

公司报告

招商證券(香港)有限公司
证券研究部

中国铁塔 (788 HK)

投资者电话会议纪要

- 适逢4G到5G过渡期影响，2020年上半年增长逊于预期；新增5G需求大多通过升级现有站址满足
- 5G发展仍然是重要的国家目标，中国铁塔是中国5G部署的代表指标
- 近期增长乏力基本已经反映于股价中；维持买入

2020年上半年增长因4G到5G过渡而逊于预期

我们主持了几场中国铁塔业绩后投资者电话会议。2020年上半年增长不及预期（因正处4G到5G过渡期，97%的5G需求通过现有站址升级解决）。公司预计，由于较低的基数（2019年下半年表现疲软）和需求逐步增长，2020年下半年的塔类租赁收入同比增长将较上半年加快。新的跨行业（TSSAI）及能源业务近期仍保持强劲增长，预计各业务收入贡献度每年可各增加1个百分点。

5G部署加速，价值随时间推移得到释放

随着数据流量不断增长和新应用推动对塔站产生更多的需求，未来几年5G的价值将逐步释放。室分（DAS）需求也将随之增加，以改善室内覆盖（70-80%的数据流量于室内产生），公司希望室分业务2021年下半年开始加速增长。公司预计其收入将随时间推移逐步恢复到8-10%的年增长率。我们认为近期增长乏力已经反映于股价中，并维持我们对中国铁塔的买入评级，公司仍为中国5G部署的代表指标。

业务分部更新

塔类业务：因 1) 4G需求下降，2) 5G贡献有限，2020年上半年收入增长放缓。中国铁塔在上半年建造了21.5万个5G塔站，但其中97%是从旧站址升级解决的。2020年的收入构成将保持稳定：50%需要增加平台（定价上加收30%），30%增加新系统（定价上加收10%），15%未有收入增加，而5%会贡献新租户（带来35-40%的收入增加）。未来数年5G网络强化将需要新的塔站，因此新增的租户增长将改善收入构成。

TSSAI：增长仍然保持强劲（2020年上半年增长50%），但由于该业务行政管理/销售费用较高，非GAAP的EBITDA利润率为40-50%（略低于塔类业务）。随着新应用需要更多增值服务（例如，数据收集与分析，当前约占TSSAI收入的40%），收入的增长和构成将会改善。

盈利预测及估值

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	71,819	76,428	81,606	88,480	95,530
同比增长	4.6%	6.4%	6.8%	8.4%	8.0%
EBITDA	41,773	56,696	60,376	66,149	71,989
EBITDA利润率	58.2%	74.2%	74.0%	74.8%	75.4%
每股收益（人民币分）	1.78	2.97	3.93	5.22	6.44
每股股息（人民币分）	0.23	1.46	2.12	2.82	3.48
股息收益率	0.2%	1.0%	1.6%	2.1%	2.6%
EV/EBITDA	6.6	6.2	5.3	4.8	4.4
股本收益率	1.7%	2.9%	3.7%	4.8%	5.8%

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测；股价截至2020年9月10日

陈永豪

+852 3189 6125

kevinchen@cmschina.com.hk

苏林

+852 3189 6635

clintsu@cmschina.com.hk

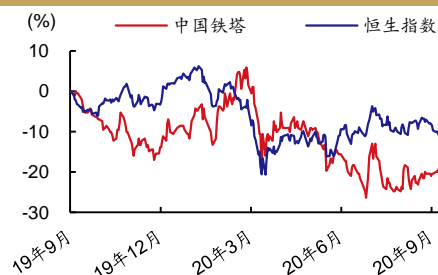
最新变动

非交易路演纪要

买入

前次评级	买入
股价(2020年9月10日)	1.49港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	1.90港元(+28%)
前次目标价:	1.90港元

股价表现



资料来源：贝格数据；股价截至2020年9月10日

%	1m	6m	12m
中国铁塔	4.2	(17.3)	(19.9)
恒生指数	(3.7)	0.0	(11.1)

行业：TMT

恒生指数(2020年9月10日)	24,314
国企指数(2020年9月10日)	9,684

重要数据

52周股价区间(港元)	1.37 - 2.03
港股市值(百万港元)	262,253
日均成交量(百万股)	637.96
每股净资产(港元)	1.14

主要股东

中国移动	27.93%
中国联通	20.65%
中国电信	20.50%
其他	4.42%
总股数(百万股)	176,008
自由流通量	26.50%

资料来源：公司数据

相关报告

1. 中国铁塔(788 HK) - 2020年上半年业绩逊于预期，5G爆发仍需时间(买入)(2020/8/11)
2. China Tower(788 HK) - 1Q20 slow growth expected, 5G rollout to accelerate(BUY)(Apr 17, 2020)
3. China Tower(788 HK) - FY19 results in line; confident of 5G rollout for 2020(BUY)(Mar 18, 2020)
4. 中国铁塔(788 HK) - 展望趋于保守，更新预测并维持买入(买入)(2019/12/03)

非交易路演电话会议纪要

■ 塔类业务

- 塔类业务2020年上半年增速慢于预期，主要因为当前正处于4G到5G的过渡期，4G需求较少，同时5G的贡献尚有限
- 目前的5G部署主要在人口密集的城市区域，运营商倾向于在现有的站址上增加基站（只能带来10%或30%的收入增加）
- 塔类业务收入同比增速会在下半年好转，主要得益于2019年下半年的低基数
- 4G微站需求减少（比去年减少了约50%）；对于5G宏站的需求预计2021年将增加
- 电费占据5G基站维护费用的很大部分；中国铁塔寻求通过提供直供电（由国家电网直供）和电池储电的方式为运营商节省电费支出

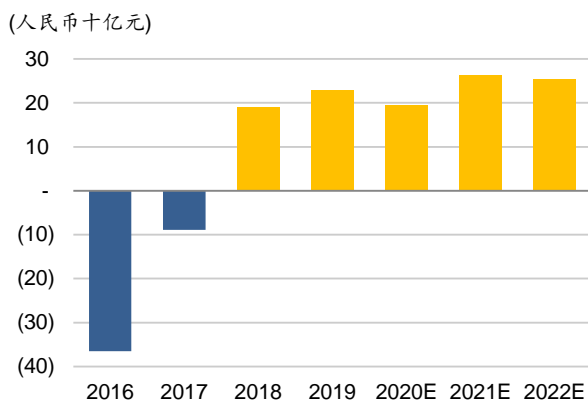
■ DAS、TSSAI及能源经营业务

- DAS（室分）、TSSAI（跨行业）及能源经营业务收入贡献率预计将于后续年份每年分别增长1个百分点
- 在旧的会计准则下（剔除IFRS16的影响），TSSAI业务的EBITDA利润率相较于塔类业务更低，因为其行政管理销售费用较高
- 能源经营业务包括4种服务类型：备电、发电、换电（为外送员服务）以及充电

■ 5G进展及机遇

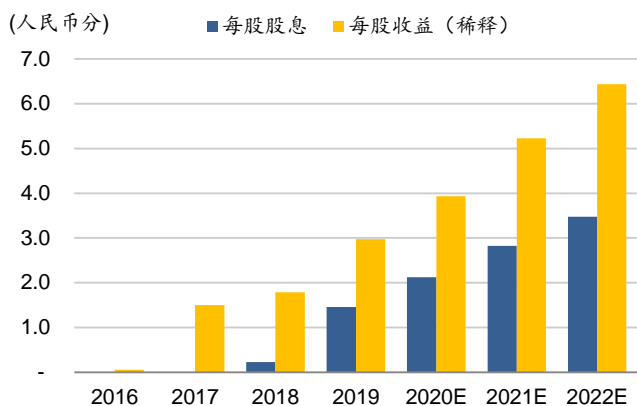
- 2020年上半年5G应交付需求完成率达到108%
- 5G部署将于2021年出现更多租户增长，将需要更多的塔站，而不是仅仅升级现有站址
- 在现在的资本支出预算下，运营商能够比原计划建设更多的5G基站（粗略估计可以多出15%），接下来几年会新增更多
- 5G独立组网（SA）部署对于公司的贡献有限，因为独立组网更多在于核心网（光纤铺设），但中国铁塔主要提供接入网支持（无线信号塔）
- 一般来讲，数据流量的70-80%都于室内产生，中国铁塔预计室分业务将从2021年后期进入快速增长阶段
- 中国广电的700MHz频谱对于广电和中国移动会是一个优势，因为700MHz信号相较于更高频信号有更强的传播能力；但它并不是连续大带宽的频段，应用场景将会与3.5GHz和2.6GHz有所不同

图 1: 中国铁塔自由现金流 (FCF) 趋势



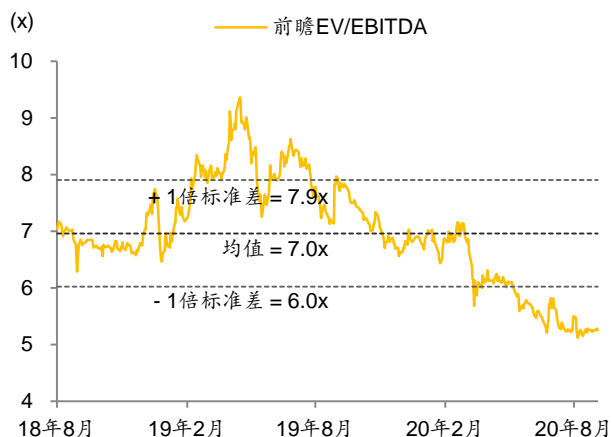
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图 2: 中国铁塔每股股利和每股收益趋势



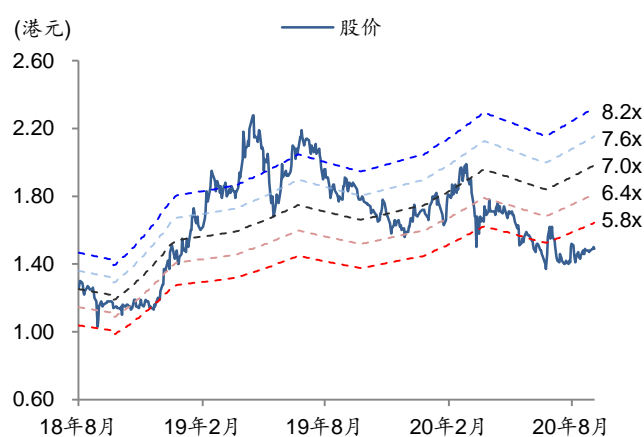
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图 3: 中国铁塔前瞻 EV/EBITDA



资料来源: 彭博、招商证券 (香港); 截至2020年9月10日

图 4: 中国铁塔前瞻 EV/EBITDA 通道



资料来源: 彭博、招商证券 (香港); 截至2020年9月10日

图 5: 估值比较

公司	股票代码	交易货币	股价	市值 (十亿美元)	市盈率 (x)		市净率 (x)		EV/EBITDA (x)		权益收益率		股息收益率		净杠杆率
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	
电信基础设施															
中国铁塔	788 HK	港元	1.49	33.8	34.2	25.7	1.3	1.2	5.3	4.8	4%	5%	1.6%	2.1%	49%
美国电塔	AMT US	美元	252.42	112.0	61.2	51.3	31.7	69.0	27.7	25.8	36%	80%	1.8%	2.1%	449%
冠城国际	CCI US	美元	161.29	67.7	68.1	57.2	7.2	8.1	25.5	23.7	8%	13%	3.0%	3.2%	226%
SBA 通信	SBAC US	美元	313.36	35.1	n.m.	n.m.	n.a.	n.a.	32.0	29.7	-1%	-7%	0.6%	0.7%	n.a.
巴蒂电信	BHIN IN	美元	202.30	5.1	12.1	11.6	2.7	2.7	5.1	5.0	23%	24%	7.5%	7.5%	5%
中国通信服务	552 HK	港元	5.03	4.5	9.8	8.6	0.9	0.8	2.5	2.2	9%	9%	3.6%	4.0%	-63%
均值					37.1	30.9	8.7	16.4	16.4	15.2	13%	21%	3.0%	3.3%	133%
电信运营商															
中国移动	941 HK	港元	53.15	140.4	9.1	8.6	0.9	0.8	1.8	1.7	10%	10%	6.1%	6.4%	-38%
中国联通	762 HK	港元	5.39	21.3	11.6	10.6	0.5	0.4	1.4	1.4	4%	4%	3.5%	3.8%	0%
中国电信	728 HK	港元	2.53	26.4	8.2	8.2	0.5	0.5	2.0	1.9	6%	6%	5.7%	5.7%	24%
均值					9.6	9.1	0.6	0.6	1.7	1.6	7%	7%	5.1%	5.3%	-5%

注: 招商证券 (香港) 评级股票包括: 中国铁塔 (788 HK, 买入, 目标价: 1.9港元)、中国移动 (941 HK, 买入, 目标价: 70港元)、中国联通 (762 HK, 买入, 目标价: 7.0港元)、中国电信 (728 HK, 买入, 目标价: 3.8港元)

其他股票未评级, 预测基于彭博一致预测

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测; 股价截至2020年9月10日

中国铁塔盈利预测表

图 6: 中国铁塔盈利预测

(人民币百万元)	1H17	2H17	1H18	2H18	1H19	2H19	1H20	2H20E	1H21E	2H21E	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	33,272	35,393	35,335	36,484	37,980	38,448	39,794	41,812	42,254	46,227	68,665	71,819	76,428	81,606	88,480	95,530
同比增长率	0%	0%	6%	3%	7%	5%	5%	9%	6%	11%	23%	4.6%	6.4%	6.8%	8.4%	8.0%
EBITDA	19,907	20,450	20,907	20,866	27,815	28,881	29,100	31,276	31,479	34,670	40,357	41,773	56,696	60,376	66,149	71,989
EBITDA 利润率	59.8%	57.8%	59.2%	57.2%	73.2%	75.1%	73.1%	74.8%	74.5%	75.0%	58.8%	58.2%	74.2%	74.0%	74.8%	75.4%
折旧和摊销	(15,799)	(16,843)	(16,147)	(16,545)	(22,189)	(23,226)	(23,259)	(24,168)	(24,296)	(25,887)	(32,642)	(32,692)	(45,415)	(47,427)	(50,183)	(53,223)
占收入百分比	47.5%	47.6%	45.7%	45.3%	58.4%	60.4%	58.4%	57.8%	57.5%	56.0%	47.5%	45.5%	59.4%	58.1%	56.7%	55.7%
非折旧摊销费用	(13,365)	(14,943)	(14,428)	(15,618)	(10,165)	(9,567)	(10,694)	(10,537)	(10,775)	(11,557)	(28,308)	(30,046)	(19,732)	(21,231)	(22,331)	(23,541)
营业利润 (EBIT)	4,108	3,607	4,760	4,321	5,626	5,655	5,841	7,108	7,183	8,783	7,715	9,081	11,281	12,949	15,966	18,766
非经营性损益	(2,500)	(2,530)	(3,175)	(2,431)	(2,292)	(2,152)	(1,944)	(1,936)	(1,959)	(1,932)	(5,030)	(5,606)	(4,444)	(3,880)	(3,891)	(3,888)
税前利润	1,608	1,077	1,585	1,890	3,334	3,503	3,897	5,172	5,224	6,851	2,685	3,475	6,837	9,069	12,075	14,877
所得税	(488)	(254)	(375)	(450)	(786)	(830)	(920)	(1,241)	(1,254)	(1,644)	(742)	(825)	(1,616)	(2,161)	(2,898)	(3,571)
净利润 (除去少数股东)	1,120	823	1,210	1,440	2,548	2,674	2,978	3,931	3,970	5,207	1,943	2,650	5,222	6,909	9,177	11,307
同比增长率	n.a.	n.a.	8%	75%	111%	86%	17%	47%	33%	32%	2457%	36%	97%	32%	33%	23%
稀释每股收益 (人民币元)	0.87	0.64	0.94	0.97	1.45	1.52	1.70	2.24	2.26	2.96	1.50	1.78	2.97	3.93	5.22	6.44
自由现金流 (FCF)	(3,054)	(5,847)	9,068	10,006	11,892	10,920	12,781	6,556	5,595	20,679	(8,901)	19,074	22,812	19,337	26,274	25,376
利润率																
EBITDA 利润率	59.8%	57.8%	59.2%	57.2%	73.2%	75.1%	73.1%	74.8%	74.5%	75.0%	58.8%	58.2%	74.2%	74.0%	74.8%	75.4%
营业利润率 (EBIT 利润率)	12.3%	10.2%	13.5%	11.8%	14.8%	14.7%	14.7%	17.0%	17.0%	19.0%	11.2%	12.6%	14.8%	15.9%	18.0%	19.6%
营业费用率	47.5%	47.6%	45.7%	45.3%	58.4%	60.4%	58.4%	57.8%	57.5%	56.0%	47.5%	45.5%	59.4%	58.1%	56.7%	55.7%
税前利润率	4.8%	3.0%	4.5%	5.2%	8.8%	9.1%	9.8%	12.4%	12.4%	14.8%	3.9%	4.8%	8.9%	11.1%	13.6%	15.6%
净利润率	3.4%	2.3%	3.4%	3.9%	6.7%	7.0%	7.5%	9.4%	9.4%	11.3%	2.8%	3.7%	6.8%	8.5%	10.4%	11.8%
收入构成																
塔类业务	99%	97%	96%	95%	94%	93%	91%	90%	89%	86%	98%	96%	93%	91%	88%	84%
室分业务 (DAS)	1%	2%	2%	3%	3%	4%	4%	4%	5%	6%	2%	3%	3%	4%	6%	7%
跨行业 (TSSAI) 及能源业务	0%	0%	1%	2%	2%	3%	4%	5%	5%	7%	0%	2%	3%	5%	6%	8%
其他	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
收入同比增长率																
塔类业务			4%	1%	5%	3%	2%	5%	3%	6%	21%	2.3%	4.1%	3.5%	4.9%	4.1%
室分业务 (DAS)			94%	16%	52%	41%	37%	33%	30%	50%	205%	42%	46%	35%	40%	37%
跨行业 (TSSAI) 及能源业务			1600%	477%	125%	46%	87%	81%	43%	49%	789%	623%	70%	84%	46%	35%
其他			711%	-8%	3%	94%	65%	-15%	15%	15%	2440%	43%	57%	6%	15%	12%
运营数据																
站址数量 (千个)	1,803	1,872	1,898	1,948	1,954	1,994	2,015	2,055	2,085	2,120	1,872	1,948	1,994	2,055	2,120	2,190
租户数量 (千个)	2,553	2,687	2,785	3,009	3,082	3,239	3,313	3,446	3,554	3,726	2,687	3,009	3,239	3,446	3,726	4,031
租用比率	1.41	1.43	1.47	1.55	1.58	1.62	1.64	1.68	1.70	1.76	1.43	1.55	1.62	1.68	1.76	1.84

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测; 注: EBITDA、折旧和摊销自2019起反映 IFRS 16影响

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	31,799	40,995	53,634	69,452	85,622
现金及现金等价物	4,836	6,223	8,195	20,548	30,921
短期投资	0	0	0	0	0
应收款项	13,534	20,894	30,529	32,498	35,551
存货	0	0	0	0	0
其他应收款	5,624	5,364	5,753	6,148	6,877
预付款和其他流动资产	7,805	8,514	9,157	10,258	12,274
非流动资产	283,565	297,072	283,959	274,800	264,583
固定资产 - 净额	249,055	239,925	226,715	217,533	207,310
在建工程	12,193	12,263	13,294	13,551	13,616
使用权资产	13,216	36,140	35,572	35,430	35,395
递延所得税资产	706	1,199	1,363	1,404	1,414
其他非流动资产	8,395	7,545	7,015	6,883	6,849
资产总计	315,364	338,067	337,593	344,252	350,206
流动负债	114,759	128,364	119,554	120,856	120,480
短期借款	79,946	87,019	76,893	76,893	76,893
递延应付对价款	382	0	0	0	0
应付账款	30,591	29,313	30,017	31,165	30,751
应计费用	3,263	11,633	12,217	12,362	12,399
其他流动负债	577	399	428	435	437
非流动负债	20,103	27,142	31,165	31,076	31,054
长期借款	19,064	8,480	12,856	12,856	12,856
租赁负债	0	17,862	17,566	17,492	17,474
其它长期负债	1,039	800	743	728	725
负债合计	134,862	155,506	150,719	151,932	151,534
普通股	176,008	176,008	176,008	176,008	176,008
总储备	4,494	6,551	10,865	16,311	22,662
资本调整	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	2	1	1	1
负债及权益合计	315,364	338,067	337,593	344,252	350,206

现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	45,540	49,935	47,337	57,274	58,376
税前盈利	3,475	6,837	9,069	12,075	14,877
折旧和摊销	32,692	45,415	47,427	50,183	53,223
营运资本变动	2,987	(6,461)	(8,040)	(597)	(3,411)
其他	6,386	4,144	(1,119)	(4,387)	(6,313)
投资活动现金流	(32,923)	(28,136)	(36,031)	(41,258)	(43,064)
资本支出	(26,466)	(27,123)	(28,000)	(31,000)	(33,000)
其他投资	(6,457)	(1,013)	(8,031)	(10,258)	(10,064)
筹资活动现金流	(15,634)	(20,412)	(9,335)	(3,663)	(4,939)
已付股利	0	(396)	(2,556)	(3,731)	(4,956)
已发行新股 (已注销)	50,441	(743)	0	0	0
已发债 (已偿还)	(66,075)	(20,932)	0	0	0
其他	0	1,659	(6,779)	68	17
现金净流量	(3,016)	1,387	1,972	12,353	10,373

资料来源: 公司报表、招商证券 (香港) 预测

注: EBITDA、折旧和摊销自 2019 起反映 IFRS 16 影响

利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	71,819	76,428	81,606	88,480	95,530
土地租金	(12,196)	(639)	(957)	(1,020)	(1,055)
维修费用	(6,165)	(5,993)	(6,179)	(6,563)	(7,088)
职工薪酬	(4,917)	(5,863)	(7,023)	(7,183)	(7,438)
其他费折旧摊销费用	(6,768)	(7,237)	(7,072)	(7,566)	(7,960)
EBITDA	41,773	56,696	60,376	66,149	71,989
折旧和摊销	(32,692)	(45,415)	(47,427)	(50,183)	(53,223)
营业利润 (EBIT)	9,081	11,281	12,949	15,966	18,766
净利息	(5,759)	(4,598)	(4,120)	(4,116)	(4,113)
其他非经营性损益	153	154	240	225	225
税前利润	3,475	6,837	9,069	12,075	14,877
所得税	(825)	(1,616)	(2,161)	(2,898)	(3,571)
净利润	2,650	5,221	6,908	9,177	11,307
少数股东损益	0	1	1	0	0
净利润 (除去少数股东)	2,650	5,222	6,909	9,177	11,307
稀释每股收益 (人民币分)	1.78	2.97	3.93	5.22	6.44

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
同比增长率					
营业收入	4.6%	6.4%	6.8%	8.4%	8.0%
EBITDA	3.5%	35.7%	6.5%	9.6%	8.8%
净利润	36.4%	97.1%	32.3%	32.8%	23.2%
盈利能力					
EBITDA 率	58.2%	74.2%	74.0%	74.8%	75.4%
营业利润率	12.6%	14.8%	15.9%	18.0%	19.6%
净利率	3.7%	6.8%	8.5%	10.4%	11.8%
ROE	1.7%	2.9%	3.7%	4.8%	5.8%
偿债能力					
负债权益比	55.1%	52.3%	48.0%	46.7%	45.2%
净负债权益比	52.4%	48.9%	43.6%	36.0%	29.6%
流动比率	0.3	0.3	0.4	0.6	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.6	0.7
运营能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
固定资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	5.9	4.4	3.2	2.8	2.8
应付账款周转率	1.0	0.7	0.7	0.7	0.8
每股比率 (人民币元)					
每股收益 (人民币分)	1.78	2.97	3.93	5.22	6.44
每股净现金	(0.64)	(0.51)	(0.46)	(0.39)	(0.33)
每股自由现金流	0.13	0.13	0.11	0.15	0.14
每股 EBITDA	0.28	0.32	0.34	0.38	0.41
估值比率					
市盈率	69.9	51.0	34.2	25.7	20.9
市净率	1.0	1.5	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	6.6	6.2	5.3	4.8	4.4

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828