

華電福新能源 (816 HK)

燃料價格高昂為盈利帶來壓力

❖ **2017上半年發電量符合預期。**華電福新2017上半年總發電量為20,114吉瓦時，同比下降3.8%。從各分部來看，水電、火電、風電、其他能源的發電量分別為5,291吉瓦時、5,847吉瓦時、7,130吉瓦時、1,847吉瓦時，同比變化分別為-33.4%、21.5%、11.3%、6.5%。由於福建省水電情況恢復正常，我們認為水電業務業績下降實為合理，同時也為火電業務騰出空間。風電業務的占比繼續擴大，2017上半年占公司總發電量的35.4%。華電福新2017上半年發電量達到我們對全年預期的48.5%，符合我們對其經營情況的預測。

❖ **高昂的燃煤成本對火電業務帶來負面影響。**由於煤價影響電價無法向下游傳導，我們預計高昂的煤炭價格會為華電福新的火電業務帶來前所未有的壓力。據發改委數據統計，福建省電煤價格指數已從2016年1-6月平均364.5上升至2017年1-6月平均的560.6。根據指數，我們推斷2017年上半年燃煤價格將同比增長55.4%，預料全年將同比增長34.2%。同時，從7月1日起，國務院禁止省級港口進口煤炭（其中包括華電福新主要轉運口岸可門港），我們認為禁令加重公司燃煤成本壓力。公司計劃通過其他持牌港口維持煤炭進口，但每噸煤炭的汽運短倒運輸成本會增加人民幣20-30元，部分抵消了每噸節省的50-80人民幣價格優勢。我們預計全年燃料價格將上升28%，2017年火電營業虧損1.47億人民幣。

❖ **風電場仍是增長動力。**考慮到煤炭價格居高不下，我們相信華電福新將進一步推遲擴張火電裝機，因此風電裝機容量擴張將成為公司短期內主要的增長動力。我們預計風電裝機2016-2019年均複合增長率將達7.6%，每年新增裝機600兆瓦。由於我們相信華電福新會需要一定的時間來增加位於中國中部和東南地區的風電項目儲備，因此我們預計風電裝機增速較往年略有下降。

❖ **降低評級至持有。**我們修正了有關燃煤燃料成本的預測，且更新了裝機擴張規模及時間規劃，因此我們對2017/2018/2019年度的盈利預測相應下調14.4%/15.2%/18.2%，至17.12/20.91/23.24億人民幣。我們在各分部DCF估值模型中納入了來自燃料成本及裝機的影響，計算得出最新目標價每股1.76港元，對應2017/2018年前瞻市盈率7.5/6.1倍。根據我們的目標價，我們將華電福新降為持有評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	15,347	15,917	16,585	18,079	19,628
淨利潤 (百萬人民幣)	1,821	1,908	1,712	2,091	2,353
EPS (人民幣)	0.22	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS 變動 (%)	-7.5	-99	-10.3	22.1	12.5
市盈率 (x)	7.03	670.6	747.5	612.0	543.99
市帳率 (x)	0.78	0.71	0.66	0.61	0.56
股息率 (%)	2.6	3.4	3.0	3.7	4.1
權益收益率 (%)	11.1	10.6	8.9	9.9	10.3
淨財務杠杆率 (%)	317.1	318.7	322.2	313.4	310.9

數據源：公司及招銀國際

持有(下調)

目標價	HK\$1.76
(此前目標價)	HK\$2.14)
潛在升幅	2.92%
當前股價	HK\$1.71

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

風電行業

市值(百萬港元)	14,378
3個月平均流通(百萬)	23.00
52周內高/低(港元)	2.30/1.61
總股本(百萬)	8,408

數據源：彭博

股東結構

華能集團	62.8%
摩根大通	2.2%
流通股	35.0%

數據源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	-4.5%	-11.9%
3月	-5.0%	-15.5%
6月	-6.0%	-20.9%

數據源：彭博

股價表現



數據源：彭博

審計師：KPMG

公司網站：www.hdfx.com.cn

❖ **核電投資：喜憂參半。**福建省物價局于7月25日發布下調核電電價。福清核電2號/3號機組電價分別下調5.7%/13.6%，從每兆瓦時430人民幣分別下降至405.5/371.7元人民幣。我們預計電價下調將導致2017年華電福新核電投資的盈利下降3.3%，同時由于我們預計福清核電4號機組會采用與3號機組相同定價，我們估計2018年這一負面影響將擴大至8.2%。根據福建省物價文件，電價調整自上述機組商運之日開始執行，意味電價調整可能自機組商運起回溯，這將可能會導致因電價回溯所帶來的潛在的一次性損失。基于我們對業務的理解，我們預計利潤回溯的可能性較小。此外，國家發改委及國家能源局的聯合公告顯示核電機組的最低基礎載荷為5,400小時，若利用小時超過此基荷，公司必須參與電力市場銷售，這意味著實際收到電價可能會更低。

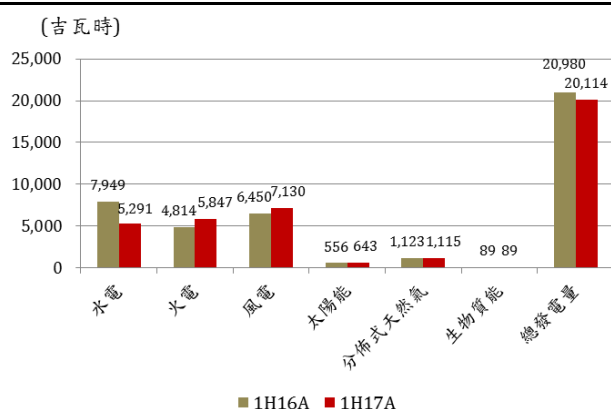
除了壞消息，近期也有好消息。福清核電4號機組于7月29日并網試運行，這會給核電業務帶來憧憬。參考福清核電1-3號機組過往歷史調試時間，我們預計4號機組將於9月30日以前正式投入商業運營，2017年利用小時數預計為2,208小時。考慮到福清核電4號機組帶來的貢獻及福建省核電電價的影響，我們重新修訂了我們對華電福新核電投資應占利潤的預測。鑒于我們認為電價下調對業務有決定性影響，因此我們對2017/2018/2019年核電投資應占利潤的預測分別下調11.1%/22.6%/22.3%，至7.34/8.47/9.05億人民幣。

圖 1：華電福新 2017 上半年發電量摘要

(吉瓦時)	1H16A	FY16A	1H16/ FY16	1H17A	FY17E	1H17/ FY17E
水電	7,949	14,090	56.4%	5,291	10,040	52.7%
火電	4,814	11,718	41.1%	5,847	14,040	41.6%
風電	6,450	12,159	53.0%	7,130	13,816	51.6%
太陽能	556	1,059	52.5%	643	1,165	55.2%
分佈式天然氣	1,123	2,107	53.3%	1,115	2,232	50.0%
生物質能	89	165	53.8%	89	164	53.9%
總發電量	20,980	41,298	50.8%	20,114	41,457	48.5%

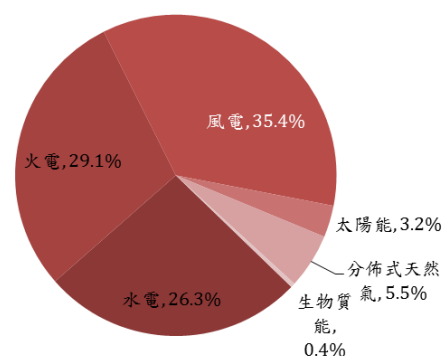
數據來源：公司及招銀國際預測

圖 2：2017 上半年及 2016 上半年發電量對比



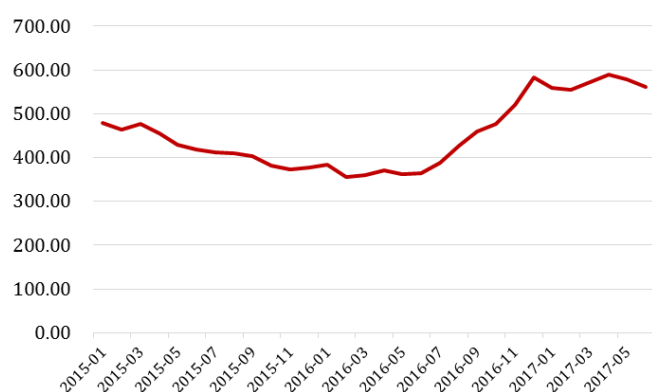
數據來源：公司及招銀國際

圖 3：風電占總發電量的 35.4%



數據來源：公司及招銀國際

圖 4：福建省電煤價格指數



數據來源：發改委及招銀國際

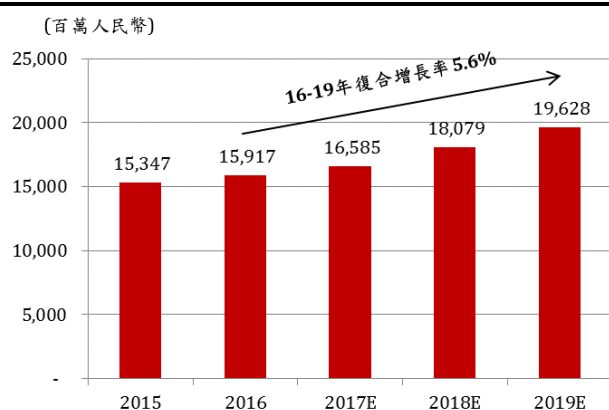
圖 5：福清核電機組調試時間統計

福清	並網日期	商業運營日期	間隔時間
1#	2014/8/22	2014/11/22	92
2#	2015/8/7	2015/10/16	70
3#	2016/9/7	2016/11/4	58
4#	2017/7/29	2017/9/30	63

數據來源：公司及招銀國際

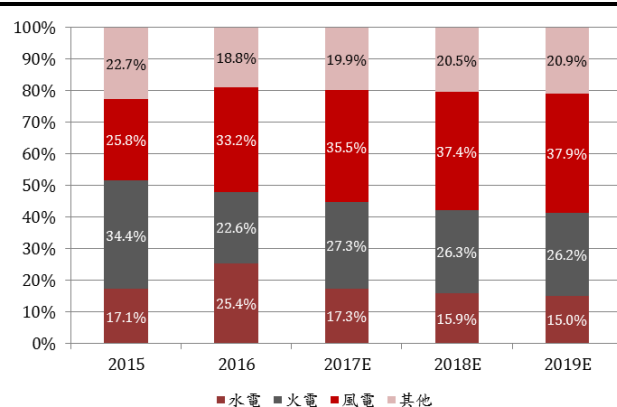
* 福清核電 4 號機組商業運營時間為招銀國際預測

圖 6：營業收入 2016-19 年複合增長率達 5.6%



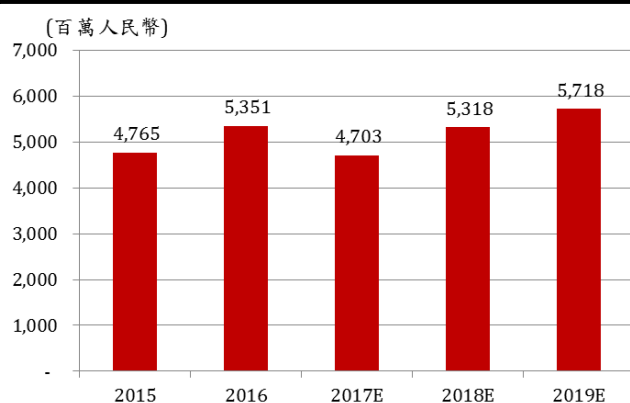
數據來源：公司及招銀國際預測

圖 7：華電福新收入組合



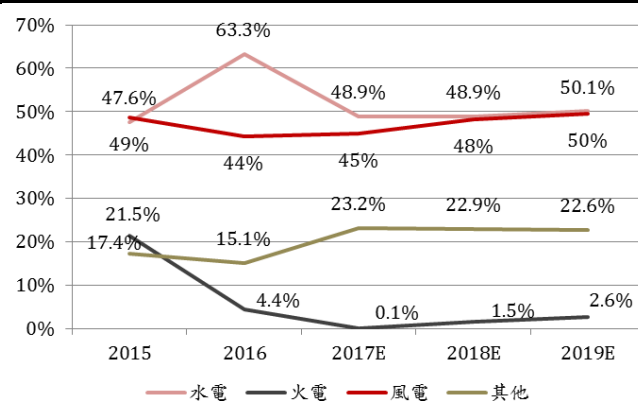
數據來源：公司及招銀國際預測

圖 8：華電福新營業利潤



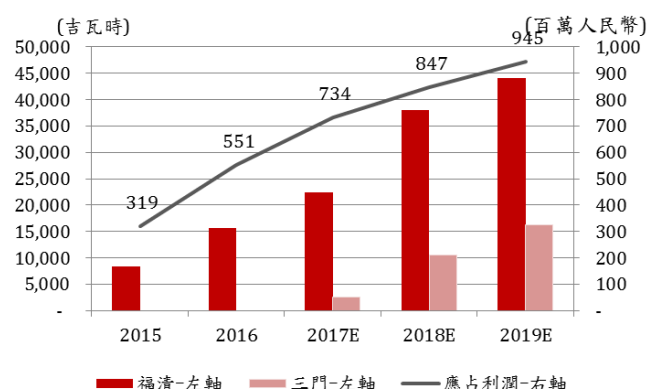
數據來源：公司及招銀國際預測

圖 9：各分部營業利潤率



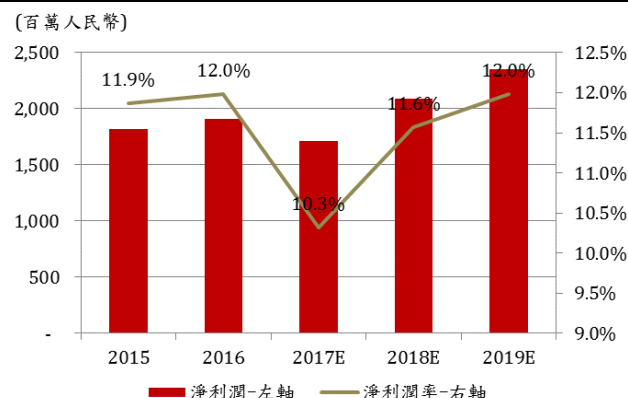
數據來源：公司及招銀國際預測

圖 10：核電投資應占利潤



數據來源：公司及招銀國際預測

圖 11：淨利潤及淨利潤率



數據來源：公司及招銀國際預測

圖 12：盈利預測修訂

	此前預測			更新預測			變化 (%)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
收入 (百萬人民幣)	16,496	18,238	20,614	16,585	18,079	19,628	0.5%	-0.9%	-4.8%
核電應占利潤 (百萬人民幣)	826	1,095	1,165	734	847	945	-11.1%	-22.6%	-18.9%
淨利潤 (百萬人民幣)	2,000	2,467	2,841	1,712	2,091	2,353	-14.4%	-15.2%	-17.2%
每股收益 (人民幣)	0.24	0.29	0.34	0.20	0.25	0.28	-14.4%	-15.2%	-17.2%

數據來源：招銀國際預測

圖 13：各分部 DCF 估值

分部每股價值 (港元)

水電	1.14
火電	0.90
風電	6.98
其他業務	0.60
企業價值	9.62
減：淨債務	(8.17)
永久性中期票據	(0.24)
加：核電投資	0.54
每股價值 (港元)	1.76
每股收益 - 2017 (港元)	0.23
每股收益 - 2018 (港元)	0.29
對應2017年前瞻市盈率	7.50
對應2018年前瞻市盈率	6.14

資本資產定價假設

匯率 (港幣/人民幣)	0.87
無風險收益率	1.5%
調整后beta	1.5
市場風險溢價	14.6%
股本成本	23.4%
債務成本	4.7%
稅率	25.0%

分部加權平均資本成本	資產負債率	加權平均資本成本	終值增速
水電	35%	16.4%	2%
火電	75%	8.5%	2%
風電	75%	8.5%	4%
其他業務	75%	8.5%	4%
核電	0%	23.4%	2%

數據來源：招銀國際預測

圖 14：各分部 DCF 估值

水電 (百萬人民幣)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	1,404	1,647	1,647	1,726	1,744	1,761	1,779	1,797	1,815	1,833	1,851	1,870	1,888
折舊	503	529	529	555	560	566	572	577	583	589	595	601	607
稅率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
資本性支出	(800)	(800)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)
流動資本增長	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
自由現金流	757	965	1,365	1,450	1,468	1,487	1,506	1,525	1,544	1,564	1,583	1,603	1,623
終值													11,462
終值 EV/EBITDA													4.59
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
貼現因子	0.86	0.74	0.63	0.54	0.47	0.40	0.34	0.30	0.25	0.22	0.19	0.16	0.14
貼現自由現金流	650	711	864	789	686	597	519	451	392	341	297	258	1,808
總貼現自由現金流	8,363												
每股價值	0.99												
每股價值 - 港元	1.14												

火電 (百萬人民幣)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	70	134	160	817	878	878	878	878	878	878	878	878	878
折舊	662	687	885	1,221	1,315	1,315	1,315	1,315	1,315	1,315	1,315	1,315	1,315
稅率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
資本性支出	(1,600)	(1,600)	(5,000)	(830)	(830)	(830)	(830)	(830)	(830)	(830)	(830)	(830)	(830)
流動資本增長	(300)	(300)	(300)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
自由現金流	-1,185	-1,113	-4,294	1,003	1,143	1,143	1,143	1,143	1,143	1,143	1,143	1,143	1,143
終值													17,955
終值 EV/EBITDA													8.19
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
貼現因子	0.92	0.85	0.78	0.72	0.67	0.61	0.57	0.52	0.48	0.44	0.41	0.38	0.35
貼現自由現金流	(1,092)	(945)	(3,363)	724	760	701	646	595	549	506	466	430	6,618
總貼現自由現金流	6595												
每股價值	0.78												
每股價值 - 港元	0.90												

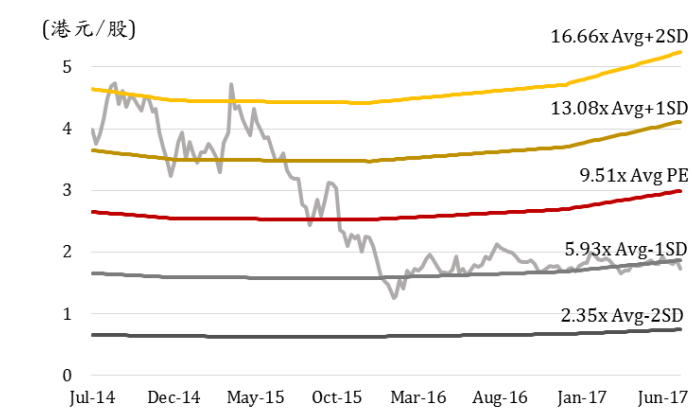
風電 (百萬人民幣)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	3,258	3,684	4,225	4,867	5,267	5,651	6,066	6,513	6,995	7,515	8,076	8,682	9,336
折舊	2,814	3,021	3,227	3,624	3,949	4,265	4,606	4,975	5,373	5,803	6,267	6,768	7,310
稅率	10%	12%	13%	15%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
每瓦資本性支出	7.3	7.3	7.3	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
資本性支出	(3,800)	(3,800)	(3,800)	(6,219)	(5,972)	(6,450)	(6,966)	(7,523)	(8,125)	(8,775)	(9,477)	(10,235)	(11,053)
流動資本增長	(130)	(102)	(120)	(91)	(109)	(105)	(113)	(122)	(131)	(142)	(153)	(165)	(178)
自由現金流	1,801	2,356	2,979	1,474	2,308	2,453	2,605	2,774	2,961	3,165	3,385	3,622	3,878
終值													89,753
終值 EV/EBITDA													5.39
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
貼現因子	1.08	1.18	1.28	1.39	1.50	1.63	1.77	1.92	2.08	2.26	2.45	2.66	2.89
貼現自由現金流	1,660	2,002	2,333	1,064	1,536	1,504	1,472	1,445	1,422	1,401	1,381	1,362	32,446
總貼現自由現金流	51,026												
每股價值	6.07												
每股價值 - 港元	6.98												

其他業務 (百萬人民幣)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	839	919	996	1,141	1,221	1,307	1,398	1,509	1,629	1,758	1,898	2,048	2,211
折舊	582	654	729	821	894	973	1,060	1,143	1,231	1,327	1,431	1,543	1,663
稅率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
資本性支出	(1,810)	(1,810)	(1,810)	(1,421)	(1,530)	(1,647)	(1,774)	(1,911)	(2,059)	(2,219)	(2,392)	(2,579)	(2,780)
流動資本增長	(121)	(120)	(120)	(129)	(103)	(111)	(120)	(129)	(140)	(151)	(163)	(176)	(190)
自由現金流	(635)	(495)	(355)	240	299	326	355	385	417	451	489	529	573
終值													10,734
終值 EV/EBITDA													2.77
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
貼現因子	0.92	0.85	0.78	0.72	0.67	0.61	0.57	0.52	0.48	0.44	0.41	0.38	0.35
貼現自由現金流	(586)	(421)	(278)	173	199	200	201	200	200	200	199	199	3,918
總貼現自由現金流	4,405												
每股價值	0.52												
每股價值 - 港元	0.60												

核電投資 (百萬人民幣)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
應占利潤	847	945	1,037	1,255	1,463	1,463	1,463	1,463	1,463	1,463	1,463	1,463	1,463
資本輸入	(600)	(600)	(600)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
終值													6,973
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
貼現因子	0.81	0.66	0.53	0.43	0.35	0.28	0.23	0.19	0.15	0.12	0.10	0.08	0.06
貼現自由現金流	200	226	232	541	511	414	336	272	220	179	145	117	548
總貼現自由現金流	3,943												
每股價值	0.47												
每股價值 - 港元	0.54												

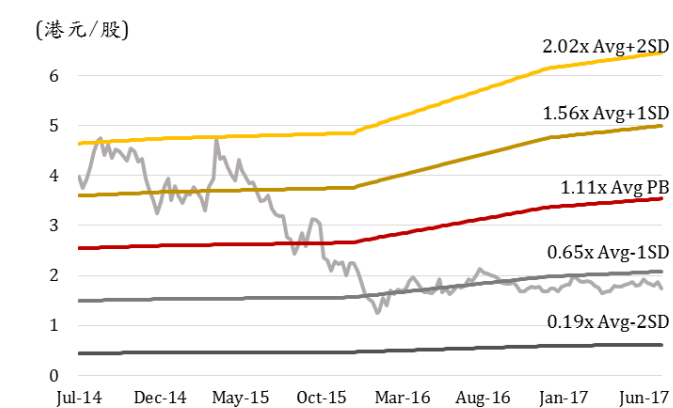
數據來源：招銀國際預測

圖 15: 華電福新前瞻市盈率通道



數據來源：彭博及招銀國際

圖 16: 華電福新前瞻市淨率通道



數據來源：彭博及招銀國際

財務摘要

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售收入	15,393	15,917	16,585	18,079	19,628
水電	2,627	4,037	2,873	2,873	2,941
火電	5,272	3,589	4,524	4,746	5,142
風電	4,012	5,291	5,889	6,759	7,442
其它業務	3,481	3,000	3,299	3,701	4,103
銷售成本	(8,522)	(8,009)	(9,455)	(10,135)	(10,966)
毛利	6,870	7,908	7,130	7,943	8,663
其它淨收入	155	180	145	145	106
行政費用	(456)	(512)	(502)	(547)	(592)
人員成本	(1,194)	(1,329)	(1,444)	(1,546)	(1,728)
其它費用	(589)	(896)	(626)	(678)	(731)
息稅前收益	4,786	5,351	4,703	5,318	5,718
融資成本淨額	(2,589)	(2,825)	(2,964)	(3,164)	(3,353)
合資及聯營企業	428	630	820	939	1,097
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,625	3,156	2,559	3,093	3,462
所得稅	(406)	(534)	(435)	(557)	(658)
非控制股東權益	(316)	(600)	(297)	(330)	(336)
永續中期票據持有人	(81)	(115)	(115)	(115)	(115)
淨利潤	1,822	1,908	1,712	2,091	2,353

數據來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	90,041	93,048	98,659	103,763	110,804
固定資產	76,255	78,612	82,312	85,735	88,855
預付租金	1,237	1,482	1,605	1,725	1,842
合資及聯營公司投資	6,742	7,506	8,936	10,363	14,042
其它非流動資產	5,806	5,448	5,806	5,940	6,065
流動資產	8,250	9,795	9,467	10,815	10,018
現金及現金等價物	2,453	2,954	3,322	4,254	2,982
應收賬款	3,606	5,052	3,941	4,296	4,664
預付款	1,767	1,501	1,793	1,842	1,886
其它流動資產	424	288	411	424	486
流動負債	27,860	26,036	25,485	26,598	27,627
應付賬款	2,528	1,569	1,990	2,169	2,355
其它應付	12,149	9,913	8,127	8,127	8,127
借貸	12,903	14,239	15,030	15,966	16,803
其它流動負債	280	316	337	336	341
非流動負債	49,281	53,878	58,342	61,886	65,128
借貸	47,572	52,283	56,543	60,063	63,211
融資租賃	454	252	389	344	362
其它非流動負債	1,254	1,343	1,411	1,479	1,555
少數股東權益	2,673	2,895	2,982	3,071	3,163
永續中期票據	1,994	1,994	1,994	1,994	1,994
淨資產總額	16,483	18,040	19,323	21,029	22,911
股東權益	16,483	18,040	19,323	21,029	22,911

數據來源：公司及招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
淨利潤	1,822	1,908	1,999	2,467	2,841
折舊和攤銷	3,239	4,008	4,364	4,646	4,951
運營資金變動	518	(4,227)	(685)	(237)	(288)
其它	2,955	7,646	(289)	(52)	(35)
經營活動所得現金流	8,535	9,334	5,390	6,824	7,468
資本開支	(13,441)	(6,375)	(8,075)	(8,079)	(8,083)
聯營公司	(2,309)	(763)	(1,430)	(1,427)	(3,679)
其它	(697)	(3,115)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(16,446)	(10,253)	(9,506)	(9,506)	(11,762)
股份發行	1,981	(13)	(288)	(376)	(489)
淨借貸	8,413	5,816	5,207	4,406	4,005
股息	(339)	(339)	(429)	(385)	(471)
其它	(3,404)	(3,679)	(246)	(36)	(30)
融資活動所得現金淨額	6,651	1,786	4,244	3,608	3,016
現金增加淨額	(1,261)	867	128	927	(1,277)
年初現金及現金等價物	3,295	2,031	2,890	3,018	3,945
匯兌	(3)	(8)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,031	2,890	3,018	3,945	2,668
受限制現金	422	64	304	309	314
資產負債表現金	2,453	2,954	3,322	4,254	2,982

數據來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
水電	17.1	25.4	17.3	15.9	15.0
火電	34.3	22.6	27.3	26.3	26.2
風電	26.1	33.2	35.5	37.4	37.9
其它業務	22.6	18.8	19.9	20.5	20.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	45.6	50.8	43.9	44.7	44.7
稅前利率	17.1	19.8	15.4	17.1	17.6
淨利潤率	11.8	12.0	10.3	11.6	12.0
有效稅率	15.5	16.9	17.0	18.0	19.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
速動比率 (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
現金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
平均存貨周轉天數	9.4	5.7	8.6	8.1	8.6
平均應收款周轉天數	85.5	115.9	86.7	86.7	86.7
平均應付周轉天數	110.3	73.2	78.0	79.3	79.2
債務 / 股本比率 (%)	2.9	2.9	3.0	2.9	2.9
淨負債/股東權益比率 (%)	316.8	318.7	322.2	313.4	310.9
回報率 (%)					
資本回報率	11.1	10.6	8.9	9.9	10.3
資產回報率	1.9	1.9	1.6	1.8	1.9
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.22	0.23	0.20	0.25	0.28
每股股息 (人民幣)	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06
每股賬面價值 (人民幣)	1.96	2.15	2.30	2.50	2.72

數據來源：公司及招銀國際預測

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）發表于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并無直接或間接關係。

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	：招銀國際并未給予投資評級

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，并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，并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。

本報告基于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開發布時的判斷，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并不時自行及/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 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。