

工商银行 (1398 HK)

息差稳定 高质增长

中国工商银行 (ICBC) 公布其 FY2018 业绩。其总收入及利润较预期略低, 净息差及不良贷款比率同预期一致。其中, 4Q18 净息差表现坚挺, 拨备前利润增幅提升, 均属积极。管理层亦指引 1Q19 净息差保持平稳, FY2019 不良贷款比率继续下滑。我们仍看好其资产负债表流动性强劲, 预计该行盈利将保持平稳增速。我们维持“增持”评级, 目标股价维持 6.30 港元, 目标股价较目前股价隐含 5.7% 的上升空间。

- 1Q19 净息差前景稳定。** 根据预测, 工商银行 4Q18 净息差按季轻微上升一个基点至 2.31%。管理层预计其净息差 1Q19 将维持稳定。面对市场利率下滑, 该前景表现颇为积极, 可见工商银行存款优势及贷款定价能力较强。
- 资产质量提升。** 工商银行于 2018 年年底公布其不良贷款比率为 1.52%, 按季下滑 1 个基点, 同比下降三个基点, 同我们预期一致。我们相信这主要是由于银行实行有效的坏账核销计划, 及优化贷款结构。管理层有信心其不良贷款率 2019 年将持续维持适度降幅。
- 资本状况良好。** 工商银行 2018 年核心一级资本充足率、一级资本充足率及资本充足率分别为 12.98%、13.45% 及 15.39%, 其均录得按季及同比增幅, 且维持在良好水平。工商银行计划发行永续债人民币 800 亿元, 优先股人民币 1,000 亿元及次级债人民币 1,100 亿元以补充资本, 以满足全球系统重要性银行的规管要求, 如总损失吸收能力(TLAC)。
- 手续费收入增幅低于预期。** 2018 年手续费及佣金净收入同比增长 4.1% 至人民币 1,453 亿元, 略低于预期。手续费支出比率从 2017 年的 12.0% 降至 2018 年的 10.5%, 这使得净手续费收入增幅高于总手续费收入增幅。我们担心由于资管业务仍受压, 总手续费收入回升幅度或将低于预期。
- 维持“增持”评级, 目标股价 6.30 港元。** 综上, 我们分别轻微下调 FY2019 及 FY2020 预测盈利 0.5% 和 0.8%, 基于 DDM 估值模型将目标股价维持在 6.30 港元, 股本成本为 12.5%, 长期资产收益率为 11.2%, 永续增长率为 3%。相当于 7.3 倍 FY2019 预测市盈率及 0.9 倍 FY2019 预测市净率。

投资总结

年结于 12 月	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营收(人民币百万元)	675,654	725,121	777,429	829,687	873,486
变化(%)	5.3	7.3	7.2	6.7	5.3
净利润(人民币百万元)	286,049	297,676	312,467	325,692	343,494
变化(%)	2.8	4.1	4.9	4.3	5.5
每股盈利(人民币)	0.79	0.82	0.86	0.90	0.95
变化(%)	2.9	4.1	4.9	4.3	5.6
市盈率(倍)	6.5	6.2	5.9	5.7	5.4
市净率(倍)	0.89	0.81	0.73	0.66	0.59
平均资产回报率(%)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
平均权益回报率(%)	14.4	13.7	13.0	12.3	11.7
每股股息(人民币)	0.241	0.251	0.263	0.274	0.290
股息收益率(%)	4.7	4.9	5.2	5.4	5.7

资料来源: 公司资料、彭博资讯、东方证券(香港)

增持

目前股价	目标股价
HK\$5.96	HK\$6.30

中国 / 金融 / 银行

2019 年 4 月 9 日

刘思桐, CFA (SFC CE: BMA553)

(852) 3519 1293

Scarlett.liu@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数(百万股)	356,406
市值(百万港元)	2,350,065
12 个月内日均成交额(百万港元)	1,438
12 个月波动率(%)	21.1
FY18-20 预测平均资产回报率(%)	1.1
FY18-20 预测平均权益回报率(%)	13.0
FY19 预测市净率(倍)	0.73
FY19 预测市盈率(倍)	5.9

股价表现 (%)

	1 个月	本年	12 个月
绝对值	1.4	6.6	(10.1)
相对恒指	(2.5)	(9.8)	(12.0)

主要股东持股 (%)

中央汇金	34.7
财政部	34.6

审计师

毕马威会计师事务所

股价走势图



资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

FY2018 业绩表现稳健

总收入及利润轻微低于预估

工商银行 2018 营业收入同比增长 7.3% 至人民币 7,251.21 亿元, 较预期低 1.2%。这主要是由于净利息收入及手续费收入低于预期。其中, 拨备前营业利润增长 8.5% 至人民币 5,309.2 亿元, 较预期低 0.4%。净利润增长 4.1% 至人民币 2,931.7 亿元, 较预期低 0.9%。受免税政府债券利息收入占总债券收入比重提升影响, 工商银行有效税率从 2017 年的 21.2% 降至 2018 年的 19.8%。手续费费率则从 2017 年的 12.0% 降至 2018 年的 10.5%, 净手续费收入增幅高于总手续费收入增幅。

图 1: 工商银行季度财务数据

(人民币百万元)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	FY18
净利息收入	137,012	140,604	146,014	148,888	572,518
同比增幅	12.3%	9.0%	9.6%	7.9%	9.7%
佣金及手续费	41,613	37,647	34,479	31,562	145,301
同比增幅	1.6%	5.4%	11.3%	-1.3%	4.1%
营业收入	183,185	178,117	178,578	185,241	725,121
同比增幅	8.9%	5.7%	5.3%	9.4%	7.3%
营业支出	(39,998)	(41,960)	(46,508)	(65,737)	(194,203)
同比增幅	3.7%	0.6%	1.9%	9.1%	4.3%
拨备前利润	143,187	136,157	132,070	119,504	530,918
同比增幅	10.5%	7.3%	6.6%	9.5%	8.5%
拨备	(42,258)	(41,384)	(33,475)	(44,477)	(161,594)
同比增幅	34%	39%	18%	17%	26.5%
税前利润	101,646	95,386	99,307	76,074	372,413
同比增幅	2.9%	-2.4%	3.2%	5.8%	2.1%
净利润	79,069	81,404	79,463	58,787	298,723
同比增幅	4.0%	4.8%	5.4%	0.7%	3.9%
经调整净利润	78,802	81,456	79,185	58,233	297,676
同比增幅	4.0%	5.5%	5.6%	0.3%	4.1%
归属于普通股股东的净利润	78,802	81,456	79,185	53,727	293,170
同比增幅	4.0%	5.5%	5.6%	0.2%	4.1%

净利息收入增幅强劲, 非利息收入增幅显著, 这使得拨备前营业利润增幅从 Q3 的 6.6% 同比增至 Q4 的 9.5%。主要受双位数拨备增幅及有效税率提升 (达 22.7%) 所影响, Q4 经调整净利润则同比增幅平稳。

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

4Q18 净息差保持稳定

随着平均股本收益率及资金成本提升, 2018 年净息差上涨八个基点至 2.30%, 同我们预期一致。根据预测, 尽管中小企业贷款收益率较低, 净息差仍于 4Q18 按季上涨一个基点至 2.31%。管理层预计银行净息差将于 1Q19 保持稳定。此外, 2018 年总贷款及存款分别同比增长 8.3% 及 9.4%, 这使得贷款存款比率较低, 为 72.0%, 资产负债表流动性更强。2018 年个人贷款同比增幅强劲, 达 14.0%, 而公司贷款仅同比增长 5.4%。

图 2: 工商银行年净息差



资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

图 3: 工商银行总贷款及存款数额



资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

资产质量展望良好

2018 年第四季度不良贷款率环比下降

工商银行报告 2018 年末不良贷款率为 1.52%，环比下降 1 个基点，同比下降 3 个基点，符合我们的预期。我们认为下降可能由于有效的核销计划及个人贷款占总贷款的比例不断上升（FY2018 为 36.6%，而 FY2017 为 34.7%）。管理层有信心 2019 年不良贷款率将继续适度下降。此外，拨备覆盖率继续由 2017 年的 154.07% 提升至 2018 年的 175.76%，较我们的预测低约 4 个百分点。2018 年信用成本由 2017 年的 0.91% 上升至 0.99%，表明工行正在为未来的宏观不确定性做准备。

图 4：工商银行不良贷款余额及不良贷款率



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 5：工商银行贷款减值准备及拨备覆盖率



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

先行指标发出积极信号

工行的坏账先行指标有所改善。关注贷款占比由 2017 年的 3.93% 下降至 2018 年的 2.92%。逾期 90 天以上贷款占比由 2017 年的 1.26% 下降至 2018 年的 1.16%。逾期 90 天以内贷款占比由 0.75% 下降至 0.59%。此外，不良贷款占逾期贷款的比例由 2017 年的 77.25% 上升至 2018 年的 87.09%，不良贷款占逾期 90 天以上贷款的比例由 2017 年的 123.56% 上升至 2018 年的 131.49%，显示工行确认不良贷款更加严格。

图 6：工商银行逾期 90 天以上贷款余额及占比



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 7：工商银行特别关注贷款及占比



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

维持增持评级，目标价为 6.30 港元

净利润温和增长

鉴于工商银行强劲的存款特许经营权及贷款定价能力，我们维持 2019/2020 年净息差预测为 2.30%/2.30%，但由于总贷款增长减弱，略微下调利息净收入预测。我们还下调了预测期内的营业费用预测，因为工行 2018 年的成本收入比率由 2016 年的 27.4% 下降至我们预测的 25.7%，表明其成本管理收效显著。预计 2019/2020 年拨备预测将保持两位数增长，导致净利润增长低于拨备前营业利润。我们预计 2019/2020 年拨备前营业利润同比增长 7.7%/7.4%，归属于普通股股东的净利润同比增长 4.9%/4.3%。

图 8：工商银行盈利预测修订

(人民币百万元)	2019E				2020E			
	修订	初始	变化 (%)	同比 (%)	修订	初始	变化 (%)	同比 (%)
利息净收入	615,811	620,228	-0.71	7.6	659,061	663,721	-0.70	7.0
手续费及佣金	154,316	155,924	-1.03	6.2	163,324	164,842	-0.92	5.8
营业收入	777,429	788,783	-1.44	7.2	829,687	841,193	-1.37	6.7
营业费用	(205,580)	(213,231)	-3.59	5.9	(215,437)	(222,956)	-3.37	4.8
拨备前利润	571,848	575,552	-0.64	7.7	614,250	618,238	-0.65	7.4
拨备	(184,151)	(195,428)	-5.77	14.0	(208,334)	(214,455)	-2.85	13.1
税前利润	391,484	383,073	2.20	5.1	410,090	407,034	0.75	4.8
净利润	314,284	314,338	-0.02	5.2	327,689	328,755	-0.32	4.3
调整后净利润	312,367	313,915	-0.49	4.9	325,692	328,314	-0.80	4.3
归属于普通股股东的净利润	307,489	309,036	-0.50	4.9	320,690	323,311	-0.81	4.3
总贷款增长率 (%)	8.2	8.8	-0.60	-0.10	8.1	8.5	-0.40	-0.10
客户存款增长率 (%)	8.5	8.0	0.50	-0.90	8.0	8.0	0.00	-0.50
净息差 (%)	2.30	2.30	0.00	0.00	2.30	2.30	0.00	0.00

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

调整 DDM 模型估值

我们将 2019/2020 年归属于普通股股东的净利润分别下修 0.5%/0.8%，并使用修订后的财务预测得出我们的 DDM 模型估值。我们仍假设权益成本为 12.5%（基于资本资产定价模型，无风险利率为 3.12%，风险溢价为 11.68%，股票 beta 系数为 0.8），可持续净资产收益率为 11.2%（永续增长率为 3%）。在过渡增长阶段，我们使用的港币/人民币汇率为 0.85，派息率介于 31.8% 至 39.6% 之间。我们得出基本情境的目标价为 6.30 港元，隐含 5.7% 的上行空间，并得出在牛市情境和熊市情境下的目标价 7.63 和 4.65 港元。

图 9：基本情境 DDM 模型预测

(人民币百万元)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
权益	2,578,870	2,857,627	3,166,837	3,406,635	3,650,480	3,897,822	4,148,064	4,400,559	4,654,610	4,909,475
盈利	307,489	320,690	338,492	356,842	375,724	395,116	414,995	435,335	456,106	477,275
股息	93,784	97,810	103,240	113,476	124,365	135,920	148,153	161,074	174,689	189,001
贴现因素	1.0000	0.8892	0.7906	0.7030	0.6251	0.5558	0.4942	0.4394	0.3907	0.3474
股息现值(人民币)	93,784	86,970	81,625	79,774	77,740	75,547	73,220	70,783	68,258	65,666
股息现值(港元)	110,334	102,318	96,029	93,852	91,458	88,878	86,141	83,274	80,304	77,254

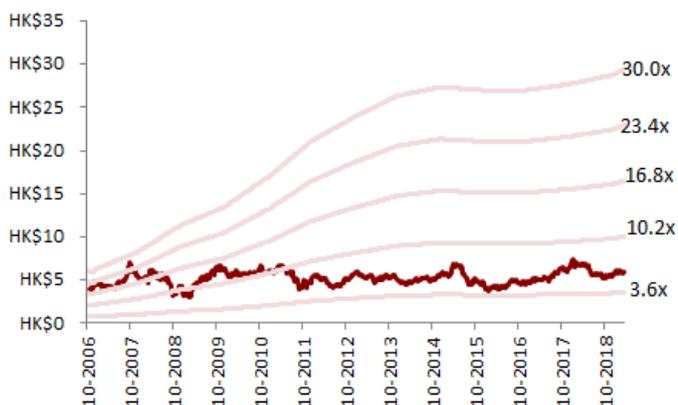
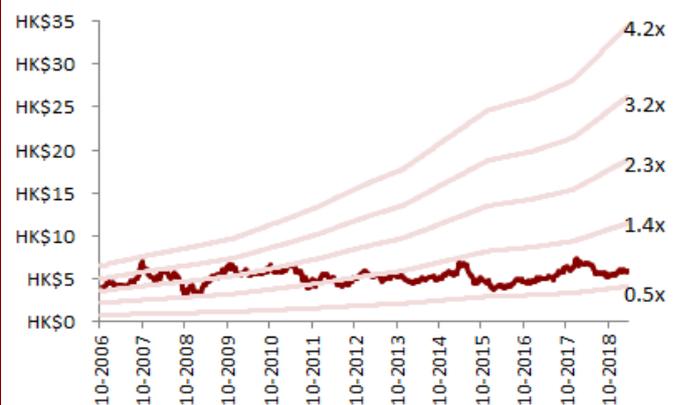
资料来源：公司资料、东方证券（香港）

估值表、市盈率及市净率

图表 10: 同业估值比较 – 中国的银行

公司名称	彭博代码	报告货币	收市价 (本币)	目标价 (港元)	市值 (十亿美元)	市盈率(倍)			市净率(倍)			股息收益率(%)			股本回报率(%)		
						FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
中国的银行 (香港上市)																	
工商银行	1398 HK	人民币	5.96	6.30	271	5.9	5.7	5.4	0.7	0.7	0.6	5.2	5.4	5.7	13.0	12.3	11.7
建设银行	939 HK	人民币	7.01		223	5.5	5.2	4.8	0.7	0.7	0.6	5.5	5.8	6.2	13.4	13.0	12.6
农业银行	1288 HK	人民币	3.74		167	5.1	4.8	4.5	0.6	0.6	0.5	5.9	6.3	6.6	13.6	13.2	12.9
中国银行	3988 HK	人民币	3.77		141	5.2	4.9	4.6	0.6	0.5	0.5	6.0	6.2	6.7	13.0	12.6	12.4
交通银行	3328 HK	人民币	6.62		63	5.6	5.3	5.0	0.6	0.5	0.5	5.5	5.9	6.1	11.6	11.2	11.1
邮储银行	1658 HK	人民币	4.62		48	5.6	5.0	4.4	0.7	0.6	0.6	4.4	4.9	5.6	11.1	10.8	10.6
招商银行	3968 HK	人民币	41.25		133	9.9	8.8	7.9	1.5	1.4	1.2	3.0	3.5	3.9	12.9	12.9	13.3
光大银行	6818 HK	人民币	3.86		26	5.1	4.8	4.3	0.5	0.5	0.5	5.5	6.2	6.2	16.6	16.4	16.3
中信银行	998 HK	人民币	5.13		32	4.7	4.4	4.3	0.5	0.4	0.4	6.2	6.5	6.1	11.2	11.0	11.4
民生银行	1988 HK	人民币	6.10		34	4.3	4.2	4.3	0.5	0.5	0.4	4.7	4.8	5.9	10.9	10.6	10.1
平均值						5.7	5.3	4.9	0.7	0.6	0.6	5.2	5.5	5.9	12.6	12.2	12.0
中国的银行 (A股上市)																	
工商银行	601398 CH	人民币	5.82		309	6.6	6.2	6.0	0.8	0.8	0.7	4.6	4.9	5.1	13.3	12.9	12.2
建设银行	601939 CH	人民币	7.38		275	6.8	6.4	6.2	0.9	0.8	0.7	4.4	4.7	4.9	13.7	13.2	12.3
农业银行	601288 CH	人民币	3.79		197	6.1	5.7	5.7	0.8	0.7	0.6	5.0	5.3	5.4	13.0	12.6	11.8
中国银行	601988 CH	人民币	3.90		171	6.2	5.8	5.6	0.7	0.6	0.6	5.0	5.3	5.5	11.7	11.4	11.1
交通银行	601328 CH	人民币	6.37		70	6.3	5.9	5.8	0.7	0.6	0.6	4.9	5.2	5.3	11.2	10.8	10.3
招商银行	600036 CH	人民币	35.93		135	10.0	8.9	7.9	1.6	1.4	1.2	3.0	3.5	3.8	16.7	16.6	16.3
光大银行	601818 CH	人民币	4.26		33	6.4	6.0	5.5	0.7	0.6	0.6	4.1	4.5	4.6	11.5	11.2	11.1
中信银行	601998 CH	人民币	6.56		48	6.9	6.5	6.6	0.7	0.7	0.6	4.0	4.4	4.1	11.0	10.8	10.0
民生银行	600016 CH	人民币	6.61		43	5.5	5.3	5.5	0.6	0.6	0.6	3.9	4.2	4.8	12.3	11.6	10.4
浦发银行	600000 CH	人民币	11.72		51	6.0	5.8	5.7	0.7	0.6	0.6	2.4	2.7	3.3	12.1	11.4	10.6
兴业银行	601166 CH	人民币	19.46		60	6.8	6.3	5.8	0.9	0.8	0.7	3.5	3.8	4.1	13.8	13.9	13.7
平安银行	000001 CH	人民币	13.96		36	9.0	8.0	7.4	1.0	0.9	0.8	1.2	1.4	1.4	11.4	11.4	11.3
平均值						6.9	6.4	6.1	0.8	0.8	0.7	3.8	4.2	4.4	12.6	12.3	11.7

资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

图 11: 市盈率区间

图 12: 市净率区间


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

财务报表及预测

损益表(合并报表)

年结于 12 月(人民币十亿元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利息收入	862	948	1,029	1,112	1,175
利息支出	(340)	(376)	(413)	(453)	(481)
利息净收入	522	573	616	659	694
手续费及佣金收入	140	145	154	163	172
其他非利息收益	14	7	7	7	7
非利息收入	154	153	162	171	179
营业收入	676	725	777	830	873
营业费用	(186)	(194)	(206)	(215)	(217)
拨备前营业利润	489	531	572	614	657
拨备	(128)	(162)	(184)	(208)	(225)
营业利润	362	369	388	406	432
联营公司贡献	3	3	4	4	3
税前利润	365	372	391	410	435
所得税费用	(77)	(74)	(77)	(82)	(90)
净利润	287	299	314	328	345
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(2)	(1)
经调整净利润	286	298	312	326	343
优先股股息	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)
归属于普通股股东的净利润	282	293	307	321	338
每股拨备前营业利润(人民币)	1.37	1.49	1.60	1.72	1.84
基本每股收益(人民币)	0.79	0.82	0.86	0.90	0.95
稀释每股收益(人民币)	0.79	0.82	0.86	0.90	0.95
每股股息(人民币)	0.24	0.25	0.26	0.27	0.29

资产质量及资本充足率

年结于 12 月 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
不良贷款率	1.55	1.52	1.50	1.48	1.42
拨备覆盖率	154.1	175.8	183.9	199.1	222.6
贷款拨备率	2.39	2.68	2.76	2.95	3.17
信用成本	0.91	0.99	1.03	1.14	1.18
核心一级资本充足率	12.77	12.98	13.62	13.91	13.91
一级资本充足率	13.27	13.45	14.12	14.43	14.43
资本充足率	15.14	15.39	16.59	17.13	17.13

半年度明细

年结于 12 月(人民币十亿元)	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18
利息净收入	238	251	271	278	295
非利息收入	75	86	68	84	69
营业收入	313	337	339	361	364
拨备前营业利润	210	256	233	279	252
营业利润	167	195	167	196	173
经调整净利润	128	153	133	160	137
归属于普通股股东的净利润	124	153	129	160	133
净息差(%)	2.11	2.16	2.29	2.30	2.30
不良贷款率(%)	1.62	1.57	1.55	1.54	1.52
稀释每股收益(人民币)	0.35	0.43	0.36	0.45	0.37
每股股息(人民币)	0.23	0.00	0.24	0.00	0.25

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

资产负债表(合并报表)

年结于 12 月(人民币十亿元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金	3,614	3,373	3,912	4,347	4,811
同业资产	1,834	1,696	1,774	1,884	2,001
总贷款	14,233	15,420	16,684	18,036	19,533
贷款减值准备	(340)	(413)	(460)	(531)	(612)
投资	5,757	6,755	7,306	7,638	8,341
固定资产	248	290	296	302	306
其他资产	742	539	770	1,247	1,671
总资产	26,087	27,700	30,281	32,922	36,052
向中央银行借款	0	0	0	0	0
同业负债	2,753	2,329	2,546	2,675	2,917
客户存款	19,563	21,409	23,229	25,087	27,094
已发行债务证券	527	618	811	1,058	1,421
存款证	260	341	420	516	694
其他负债	842	657	680	710	746
总负债	23,946	25,355	27,686	30,046	32,873
股本	356	356	356	356	356
储备	587	681	747	823	948
未分配利润	1,098	1,207	1,381	1,571	1,756
其他权益工具	86	86	95	107	107
少数股东权益	14	15	17	19	12
总权益	2,141	2,345	2,596	2,876	3,179
总负债及权益	26,087	27,700	30,281	32,922	36,052
每股账面价值(人民币)	5.7	6.3	7.0	7.7	8.6

主要比率

年结于 12 月 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率					
净利息收入	10.6	9.7	7.6	7.0	5.4
手续费与佣金净收入	-3.7	4.1	6.2	5.8	5.1
营业收入	5.3	7.3	7.2	6.7	5.3
拨备前营业利润	9.1	8.5	7.7	7.4	6.9
经调整净利润	2.8	4.1	4.9	4.3	5.5
归属普通股股东的净利润	2.9	4.1	4.9	4.3	5.6
盈利能力					
净利差	2.10	2.17	2.19	2.21	2.21
平均净资产回报率	14.35	13.68	13.01	12.25	11.65
平均总资产回报率	1.14	1.11	1.08	1.04	1.00
成本收入比率	26.45	25.71	25.35	24.87	24.28
手续费占营业收入比例	20.67	20.04	19.85	19.69	19.66
其他					
派息率	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5

主要假设

年结于 12 月 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总贷款增长率	9.0	8.3	8.2	8.1	8.3
客户存款增长率	9.7	9.4	8.5	8.0	8.0
净息差	2.22	2.30	2.30	2.30	2.32

分析员核证

分析员，刘思桐，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第 16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的 30 天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由于任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告期内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。