



國元(香港)
GY(HK)

首发报告

2017-10-19 星期四

丘钛科技 (1478.HK) 评级: 强烈推荐

高端摄像头模组占比提高拉动业绩增长

首发报告: 2017-10-19

目标价: HK\$ 17.6

现价: HK\$ 15.2

预计升幅: 15.7%

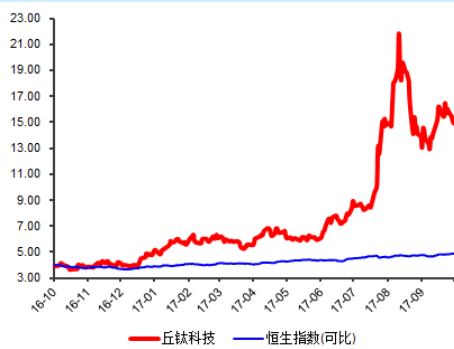
股本数据

股本(亿股)	11.05
市值(亿港元)	168
52周高/低(港元)	23.25/3.56
每股净值(港元)	2.1
所属行业:	TMT

主要股东

NINGNING HE	68.58%
VALUE PARTNERS GROUP LTD	1.66%
VANGUARD GROUP	1.30%

52周行情图 (Vs 恒生中国指数)



投资要点:

中国领先的摄像头模块及指纹识别模块制造商:

公司是一家中国领先的摄像头模块及指纹识别模块制造商, 专注于中国品牌智能手机及平板电脑制造商中高端摄像头模块和指纹识别模块市场。公司为中国少数最先于摄像头模块制造中使用 COB 及 COF 封装技术的制造商之一, 且目前为中国本土少数能够批量生产及销售 1,600 万像素及以上超薄摄像头、双摄像头模块和不同工艺指纹识别模块的制造商之一。

高端摄像头模组占比提高拉动业绩增长:

由于智能手机摄像头产品技术不断升级, 特别是双摄需求的提升, 使其渗透率大幅提升, 预计未来几年智能手机摄像头模组市场未来会维持两位数以上的增长速度。随着公司对高端摄像头模组市场的渗入, 公司高端摄像头模组市场将处于高速增长当中, 高端摄像头模组占公司摄像头模组的比重也将会持续提高, 拉动公司业绩增长。

给予强烈推荐评级:

我们预计 2017、2018、2019 年公司的利润分别为 4.36、5.48、6.95 亿元人民币, 增速分别为 128%、25.6%和 26.7%, 给予 2018 年 30 倍 PE, 目标价为 17.6 港元, 较现价有 15.7%的空间, 给予强烈推荐评级。

国元证券(香港)研究部

电话: (852) 3769 6888

(86) 755-2151 9185

电邮: gyhkresearch@gyzq.com.hk

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,202,395	4,991,158	8,235,416	9,691,663	11,369,854
	变动	1.9%	126.6%	65.0%	17.7%
毛利	240,571	422,437	966,926	1,101,991	1,336,603
权益持有人应占利润	101,999	190,755	436,357	548,126	695,023
摊薄每股收益(人民币)	0.10	0.18	0.39	0.50	0.63
	变动	n/a	82.7%	114.8%	25.6%
基于15.2港元的市盈率	127.75	69.94	32.56	25.92	20.44
每股股息(港元)	0.00	0.04	0.09	0.12	0.15
股息现金比率	0.00%	0.29%	0.61%	0.77%	0.98%

目錄

目錄	1
一、公司介紹	3
二、公司業務分析	7
三、高端攝像頭模組占比提高持續拉動業績增長	11

一、公司介紹

公司介紹

公司是一家中國領先的攝像頭模塊及指紋識別模塊製造商，專注於中國品牌智能手機及平板電腦製造商中高端攝像頭模塊和指紋識別模塊市場。公司為中國少數最先於攝像頭模塊製造中使用 COB 及 COF 封裝技術的製造商之一，且目前為中國本土少數能夠批量生產及銷售 1,600 萬像素及以上超薄攝像頭、雙攝像頭模塊和不同工藝指紋識別模塊的製造商之一。

憑藉多年積累的專業人才及技術，公司目前能提供多款分辨率介於 300 萬像素及以下至 2,000 萬像素之間的、帶廣角鏡、大光圈、OIS（光學防抖）、PDAF（相位檢測自動對焦）、手勢識別及閉環控制功能的超薄攝像頭模組，以及指紋識別模組和戶外運動相機模組。

公司發展歷程

2007 年何寧寧先生在中國江蘇省昆山市成立昆山丘鈦微電子科技有限公司；

2008 年使用 COB 及 COF 技術封裝攝像頭；

2009 年推出 300 萬像素及 500 萬像素模組，獲認證為“蘇州市外資研發機構”；

2011 年成為聯想及酷派優質供應商；

2012 年推出分辨率為 800 萬及 1300 萬像素的攝像頭模組，成為 TCL 及步步高（Vivo）的優質供應商；

2013 年與泰國知名電信運營商 I-Mobile 建立業務關係，標誌海外市場拓展突破，贏得中興的“全球最佳合作夥伴”及“最佳服務獎”、酷派的“2013 年度酷派供應商質量獎”及“2013 年度酷派核心供應商”以及 TCL 的“優質服務獎”；

2014 年於香港主板掛牌上市；與 ASUS、OPPO、魅族建立合作關係；國內率先推出 1,600 萬及 2,000 像素模塊；齊套產能擴大至 11KK/月；批量產售 OIS（光學防抖）產品；成立成都研發中心；

2015 年截至年底，攝像頭模塊齊套產能擴大至約 16KK/月，指紋識別模塊產能擴大至約 3KK/月；與一家排名前二的中國領先手機品牌、瑞典 FPC、印度 Lava、

印度 Micromax、闻泰等重要伙伴建立合作关系；双摄像头、指纹识别、手势识别、PDAF、户外运动相机摄像头模块等技术或产品陆续推出；

2016 年截至年底，摄像头模组齐套产能扩大至约 23KK/月，指纹识别模组产能扩大至约 10KK/月；与华为、摩托罗拉等全球领先的智能手机品牌建立指纹识别及或摄像头模组业务合作关系；双摄像头模组批量出货，并覆盖支架式和共基板式两种工艺制程，覆盖 RGB+RGB、RGB+MONO 等多种技术方案；指纹识别模组批量出货，并覆盖盖板式和涂层式两种工艺制程。

图表 1：公司发展历程

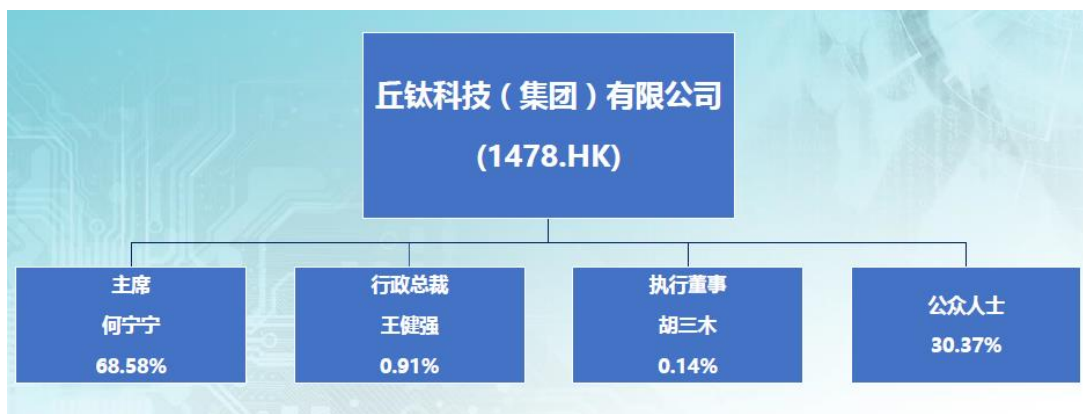


数据来源：公司资料，国元证券（香港）

股权结构

公司主席何宁宁先生持有公司 68.58%的股权，公众人士持有 30.37%的股权。

图表2：公司股权结构



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

管理层简介

何宁宁先生，于2014年5月5日获委任为董事并于2014年11月13日调任执行董事，主要负责本集团整体策略规划及制订投资策略。何先生于2007年创办昆山丘钛中国，在电气和电子行业拥有多年经验。于创立集团前，何先生曾于1992年至1997年担任电子组件制造商东莞三星电机有限公司的销售主管，主要负责销售及交付管理。于2000年及2004年，何先生创立幸诚赛贝亚太有限公司（一间主要从事喷头代理销售的公司）及深圳西可（一间主要从事研发及销售完整手机组件的公司），并一直担任幸诚赛贝亚太有限公司及深圳西可的主席。何先生于1992年获得北京大学理学学士学位，主修动力气象学并于2002年获得加州大学的工商管理硕士学位。何先生为王健强先生的继兄。

王健强先生于2014年获委任为董事并于2014年调任执行董事。于加入集团前，王先生于1995年至1996年在电脑硬件制造商东莞新科电子厂担任质量保证部主管，主要负责产品质量保证。于1998年至2005年，彼担任电子组件制造商三星电机（香港）有限公司深圳办事处的助理销售经理，主要负责销售电子组件。于2005年至2014年及2005年至2014年，王先生分别担任深圳市西可德信通信技术设备有限公司及西可通信技术设备（河源）有限公司的财务总监，主要负责审计管理及预算。王先生于1995年获得四川工业学院的工程学士学位，主修流体机械及工程。王先生为执行董事兼董事会主席何先生的继弟。王先生亦是公司附属公司昆山丘钛香港、成都丘钛微电子科技有限公司及台湾丘钛科技有限公司的董事。

胡三木先生為集團的銷售副總裁。彼主要負責拓寬銷售網絡及維持客戶關係。

胡先生自 2014 年任昆山丘鈦中國董事。於加入集團前，胡先生曾於 1998 年至 2002 年於偉易達電子產品（深圳）有限公司（一間主要從事電訊產品製造的公司）擔任多個職位，最後擔任機械結構工程師，並主要負責機械設計。於 2002 年至 2004 年，胡先生曾於互連產品製造商天津安費諾凱翼電子有限公司擔任多個職位，最後擔任銷售工程師，並主要負責維系現有客戶關係及拓寬銷售網絡。於 2004 年至 2009 年，胡先生曾於主要從事製造及銷售精密連接器的公司唯安科技有限公司擔任多個職位，最後擔任銷售總監，並主要負責銷售管理及產品規劃。胡先生於 1998 年獲得西安科技大學（前稱西安礦業學院）工程學士學位，主修機械設計及製造。

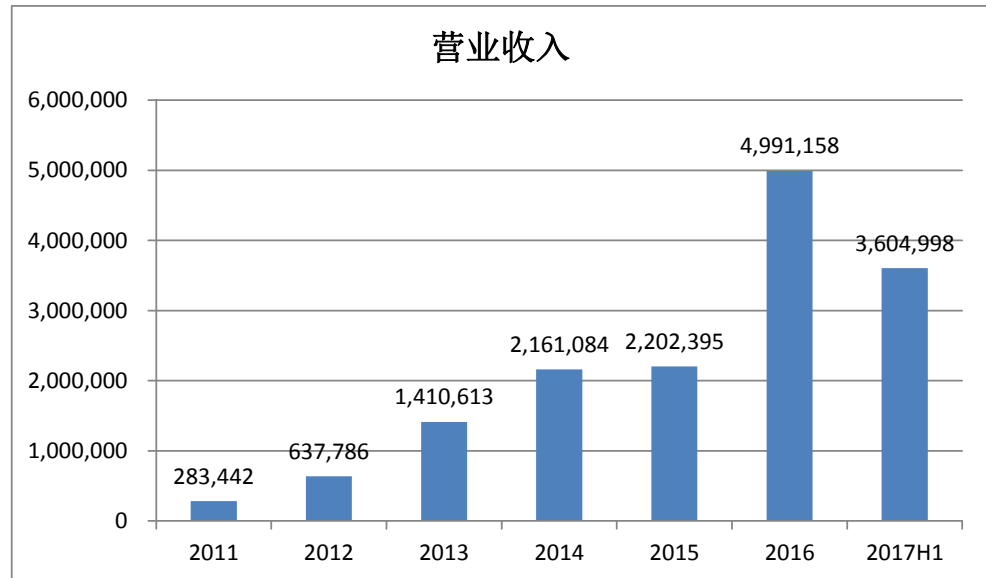
范富強先生為公司的聯席公司秘書之一。范先生主要負責法律合規事宜及風險控制。於加入集團前，范先生曾於 1996 年至 2011 年六月在中國銀行河源分行擔任多個職位，最後擔任中國銀行河源高新區支行行長及河源分行公司部副總經理，主要負責授出信貸融資、風險管理及國際結算。於 2013 年至 2014 年以及 2011 年至 2014 年，范先生分別擔任深圳市西可德信通信技術設備有限公司及德信通信技術設備有限公司的財務總監助理，主要負責法律合規事宜及風險控制。

二、公司業務分析

公司收入高速增长

公司收入从 2011 年的 2.83 亿元人民币大幅增长至 2016 年的 49.9 亿元人民币，年复合增长速度超过 70%，2017 年上半年收入达到 36 亿元人民币，同比增长 109%。

图表 3: 公司历年营业收入

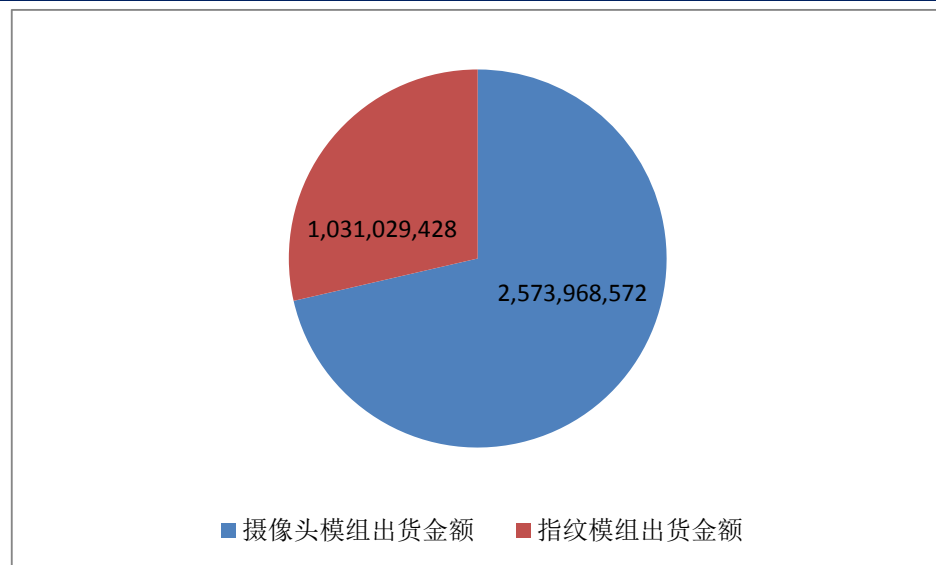


数据来源: 国元证券 (香港)

公司业务构成

公司主要有两大业务: 摄像头模组及指纹识别模组, 2017 年上半年摄像头模组和指纹识别模组的收入分别为 25.7 亿元、10.3 亿元人民币, 占收入比重分别为 71.4% 和 28.6%。

图表 4: 2017 年上半年公司摄像头模组和指纹识别模组出货金额

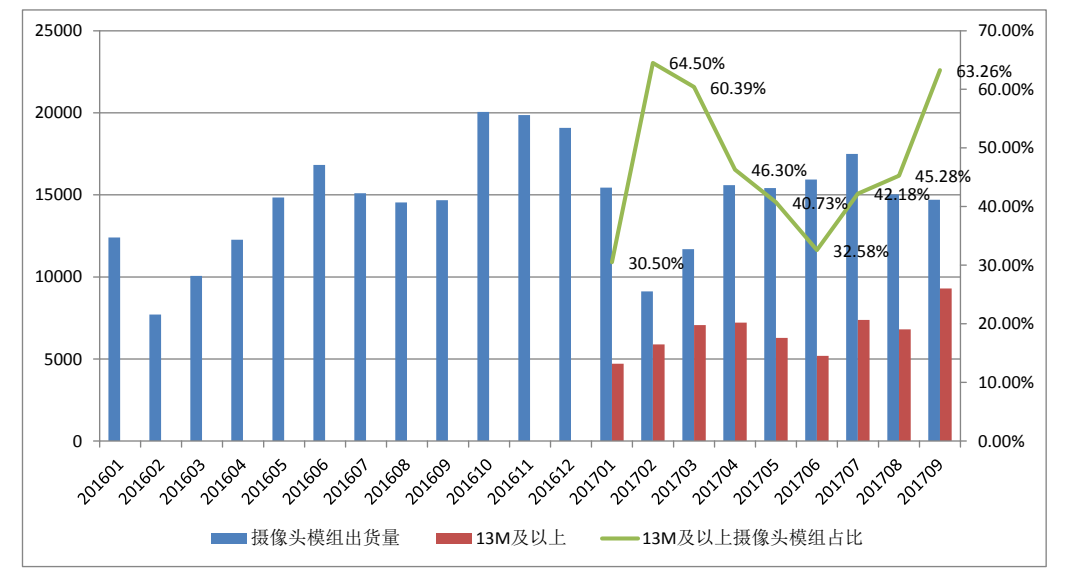


数据来源: 国元证券 (香港)

高端摄像头模组
 出货量持续提高

2016 年公司摄像头模组出货量为 1.77 亿颗，其中 13m 及以上摄像头模组出货量为 4100 万颗，占比为 23.38%，2017 年上半年公司摄像头模组出货量为 8300 万颗，其中 13m 及以上摄像头模组出货量为 3600 万颗，占比为 43%，高端摄像头模组的占比大幅提高。

图表 5：摄像头模组出货量及高端摄像头模组出货量占比

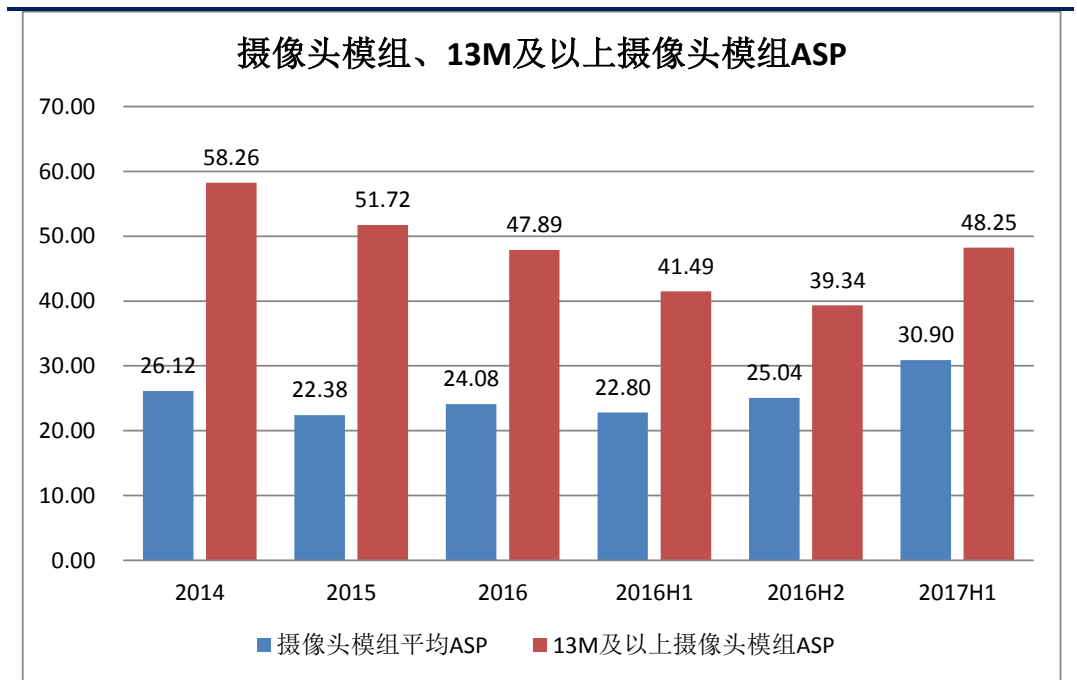


数据来源：国元证券（香港）

高端摄像头模组
 占比提高拉高摄像头模组的平均价格

由于高端摄像头模组占比持续提高，使得公司摄像头模组的平均单价也逐步提升，2016H1、2016H2、2017H1 公司摄像头模组的平均 ASP 为 22.8、25.04、30.9 元人民币，处于逐步提升中，其中 13M 及以上摄像头模组的 ASP 分别为 41.49、39.34、48.25 元人民币，远远高于平均的价格水平。

图表 6: 摄像头模组、13M 及以上摄像头模组 ASP

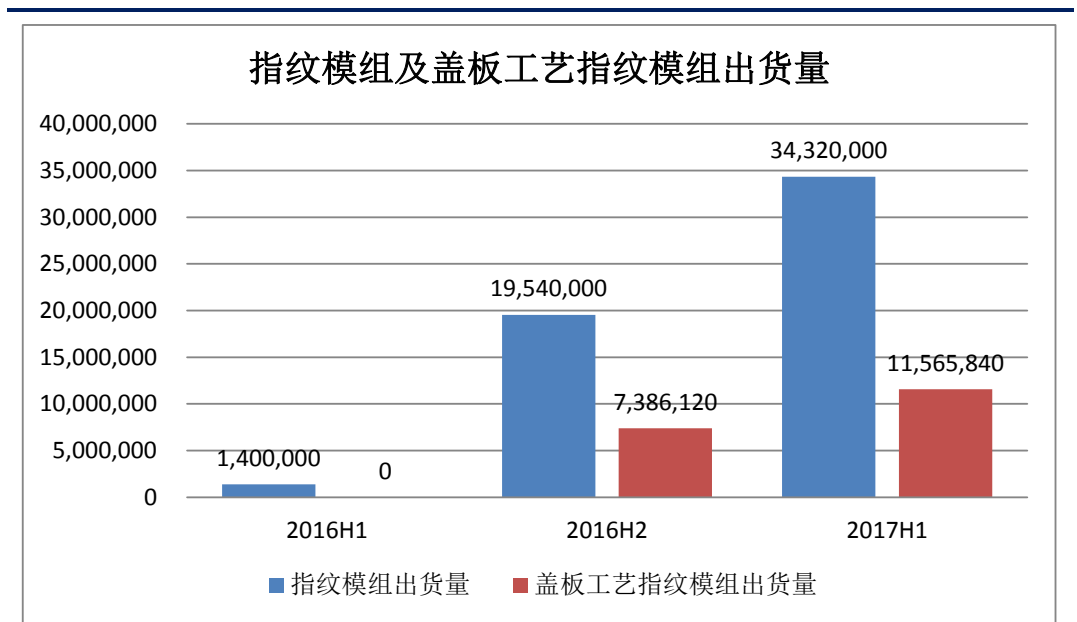


数据来源: 国元证券 (香港)

指纹识别模组
 2016 年开始放量

随着指纹识别在手机应用中的逐步广泛, 公司迅速切入该市场, 2016H1、2016H2 及 2017H1 指纹识别模组的出货量分别为 140 万、1954 万及 3432 万颗, 放量非常迅速。未来随着全面屏的推广, 预计盖板工艺的指纹识别模组的占比将会进一步提高。

图表 7: 指纹模组及盖板工艺指纹模组出货量



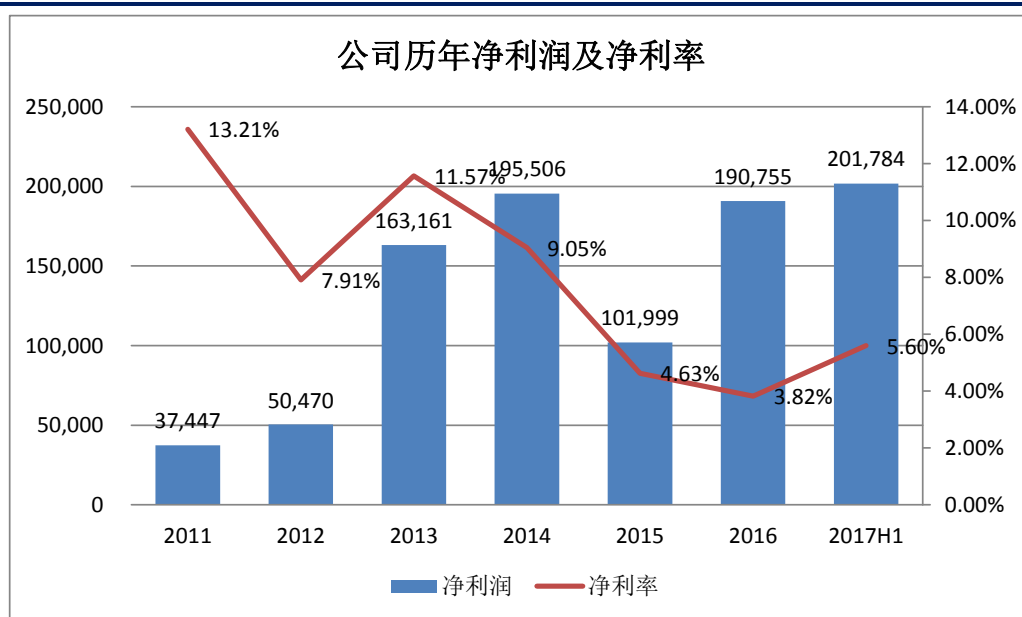
数据来源: 国元证券 (香港)

公司历年净利润
 及净利率

由于公司成功切入高端手机摄像头模组市场和指纹模组市场, 公司的净利润在 2016、2017H1 得到大幅提高, 2016 年净利润为 1.9 亿元人民币, 净利率为 3.82%,

2017 年上半年净利润为 2.01 亿元人民币，净利率为 5.6%。

图表 8：公司历年净利润及净利率



数据来源：国元证券（香港）

三、 高端摄像头模组占比提高持续拉动业绩增长

摄像头模组市场未来维持两位数增长速度

由于智能手机摄像头产品技术不断升级，特别是双摄需求的提升，使其渗透率大幅提升，预计未来几年智能手机摄像头模组市场未来会维持两位数以上的增长速度。

图表9：智能手机摄像头模组市场空间测算

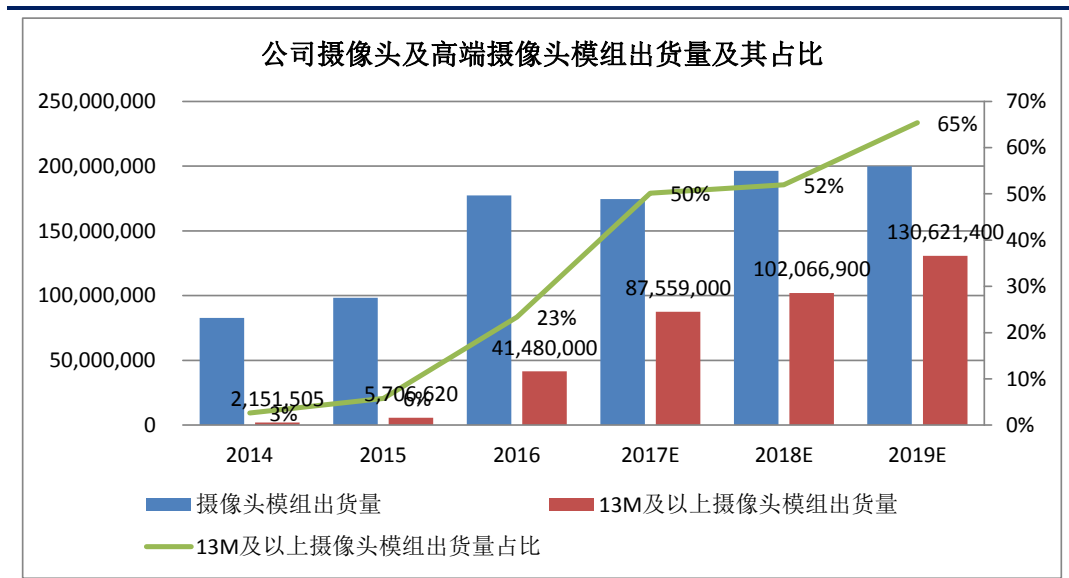
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
智能手机出货量(亿)	14.3	14.706	16.86	18	18.62	17.1
双摄像头渗透率	1%	5%	15%	30%	45%	61%
手机双摄像头模组需求	0.143	0.7353	2.529	5.4	8.379	10.431
双摄像头模组价格(元)	335	136	80	72	71.5	71.5
双摄像头模组市场空间测算(亿元)	47.91	100.00	202.32	388.80	599.10	745.82
双摄像头模组市场空间增长率		208.75%	202.32%	192.17%	154.09%	124.49%
单摄像头渗透率	99.00%	95.00%	85.00%	70.00%	55.00%	39.00%
手机双摄像头模组需求	14.157	13.9707	14.331	12.6	10.241	6.669
单摄像头模组价格(元)	22.7	23.5	26.1	26.1	24.2	21.2
单摄像头模组市场空间测算(亿元)	321.36	328.31	374.04	328.86	247.83	141.38
单摄像头模组市场空间增长率		2.16%	13.93%	-12.08%	-24.64%	-42.95%
智能手机摄像头模组市场空间测算(亿元)	369.2689	428.31225	576.3591	717.66	846.9307	887.1993
智能手机摄像头模组市场空间增长率		15.99%	34.57%	24.52%	18.01%	4.75%

数据来源：IDC, 国元证券(香港)

公司高端摄像头模组占比将会持续提高

随着公司对高端摄像头模组市场的渗入，公司高端摄像头模组市场将处于高速增长当中，高端摄像头模组占公司摄像头模组的比重也将会持续提高。

图表10：公司摄像头及高端摄像头模组出货量及其占比



数据来源：国元证券(香港)

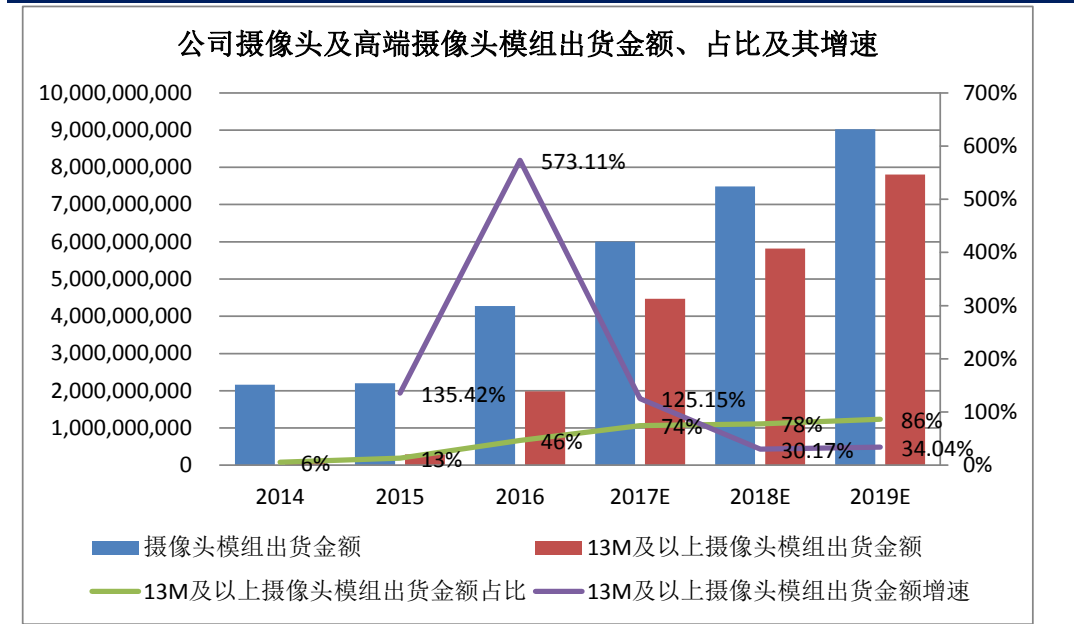
盖板工艺指纹识别模组占比提高，但未来公司指纹识别模组价格存在压力

2016年公司切入指纹识别模组市场，出货量达到2094万颗，公司预期2017年指纹识别模组出货量超过6000万颗，从目前出货数据来看，我们预计会达到7600万颗，随着全面屏推广，长远来看，未来智能手机旗舰机型使用指纹识别模组的比重会下降，涂层工艺的指纹识别占比将会提高，指纹识别模组未来的价格具有一定的压力。

高端摄像头模组
占比提高拉动业
绩增长

由于高端摄像头模组特别是双摄模组的大幅增长，公司13m及以上模组的出货金额增长非常迅速，占摄像头模组出货金额的比重也大幅提升，从而拉动公司整体收入增长。

图表11：公司摄像头及高端摄像头模组出货金额及其占比

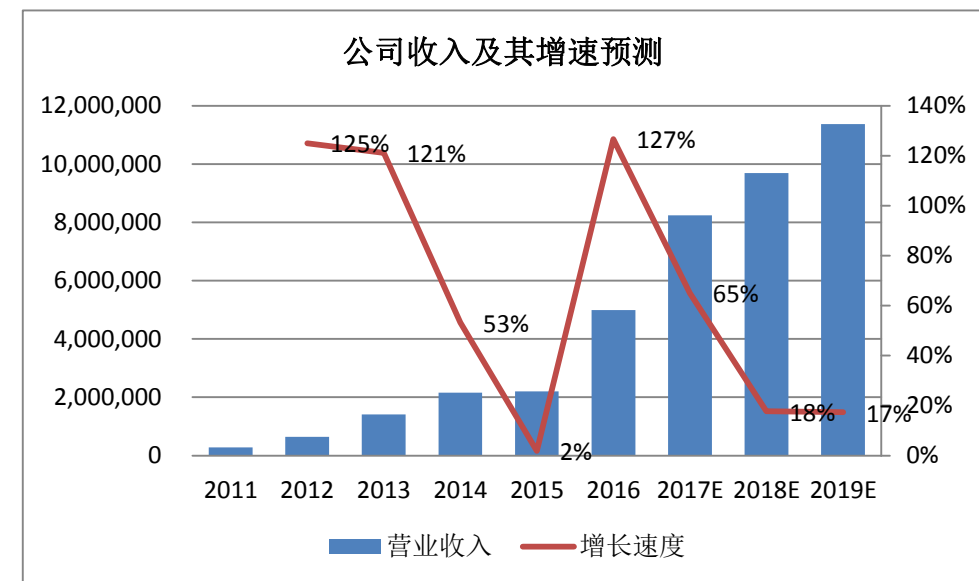


数据来源：国元证券（香港）

未来两年收入还
将保持较高的增
长速度

由于高端摄像头模组占比的持续提高，公司的收入未来两年还将保持较高的增长速度。

图表12：公司收入及其增速预测



数据来源：国元证券（香港）

给予强烈推荐评级

我们预计2017、2018、2019年公司的利润分别为4.36、5.48、6.95亿元人民币，增速分别为128%、25.6%和26.7%，给予2018年30倍PE，目标价为17.6港元，较现价有15.7%的空间，给予强烈推荐评级。

图表13：同类型公司估值比较

名称	代码和交易所代码	市值 (HKD)	P/E:16Y	P/E:2017	P/E:2018	P/E:2019	P/E:2020
GOPRO INC-CLASS A	GPRO US	10,697	N/A	231.92	24.00	16.97	
BASLER AG	BSL GR	6,016	74.08	28.38	28.30	25.51	
TAMRON CO LTD	7740 JP	4,066	34.81	22.41	19.84	18.86	
NIKON CORP	7731 JP	56,357	32.67		22.20	17.33	17.09
NETPOSA TECHNOLOGIES LTD-A	300367 CH	16,276	31.69	30.41	22.98	18.44	
EVERTZ TECHNOLOGIES LTD	ET CN	8,657	18.23	21.77	19.04	16.09	
CONTROL4 CORP	CTRL US	5,722	38.05	28.31	25.17	21.37	19.34
HANGZHOU HIKVISION DIGITAL-A	002415 CH	397,564	44.37	35.04	27.01	21.47	17.45
SHENZHEN MTC CO LTD -A	002429 CH	19,096	40.22	33.77	27.92	22.69	
GLOBAL TOP E-COMMERCE CO-A	002640 CH	38,825	79.45	43.33	27.49	19.56	
ROUTON ELECTRONIC CO LTD-A	600355 CH	5,050	290.33	147.00	80.18		
CHENGDU CORPRO TECHNOLOGY -A	300101 CH	9,198	81.16	139.40	82.00		
SUZHOU JINFU TECHNOLOGY C-A	300128 CH	11,265	130.57	113.90	45.56	29.97	13.56
SKYWORTH DIGITAL CO LTD-A	000810 CH	13,691	19.38	20.72	17.64	15.02	
GUOQUANG ELECTRIC CO LTD-A	002045 CH	9,279	N/A	54.14	27.87	20.82	
CANON INC	7751 JP	372,801	27.17	19.85	19.03	18.12	
GARMIN LTD	GRMN US	80,701	20.52	19.74	19.37	18.66	
EDIFIER TECHNOLOGY CO LTD-A	002351 CH	7,808	N/A	35.59	51.77		
NINTENDO CO LTD	7974 JP	425,536	281.62	56.40	47.27	29.34	21.47
DOLBY LABORATORIES INC-CL A	DLB US	47,924	24.94	24.66	23.36	18.37	17.44
DEZHAN HEALTH CARE CO LTD-A	000813 CH	20,786	N/A	22.25	18.63	15.71	
BEIJING UNISTRONG SCIENCE-A	002383 CH	15,178	111.91	42.98	29.98	26.31	
SUZHOU KEDA TECHNOLOGY CO -A	603660 CH	12,440	N/A	39.91	28.29	20.93	
UNILUMIN GROUP CO LTD-A	300232 CH	10,777	47.89	27.45	18.24	13.16	
WUHU TOKEN SCIENCE CO LTD-A	300088 CH	23,160	59.79	30.54	22.63	15.36	
LEYARD OPTOELECTRONIC CO L-A	300296 CH	41,726	56.76	29.56	19.49	14.53	
U-BLOX HOLDING AG	UBXN SW	10,528	30.50	28.62	24.68	21.25	16.93
平均值			71.64	51.08	30.37	19.83	17.61

数据来源：Bloomberg，国元证券（香港）

历史财务数据摘要

损益表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	2,161,084	2,202,395	4,991,158	8,235,416	9,691,663	11,369,854
毛利	352,579	240,571	422,437	966,926	1,101,991	1,336,603
其他业务收入	28,462	(7,854)	(26,765)	(21,944)	(41,944)	(16,944)
销售及管理费	(45,370)	(33,742)	(50,973)	(124,230)	(28,444)	(31,728)
研发费用	(73,423)	(74,326)	(124,564)	(284,620)	(354,103)	(437,610)
财务开支	(23,171)	(9,948)	(5,548)	(20,646)	(32,646)	(32,646)
税前盈利	239,077	114,701	214,587	515,486	644,854	817,674
所得税	(43,571)	(12,702)	(23,832)	(79,129)	(96,728)	(122,651)
净利润	195,506	101,999	190,755	436,357	548,126	695,023
折旧及摊销	42,449	64,023	109,194	168,220	218,345	260,330
EBITDA	304,697	188,672	329,329	704,352	895,845	1,110,650
增长						
总收入 (%)		1.9%	126.6%	65.0%	17.7%	17.3%
EBITDA (%)		-38.1%	74.6%	113.9%	27.2%	24.0%

资产负债表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
現金	427,734	161,448	570,704	532,425	768,813	768,813
应收账款	888,786	2,606,431	2,500,000	2,800,000	3,300,000	3,300,000
存货	209,262	799,246	1,000,000	1,400,000	1,600,000	1,600,000
其他流动资产	10,949	127,019	201,977	168,751	135,525	135,525
总流动资产	1,536,731	3,694,144	4,272,681	4,901,176	5,804,338	5,804,338
固定资产	420,670	720,181	1,111,567	1,443,927	1,726,163	1,726,163
其他	33,260	106,004	106,004	106,004	106,004	106,004
总资产	453,930	826,185	1,217,571	1,549,931	1,832,167	1,832,167
应付账款	622,053	2,592,781	3,000,000	3,300,000	3,600,000	3,600,000
短期银行贷款	142,164	335,432	500,000	700,000	1,000,000	1,000,000
其他短期负债	2,095	10,372	10,372	10,372	10,372	10,372
总短期负债	766,312	2,938,585	3,510,372	4,010,372	4,610,372	4,610,372
非流动负债	6,792	13,779	13,779	13,779	13,779	13,779
总负债	773,104	2,952,364	3,524,151	4,024,151	4,624,151	4,624,151
股东权益	1,217,557	1,567,965	1,966,101	2,426,956	3,012,354	3,012,354
每股账面值	1.20	1.51	1.78	2.19	2.72	2.72
营运资金	770,419	755,559	762,309	890,804	1,193,966	1,193,966

财务分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力						
毛利率 (%)	16.3%	10.9%	8.5%	11.7%	11.4%	11.8%
EBITDA 利率 (%)	14.1%	8.6%	6.6%	8.6%	9.2%	9.8%
净利率 (%)	9.0%	4.6%	3.8%	5.3%	5.7%	6.1%
营运表现						
销售及管理费用/收入 (%)	2.1%	1.5%	1.0%	1.5%	0.3%	0.3%
实际税率 (%)	18.2%	11.1%	11.1%	15.4%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%)	0.0%	-40.9%	0.0%	-8.8%	-15.9%	-15.8%
库存周转		35	50	49	48	51
应付账款天数		119	177	170	143	133
应收账款天数		147	175	139	106	104
ROE		8.4%	12.2%	22.2%	22.6%	23.1%
财务状况						
净负债/股本		-62.7%	-47.3%	-38.1%	-36.1%	-39.2%
收入/总资产		485.2%	604.1%	676.4%	625.3%	620.6%
总资产/股本		37.3%	52.7%	61.9%	63.9%	60.8%

现金流量表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EBITDA	188,672	329,329	704,352	895,845	1,110,650	1,110,650
融资成本	(9,948)	(5,548)	(20,646)	(32,646)	(32,646)	(32,646)
营运资金变化	203,238	(327,982)	312,896	(400,000)	(400,000)	(400,000)
所得税	(37,953)	(4,723)	(79,129)	(96,728)	(122,651)	(122,651)
营运现金流	323,999	(38,251)	879,092	348,992	546,014	546,014
资本开支	(137,145)	(408,893)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)
其他投资活动	141,212	(20,818)	0	0	0	0
投资活动现金流	4,067	(429,711)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)
负债变化	(566,361)	108,254	164,568	200,000	300,000	300,000
股本变化	11,178	142,806	0	0	0	0
股息	(41,699)	0	(38,221)	(87,271)	(109,625)	(109,625)
其他融资活动	(20,815)	(5,535)	0	0	0	0
融资活动现金流	(617,697)	245,525	126,347	112,729	190,375	190,375
現金变化	(289,631)	(222,437)	505,439	(38,279)	236,389	236,389
期初持有現金	553,104	282,215	65,264	570,704	532,425	532,425
汇兑变化	18,742	5,486	0	0	0	0
期末持有現金	282,215	65,264	570,704	532,425	768,813	768,813

投資評級定義和免責條款

投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20%以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5%以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20%以上

免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能購入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一併考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元證券(香港)有限公司

香港干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>