

# 阿里巴巴 (BABA US)

## 营收超预期，上调 FY18 增速指引

- ❖ **3QFY18 营收超预期，上调 FY18 增速指引。**3QFY18 收入同比增长 56%，较一致预期高 4%；此外，公司上调 FY18 全年收入指引至同比增长 55%~56% (vs. 此前 49%~53%)。Non-GAAP 净利润同比增长 20%，符合我们的预期，但较一致预期略低 0.8%，归因于：1) 新零售投入、菜鸟并表及内容投入加大下毛利率的下滑；2) 其他净收益的大幅减少（该季度为-3.5 亿，相较于 3QFY17 +30 亿），受汇兑损益波动及蚂蚁金服利润分成减少影响。如若剔除该项净收益变动，集团净利润超预期。
- ❖ **电商增长强劲，用户净增加速。**核心电商同比增长 57%，受益于客户管理收入及佣金的上扬。精准营销下广告价格的增加助推客户管理收入同比增长 39%。天猫 GMV 同比增长 43% (vs. 京东 GMV 增速指引 35%~39%)，表现依旧强劲。佣金收入同比增长 34%，增速低于 GMV 增长，归因于商户补贴的加大。此外，用户数据及新零售均表现亮眼：1) 新零售增长驱动下，中国零售部分的“其他收入”同比增长超过 5 倍；2) 年度活跃客户实现加速增长，同比增长 16%，移动 MAU 同比增长 18%。虽然新零售业务盈利能力较弱，但我们看好未来新零售的营收增长空间，线下数字化运营也将反哺线上消费数据分析。
- ❖ **云计算加速增长持续。**受付费用户强劲增长、高附加值服务对收入结构的优化驱动，3QFY18 云收入加速增长持续，同比增长 104%。息税摊销前亏损率为 5%，同比持平。目前云计算战略重心依旧为扩大市场份额，降价措施或使息税摊销前亏损率短期波动，但有望拉长收入高速增长持续阶段。
- ❖ **入股蚂蚁金服。**公司宣布入股并持有蚂蚁金服 33% 的股权（按 2014 年招股书交易安排）。该项安排正面影响如下：1) 业务层面，便于加强新零售及国际化推进过程中集团与蚂蚁金服的协同；2) 财务层面，37.5% 的利润分成终止，转为关联公司 33% 的权益，对集团整体财务影响较小（考虑蚂蚁金服净利润体量）；3) 该安排或为蚂蚁金服上市铺路（明确股权、支出减少）。
- ❖ **超前投资或短期摊薄净利润率，但对长期净利润增长影响有限。**3QFY18 新零售/全球化/补贴/菜鸟分别拖累电商 EBITA 利润率 4~5%/2~3%/2~3%/4%，该负面效应被经营效率改善部分抵消（3~4%），从而使得核心电商 EBITA 利润率同比下降 11%。展望 4QFY18，公司预计补贴（改善用户体验）力度将持续加大，对 EBITA 利润率负面影响为中高个位数。短期净利润率或承压，但我们认为对整体净利润增长表现影响有限，源于：1) 经营效率优化；2) 投入加大下收入端的超预期增长将抵消净利润率压力。
- ❖ **维持「买入」评级，目标价 US\$237.8。**我们上调 FY18/19/20 收入 +2%/2%/3%，但净利润预测基本维持不变。更新模型后，上调目标价至 US\$237.8，对应 FY19 34x PE，基于 SOTP 估值：1) 电商：每股 US\$192.7，对应 20x FY19 EV/EBITA；2) 阿里云：每股 US\$11，对应 8x FY19 PS；3) 其他：每股 US\$34.1。重申「买入」评级。

### 财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	101,143	158,273	246,111	331,525	421,705
调整后净利润(百万人民币)	42,621	60,252	85,017	113,037	144,419
调整后 EPS(人民币)	16.6	23.4	33.0	43.9	56.1
EPS 变动 (%)	19.5%	40.8%	41.1%	33.0%	27.8%
市盈率(x)	73.2	52.0	36.9	27.7	21.7
市帐率(x)	12.5	9.7	8.0	6.4	5.1
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	17.1	18.6	21.6	23.1	23.6
净财务杠杆率 (%)	3.5	13.8	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

### 买入 (维持)

目标价	US\$237.8
(此前目标价)	US\$222.3)
潜在升幅	+27.0%
当前股价	US\$187.3

### 黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

### TMT 行业

市值(百万美元)	479,730
3 月平均流通量 (百万美元)	3,907.9
5 周内股价高/低 (美元)	206/100
总股本 (百万)	2,529.4

资料来源：彭博

### 股东结构

软银集团	29.2%
雅虎	15.0%
马云	7.0%

资料来源：彭博

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.9%	-4.9%
3-月	2.2%	-10.3%
6-月	22.2%	3.3%

资料来源：彭博

### 股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.alibabagroup.com

## 3QFY18 营收超预期，上调 FY18 增速指引

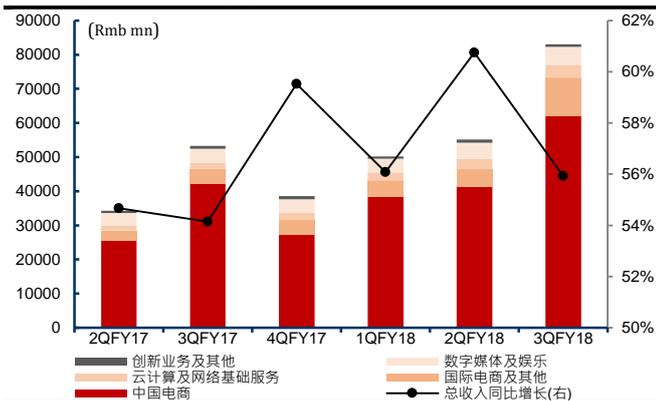
3QFY18 收入同比增长 56%，较一致预期高 4%；此外，公司上调 FY18 全年收入指引至同比增长 55%~56% (vs. 此前 49%~53%)。Non-GAAP 净利润同比增长 20%，符合我们的预期，但较一致预期略低 0.8%，归因于：1) 新零售投入、菜鸟并表及内容投入加大下毛利率的下滑；2) 其他净收益的大幅减少 (该季度为 -3.5 亿，相较于 3QFY17 +30 亿)，受汇兑损益波动及蚂蚁金服利润分成减少影响。如若剔除该项净收益变动，集团净利润超预期。

图 1: 季度财务概览

年结: 3月31日 (百万人民币)	2QFY17	3QFY17	4QFY17	1QFY18	2QFY18	3QFY18	3QFY18 YoY	3QFY18 QoQ
<b>收入</b>	<b>34,292</b>	<b>53,248</b>	<b>38,579</b>	<b>50,184</b>	<b>55,122</b>	<b>83,028</b>	<b>56%</b>	<b>51%</b>
中国电商	25,544	42,316	27,284	38,353	41,271	62,031	47%	50%
国际电商及其他	2,949	4,260	4,286	4,674	5,191	11,213	163%	116%
云计算及网络基础服务	1,493	1,764	2,163	2,431	2,975	3,599	104%	21%
数字媒体及娱乐	3,608	4,063	3,927	4,081	4,798	5,413	33%	13%
创新业务及其他	698	845	919	645	887	772	-9%	-13%
销售成本	(13,123)	(19,126)	(15,490)	(17,460)	(22,002)	(35,078)	83%	59%
<b>毛利</b>	<b>21,169</b>	<b>34,122</b>	<b>23,089</b>	<b>32,724</b>	<b>33,120</b>	<b>47,950</b>	<b>41%</b>	<b>45%</b>
毛利率	62%	64%	60%	65%	60%	58%	-6ppts	-2ppts
研发费用	(4,134)	(4,420)	(4,518)	(4,696)	(5,083)	(6,289)	42%	24%
销售费用	(3,878)	(4,490)	(4,332)	(4,850)	(6,266)	(8,542)	90%	36%
行政费用	(2,815)	(3,287)	(3,394)	(3,679)	(3,439)	(4,572)	39%	33%
其他收益 (费用)	(1,297)	(1,261)	(1,313)	(1,986)	(1,748)	(2,551)	102%	46%
<b>经营利润</b>	<b>9,045</b>	<b>20,664</b>	<b>9,532</b>	<b>17,513</b>	<b>16,584</b>	<b>25,996</b>	<b>26%</b>	<b>57%</b>
税前利润 (GAAP)	9,664	23,815	15,849	20,072	21,009	48,447	103%	131%
所得税	(2,022)	(5,110)	(4,553)	(4,653)	(2,719)	(6,663)	30%	145%
非控制股东权益	548	698	795	652	260	741	6%	185%
<b>净利润</b>	<b>7,623</b>	<b>17,855</b>	<b>10,647</b>	<b>14,683</b>	<b>17,668</b>	<b>24,073</b>	<b>36%</b>	<b>36%</b>
<b>NonGAAP净利润</b>	<b>12,949</b>	<b>22,491</b>	<b>10,440</b>	<b>20,019</b>	<b>22,089</b>	<b>27,007</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>
NonGAAP 净利润率	38%	42%	27%	40%	40%	33%	-11ppts	-7ppts

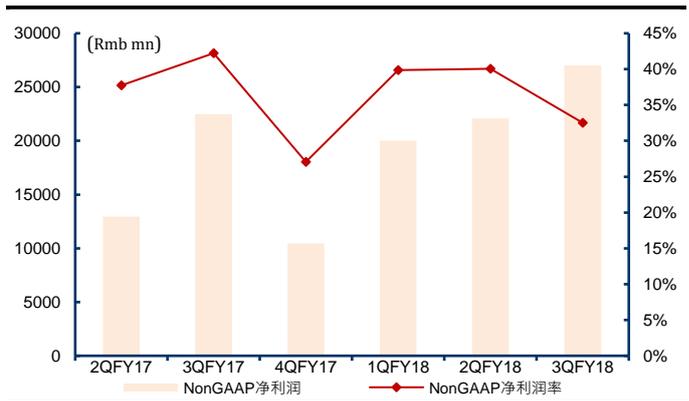
资料来源：公司，招银国际研究

图 2: 季度收入及增速



资料来源：公司，招银国际研究

图 3: Non GAAP 净利润

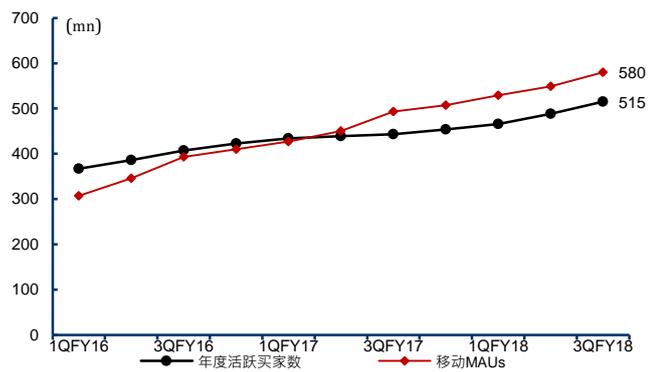


资料来源：公司，招银国际研究

## 电商增长强劲，用户净增加速

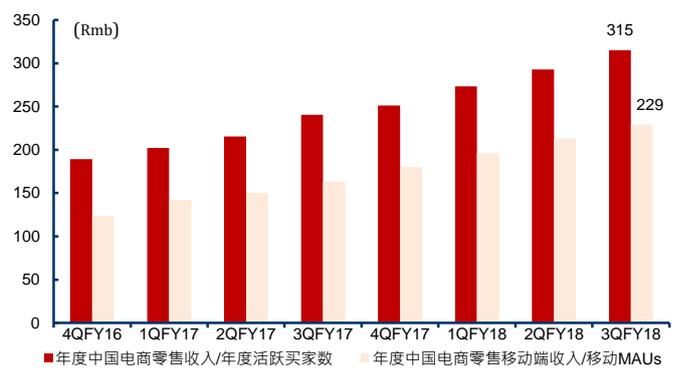
核心电商同比增长 57%，受益于客户管理收入及佣金的上扬。精准营销下广告价格的增加助推客户管理收入同比增长 39%。天猫 GMV 同比增长 43%（vs. 京东 GMV 增速指引 35%~39%），表现依旧强劲。佣金收入同比增长 34%，增速低于 GMV 增长，归因于商户补贴的加大。此外，用户数据及新零售均表现亮眼：1) 新零售增长驱动下，中国零售部分的“其他收入”同比增长超过 5 倍，剔除银泰收入，同比增长超过 3 倍，其收入占比 6%（vs. 3QFY17 <2%）；2) 年度活跃客户实现加速增长，同比增长 16%，移动 MAU 同比增长 18%。虽然新零售业务盈利能力较弱，但我们看好未来新零售的营收增长空间，线下数字化运营也将反哺线上消费数据分析。

图 4: 年度活跃买家数及移动 MAU 持续增长



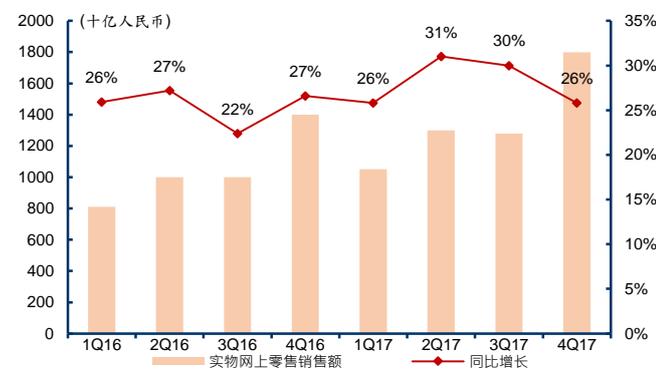
资料来源：公司，招银国际研究

图 5: 中国电商零售业务 ARPU 持续增长



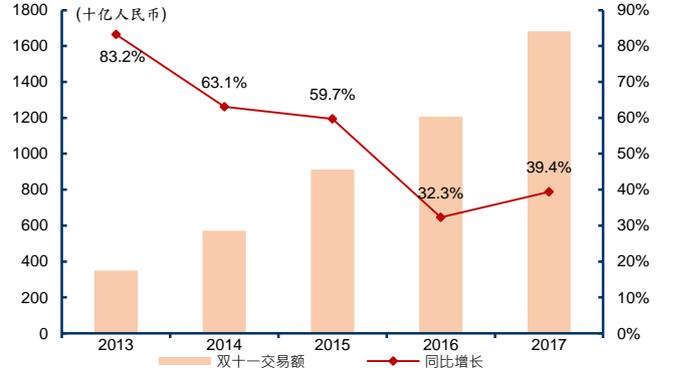
资料来源：公司，招银国际研究

图 6: 全国实物网上零售销售额



资料来源：国家统计局

图 7: 天猫历年双十一交易额

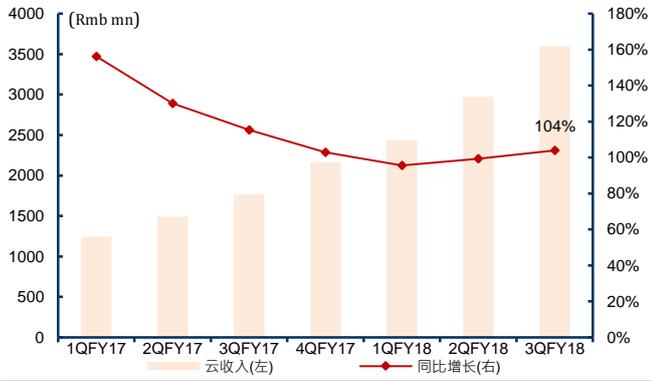


资料来源：公司，招银国际研究

## 云计算加速增长持续

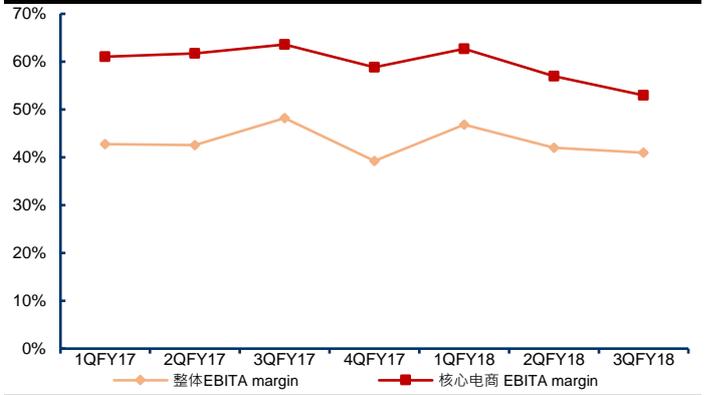
受付费用户强劲增长、高附加值服务对收入结构的优化驱动，3QFY18 云收入加速增长持续，同比增长 104%。息税摊销前亏损率为 5%，同比持平。目前云计算战略重心依旧为扩大市场份额，降价措施或使息税摊销前亏损率短期波动，但有望拉长收入高增长持续阶段。

图 8: 云服务收入及增速



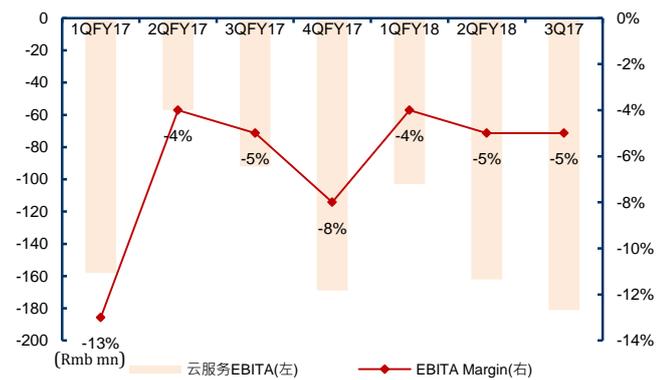
资料来源：公司，招银国际研究

图 9: 核心电商调整后 EBITA 利润率



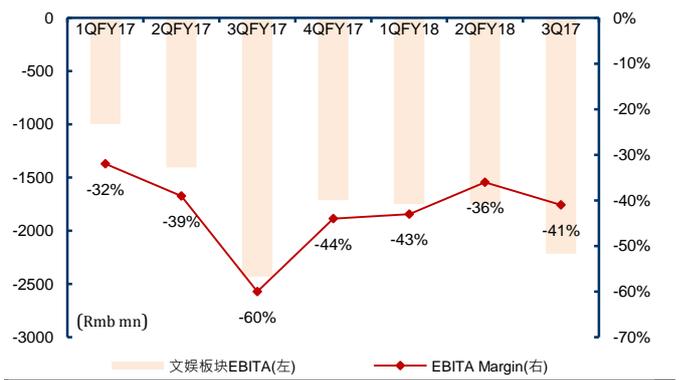
资料来源：公司，招银国际研究

图 10: 云服务调整后 EBITA



资料来源：公司，招银国际研究

图 11: 文娱业务调整后 EBITA



资料来源：公司，招银国际研究

**入股蚂蚁金服。**公司宣布入股并持有蚂蚁金服 33% 的股权（按 2014 年招股书交易安排）。该项安排正面影响如下：1) 业务层面，便于加强新零售及国际化推进过程中集团与蚂蚁金服的协同；2) 财务层面，37.5% 的利润分成终止，转为关联公司 33% 的权益，对集团整体财务影响较小（考虑蚂蚁金服净利润体量）；3) 该安排或为蚂蚁金服上市铺路（明确股权、支出减少）。

## 超前投资或短期摊薄净利润率，但对长期净利润增长影响有限

3QFY18 新零售/全球化/补贴/菜鸟分别拖累电商 EBITA 利润率 4~5%/2~3%/2~3%/4%，该负面效应被经营效率改善部分抵消（3~4%），从而使得核心电商 EBITA 利润率同比下降 11%。展望 4QFY18，公司预计补贴（改善用户体验、“年货节”推广）力度将持续加大，对 EBITA 利润率负面影响为中高个位数。短期净利润率或承压，但我们认为对整体净利润增长表现影响有限，源于：1）经营效率优化；2）投入加大下收入端的超预期增长将抵消净利润率压力。

图 12: 各项业务对核心电商 EBITA 利润率的影响

	3QFY18	4QFY18E
补贴（改善用户体验）	-2~3%	-中高单位数
新零售	-4~5%	-4~5%
全球化	-2~3%	-2~3%
菜鸟整合	-4%	-中单位数
经营效率优化	+3~4%	-中单位数
<b>核心电商 EBITA 利润率变化</b>	<b>-11%</b>	<b>-12~15%</b>

资料来源：招银国际预测

图 13: 预测调整

	收入(百万人民币)			调整后净利润(百万人民币)			EPADS (人民币)		
	此前预测	最新预测	变动	此前预测	最新预测	变动	此前预测	最新预测	变动
FY18E	241,337	246,111	2%	82,834	85,017	3%	32.19	33.04	3%
FY19E	324,011	331,525	2%	113,198	113,037	0%	43.99	43.93	0%
FY20E	411,329	421,705	3%	144,534	144,419	0%	56.17	56.13	0%

资料来源：招银国际预测

## 维持「买入」评级，目标价 US\$237.8

我们上调 FY18/19/20 收入+2%/2%/3%，但净利润预测基本维持不变。更新模型后，轻微上调目标价至 US\$237.8，对应 FY19 34x PE，基于 SOTP 估值：1）电商：每股 US\$192.7，对应 20x FY19 EV/EBITA；2）阿里云：每股 US\$11，对应 8x FY19 PS；3）其他：每股 US\$34.1。相较于体量相近的腾讯，我们认为公司目前估值较为吸引，且将是消费升级、“互联网服务实体经济”政策导向下的最直接受益者。维持长期看好观点，重申「买入」评级。

图 14: SOTP 估值

年结: 3月31日 (十亿美元)	估值		估值参数	倍数	权值 (EBITA/收入)
	总计	每股价值(美元)		FY19	FY19
核心电商	495.9	192.7	EV/EBITA	20.0	24.8
云计算	28.2	11.0	P/S	8.0	3.5
其他	87.8	34.1			
文娱	14.9	5.8	P/S	3.5	4.3
创新业务	2.6	1.0	P/S	3.0	0.9
菜鸟	3.9	1.5	基于最近一轮融资		
投资组合	38.9	15.1	基于投资组合分部估值		
净现金	27.4	10.7	基于现金流量表预测		
<b>公司估值</b>	<b>612</b>	<b>237.8</b>			

资料来源：招银国际预测

## 利润表

年结:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>101,143</b>	<b>158,273</b>	<b>246,111</b>	<b>331,525</b>	<b>421,705</b>
中国电商	84,321	119,788	184,340	239,111	298,976
国际电商	7,629	13,337	20,479	29,366	36,551
云计算及网络基础服务	3,019	6,663	12,660	22,154	36,555
数字媒体及娱乐	3,972	14,733	20,626	26,814	33,518
其他	2,202	3,752	8,006	14,079	16,106
销售成本	(34,355)	(59,483)	(96,968)	(131,284)	(170,791)
<b>毛利</b>	<b>66,788</b>	<b>98,790</b>	<b>149,143</b>	<b>200,241</b>	<b>250,915</b>
				<b>30%</b>	
研发费用	(13,788)	(17,060)	(27,392)	(36,899)	(45,544)
销售费用	(11,307)	(16,314)	(28,057)	(37,794)	(45,544)
行政费用	(9,205)	(12,239)	(17,720)	(23,538)	(29,098)
其他收益	(3,386)	(5,122)	(12,075)	(13,244)	(14,971)
<b>经营利润</b>	<b>29,102</b>	<b>48,055</b>	<b>63,900</b>	<b>88,766</b>	<b>115,757</b>
融资成本	(1,946)	(2,671)	(2,938)	(3,232)	(3,555)
联营公司	52,254	8,559	9,007	11,259	13,511
特殊收入	2,058	6,086	3,485	1,551	1,639
<b>税前利润</b>	<b>81,468</b>	<b>60,029</b>	<b>73,453</b>	<b>98,344</b>	<b>127,352</b>
投资损益	(1,730)	(5,027)	(3,971)	(3,971)	(3,971)
所得税	(8,449)	(13,776)	(16,857)	(22,569)	(29,226)
非控制股东权益	171	2,449	3,476	5,011	5,163
<b>净利润</b>	<b>71,460</b>	<b>43,675</b>	<b>56,102</b>	<b>76,815</b>	<b>99,318</b>
NonGAAP调整	(28,498)	16,645	28,915	36,222	45,101
<b>NonGAAP净利润</b>	<b>42,621</b>	<b>60,252</b>	<b>85,017</b>	<b>113,037</b>	<b>144,419</b>

来源:公司及招银国际研究部预测

## 资产负债表

年结:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>非流动资产</b>	<b>230,210</b>	<b>324,296</b>	<b>334,787</b>	<b>348,006</b>	<b>364,022</b>
物业、厂房及设备	13,629	20,206	27,962	31,976	37,069
联营公司	91,461	120,368	120,368	120,368	120,368
土地租赁费用	2,876	4,691	-	-	-
无形资产	87,015	139,528	146,953	156,159	167,082
其他	35,229	39,503	39,503	39,503	39,503
<b>流动资产</b>	<b>134,035</b>	<b>182,516</b>	<b>255,647</b>	<b>352,545</b>	<b>476,148</b>
现金及现金等价物	106,818	143,736	205,243	289,935	402,961
应收贸易款项	18,339	31,715	43,339	55,544	66,122
其他	8,878	7,065	7,065	7,065	7,065
<b>流动负债</b>	<b>52,039</b>	<b>93,771</b>	<b>107,927</b>	<b>123,262</b>	<b>138,598</b>
借债	4,304	14,897	14,897	14,897	14,897
应付贸易账款	27,334	49,508	63,664	78,999	94,335
应付税项	2,790	6,125	6,125	6,125	6,125
关连款项	-	-	-	-	-
其他	17,611	23,241	23,241	23,241	23,241
<b>非流动负债</b>	<b>62,317</b>	<b>88,920</b>	<b>88,920</b>	<b>88,920</b>	<b>88,920</b>
借债	1,871	30,959	30,959	30,959	30,959
递延税项	6,471	10,154	10,154	10,154	10,154
其他	53,975	47,807	47,807	47,807	47,807
夹层投资人权益	350	2,992	2,992	2,992	2,992
<b>净资产总值</b>	<b>249,539</b>	<b>321,129</b>	<b>390,595</b>	<b>485,376</b>	<b>609,660</b>
少数股东权益	32,552	42,330	38,854	33,843	28,679
<b>上市公司股东权益</b>	<b>216,987</b>	<b>278,799</b>	<b>351,741</b>	<b>451,534</b>	<b>580,981</b>

来源:公司及招银国际研究部预测

## 现金流量表

年结:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
年度利润	71,289	41,226	52,626	71,804	94,155
折旧和摊销	22,783	30,287	32,169	40,174	49,962
营运资金变动	10,454	9,923	14,156	15,335	15,335
其他	(47,690)	(1,110)	(8,944)	(9,371)	(7,571)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>56,836</b>	<b>80,326</b>	<b>90,007</b>	<b>117,942</b>	<b>151,881</b>
购置固定资产、无形资产及土地	(10,845)	(17,546)	(28,500)	(33,250)	(38,855)
联营公司	(24,209)	(67,692)	-	-	-
其他	(7,777)	6,874	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(42,831)</b>	<b>(78,364)</b>	<b>(28,500)</b>	<b>(33,250)</b>	<b>(38,855)</b>
股份发行	693	14,607	-	-	-
净银行借贷	1,859	1,127	-	-	-
股息	-	-	-	-	-
其他	(18,398)	17,180	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(15,846)</b>	<b>32,914</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(1,841)</b>	<b>34,876</b>	<b>61,507</b>	<b>84,692</b>	<b>113,026</b>
年初现金及现金等价物	108,193	106,818	143,736	205,243	289,935
汇兑	466	2,042	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>106,818</b>	<b>143,736</b>	<b>205,243</b>	<b>289,935</b>	<b>402,961</b>
受限制现金	-	-	-	-	-
<b>资产负债表的现金</b>	<b>106,818</b>	<b>143,736</b>	<b>205,243</b>	<b>289,935</b>	<b>402,961</b>

来源:公司及招银国际研究部预测

## 主要比率

年结:3月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售组合 (%)</b>					
中国电商	83.4	75.7	74.9	72.1	70.9
国际电商	7.5	8.4	8.3	8.9	8.7
云计算及网络基础服务	3.0	4.2	5.1	6.7	8.7
数字媒体及娱乐	3.9	9.3	8.4	8.1	7.9
其他	2.2	2.4	3.3	4.2	3.8
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

## 增长 (%)

收入	92.6	56.5	55.5	34.7	27.2
毛利	27.5	47.9	51.0	34.3	25.3
经营利润	16.8	65.1	33.0	38.9	30.4
调整后净利润	22.4	41.4	41.1	33.0	27.8

## 盈利能力比率 (%)

毛利率	66.0	62.4	60.6	60.4	59.5
税前利率	80.5	37.9	29.8	29.7	30.2
有效税率	(8.4)	(8.7)	(6.8)	(6.8)	(6.9)
净利率	70.5	26.0	21.4	21.7	22.3
调整后净利润率	42.1	38.1	34.5	34.1	34.2

## 资产负债比率

流动比率 (x)	2.6	1.9	2.4	2.9	3.4
平均应收账款周转天数	54.1	53.1	51.7	51.5	50.4
平均应付账款周转天数	250.6	228.6	204.3	191.9	180.3
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率 (%)	3.5	13.8	净现金	净现金	净现金

## 回报率 (%)

NonGAAP资本回报率	17.1	18.6	21.6	23.1	23.6
NonGAAP资产回报率	11.7	11.4	13.8	15.4	16.6

## 每股数据

NonGAAP每股盈利(人民币)	16.6	23.4	33.0	43.9	56.1
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	97.5	126.0	153.0	189.8	238.1

来源:公司及招银国际研究部预测

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。