

汉能太阳能

非交易路演总结

我们近日为汉能太阳能管理层安排了非交易路演，期间管理层就最近的下游业务发展及铜铟镓砷薄膜技术的战略发展与我们进行交流。按彭博资讯上的市场盈利预测计算，汉能太阳能2014年市盈率为18倍，与同业平均18.3倍相若。路演内容重点总结如下。

公司正拓展下游业务。 管理层在会上强调下游需求已成为公司增长的主要动力。我们预期公司拓展大规模薄膜发电项目及应用产品业务将增加市场份额及带来稳定收入，具体包括：

1) 扩大国内版图。 除分别在青海及新疆有一个100兆瓦及一个20兆瓦太阳能电站项目外，汉能太阳能于今年上半年公布增添河南50兆瓦地面太阳能电站项目。截至2014年上半年底，公司拥有约21个项目，其中9个在建中，8个为国内并网项目。

2) 拓展欧洲太阳能零售市场。 汉能太阳能与英国宜家达成为期两年合作协议(可延长至5年)，可在宜家英国店面使用“汉能”之品牌名进行产品展示推广。管理层在会上表示自2014年第三季度起，光伏系统在18家英国宜家店出售，占据英国太阳能市场份额的13.5%。公司预期每周销售100-120套。我们预期这业务将扩展至其他欧洲国家，每年项目规模有望达到650兆瓦。

3) 与国际知名汽车生产商合作。 公司也扩大业务版图至汽车行业，今年4月以来公布与特斯拉、FIA电动方程式大赛等国际汽车业巨头合作。汉能的太阳能板把太阳能转化为清洁能源，汽车充电效率最高。随着中国更多地使用电动车，我们预期提供清洁能源的超级光伏充电站将迎来强大需求。

4) 拓展个人及家庭应用。 由于薄膜具有柔软特性，公司也生产不同的个人及家庭应用产品，如灯、露营灯、电池充电器及可携式产品。虽然用于个人及家庭应用的薄膜太阳能技术仅占公司收入小部份，但我们预期会较传统太阳能产品有更大的市场发展空间。

虽然仍未明朗，但预期铜铟镓砷薄膜技术将推动未来增长。 预期铜铟镓砷薄膜技术至2020年光伏市场份额将上升至30%。这技术拥有较其他技术优秀的表现：能源转换效率较高(21%)、对局部遮荫的容忍度高及成本较低(每瓦0.35-0.48美元)。汉能透过收购德国Solibro、美国MiaSole及Global Solar Energy的知识产权拥有全球领先的铜铟镓砷薄膜技术，借此在河北省曹妃甸建立中国第一座大规模铜铟镓砷薄膜生产线，总产能达600兆瓦，未来计划产能总计可望达到3吉瓦。管理层在会上重申建设工程将于今年年底前完成。我们认为曹妃甸项目是使用铜铟镓砷薄膜技术以降低成本及改善产品绩效、提高规模效益的好开始，但由于这是中国第一座大规模铜铟镓砷薄膜生产线，在技术转移及本地化方面仍存在不确定性。

估值。 按彭博资讯上的市场盈利预测计算，汉能太阳能2014年市盈率为18倍，与同业平均18.3倍相若。我们喜见公司积极拓展下游业务，相信汉能可成为在光伏太阳能领域的核心铜铟镓砷薄膜技术先锋。不过铜铟镓砷薄膜生产线能否准时交付仍有待观察，同时我们也对近期汉能估值被期权行使而推高感到担忧。

左邻源

(852) 2683 3232

Vivian.Zuo@icbci.icbc.com.cn

行业 能源

重点数据

股份代号	566.HK
现价 (9月22日)	1.44 港元
52周高位	1.49 港元
52周低位	0.65 港元
市值 (亿港元)	599.3
市值 (亿美元)	77.8
已发行股数 (亿)	416.2
3个月平均成交 (百万港元)	178.63

股权结构

Hanergy Investment Limited	38.61%
Hanergy Holdings	23.83%
Hanergy Option Limited	7.76%
GL Wind Farm Investment Limited	0.24%
自由流通股	29.56%

股价表现



	1个月	3个月	6个月
566.HK	19.0	22.0	6.5
恒生指数	(5.1)	4.2	9.1

估值(百万港元)

截至12月底年度	11实际	12实际	13实际	14预计	15预计
营业额	2,565	2,757	3,274	4,737	9,875
净利润	719	1,316	2,069	2,411	2,890
每股盈利(港元)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
每股盈利变动(%)	(76.2)	66.1	(5.1)	(14.0)	(12.5)
市盈率(倍)	4.8	3.6	13.6	18.0	20.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(倍)	3.2	2.6	9.0	19.8	15.7
市净率(倍)	0.4	0.4	2.4	3.3	2.9
分红率(%)	-	-	1.9	0.7	0.7
股本回报率(%)	7.7	11.9	15.1	14.1	14.5
股本净债比(%)	4.2	0.7	(2.1)	(15.6)	na

12个月预计市盈率



资料来源：港交所、彭博、公司、万得

公司背景

汉能薄膜发电集团薄膜发电致力于成为整线生产线的领先供应商，集团主要从事 (i) 制造硅基薄膜发电组件制造用设备及整线生产线；(ii) 铜铟镓硒（「CIGS」）薄膜发电整线生产线技术开发及生产；(iii) 建造薄膜发电地面电站和屋顶电站以供销售；及(iv) 薄膜发电应用产品的开发。集团于 2013 年 9 月收购了全球薄膜发电领导企业 Solibro 及 MiaSolé，现正积极寻求下游太阳能项目(太阳能发电场)的投资机会及进入全球光伏发电市场。

管理层

<p>李河君先生 (46 岁) 主席</p>	<p>李先生于策略管理及业务发展方面拥有多年经验。李先生曾就读北京交通大学，为汉能控股集团有限公司(“汉能控股”)之创办人、主席兼首席执行官。汉能控股为公司之控股股东。</p>
<p>Frank Mingfang Dai 先生(50 岁) 副主席兼首行政总裁</p>	<p>DAI 先生为汉能控股集团有限公司(“汉能控股”)之常务副总裁。DAI 先生于资产重组、兼并收购、国际融资及光伏业务开发方面拥有丰富经验。DAI 先生在加入汉能控股集团有限公司之前曾在中华人民共和国、香港及美国等地多年从事企业管理及市场开发等工作。</p>
<p>林一鸣博士(45 岁) 财务董事兼高级副总裁</p>	<p>林博士于银行及金融方面拥有多年经验。林博士为上海交通大学财务工程博士后，持有香港中文大学金融学哲学博士学位。林博士亦为特许财务分析师、认可财务策划师，以及财务会计师公会资深会员。林博士曾任职于多间金融机构，包括中信证券国际、中信银行国际、BCT 银联集团、香港按揭证券公司和渣打银行等。</p>

业务概览

上游业务：设备制造及整线解决方案

产品：

在集团装备制造和技术研发业务方面，集团专注于设计和制造囊括了硅基和 CIGS 薄膜技术的大规模薄膜发电整线生产线。

技术：

等离子增强化学气相沉积 (PECVD)、物理气相沉积 (PVD) 装置。

从世界领先的海外公司收购而得的基于共蒸发技术和溅射技术的 CIGS 设备。

项目案例：

曹妃甸项目 - 在中国河北省唐山市建立共计 600MW 的 CIGS 薄膜整线生产线。集团将交付两条整线生产线及提供相关服务：一条产能为 300MW，将采用 Solibro 的 CIGS 共蒸发技术；另一条产能亦为 300MW，将采用 MiaSolé 先进的 CIGS 溅射技术。这是目前为止中国组建的首条大规模 CIGS 整线生产线。

整线生产线



资料来源：公司

下游业务：薄膜发电项目及应用产品

产品：

集团薄膜发电项目和应用产品方面，可划分为五个不同种类的薄膜发电项目及应用：即 BIPV、户用发电、柔性屋顶、汽车应用及创新应用。

业务模式：

薄膜发电项目将采取以下三种业务模式之一运行：工程、采购和建设（EPC），建造与移交（BT）及建造和运作（BO）。

项目案例：

青海项目 - 项目规模 100MW，是中国最大的薄膜地面电站，年发电量约 1.56 亿千瓦时，预计上网电价人民币 1.0 元/千瓦时。

与英国宜家家居达成为期两年的合作协议，其间可在所有宜家英国店面的 IKEA FAMILY 展区展示及推销以「汉能」品牌命名的薄膜发电设备。作为一站式薄膜发电服务提供商，集团将向英国客户提供全套服务，包括设计、安装、销售、融资、以及后期维护服务。

全球业务版图



资料来源：公司

与宜家家居合作



资料来源：公司

先进的铜钢镓硒技术

集团在 2013 年收购了若干世界领先的 CIGS 薄膜发电技术，分别为 Solibro（基于玻璃衬底的共蒸发技术），MiaSolé（溅射技术）以及 Global Solar Energy（基于柔性衬底的共蒸发技术）。这一战略举措在于：无论在转换效率还是生产成本，CIGS 薄膜技术均已可与晶硅媲美；且与晶硅相比，拥有诸多特性，如柔性衬底，更美观和更高的热表现等，使用效益远多于多晶硅。

CIGS 薄膜制造技术

共蒸发技术：共蒸发技术，为 CIGS 实验室制造技术中的主流，亦为整个业内制造 CIGS 薄膜的重要方法。是一项依次将铜，钢，镓和硒应用为光的吸收体，在共蒸发室内完成的涂膜过程。

溅射法：汉能的薄膜技术是基于轴对轴平台，其中所有由 CIGS 太阳能电池构成的薄膜层，均在单台物理气相沉积（PVD）流程系统中依次溅射沉积至单块玻璃的柔性不锈钢衬底之上，之后实现电池构成自动化以及进行 100%线上测试以此构成的柔性电池制造，碳排放小、资本支出低；具有高生产率和低成本。生产的柔性电池用于玻璃和轻质柔性组件生产线、消费者产品及其它不同的运用。

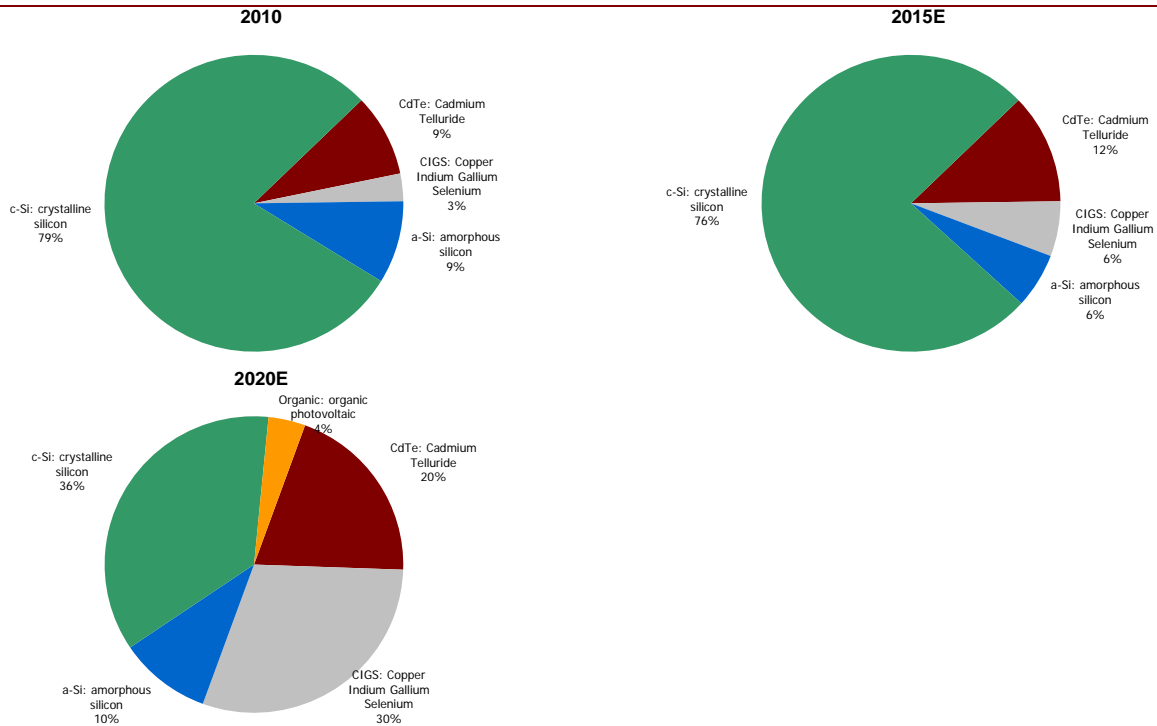
整合电池互联：一种通过使用已刻金属导体与聚合膜层压于光伏涂层铝箔之上，令光伏电池串联的新方式，可完全实现轴对轴生产，简化元件生产和电池连接过程，从而提升发电能力。

CIGS 薄膜技术表现优秀

		晶硅 ("c-Si")		薄膜 ("TF")		铜铟镓硒 ("CIGS")
		单晶硅	多晶硅	非晶硅 ("a-Si") 及微晶硅 ("nc-Si")	碲化镉 ("CdTe")	
环保性	能源回收期 ⁽¹⁾	1-2年		1-1.5年		1-1.5年
	副产物/毒性的影响	酸		无	镉	无
	主要原材料	单晶	多晶	硅	碲	铜
性能	电池效率纪录(实验室)	27.6%	20.4%	13.4%	20.4%	21%
	组件效率(组架)	13-19%	12-16%	9-12% ⁽²⁾	12-15%	12-16%
	能源产出率	中高		高		高
	组件于高温下的相对性能	低		高	中	中高
	对局部遮荫的容忍度	低		中		高
	使用柔性组件的能力	有限		高		高
商业生产	透明化能力	有限		高		高
	生产成本	高	中低	低		中低
	技术成熟期	> 30年		> 10年	> 8年	> 5年

资料来源: 公司

CIGS 技术的市场份额持续增加



资料来源: 公司、工银国际估计

柔性 CIGS 的下游应用



资料来源：公司

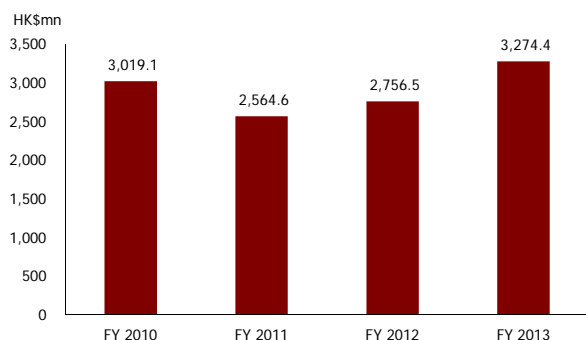
新增项目

年度	位置	类型	合作方	规模	年发电量 (千瓦时)	年期	备注
2013	青海	地面电站	---	100MW	155,610,000	---	将成为全中国最大之太阳能薄膜地面电站之一
	新疆	地面电站	---	20MW	27,330,000	---	集团第二个位于中国的地面电站项目
	美国	地面电站	---	19MW	---	合约年期不低于 20 年	应用薄膜铜铟镓硒（「CIGS」）太阳能组件
2014	加纳	地面电站	---	400MW	---	不低于 25 年的电力采购协议	全球最大的薄膜太阳能发电项目之一
	河南	地面电站	---	50MW	58,370,000	25 年	继青海及新疆项目后，第三个于中国地面电站项目
	广东佛山	分布式项目	一汽大众	10MW	12,160,000	合作期为 25 年	一汽大众优先使用该项目所生产之发电量，广东汉能收取电费和政府补贴
	广东增城	分布式项目	广州本田	17MW	20,670,000	合作期为 25 年	广汽本田优先使用该项目所生产之发电量，广东汉能收取电费和政府补贴

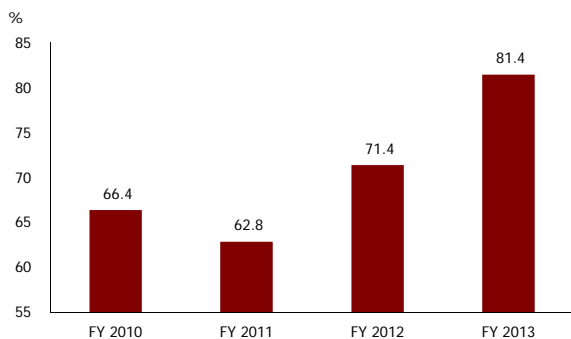
资料来源：公司

财务资料

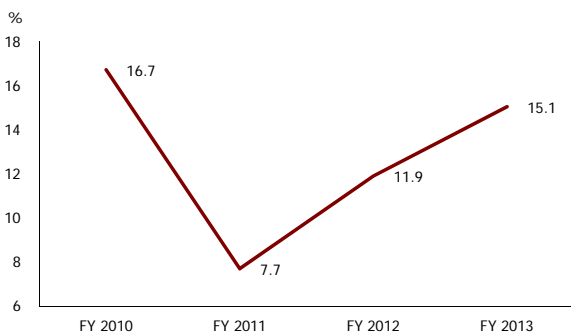
收入



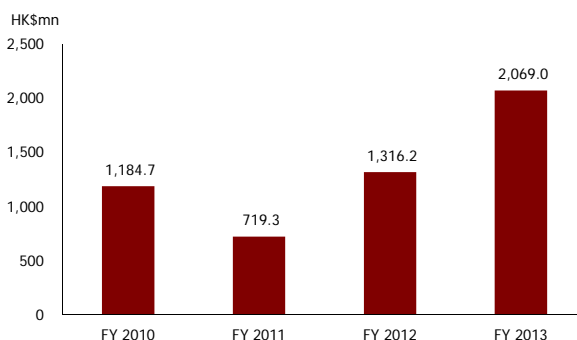
毛利率



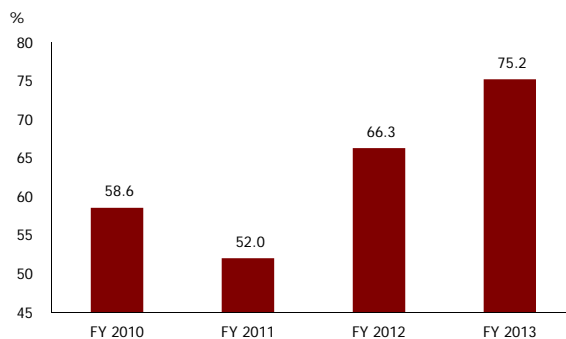
股本回报率



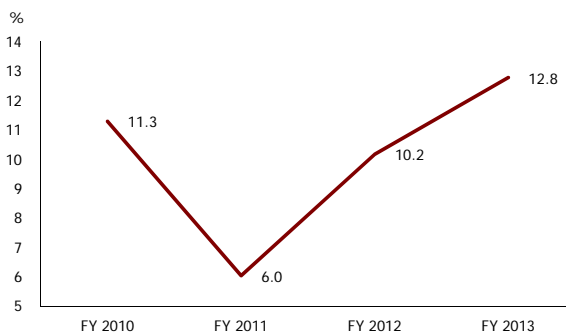
净利润



息税折扣摊销前利润率



资产回报率



资料来源: 彭博

2014 年中期业绩

截至 12 月 31 日止年度 (百万港元)	2014 上半年	2013 上半年	同比变动
收入	3,204.8	2,097.9	52.8%
销售成本	(463.5)	(419.4)	10.5%
毛利	2,741.3	1,678.5	63.3%
其他收入及收益	43.2	63.6	-32.1%
分销费用	(12.0)	(2.7)	339.0%
行政费用	(372.8)	(58.8)	534.1%
研发成本	(238.0)	(81.5)	191.8%
可供出售投资减值	(23.6)	—	—
财务费用	(2.5)	(31.6)	-92.0%
税前利润	2,135.7	1,567.5	36.2%
所得税支出	(406.6)	(125.2)	224.7%
期间利润	1,729.1	1,442.3	19.9%
应占期间利润:			
母公司拥有人	1,729.1	1,442.3	19.9%
非控股权益	—	—	—

资料来源: 公司

同业比较

公司名称	股份代号	9月23日		每股盈利变动		市盈率(倍)		市净率(倍)		分红率(%)		股本		经营		
		收市价	最近	(%)		1年	2年	1年	2年	1年	2年	1年	2年	净负债率	利润率	净利润率
		港元	年结	1年	2年	1年	2年	1年	2年	1年	2年	1年	2年	13实际	13实际	13实际
汉能太阳能	566.HK	1.44	12/2013	(14.0)	(12.5)	18.0	20.6	3.3	2.9	0.7	0.7	14.1	14.5	(2.1)	71.4	63.2
兴业太阳能	750.HK	14.46	12/2013	32.8	26.3	11.5	9.1	2.4	2.0	0.9	1.0	23.0	23.9	25.2	17.1	11.8
保利协鑫	3800.HK	2.99	12/2013	na	45.9	20.5	14.0	2.5	2.2	0.5	0.8	12.7	15.9	246.8	6.9	(2.6)
华能新能源	958.HK	2.63	12/2013	29.2	37.3	15.5	11.3	1.3	1.1	1.3	1.7	8.3	10.7	209.2	50.8	15.3
大唐新能源	1798.HK	1.09	12/2013	1.5	87.9	26.2	13.9	0.7	0.6	0.6	1.5	2.3	4.1	413.3	44.0	4.2
中国电力新能源	735.HK	0.54	12/2013	22.7	66.7	15.8	9.5	na	na	na	na	4.3	6.5	84.7	29.6	11.8
平均数		14.46	12/2013	32.8	26.3	11.5	9.1	2.4	2.0	0.9	1.0	23.0	23.9	25.2	17.1	11.8
中位数				12.4	37.0	18.3	13.8	2.0	1.8	0.8	1.2	12.1	13.8	178.5	38.0	18.4

资料来源: 彭博

收益表

截至12月31日止年度(百万港元)	2009	2010	2011	2012	2013
营业额	717.4	3,019.1	2,564.6	2,756.5	3,274.4
收入成本	569.1	1,015.6	952.9	789.5	608.8
毛利	148.3	2,003.5	1,611.8	1,967.0	2,665.6
其他经营收入	3.6	86.5	0.8	3.0	84.7
经营开支	159.0	447.6	413.4	236.5	412.4
贸易利润(亏损)	(7.0)	1,642.4	1,199.1	1,733.4	2,338.0
利息开支	22.4	222.8	78.7	60.2	56.1
汇兑损失(收益)	0.8	(2.5)	4.4	(0.3)	(35.0)
非营业损失(收益) 净额	82.1	(74.7)	147.7	7.4	(11.5)
税前收入	(112.4)	1,496.8	968.3	1,666.2	2,328.3
所得税费	14.5	346.5	243.8	350.0	259.3
除特殊项目前收入	(126.9)	1,150.3	724.5	1,316.2	2,069.0
除税后特殊损失	-	(40.7)	1.5	-	-
非控制性权益	(2.4)	6.3	3.6	-	-
净利润	(124.5)	1,184.7	719.3	1,316.2	2,069.0
优先股现金红利	-	-	-	-	-
普通股股东应占净利润	(124.5)	1,184.7	719.3	1,316.2	2,069.0

资料来源: 公司

资产负债表

截至12月31日止年度(百万港元)	2009	2010	2011	2012	2013
资产					
现金及现金等价物	153.6	890.9	284.8	708.0	1,339.4
短期投资	3.8	-	5.3	4.5	11.7
应收账款及票据	138.0	136.3	0.5	0.6	2,303.7
存货	159.4	1,602.5	3,171.0	4,155.1	3,486.7
其他流动资产	90.7	410.6	166.2	160.3	2,055.7
流动资产合计	545.6	3,040.3	3,627.9	5,028.5	9,197.3
长期投资和长期应收账款	30.0	-	-	85.8	85.8
固定资产净额	139.4	165.0	119.4	133.8	209.9
固定资产毛额	554.0	579.8	198.7	249.3	355.9
累计折旧	414.7	414.8	79.3	115.4	146.0
其他长期资产	8,571.8	8,497.2	8,373.0	8,513.1	9,127.7
长期资产合计	8,741.1	8,662.2	8,492.4	8,732.7	9,423.5
总资产	9,286.7	11,702.5	12,120.3	13,761.2	18,620.7
负债及股东权益					
应付账款	35.3	130.2	169.6	214.1	608.5
短期借贷	0.7	97.6	-	789.6	1,025.2
其他短期负债	280.4	848.7	632.5	794.6	890.3
流动负债合计	316.4	1,076.5	802.1	1,798.2	2,524.0
长期借贷	2,802.9	2,072.4	729.4	-	-
其他长期负债	120.1	147.8	197.2	250.9	324.5
长期负债合计	2,922.9	2,220.1	926.5	250.9	324.5
总负债	3,239.4	3,296.6	1,728.6	2,049.1	2,848.5
优先股本合计	-	-	-	-	-
非控制性权益	179.0	107.9	-	-	-
股本和额外缴入股本	1,643.3	3,911.0	7,141.5	7,141.5	9,034.6
保留盈利和其他权益	4,225.0	4,387.0	3,250.1	4,570.6	6,737.6
股东权益合计	6,047.3	8,405.9	10,391.7	11,712.1	15,772.2
总负债及总权益	9,286.7	11,702.5	12,120.3	13,761.2	18,620.7

资料来源: 公司

现金流量表

截至12月31日止年度(百万港元)	2009	2010	2011	2012	2013
来自经营活动现金					
净收入	(124.5)	1,184.7	719.3	1,316.2	2,069.0
折旧和摊销	215.1	125.7	134.6	93.6	125.1
其他非现金调整	148.5	611.4	407.2	135.1	188.4
非现金资本变动	(175.7)	(948.9)	(1,821.9)	(786.8)	(2,968.2)
来自经营活动现金	63.4	972.9	(560.8)	758.1	(585.8)
来自投资活动现金					
出售固定资产	1.1	3.4	0.0	0.3	-
资本性支出	(42.6)	(95.3)	(93.4)	(35.5)	(91.7)
投资增加	-	-	-	(85.8)	-
投资减少	-	-	-	-	-
其他投资活动	100.3	9.4	183.9	(216.1)	(566.6)
来自投资活动现金	58.9	(82.6)	90.5	(337.0)	(658.3)
来自融资活动现金					
已付红利	-	-	-	-	(48.5)
短期借贷变动	--	--	--	--	--
长期借贷增加	-	-	-	-	-
长期借贷减少	-	-	-	-	-
资本股增加	62.0	58.8	27.7	-	1,889.6
资本股减少	(82.0)	(172.7)	(200.6)	-	-
其他融资活动	(0.4)	(39.1)	37.1	2.0	34.5
来自融资活动现金	(20.4)	(153.0)	(135.8)	2.0	1,875.6
现金净变动	101.9	737.2	(606.1)	423.1	631.5

资料来源: 公司、工银国际估计

财务指标

截至12月31日止年度	2009	2010	2011	2012	2013
回报率 (%)					
普通股权益回报	(4.0)	16.7	7.7	11.9	15.1
资产回报	(2.6)	11.3	6.0	10.2	12.8
资本回报	--	14.0	7.2	11.5	14.5
投资回报	--	12.6	9.6	11.2	13.7
利润率 (%)					
毛利率	20.7	66.4	62.8	71.4	81.4
息税折旧摊销前利润率	29.0	58.6	52.0	66.3	75.2
经营利润率	(1.0)	54.4	46.8	62.9	71.4
销售增加/收入增加	19.5	71.7	(97.5)	278.5	116.7
税前利润率	(15.7)	49.6	37.8	60.4	71.1
除特殊利润前收入	(17.7)	38.1	28.2	47.7	63.2
净利润率	(17.4)	39.2	28.0	47.7	63.2
净利润/主营业务收入	(17.4)	39.2	28.0	47.7	63.2
其他					
实际税率	--	23.1	25.2	21.0	11.1
分红率	--	-	-	-	20.7
可持续增长率	-	16.7	7.7	11.9	11.9

资料来源: 公司、工银国际估计

销售部

电话: (852) 2683 3888

传真: (852) 2683 3881

研究部

电话: (852) 2683 3888

传真: (852) 2683 3222

重要披露

工银国际证券研究有限公司的股票评级

买入	: 股价在未来 12 个月具有超过 15% 上升空间
持有	: 股价在未来 12 个月具有+15%至-15%回报潜力
沽出	: 股价在未来 12 个月会有超过 15% 下跌空间
投机性买入	: 股价在未来 3 个月具有超过 20% 上升空间, 股价波动性较大
投机性沽出	: 股价在未来 3 个月具有超过 20% 下跌空间, 股价波动性较大

工银国际是中国工商银行的全资子公司

如有需要, 可向工银国际索取进一步资料。

本报告所载的意见纯粹是分析员对有关证券或发行人的个人看法; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的特别建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

工银国际证券研究有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号中国工商银行大厦 37 楼 电话: (852) 2683 3888 传真: (852) 2683 3900

一般披露

仅分发给香港的专业投资者和在中国发布

本文件仅发送给 阁下供参考, 不得翻印或分发给其它人士。

本文件所载资料由工银国际证券研究有限公司及其关联方 (统称“工银国际”) 编制和发表, 而且是仅给收件人的保密资料。本文件旨在为工银国际、其客户或准客户、中国工商银行 (“工行”)、工行子公司和分支机构而刊发。若未获工银国际的书面同意, 不得翻印、分发或传达本文件 (无论整份或部份) 给其它人士。若获工银国际准许转发, 收件人须在转发前需求独立的法律意见, 以确定该转发符合当地适用法规的要求。

本文件 (i) 供 阁下作个人参考之用, 我们并非以此作任何招揽; (ii) 若要约发行在任何司法管辖区为违法, 本文件不应诠释为出售证券的要约或招揽购买证券的要约; (iii) 本文件的资料可能基于来自我们认为可靠的第三方来源但并未获工银国际独立核实。本文件仅提供一般参考资料, 并非为提供个人投资建议, 也没有考虑个别人士的具体投资目的、财务状况和特定需要。

本文件可能含有来自第三方的资料, 包括信贷评级机构的评级; 除非事先获第三方的书面许可, 不得以任何形式分发该第三方材料。第三方材料供应者不保证任何资料 (包括评级) 的准确性、完整性、时间性或是否可以使用, 工银国际和第三方材料供应者无论什么原因也不会就误差或遗漏 (无论是不是因为疏忽) 承担责任, 同时也不会就因使用该材料而产生的结果承担责任。第三方材料供应者并无作出任何明确或隐含的保证, 包括但不限于某一特殊目的或用途的可销性或适用性保证。第三方材料供应者毋须就使用这些材料 (包括评级) 负上任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应损害赔偿、讼费、开支、法律费用或损失 (包括失去的收入或利润及机会成本) 的法律费用。信贷评级为意见陈述, 并非事实陈述, 或购买、持有或销售证券的推荐意见, 也并非就证券的适当性或证券投资的适当性的引导, 不应作为投资建议般倚赖。

本文件所载数据可能提述过往表现或根据过往表现作出的模拟情况, 这些过往表现或模拟情况并非未来表现的可靠指标。若数据含有未来表现的指针, 该预测不可作为未来表现的可靠指标。此外, 模拟情况乃基于模型及简化的假设推断, 当中可能有过份简化的情况, 也不反映未来的回报的分派。

本文件所述的事实以及当中表达的意见、估计、预测和推测以本文件的日期为准, 可以在没有通知的情况下有所更改。工银国际并无就本文件所载数据发表声明或作出明确或隐含的保证, 阁下亦不应倚赖本文件所载数据。工银国际概不就因使用或倚赖本文件或其材料而产生或引致的直接、间接或相应损失或损害赔偿承担法律责任。本文件并非为提供专业意见 (包括但不限于会计、法律或税务意见或投资的推荐意见), 阁下也不应作为专业意见般倚赖; 不可取代 阁下的判断。工银国际非 阁下的顾问, 也不就财务或其它后果承担受信责任或法律责任。投资者须考虑本文件的资料或推荐意见是否适合他的特定情况, 若适用, 应寻求专业意见, 包括税务意见。

投资者在作出投资决定时, 应了解本文件的资料仅为其中一项 阁下考虑的因素, 因此本报告不应被视为阐明或建议与投资决定相关的所有直接或间接风险。工银国际出版很多不同种类的研究产品, 其中包括基本面分析、计量分析和短期买卖点子; 一类研究产品所含的推荐意见有别于其它种类的研究产品所含的推荐意见, 不论是因为不同时间性、方法或其它因素。

工银国际及/或其董事、高级管理层和雇员在适用法规容许下可以其自身、代理或其它身份作为涉事对头, 也可拥有本文件所提及的发行人的证券、期权或其它衍生工具的长仓或短仓, 或买卖这些金融产品。工银国际在适用法律容许的情况下可参与或投资本文件提述的证券的发行人的融资交易、为该发行人施行服务或向该发行人招揽业务。工银国际可能曾担任本报告所述的任何或所有经营实体的证券公开发行的经办人或联席经办人, 工银国际现时也可能在本报告所述的任何或所有经营实体的证券发行中担任第一市场证券流通量提供者; 工银国际也可能正在或在过去 12 个月曾向该等经营实体提供其它投资银行服务、重大意见或投资服务。工银国际也可担任发行人的金融工具的市场流通量提供者。

工银国际透过其合规政策及程序 (包括但不限于利益冲突、中国墙和保密政策) 以及中国墙的维护及雇员培训管理有关其研究活动及研究报告发布的冲突。