

# 中国财险 (2328 HK)

## 被低估的中国领先的财产保险公司

- ❖ **中国财险是中国领先的财产保险公司，为全国各地的众多客户提供全线财险产品。**公司财险业务包括机动车辆险、意外伤害和健康险、农险、责任险和其他保险产品。过去5年，公司市场份额保持在1/3左右。2017年，公司保费收入增长126%至3500亿元人民币，市场份额领先，占33.1%，超过第二和第三名财险公司的总和。2018年1-3月，公司保费收入同比增长19.8%，高于行业增速2.54个百分点。
- ❖ **财险业务承保利润率高于上市同业平均水平。**2017年，上市同业（平安财险(2318 HK)、太保财险(2601 HK)、太平财险(966 HK)）平均费用率为41.9%。截至2017年底，公司机构和服务网点包括13,985家分支机构、销售和服务网点，72,775名销售人员，375,329名保险代理人，25,952家保险代理机构和1,173家保险经纪机构。得益于其庞大的销售网络，公司2017年费用率仅为34.7%，低于上市同业平均水平7.2个百分点。公司综合成本率为97.0%，低于上市同业平均水平（98.2%）1.2个百分点。
- ❖ **联营公司投资成果丰硕。**2016年，公司完成从德意志银行等购买华夏银行(600015 CH) 21.4亿股股份，占华夏银行全部已发行普通股总数的19.99%。此外，2012年，公司、中国人民保险集团(1339 HK)和人保寿险认购了约13.8亿股兴业银行(601166 CH)股票。公司、人保集团和人保寿险分别持有兴业银行4.98%、0.91%和4.98%的表决权，人保集团整体成为兴业银行第二大股东。自2013年以来，联营公司投资由39.7亿元增至2017年的418亿元，复合年增长率达80%。应占联营公司溢利由2013年的7,700万元增加至2017年的45.8亿元，复合年增长率为178%，超过对联营公司投资增速。
- ❖ **保险科技赋能商业模式、创新业务运作并增强客户体验。**公司采用智能理赔系统来提高机动车辆保险索赔处理效率和客户满意度。公司在全国建立县域无人机基地，将农险定损所需的时间从5-6小时减少到10分钟。在养殖险业务中，公司采用生物识别技术对被保险主体进行认定，准确率达94%，有效阻止索赔欺诈。
- ❖ **首次覆盖，给予买入评级。**我们预测2018年权益收益率为15.55%。基于3%的增长率及12.5%的权益成本，我们预测基于高登增长模型的公允市账率为132倍。我们预测公司股价为16.32港元。计入股息率的潜在升幅为21.1%。

### 财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保费收入(百万人民币)	311,160	350,314	406,697	468,332	532,977
承保利润(百万人民币)	5,024	9,295	9,249	11,066	13,591
净利润(百万人民币)	18,020	19,807	21,890	25,054	29,216
每股收益(人民币)	1.215	1.336	1.476	1.690	1.970
每股收益变动(%)	-17.52	9.92	10.52	14.45	16.62
市盈率(x)	9.24	8.40	7.60	6.64	5.70
市帐率(x)	1.40	1.25	1.12	1.00	0.89
股息率(%)	2.75	3.01	3.29	3.76	4.39
权益收益率(%)	15.79	15.69	15.55	15.93	16.55
资产收益率(%)	4.02	3.96	4.00	4.09	4.20

来源：公司，招银国际预测

### 买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$16.32
潜在升幅	+17.78%
当前股价	HK\$13.86

#### 徐涵博

电话: (852) 3761 8725

邮件: [xuhanbo@cmbi.com.hk](mailto:xuhanbo@cmbi.com.hk)

#### 丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856

邮件: [dingwenjie@cmbi.com.hk](mailto:dingwenjie@cmbi.com.hk)

#### 中国保险业

市值(百万港元)	205,523
3月平均流通量(百万港元)	379.3
5周内股价高/低(港元)	17.4/12.5
总股本(百万)	14,828

资料来源: 彭博

#### 股东结构

人保集团	69.0%
流通股	31.0%

资料来源: 彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	3.0%	0.4%
3-月	-7.7%	-7.1%
6-月	-10.5%	-14.5%

Source: Bloomberg

#### 12-月 股价表现



资料来源: 彭博

审计师: 德勤

公司网站: [www.epicc.com.cn](http://www.epicc.com.cn)

---

## 目录

内容摘要.....	3
财务分析.....	5
公司估值.....	8
财务数据.....	10

## 内容摘要

### 中国财险——强大的品牌知名度和领先的市场地位

中国财险是中国领先的财险保险公司，为全国各地的众多客户提供全线财险产品。2017年，公司保费收入增长12.6%至3,500亿元人民币，市场份额领先，占33.1%，超过第二和第三名财险公司的总和。截至2017年底，公司机构和服务网点包括13,985家分支机构、销售和服务网点，72,775名销售人员，375,329名保险代理人，25,952家保险代理机构和1,173家保险经纪机构。

**公司提供全线财险产品。**公司面向中国境内提供机动车辆险、意外伤害和健康险、农险、责任险、企业财产险、货物运输险等财险业务。公司在机动车辆险、农险等主要保险业务领域市场份额领先。

**公司承保利润率高于上市同业平均水平。**过去五年，上市同业（平安财险、太保财险、太平财险）平均费用率约为40%。得益于其庞大的代理人队伍，公司过去5年的费用率约为33%，低于上市同业平均水平。因此，综合成本率约为97.0%，低于上市同业平均水平的98.7%。

### 财产保险业务——提供全线财险产品；承保利润率高于上市同业平均水平

**公司占据财险市场的三分之一。**2017年，公司保费收入达到3,493亿元人民币，保持市场第一。2013年至2016年，车险保费收入占公司保费收入之比稳定保持在73%，随着非车险增速提升，2017年车险保费收入占比降至71%。非车险业务中，意外伤害和健康险、农险和责任险的复合年增长率分别为33%/7%/19%，2017年保费收入分别达到306.46/22.0/169.75亿元，分别占公司总保费收入的9%/6%/5%。

**承保利润率高于上市同业平均水平。**2017年，公司综合成本率同比下降1.15个百分点至97.0%，其中赔付率下降1.26个百分点至62.3%。由于车险相关承保费用上涨，费用率提升0.12个百分点至34.7%。得益于庞大的代理人队伍，公司费用率仍低于上市同业平均水平（41.9%）7.2个百分点。综合成本率低于上市同业平均水平（98.2%）1.17个百分点。

### 投资业务——稳健而回报丰硕

**公司采用审慎的投资策略。**于2017年末，公司固定收益类投资占投资资产的72%，股票和证券投资基金占16%，对联营公司投资占10%。由于利率上升，固定收益类资产配置同比提升2个百分点，股票和证券投资基金资产配置下降2个百分点。2017年，投资收益为153.82亿元人民币，已实现和未实现投资收益11.36亿元。

**对联营公司的投资回报丰硕。**人保集团对联营公司的投资决策取决于预期投资收益是否高于集团自身资本回报率。由于这种实用策略，公司对联营公司的投资从2013年的39.73亿元人民币增加至2017年的418.32亿元，复合年增长率达80%。应占联营公司溢利由2013年的7,700万元增加至2017年的45.75亿元，复合年增长率为178%，超过对联营公司的投资成本增速。

## 财务分析

我们预测 2018/19/20 年公司保费收入增速为 16.1%/15.2%/13.8%，其中车险保费收入增速将保持在 10.5%，而 2018/19/20 年非车险保费收入增速为 30%/25%/20%。

我们预测 2018/19/20 年公司综合成本率为 97.4%/97.3%/97.1%，其中赔付率为 62.9%/63.0%/63.0%，费用率为 34.5%/34.3%/34.1%。

我们预测 2018/19/20 年公司投资资产增速为 10.4%/15.9%/14.3%；净投资收益率为 5.0%/4.9%/4.8%；对联营公司投资将保持稳定；净利润增长 10.5%/14.5%/16.6%。

## 公司估值

**公司股价被低估，估值吸引。**公司股价自年初以来下跌 7.72%。当前股价相当于 1.01 倍 2018 年预测市账率及 6.67 倍 2018 年预测市盈率。预估市账率位于历史平均市账率一个标准差之下。公司被低估，估值吸引。

**我们预测 2018/19/20 年公司派息率将维持在 25.0%。**公司建议派发 2017 年度末期股息每普通股 0.338 元人民币，派息率相当于 25.3%，同比下降 0.1 个百分点。我们保守估计 2018/19/20 年派息率将维持在 25.0%。

**潜在升幅 21.1%。**我们预测 2018 年权益收益率为 15.55%。基于 3% 的增长率及 12.5% 的权益成本，我们预测基于高登增长模型的公允市账率为 1.32 倍。我们预测公司股价为 16.32 港元。计入股息率的潜在升幅为 21.1%。

## 投资风险

- **与保险业务有关的风险：**保险产品定价和准备金评估中使用的假设不充分，或者实际操作与假设之间的差异可能会导致公司利润大幅波动。灾害或事故的发生可能会影响公司盈利能力。
- **与投资业务有关的风险：**股票和债券市场的下跌可能导致公司未实现投资收益减少或未实现的投资损失，并可能导致相关资产出售时的实际损失。当利率下降时，公司平均投资收益率可能下降。
- **与宏观环境以及行业监管有关的风险：**中国汽车需求下降可能对公司利润和前景产生不利影响。商业车险费率改革可能进一步推高综合成本率，降低公司盈利能力。
- **新企业会计准则实施的风险：**金融工具的新会计准则可能对公司总资产产生一定影响，或对公司的净利润或综合收益产生重大影响。

## 财务分析

### 保费收入

我们预测 2018/19/20 年公司保费收入增速为 16.1%/15.2%/13.8%。2017 年，公司车险保费收入同比增长 10.5%。由于机动车销售增长放缓，车险保费收入增速已连续 3 年保持在 10% 的水平。没有外部刺激的情况下，我们预测 2018/19/20 年公司车险保费收入增速将维持 10.5%。2017 年，非车险业务增速随宏观经济复苏。公司非车险保费收入同比增长 18.2%，增速提升 7.75 个百分点。2018 开年以来，公司专注于大项目续保，一季度非车险业务同比增长约 40%。我们保守估计 2018/19/20 年公司非车险保费收入增速为 30%/25%/20%。我们认为公司车险和非车险保费收入增速将在 2018 年超过行业平均水平，并将在 2019 年和 2020 年保持这种增长势头。

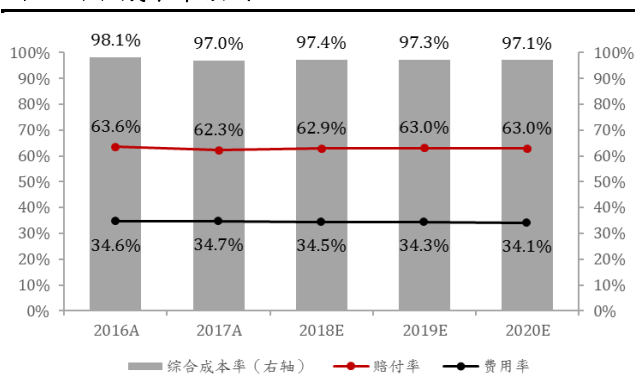
图 1: 保费收入预测

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
保费收入 (百万人民币)	311,160	350,314	406,697	468,332	532,977
车险	225,640	249,232	275,291	304,074	335,867
非车险	85,520	101,082	131,407	164,258	197,110
保费收入 (同比增长)	10.5%	12.6%	16.1%	15.2%	13.8%
车险	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
非车险	10.4%	18.2%	30.0%	25.0%	20.0%

来源: 公司, 招银国际预测

我们预测 2018/19/20 年公司综合成本率为 97.4%/97.3%/97.1%。其中，赔付率为 62.9%/63.0%/63.0%，费用率为 34.5%/34.3%/34.1%。2017 年，公司赔付率为 62.3%，同比下降 1.3 个百分点。我们预计商业车险费率改革的滞后效应将在 2018 年及之后开始显现，推动车均保费下降，并推高赔付率。我们预测 2018 年公司赔付率将提升 0.6 个百分点至 62.9%。为保持承保盈利，我们相信公司将采取优化销售渠道、依靠保险科技等措施降低费用。我们预测 2018 年公司费用率将下降 0.2 个百分点至 34.5%。

图 2: 综合成本率预测



来源: 公司, 招银国际预测

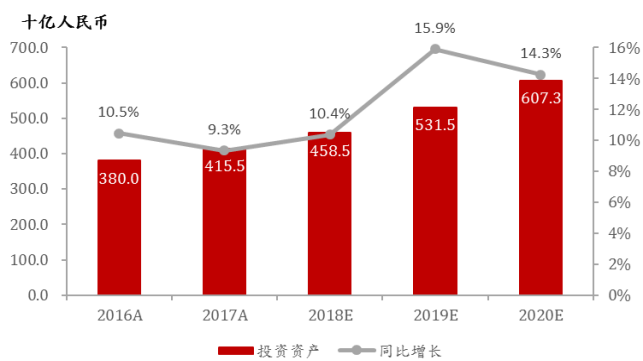
### 投资收益

我们预测 2018/19/20 年公司投资资产增速为 10.4%/15.9%/14.3%。公司保险业务增长为投资业务发展提供现金流支持，并增加公司投资资产。2017 年末，公司投资资产同比增长 9.3%，达 4,155 亿元人民币。我们预测 2018/19/20 年公司投资资产增速为 10.4%/15.9%/14.3%，并于 2020 年末达到 6,073 亿元。

我们预测 2018/19/20 年公司净投资收益率为 5.0%/4.9%/4.8%。公司投资收益率主要由利率和股息率决定。鉴于中国积极的财政政策和稳健的货币政策，并考虑到政策环境近期出现小幅放松，我们预计 2018/19/20 年公司净投资收益率为 5.0%/4.9%/4.8%。具体而言，我们预测 2018 年固定收益类投资回报率将提升 0.08 个百分点至 4.7%，股票和基金回报率将保持在历史水平，即 3.0%。

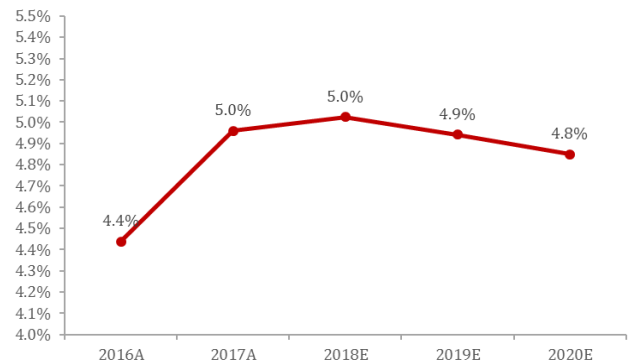
我们预测 2018/19/20 年公司对联营公司投资将保持稳定。在 2017 年业绩发布会上，人保集团表示，其对银行的投资主要是财务投资，且这种策略将在未来持续。集团将根据预期投资回报率是否高于集团自身资本回报作出投资决策。因此，我们预计公司投资成本和应占联营公司利润的增长将保持稳定。

图 3: 投资资产预测



来源: 公司, 招银国际预测

图 4: 净投资收益率预测

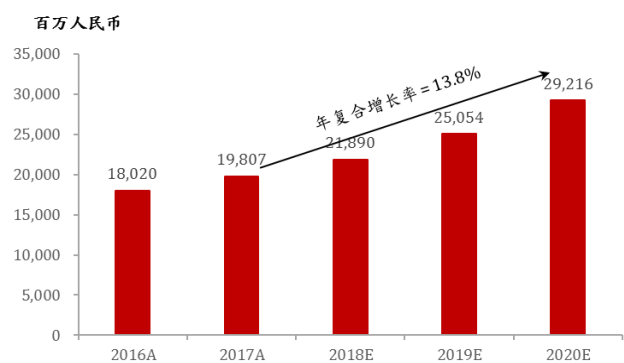


来源: 公司, 招银国际预测

## 净利润

我们预测 2018/19/20 年公司净利润增长 10.5%/14.5%/16.6%。2017 年，公司净利润增速由负转正，由 2016 年的-17.5%（由于自然灾害和资本市场波动导致）转为 9.9%。2018/19/20 年，由于上文所述原因，我们预测公司净利润增长 10.5%/14.5%/16.6%，年复合增长率为 13.8%。

图 5: 净利润预测



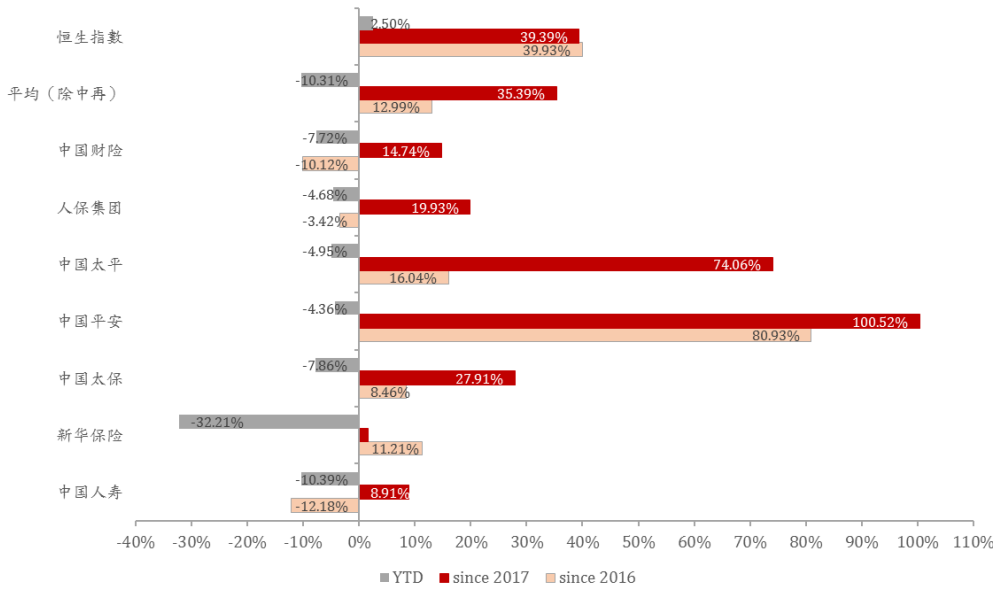
来源: 公司, 招银国际预测



## 公司估值

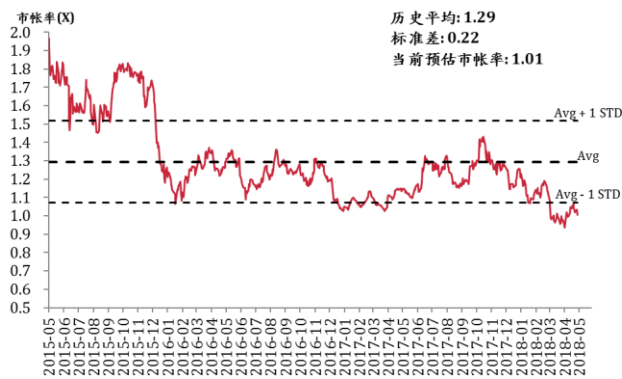
公司股价被低估，估值吸引。公司股价自年初以来下跌 7.72%。当前股价相当于 1.01 倍 2018 年预测市账率及 6.67 倍 2018 年预测市盈率。预估市账率位于历史平均市账率一个标准差之下。公司被低估，估值吸引。

图 6: 中国保险板块股价表现



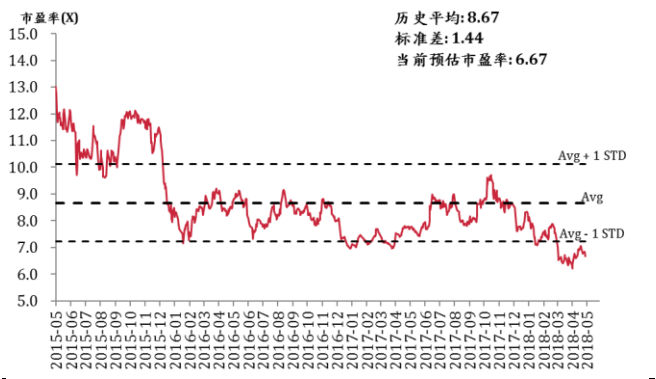
来源: 彭博, 招银国际

图 7: 预估市账率



来源: 彭博, 招银国际预测

图 8: 预估市盈率

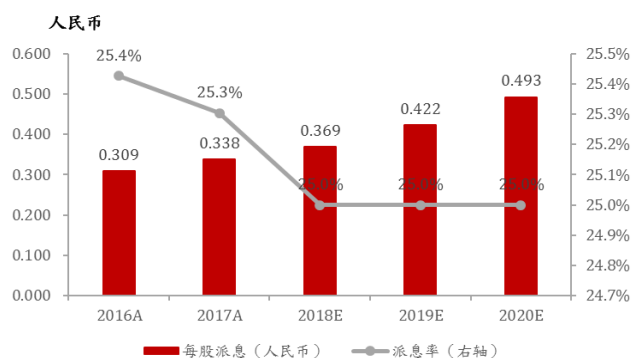


来源: 彭博, 招银国际预测

我们预测 2018/19/20 年公司派息率将维持在 25.0%。公司建议派发 2017 年度末期股息每普通股 0.338 元人民币，派息率相当于 25.3%，同比下降 0.1 个百分点。我们保守估计 2018/19/20 年派息率将维持在 25.0%。



图 9: 股息预测



来源: 公司, 招银国际预测

潜在升幅 21.1%。我们预测 2018 年权益收益率为 15.55%。基于 3% 的增长率及 12.5% 的权益成本，我们预测基于高登增长模型的公允市账率为 1.32 倍。我们预测公司股价为 16.32 港元。计入股息率的潜在升幅为 21.1%。

图 10: 估值概要

	FY18E
公允市帐率 (x)	1.32
每股净资产 (元)	10.01
目标价 (人民币)	13.22
汇率	0.81
目标价 (港币)	16.32
<b>关键假设</b>	
权益收益率	15.55%
权益成本	12.50%
永续增长率	3.00%

来源: 彭博, 招银国际预测

图 11: 公允市账率敏感性分析

权益收益率	12.50%	永续增长率				
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
8.0%	0.61	0.57	0.53	0.47	0.40	
9.0%	0.70	0.67	0.63	0.59	0.53	
10.0%	0.78	0.76	0.74	0.71	0.67	
11.0%	0.87	0.86	0.84	0.82	0.80	
12.0%	0.96	0.95	0.95	0.94	0.93	
13.0%	1.04	1.05	1.05	1.06	1.07	
14.0%	1.13	1.14	1.16	1.18	1.20	
15.0%	1.22	1.24	1.26	1.29	1.33	
16.0%	1.30	1.33	1.37	1.41	1.47	
17.0%	1.39	1.43	1.47	1.53	1.60	
18.0%	1.48	1.52	1.58	1.65	1.73	
19.0%	1.57	1.62	1.68	1.76	1.87	
20.0%	1.65	1.71	1.79	1.88	2.00	
21.0%	1.74	1.81	1.89	2.00	2.13	
22.0%	1.83	1.90	2.00	2.12	2.27	
23.0%	1.91	2.00	2.11	2.24	2.40	

来源: 彭博, 招银国际预测

## 财务数据

### 利润表

年结：12月31日（人民币百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>总保费收入</b>	<b>311,160</b>	<b>350,314</b>	<b>406,697</b>	<b>468,332</b>	<b>532,977</b>
车险	225,640	249,232	275,291	304,074	335,867
非车险	85,520	101,082	131,407	164,258	197,110
已赚净保费	270,261	309,076	352,728	408,855	467,138
已发生净赔款	(171,759)	(192,520)	(221,940)	(257,579)	(294,112)
保单获取成本净额	(62,954)	(74,348)	(86,615)	(100,907)	(117,557)
其他承保费用	(23,147)	(24,939)	(26,870)	(31,169)	(33,662)
行政及管理费用	(7,377)	(7,974)	(8,054)	(8,134)	(8,216)
<b>承保利润</b>	<b>5,024</b>	<b>9,295</b>	<b>9,249</b>	<b>11,066</b>	<b>13,591</b>
利息、股息和租金收入	15,073	15,382	17,347	19,650	22,602
其他收入	1,713	1,057	1,385	1,385	1,385
其他支出	(1,096)	(1,150)	(1,225)	(1,346)	(1,472)
财务费用	(1,208)	(1,998)	(1,963)	(1,935)	(1,935)
应占联营公司收益	2,945	4,575	4,395	4,586	4,785
<b>除税前利润</b>	<b>22,451</b>	<b>27,161</b>	<b>29,188</b>	<b>33,406</b>	<b>38,956</b>
所得税	(4,430)	(7,353)	(7,297)	(8,352)	(9,739)
净利润	18,021	19,808	21,891	25,055	29,217
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>18,020</b>	<b>19,807</b>	<b>21,890</b>	<b>25,054</b>	<b>29,216</b>

来源：公司，招银国际预测

### 资产负债表

年结：12月31日（人民币百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>投资物业</b>	<b>4,902</b>	<b>4,976</b>	<b>5,492</b>	<b>6,366</b>	<b>7,273</b>
固定收益类资产	270,899	303,862	335,370	388,735	444,150
权益类证券和共同基金	67,038	64,701	71,410	82,773	94,572
联营公司投资	37,045	41,832	43,650	45,547	52,040
其他投资资产	92	95	2,624	8,090	9,244
<b>投资资产合计</b>	<b>379,976</b>	<b>415,466</b>	<b>458,547</b>	<b>531,512</b>	<b>607,279</b>
保险业务应收款，净额	30,479	37,845	41,887	48,235	54,892
分保资产	30,707	29,410	33,295	37,566	42,280
其他资产	34,787	41,845	37,104	35,928	33,194
<b>总资产</b>	<b>475,949</b>	<b>524,566</b>	<b>570,833</b>	<b>653,241</b>	<b>737,646</b>
卖出回购证券款	21,030	23,121	22,076	22,076	22,076
保险合同负债	242,093	264,748	302,157	342,480	386,433
应付债券	23,112	23,262	24,150	25,300	26,450
其他负债	70,402	80,321	74,072	97,254	115,705
<b>总负债</b>	<b>356,637</b>	<b>391,452</b>	<b>422,455</b>	<b>487,109</b>	<b>550,664</b>
归属于母公司股东权益	119,306	133,107	148,371	166,124	186,975
非控制性权益	6	7	7	7	7
<b>总权益</b>	<b>119,312</b>	<b>133,114</b>	<b>148,378</b>	<b>166,131</b>	<b>186,982</b>

来源：公司，招银国际预测

**主要比率**

年结：12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>同比增长</b>					
总保费收入	10%	13%	16%	15%	14%
车险	10%	10%	10%	10%	10%
非车险	10%	18%	30%	25%	20%
已赚净保费	11%	14%	14%	16%	14%
承保利润	-42%	85%	0%	20%	23%
归属于母公司股东的净利润	-18%	10%	10.5%	14.5%	16.6%
<b>偿付能力（偿二代口径）</b>					
综合偿付能力充足率	287%	278%	268%	261%	259%
核心偿付能力充足率	232%	229%	225%	225%	226%
<b>关键指标</b>					
赔付率	63.6%	62.3%	62.9%	63.0%	63.0%
费用率	34.6%	34.7%	34.5%	34.3%	34.1%
综合成本率	98.1%	97.0%	97.4%	97.3%	97.1%
<b>每股数据</b>					
每股收益（元）	1.22	1.34	1.48	1.69	1.97
每股净资产（元）	8.05	8.98	10.01	11.20	12.61
每股股息（元）	0.31	0.34	0.37	0.42	0.49

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: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

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作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法律责任。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。