

公司报告

招商證券(香港)有限公司  
證券研究部

焦一丁, CFA FRM 赵安博  
+86 755 8290 8475 +86 755 8385 2939  
jiaoyd@cmschina.com.cn zhaoab@cmschina.com.cn

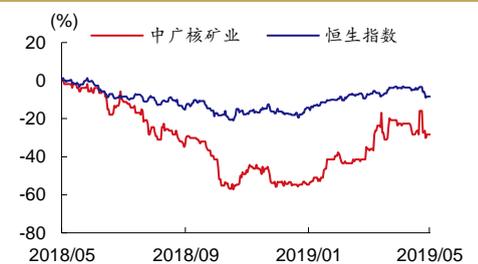
最新变动

n.a.

未评级

股价 HK\$0.38

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
1164 HK	(6.2)	38.2	(28.3)
恒生指数	(4.2)	10.7	(8.3)

行业: 金属及采矿

恒生指数	28269
国企指数	10804

重要数据

52周股价区间(港元)	0.22-0.55
港股市值(百万港元)	2475
日均成交量(百万股)	3.03
每股净资产(港元)	0.27

主要股东

中广核集团	64.82%
复星集团	9.99%
总股数(百万股)	6600
自由流通量	100%

中广核矿业 (1164 HK)

核电板块悄然复苏, 上游标的弹性更大

■ 公司从事天然铀的开发和贸易, 是中广核集团海外铀资源开发与贸易的唯一平台

■ 天然铀供需格局逆转, 其现货指数已较 2016 年 11 月的低点回升 44%, 但仍处于历史低位

■ 天然铀开发及贸易处于产业链前端, 需求稳定且价格弹性大, 在产业链中对行业复苏最敏感

公司为中广核集团海外铀资源开发的唯一平台

公司主要业务为核能企业使用的天然铀资源的开发与贸易。公司定位为中广核集团海外铀资源开发的唯一平台, 持有哈萨克斯坦谢米兹拜伊铀公司(谢公司) 49%的股权及旗下两座在运营铀矿山49%的天然铀产品包销权(对应2018年的产量和贸易量为470/588吨)。2019年初公司完成对中广核国际铀产品销售有限公司(中广核国际, 2018年贸易量为2,298吨, 相当于2018中广核矿业贸易量的3.9倍) 100%股权的收购。公司拥有加拿大Fission铀矿项目19.9%的股权。该项目预计开采后可贡献5,769吨产量, 总储量为3.48万吨。同时公司预计并购哈萨克斯坦另外两座矿山49%的股权, 对应设计产能为每年2,500吨铀。

全球核电供需已经逆转, 预计未来铀价持续向好

全球核电产业在2011年福岛核电站事故后受到重创, 但目前已表现出明显的复苏态势。需求端: 2018年日本重启了5台核电机组, 另有18台处于重启准备中。法国于4月30日提交新法案, 计划将核电缩减计划从2025年推迟至2035年。中国年初通过漳州和惠州核电项目, 历时3年后中国重启核电进程。供应端: 全球主流矿企哈原工(KAP.L)和卡梅科(CCJ.N)均在近期宣布减产, 而黄饼公司(YCA.L)正大量囤积现货。且过往签订的高价长协将陆续更新, 这将迫使目前仍在运营的高成本矿退出。

核燃料为核电产业链前端, 需求稳定弹性大

由于运行中的核电站需要稳定的核燃料供应, 所以如果不出现极端事件, 核燃料的需求预计稳步提升。由于铀燃料供需的反转, 铀价目前已较2016年回升40%至25美元/磅, 但较2013年高点的72美元/磅仍有很大的提升空间。相对于核电产业链上的土建建造、设备制造和最终核电站运营相比, 核燃料需求稳定, 价格弹性大, 是核电板块复苏后最值得关注的标的。

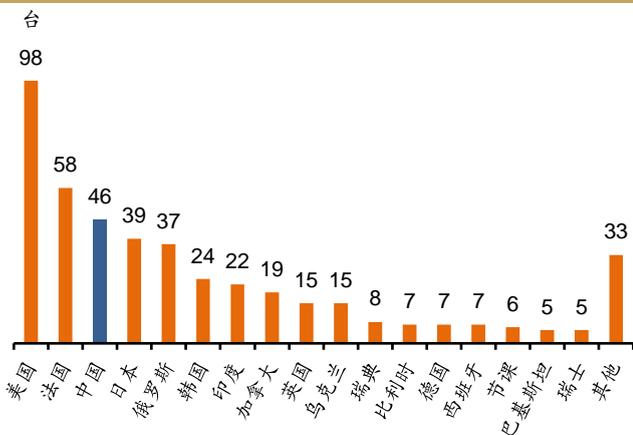
公司主要财务资料

百万港元	2014	2015	2016	2017	2018
营业额	1,152	703	708	373	362
同比增长(%)	44.6%	(38.9%)	0.6%	(47.3%)	(2.9%)
净利润	62	203	389	52	101
同比增长(%)	277.5%	229.1%	91.3%	(86.6%)	94.7%
每股盈利(港仙)	1.52	3.79	6.61	0.79	1.54
每股股息(港仙)	n.a	n.a	n.a	0.20	0.50
市盈率(x)	25.0	10.0	5.7	48.1	24.7
市净率(x)	1.6	3.0	1.2	1.4	1.4
ROE(%)	4.5%	28.5%	22.2%	3.0%	5.8%

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港), 基于2019年5月15日收盘价

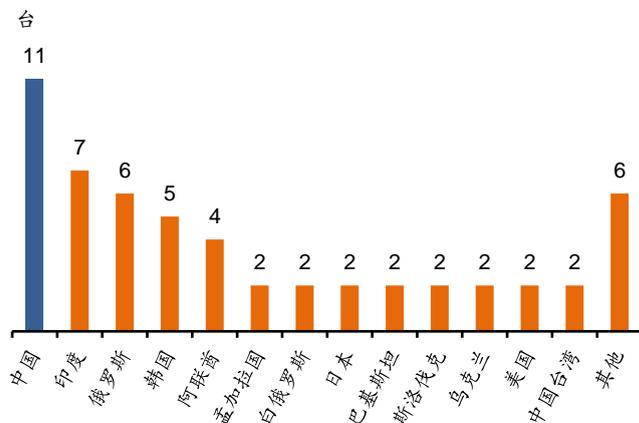
重点图表

图1: 全球在运核机组数量 (截至2019年3月26日)



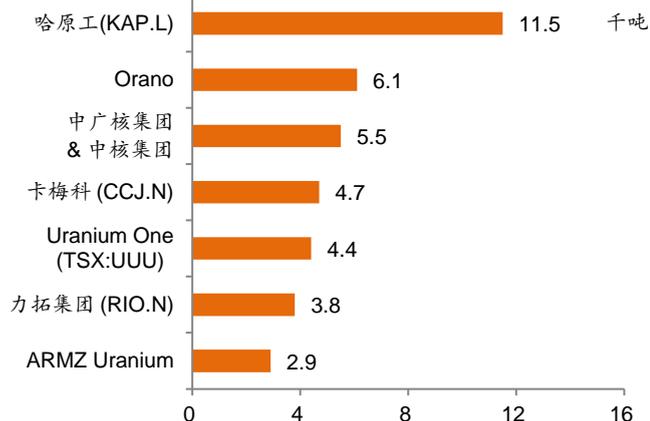
资料来源: PRIS Database of IAEA, 招商证券 (香港)

图2: 全球在建核机组数量 (截至2019年3月26日)



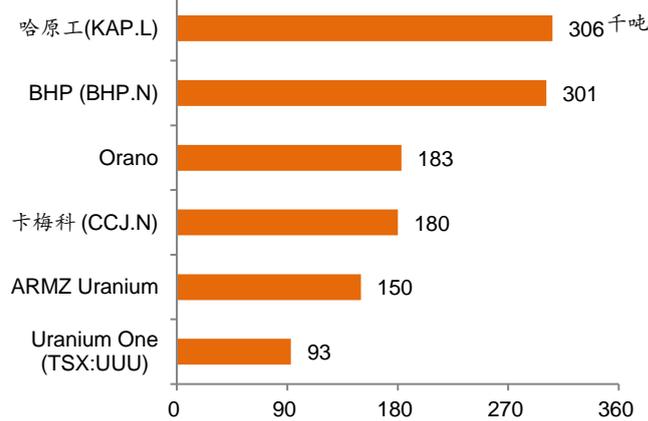
资料来源: PRIS Database of IAEA, 招商证券 (香港)

图3: 2018年全球铀主要生产商



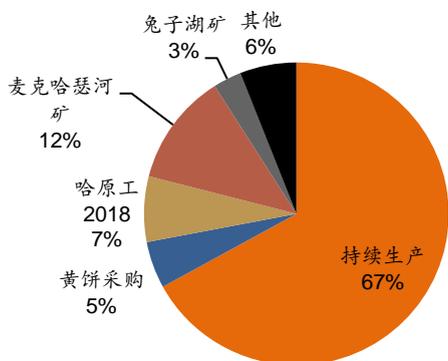
资料来源: UxC, SRK 2018, 公司资料, 招商证券 (香港)

图4: 2018年全球铀主要储量分布



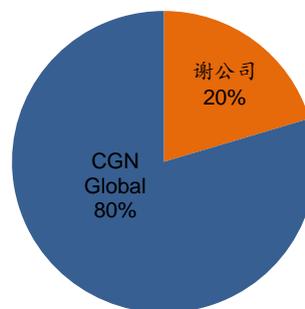
资料来源: UxC, SRK 2018, 公司资料, 招商证券 (香港)

图5: 基于2017年全球产能的缩减对比



资料来源: Berenberg Research, 招商证券 (香港)

图6: 公司2018年铀交付量对比



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

## 中广核矿业：中广核集团海外铀资源开发的唯一平台

公司主要业务为核能企业使用的天然铀资源的开发与贸易。资源的开发是下图中的 1 环节，贸易则是发生在下图中的 1 环节和 2 环节之间。公司 2018 年的产量和贸易量为 470/588 吨。公司是中广核集团海外铀资源开发的唯一平台，公司 2018 年的全部贸易产品均出售给中广核集团。公司也可以借助中广核集团的力量获得一些海外优质矿源。

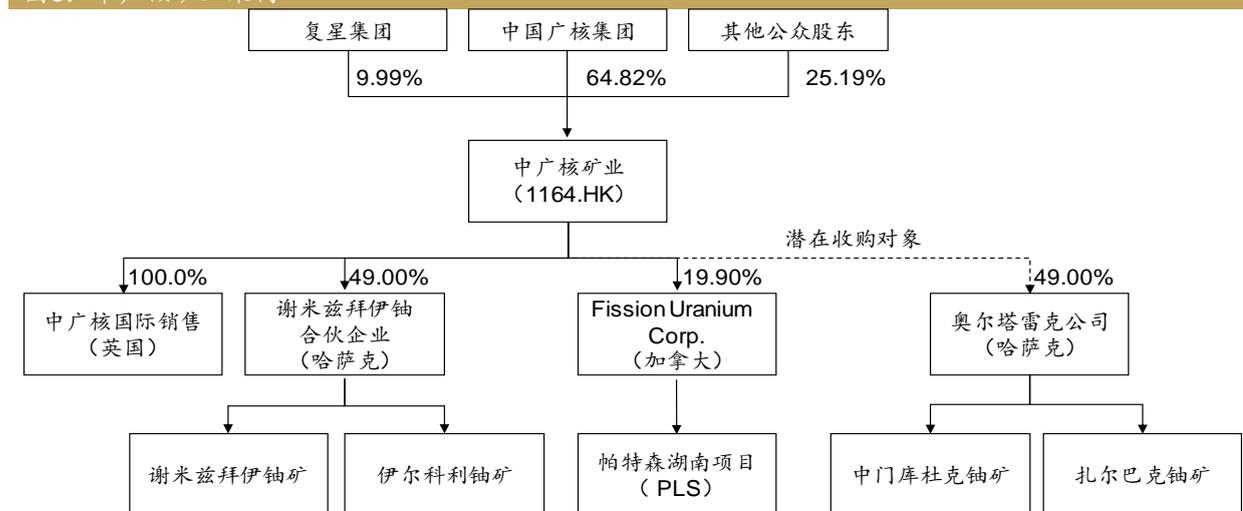
图7：公司核燃料循环示意图



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

公司 2018 年的铀矿权益产量为 470 吨，全部来自谢矿和伊矿，公司占有两者 49% 的股权。同时公司拥有 19.9% 加拿大 Fission 公司的股权，其拥有待开发的帕特森湖南项目（PLS 项目）。根据 2019 年 4 月 15 日 Fission 发布的最新可研报告，其预计年产能可为 5,769 吨（1 吨铀=2,600 磅  $U_3O_8$ ），对应权益产能为 1,148 吨，且拥有额外 15% 的报销选择权，总储量 3.48 万吨，建造期为 4 年。而公司也与哈原工（KAP.L）达成协议，在满足其修建组件厂的前提下，将向中广核矿业出售中门库克和扎尔巴科两座矿山 49% 的股权。根据公司公告披露，两座矿山的合计设计年产能可为 2,500 吨，对应权益产能为 1,225 吨，预计 2020 年有望开始陆续贡献收入。

图8：中广核矿业架构



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

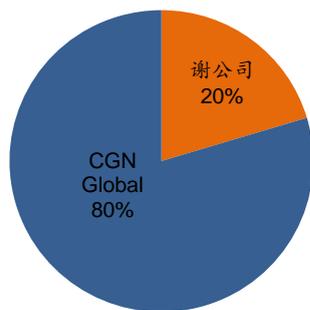
图 9: 全球核电需求与铀供给

	所有权占比	设计产能 (吨)	实际产能 (吨)	运营至	成本 (opex)	储量 (万吨)
谢矿	49%		400		约 17 美元/磅	2.7
伊矿	49%		560		约 17 美元/磅	
PLS 项目	19.9%	5,769			约 6.8 美元/磅	3.5
中门库克矿山	49%	2,000	2018 年前 三季度生产 了 1,170 吨	2032 年	约 11.6 美元/磅	
扎尔巴科矿山	49%	500	110			

资料来源: 公司公告、Fission 公司网站 \*数据基于2019年4月15日发布的可研报告、1吨铀=2600磅U<sub>3</sub>O<sub>8</sub>、招商证券(香港)整理

公司 2018 年的贸易量为 588 吨, 货源全部来自谢矿和伊矿, 而对手方为中广核集团。2019 年初公司完成对中广核国际铀产品销售有限公司(中广核国际)100%的股权收购, 其 2018 年贸易量为 2298 吨(相当于 2018 中广核矿业贸易量的 3.9 倍)。由于其面对的是开放市场, 在交易完成后, 公司不但贸易业务规模快速扩大, 且公司对中广核集团的依赖也将明显降低。

图 10: 2018 年铀交付量对比



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

## 天然铀的供需格局明显改善

天然铀的价格在 2011 年福岛核事故后进入了下行周期，这主要是由于日本核电站的关停和全球新电站的停滞导致需求和预期纷纷下降。在 2016 年底现货价格触底，截止 2019 年 3 月，天然铀现货价格已回升接近 40%。天然铀价格的回升得益于两个方面的原因：供应的缩减和需求的回升。

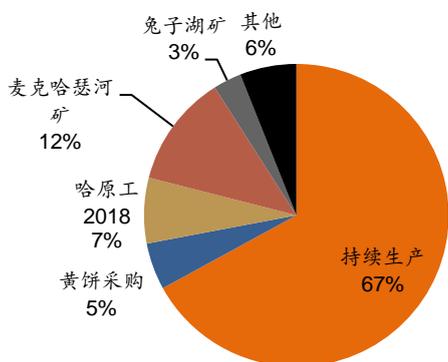
图 11: 天然铀价格走势



资料来源: UxC、新华社、Bloomberg、招商证券(香港)

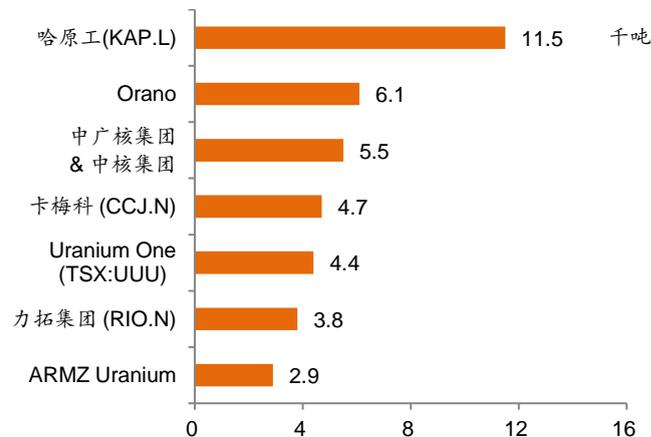
首先，供应端的缩减方面，自 2017 年以来，全球权益产能最大的四家天然铀生产商均宣布一定程度减产。哈原工计划从 2018 年开始的 3 年减产 20%；Cameco（卡梅科）在 2017 年宣布关停麦克阿瑟矿（McArthur River），并计划在 2019 年从现货市场购买 7,300-8,000 吨铀以满足其 2019 年的长协需求，预计其中 60%将直接来自现货市场。除了矿山企业的主动减产，市场上出现了以黄饼(YCAL, NR)为代表的，主动囤积天然铀的专业企业。根据黄饼公司的统计，由于产能缩减和贸易商的主动囤货，2017 年天然铀实际输出量仅为其产能的 67%。

图 12: 基于 2017 年全球产能的缩减对比



资料来源: Berenberg Research、招商证券(香港)

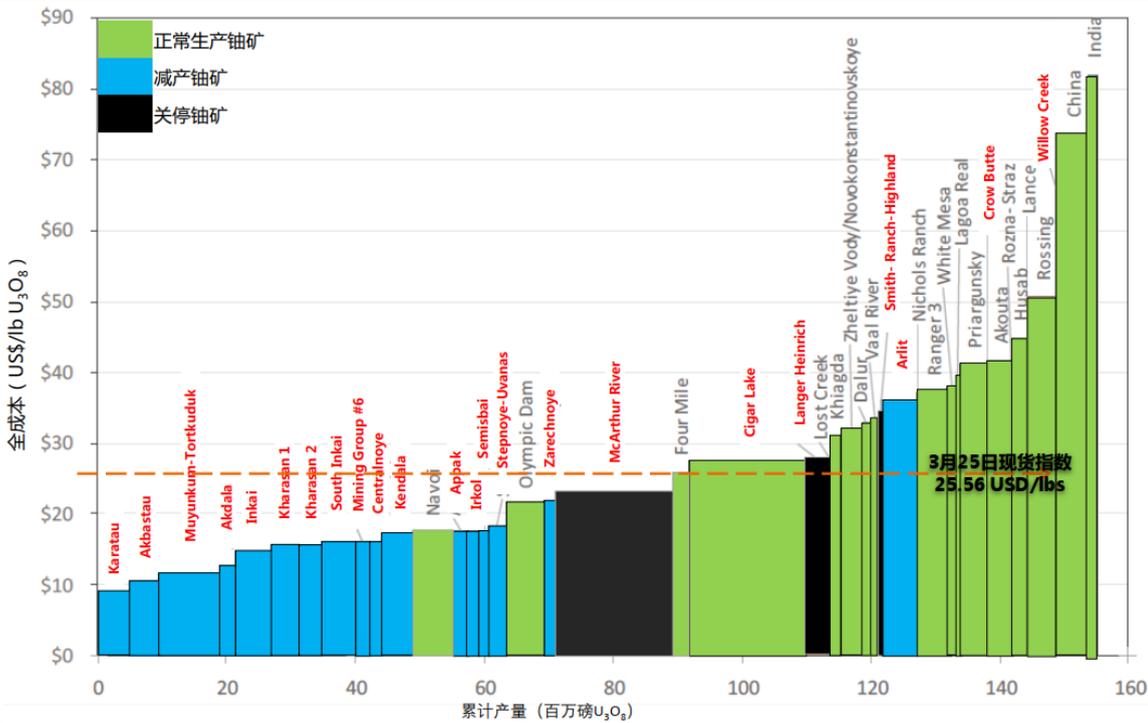
图 13: 2018 年全球铀主要供应商



资料来源: UxC、SRK 2018、公司资料、招商证券(香港)

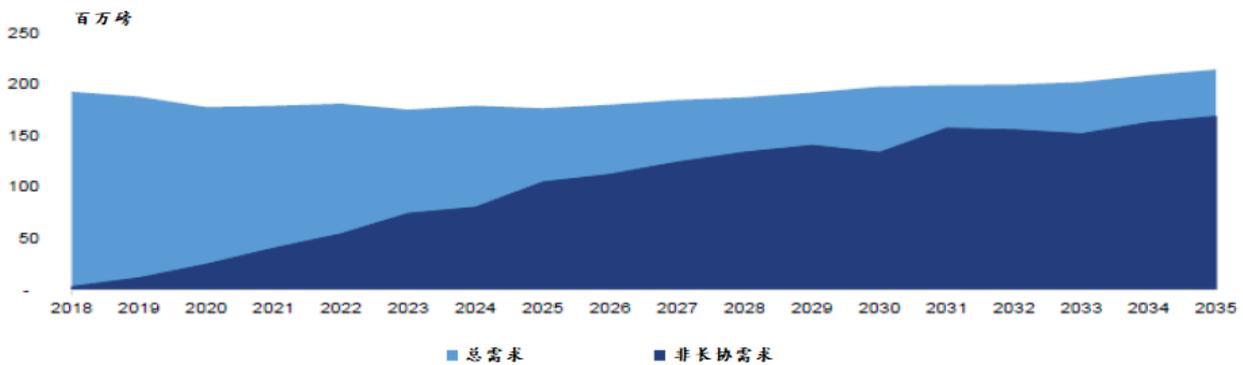
除了产能缩减和贸易商的主动囤货，另一个影响供应价格的因素是长期协议的到期。由于核电站的特殊性，其对铀原料的需求不可以间断，所以在上一轮铀价高位，很多业主与铀矿企业签订了价格较高的长期协议，这也就造成了超过 1/3 的铀矿企业成本远高于现货价却一直有能力存活。但是根据 UxC 的统计，随着历史长协的到期，没有长协保护的需求占比将迅速提升。这将迫使核电业主以现货价格购买核原料，或签订新的长协。但不论哪种方式，在成本曲线后段的矿企将由于成本过高而逐步退出，这将进一步压缩天然铀的供应。

图 14: 持续低迷的铀价逼迫在产铀矿难以为继而停产、减产



资料来源: UxC Uranium Cost Study 2018, 招商证券 (香港)

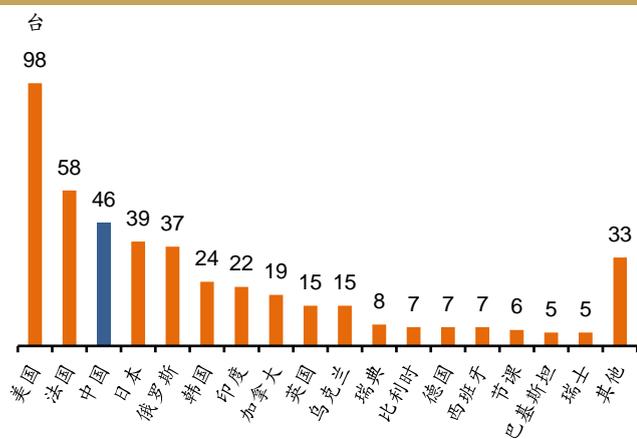
图 15: 全球非长协铀需求展望



资料来源: UxC, 招商证券 (香港)

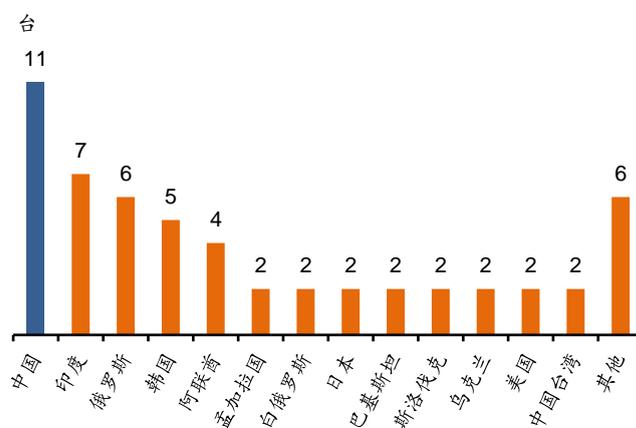
需求端方面，在福岛核事故之后全球的核电需求一度跌至冰点，但随着核电技术安全性的不断提升，以及对碳排放的日益敏感，核电已经重回大众视野。日本在福岛核事故后已经重启了 9 台核电机组，并有 6 台获得日本核管理局的初步批准，另有 12 台机组正在接受审查。中国方面，近期生态环境部副部长、国家核安全局局长刘华表示，中国将在确保安全的前提下，继续发展核电，2019 年内至少将有十台机组获得审批。目前有八台机组的审批较为明确，其余几台机组也有望年内获准并开建。沉寂 3 年的核电审批已实际上重启。法国预计推迟其核电缩减计划至 2035 年。印度预计将大幅加快推进核电站的建设。总体来看，全球核电站建设已经明显复苏。

图16: 全球可运核电机组数量 (截至2019年3月26日)



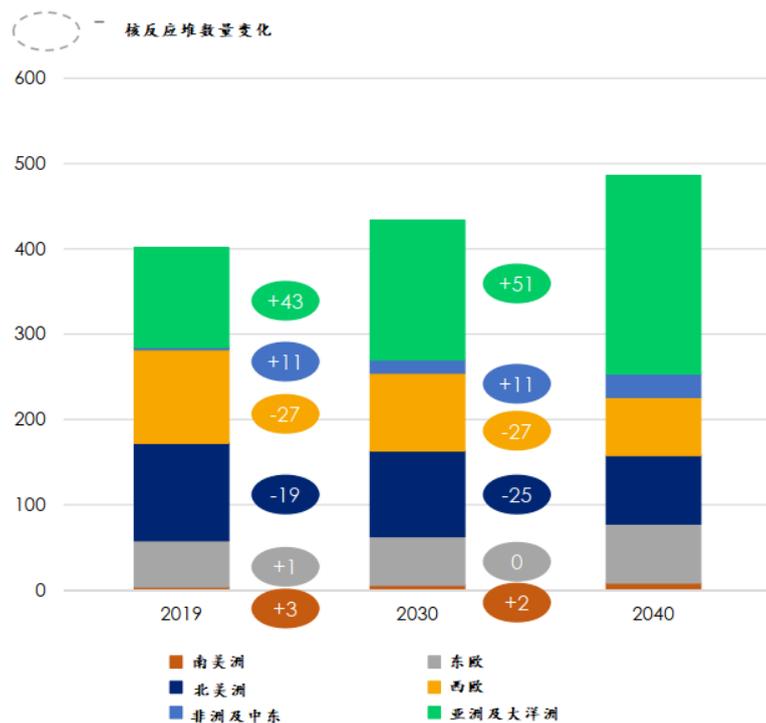
资料来源: PRIS Database of IAEA, 招商证券(香港)

图17: 全球在建核电机组数量 (截至2019年3月26日)



资料来源: PRIS Database of IAEA, 招商证券(香港)

图18: 核电容量及核反应堆数量预测 (单位: 吉瓦)



资料来源: 哈原工投资者手册(2018), 招商证券(香港)

结合目前的供需关系, 我们预计未来天然铀的现货价格合理区间为 30-40 美元/磅。

图 19: 全球核电需求与铀供给

日期	需求	供应
2019 年 5 月		Cameco (CCJ.N)将在 2019 年提高其铀采购战略, 并预计今年采购 7,300 至 8,100 吨铀以满足目前 2019 年的销售承诺。预计其中约 60% 将来自现货市场。
2019 年 4 月	在中国核能可持续发展论坛上, 生态环境部副部长、国家核安全局局长刘华表示, 中国将在确保安全的前提下, 继续发展核电, 今年将有核电项目陆续开工建设;年内至少将有十台机组获得审批, 目前有八台机组的审批较为明确, 其余几台机组也有望年内获准并开工。	
2019 年年初	中核集团漳州核电一期项目 1 号、2 号机组和中广核集团惠州太平岭核电一期项目 1 号、2 号机组获得核准; 广东太平岭核电站和福建漳州核电站的核电机组预计在今年 6 月开工建设, 此为 2016 年以来, 中国首次启动建设新核电机组。	
2018 年 11 月	4 月 30 日, 法国生态部长 François de Rugy 向部长会议提交了一份新法案草案。根据该草案, 法国将把核电份额削减到 50%, 并从目前的 2025 年目标推迟到 2035 年。	
2018 年 11 月	日本四国电力公司(9507.T)于 10 月底在日本爱媛县重新启动了 890 兆瓦的 Ikata-3 核电机组, 这是日本自 2013 年福岛事故以来重启的第 9 台核电机组(自 2018 年重启的第 5 台核电机组)。日本拥有 34 座可运行的核电站, 目前有 9 座正在运行。其他 6 台已获得日本核管理局的初步批准, 另有 12 台机组正在接受审查, 还有 9 台机组尚未提交重启申请。	
2018 年 9 月		哈原工(KAPL, NR)首席执行官在世界核协会(WNA)年会上表示, 哈原工已改变发展战略, 将铀视为一项资产进行管理, 而不是一项供使用的资源。
2018 年 7 月		根据哈原工与总部位于伦敦的黄饼公司(YCAL, NR)签署的一份长期合同, 哈原工将向黄饼公司交付首批原料铀;哈原工证实将开始执行 2018 年 5 月 10 日签署的为期 10 年的合同, 该合同包括每年向黄饼公司以市场价格交付 1 亿美元的原料铀, 但须视实际情况而定。
2018 年 7 月	法国电力公司和通用电气(GE.N,NR)已签署协议, 在印度马哈拉施特拉邦的杰塔普核电站建造六座新核反应堆。	
2017 年 12 月		哈原工宣布将在从 2018 年 1 月开始的未来三年内减产 20%。这意味着仅在 2018 年, 市场供应量就将减少超过 5,500 吨。
2017 年 11 月		由于铀价持续疲软, Cameco 决定将于 2018 年 1 月底前暂停生产位于萨斯喀彻温省北部的麦克阿瑟河(McArthur River)的采矿作业。

资料来源: 国家原子能机构、World Nuclear news、招商证券(香港)整理

## 估值比较

公司 2018 年 P/E 和 EV/EBITDA 处于行业上市公司中位，但公司权益产能明显低于同业，借助于公司对 Fission 的股权投资和母公司的支持，公司权益产能有望在未来大幅提升。

图 20: 可比公司对比 (基于 2018 年年度业绩)

	代码	市值 (百万美元)	P/E 2018	EV/EBITDA 2018	权益产能 (吨)
卡梅林	CCJ.N	4,032.3	33.8	14.2	4,700
哈原工	KAP.L	3,942.2	3.6	15.0	11,500
中广核矿业	1164.HK	315.4	24.7	12.0	470

资料来源: Bloomberg、招商证券(香港)整理, 基于2019年5月15日收盘价

## 附录

图 21: 公司运营里程碑

日期	公司运营里程碑
2011年8月18日	中广核铀业发展有限公司通过其全资子公司香港中国铀业发展有限公司与维奥集团签署股份认购协议
2011年11月21日	维奥集团控股有限公司(简称维奥集团)正式更名为「中广核矿业有限公司」。
2015年3月26日	完成食品、医药及部分房地产业务剥离。
2015年4月15日	完成北京中哈铀资源投资有限公司(简称北京中哈铀)100%股权收购。收购完成后,公司通过北京中哈铀持有哈萨克斯坦谢米兹拜伊铀公司49%股权及旗下两座在运营铀矿山49%的天然铀产品包销权,成为一家主业清晰的铀资源开发和贸易公司。
2016年1月27日	完成有关收购 Fission Uranium Corp (简称 Fission 公司)19.99%股权的主要交易,成功介入加拿大高品位铀矿项目,成为 Fission 公司单一最大股东。
2016年10月及12月	与哈原工签署《铀矿原则协议》及其补充协议,约定双方就总资源量达4万吨铀的铀矿山开展合作,其中公司总包销量将不低于2万吨铀。
2016年11月8日	复星集团通过控股公司海南矿业股份有限公司认购公司9.99%股权。
2019年1月17日	中广核矿业有限公司完成中广核国际铀产品销售有限公司(简称 CGN GU)100%股权收购。

资料来源: 公司网站、招商证券(香港)整理

## 财务资料表

### 资产负债表

百万港元	2014	2015	2016	2017	2018
<b>流动资产</b>	1,832.7	957.9	1,133.4	1,151.8	1,105.0
银行结存及现金	233.7	285.5	40.9	1,017.1	1,071.2
应收账款及其他应收款项	227.3	185.7	8.9	128.9	19.7
应收一间中间控股公司款项	7.6	10.1	2.7	1.5	5.4
可收回所得税款	0.0	0.0	0.0	4.3	8.7
其他	1,364.1	476.6	1,080.9	0.0	0.0
<b>非流动资产</b>	411.7	187.4	753.2	759.4	756.9
物业、厂房及设备	42.0	20.3	17.3	16.5	14.3
投资物业	117.6	28.8	29.0	31.4	30.4
于一间合营企业之权益	233.1	138.3	186.5	161.3	190.7
于一间联营企业之权益	0.0	0.0	520.3	550.2	521.5
其他	19.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	2,244.3	1,145.3	1,886.5	1,911.3	1,861.9
<b>流动负债</b>	275.0	374.8	54.6	107.4	31.3
应付账款及其他应付款项	242.7	46.5	8.8	90.2	13.8
应付一间中间控股公司款项	5.0	11.8	13.2	6.5	6.1
应付一间合营企业款项	11.9	3.3	5.8	5.5	5.5
其他	15.4	313.3	26.7	5.3	5.9
<b>非流动负债</b>	569.9	10.9	15.4	13.1	18.1
递延税项负债	20.4	10.9	15.4	13.1	18.1
其他	549.5	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>负债合计</b>	844.9	385.7	70.0	120.5	49.5
<b>股本</b>	33.3	46.4	66.0	66.0	66.0
储备	1,364.5	713.3	1,750.6	1,724.7	1,746.4
非控股权益	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>负债及权益合计</b>	2,244.3	1,145.3	1,886.5	1,911.3	1,861.9

### 现金流量表

百万港元	2014	2015	2016	2017	2018
<b>经营活动现金流</b>	223.0	168.7	416.1	4.5	44.4
除税前溢利	(19.5)	347.8	463.9	67.7	118.2
折旧摊销	4.7	3.2	2.0	1.8	1.6
利息收入	(3.7)	(0.6)	(0.0)	(16.7)	(25.8)
应占一间合营企业业绩	54.1	(5.4)	(44.6)	20.6	(51.9)
营运资金变动	193.6	(50.3)	92.9	(40.3)	30.7
其它	(6.1)	(126.2)	(98.0)	(28.6)	(28.4)
<b>投资活动现金流</b>	(1,028.2)	(115.2)	(998.2)	1,100.6	24.1
资本支出	(1.3)	(0.9)	(0.0)	0.0	(0.1)
其他投资	(1,026.9)	(114.4)	(998.2)	1,100.6	24.2
<b>筹资活动现金流</b>	0.0	0.0	339.9	(132.0)	(13.2)
已付股息	0.0	0.0	0.0	(132.0)	(13.2)
其他	0.0	0.0	339.9	0.0	0.0
<b>现金净增加额</b>	(805.2)	53.5	(242.2)	973.1	55.3
汇率变动影响	0.4	(1.6)	(2.4)	3.1	(1.3)
年初银行结存及现金	1,038.4	233.7	285.5	40.9	1,017.1
年末银行结存及现金	233.7	285.5	40.9	1,017.1	1,071.2

### 利润表

百万港元	2014	2015	2016	2017	2018
<b>营业额</b>	1,151.7	703.4	707.7	372.8	362.0
销售成本	(975.8)	(420.6)	(284.2)	(253.8)	(298.3)
<b>毛利</b>	176.0	282.8	423.5	119.0	63.8
其他经营收入	24.9	17.4	7.3	19.8	29.1
行政开支	(33.8)	(31.4)	(41.3)	(34.4)	(39.7)
投资物业公允价值变动	0.2	1.0	2.2	0.4	0.4
应占一间合营企业业绩	(54.1)	5.4	44.6	(20.6)	51.9
应占一间联营企业业绩	0.0	0.0	33.3	(16.5)	12.7
融资成本	(28.8)	(22.0)	(5.6)	0.0	0.0
除税前溢利	84.2	253.3	463.9	67.7	118.2
所得税支出	(22.5)	(49.9)	(74.8)	(15.7)	(16.8)
本公司拥有人应占年内溢利	61.8	203.4	389.1	52.1	101.4
非持续性业务	(103.5)	94.6	0.0	0.0	0.0
<b>总溢利</b>	(41.7)	298.0	389.1	52.1	101.4
每股盈利 (港仙)	1.52	3.79	6.61	0.79	1.54

### 主要财务比率

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>年成长率</b>					
营业收入	44.6%	(38.9%)	0.6%	(47.3%)	(2.9%)
营业利润	15.0%	60.7%	49.7%	(71.9%)	(46.4%)
净利润	277.5%	229.1%	91.3%	(86.6%)	94.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.3%	40.2%	59.8%	31.9%	17.6%
净利率	5.4%	28.9%	55.0%	14.0%	28.0%
ROE	4.5%	28.5%	22.2%	3.0%	5.8%
ROA	2.8%	17.8%	20.6%	2.7%	5.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.6%	33.7%	3.7%	6.3%	2.7%
净负债比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	6.66	2.56	20.76	10.72	35.26
速动比率	5.84	2.06	20.60	9.52	34.63
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.51	0.61	0.38	0.20	0.19
存货周转率	29.99	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
应收账款周转率	5.07	3.79	79.65	2.89	18.37
应付账款周转率	4.02	9.05	32.29	2.81	21.65
<b>每股资料 (港仙)</b>					
每股收益	1.52	3.79	6.61	0.79	1.54
每股经营现金	3.75	2.84	6.96	0.07	0.67
每股净资产	23.53	12.79	30.40	27.13	27.46
每股股利	n.a.	n.a.	n.a.	0.20	0.50
<b>估值比率</b>					
P/E	25.0	10.0	5.7	48.1	24.7
P/B	1.6	3.0	1.2	1.4	1.4

资料来源: 公司报表, 招商证券(香港)

## 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。

### 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/cms/hk/gb/disclosure.html>或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)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。招商证券(香港)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)。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。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)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。招商证券(香港)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)。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。招商证券(香港)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(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)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。我公司及其雇员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。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,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)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。我公司及其雇员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。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,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构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(香港)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。招商证券(香港)或关联机构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(香港)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。

### 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