

爱康医疗(1789 HK)

骨关节植入物龙头制造商，拥有独家3D打印植入物产品

- ❖ **中国骨关节植入物龙头制造商，销量市占率第一。**爱康医疗从事骨关节植入物的设计开发、生产和销售，以销量计于国内骨关节植入物市场排名第一位，拥有15%市场份额。F&S预计国内关节植入物市场2016-21年销售复合年均增长率为13.9%，受人口老龄化推动。我们认为爱康将受益于骨关节行业快速增长及行业内进口替代加速，保持强劲增长。此外，爱康是国内唯一一家获得药监局3D打印植入物注册证的公司，这将使爱康医疗从竞争对手中脱颖而出。
- ❖ **3D打印骨关节植入物先行者，拥有独家上市产品。**3D打印骨科植入物市场处于行业发展初期，是一个竞争者尚少的新兴行业。爱康是国内首家也是唯一一家将3D打印骨科植入物商业化的公司，注册产品包括3D打印髌关节假体、人工椎体和椎间融合器植。我们预计公司2017-20财年的3D打印植入物的销售复合年增长率为80.7%，驱动因素有：1) 3D打印植入物替代部分传统植入物，及2) 产品市场覆盖进一步扩大，3) 定制化3D打印植入物上市。
- ❖ **3D ACT 作为推广工具，增加终端医院覆盖。**爱康医疗开发并推出3D ACT平台，有助外科医生模拟和规划手术。截至2018年6月30日，3DACT平台已收集了3,036宗手术数据，并为647家医院提供服务（比2017年底多101家）。3DACT平台有助提升爱康的医院覆盖，同时带动公司常规产品和3D打印植入物的销售。根据F&S，爱康是中国唯一一家提供一站式骨科手术解决方案的公司，从手术数字化模型建立到植入物商业化生产制造。
- ❖ **领先关节植入物制造商，拥有全面的产品线。**爱康在骨关节领域拥有全面的传统产品线，同时覆盖低端至高端市场。目前，其产品质量可与外资品牌媲美，并且享有较好的价格优势，性价比颇高。公司髌关节和膝关节常规植入物在2014-17E财年的复合年均增长率分别为32.4%/30.7%，我们预计其2017-20E财年销售复合年均增长率将为35.4%/27.9%，受益于1) 进口替代加速，2) 新产品推出（陶瓷组件），3) 3DACT平台覆盖增加带动产品销售。
- ❖ **2017-20财年净利润复合年均增长率为36.2%。**我们预计18/19/20E财年公司总收入将增长56.8%/29.7%/27.7%，对应37.4%的销售复合年均增长率。我们预计18/19/20E财年净利润将增长42%/33.7%/33.2%至人民币1.5亿/2.2亿/2.7亿，对应于36.2%复合年均增长率。
- ❖ **首次覆盖给予「买入」评级，目标价6.30港元。**根据5年期DCF模型（WACC：11.1%，终端增长率为3%），我们得出每股6.30港元的目标价，对应2019财年预测市盈率的28.8倍。爱康拥有强劲的内生增速，受益于进口替代加速，同时考虑到其3D打印服务的技术壁垒及先发优势，我们认为其未来增速预见性颇高。
- ❖ **催化剂：**1) 定制化3D打印产品上市，2) 陶瓷产品增长超预期；**风险：**1) 集采降价超预期，2) 器械两票制铺开。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	271	373	585	758	968
核心净利润(百万人民币)	77	105	150	200	266
核心EPS(人民币)	0.10	0.14	0.14	0.19	0.26
EPS变动(%)	19.1	34.7	3.8	33.7	33.2
市盈率(x)	45.2	33.5	31.8	23.8	17.9
市帐率(x)	11.9	5.3	6.0	5.0	4.2
股息率(%)	0.9	2.1	0.9	1.3	1.7
权益收益率(%)	26.3	15.8	18.8	21.2	23.4
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招銀国际预测

买入(首次覆盖)

目标价	HK\$6.30
潜在升幅	+19.1%
当前股价	HK\$5.29

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	5,501
3个月平均流通(百万)	15.9
52周内高/低(港元)	6.78/1.75
总股本(百万)	1,037.5

数据来源：彭博

股东结构

管理层	63.9%
OrbiMed	7.5%
流通股	28.6%

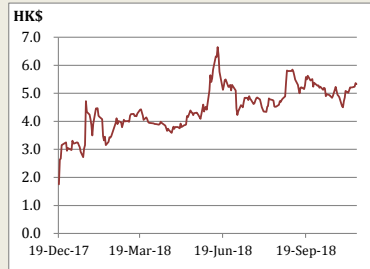
数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	8.0%	8.1%
3月	18.5%	25.6%
6月	24.3%	50.1%

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.ak-medical.net

投资要点

中国骨关节植入物制造商龙头

爱康医疗在 2003 年于中国北京成立，从事于骨科植入物的设计、开发、生产和销售。公司专注于髋关节和膝关节植入物，产品用于初次手术及翻修手术。2017 年，以销量计，爱康医疗在中国骨关节植入物市场中排名第一，拥有 15% 市场份额，按收入计排名第五，拥有 8% 的市场份额。此外，爱康医疗是国内首家将 3D 打印技术运用于骨科植入物的公司，也是国内唯一一家获得国家药监局 3D 打印植入物注册证的公司。我们认为爱康拥有齐全的常规产品组合，同时具备技术竞争优势，前沿的 3D 打印业务让爱康从同业中脱颖而出。公司未来将保持强劲增长，并通过强劲内生增速和前沿技术巩固其行业领先地位。

投资摘要

3D 打印骨关节植入物先行者，拥有独家上市产品。

3D 打印骨关节植入物市场仍处于发展初期，是一个竞争者尚少的新兴行业。3D 打印植入物较传统产品拥有诸多优势（骨小梁结构带来更佳生物固定性；定制化产品与缺损骨骼吻合，更符合病人解剖结构），3D 打印植入物行业增长潜力较大。爱康医疗是国内首家也是唯一一家获得药监局 3D 打印髋关节及脊柱植入物注册证的公司。目前已商业化的标准化 3D 打印植入物销售从 2015 年的人民币 110 万元迅速增加至 2017 年的 3,340 万元人民币，占总收入比重从 2016 财年的 4.5% 上升至 2017 财年的 9%。我们预期两年后 3D 打印植入物的收入贡献比例将达到 20%，预计 2017-20 财年 3D 打印植入物的收入复合年均增长率为 80.7%，驱动因素有：1) 3D 打印植入物替代传统植入物，2) 产品市场覆盖进一步扩大及 3) 定制化 3D 打印植入物上市。

3D ACT 解决方案平台有效增加医院覆盖

爱康医疗开发并推出 3D ACT 解决方案，该平台协助外科医生模拟和规划手术，如简化手术过程，提供个性化手术器械及手术前选定植入物的软件平台。截至 2018 年 6 月 30 日，3D ACT 平台已收集了 3,036 宗手术的数据，有助后期骨科医生规划及进行手术。3D ACT 平台有助提升爱康医疗的医院覆盖，同时推广常规产品和 3D 打印植入物。截至 2018 年 6 月底，该平台已为 647 家医院提供服务（比 2017 年多 101 家），其中 436 家为三级医院。根据 F&S，爱康医疗是中国唯一一家提供一站式骨科手术解决方案的公司，从手术数字化模型建立及植入物商业化生产制造。我们相信，凭借独家 3D 打印植入物产品及 3D ACT 平台，爱康医疗将于同业中脱颖而出。

领先骨关节制造商拥有全面的传统骨关节产品

爱康医疗的骨关节产品线较为齐全，覆盖低端和高端市场。公司的产品从第一代（金属植入物）开始发展，慢慢演变至第二代（陶瓷植入物）和第三代（3D 打印产品）。目前，其产品质量可与外资品牌媲美，并具备价格优势，性价比较高。在 2018 年 9 月，爱康医疗获得国家药品监督管理局陶瓷内衬批件，该产品属于髋关节植入物套件的重要部件，陶瓷内衬将丰富公司现有高端产品线，与公司已有的陶瓷球头部件，可以组成陶瓷球头和陶瓷内衬组件。

陶瓷产品目前外资品牌占据市场较多份额，预期未来陶瓷部件将录得较高增速。髌关节和膝关节常规植入物在 2014-17 财年的复合年均增长率为 32.4%/30.7%，我们预计其 2017-20 财年的销售复合年均增长率将为 35.4%/27.9%。

市场机遇

跻身与快速增长的骨关节植入物市场，2016-21 年行业复合年均增长率达 13.9%。

骨关节植入物市场（主要由髌关节和膝关节植入物组成）在整个骨科植入物市场中增长最快，预计市场规模将从 2016 年的 41 亿人民币增长至 2021 年的 78 亿，复合年均增长率为 13.9%，主要归因于 1) 人口老龄化，2) 骨科医生增加，3) 手术费负担能力提高，及老年人观念改善对骨科手术的接受度提升，4) 产品升级及新技术和新材料的出现。作为骨关节行业领军者，爱康医疗将受益于行业内的进口替代加速及国产品牌的政策红利，我们预计其将录得高于行业的增长。

财务分析

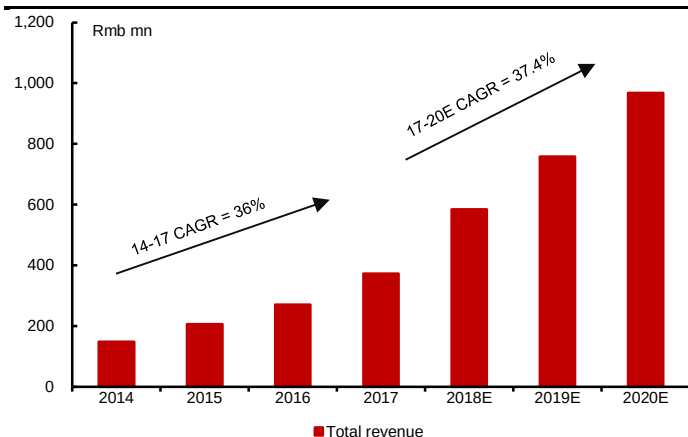
预计 2017-20 年的销售复合年均增长率为 37.4%

我们预计 2018/19/20 的总收入增长为 56.8%/29.7%/27.7%，对应 37.4% 的销售复合年均增长率。我们预计 2018 财年公司内生增长为 30%，JRI 公司将贡献约人民币 1 亿元收入。常规产品方面，我们预计膝关节和髌关节植入物在未来三年内将实现 27.9%/35.4% 的销售复合年均增长率，驱动因素包括：1) 骨关节植入物市场进口替代在加速，2) 公司新产品推出，预期陶瓷组件快速增长，3) 3D ACT 平台医院覆盖增加带动产品销售。至于 3D 打印产品，我们预计 2017-20 财年的销售复合年均增长率为 80.7%，主要因为 1) 公司拥有国内独家的 3D 打印植入物批件，具备先发优势，2) 3D ACT 平台推广带动产品销售，3) 定制化 3D 打印植入物即将推出。

预计 2017-20 财年净利润复合年均增长率为 36.2%。

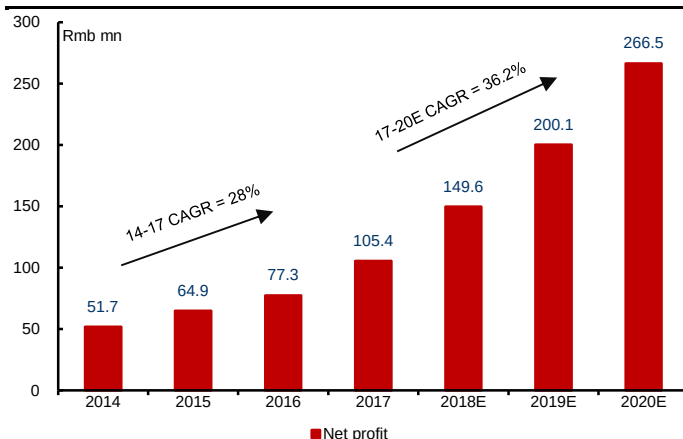
由收入增长带动，我们预计 2018/19/20 财年净利润将同比增长 42%/33.7%/33.2% 至人民币 1.5 亿/2 亿/2.7 亿，对应于 36.2% 的复合年均增长率。2018 年利润增速慢过收入，主要因为新收购 JRI 公司目前处于盈亏平衡点，利润贡献有限。我们预计 2018 财年的毛利率/净利率将下降至 69.1%/25.6%，并在 2019/20 财年回升至 70.6%/26.4% 和 71.5%/27.5%，后期盈利回升受益于高毛利产品拉动，如 3D 打印植入物和新产品收入占比提升。

图 1: 爱康医疗收入增长预测



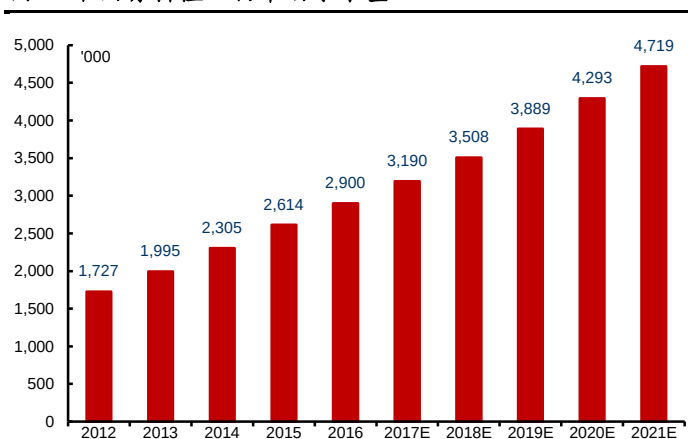
资料来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 爱康医疗利润增长预测



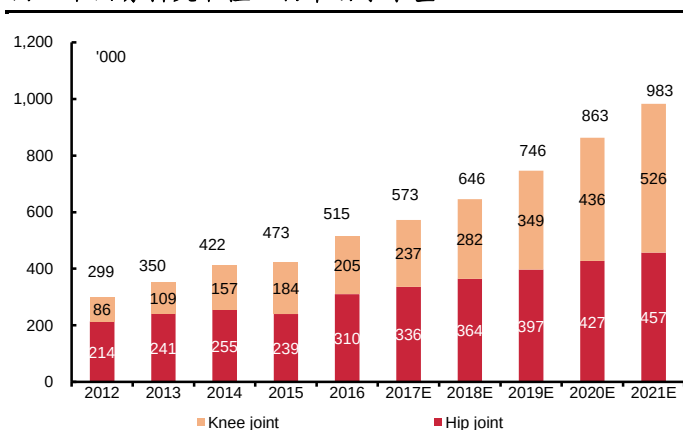
资料来源: 公司, 招银国际预测

图 3: 中国骨科植入物市场手术量



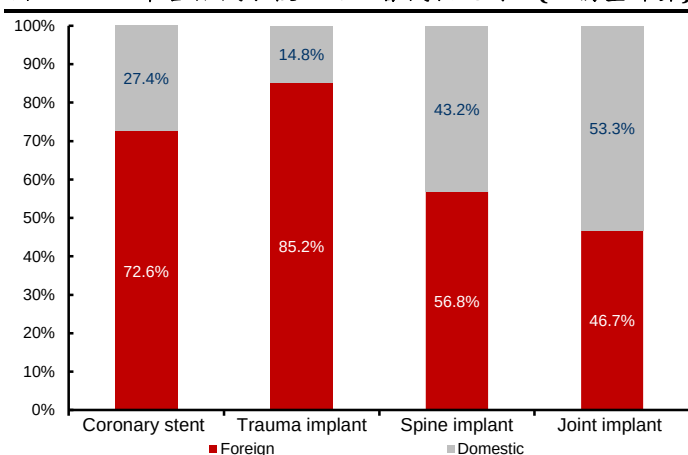
资料来源: F&S, 招银国际

图 4: 中国骨科关节植入物市场手术量



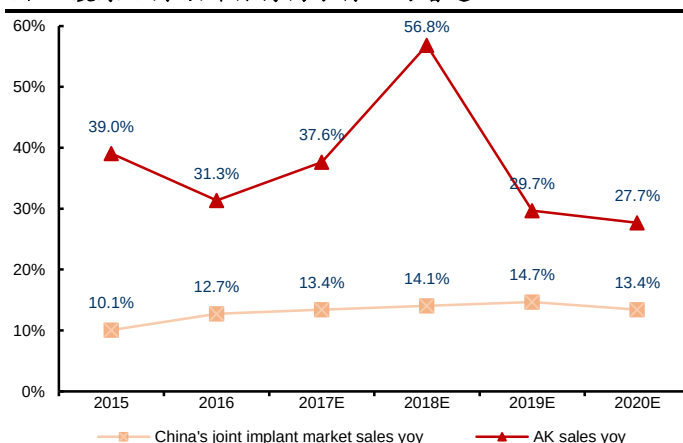
资料来源: F&S, 招银国际

图 5: 2016 年各器械子板块进口替代状况对比(以销量计算)



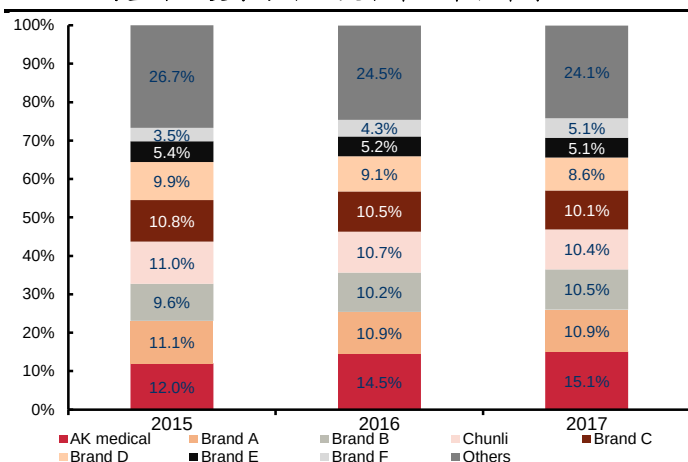
资料来源: PICO, 招银国际

图 6: 爱康医疗预计保持高于行业的增速



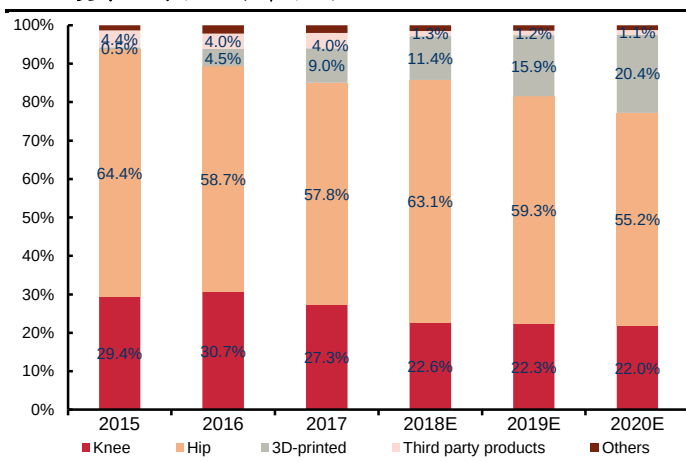
资料来源: F&S, 公司, 招银国际预测

图 7: 以销量计, 爱康于中国关节市场市占率第一



来源: F&S, 招银国际

图 8: 爱康医疗收入分布预测



来源: 公司, 招银国际预测

估值

首次覆盖给予买入评级, 目标价 6.30 港元

爱康医疗在 14-17 财年录得 36.2% 的年复合年均增长率。跻身于快速增长的骨科关节植入物行业, 享受行业内进口替代加速红利, 加上独家 3D 打印植入物产品和先发优势, 我们相信爱康将保持强劲增长态势。我们预计 17-20 财年收入复合年均增长率为 37.4%, 净利润复合年增长率为 36.2%。我们给予爱康买入评级, 并根据 5 年期 DCF 模型得出目标价格每股 6.30 港元 (WACC: 11.5%, 终端增长率为 3%), 对应 FY18 / 19E PER 为 38x / 28.7x 和 FY18E PEG 为 1.06 倍, 考虑到其增长可预计性较高及其 3D 打印服务先发优势, 目标估值合理。

图 9: 爱康医疗 DCF 模型

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
百万人民币	百万人民币	百万人民币	百万人民币	百万人民币	百万人民币
净利润	150	200	266	349	451
折摊	18	56	67	78	83
税后净利息	(7)	(6)	(7)	(11)	(16)
资本开支	(300)	(100)	(100)	(50)	(50)
营运现金变动	(47)	5	(57)	(1)	(63)
自由现金流	(186)	155	169	365	405
终值					0
公司价值	5,438				
减: 负债及优先股	0				
银行存款及保	276				
股权价值	5,714				
股本数量	1,038				
每股价值 (人民币)	5.50				
每股价值 (港元)	6.30				
无风险利率	4.0%				
Beta	1.0				
风险溢价	9.1%				
股权成本	12.7%				
债务成本	6.0%				
WACC	11.1%				
终值增长率	3.0%				

来源: 公司及招银国际预测

图 10: 敏感性分析

Terminal growth / WACC	9.6%	10.1%	10.6%	11.1%	11.6%	12.1%	12.6%
1.5%	6.60	6.20	5.80	5.50	5.20	4.90	4.70
2.0%	6.90	6.50	6.10	5.70	5.40	5.10	4.80
2.5%	7.30	6.80	6.40	6.00	5.60	5.30	5.00
3.0%	7.80	7.20	6.70	6.30	5.90	5.50	5.20
3.5%	8.30	7.70	7.10	6.60	6.20	5.80	5.40
4.0%	8.90	8.20	7.50	7.00	6.50	6.10	5.70
4.5%	9.70	8.80	8.00	7.40	6.90	6.40	6.00

来源：公司及招银国际预测

相对估值

爱康医疗目前的 FY18 / 19E 市盈率为 31 倍 / 23 倍，比同业平均水平高约 30%。鉴于其在骨科植入物市场的龙头地位及其前沿及独家的 3D 打印业务，我们相信爱康医疗在行业内拥有绝对优势。

市盈率倍数方面，目前爱康的 18 财年 PEG 为 0.88 倍，而同业平均为 18 财年 PEG 1.4 倍。我们相信爱康未来 3 年的增速可预见性较高，目前国内政策鼓励器械企业创新，鼓励国产器械使用，可以充分发挥国产品牌价格优势，在医保报销比例和招标倾斜下，爱康医疗作为龙头关节植入物生产商，将成为进口替代加速的最先受益者，同时其开辟了国内骨科植入物 3D 打印行业先河，该行业未来增长潜力巨大。

图 11: 同业估值

公司	代码	股價 HK\$	市值 HK\$m	市盈率(x)			市賬率(x)			EV/EBITDA (x)			股本回報率(%)			EPS CAGE FY17-20E	PEG FY18E
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E		
爱康医疗	1789	5.29	5,501	28.5	31.8	23.8	5.3	6.0	5.0	35.6	25.5	16.9	21.9	18.8	21.2	36%	0.9
春立医疗	1858	26.20	1,812	10.9	16.0	13.7	1.4	2.6	2.2	4.6	11.5	9.2	13.4	17.3	17.5	26%	0.6
威高股份	1066	7.22	32,651	16.9	19.2	16.5	1.6	2.0	1.9	10.2	13.9	12.2	13.7	10.9	11.6	5%	4.1
微创医疗	853	11.12	17,818	73.8	47.3	33.0	3.5	4.8	4.2	16.8	22.5	18.5	5.1	10.5	13.3	64%	0.7
普华和顺	1358	1.22	1,914	56.3	6.4	5.7	0.7	0.6	0.5	18.5	N/A	N/A	4.8	9.7	9.7	N/A	N/A
昊海生物科技	6826	43.95	7,034	13.4	13.7	11.2	1.6	1.9	1.7	7.2	8.8	6.8	12.2	14.2	16.4	22%	0.6
先健科技	1302	1.73	7,502	41.0	34.8	22.9	6.4	5.4	4.6	29.4	28.9	18.9	17.0	15.0	17.1	27%	1.3
Sisram Med	1696	4.98	2,202	21.6	N/A	N/A	1.3	N/A	N/A	11.0	N/A	N/A	N/A	5.2	6.1	N/A	N/A
平均				32.8	24.2	18.1	2.7	3.3	2.9	16.7	18.5	13.8	12.6	12.7	14.1	0.3	1.4

资料来源：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)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
收入	270.8	372.7	584.5	757.9	967.8
膝关节植入	83.0	101.7	132.2	168.8	212.6
髋关节植入	158.9	215.3	369.1	449.2	534.6
3D打印产品	12.1	33.4	66.9	120.4	197.5
代理产品					
其他					
销售成本	(83.5)	(108.9)	(180.7)	(223.1)	(275.5)
毛利	187.3	263.8	403.9	534.8	692.2
其他收益	0.8	2.7	2.7	2.7	2.7
销售费用	(36.2)	(50.4)	(105.2)	(136.4)	(174.2)
行政费用	(38.1)	(56.2)	(76.3)	(98.3)	(121.5)
研发开支	(20.4)	(35.0)	(54.8)	(71.1)	(90.8)
息税前收益	93.4	124.9	170.2	231.6	308.5
净财务收入 / (支出)	1.7	0.5	7.9	6.6	8.8
非经常性收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	95.0	125.4	178.1	238.2	317.2
所得税	(17.7)	(20.0)	(28.5)	(38.1)	(50.8)
非控制股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	77.3	105.4	149.6	200.1	266.5
息税折摊前收益	102.1	137.1	188.1	287.6	375.2

来源: 公司及招银国际研究

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	83.1	126.0	448.1	492.1	525.3
物业、厂房及设备	69.8	104.7	388.8	440.7	481.8
无形资产	6.6	10.5	48.4	40.5	32.7
递延税项	6.7	10.4	10.4	10.4	10.4
其他非流动资产					
流动资产	322.5	731.6	580.1	735.3	962.0
存货	67.8	86.8	131.0	138.0	194.2
应收账款					
定存、预付款和其他应收	12.5	6.1	6.1	6.1	6.1
可交易金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金及等价物	160.6	517.5	276.0	384.6	491.2
流动负债	99.0	179.4	222.8	274.4	337.8
应付账款	64.9	138.4	181.9	233.4	296.9
应付税	8.9	13.3	13.3	13.3	13.3
递延收入	21.9	22.7	22.7	22.7	22.7
准备金					
非流动负债	12.1	10.3	10.3	10.3	10.3
递延收入	8.2	7.9	7.9	7.9	7.9
银行贷款	3.9	2.4	2.4	2.4	2.4
净资产总值	294.4	668.0	795.2	942.8	1,139.3
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	294.4	668.0	795.2	942.8	1,139.3

来源: 公司及招银国际研究

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	93.4	124.9	170.2	231.6	308.5
折摊和摊销	8.8	12.2	17.9	56.0	66.8
营运资金变动	(21.2)	(6.8)	(46.6)	4.9	(56.6)
税务开支	(12.6)	(17.0)	(28.5)	(38.1)	(50.8)
其他	1.3	3.3	0.0	0.0	0.0
经营活动所得现金净额	69.6	116.7	113.0	254.4	267.9
资本开支	(29.8)	(52.0)	(340.0)	(100.0)	(100.0)
其他	2.7	1.4	7.9	6.6	8.8
投资活动所得现金净额	(27.2)	(50.6)	(332.1)	(93.4)	(91.2)
股本融资所得净额	0.0	369.4	0.0	0.0	0.0
派息	(50.1)	(73.1)	(22.4)	(52.5)	(70.0)
其他	64.2	(1.5)	0.0	0.0	0.0
融资活动所得现金净额	14.0	294.7	(22.4)	(52.5)	(70.0)
现金净变动	56.5	360.7	(241.5)	108.6	106.6
年初现金及现金等值物	100.1	160.6	517.5	276.0	384.6
汇兑差额	4.0	(3.9)	0.0	0.0	0.0
年末现金及现金等值物	160.6	517.5	276.0	384.6	491.2

来源：公司及招银国际研究

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
膝关节植入	30.7	27.3	22.6	22.3	22.0
髋关节植入	58.7	57.8	63.1	59.3	55.2
3D打印产品	4.5	9.0	11.4	15.9	20.4
代理产品					
其他					
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	69.2	70.8	69.1	70.6	71.5
息税折摊前利润率	37.7	36.8	32.2	38.0	38.8
税前利率	35.1	33.6	30.5	31.4	32.8
净利润率	28.6	28.3	25.6	26.4	27.5
核心净利润率	33.9	33.2	25.6	26.4	27.5
有效税率	18.6	16.0	16.0	16.0	16.0

增长 (%)

收入	31.3	37.6	56.8	29.7	27.7
毛利	31.9	40.8	53.1	32.4	29.4
息税折摊前利润	30.9	34.3	37.2	52.9	30.5
经营利润	28.0	33.8	36.3	36.1	33.2
净利润	21.0	36.3	42.0	33.7	33.2
核心净利润	35.4	35.1	20.8	33.7	33.2

资产负债比率

流动比率 (x)	3.3	4.1	2.6	2.7	2.8
平均应收账款周转天数	74.2	92.0	90.0	90.0	90.0
平均应付账款周转天数	93.9	99.6	100.0	100.0	100.0
平均存货周转天数	275.9	259.1	220.0	220.0	220.0
净负债/权益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

回报率 (%)

资本回报率	26.3	15.8	18.8	21.2	23.4
资产回报率	19.1	12.3	14.6	16.3	17.9

每股数据

每股盈利(人民币)	0.10	0.14	0.14	0.19	0.26
核心每股盈利(人民币)	0.12	0.16	0.14	0.19	0.26
每股股息(港元)	0.04	0.10	0.04	0.06	0.08
每股账面值(人民币)	0.4	0.9	0.8	0.9	1.1

来源：公司及招银国际研究

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之分析员，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責任。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 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。