

主題報告 電動汽車

無評級

產業報告

中國電動汽車 – SEPT 框架再分析

COVID-19 疫症大流行之後，中國電動汽車市場強勁復甦

COVID-19 疫症大流行令中國電動汽車市場第一季度慘淡經營，但在特斯拉 Gigafactory 3 投產的推動下，在第二季度恢復了強勁的按季度環比增長。短短幾個月內，特斯拉就超越了比亞迪，成為電動汽車市場的佼佼者。

蔚來在造車新勢力中遙遙領先

在造車新勢力群組中，蔚來汽車遙遙領先，依次是理想、威馬、小鵬、零跑。為了進一步鞏固其在電動汽車基礎設施中的地位，蔚來汽車向新的電動汽車買家推出了電池租用服務（BaaS），將電池成本與車體成本脫鉤。蔚來除了提供超級充電站外，還提供電池組換裝服務，並已在中國建立了 143 個此類電池組換裝站，目標是營運 1,100 個。

恆大新能源汽車目標每年一百萬輛恒馳

恆大新能源汽車品牌恒馳將在 12 個月左右在國內和國際市場上首次推出數十萬輛電動汽車。很難預期中國和國際市場在如此短時間內快速增長至足以容納恒馳每年一百萬輛的產能，對此我們持悲觀看法，國內很多電動汽車車廠將無法獨立生存，或者根本不復存在。

LFP 化學組合加長續航里程領域尚未見重大進展

中國電動汽車市場仍有 LFP 化學組合加長續航里程這一席之地，不幸的是這一領域尚未見重大進展。邏輯很簡單并重複一次：國內車企應看到短續航里程的死胡同，LFP 化學組合的固有缺點和限制，也應該看到將 LFP 化學組合廉價生產成本和長續航里程相結合的潛力。此外，市場消息有傳特斯拉正朝著這個方向發展。如果特斯拉搶在中國電動汽車製造商之前在同一細分市場上取得成功，那麼留給中國電動汽車製造商的就所剩無幾了。我們最新將恆大新能源汽車恒馳也加入此列。

H. C. Kwan
(852) 2159-4506
kwan.hc@hooraysec.com.hk

2020年9月8日	收市價	市值 (十億美元)
TSLA US Tesla Inc. 特斯拉	US\$330.21	US\$307.7
NIO US NIO Inc. 蔚來汽車	US\$17.03	US\$23.2
XPEV US XPeng Inc. 小鵬汽車	US\$17.73	US\$13.0
LI US Li Auto Inc. 理想汽車	US\$15.79	US\$13.2
1211 HK BYD Company 比亞迪股份	HK\$82.50	US\$33.6

總覽

由於 COVID-19 大流行，中國的電動汽車市場在 2020 年上半年暴跌。第一季度的銷售量同比下跌 40%，第二季度開始復甦，季度環比增長一倍以上，但較 2019 年上半年銷售量仍同比下跌 25%。電動汽車市場比整體市場略遜一籌，期內中國車廠付運了 761 萬輛乘用車，同比下降 23.4%。

特斯拉驅動中國電動汽車市場強勁增長。隨著上海 Gigafactory 3 工廠投產，開始釋出國內產能。短短幾個月內，特斯拉就超越比亞迪，進佔中國電動汽車市場首位。特斯拉首席執行官馬斯克在媒體強勁宣傳下主持了第一批 Model 3 從生產線向車主的交付儀式。

圖示 1：馬斯克與 Gigafactory 3 量產車購買者交付儀式合照



資料來源：bloomberg.com

圖示 2：新能源乘用車 2020 年上半年上險量



資料來源：evpartner.com

國內造車新勢力銷量排名迅速提升

造車新勢力出現好兆頭，銷售排名迅速上升。強勁勢頭一直持續到七月份，儘管與特斯拉的出貨量無法匹敵，但他們的一些產品線越來越接近特斯拉。然而在電動汽車購買者看重的品牌形象方面，差距仍然巨大。就出貨量而言，2020年首六個月特斯拉交付了45,754輛Model 3，而前十大國內造車新勢力所有型號累計交付了45,795輛。

相較之下，比亞迪單一型號銷量最大的全新秦型號期內銷量只是剛過兩萬輛。然而最實惠的元型號銷量並不理想，儘管其補貼後的價格可低至人民幣89,900元，但銷量同比下跌80%，其305公里續航里程及42度電電池組明顯過於短少。

圖示 3：國內造車新勢力強勁的銷售勢頭持續到七月



資料來源：evpartner.com

在造車新勢力中，蔚來汽車七月份銷售遙遙領先，其後依次是理想、威馬、小鵬、零跑。

蔚來正計劃在九月推出 EC6 SUV 轎跑車，豐富其高端產品陣容和提升品牌形象，這與某些專注於單一型號的造車新勢力廠家形成強烈對比。

面對更嚴格的政府補貼計劃環境，一些電動汽車製造商能否存活成疑，已有些廠商關閉工廠，停止向工人支付工資以及傳聞有關鍵管理人員逃離。

恆大新能源汽車恒馳系列廣而告之

近期最引人注目的事件肯定是恆大新能源汽車的恒馳系列電動汽車。在持續一個多星期的電視廣告活動中，它以強有力的品牌建設廣告轟炸觀眾。儘管車型只是簡單地從 1 到 6 編號，即恒馳 1 至恒馳 6，且到 2021 年末才開始批量生產，但產品種類豐富，包括從轎車到 SUV 甚至七座廂式車的各種車體樣式。而其工廠建設時間表與特斯拉的上海 Gigafactory 3 大致相當。

圖示 4：恆大新能源汽車恒馳 1 至 6 號產品陣容

資料來源：electrive.com

恆大新能源汽車強力推谷電動汽車業務，最終達至年產百萬輛目標，並在業績報告中重點介紹了直至 2023 年的多年詳細現金流量預測。毫無疑問，它絕對是中國乃至全球市場的遊戲規則改變者，並與特斯拉在國內和國際市場上硬拼。在這個巨人的重壓下，較小的造車新勢力如何應對將是關注重點，他們有 12 個月時間作全面回應。

恒馳：目標在何方

雖然恒馳在媒體宣傳活動中提供了六種型號，但技術細節和產品規格等卻欠奉。每年 100 萬輛出貨量肯定會與特斯拉直接硬拼。如果沒有強大的品牌和基礎設施的支持，這將是一項不可能的任務。恆大新能源汽車仍有 12 個月時間來做更多的品牌廣告和基礎設施建設，這可以靠大量預算支撐。但至少在高層管理人員和產品開發團隊的腦海中，產品組合和戰略方向應該已經確定，只是仍未公告而已。

我們特別感興趣的是恒馳在長續航里程車型的發展方向，尤其是在 LFP 電池的部署方面。正如我們上次報告中所述，特斯拉已經表明了在這一方面上的意圖，這亦可能是恒馳突破的關鍵。

快速回顧特斯拉的產品發佈時間表，突顯其先作超級豪華跑車打造品牌方面的戰略考量，再以豪華車型延續口口相傳，繼以可負擔車型數量取勝及貢獻利潤，正如其產品系列命名一樣：SEXY。

接下來如何?可能是長續航里程 LFP 電池轎車。

在問錢在何方之前，先問電池在哪裡

從電動汽車這一新業務領域中雄心勃勃的商業計劃，可看出恆大新能源汽車及其母公司中國恆大期望在房地產開發業務以外再創新天地。現距離其首款產品推出尚有 12 個月時間，我們只看到了一款外形中規

中矩的產品恒馳 1，並沒有任何技術規格細節和供應鏈的規劃公告。特斯拉以自行製造電池自給自足聞名。而恆大新能源汽車在供應鏈中的這一關鍵環節上不表一言。儘管世界各地的電池製造商都在擴大產能，但要供應 100 萬輛電動汽車則是另一回事。恒馳最簡單粗暴的方法可能是從現存業者那裡獲取電池。那意味著它們將何去何從呢？我們將跟進下一步發展。

電動汽車充電基礎設施市場高度分散

儘管恆大新能源汽車將其車輛作為廣告宣傳重點，但老牌業者則忙於建設基礎設施，特別是充電站和快速充電樁，甚至在充電基礎設施并行換裝電池組。

目前，中國的電動汽車充電產業有三大營運細分：國有企業如國家電網和南方電網；電池充電樁製造商如特來電和星星充電；電動汽車製造商如小鵬汽車和特斯拉，均在建設自己的充電站。儘管多樣化的環境鼓勵競爭，但標準和支付系統尚未統一，因此難以在全國範圍內實施可互通的充電系統。特斯拉是電動汽車領域無可爭議的領導者，早就意識到這一點，自 2015 年以來一直在中國建立自己的充電樁網絡。蔚來汽車正努力通過應用程序統一市場，以突破障礙允許跨品牌型號電動汽車充電。

造車新勢力透過上市融資

造車新勢力再傳好消息。小鵬和理想在美國股票市場上市，獲得投資者熱烈反應，籌集數十億美元資金。市場消息有傳其他國內造車新勢力車企有意在上海證券交易所科創板上市。特斯拉最近亦通過出售股票籌集高達 50 億美元資金。

嵌入 SEPT 框架中

以上的總覽部分已經涵蓋了部份主題，以下我們將按 SEPT 框架作重點介紹。因應電動汽車領域有重要的技術開發方向，因此在技術框架部分再作深入介紹。

SEPT 框架的社會面

作為基礎設施建設的一部分，蔚來和其他電動汽車製造商一直積極考慮車架換裝電池組方案，最近取得重大進展。為實施換裝，必須從車體設計入手，使其可以便捷卸下和重新裝入電池組。蔚來是這個領域的領跑者。

蔚來在中國建立了 143 個這樣的電池組換裝站，目標是營運 1,100 個。目前，蔚來汽車的車主可以從蔚來汽車購買新的電池組，並在這些站點完成換裝服務。這有助於經常行駛長里程的用家，解決電池快速老化續航里程縮短的問題。然而，與新購電動汽車相比，電池組佔高成本比例使得換裝電池組技術不具吸引力。而蔚來提供的新電池租賃服務可以使其成為一個真正的選擇。

蔚來電池租用服務啟動

8 月，蔚來汽車向新電動汽車購買者推出了電池租用服務（BaaS），使電池成本與車體成本脫鉤。蔚來客戶可以選擇不帶電池組的電動汽車車體，節省 70,000 元人民幣，而只需每月支付 980 元人民幣向蔚來和其他夥伴合組的公司租用電池組。蔚來客戶也可以選擇將來進行電池升級。這很適合大里程使用量用家，可解決電池快速老化，續航里程在兩三年間迅速下降的問題。此外，如果未來電池技術進步可於同一車架中安放更大千瓦時容量電池組，則現有的電動汽車車主可以輕鬆擴展續航里程。

蔚來將推出 EC6 SUV 轎跑車

蔚來將推出高端型號 EC6 SUV 轎跑車以豐富產品線，而部份業者則滿足現狀。雖然並非所有電動汽車生產商都必須提供涵蓋所有細分市場的完整產品系列，但參考化石燃料同行，產品範圍太窄可能對企業中長期發展不利。

即使對於那些專注於單個產品或單個細分市場的電動汽車業者，品牌塑造仍然是必要的。更重要的是，他們必須在自己的細分市場中表現出色並保持穩固的地位，因為這對他們而言是生死存亡的問題。

當然，在每個新興行業中，都有一條另類途徑，那就是將業務出售給其他業者進行合併。但這是假設企業在某一關鍵領域，例如技術，品

牌，銷售網絡等方面很強才有望成功合併，但在中國市場我們未看到這種情況。

SEPT 框架的經濟面

在經濟上的可持續性方面，蔚來汽車再次成為這方面的領先者，無論是就其自身還是對客戶的價值而言。它在 2020 年第二季度的出貨量方面取得了長足的進步，並錄得了正的汽車利潤率，蔚來特別將其定義為汽車銷售的利潤率，僅根據汽車銷售產生的收入和銷售成本計算得出。

鑑於電池老化問題，蔚來的電池租用服務確實能為那些長里程用家提供選擇以滿足他們的需求。細節如每月 980 元人民幣的租用費是否適用於所有用家，或者對長里程用家收費更高等仍有待了解。一年租金人民幣 11,760 元，相對初始購車價格降低人民幣 70,000 元，其收益率為 16.8% 或 6 年的回收期。

其他電動汽車製造商是否會效仿仍有待觀察，尤其是那些主攻汽車租賃和出租車市場的製造商。電池租賃計劃可以幫助此類購車者降低資本投入。

SEPT 框架的政治面

儘管中國政府年前已大幅減少了電動汽車行業補貼並提高了合資格門檻，但亦不再進一步收緊，儘管也沒有放鬆。

為了支持電動汽車行業標準化，中國政府發布了電動汽車動力電池組安全標準。然而實際上，每個電動汽車製造商會根據其獨特動力要求設計優化其電池組電氣特性，故此標準化可能無法很快應用於國內數十家電動汽車製造商。

政府政策的另一個重要發展是在發動機、變速箱、方向機、前後橋和車架等五個關鍵部件上實施了報廢機動車回收管理辦法實施細則。儘管該法則適用於所有報廢車輛，但對電動汽車有特別意義。根據先前新聞報導，浙江嘉興的電動汽車墓地收容了數年前投放於共享汽車市場的 4,000 輛電動汽車。另外部份電池老化容量下降，續航里程縮短的電動汽車仍在使用的。此新法則可能有助於回收有用零件，例如電動摩打和方向機，並挑選老化程度較小的電池組進行翻新。基於誠實申報和適當的產品標籤，這些翻新零件甚至是重新組裝的電動汽車可能找到適合的客戶群。

SEPT 框架的技術面

期內技術領域有一個重要的發展。比亞迪在三月份宣布了其刀片式電池的關鍵發展。新電池具有更好的熱穩定性和更強的抗碰撞性。該產品已通過針刺測試，模擬電池內部短路時的安全性能。

圖示 5：亞迪刀片式電池針刺測試



資料來源：byd.com

比亞迪還宣布，與傳統的磷酸鐵鋰（LFP）電池模組相比，該電池組的空間利用率可提高 50% 以上，單個電池以陣列形式排列，然後組裝成電池組。

其他新聞評論提供更詳細信息。比亞迪通過將常規的方形 LFP 電池改為長而薄的外形，直接組成電池組的結構部件，從而簡化電池組設計，跳過模塊提高空間使用效率，在相同的有限空間，實現更高的能量密度。

然而，這種刀片式電池並不是電極材料或技術的創新，而只是電池製造工藝的改進。其長度可達 2 米，厚度僅為 13.5 毫米。

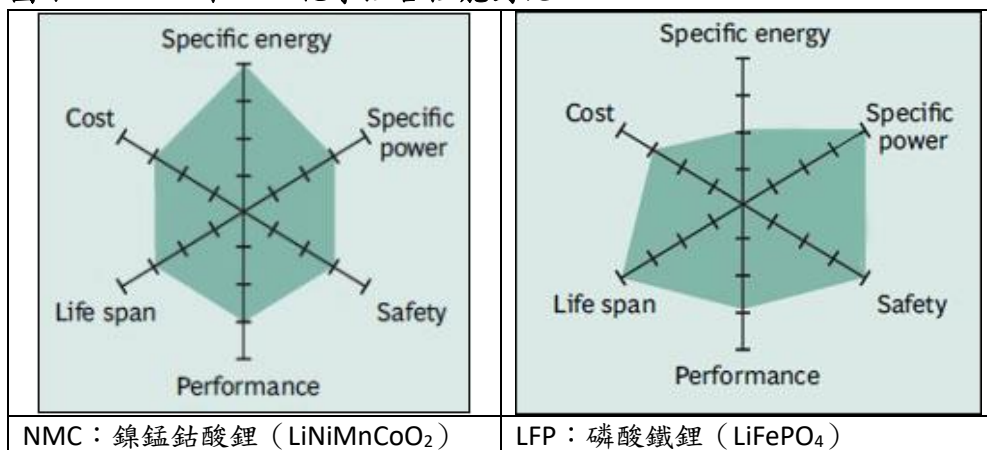
只是改進冗餘空間利用率或還是整個空間利用率

在仔細研究了比亞迪的聲明後，50% 的提升是指空間利用率，而不是按每公斤蓄電量或每升蓄電量為單位的能量密度，而這才是電池化學的關鍵指標。我們尚未看到刀片式電池實施方案，以了解 50% 的空間利用率提升是僅適用於電池組邊緣空間或還是整個電池箱的全部空間。

儘管我們看到比亞迪的針刺測試確實證明了一項關鍵技術的發展，仍有待全面評估這種技術的業務潛力。

重溫 LFP 化學組合與 NMC 特性，LFP 在安全性方面表現出色，但其單位能量，按每公斤蓄電量及每升蓄電量計則較 MNC 遜色。

圖示 6：NMC 和 LFP 化學組合性能對比



資料來源: batteryuniversity.com

東芝的 SCiB LTO 電池針刺測試

作為背景信息，大約 10 年前東芝的 SCiB LTO 電池已能通過針刺測試，但此技術并未在電動汽車廣泛應用。當然，LTO 技術存在固有的缺陷，其中之一就是其低電壓限制了其能量密度。

實際上，很少電動汽車自燃是由可見的電池單元穿透引起的。通常火災大多數發生在充電過程中，而在停車場停置的電動汽車則很少發生。儘管此類自燃新聞非常多，但欠缺詳細的記錄以供分析，諸如電池老化程度、電池充電狀態、電池溫度、電流密度和其他技術細節。

設計，傳感器和控制電路是預防火災的關鍵

已知某些電池起火是由於不良設計導致的，這些設計要求太嚴格的製造公差。最著名的案例是三星 Note 7 事件，其電池化學成分雖已廣泛應用，但設計要求的精確度無法在工廠量產時實現。

引起火災的最常見原因是電池過度充電或以高於安全閾值的大電流充電。要完全說明涉及太多技術性問題，但通過傳感器和控制電路集成到電池模塊中以監視電池溫度、充電電流、老化狀態等，並調節充電電流，將電池冷卻至安全許可溫度以下，可以解決問題。安全優先於快速充電。

我們期望看到配備刀片式電池技術的比亞迪漢型號電動汽車的性能，其 NEDC 續航里程可達 605 公里。到目前為止，比亞迪已獲得超過 3 萬輛的訂單。

結論：適者生存

COVID-19 疫症大流行淘汰數家造車新勢力後，中國電動汽車製造商仍然要面對挑戰，陷入特斯拉迫在眉睫的壓力和 12 個月即將到來的恆大新能源汽車恒馳攻勢兩面夾擊。

中國市場現有太多財政虛弱業者，電動汽車製造商之間合併無可避免。隨著一些造車新勢力已完成和計劃進行的首次公開募股上市以及在次級市場融資增加資金儲備，那些仍處於研發和概念階段的業者將成為獵物。很不幸的是，當中很多業者在技術、市場細分等方面缺乏任何賣點。那些業者將不復存在，只是時間問題。

蔚來汽車在豐富其高端產品組合，建設電池組換裝站等基礎設施以及通過電池租用服務提供融資選擇方面取得了進展。其他電動汽車廠商仍然未見更多作為，只是已時日無多了。

恆大新能源汽車恒馳將在 12 個月左右在國內和國際市場上首次推出數十萬輛電動汽車。很難預期中國和國際市場在如此短時間內快速增長至足以容納恒馳每年一百萬輛的產能，對此我們持悲觀看法，更多的電動汽車廠商將無法以獨立實體存在，或者根本不復存在。

中國電動汽車製造商要發展和捍衛採用 LFP 化學組合加長續航里程這最後一席之地，不幸的是這一領域尚未見重大進展。邏輯很簡單并重複一次：他們應看到短續航里程的死胡同，LFP 化學組合的固有缺點和限制，也應該看到將 LFP 化學組合廉價生產成本和長續航里程相結合的潛力。此外，市場消息有傳特斯拉正朝著這個方向發展。如果特斯拉搶在中國電動汽車製造商之前在這一細分市場上取得成功，那麼留給中國電動汽車製造商的就所剩無幾了。我們最新將恆大新能源汽車恒馳也加入此列。

ANALYST CERTIFICATION

THE RESEARCH ANALYST, H. C. KWAN, WHO IS PRIMARILY RESPONSIBLE FOR THE CONTENT OF THIS RESEARCH REPORT, IN WHOLE OR IN PART, CERTIFIES THAT WITH RESPECT TO THE SECURITIES OR ISSUER THAT THE ANALYST COVERED IN THIS REPORT: (1) ALL OF THE VIEWS EXPRESSED ACCURATELY REFLECT HIS OR HER PERSONAL VIEWS ABOUT THE SUBJECT SECURITIES OR ISSUER; AND (2) NO PART OF HIS OR HER COMPENSATION WAS, IS, OR WILL BE, DIRECTLY OR INDIRECTLY, RELATED TO THE SPECIFIC VIEWS EXPRESSED BY THAT ANALYST IN THIS REPORT.

BESIDES, THE ANALYST CONFIRMS THAT NEITHER THE ANALYST NOR HIS/HER ASSOCIATES (AS DEFINED IN THE CODE OF CONDUCT ISSUED BY THE HONG KONG SECURITIES AND FUTURES COMMISSION) (1) HAVE DEALT IN OR TRADED IN THE SECURITIES COVERED IN THIS RESEARCH REPORT WITHIN 30 CALENDAR DAYS PRIOR TO THE DATE OF ISSUE OF THIS REPORT; (2) WILL DEALT IN OR TRADED IN THE SECURITIES COVERED IN THIS RESEARCH REPORT 3 BUSINESS DAYS AFTER THE DATE OF ISSUE OF THIS REPORT; (3) SERVE AS AN OFFICER OF ANY OF THE HONG KONG LISTED COMPANIES COVERED IN THIS REPORT; AND (4) HAVE ANY FINANCIAL INTERESTS IN THE HONG KONG LISTED COMPANIES COVERED IN THIS REPORT.

RECOMMENDATION DEFINITIONS

BUY: SHARE PRICE EXPECTED TO APPRECIATE 20% OR MORE IN THE NEXT 12-MONTH
HOLD: SHARE PRICE EXPECTED TO APPRECIATE BETWEEN 5% AND 20% IN THE NEXT 12-MONTH
SELL: SHARE PRICE EXPECTED TO APPRECIATE LESS THAN 5% IN THE NEXT 12-MONTH
NOT RATED: NO SPECIFIC SHARE PRICE ESTIMATIONS ARE MADE

DISCLOSURES OF RELEVANT BUSINESS RELATIONSHIP

HOORAY SECURITIES LIMITED (THE "HOORAYSEC") AND ITS AFFILIATE HOORAY CAPITAL LIMITED (TOGETHER THE "HOORAY GROUP") ARE LICENSED CORPORATIONS UNDER THE SECURITIES AND FUTURES ORDINANCE (THE "SFO"), MAY, UNDER CIRCUMSTANCES PERMITTED BY LAW, PARTICIPATE IN THE OFFERINGS OF SECURITIES MENTIONED IN THIS REPORT.

HOORAY GROUP MAY, TO THE EXTENT PERMITTED BY LAW, OWN OR HAVE A POSITION IN THE SECURITIES OF (OR OPTIONS, WARRANTS OR RIGHTS WITH RESPECT TO, OR INTEREST IN, THE SHARES OR OTHER SECURITIES OF) THE COMPANY MENTIONED IN THIS REPORT. HOORAY GROUP MAY ADD TO OR DISPOSE OF ANY SUCH SECURITIES OR MAKE A MARKET OR ACT AS A PRINCIPAL IN ANY TRANSACTION IN SUCH SHARES OR OTHER SECURITIES. HOORAY GROUP MAY FROM TIME TO TIME PROVIDE INVESTMENT BANKING, UNDERWRITING OR OTHER SERVICE TO, OR SOLICIT INVESTMENT BANKING, UNDERWRITING, OR OTHER BUSINESS FROM THE COMPANY.

HOORAY GROUP HAS NO MORE THAN 1% FINANCIAL INTERESTS IN THE COMPANY AS AT SEPTEMBER 8, 2020.

HOORAY GROUP DOES NOT ACT AS A MARKET MAKER FOR THE COMPANY ON SEPTEMBER 8, 2020.

NO EMPLOYEE OF HOORAY GROUP SERVES AS AN OFFICER OF THE COMPANY AS AT SEPTEMBER 8, 2020.

HOORAY GROUP ACTS NO INVESTMENT BANKING ROLES FOR THE COMPANY WITHIN THE PAST 12 MONTHS.

DISCLAIMER

THIS DOCUMENT IS STRICTLY CONFIDENTIAL TO THE RECIPIENT, AND MAY NOT BE DISTRIBUTED TO THE PRESS OR OTHER MEDIA, AND MAY NOT BE REPRODUCED IN ANY FORM, AND MAY NOT BE TAKEN OR TRANSMITTED INTO THE UNITED STATES OR PROVIDED OR TRANSMITTED TO ANY U.S. PERSON (WITHIN THE MEANING OF REGULATIONS UNDER THE U.S. SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED), INCLUDING ANY BRANCH OR AGENCY OF A NON-U.S. PERSON(S) LOCATED IN THE UNITED STATES. FAILURE TO COMPLY WITH THIS RESTRICTION MAY CONSTITUTE A VIOLATION OF UNITED STATES SECURITIES LAWS. THIS REPORT MAY NOT BE SENT INTO CANADA OR TO ANY CANADIAN PERSON. THIS REPORT MAY NOT BE SENT INTO JAPAN. THIS REPORT MAY NOT BE DISTRIBUTED OR PASSED TO ANY PERSON OTHER THAN A PERSON WHOSE ORDINARY BUSINESS IS TO BUY OR SELL SHARES OR DEBENTURES, WHETHER AS PRINCIPAL OR AS AGENT. THE DISTRIBUTION OF THIS REPORT IN OTHER JURISDICTIONS MAY BE RESTRICTED BY LAW, AND PERSONS INTO WHOSE POSSESSION THIS REPORT COMES SHOULD INFORM THEMSELVES ABOUT, AND OBSERVE, ANY SUCH RESTRICTIONS. BY ACCEPTING THIS REPORT, THE RECIPIENT AGREES TO BE BOUND BY THE FOREGOING LIMITATIONS.

THIS REPORT HAS BEEN PREPARED BY HOORAY GROUP TO PROVIDE BACKGROUND INFORMATION ABOUT THE COMPANY. IT HAS BEEN PRODUCED INDEPENDENT OF THE COMPANY, AND THE FORWARD-LOOKING STATEMENTS, OPINIONS, AND EXPECTATIONS CONTAINED HEREIN ARE ENTIRELY THOSE OF HOORAY GROUP AND ARE GIVEN AS PART OF ITS NORMAL RESEARCH ACTIVITIES AND NOT IN CONNECTION WITH ANY OFFERING OF SECURITIES OR AS AN AGENT OF THE COMPANY, ITS SHAREHOLDERS OR ANY OTHER PERSONS. THE READER IS CAUTIONED THAT ACTUAL RESULTS MAY DIFFER MATERIALLY FROM THOSE SET FORTH IN ANY FORWARD-LOOKING STATEMENTS HEREIN. WHILE ALL REASONABLE CARE HAS BEEN TAKEN TO ENSURE THAT THE FACTS STATED HEREIN ARE ACCURATE AND THAT THE FORWARD-LOOKING STATEMENTS, OPINIONS AND EXPECTATION CONTAINED HEREIN ARE BASED ON FAIR AND REASONABLE ASSUMPTIONS, NONE OF HOORAY GROUP, ITS ASSOCIATES INCLUDING HOORAYSEC, AND THE COMPANY HAS INDEPENDENTLY VERIFIED ANY OF THE INFORMATION HEREIN. IF THE COMPANY SHOULD AT ANY TIME COMMENCE AN OFFERING OF SECURITIES, ANY DECISION TO INVEST IN ANY SUCH OFFER TO SUBSCRIBE FOR OR ACQUIRE SECURITIES OF THE COMPANY MUST BE BASED WHOLLY ON THE INFORMATION CONTAINED IN THE FINAL OFFERING MEMORANDUM ISSUED OR TO BE ISSUED BY THE COMPANY IN CONNECTION WITH ANY SUCH OFFER AND NOT ON THE CONTENTS HEREOF. THIS IS NOT AND SHALL NOT BE TREATED AS AN OFFER (OR SOLICITATION OF AN OFFER) TO BUY OR SELL THE SECURITIES/INSTRUMENTS MENTIONED. HOORAY GROUP DOES NOT REPRESENT THIS IS ACCURATE OR COMPLETE AND WE MAY NOT UPDATE THIS. ACCORDINGLY, NONE OF THE COMPANY, ANY UNDERWRITER OF SECURITIES OF THE COMPANY, OR ANY OF THEIR RESPECTIVE DIRECTORS, OFFICERS OR EMPLOYEES, SHALL IN ANY WAY BE RESPONSIBLE FOR THE CONTENTS HEREOF, OR SHALL BE LIABLE FOR ANY LOSS ARISING FROM USE OF THIS REPORT OR OTHERWISE ARISING IN CONNECTION THEREWITH. BY ACCEPTING THIS REPORT, THE RECIPIENT AGREES TO BE BOUND BY THE FOREGOING LIMITATIONS.

© 2020 HOORAY SECURITIES LIMITED ALL RIGHTS RESERVED

NO PART OF THIS MATERIAL MAY BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED WITHOUT THE PRIOR WRITTEN CONSENT OF HOORAY SECURITIES LIMITED.

聯絡我們

H. C. Kwan	kwan.hc@hooraysec.com.hk	(852) 2159 – 4506
研究部	research@hooraysec.com.hk	(852) 2159 – 4500
好盈證券有限公司 香港干諾道中148號 粵海投資大廈1樓		
總機：		(852) 2159 – 4500
客戶服務：		(852) 2159 – 4515
交易專線：		(852) 2159 – 4511
傳真：		(852) 2110 – 4044