

信义光能 (968 HK)

业绩后路演纪要：需求前景看涨

概要。我们组织了信义光能管理层中期业绩后路演。投资人对公司最感兴趣的问题分别是公司的产能扩张、毛利改善、以及光伏玻璃在四季度及 2020 年上半年的价格展望。对于全球新增光伏需求，管理层给予了非常积极的展望，并就信义光能的扩张策略及进一步巩固其成本领先优势的具体路径给予了明确说明。

- **积极的产能扩张反映需求前景看涨。**信义光能在中期业绩发布会上宣布了 2020 年光伏玻璃有效产能目标计划同比增长 42.1%。管理层预计中国光伏装机需求在 2019 年四季度集中释放将带来强劲的需求增长，同时海外光伏装机的快速扩张将支持公司在 2020 年上半年的产能释放。除跟随行业需求增长扩张以外，信义光能意图进一步扩大市场份额，这也解释了公司的有效产能增速远高于市场对于 2020 年全球新增装机 15-20% 的增速预期。我们认为管理层所设定的产量目标将于市场预期的上限相对应。
- **对目前价格表示满意。**在目前光伏玻璃每平方米人民币 26-27 元价格基础上，公司的毛利率处于 30% 左右水平。除福莱特玻璃 (6865 HK) 以外，管理层认为目前的毛利较其它同业高 10 个百分点以上。这种毛利率优势主要来源于 1) 优异的能效，2) 显著的规模效应，以及 3) 全方位的成本控制水平。随着广西投资的超白硅砂矿的投运，管理层预期公司未来的成本优势将进一步获得巩固。目前光伏玻璃行业正面临这硅砂价格上涨的压力，硅砂成本占公司玻璃成本的比重约 15%。对沙矿的投入将有助于降低公司的硅砂成本约 30%。基于产能增长及未来的成本下降带来显著的利润率提升预期，管理层对目前的玻璃价格标示满意，而同业则希望上调价格以转嫁成本。
- **2019-20 年计划新增 1 吉瓦光伏装机。**公司获得了 470 兆瓦级 70 兆瓦平价及竞价项目。平价项目大多数为地面电站，而竞价项目补贴强度仅为度电人民币 2-3 分。目前公司项目开发成本为人民币 4 元/瓦，管理层认为平价及竞价项目回报率方面并无差异，杠杆后股本回报率均在 10% 以上。管理层预期未来项目开发成本在 2020/21 年仍有 10% 左右的降本空间，成本降低将进一步提升项目的回报水平。
- **维持持有。**我们对于公司的盈利预期及评级维持不变。目前我们认为资本市场对于信义光能的情绪正变得更加积极，主要源于两方面催化剂：1) 对于四季度的价格预期展望乐观，以及 2) 2020 年有望实现显著的出货量增长并实现进一步的成本优化。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入 (百万港元)	9,527	7,672	8,952	11,791	14,960
同比增长 (%)	58.6	(19.5)	16.7	31.7	26.9
净利润 (百万港元)	2,332	1,863	2,216	2,533	3,558
每股盈利 (港元)	0.33	0.25	0.28	0.31	0.44
每股盈利变动 (%)	11	(24)	12	13	41
市盈率 (倍)	13.4	17.5	15.7	13.8	9.9
市帐率 (倍)	3.2	3.2	2.7	2.4	2.1
股息率 (%)	3.4	2.8	3.1	3.5	4.9
权益收益率 (%)	23.9	18.3	17.2	17.6	21.6
净负债率 (%)	64.7	76.5	41.3	47.8	33.1

资料来源：公司及招银国际证券预测

持有 (维持)

目标价	HK\$4.08
(此前目标价)	HK\$4.00
潜在升幅	-3.8%
当前股价	HK\$4.24

中国光伏行业

萧小川

(852) 3900 1234

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	33,118
3 月平均流通量 (百万港元)	136.3
52 周内股价高/低 (港元)	4.58/2.03
总股本 (百万)	8,058

资料来源：彭博

股东结构

信义集团 (玻璃)	26.5%
李贤义及一致行动人	34.3%
流通股	39.2%

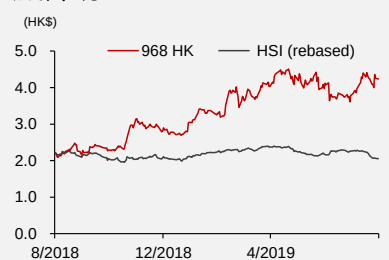
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.0%	22.6%
3-月	-1.7%	9.3%
6-月	23.4%	38.6%
12-月	88.1%	106.3%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：PwC

请登录 2019 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

信义光能 2019 中期业绩后路演纪要

2019 年 8 月 14 日

Daniel Chu – 首席财务官

Canace Xie – 投资者关系总监

1. 对于 2020 年光伏装机需求的展望，为什么安排有效产能的增量远高于光伏装机的增长预期？

对于明年的光伏装机，中国将恢复增长态势。2019 年中国市场预计全年装机在 40-45GW，2020 年将恢复到 50GW 以上。往后几年看，中国市场在平价以后不需要考虑补贴的问题，发展还是会处于比较好的方向。

全球来看，需求从过去集中在美国、日本等少数几个国家转变为更加分散的趋势。欧洲双反及 MIP 取消后，上半年来自海外尤其是欧洲的光伏组件订单明显增加。从公司层面观察，光伏需求的分散使需求过去集中于某几个特定市场的风险明显降低。未来的增量还是比较确定的。

另外公司在产能布局方面，除了跟随行业需求的增长以外，也希望增加市场份额。

2. 目前光伏玻璃行业的市场份额

信义光能在 30% 左右，福莱特在 15-20% 左右。两者合计掌握 50% 以上市场份额。

3. 双玻组件的渗透率为未来的空间

2018 年双玻组件的渗透率为 10%，但公司的整体出货量达到 20% 左右。在双玻方面信义一直是市场的领导者。对于未来的双玻市场空间，预期渗透率会达到 30-50%，并且会比较快的达到 30% 以上。渗透率提升的节奏还是要看市场需求情况，目前看到海外对于双玻组件的需求量是比较大的。

4. 上半年光伏玻璃毛利率下降的原因

去年上半年光伏玻璃的价格较高，去年 1 季度价格在人民币 30-31 元，2 季度开始有所下滑但也维持在 27 块钱左右水平。531 政策发布后价格大幅下跌至 24 块钱及以下。目前看到从去年 3 季度末开始光伏玻璃价格从谷底快速攀升。今年来看，一季度价格在 24-25 左右，到 2 季度开始恢复到 26-27 块钱，恢复到 531 之前水平。

5. 对于广西扩产的计划

信义光能在广西扩产主要有几个方面的考虑，1) 广西靠近越南，从地理上比较方便光伏玻璃产品向东南亚地区出口，2) 为了超白沙矿资源，从 2019 年情况来看，硅砂的成本有上升的趋势，为了满足公司长远的扩产需要，公司对超白沙矿进行了布局。

从成本上看，如果自供超白沙，可以将硅砂的成本节省 1/3。目前公司在广西的沙矿规划在 2020 年才能投产，预计 2020 年产量只能满足公司全年 50% 左

右需求。往后会将产量提升，目标是实现沙矿供应的自己自足。目前硅砂的成本占光伏玻璃成本的 15%。

在硅砂的价格上看，今年出现上涨的原因主要是因为各地政府出于环保原因对硅砂开采实施一定限制。未来公司硅砂的供应能力将不是短期的，而是形成 8-10 年自给自足的供应能力。至于目前沙矿的产能、规模等信息将待进一步与政府沟通明晰后再向市场发布。

6. 关于光伏玻璃的良率

对于一座新窑炉，点火后 1-2 个月才有产出。6 个月左右能够产出质量比较理想的压延玻璃。良率方面，行业差距表达，差一点的企业在 60% 多，好的企业可以在 70-80%。公司目前的光伏玻璃良率，经过多年的技术改进已经达到 80% 以上。目前的良率提升还没到天花板，还有继续改善的空间。

7. 进一步生产技术和工艺的进步空间

目前公司的技术进步主要体现在效率改善。这种改善主要体现在两个方面，一个是新的产线技术，以及对原有产线的更新。具体来说，2013 年，当信义光能从信义玻璃分拆的时候产品的良率只有 60-70%，现在已经做到 80% 以上，良率每年都在改善。

在产品端，随着市场需求的变化，公司的玻璃产品也越做越薄，从 3.2mm 到 2.5mm 到 2.0mm。产品越薄，对于公司来说用料越少，成本更低。

8. 公司的销售模式

公司的销售模式采用直销，直接对接组件厂商。光伏玻璃与浮法玻璃不同，没有中间商这个概念。在下游客户方面，基本上大的组件厂商均是信义光能客户。

9. 公司及组件厂商的存货情况

公司一般的订单能见度在 1 个月左右。从目前与下游客户的沟通看订单是比较充裕的。存货周转方面产生平周转在十来天左右，正常情况下周转周期在 1 个月左右是正常的，目前处于票价低的状态。目前公司的主要存货大部分是原材料及半成品。最近这一段时间，7-8 月是今年的淡季，海外需求有一定下修，但行业目前没有出货压力。

10. 行业的价格周期

光伏玻璃行业并没有明显的价格周期，价格变化可以很快，最主要的价格影响因素还是终端需求。光伏玻璃行业并非是一个强周期行业。

11. 产能规划

2020 年在广西和安徽各投一条新的产线，计划每个季度新增日熔量 1000 吨，全年有效产能增加 42%。到了 2020 年下半年末，日熔量产能达 1.18 万吨。未来 2021 年公司还会考虑扩产计划。公司对于产能的目标的考虑不仅仅是跟随行业需求的增长，还有市场占有率的增长。

光伏玻璃目前没有产能政策限制，这一点与浮法玻璃不同。尽管没有限制，在实际操作上很多区域在新申请产能的时候地方政府会结合环保的情况去进行综合考虑，因此预期能够拿到批复的新建产能并不多。

下半年的具体产能增量

- 信义 600 吨冷修，6 月底点火，目前已出玻璃；500 吨线预计 9 月底点火；
- 福莱特 600 吨线冷修复产，预计 4 季度点火，对 2019 年贡献不大；
- 安彩高科 900 吨线，7 月底点火，预计 9 月出玻璃
- 亚玛顿 650 吨线计划 19 年底，但目前还没有明确时间表

2020-21 年产能增量

- 信义光能 4000 吨，每个季度投运 1 条产线；
- 福莱特越南 1000 吨，预计 2020 年 1 季度投产；福莱特后续将会在滁州有 2x 1200 吨产线，一窑 6 线，传统 1000 吨是 1 窑 4 线，计划 2021 年投运。

12. 成本和毛利情况

- 4 月份天然气涨价，导致公司的燃气成本较去年同期上涨 10% 左右。燃料成本上涨应该来说对于公司的影响较小。目前燃气成本上涨是整个行业的普遍状况，因为公司目前的单位能耗低于同业，因此每吨玻璃需要消耗的天然气数量较同业更低。目前天然气成本占玻璃产出成本的比例在 25-30% 左右。
- 硅砂成本占比 15% 左右；
- 纯碱成本占比 15% 左右；
- 人工和折旧占比 6-7%；

2018 年上半年光伏玻璃毛利率 33%，下半年受到 531 影响掉到了 17%。2019 年上半年随着价格回暖明显恢复到 27%，目前公司的毛利率在 30%。

13. 光伏玻璃产品的成本转嫁能力

- 能否将成本转嫁到下游，主要还是看市场需求。根据目前的市场状况是可以实现转嫁的，库存偏紧。目前这一波小的厂家想要提价也主要是因为成本上涨希望涨价转嫁成本。

14. 公司光伏玻璃毛利领先同行 10 个百分点的来源

- 公司目前并没有掌握同行成本结构的具体信息，但以目前的理解，成本的优势是全方位的；
- 从成本结构来看，主要还是体现在公司的产线规模，比较 1000 吨和 500 吨的产线，单位成本可以节省 10-15%，目前行业除了两家龙头企业以外，主流的 800 吨产线并不多，这是一个主要原因；
- 规模化效应，目前公司的产能远远领先同业，在采购和运营方面具备明显的优势；
- 安徽的厂房可以通过水路运输，显著节省了运输成本；
- 在用电方面，公司厂房屋顶都铺设了太阳能电站，窑炉也配置了余热发电设备；
- 非直接成本方面，公司在运输包装上面也下了功夫，比如出货从以往的木箱改为铁架，可以复用简省成本，同时也推进了无纸化包装；
- 在技术方面，公司新建产能的同时也在提升自动化水平，整体看玻璃压延制造的良率也有改善；

15. 上半年的配售的用途，以及长期的负债率目标

上半年净负债率 66%，在经过配售和信义能源分拆上市以后回落到 20%。目前信义能源处于净现金状态，如果剥离信义能源去看，信义光能自身目前的实际净负债率是 30% 左右。目前公司手持现金在 43-44 亿元。信义能源分拆过后，公司的融资模式也发生了一定变化，计划是长远持有信义能源。以信义能源的运营模式，在补贴现金流逐渐正常以后，有很大空间可以提升负债率以改善股东回报率，同时信义能源也很有可能会持续收购信义光能所建设的电站资产。信义光能则能通过持续的电站出售获得现金流以支持公司自身的项目投资。

在资本开支方面，年初的时候给予的指引是 20 亿港元。在顺利完成信义能源分拆后，上调全年资本开支指引至 25 亿港元，今年的资本开支主要是为了加快光伏玻璃的扩产。明年主要是 4 条光伏玻璃产线，每条产线的资本开支在 1 亿美元，部分今年会发生，明年是大头，部分会延到后年。

对于 2020 年，资本开支的绝对额会上升。除了光伏玻璃以外，公司目前的计划是在 2019-20 两年内新建 1GW 光伏装机，这里面主要是以平价项目为主，目前光伏装机的价格在人民币 4 元/瓦左右。公司强调 1GW 并非一个必须实现的目标，会根据公司的经营状况，资金水平作出合适的调整。

负债率方面，公司历史最高的净负债在 80% 左右，目前整体的净负债只有 20%，同时公司手持大笔现金，短期内没有负债率的担忧。此外，伴随存量光伏装机项目的现金流逐渐好转，以及新的平价项目现金流较好的预期，未来在光伏电站业务端有充分空间可以增加杠杆，公司过往的光伏电站项目的借贷比率在 50% 左右，管理层认为未来有空间上调。

16. 光伏电站的项目储备，开发成本，及回报率

- 上半年新增装机 30MW，预计全年装机量比较少，公司认为 2019 年为平价前的调整年，主动调整装机节奏。
- 上半年拿到了 470MW 平价项目，不需补贴，大部分以地面电站项目为主，平价项目并不着急建设，目前项目开发成本人民币 4 元/瓦，预计未来还有 10% 左右的组件端降本空间。
- 上半年竞价获得了 70MW 项目，竞价补贴，以广西为例，补贴强度在人民币 2-3 分；
- 新建光伏项目 IRR 方面，管理层表示平价和竞价项目的 IRR 区别不大，公司项目的 IRR 均在 10% 以上。尽管电价有较大幅度降低导致电站项目收入端减少，但由于开发成本的大幅下降折旧费用也明显降低。对于项目毛利率方面，由于光伏电站每年有衰减，如果没有新建项目的补充，电站的毛利率会呈现一个逐步下降的过程。

17. 光伏电站的开发到转让的周期

- 项目开发的周期如果纳入前期准备的时间可以很长，有 1-2 年，主要是找地，与地方政府谈。
- 如果只是建设，根据公司目前的项目推进速度 100MW 项目 3 个月可以完工实现并网。
- 实际操作上，大部分的组件安装完成后可以先并网，后续再完成全容并网，因此从并网满产时间点之间可能会略时间差。

- 对信义能源的转让交付标准，一定是全容并网之后，因为信义能源并不负责电站建设的任务。信义光能在电站建设完成后会给予信义能源优先购买权，定价也比较清晰，是经调整现金流的 7.2 倍。信义能源会根据自身的资金和经营策略决定买什么资产，以及何时买。

18. 9 位股东减持的原因？

信义玻璃和 9 位股东主要是根据自身的资金需求安排减持了信义光能的股份。减持的部分主要是 2016 年增持的股份，此次减持主要是股东层面对于自身资金的需要，并不代表股东对于公司长期发展的看法有任何改变。

19. 目前可再生能源补贴的回款情况

截止 2019 年 6 月 30 日，信义光能和信义能源共计有 974MW 纳入了前 7 批补贴名录，已收取补贴回款 11 亿人民币。在 7 月份又受到了 3.1 亿人民币补贴款。目前第六第七批的补贴滞后在 2 年左右，与公司的预期差不多。

财务分析

利润表

年結: 12/31 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	9,527	7,672	8,952	11,791	14,960
光伏玻璃銷售	5,746	5,562	6,521	9,084	11,989
太陽能發電業務	1,474	1,920	2,260	2,486	2,684
EPC 業務	2,307	189	170	221	287
銷售成本	(6,122)	(4,711)	(5,128)	(7,236)	(9,497)
毛利	3,405	2,960	3,824	4,555	5,463
其它收入	181	176	155	155	155
其它 (虧損) / 盈利淨額	0	(8)	(5)	(5)	(5)
銷售及營銷開支	(239)	(271)	(303)	(418)	(30)
行政開支	(433)	(413)	(453)	(549)	(674)
息稅前收益	2,914	2,443	3,218	3,739	4,909
融資成本淨額	14	10	23	39	48
合資及聯營企業	(179)	(256)	(278)	(317)	(351)
額外其它	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,789	2,246	3,006	3,504	4,649
所得稅	(265)	(205)	(316)	(368)	(488)
少數股東權益	(192)	(179)	(474)	(603)	(603)
淨利潤	2,332	1,863	2,216	2,533	3,558

現金流量表

年結: 12/31 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	2,914	2,443	3,218	3,739	4,909
折舊和攤銷	551	707	836	1,038	1,217
運營資金變動	(1,765)	(255)	(877)	(412)	1,177
稅務開支	(242)	(237)	(295)	(368)	(488)
其它	(160)	(246)	(690)	(838)	(863)
經營活動所得現金淨額	1,298	2,412	2,191	3,159	5,952
資本開支	(3,729)	(2,248)	(2,386)	(3,528)	(3,072)
聯營公司	(63)	17	(457)	(603)	(603)
其它	1,302	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,490)	(2,230)	(2,843)	(4,131)	(3,675)
股份發行	2,572	(456)	1,200	-	-
淨借貸	1,267	837	1,183	1,403	916
股息	(999)	(1,095)	(854)	(1,140)	(1,462)
其它	(1,137)	(65)	2,924	603	603
融資活動所得現金淨額	1,703	(778)	4,453	866	57
現金增加淨額	511	(597)	3,802	(105)	2,333
年初現金及現金等價物	843	1,381	784	4,586	4,481
匯兌	26	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,381	784	4,586	4,481	6,814

資產負債表

年結: 12/31 (百萬港元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	15,301	17,089	18,936	22,114	24,539
物業、廠房及設備	14,240	15,804	17,341	19,818	21,661
預付租金	344	320	333	346	358
合資企業投資	453	433	894	1,497	2,100
其它非流動資產	264	532	368	453	419
流動資產	7,467	6,803	11,388	12,654	15,033
現金及現金等價物	1,381	784	4,586	4,481	6,814
應收賬款	4,167	4,154	4,555	5,597	5,285
存貨	374	430	489	681	899
關聯款項	-	4	-	-	-
其它流動資產	1,545	1,432	1,758	1,895	2,035
流動負債	6,241	6,737	5,740	7,206	8,670
應付帳款	2,941	2,780	2,677	3,722	4,911
關聯欠款	67	102	18	18	18
遞延稅項	88	48	60	60	60
借貸	3,145	3,773	2,986	3,407	3,681
其他流動負債	-	34	-	-	-
非流動負債	4,846	5,096	7,038	8,020	8,661
借貸	4,787	4,997	6,967	7,949	8,590
其它應付	59	89	54	54	54
遞延稅項	-	11	17	17	17
淨資產淨額	11,680	12,059	17,546	19,542	22,241
少數股東權益	1,559	1,625	4,549	5,152	5,755
股東權益	10,121	10,434	12,997	14,390	16,486

主要比率

年結: 12/31	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
光伏玻璃銷售	60.3	72.5	72.9	77.0	80.1
太陽能發電業務	15.5	25.0	25.2	21.1	17.9
EPC 業務	24.2	2.5	1.9	1.9	1.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.7	38.6	42.7	38.6	36.5
稅前利率	29.3	29.3	33.6	29.7	31.1
淨利潤率	24.5	24.3	24.8	21.5	23.8
有效稅率	9.5	9.1	10.5	10.5	10.5
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.2	1.0	2.0	1.8	1.7
速動比率 (x)	1.1	0.9	1.9	1.7	1.6
現金比率 (x)	0.2	0.1	0.8	0.6	0.8
平均應收周轉天數	118.5	197.9	177.5	157.1	132.8
平均存貨周轉天數	19.7	31.1	32.7	29.5	30.4
平均應付周轉天數	163.3	221.6	194.2	161.4	165.9
債務/股本比率 (%)	67.9	72.7	56.7	58.1	55.2
淨負債/股東權益比率 (%)	64.7	76.5	41.3	47.8	33.1
回報率 (%)					
股本回報率	23.0	17.9	17.1	17.6	21.6
資產回報率	10.2	7.8	7.3	7.3	9.0
每股數據					
每股盈利 (港元)	0.33	0.25	0.28	0.31	0.44
每股股息 (港元)	0.15	0.12	0.13	0.15	0.21
每股淨值 (港元)	1.36	1.36	1.62	1.79	2.05

资料来源: 公司及招銀國際證券預測

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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风险。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投资银行相关业务联系。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，请与我们联络。

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年证券交易法规则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。