

香港医思医疗 (2138 HK)

业绩好于预期，估值合理

- ❖ **合理估值，下调至持有，最新目标价 5.68 港元。**考虑到 2018 下半年即将推出的新业务，我们上调了 19/20 财年的收入和盈利预期。我们预计 18-21 财年收入复合年增长率为 19.4%，净利润复合增长率为 18.5%。净利润增长低于收入由于未来资本开支导致的折旧成本增加。自 2017 年 12 月我们首次覆盖以来，公司股价已上涨了 60.6%，目前估值为 19 财年 16.5 倍预测市盈率。我们认为目前股价大部分反应未来增长预期。我们最新的目标价 5.68 港元是基于未来 5 年现金流折现模型得出 (WACC 12.4%，终值增长率 3.0%)，对应 19 财年 16.3 倍预测市盈率以及 0.9 倍 19 财年 PEG。
- ❖ **业绩好于预期。**合约销售同比增长 44.2%。总收入同比增长 35.5% 至 130.8 亿港元，高于我们预期 4.1%，其中医疗服务增长 34.6%，准医学增长 12%，传统美容增长 35.9%，健康管理增长 105.9%。收入增长主要由医疗服务和健康管理服务的强劲销售带动。核心纯利同比增长 41.8% 至 2.7 亿港元，高于我们预期 5.3%。营业成本方面，营销及租金成本比上升 2.6ppt/0.8ppt，而库存成本和员工成本比则下降 1.1ppt/2.7ppt。整体核心净利润率上涨 0.9ppt 至 20.6%。
- ❖ **公司从美学医疗服务供应商转变为全面医疗服务提供商。**公司过去一直保持医美业务的强劲增长，并于香港医疗美容市场一直保持领先地位并持续获取市场份额 (市场份额从 2016 年的 15% 增至 2017 年的 18.9%)。与此同时，公司扩展其他专科领域，以充分利用其交叉销售的优势。公司计划在中环和旺角建立专科诊所、肿瘤科和日间手术中心和诊断及影像中心。放射科内会装备 MRI，CT 扫描，PET CT，超声波和 X 光医学影像扫描。预计上述中心的资本支出为 2 亿港元，将于 2018 年下半年开业。我们预计新专科诊所将与现有业务通过交叉销售达成协同效应。此外，公司将继续通过并购兼并探索其他专科医疗业务。
- ❖ **主要增长动力：医疗旅游。**来自中国客户的收入占比从 17 财年的 25% 增加至 18 财年的 36%。我们相信未来中国客户将继续支持公司收入增长，中国客户收入占比也将继续上升，原因是 1) 未来公司的中国诊所转介客户数量会增加，2) 腾讯企鹅医生的流量转介，3) 更加便利的交通设施 (高铁和港珠澳大桥即将开通)。
- ❖ **与腾讯企鹅医生的合作。**公司已与腾讯企鹅医生签署战略合作协议，未来 3 年将在香港合作建立 20 家全科诊所，其中 2 家将于 2018 年底开业。我们相信与腾讯企鹅医生的合作将有助于 1) 加快公司在香港的门诊布局速度，以及 2) 腾讯企鹅医生将转介更多内地客户至香港诊所。目前合作的股权结构尚未公布。

财务资料

(截至 03 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额 (百万港元)	965	1,308	1,638	1,965	2,228
核心净利润 (百万港元)	190	269	341	398	465
核心 EPS (港元)	0.20	0.27	0.35	0.41	0.47
EPS 变动 (%)	-16.7	39.3	26.5	16.8	16.8
市盈率 (x)	29.2	20.9	16.5	14.2	12.1
市帐率 (x)	7.1	6.8	5.7	4.4	3.5
股息率 (%)	3.6	4.7	1.8	2.1	2.5
权益收益率 (%)	25.8	34.0	35.2	31.7	29.2
净财务杠杆率 (%)	净现金	19.8	22.1	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际

持有 (降级)

目标价	HK\$5.68
(前目标价)	HK\$4.76
潜在升幅	-1.2%
当前股价	HK\$5.75

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	5,656
3个月平均流通(百万)	19.8
52周内高/低(港元)	6.85/2.36
总股本(百万)	980.9

数据来源：彭博

股东结构

管理层	73.91%
Orbimed	6.49%
流通股	19.6%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	-2.5%	5.8%
3月	62.9%	72.9%
6月	52.1%	58.8%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师：KPMG

公司网站：www.umhgp.com

圖 1: 2018 财年业绩变动

	1H17	1H18	按年變動	2H17	2H18	按年變動	2017	2018	按年變動	2018E	差距
	百萬港元	百萬港元		百萬港元	百萬港元		百萬港元	百萬港元		百萬港元	
医疗服务	179.6	311.9	73.7%	322.3	363.7	12.9%	502	676	34.6%	725	-6.9%
准医疗服务	40.7	52.1	27.9%	55.7	55.9	0.5%	96	108	12.0%	125	-13.8%
传统美容服务	38.5	122.3	217.7%	136.9	116.1	-15.2%	175	238	35.9%	242	-1.5%
护肤保健美容产品	25.2	36.8	46.0%	36.7	37.8	2.9%	62	75	20.4%	71	4.7%
健康管理服务	13.0	51.2	293.5%	38.3	54.4	42.1%	51	106	105.9%	92	14.4%
就未使用预付套票确认收入	110.6	43.0	-61.1%	(32.5)	62.5	N/A	78	106	35.1%	0	N/A
總收入	407.6	617.3	51.4%	557.3	690.3	23.9%	965	1,308	35.5%	1,256	4.1%
銷售成本	(54.0)	(81.5)	51.0%	(76.5)	(81.9)	7.1%	(130)	(163)	25.2%	(166)	-1.5%
毛利											
其他收入及收益	1.4	4.2	206.5%	8.6	19.1	121.1%	10	23	132.8%	4	457.5%
注册医生开支	(30.5)	(32.7)	7.2%	(47.0)	(77.7)	65.4%	(77)	(110)	42.5%	(90)	22.7%
雇员福利开支	(120.9)	(177.7)	47.1%	(157.0)	(163.5)	4.2%	(278)	(341)	22.8%	(362)	-5.7%
市场推广及广告开支	(32.6)	(62.0)	90.5%	(35.9)	(64.9)	80.8%	(68)	(127)	85.4%	(113)	12.3%
租金及相关开支	(39.8)	(59.4)	49.0%	(49.0)	(71.6)	46.1%	(89)	(131)	47.4%	(111)	17.9%
信用卡开支	(14.9)	(20.2)	35.8%	(14.9)	(22.5)	51.3%	(30)	(43)	43.5%	(41)	2.9%
折旧	(12.9)	(12.4)	-3.6%	(14.6)	(22.2)	51.7%	(27)	(35)	25.8%	(30)	14.2%
其他開支	(18.6)	(36.4)	95.7%	(28.5)	(38.9)	36.2%	(47)	(75)	59.7%	(51)	48.6%
經營利潤	84.9	139.1	63.8%	142.6	166.3	16.7%	227	305	34.3%	296	3.1%
分占聯營公司利潤	0.0	1.4	N/A	(0.0)	3.7	N/A	(0)	5	N/A	4	N/A
非經營性項目	0.4	5.7	N/A	12.2	5.9	-51.6%	13	12	-8.3%	5	N/A
淨財務收入	2.2	4.4	95.4%	2.3	3.7	60.9%	5	8	78.0%	9	-12.4%
稅前利潤	87.6	150.5	71.9%	157.1	179.6	14.4%	245	330	35.0%	314	5.2%
所得稅開支	(14.6)	(24.2)	65.5%	(26.5)	(27.8)	5.0%	(41)	(52)	26.5%	(53)	-2.5%
非控制股東權益	(0.6)	0.8	N/A	3.4	(1.9)	N/A	3	(1)	N/A	4	N/A
淨利潤	73.5	125.5	70.7%	127.2	153.7	20.9%	201	279	39.1%	256	9.1%
核心淨利潤	73.2	120.7	65.0%	117.0	148.7	27.1%	190	270	41.8%	256	5.3%
經營利潤率	20.8%	22.5%	+1.7ppt	25.6%	24.1%	-1.5ppt	23.6%	23.4%	-0.2pt	23.6%	+0.2ppt
核心淨利率	18.0%	19.6%	+1.6ppt	21.0%	21.5%	+0.5ppt	19.7%	20.6%	+0.9ppt	20.4%	-0.2ppt

資料來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 預測更新

	FY19			FY20		
	Old	New	Change	Old	New	Change
	HK\$ mb	HK\$ mb		HK\$ mb	HK\$ mb	
医疗服务	930.8	1,011.2	8.6%	1,130.9	1,240.4	9.7%
准医疗服务	150.4	129.6	-13.8%	173.0	149.1	-13.8%
传统美容服务	290.4	286.1	-1.5%	334.0	329.0	-1.5%
护肤保健美容产品	80.4	84.2	4.7%	90.1	94.4	4.7%
健康管理服务	110.8	126.8	14.4%	133.0	152.1	14.4%
就未使用预付套票确认收入	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A
收入	1,562.9	1,637.9	4.8%	1,860.9	1,964.9	5.6%
銷售成本	(206.3)	(222.6)	7.9%	(245.6)	(267.1)	8.7%
毛利	1,356.6	1,415.2	4.3%	1,615.3	1,697.8	5.1%
其他收入及收益	3.0	3.0	0.0%	3.0	3.0	0.0%
注册医生开支	(114.6)	(96.1)	-16.2%	(139.0)	(117.5)	-15.5%
雇员福利开支	(437.6)	(427.5)	-2.3%	(502.4)	(512.8)	2.1%
市场推广及广告开支	(140.7)	(155.6)	10.6%	(167.5)	(186.7)	11.5%
租金及相关开支	(135.9)	(141.8)	4.3%	(161.7)	(169.6)	4.9%
信用卡开支	(51.6)	(54.0)	4.8%	(61.4)	(64.8)	5.6%
折旧	(45.1)	(57.0)	26.4%	(60.0)	(87.0)	45.1%
其他開支	(60.5)	(63.4)	4.7%	(70.2)	(74.1)	5.6%
經營利潤	373.6	422.8	13.2%	456.1	488.2	7.1%
淨財務收入	3.6	3.6	0.0%	3.6	3.6	0.0%
應佔聯營公司利潤	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A
稅前利潤	8.2	(0.8)	-110.4%	9.7	3.2	N/A
稅前利潤	385.4	425.6	10.4%	469.4	495.0	5.5%
所得稅開支	(65.5)	(72.3)	10.4%	(79.8)	(84.2)	5.5%
非控制股東權益	5.0	6.5	30.2%	5.7	7.5	32.2%
核心淨利潤	314.8	346.7	10.1%	383.9	403.4	5.1%
核心每股盈利 (港元)	0.32	0.35	10.1%	0.39	0.41	5.0%
經營利潤率	23.9%	25.8%	+1.9ppt	24.5%	24.8%	+0.3ppt
核心淨利率	20.1%	21.2%	+1.1ppt	20.6%	20.5%	-0.1ppt

資料來源：公司，招銀國際研究

图 3: 香港上市公司同业估值

公司	代码	股價 HKS	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
香港醫思醫療*	2138	5.75	5,656	20.9	16.5	14.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	34.0	35.2	31.7
美容服務															
必瘦站*	1830	1.43	1,580	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
奧斯集團*	1161	1.10	747	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
現代美容*	919	0.27	244	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
卓珈控股*	8358	1.94	776.0	N/A	N/A	N/A	4.5	N/A	N/A	9.7	N/A	N/A	25.5	N/A	N/A
醫美產品生產															
吳海生物科技	6826	47.95	7,674.2	13.4	14.1	11.8	1.6	2.0	1.8	7.2	9.1	7.0	12.2	14.3	16.4
醫療服務															
盈健醫療*	1419	1.80	651	78.4	N/A	N/A	4.1	N/A	N/A	26.0	N/A	N/A	5.7	N/A	N/A
聯合醫療*	722	1.78	1,341	49.3	N/A	N/A	4.1	N/A	N/A	21.4	N/A	N/A	9.3	N/A	N/A
和美醫療	1509	2.10	1,593	72.2	19.6	14.7	1.5	N/A	0.9	16.0	N/A	N/A	2.0	N/A	6.3
華潤鳳凰醫療	1515	9.51	12,331	24.9	23.3	20.8	1.9	N/A	1.6	16.7	N/A	12.4	7.9	N/A	7.9
康華醫療	3689	9.10	3,043	23.1	12.5	10.7	2.9	N/A	1.6	11.2	N/A	N/A	12.9	N/A	15.8
新世紀醫療	1518	9.43	4,621	51.7	26.4	24.7	3.4	N/A	N/A	15.8	N/A	N/A	11.5	N/A	11.4
康寧醫院	2120	39.35	2,874	53.0	24.0	19.2	2.5	N/A	2.0	20.0	N/A	N/A	4.8	N/A	9.8
			平均	49.9	20.5	17.7	3.0	N/A	1.4	17.9	N/A	12.4	8.2	N/A	10.3

(*) 財政年度截止至3月31日

資料來源: 彭博, 招銀國際預測

财务报表

利润表

年结:3月31日(百万港元)	FY17A	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
收入	964.9	1,307.6	1,637.9	1,964.9	2,228.0
医疗服务	501.8	675.5	1,011.2	1,240.4	1,419.0
准医疗服务	96.4	108.0	129.6	149.1	169.9
传统美容服务	175.4	238.4	286.1	329.0	361.9
护肤保健美容产品	61.9	74.6	84.2	94.4	103.8
健康管理服务	51.3	105.6	126.8	152.1	173.4
就未使用预付套票确认收入	78.1	105.5	-	-	-
其他收益净额	10.0	23.2	3.0	3.0	3.0
存货成本	(130.5)	(163.4)	(222.6)	(267.1)	(302.9)
注册医生开支	(77.5)	(110.4)	(97.9)	(119.8)	(137.0)
雇员福利开支	(277.9)	(341.3)	(429.1)	(514.8)	(583.7)
市场推广及广告开支	(68.5)	(126.9)	(159.0)	(188.6)	(200.5)
租金及相关开支	(88.8)	(130.9)	(141.8)	(169.6)	(199.0)
信用卡开支					
折旧					
其他开支	(47.1)	(75.3)	(63.4)	(74.1)	(81.8)
息税前收益	227.5	305.4	416.0	482.1	553.5
应占联营公司利润	(0.0)	5.1	3.6	3.6	3.7
净财务收入/(支出)	4.5	8.0	(0.9)	3.0	13.6
非经常性收入	12.7	11.6	-	-	-
税前利润	244.6	330.2	418.6	488.7	570.8
所得税	(41.1)	(52.0)	(71.2)	(83.1)	(97.0)
非控制股东权益	(2.8)	1.1	(6.5)	(7.5)	(8.5)
净利润	200.7	279.2	341.0	398.1	465.2
核心净利润	190.2	269.4	341.0	398.1	465.2
息税折摊前收益	269.3	359.7	483.0	579.2	662.8

资料来源:公司,招银国际预测

资产负债表

年结:3月31日(百万港元)	FY17A	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	200.8	573.5	813.6	823.8	784.3
物业、厂房及设备	70.2	291.0	534.0	547.0	510.3
无形资产	35.9	86.9	80.4	74.0	67.5
商誉	36.7	95.2	95.2	95.2	95.2
其他非流动资产	58.1	100.4	104.0	107.6	111.3
流动资产	998.5	1,409.5	1,338.6	1,648.4	2,064.3
现金及现金等值物	200.6	295.5	242.6	566.7	974.4
应收贸易款项	112.9	154.9	164.0	148.0	154.4
存货	19.1	31.4	33.0	34.7	36.4
可供出售投资	499.7	495.8	495.8	495.8	495.8
其他流动资产	166.1	431.8	403.2	403.2	403.2
流动负债	401.1	1,039.5	1,055.1	1,080.3	1,112.5
银行贷款	-	461.3	461.3	461.3	461.3
应付贸易账款	61.4	106.2	107.9	110.1	111.9
递延收入					
其他流动负债	11.8	19.6	30.3	42.8	57.3
非流动负债	8.3	8.4	8.4	8.4	8.4
银行贷款	-	-	-	-	-
递延税款	3.1	4.3	4.3	4.3	4.3
其他非流动负债	5.2	4.1	4.1	4.1	4.1
净资产总值	789.9	935.1	1,088.7	1,383.5	1,727.7
少数股东权益	11.4	16.7	23.2	30.7	39.2
股东权益	778.5	820.8	968.0	1,255.3	1,591.0

资料来源:公司,招银国际预测

现金流量表

年结:3月31日 (百万港元)	FY17A	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	227.5	305.4	416.0	482.1	553.5
折摊和摊销	29.2	37.6	63.5	93.5	105.7
营运资金变动	(60.5)	86.4	22.8	27.1	9.5
税务开支	(33.2)	(44.2)	(60.5)	(70.6)	(82.5)
利息开支	(4.5)	(8.1)	0.9	(3.0)	(13.6)
其他	21.5	24.9	(0.9)	3.0	13.6
经营活动所得现金净额	180.0	402.1	441.8	532.0	586.1
资本开支	(75.6)	(364.9)	(300.0)	(100.0)	(62.5)
收购子公司	(28.5)	-	-	-	-
可供出售投资变动	(395.0)	(2.5)	-	-	-
其他	345.8	(251.0)	16.5	20.4	31.0
投资活动所得现金净额	(153.2)	(618.5)	(283.5)	(79.6)	(31.5)
债务变化	-	558.9	-	-	-
发行新股	2.3	-	-	-	-
派息	(90.1)	(247.1)	(193.8)	(110.9)	(129.5)
利息开支	(92.2)	(0.6)	(17.4)	(17.4)	(17.4)
融资活动所得现金净额	(180.1)	311.2	(211.2)	(128.2)	(146.9)
现金净变动	(153.3)	94.8	(52.9)	324.1	407.7
年初现金及现金等值物	354.7	200.6	295.5	242.6	566.7
汇兑差额	(0.8)	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	200.6	295.5	242.6	566.7	974.4

资料来源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年结:3月31日	FY17A	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
医疗服务	52.0	51.7	61.7	63.1	63.7
准医疗服务	10.0	8.3	7.9	7.6	7.6
传统美容服务	18.2	18.2	17.5	16.7	16.2
护肤保健美容产品	6.4	5.7	5.1	4.8	4.7
健康管理服务	5.3	8.1	7.7	7.7	7.8
就未使用预付套票确认收入	8.1	8.1	-	-	-
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
息税折摊前利润率	27.9	27.5	29.5	29.5	29.7
税前利率	25.3	25.2	25.6	24.9	25.6
净利润率	20.8	21.4	20.8	20.3	20.9
核心净利润率	19.7	20.6	20.8	20.3	20.9
有效税率	16.8	15.8	17.0	17.0	17.0
增长 (%)					
收入	36.9	35.5	25.3	20.0	13.4
息税折摊前利润	29.7	33.6	34.3	19.9	14.4
经营利润	4.2	34.3	36.2	15.9	14.8
净利润	35.0	39.1	22.1	16.8	16.8
核心净利润	7.2	41.7	26.5	16.8	16.8
资产负债比率					
流动比率(x)	2.5	1.4	1.3	1.5	1.9
平均应收账款周转天数	16.0	16.9	15.7	13.7	12.7
平均应付帐款周转天数	16.3	17.8	16.9	16.7	17.2
平均存货周转天数	51.8	56.5	52.8	46.2	42.8
净负债/权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	25.8	34.0	35.2	31.7	29.2
资产回报率	16.7	14.1	15.8	16.1	16.3
每股数据					
每股盈利(港元)	0.21	0.28	0.35	0.41	0.47
核心每股盈利(港元)	0.20	0.27	0.35	0.41	0.47
每股股息(港元)	0.21	0.27	0.10	0.12	0.14
每股账面值(港元)	0.81	0.85	1.00	1.30	1.65

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: 香港中环花园道三号冠军大厦 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。