

三生制药(1530 HK)

备受瞩目的生物制药领军者

- ❖ **首次覆盖三生制药，给予目标价 15.3 港元。**三生制药毋庸置疑是中国生物制药行业的领军者。我们认为，目前公司股价已经反映了市场对特比澳和益赛普两款产品纳入新医保的增长预期，市场对于公司未来增长潜力十分乐观，同时非常看好公司的生物制药平台。然而，我们认为目前市场低估了公司新业务的增长潜力：糖尿病产品和 CDMO 业务。我们认为公司股价短期催化剂有：1) 2018 年一季度即将上市的糖尿病产品百达扬 (Bydureon)；2) 公司重新递交的重磅新药申请-曲妥珠单抗 (赫赛汀)。首次覆盖三生制药，给予买入评级，目标价 15.30 港元。我们的目标价对应 2018 年/2019 年预测市盈率 27.9 倍/22.1 倍，较当前股价仍有 16.1% 的上浮空间。
- ❖ **受益于新医保支持，特比澳维持强劲增速。**作为全球唯一一款上市的重组人血小板生成素 rhTPO 产品，且该产品被纳入 2017 版国家医保目录，我们认为特比澳仍能保持历年来的高增速，同时该产品会增加于化疗引起的血小板减少症以及免疫性血小板减少症的临床渗透率。我们认为特比澳在未来 2016-2019 年将维持 23.8% 的年复合增长率。
- ❖ **未来百达扬将给糖尿病业务添加新增长动力。**2016-2017 年，三生制药通过收购百泌达 (Byetta)、百达扬和优泌林 (Humilin) 涉足糖尿病领域。百达扬预计于 2018 年一季度上市，该产品将成为国内第一个上市的每周服用的 GLP-1 受体激动剂产品。公司同时拥有 GLP-1 受体激动剂和胰岛素糖尿病产品，我们认为公司的组合糖尿病产品未来几年将录得显著的增长。
- ❖ **CDMO 业务成为公司新的增长引擎。**公司于 2017 年 9 月发布公告，宣布收购加拿大一家生物制药公司 Therapure 的 CDMO 业务。我们认为通过此单收购，公司未来将进入北美生物制药市场，同时于国内开展 CDMO 业务。我们相信 CDMO 业务将成为公司未来新的增长点，预计于 2019 年开始贡献收益。
- ❖ **预计 2016-2019 年核心净利润年复合增速 32.2%。**基于公司核心产品的内生增速以及新收购业务的收入贡献，我们预计公司 2016-2019 年收入的年复合增长率为 32%。受益于收入的高速增长，我们预计公司核心净利润 2017/18/19 年将分别增长 37.3%/33.8%/25.8%，2016-2019 年净利润年复合增长率为 32.2%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	1,673	2,797	3,878	5,609	6,441
核心净利润(百万人民币)	469	645	886	1,185	1,491
核心 EPS (人民币)	0.21	0.26	0.35	0.47	0.59
EPS 变动 (%)	43.3	22.9	36.6	33.6	25.8
市盈率 (x)	53.9	43.8	32.1	24.0	19.1
市帐率 (x)	5.1	4.4	3.8	3.3	2.8
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	9.4	10.9	12.0	13.8	14.8
净财务杠杆率 (%)	净现金	35.2	31.9	19.2	2.8

数据来源：公司及招银国际预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$15.30
潜在升幅	+16.1%
当前股价	HK\$13.18

吴永泰, CFA

电话: (852) 3761 8780

邮件: cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

电话: (852) 3761 8778

邮件: amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	33,461
3 个月平均流通(百万)	93.0
52 周内高/低(港元)	13.82/7.17
总股本(百万)	2,538.8

数据来源：彭博

股东结构

公司管理层	25.3%
CITICPE	26.5%
JPMorgan	7.1%
流通股	41.1%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	8.1%	5.0%
3 月	33.1%	21.7%
6 月	41.5%	19.6%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师: Ernst & Young

公司网站: www.3sio.com

投资策略

备受瞩目的生物制药领跑者

首次覆盖三生制药，给予目标价 15.30 港元。三生制药毋庸置疑是中国生物制药行业的领军者。我们认为，目前公司股价已经反映了市场对于特比澳和益赛普两款产品纳入新医保目录的增长预期，市场对于公司未来增长潜力十分乐观，同时非常看好公司的生物制药平台。然而，我们认为目前市场低估了公司新业务的增长潜力：糖尿病产品和 CDMO 业务。我们认为公司股价短期催化剂有：1) 2018 年一季度即将上市的糖尿病产品百达扬 (Bydureon)；2) 公司重新递交的重磅新药申请-曲妥珠单抗 (赫赛汀)。公司目前估值对应 2018/2019 年预测市盈率 24.0 倍/19.1 倍，是港股上市制药企业中估值最高的公司之一，基于上述所提到的股价催化剂，我们认为目前公司估值溢价非常合理。首次覆盖三生制药，给予买入评级，目标价 15.30 港元。我们的目标价对应 2018 年/2019 年预测市盈率 27.9 倍/22.1 倍，较当前股价仍有 16.1% 的上浮空间。

受益于新医保支持，特比澳维持强劲增速。作为全球唯一一款上市的重组人血小板生成素 rhTPO 产品，且该产品被纳入 2017 版国家医保目录，我们认为特比澳仍能保持历年的高增速，同时该产品会增加于化疗引起的血小板减少症以及免疫性血小板减少症的临床渗透率。我们认为特比澳在未来 2016-2019 年将维持 23.8% 的年复合增长率。

益赛普-机会与挑战并存。益赛普和特比澳同时进入 2017 版国家医保目录，我们认为未来该产品将会增加于类风湿性关节炎和强制性脊椎炎两个适应症的临床渗透率。同时，益赛普是国内第一个上市的抗肿瘤坏死因子- α 产品 (anti-TNF α)，于该类产品中具有较强的竞争力和议价能力。我们认为益赛普将在国产低价的 anti-TNF α 产品中保持竞争力。未来益赛普将给公司带来高单位数的增长，预计 2016-2019 年将录得 13.9% 的年复合增长率。

双品牌策略捍卫公司于重组人促红细胞素 (rhEPO) 市场的龙头地位。益比奥 (EPIAO) 是国内红细胞生成素市场中的龙头产品，用于治疗慢性肾病引起的贫血以及化疗引起的贫血。然而，益比奥目前市场份额逐步被低价的竞品夺取。因此，2014 年公司通过收购获得低价的 rhEPO 产品-赛博尔 (SEPO)。此单收购后，公司于 rhEPO 领域拥有双策略的产品。EPIAO 仍保持原来的价格溢价，目标群体为高端市场，赛博尔价格低廉，目标群体为低端市场。我们认为 2016-2019 年公司 rhEPO 系列产品将录得 6.9% 的年复合增长率。

百达扬上市将给公司糖尿病业务添加新动力。三生制药通过 2016 年收购阿斯利康的百泌达 (艾塞那肽, GLP-1 受体激动剂) 和百达扬 (长效的艾塞那肽) 产品，2017 年收购礼来的优泌林 (二代胰岛素) 产品，涉足糖尿病领域。GLP-1 受体激动剂是一个相对较新的糖尿病疗法，目前在国内的渗透率较低，仅仅占据糖尿病市场不到 2% 的市场份额，然而全球市场上该产品于糖尿病领域的市占率已达 8%-10%。百达扬预计于 2018 年一季度上市，该产品将成为国内第一个上市的每周服用的 GLP-1 受体激动剂产品。公司同时拥有 GLP-1 受体激动剂和胰岛素糖尿病产品，我们认为公司的组合糖尿病产品未来几年将录得显著的增长。

CDMO 业务成为公司新的增长引擎。公司于 2017 年 9 月发布公告，宣布收购加拿大一家生物制药公司 Therapure 的 CDMO 业务。我们认为通过此单收购，公司未来将进入北美生物制药市场，同时于国内开展 CDMO 业务。我们相信 CDMO 业务将成为公司未来新的增长点，预计于 2019 年开始贡献收益。

研发管线-曲妥珠单抗重新递交新药申请，潜在催化剂。截至 2017 年 7 月底，公司在研管线共有 25 款产品，其中 16 款为国家一类新药。公司于 2014-2016 年逐步收购国健的业务，市场对于在国健的研管线产品曲妥珠单抗抱有高度的期望，曲妥珠单抗用于治疗 HER2 转移性乳腺癌。然而，由于药监局要求各药企对新药的临床数据进行自我核查，三生制药撤回了曲妥珠单抗的新药申请，同时对该药物的临床试验数据进行全面的审核。据公司管理层透露，2017 年下半年公司将会完成该药物临床数据再审核。收到审核结果后，公司会考虑重新向药监局递交曲妥珠单抗的新药申请。我们认为目前市场对曲妥珠单抗的新药申请期望不高，曲妥珠单抗的新药申请短期内有可能成为公司股价上扬的催化剂。

预计 2016-2019 年核心净利润年复合增速 32.2%。基于公司核心产品的内生增速以及新收购业务的收入贡献，我们预计公司 2016-2019 年收入的年复合增长率为 32%。受益于收入的高速增长，我们预计公司核心净利润 2017/18/19 年将分别增长 37.3%/33.8%/25.8%，2016-2019 年净利润年复合增长率为 32.2%。

投资风险：1) 新药上市慢于预期；2) 市场竞争加剧；3) 新收购业务重组较为困难；4) 新产品市场接受度较低；5) 核心产品降价超预期。

公司估值

随着公司两款核心产品特比澳和益赛普进入新版国家医保目录，我们认为市场对于公司未来增长潜力十分乐观，同时非常看好公司的生物制药平台。然而，我们认为目前市场低估了公司新业务的增长潜力：糖尿病产品和 CDMO 业务。我们认为公司股价短期催化剂有：1) 2018 年一季度即将上市的糖尿病产品-Bydureon；2) 公司重新递交的重磅新药申请-曲妥珠单抗（赫赛汀）。基于公司内生增长和新收购业务收入贡献，我们预计公司 2016-2019 年核心净利润年复合增长率为 32.2%，公司目前估值对应 2018E/19E 预测市盈率 24.0 倍/19.1 倍，是港股上市制药企业中估值最高的公司之一，基于上述所提到的股价催化剂，我们认为目前公司估值溢价非常合理。首次覆盖三生制药，给予买入评级，目标价 15.30 港元。我们的目标价对应 2018 年/2019 年预测市盈率 27.9 倍/22.1 倍，较当前股价仍有 16.1% 的上浮空间。

我们通过 5 年的现金流折现模型（WACC：8.8%，终值增长率：3%）得到目标价 15.30 港元，现金流折现模型具体数据请参考下图：

图 1: 三生制药现金流折现模型

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
	人民币百万	人民币百万	人民币百万	人民币百万	人民币百万
净利润	1,185	1,491	1,762	2,071	2,424
折旧和摊销	418	440	463	486	507
税后净利息	60	42	19	(5)	(5)
资本性开支	(282)	(311)	(307)	(298)	(282)
营运现金流	(491)	(119)	(188)	(202)	(144)
自由现金流	890	1,544	1,748	2,052	2,501
终值					44,475
公司价值	35,769				
减：负债和优先股	4,230				
银行存款和保证金	1,498				
股权价值	33,037				
股本数量	2,539				
每股价值（人民币）	13.01				
每股价值（港元）	15.30				
无风险利率	3.6%				
Beta	0.7				
风险溢价	10.3%				
股权成本	10.8%				
债权成本	5.0%				
WACC	8.8%				
终值增长率	3.0%				

来源：公司，招银国际预测

图 2: 敏感性分析

终值增长率 / WACC	7.3%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%
1.5%	16.20	14.70	13.50	12.40	11.40	10.60	9.90
2.0%	17.60	15.90	14.50	13.20	12.10	11.20	10.40
2.5%	19.40	17.30	15.60	14.20	13.00	11.90	11.00
3.0%	21.50	19.00	17.00	15.30	13.90	12.70	11.70
3.5%	24.20	21.10	18.60	16.70	15.00	13.60	12.50
4.0%	27.70	23.70	20.70	18.30	16.40	14.70	13.40
4.5%	32.50	27.20	23.30	20.30	18.00	16.00	14.50

来源：公司，招银国际预测

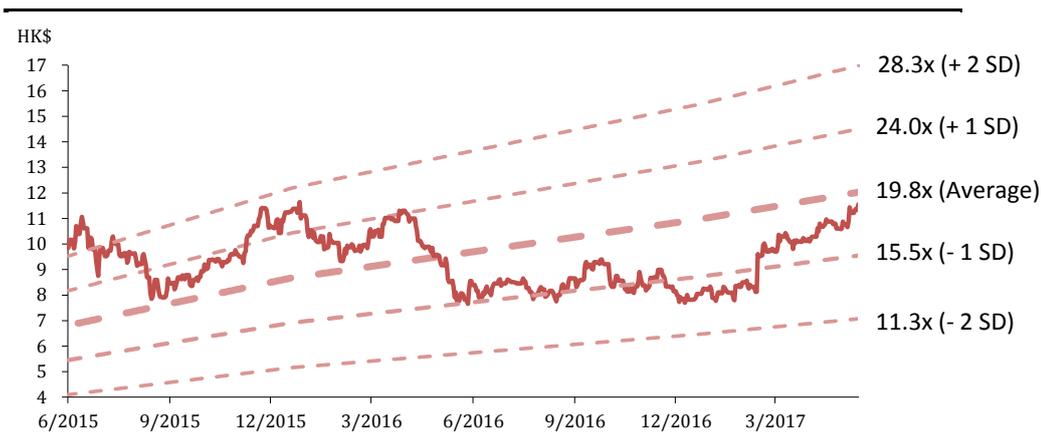
鉴于可预见的增长潜力，公司重新获得估值溢价。三生制药自2015年上市以来，估值一直在30倍市盈率左右，由于公司业务缺乏增长动力股价曾经跌至15倍预测市盈率。随着特比奥和益赛普纳入新医保目录，以及新收购糖尿病产品和CDMO业务，我们认为公司具有重估值的潜力，作为领先的生物制药平台，我们认为公司目前估值溢价是非常合理的。

图3: 同业估值

公司	代码	股价 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
三生制药	1530	13.18	33,461	43.8	32.1	24.0	4.4	3.8	3.3	28.3	19.1	14.0	11.7	12.7	14.9
复星医药	2196	35.90	102,821	19.1	22.3	19.0	2.5	2.9	2.6	20.1	32.7	26.9	13.9	13.7	14.4
石药集团	1093	13.24	80,155	23.5	29.6	23.6	5.0	6.7	5.6	14.9	19.1	15.2	22.3	23.9	25.5
中国生物制药	1177	8.81	65,301	21.2	29.4	25.8	4.6	5.5	4.6	10.7	15.6	13.5	23.0	22.5	20.9
丽珠医药	1513	48.05	33,232	30.1	22.5	18.7	3.8	2.4	2.2	19.5	16.2	13.7	14.5	12.2	12.1
绿叶制药	2186	4.66	15,476	15.3	13.3	11.8	2.1	1.8	1.6	11.9	10.1	8.7	14.7	14.1	14.0
复旦张江	1349	4.24	3,914	38.6	20.4	17.0	6.3	3.4	2.9	28.5	14.0	11.1	17.6	17.0	17.9
李氏大药房	950	6.32	3,735	14.7	13.5	11.9	2.3	2.0	1.8	9.1	N/A	N/A	16.4	15.7	15.3
Average				23.2	21.6	18.3	3.8	3.5	3.0	16.4	17.9	14.9	17.5	17.0	17.2

来源：彭博，招银国际预测

图4: 敏感性分析



来源：彭博，招银国际预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	1,673.1	2,797.3	3,878.0	5,609.4	6,440.9
益赛普	-	786.2	986.9	1,072.2	1,162.7
特比澳	605.1	765.0	941.3	1,181.4	1,451.9
益比澳	727.2	772.8	834.6	890.6	943.5
糖尿病产品	-	-	582.0	1,182.1	1,374.1
CDMO	-	-	-	695.8	869.7
其他	350.8	473.3	533.2	587.4	638.9
销售成本	(241.9)	(402.3)	(676.1)	(1,152.2)	(1,215.1)
毛利	1,431.2	2,395.0	3,202.0	4,457.2	5,225.8
其他收益	37.4	97.1	100.7	134.1	150.5
销售费用	(585.6)	(1,017.2)	(1,444.6)	(2,061.1)	(2,331.4)
行政费用	(245.5)	(301.2)	(317.1)	(452.4)	(511.8)
研发开支	(111.3)	(243.0)	(329.6)	(482.0)	(550.5)
其他开支	(6.3)	(11.9)	(14.6)	(14.7)	(14.9)
息税前收益	519.9	918.8	1,196.7	1,581.0	1,967.8
应占联营公司利润	3.8	(12.2)	(8.5)	(6.0)	(3.0)
净财务收入 / (支出)	7.0	(123.8)	(102.5)	(73.6)	(52.0)
非经常性收入	57.1	67.2	-	-	-
税前利润	587.9	850.1	1,085.7	1,501.4	1,912.7
所得税	(61.6)	(135.8)	(206.3)	(285.3)	(363.4)
非控制股东权益	0.1	(1.7)	6.4	(30.9)	(58.1)
净利润	526.3	712.6	885.8	1,185.2	1,491.3
核心净利润	469.1	645.4	885.8	1,185.2	1,491.3
息税折摊前收益	600.1	1,089.4	1,514.0	2,002.3	2,411.1

资料来源: 公司, 招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	3,867.5	8,798.1	10,670.0	10,534.2	10,404.5
物业、厂房及设备	450.3	1,762.8	2,340.2	2,402.0	2,470.1
无形资产	497.8	2,288.5	2,654.6	2,463.4	2,272.1
商誉	560.9	4,126.2	5,061.2	5,061.2	5,061.2
其他非流动资产	2,358.6	620.6	614.1	607.6	601.1
流动资产	2,763.0	2,240.7	3,513.4	4,692.1	6,351.7
现金及现金等值物	1,299.4	677.6	1,488.1	1,930.0	3,381.4
应收贸易款项	696.6	926.5	1,214.5	1,649.3	1,823.3
存货	134.4	262.4	436.7	738.6	772.8
可供出售投资	81.6	362.2	362.2	362.2	362.2
其他流动资产	551.0	12.0	12.0	12.0	12.0
流动负债	772.6	1,143.6	1,290.5	1,412.8	1,450.1
银行贷款	405.0	518.5	515.4	392.3	340.7
应付贸易账款	344.4	560.9	710.7	956.3	1,045.1
其他流动负债	23.2	64.3	64.3	64.3	64.3
非流动负债	222.4	3,128.8	4,302.6	4,006.9	3,950.2
银行贷款	-	2,540.7	1,374.5	1,078.7	1,022.0
可换股债	-	-	-	-	-
其他非流动负债	222.4	588.2	588.2	588.2	588.2
净资产总值	5,635.5	6,766.3	8,590.4	9,806.5	11,355.8
少数股东权益	11.2	243.8	1,182.1	1,213.0	1,271.1
股东权益	5,624.3	6,522.5	7,408.3	8,593.5	10,084.8

资料来源: 公司, 招银国际预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	519.9	918.8	1,196.7	1,581.0	1,967.8
折摊和摊销	80.2	170.6	314.3	418.2	440.3
营运资金变动	(59.2)	3.5	(312.3)	(491.2)	(119.4)
税务开支	(65.5)	(122.2)	(206.3)	(285.3)	(363.4)
其他	(20.0)	33.7	(8.5)	(6.0)	(3.0)
经营活动所得现金净额	455.3	1,004.3	983.9	1,216.8	1,922.2
资本开支	(61.0)	(116.4)	(208.3)	(282.3)	(310.6)
收购子公司	(835.0)	(4,216.5)	(983.2)	-	-
可供出售投资变动	(499.2)	281.5	-	-	-
其他	(1,853.0)	(329.6)	(38.4)	13.3	27.6
投资活动所得现金净额	(3,248.2)	(4,381.0)	(1,230.0)	(269.0)	(283.0)
债务变化	(59.7)	2,542.0	(1,169.3)	(418.9)	(108.3)
发行新股	3,953.9	-	2,340.0	-	-
派息	-	-	-	-	-
利息开支	(25.9)	168.2	(114.1)	(86.9)	(79.6)
融资活动所得现金净额	3,868.3	2,710.2	1,056.7	(505.8)	(187.9)
现金净变动	1,075.3	(666.5)	810.5	441.9	1,451.3
年初现金及现金等值物	107.6	1,299.4	677.6	1,488.1	1,930.0
汇兑差额	116.5	44.7	-	-	-
年末现金及现金等值物	1,299.4	677.6	1,488.1	1,930.0	3,381.4

资料来源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
益赛普	-	28.1	25.4	19.1	18.1
特比澳	36.2	27.3	24.3	21.1	22.5
益比澳和赛博尔	43.5	27.6	21.5	15.9	14.6
糖尿病	-	-	15.0	21.1	21.3
CDMO	-	-	-	12.4	13.5
万晟和其他	21.0	16.9	13.7	10.5	9.9
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	85.5	85.6	82.6	79.5	81.1
息税折摊前利润率	35.9	38.9	39.0	35.7	37.4
税前利润率	35.1	30.4	28.0	26.8	29.7
净利润率	31.5	25.5	22.8	21.1	23.2
核心净利润率	28.0	23.1	22.8	21.1	23.2
有效税率	10.5	16.0	19.0	19.0	19.0
增长 (%)					
收入	48.0	67.2	38.6	44.6	14.8
毛利	37.2	67.3	33.7	39.2	17.2
息税折摊前利润	15.7	81.5	39.0	32.2	20.4
经营利润	45.9	76.7	30.2	32.1	24.5
净利润	80.4	35.4	24.3	33.8	25.8
核心净利润	66.6	37.6	37.3	33.8	25.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	3.6	2.0	2.7	3.3	4.4
平均应收账款周转天数	92.7	97.9	87.1	87.5	84.0
平均应付账款周转天数	68.2	45.3	42.3	42.5	42.3
平均存货周转天数	314.8	177.1	180.0	188.7	186.1
净负债/权益比率 (%)	净现金	35.2	31.9	19.2	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	9.4	10.9	12.0	13.8	14.8
资产回报率	7.9	6.5	6.2	7.8	8.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.23	0.28	0.35	0.47	0.59
核心每股盈利(人民币)	0.21	0.26	0.35	0.47	0.59
每股股息(港元)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	2.22	2.57	2.92	3.38	3.97

资料来源: 公司, 招银国际预测

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。

招银证券投资评级

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 个月的潜在变幅在-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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

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。招银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。招银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银证券编写，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。招银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)2000年英国不时修订之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，未经招银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国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 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任何其他人士。