

阿里巴巴 (BABA US)

以投入换市场，憧憬 2H 盈利增速回升

- ❖ **1QFY19：业绩喜忧参半，利润率摊薄。** 1QFY19 收入同比增长 61%，符合一致预期。Non-GAAP 净利润同比增长 0.4%，低于市场预期 6.5%，受累于 1) 人民币贬值；2) 蚂蚁金融的利润分成减少；3) 文娱及云业务亏损率的扩大；及 4) 饿了么并表。1QFY19 EBITA 利润率为 33%（相较于 1QFY18 为 47%），与我们的预测一致。我们预计 2QFY19E 净利润率将依旧承压，但憧憬 2H FY19E 盈利增速的回升，源于低基数及后期货币化率的提升。
- ❖ **核心电商：聚焦客户管理及佣金收入增长趋势。** 1QFY19 公司核心中国电商收入（客户管理收入+佣金收入）同比增长 33%，其中客户管理收入同比增速放缓至 26%（相较于 4QFY18 45%），而佣金收入同比增长 55%。市场关注的两项增速与天猫实际 GMV 增速（同比增长 34%）之间的差距较大，归因于 1QFY18 客户管理收入、佣金收入的高低基数的因素。我们预计 2QFY19E 佣金收入增速将回归与 GMV 增速吻合。在天猫的再投资支持下，我们预计天猫将持续抢占市场份额。此外，市场的另一个担忧来自拼多多的竞争。然而，阿里巴巴的年度活跃买家增长引人注目（同比增长 24%，自 2016 年以来最高增幅），主要受惠于低线城市的客户增长，间接反映反映了淘宝在渠道下沉中的强大竞争力和技术优势。
- ❖ **短期利润率承压，憧憬 2H FY19E 盈利增速回升。** 1QFY19 核心商业 EBITA 利润率为 47%，略高于我们的预期。然而，由于持续投入，云计算 EBITA 利润率在 1QFY19 下降至 -10%（相较于 1QFY18 为 -4%）。此外，文娱业务亏损率环比扩大，归因于优酷世界杯独播权。我们预计 2QFY19E 利润率将依旧承压（预计 EBITA 利润率环比下滑 3 个百分点），归因于饿了么的全季度并表。但预计利润增速将于 2H FY19E 回升，受益于 1) 较低基数和 2) 货币化的增强。我们认为，以投入换市场将会是阿里中短期主旋律，超前布局将拉动收入端的强劲增长，短期利润率将被摊薄，但新兴业务的盈利改善及生态内各业务线的协同将有效释放中长期盈利增长空间。
- ❖ **维持「买入」评级，目标价下调至 US\$226。** 目前公司估值为 32x/24x FY19E PE。考虑到阿里的持续超前投资（例如本地生活服务），我们略微下调 FY19/20/21E 净利润 3%/2%/4%。对应目标价从 US\$232.8 下调至 US\$226.5，基于 SOTP 估值：1) 电商：每股 US\$189.7，对应 20x FY19E EV/EBITA；2) 阿里云：每股 US\$11，对应 8x FY19E PS；3) 其他：每股 US\$25.6。重申「买入」评级。后期催化剂：1) 用户增长稳健和算法优化持续；2) 生态协同效应的释放及“88VIP”的联动效应。建议密切关注 9 月阿里投资日对 FY19E 的更多指引及布局规划。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	158,273	250,266	400,420	552,878	718,164
调整后净利润(百万人民币)	60,252	85,766	101,919	139,296	181,634
调整后 EPS (人民币)	23.4	32.9	38.9	52.8	68.2
EPS 变动 (%)	40.8%	40.3%	18.2%	36.0%	29.1%
市盈率(x)	53.5	38.1	32.2	23.7	18.4
市帐率(x)	9.9	7.4	6.3	5.2	4.2
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	18.6	19.5	19.7	22.1	23.1
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	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\$226.5
(此前目标价)	US\$232.8
潜在升幅	+30.0%
当前股价	US\$174.0

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

庞硕

电话：(852) 3900 0882

邮件：garypang@cmbi.com.hk

互联网行业

市值(百万美元)	451,636
3 月平均流通量(百万美元)	3,902.3
5 周内股价高/低(美元)	212/164
总股本(百万)	2,571.9

资料来源：彭博

股东结构

软银集团	28.8%
雅虎	14.8%
马云	5.3%

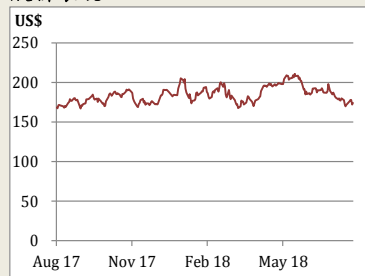
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.0%	-4.3%
3-月	-12.5%	-2.7%
6-月	-9.9%	1.9%

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

1QFY19：业绩喜忧参半，利润率摊薄

1QFY19 收入同比增长 61%，符合一致预期。Non-GAPP 净利润同比增长 0.4%，低于市场预期 6.5%，受累于 1) 人民币贬值；2) 蚂蚁金融的利润分成减少；3) 文娱及云业务亏损率的扩大；及 4) 饿了么并表。1QFY19 EBITA 利润率为 33%（相较于 1QFY18 为 47%），与我们的预测一致。我们预计 2QFY19E 净利润率将依旧承压，但憧憬 2H FY19E 盈利增速的回升，源于低基数及后期货币化率的提升。

图 1:1QFY19 财务回顾

百万人民币（截至3月31日）	4QFY17	1QFY18	2QFY18	3QFY18	4QFY18	1QFY19	QoQ	YoY	Consensus	Diff %
收入	38,579	50,184	55,122	83,028	61,932	80,920	30.7%	61.2%	80,884	0%
经营利润	9,532	17,513	16,584	25,996	9,221	8,020	-13.0%	-54.2%	11,229	-29%
净利润	10,647	14,683	17,668	24,073	7,561	8,685	14.9%	-40.8%	9,165	-5%
调整后净利润	10,440	20,019	22,089	27,007	14,099	20,101	42.6%	0.4%	21,463	-6%
EPS（人民币）	4.34	7.95	6.03	10.76	5.73	8.04	40.3%	1.1%	8.19	-2%
利润率（%）										
毛利率	59.8%	65.2%	60.1%	57.8%	47.5%	46.0%				
经营利润率	24.7%	34.9%	30.1%	31.3%	14.9%	9.9%				
调整后净利润率	27.1%	39.9%	40.1%	32.5%	22.8%	24.8%				
同比增长（%）										
收入（YoY）	59.5%	56.1%	60.7%	55.9%	60.5%	61.2%				
收入（QoQ）	-27.5%	30.1%	9.8%	50.6%	-25.4%	30.7%				
经营利润	-53.9%	83.7%	-5.3%	56.8%	-64.5%	-13.0%				
调整后净利润	-53.6%	91.8%	10.3%	22.3%	-47.8%	42.6%				

资料来源: 公司，彭博

图 2: 1QFY19 收入细分

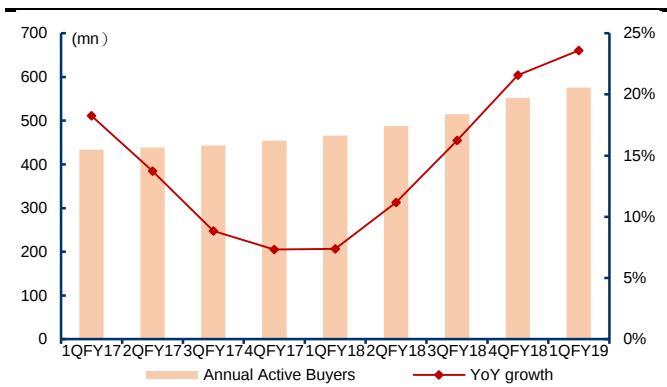
百万人民币（截至3月31日）	4QFY17	1QFY18	2QFY18	3QFY18	4QFY18	1QFY19	QoQ	YoY
总收入	38,579	50,184	55,122	83,028	61,932	80,920	31%	61%
核心电商	31,570	43,027	46,462	73,244	51,287	69,188	35%	61%
云计算及网络基础服务	2,163	2,431	2,975	3,599	4,385	4,698	7%	93%
数字媒体及娱乐	3,927	4,081	4,798	5,413	5,272	5,975	13%	46%
其他	919	645	887	772	988	1,059	7%	64%

资料来源: 公司

核心电商：聚焦客户管理及佣金收入增长趋势

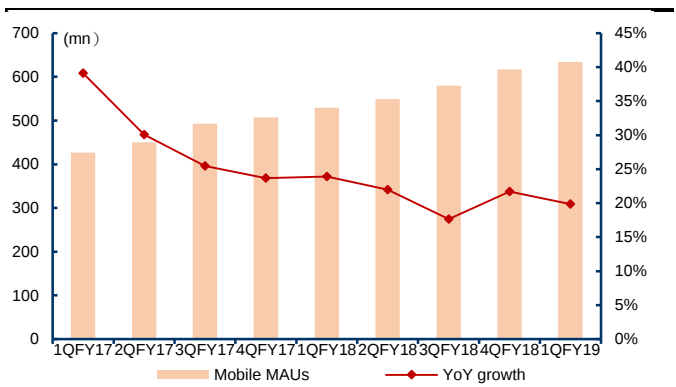
1QFY19 核心中国电商收入（客户管理收入+佣金收入）同比增长 33%，其中客户管理收入同比增速放缓至 26%（相较于 4QFY18 45%），而佣金收入同比增长 55%。市场关注的两项增速与天猫实际 GMV 增速（同比增长 34%）之间的差距较大，归因于 1QFY18 客户管理收入/佣金收入的高/低基数。我们预计 2QFY19E 佣金收入增速将回归与 GMV 增速吻合。在天猫的再投资支持下，我们预计天猫将持续抢占市场份额。此外，市场的另一个担忧来自拼多多的竞争。然而，阿里巴巴的年度活跃买家增长引人注目（同比增长 24%，自 2016 年以来最高增幅），主要受惠于低线城市的客户增长，间接反映反映了淘宝在渠道下沉中的强大竞争力和技术优势。

图 3: 阿里年度活跃买家数



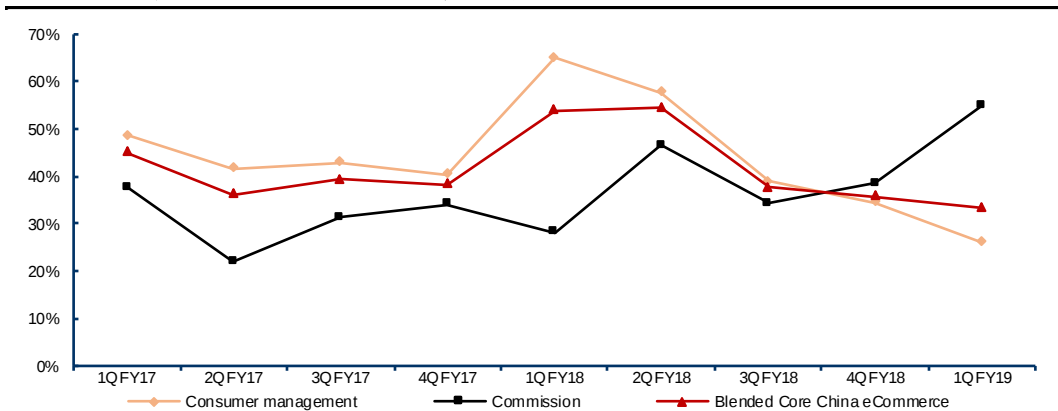
资料来源：公司，招银国际研究

图 4: 阿里移动月活增长趋势



资料来源：公司，招银国际研究

图 5: 核心电商客户管理收入及佣金收入增长趋势

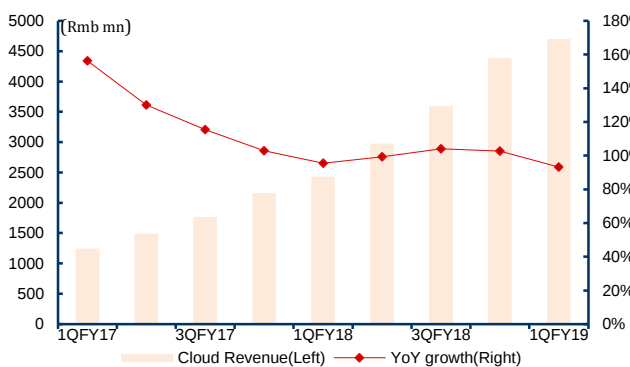


资料来源：公司，招银国际研究

短期利润率承压，憧憬 2HFY19E 盈利增速回升

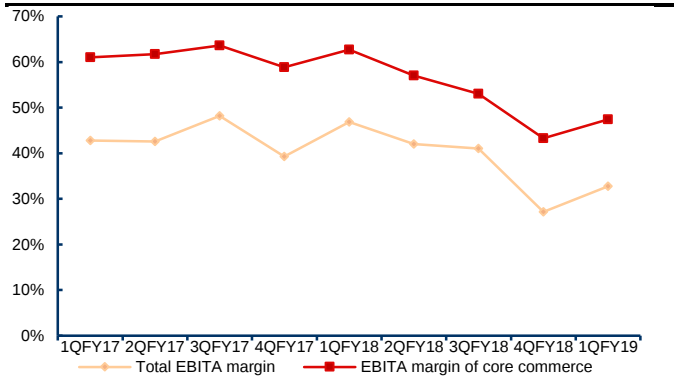
1QFY19 核心商业 EBITA 利润率为 47%，略高于我们的预期。然而，由于持续投入，云计算 EBITA 利润率在 1QFY19 下降至 -10%（相较于 1QFY18 为 -4%）。此外，文娱业务亏损率环比扩大，归因于优酷世界杯独播权。我们预计 2QFY19E 利润率将依旧承压（预计 EBITA 利润率环比下滑 3 个百分点），归因于饿了么的全季度并表。但预计利润增速将于 2HFY19E 回升，受益于 1）较低基数和 2）货币化的增强。我们认为，以投入换市场将会是阿里中短期主旋律，超前布局将拉动收入端的强劲增长，短期利润率将被摊薄，但新兴业务的盈利改善及生态内各业务线的协同将有效释放中长期盈利增长空间。

图 6: 云收入季度增长



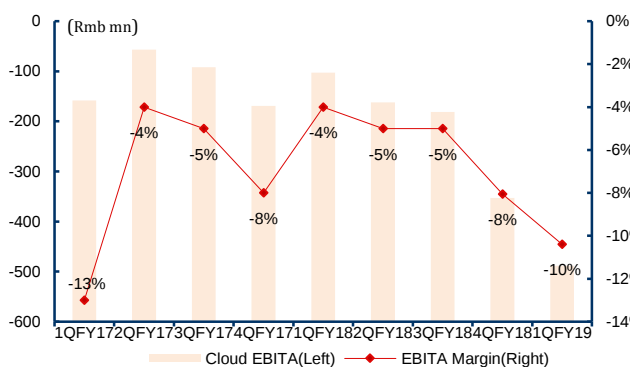
资料来源：公司，招银国际研究

图 7: 核心电商 EBITA 利润率



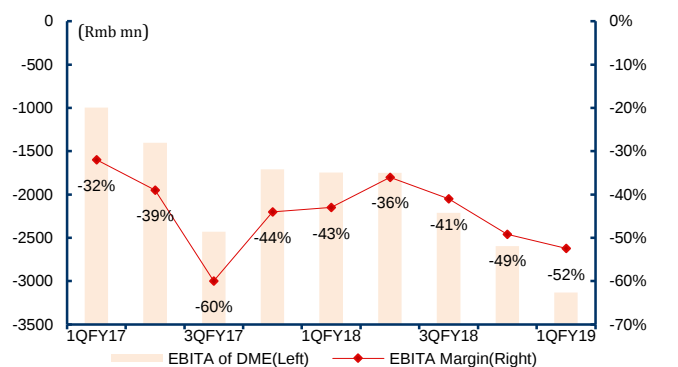
资料来源：公司，招银国际研究

图 8: 云计算 EBITA 利润率



资料来源：公司，招银国际研究

图 9: 文娱业务 EBITA 利润率



资料来源：公司，招银国际研究

维持「买入」评级，目标价下调至 US\$226

目前公司估值为 32x/24x FY19E PE。考虑到阿里的持续超前投资（例如，本地生活服务），我们略微下调 FY19/20/21E 净利润 3%/2%/4%。对应目标价从 US\$232.8 下调至 US\$226.5，基于 SOTP 估值：1) 电商：每股 US\$189.7，对应 20x FY19E EV/EBITA；2) 阿里云：每股 US\$11，对应 8x FY19E PS；3) 其他：每股 US\$25.6。重申「买入」评级。后期催化剂：1) 用户增长稳健和算法优化持续；2) 生态协同效应的释放及“88VIP”的联动效应。建议密切关注9月阿里投资日对FY19E的更多指引及布局规划。

图 10: 招银国际预测与彭博一致预测对比

百万人民币 (年结：3月31日)	CMBI预测			彭博一致预测			差异 (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
收入	400,420	552,878	718,164	397,599	549,978	726,607	0.7%	0.5%	-1.2%
毛利润	197,407	265,381	344,719	192,283	261,691	343,947	2.7%	1.4%	0.2%
经营利润	68,905	95,470	129,733	79,595	117,827	164,878	-13.4%	-19.0%	-21.3%
调整后净利润	101,919	139,296	181,634	102,968	138,566	188,231	-1.0%	0.5%	-3.5%
调整后EPS(人民币)	38.85	52.84	68.22	39.47	52.46	67.58	-1.5%	0.7%	0.9%
毛利率	49.3%	48.0%	48.0%	48.4%	47.6%	47.3%	+0.9ppt	+0.4ppts	+0.7ppts
经营利润率	17.2%	17.3%	18.1%	20.0%	21.4%	22.7%	-2.8ppts	-4.2ppts	-4.6ppts
调整后净利润率	25.5%	25.2%	25.3%	25.9%	25.2%	25.9%	-0.4ppts	+0.0ppts	-0.6ppts

资料来源：公司，彭博，招银国际预测

图 11: 年度财务预测修改

百万人民币 (年结：3月31日)	最新预测			此前预测			差异 (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
收入	400,420	552,878	718,164	400,420	552,878	718,164	0.0%	0.0%	0.0%
毛利润	197,407	265,381	344,719	198,208	265,381	344,719	-0.4%	0.0%	0.0%
经营利润	68,905	95,470	129,733	71,708	98,235	136,914	-3.9%	-2.8%	-5.2%
调整后净利润	101,919	139,296	181,634	104,851	142,166	188,869	-2.8%	-2.0%	-3.8%
调整后EPS(人民币)	38.85	52.84	68.22	39.97	53.93	70.94	-2.8%	-2.0%	-3.8%
毛利率	49.3%	48.0%	48.0%	49.5%	48.0%	48.0%	-0.2ppts	-0.0ppts	-0.0ppts
经营利润率	17.2%	17.3%	18.1%	17.9%	17.8%	19.1%	-0.7ppts	-0.5ppts	-1.0ppts
调整后净利润率	25.5%	25.2%	25.3%	26.2%	25.7%	26.3%	-0.7ppts	-0.5ppts	-1.0ppts

资料来源：公司，招银国际预测

图 12: 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)		FY19E	FY19E
核心电商	497.5	189.7	EV/EBITA	20.0	24.9
云计算	29.4	11.2	P/S	8.0	3.7
其他	67.1	25.6			
文娱	12.9	4.9	P/S	3.5	3.7
创新业务	2.0	0.8	P/S	3.0	0.7
投资组合	36.9	14.1	基于投资组合分部估值		
净现金	15.2	5.8	基于现金流量表预测		
公司估值	594	226.5			

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	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	101,143	158,273	250,266	400,420	552,878	718,164
核心电商	92,335	133,880	214,020	345,730	472,236	602,315
云计算及网络基础服务	3,019	6,663	13,390	25,039	43,556	70,934
数字媒体及娱乐	3,972	14,733	19,564	25,042	31,002	37,274
其他	1,817	2,997	3,292	4,609	6,084	7,641
销售成本	(34,355)	(59,483)	(107,044)	(203,013)	(287,496)	(373,445)
毛利	66,788	98,790	143,222	197,407	265,381	344,719
				28%		
研发费用	(13,788)	(17,060)	(22,754)	(42,044)	(55,288)	(71,816)
销售费用	(11,307)	(16,314)	(27,299)	(44,046)	(60,817)	(78,998)
行政费用	(9,205)	(12,239)	(16,241)	(28,029)	(37,596)	(46,681)
其他收益	(3,386)	(5,122)	(7,614)	(14,383)	(16,211)	(17,491)
经营利润	29,102	48,055	69,314	68,905	95,470	129,733
融资成本	(1,946)	(2,671)	(3,566)	(3,923)	(4,315)	(4,746)
联管公司	52,254	8,559	30,495	38,119	45,743	54,891
特殊收入	2,058	6,086	4,160	1,000	1,000	1,000
税前利润	81,468	60,029	100,403	104,101	137,898	180,877
投资损益	(1,730)	(5,027)	(20,792)	(20,274)	(20,274)	(20,274)
所得税	(8,449)	(13,776)	(18,199)	(23,423)	(31,027)	(40,697)
非控制股东权益	171	2,449	2,681	4,915	5,533	2,330
净利润	71,460	43,675	63,985	65,319	92,130	122,236
NonGAAP调整	(28,498)	16,645	20,075	36,600	47,166	59,398
NonGAAP净利润	42,962	60,320	84,060	101,919	139,296	181,634

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	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	230,210	324,296	460,269	544,281	624,287	702,051
物业、厂房及设备	13,629	20,206	66,489	113,863	146,160	173,612
联管公司	91,461	120,368	139,700	139,700	139,700	139,700
土地租赁费用	2,876	4,691	9,377	-	-	-
无形资产	87,015	139,528	189,614	235,630	283,339	333,650
其他	35,229	39,503	55,089	55,089	55,089	55,089
流动资产	134,035	182,516	256,855	271,659	324,521	426,984
现金及现金等价物	106,818	143,736	199,309	201,145	242,767	331,743
应收贸易款项	18,339	31,715	46,645	59,613	70,853	84,340
其他	8,878	7,065	10,901	10,901	10,901	10,901
流动负债	52,039	93,771	135,810	156,101	176,393	200,742
借债	4,304	14,897	6,028	6,028	6,028	6,028
应付贸易账款	27,334	49,508	84,218	104,509	124,801	149,150
应付税项	2,790	6,125	13,689	13,689	13,689	13,689
关连款项	-	-	-	-	-	1
其他	17,611	23,241	31,875	31,875	31,875	31,874
非流动负债	62,317	88,920	141,875	141,875	141,875	141,875
借债	1,871	30,959	34,153	34,153	34,153	34,153
递延税项	6,471	10,154	19,312	19,312	19,312	19,312
其他	53,975	47,807	88,410	88,410	88,410	88,410
夹层投资人权益	350	2,992	3,001	3,001	3,001	3,001
净资产总值	249,539	321,129	436,438	514,963	627,540	783,417
少数股东权益	32,552	42,330	70,616	65,701	60,169	57,839
上市公司股东权益	216,987	278,799	365,822	449,262	567,371	725,579

来源: 公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年結:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
年度利润	71,289	41,226	61,412	60,404	86,597	119,906
折旧和摊销	22,783	30,287	34,316	52,597	67,983	84,100
营运资金变动	10,454	9,923	38,936	20,291	20,291	24,350
其他	(47,690)	(1,110)	(9,493)	(8,873)	(6,263)	(7,552)
经营活动所得现金净额	56,836	80,326	125,171	124,420	168,608	220,804
购置固定资产、无形资产及土地	(10,845)	(17,546)	(118,582)	(122,584)	(126,986)	(131,828)
联营公司	(24,209)	(67,692)	38,529	-	-	-
其他	(7,777)	6,874	(3,837)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(42,831)	(78,364)	(83,890)	(122,584)	(126,986)	(131,828)
股份发行	693	14,607	-	-	-	-
净银行借贷	1,859	1,127	(17,818)	-	-	-
股息	-	-	-	-	-	-
其他	(18,398)	17,180	38,177	-	-	-
融资活动所得现金净额	(15,846)	32,914	20,359	-	-	-
现金增加净额	(1,841)	34,876	61,640	1,836	41,622	88,976
年初现金及现金等价物	108,193	106,818	143,736	199,309	201,145	242,767
汇兑	466	2,042	(6,067)	-	-	-
年末现金及现金等价物	106,818	143,736	199,309	201,145	242,767	331,743
受限制现金	-	-	-	-	-	-
资产负债表中的现金	106,818	143,736	199,309	201,145	242,767	331,743

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年結:3月31日	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)						
核心电商	91.3	84.6	85.5	86.3	85.4	83.9
云计算及网络基础服务	3.0	4.2	5.4	6.3	7.9	9.9
数字媒体及娱乐	3.9	9.3	7.8	6.3	5.6	5.2
其他	1.8	1.9	1.3	1.2	1.1	1.1
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)						
收入	92.6	56.5	58.1	60.0	38.1	29.9
毛利	27.5	47.9	45.0	37.8	34.4	29.9
经营利润	16.8	65.1	44.2	(0.6)	38.6	35.9
调整后净利润	22.4	41.4	42.3	18.8	36.7	30.4
盈利能力比率 (%)						
毛利率	66.0	62.4	57.2	49.3	48.0	48.0
税前利率	80.5	37.9	40.1	26.0	24.9	25.2
有效税率	(8.4)	(8.7)	(7.3)	(5.8)	(5.6)	(5.7)
净利润率	70.5	26.0	24.5	15.1	15.7	16.7
调整后净利润率	42.1	38.1	34.3	25.5	25.2	25.3
资产负债比率						
流动比率 (x)	2.6	1.9	1.9	1.7	1.8	2.1
平均应收账款周转天数	54.1	53.1	52.7	45.3	40.8	37.7
平均应付账款周转天数	250.6	228.6	218.8	164.2	141.7	130.9
平均存货周转天数	-	-	-	-	-	-
净负债 / 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)						
NonGAAP 资本回报率	17.1	18.6	19.5	19.7	22.1	23.1
NonGAAP 资产回报率	11.7	11.4	11.6	11.9	14.1	15.9
每股数据						
NonGAAP 每股盈利 (人民币)	16.6	23.4	32.9	38.9	52.8	68.2
每股股息 (人民币)	-	-	-	-	-	-
每股账面值 (人民币)	97.5	126.0	168.4	197.5	239.2	295.4

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之分析员，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作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风险。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。

本公司或其附属关联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，请与我们联络。

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。