84	42	39	40	39
貿易應付款	1,230	1,869	2,309	3,204	3,720
合同負債	518	1,007	2,780	3,303	4,063
其他流動負債	207	167	164	179	199
非流動負債	66	61	63	67	67
長期借款	39	36	34	36	34
其他非流動負債	27	25	29	31	33
總負債	2,104	3,146	5,355	6,793	8,088
股本	1,285	1,284	1,284	1,284	1,284
儲備	1,415	1,448	1,540	1,650	1,784
未分配利潤	1,358	1,819	2,120	3,045	4,308
股東權益	4,058	4,551	4,944	5,980	7,376
少數股東權益	173	165	179	192	205
總權益	4,231	4,716	5,122	6,172	7,582

主要比率

截至12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入結構 (%)					
晶體生長設備	76	70	75	78	80
智能化加工設備	11	16	11	9	7
設備改造服務	-	5	5	5	4
藍寶石產品	5	2	4	4	4
其他	8	6	5	4	4
同比增長 (%)					
收入	30	23	27	41	32
毛利潤	34	10	24	46	35
淨利潤	50	10	27	43	32
經營效率 (%)					
毛利率	39.5	35.5	34.8	36.0	36.6
核心經營利潤率	25.1	23.6	22.1	23.0	23.3
淨利潤率	23.0	20.5	20.6	20.8	20.8
資產負債表比率 (%)					
財務杠杆	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
平均應收款周轉天數	277	261	315	293	288
平均存貨周轉天數	180	167	163	156	150
平均應付款周轉天數	273	282	297	283	274
回報率 (%)					
權益回報率	15.3	14.8	17.1	21.2	22.4
資產回報率	9.4	9.0	8.8	9.9	10.5
每股數據 (人民幣)					
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
每股淨資產	3.16	3.54	3.85	4.66	5.72

資料來源：公司及招銀國際證券預測

捷佳偉創 (300724 CH)

產品綫全面的領先光伏電池設備提供商

我們首次覆蓋捷佳偉創，給予買入評級，目標價 138 元人民幣。我們看好公司的行業龍頭地位，提供覆蓋主流 PERC 技術約 70% 資本開支的豐富產品綫，以及開發 HJT 生產設備的先發優勢，因此即使技術改變，公司也能享受設備需求上升週期帶來的紅利。我們預測 2019 至 2022 年間，公司的淨利潤年複合增長率將達到 47%。我們給予公司目標價 138 元人民幣，對應 49 倍 2021 年預測市盈率。

- **領先的光伏電池設備供應商。**捷佳偉創主要提供用於光伏電池生產的擴散沉積設備及濕法工藝設備。得益於強勁的下游產能擴張及進口替代趨勢，2015 至 2019 年，公司收入及淨利潤的年複合增長率分別達到 64% 及 76%。2019 年，公司的收入超過梅耶博格，成為全球最大的光伏電池生產設備供應商。
- **PERC 擴產週期的主要受益者。**我們認為公司是 PERC 擴產週期的主要受益者，由於：1) 其產品範圍涵蓋約 70% 的 PERC 電池生產線資本開支，並在核心 PECVD 設備上具備較強的產品競爭力和較高的市場佔有率；2) 其廣泛的客群覆蓋了最主要的光伏電池製造商，以及 3) 其尖端的研發能力可以轉化為更高效、更高利潤率的新產品。
- **下一代光伏電池技術設備的先行者。**公司是目前少數能夠為 HJT 電池生產綫提供設備的中國公司之一，因而能夠更早地捕捉下一代光伏電池設備的新興需求。為滿足不斷增加的訂單，公司近期公告了 A 股定增計劃，計劃最多籌集 25 億元人民幣，為其 PERC+/HJT 設備產能擴張提供資金。公司還透露了進入半導體設備領域的雄心，並安排了詳細的研發和生產計劃。我們認為，這或將成為公司下一個增長點，並將為我們現有的盈利預測提供進一步上漲空間。
- **主要風險：**1) 下游產業擴產計劃不及預期；2) 研發進展不及預期或賭錯技術路線；3) 毛利率收縮；4) 客戶財務狀況惡化。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	1,493	2,527	4,169	6,478	8,472
淨收入(百萬元人民幣)	306	382	572	902	1,210
每股盈利(元人民幣)	1.12	1.19	1.78	2.81	3.77
每股盈利變動(%)	6	7	49	58	34
市場預測每股盈利(元人民幣)	不適用	不適用	1.84	2.66	3.52
市盈率(倍)	100.1	94.0	62.9	39.9	29.8
市帳率(倍)	16.1	14.1	11.8	9.3	7.2
股息率(%)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
權益收益率(%)	19.4	16.0	20.4	26.0	27.2
淨負債比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (首次覆蓋)

目標價	RMB 138.00
潛在升幅	+23.0%
當前股價	RMB 112.15

中國設備行業

隋曉萌

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

馮鍵嶸, CFA

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

公司資料

市值(百萬元人民幣)	36,025
3月平均流通量(百萬元人民幣)	299.41
52周內股價高/低(元人民幣)	119.97/29.73
總股本(百萬)	321.2

資料來源：彭博

股東結構

余仲	9.13%
梁美珍	8.86%
左國軍	8.29%

資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1個月	-13.8%	-15.3%
3個月	20.0%	13.6%
6個月	55.2%	25.2%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：容誠

財務分析

利潤表

截至12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入	1,493	2,527	4,169	6,478	8,472
擴散沉積設備	838	1,723	2,723	4,439	5,859
濕法工藝設備	383	426	767	1,090	1,395
自動化設備	184	284	534	748	935
零部件及其他	87	93	145	202	283
營業成本	(895)	(1,717)	(3,043)	(4,720)	(6,149)
毛利潤	598	810	1,126	1,758	2,323
銷售費用	(118)	(179)	(83)	(149)	(212)
行政費用	(46)	(73)	(88)	(149)	(195)
研發費用	(77)	(123)	(167)	(298)	(424)
其他營運費用	12	1	(55)	(62)	(75)
核心營業利潤	369	437	733	1,100	1,418
減值撥備	(68)	(86)	(172)	(103)	(72)
其他收入及開支	50	78	83	25	27
稅前利潤	351	429	643	1,021	1,372
所得稅	(45)	(55)	(80)	(128)	(172)
少數股東權益	-	7	9	9	9
淨利潤	306	382	572	902	1,210

現金流量表

截至12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅後利潤	306	374	563	893	1,201
折舊與攤銷	5	18	29	33	38
營運資金變動	(416)	(723)	117	(476)	(567)
其他	44	76	216	140	109
經營活動現金流	(60)	(254)	925	590	781
資本開支	(41)	(121)	(77)	(78)	(88)
其他	(823)	754	103	101	121
投資活動現金流	(864)	632	26	23	33
籌資活動	1,064	11	25	-	-
淨借貸變動	-	16	168	53	(4)
支付股息及利息	(60)	(58)	(58)	(58)	(90)
其他	(17)	(302)	(240)	(300)	(260)
融資活動現金流	988	(333)	(106)	(305)	(355)
現金增加淨額	63	45	846	308	460
期初現金	378	454	501	1,342	1,651
匯兌影響	13	3	(5)	-	-
減去：限制性現金	96	427	383	464	519
期末現金	454	501	1,342	1,651	2,111

資產負債表

截至12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
流動資產	4,106	5,553	7,856	10,297	12,959
現金及限制性現金	550	929	1,725	2,115	2,630
貿易應收款	485	929	2,293	3,110	3,812
存款	2,087	3,342	3,469	4,685	6,109
其他流動資產	984	354	368	388	408
非流動資產	338	458	481	542	603
長期股權投資	130	129	108	109	110
固定資產及在建工程	162	246	265	302	343
其他非流動資產	46	83	109	130	149
總資產	4,444	6,011	8,338	10,839	13,561
流動負債	2,201	3,424	5,249	6,895	8,486
短期借款	-	-	168	221	216
貿易應付款	613	1,059	1,461	1,982	2,214
合同負債	1,493	2,201	3,434	4,490	5,837
其他流動負債	95	163	186	201	218
非流動負債	15	31	45	46	48
長期借款	-	-	-	-	-
其他非流動負債	15	31	45	46	48
總負債	2,217	3,455	5,293	6,941	8,533
股本	320	320	321	321	321
儲備	1,206	1,235	1,252	1,325	1,422
未分配利潤	702	998	1,469	2,242	3,264
股東權益	2,227	2,552	3,043	3,888	5,008
少數股東權益	-	3	2	11	20
總權益	2,227	2,556	3,045	3,899	5,028

主要比率

截至12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入結構 (%)					
擴散沉積設備	56	68	65	69	69
濕法工藝設備	26	17	18	17	16
自動化設備	12	11	13	12	11
零部件及其他	6	4	3	3	3
同比增長 (%)					
收入	20	69	65	55	31
毛利潤	40	32	27	27	27
淨利潤	21	25	50	58	34
經營效率 (%)					
毛利率	40.1	32.1	27.0	27.1	27.4
核心經營利潤率	24.7	17.3	17.6	17.0	16.7
淨利潤率	20.5	15.1	13.7	13.9	14.3
資產負債表比率 (%)					
財務杠杆	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
平均應收款周轉天數	100	102	141	152	149
平均存貨周轉天數	420	392	298	230	233
平均應付款周轉天數	200	178	151	133	125
回報率 (%)					
權益回報率	19.4	16.0	20.4	26.0	27.2
資產回報率	8.7	7.3	8.0	9.4	9.9
每股數據 (人民幣)					
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
每股淨資產	6.96	7.98	9.47	12.10	15.59

資料來源：公司及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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(“招銀國際證券”)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。招銀國際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。招銀國際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國際證券編寫，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責任。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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。