

百度 (BIDU US)

“信息流+爱奇艺”发力，AI 投入持续

- ❖ **1Q17 业绩超预期，但指引略显逊色。**公司 1Q17 收入 168.9 亿元（人民币·下同），同比增长 6.8%，基本符合预期；Non-GAAP 净利润为 23.9 亿元，同比增长 1.3%，较一致预期高 6.6%（归因于弱季节因素下内容成本低于预期）。但 2Q17 收入指引略显逊色：预计介于 204.7 亿至 209.8 亿元，中值低于市场一致预测 209.4 亿。此外，公司宣布完成价值 2 亿美元的股票回购；当前公司 CFO 李昕暂将转任百度资本 CEO。
- ❖ **信息流用户规模扩大，收入贡献依赖后期变现推广。**传统搜索业务在监管限制及同业竞争加剧形势下预计修复仍需时间，中短期广告增长点依赖信息流广告的后期待变现。信息流产品用户已初具规模（DAU>8300 万，vs. 今日头条 7478 万、腾讯新闻 9006 万；1Q17 百家号内容创作者多达 45 万，环比增长>100%）。看好信息流广告行业的高速增长机遇（未来三年 CAGR 达 52%），但考虑目前公司产品仍处于用户积累/优化体验阶段，收入贡献依赖产品差异化对广告主的吸引力及后期推广成效（目前广告主集中在房地产/汽车/本地生活/教育）。
- ❖ **爱奇艺增量效应显现，OPM 有望持续改观。**爱奇艺 FY16 收入同比增长 113.1%至 112.8 亿元（vs.FY15 的 84.3%），主要受益于会员付费的快速增长。OPM 为-24.6%，相较于去年同期-45%，亏损率显著改善。结合管理层指引，预计爱奇艺 FY17 的内容成本依旧保持约 100%增长。考虑付费会员收入占比的扩大（FY16 付费会员收入占比<50%），OPM 有望持续改观。辅之近期与 Netflix 的合作，优质内容的引进有望增强平台吸引力。
- ❖ **AI 投入持续，“语音识别+无人驾驶”应用布局渐晰。**AI 发力方向已聚焦在具备应用场景的智能家居与无人驾驶领域。1）语音识别：在优化语音搜索的同时，DuerOS 系统有望通过语音交互拓展更多合作伙伴，并激发用户需求（尤其是智能家居）。且部分产品已变现（例如：类似 Google home 的“分身鱼”）；2）无人驾驶：“阿波罗计划”的开放、内部无人驾驶事业部的整合有助于加速公司解决方案的落地，但考虑无人驾驶行业整体发展速度（预计最早于 2020 年实现量产），我们认为 2-3 年内无人驾驶财务回报有限，而商业化进程的加速仍需公司 AI 研发团队的充实。
- ❖ **维持「持有」评级。**转型进程中，我们认为公司未来增速的企稳回升取决于信息流广告及爱奇艺的增量贡献。考虑短期利润重心—核心搜索主业—仍在修复期，暂维持公司「持有」评级，目标价 188.1 美元，相当于 FY18 23x PE。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	66,382	70,549	85,688	101,423	115,600
调整后净利润(百万人民币)	35,051	11,632	15,047	19,272	23,270
调整后 EPADS (人民币)	14.5	4.9	6.3	8.1	9.7
EPADS 变动 (%)	148.9	-66.5	29.4	28.1	20.7
市盈率(x)	12.6	33.2	29.1	22.7	18.8
市帐率(x)	5.5	4.8	4.1	3.5	2.9
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	41.9	12.6	14.0	15.2	15.5
净财务杠杆率 (%)	31.1	30.2	12.1	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

持有（维持）

目标价	US\$188.1
潜在升幅	+1.0%
当前股价	US\$186.6

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	63,788
3 月平均流通量(百万美元)	432.7
5 周内股价高/低(美元)	198/155
总股本(百万)	347.3

资料来源：彭博

股东结构

Baillie Gifford	9%
Blackrock	4.1%
Capital Group	3.0%

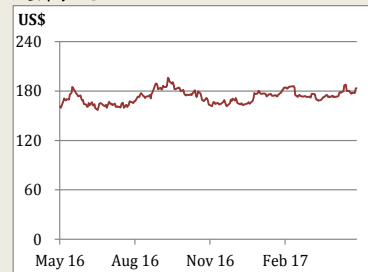
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	5.4%	2.2%
3-月	1.1%	-4.9%
6-月	8.8%	-2.5%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

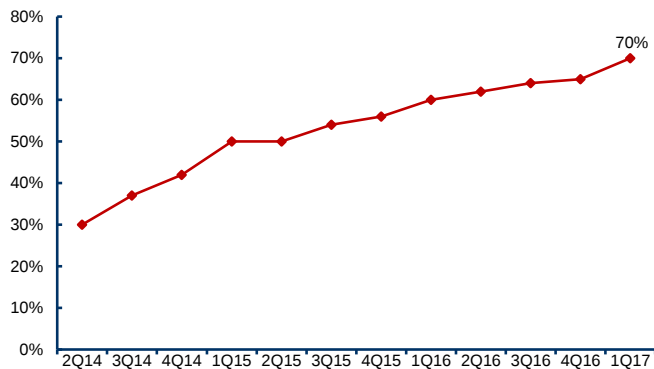
公司网站：www.baidu.com

业务更新：“信息流+爱奇艺”发力，AI 投入持续

利润核心：搜索广告业务仍处于修复期

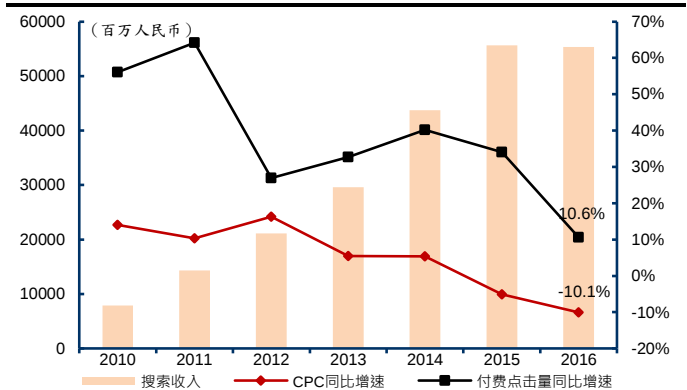
付费点击量维持增长，CPC 预计将随着收入向移动端及信息流广告迁移而自然回调。在用户习惯向移动端迁移趋势下，移动端搜索广告收入从 2015 年首次超过 PC 端后持续攀升，至 1Q17 移动端收入占比高达 70%。而伴随着移动化的迁移，CPC 也呈现自然下滑趋势，预计付费点击量的提升（细化为点击率）将会成为主要增长驱动力。但考虑搜索广告行业已触及天花板，而公司主业搜索收入占比超过 80%，增速的修复急需广告形式优化、其他渠道的补充。

图 1：移动端收入占比



资料来源：公司，招银国际研究

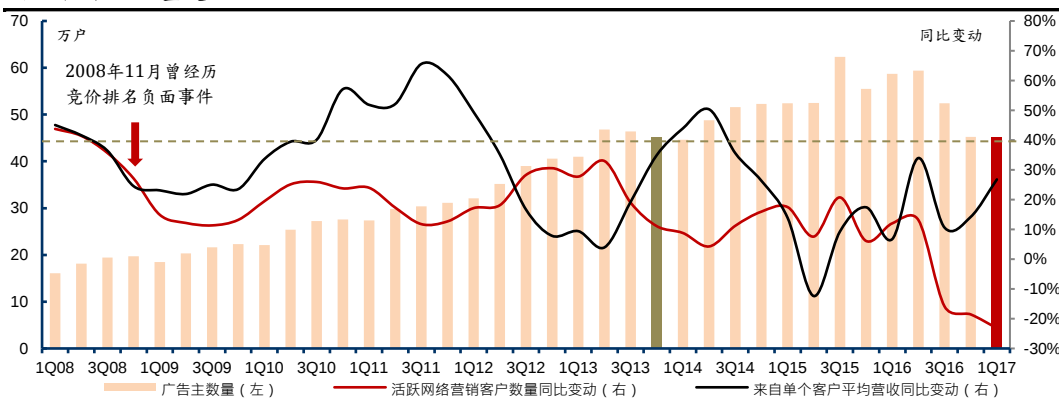
图 2：付费点击量及 CPC 变化



资料来源：公司，招银国际研究

广告主净化或趋近完成，但后期限制效应仍持续。继 2016 年公司主业医疗和相关广告业务遭到监管部门审查之后，公司进行六项整改以致活跃网络营销客户数量持续下滑，其中 1Q17 同比下滑 23.2%，环比减少约 1,000 位活跃广告主。我们认为医疗广告的清理近期或趋近完成，广告主数量逐渐企稳（数量已优化至 2013 年底水平），但该监管限制的负面效应仍有待消化，原因在于高收入贡献广告主部分流失后有待补充。预计网络营销 FY17 在调整后会有阶段回暖信号，同比增长 17%（考虑 2016 年基数较小，且纳入 O2O 部分业务），但 FY18/19 增速受行业整体疲软趋势预计仍将承压。

图 3：广告主数量变化

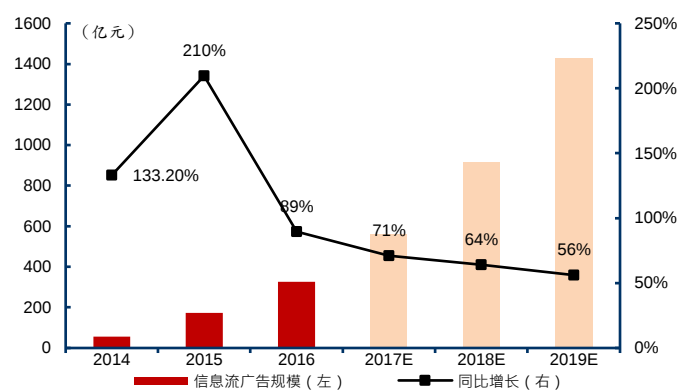


资料来源：公司，招银国际研究

信息流广告：享行业高速增长，但变现成效仍待后期推广及差异化竞争

信息流广告未来 3 年 CAGR 高达 64%。传统搜索业务在监管限制及同业竞争加剧形势下预计修复仍需时间，中短期广告增长点依赖信息流广告的后期变现。随着广告主对曝光与效果的双重需求不断凸显，原生信息流广告进入井喷式发展，2016 年市场规模大涨 89% 至 325.7 亿元，且预计未来三年 CAGR 高达 64%。我们看好公司切入信息流的发力方向，基于“百度首页+百度贴吧+百度浏览器首页”的资讯信息流有望享受行业带来的机遇。

图 4: 信息流广告行业规模及增速



资料来源: iResearch, 招银国际研究

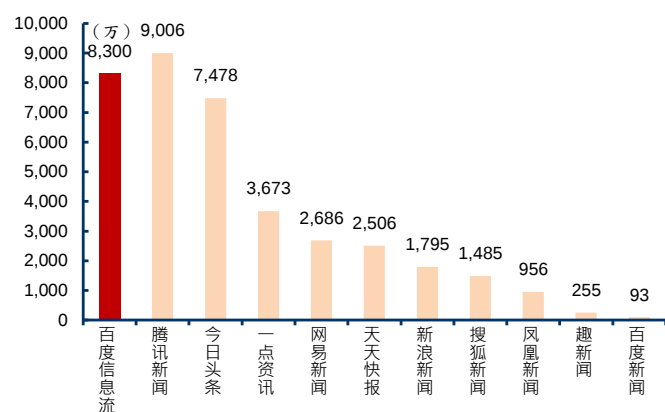
图 5: 百度信息流合作案例



资料来源: 百度信息流推广 API

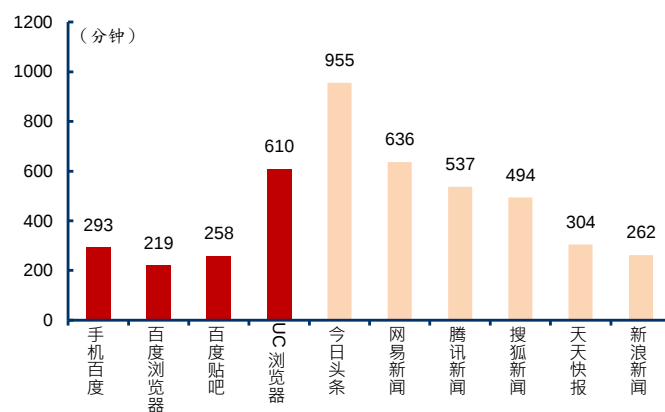
信息流用户规模扩大, 收入贡献依赖后期变现推广公司。信息流产品用户已初具规模 (DAU>8300 万, vs. 今日头条 7478 万、腾讯新闻 9006 万; 1Q17 百家号内容创作者多达 45 万, 环比增长>100%)。目前公司产品仍处于用户积累/优化体验阶段, 收入贡献依赖后期推广成效。

图 6: 2017 年 3 月信息流产品日活数量



资料来源: QuestMobile, 公司, 招银国际研究

图 7: 2016 年 12 月人均月度使用时长



资料来源: QuestMobile, 招银国际研究

根据渠道统计, 目前信息流广告主要采用 CPC 及 CPM 计价方式, 其中 CPC 单价范围及集中在 0.5-2.5 元; CPM 由于不同平台投放广告形式差异较大, 主要价格区段为 25-50 元。其中 CPC 计价形式中百度信息流广告价格略高于行业平均价格, 主要竞争优势为合理的账户结构及精细化的投放方式。

参考主要信息流广告平台填充率、广告定价数据, 预计 FY17 公司信息流广告收入贡献约 6%, 并随着效果优化及推广后收入占比逐年提升。

图 8: 主要信息流广告平台价格比较

	今日头条	腾讯新闻	百度信息流
CPC	0.15-0.3元 精准竞价广告: 0.75-6元	0.4元起	1-2.5元
CPM	品牌展示通投广告: 120-240元 GD广告: 120-160元	25-40元	NA

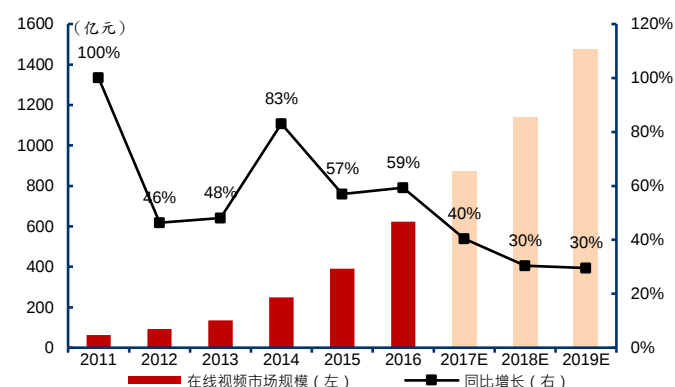
资料来源: 参考今日头条刊例价、百度 KA 金融行业信息流效果数据, 招银国际研究

备注: 各平台广告价格针对不同广告投放形式/行业存在差异, 仅供参考

爱奇艺：增量效应显现，OPM 有望持续改观。

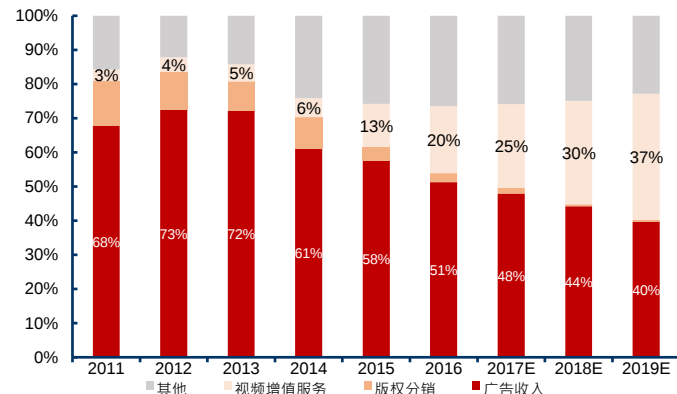
爱奇艺 FY16 收入同比增长 113.1% 至 112.8 亿元 (vs.FY15 84.3%)，主要受益于会员付费的快速增长。OPM 为 -24.6%，相较于去年同期 -45%，亏损率显著改善。结合管理层指引，预计爱奇艺 FY17 的内容成本依旧保持约 100% 增长。考虑付费会员收入占比的扩大 (FY16 付费会员收入占比 < 50%)，OPM 有望持续改观。辅之近期与 Netflix 的合作，优质内容的引进有望增强平台吸引力。预计 2016 年底付费会员数有望达 3000 万 (爱奇艺于 2016 年 6 月曾公布会员数超过 2000 万)，结合平均每位会员 15~25 元的月费，预计爱奇艺 FY17 收入增长为 60%。

图 9: 2011-2019 年中国在线视频行业市场规模



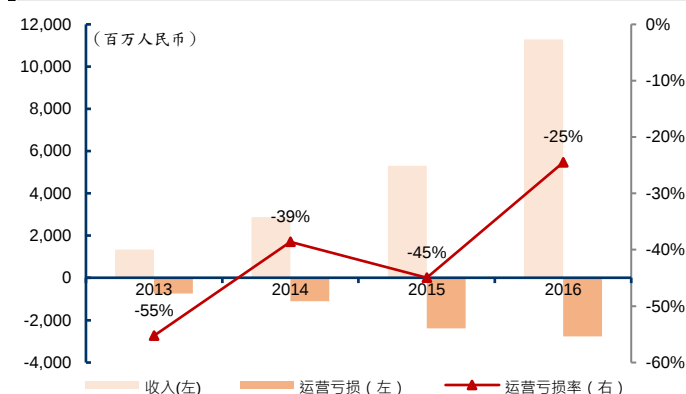
资料来源：iResearch，招银国际研究

图 10: 2011-2019 年中国在线视频行业收入构成



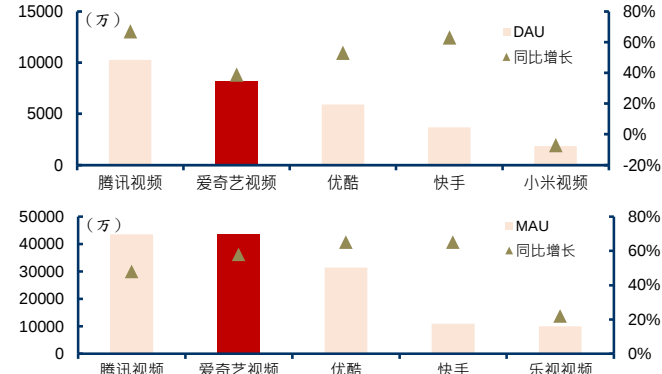
资料来源：iResearch，招银国际研究

图 11: 爱奇艺收入激增，亏损收窄



资料来源：公司，招银国际研究

图 12: 2017 年 3 月 TOP5 移动视频 DAU 及 MAU 比较



资料来源：QuestMobile，招银国际研究

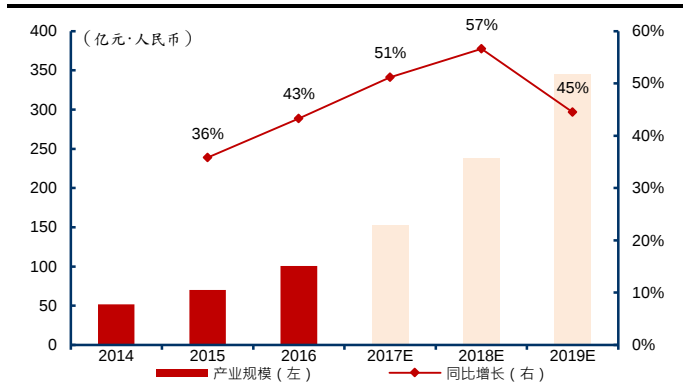
AI 投入持续，“语音识别+无人驾驶”应用布局渐晰

公司是 BAT 中最早进行 AI 研发投入的公司，具备先发优势。公司拥有近 2000 件 AI 专利，围绕 IDL 和百度硅谷人工智能实验室，渗透语音识别、图像识别、开源深度学习平台、人工智能操作平台、AR 应用平台等产品，全面、长远的布局有望助力公司在后期 AI 浪潮中占据技术制高点并发挥先发优势。

AI 发力方向已聚焦在具备应用场景的语音识别、无人驾驶和金融领域。随着公司在 AI 的发力与渗透，其重心逐渐清晰：

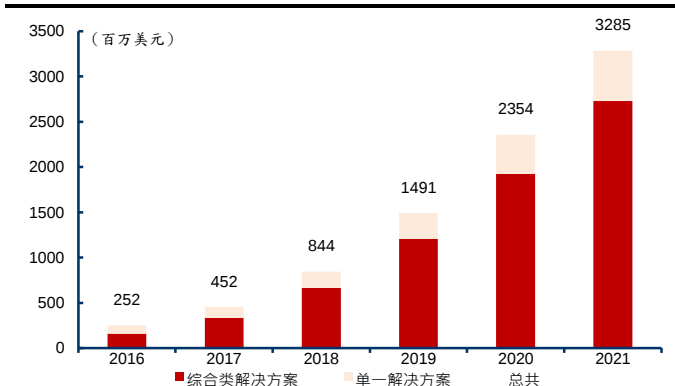
- 1) **语音识别**：在优化语音搜索的同时，DuerOS 系统有望通过语音交互拓展更多合作伙伴（如：小米、VIVO 手机、联想、海尔、美的等），并激发用户需求（尤其是智能家居）。而近期与小鱼到家合作发布的“分身鱼 2”产品，搭载了百度 DuerOS 系统，在语音交互、百科问答等方面实现扩展升级。有别于 Amazon Echo/Google Home 等智能音箱产品，分身鱼 2 切入“家庭陪伴”需求，主打视频通话、手机远程遥控。考虑 Amazon Echo 近期的火热销售（2016 年前 9 个月销售超过 200 万台）以及用户对于该类产品认知度的提升，我们长期看好百度切入智能家居场景的 AI 商业化途径，后期财务贡献有待产业整体的普及与爆发。

图 13: 中国人工智能产业规模及预测



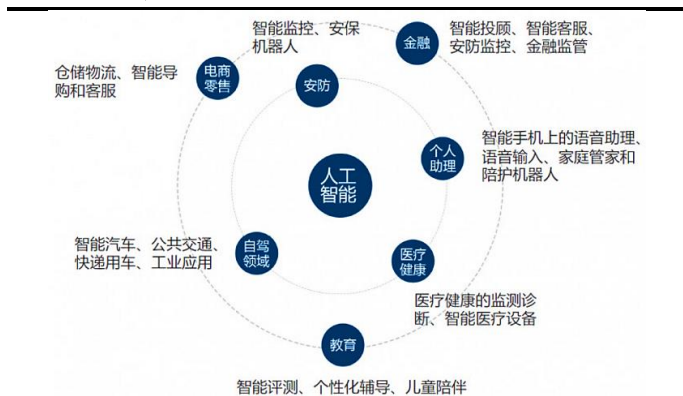
资料来源: 艾媒咨询

图 14: 中国智能家居市场规模



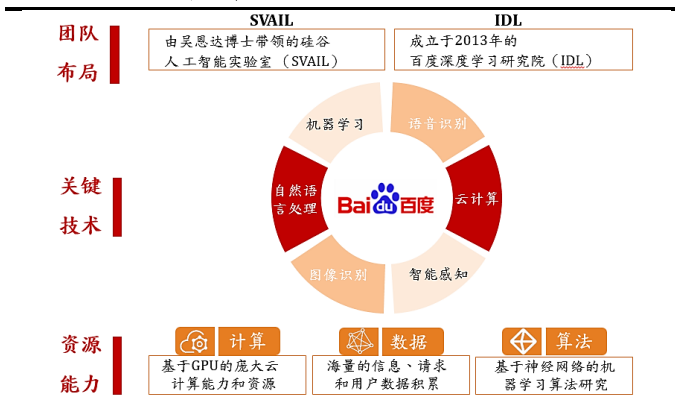
资料来源: Digital Market Outlook 2016

图 15: 人工智能主要应用领域



资料来源: 乌镇智库, 网易科技

图 16: 百度人工智能布局



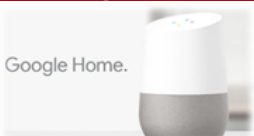
资料来源: 艾媒咨询, 招银国际研究

图 17: 百度人工智能产品系列



资料来源：艾媒咨询，招银国际研究

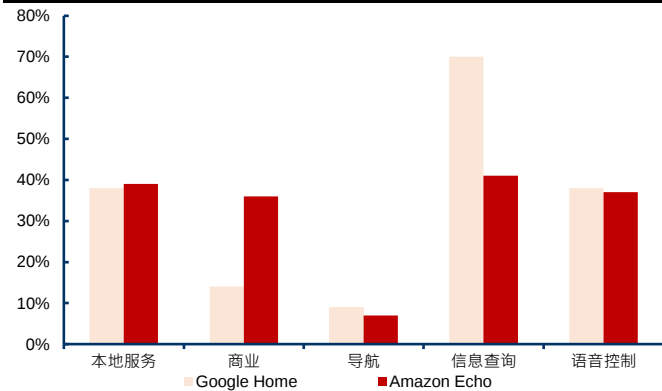
图 18: 主要智能音箱比较

	Google Home	Amazon Echo	分身鱼2
外观设计			
系统	Google Home	Alexa	Duer OS
发布时间	2016年11月	Echo:2015年6月； Echo Dot:2016年10月	2017年1月
定义	智能音箱	智能音箱	视频通话机器人
价格	129美元	180美元（Dot 50美元）	3,299人民币
语音命令	支持	支持	支持
实时待机激活	支持	支持	支持
音乐流媒体的选择	Google Play Music, Spotify, Pandora, iHeartRadio, TuneIn等	Amazon Prime Music, Spotify, Pandora, iHeartRadio, TuneIn等	QQ音乐等，语音搜索500W歌曲
智能家居第三方对接	Nest, Coway等包括灯控、温控器、开关三大类以及其他第三方对接产品	Nest, Ecobee, SmartThings, Insteon, Tap, Fire TV等超过1000种智能家居产品	NA
立体声输出	通过Chromecast支持	Echo, Tap都不支持；Amazon Dot支持	支持；且加入DSP音效增强
多房间多设备同步播放	通过Chromecast支持	不支持	支持；可远程管理，4方同屏
亮点功能	日历、购物清单、计划表、飞机航班查询、快递查询	日历、购物清单、计划表、飞机航班查询、快递查询	闹钟提醒、天气预报、语音电话、百科问答、头条新闻、购物、健康养生
预测销量	NA	2016年:520万台	NA

资料来源：各产品官网，招银国际研究

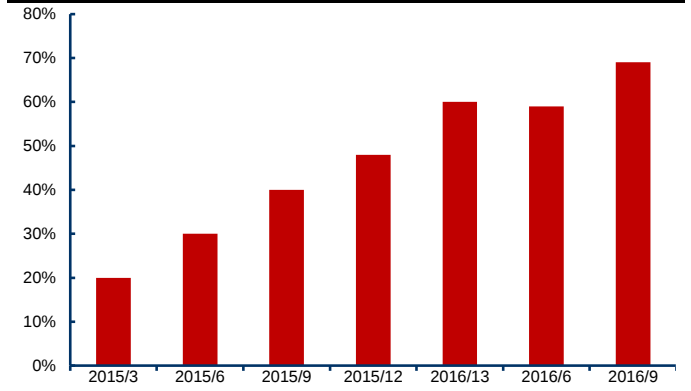
备注：Echo2016年预测销量参考 CIRP 报告

图 19: 指令应答准确度比较



资料来源: Loup Ventures

图 20: 亚马逊用户对 Echo 的认知变化



资料来源: CIRP, 招银国际研究

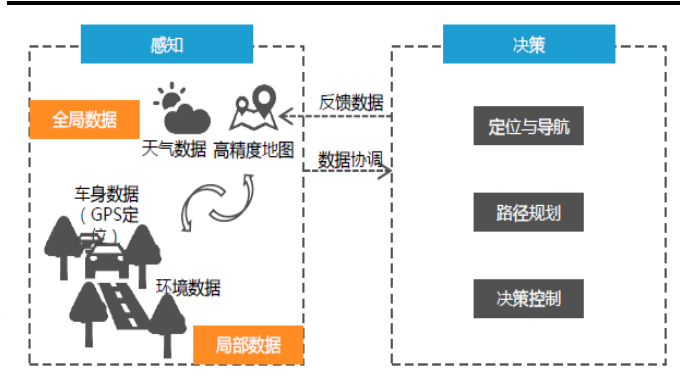
2) **无人驾驶**: 目前我国智能驾驶乘用车大部分处于 L1~L2 等级, 结合易观及产业预判, 预计至 2019 年 L3~L4 智能驾驶乘用车占比将大幅提升。无人驾驶场景需求强, 但 L4~L5 类产品的面市及普及, 还取决于相关法律监管机制的配合。公司近期“阿波罗计划”的开放、内部无人驾驶事业部的整合有助于加速公司解决方案的落地, 但考虑无人驾驶行业整体发展速度(预计最早于 2020 年实现量产), 我们认为 2-3 年内无人驾驶财务回报有限, 而商业化进程的加速仍需公司 AI 研发团队的充实。

图 21: 无人驾驶预判周期



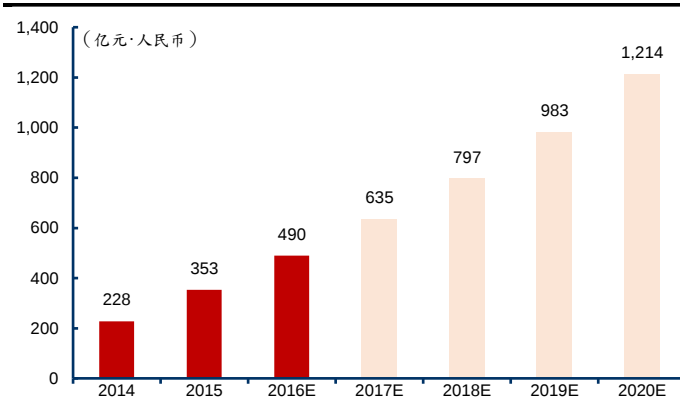
资料来源: 亿欧智库

图 22: 亚马逊用户对 Echo 的认知变化



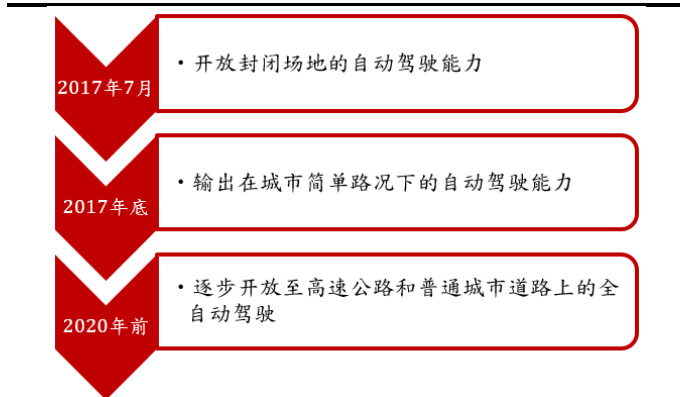
资料来源: CIRP, 招银国际研究

图 23: 中国智能驾驶市场规模及预测



资料来源: 易观智库

图 24: “阿波罗计划”预期时间表



资料来源: 公司, 招银国际研究

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	66,382	70,549	85,688	101,423	115,600
网络营销	64,037	64,525	75,763	86,343	94,885
其他	2,345	6,024	9,924	15,080	20,715
销售成本	(27,458)	(35,279)	(39,930)	(46,148)	(51,673)
毛利	38,924	35,270	45,757	55,276	63,927
研发费用	(10,176)	(10,151)	(12,425)	(14,808)	(16,993)
销售及行政管理费用	(17,076)	(15,071)	(17,138)	(19,778)	(21,964)
股权支付支出	-	-	-	-	-
经营利润	11,672	10,049	16,195	20,690	24,970
利息收入	2,363	2,342	3,125	3,699	4,216
利息支出	(1,041)	(1,158)	(1,138)	(1,138)	(1,138)
外汇汇兑损失/收益	182	508	-	-	-
权益法投资收益(亏损)	4	(1,026)	(130)	(130)	(130)
其他	24,728	3,793	-	-	-
税前利润	37,907	14,509	18,052	23,121	27,917
所得税	(5,474)	(2,914)	(3,005)	(3,849)	(4,647)
非控制股东权益	(1,232)	(37)	-	-	-
净利润	32,432	11,596	15,047	19,272	23,270
NonGAAP调整	1,387	1,587	-	-	-
NonGAAP净利润	33,819	13,183	15,047	19,272	23,270

来源: 公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	69,620	82,239	85,345	89,571	94,730
物业、厂房及设备	10,627	11,294	13,781	16,995	20,750
长期投资	37,959	45,690	45,690	45,690	45,690
土地租赁费用	-	-	-	-	-
无形资产	18,730	19,214	19,834	20,847	22,250
其他	2,304	6,039	6,039	6,039	6,039
流动资产	78,234	99,759	115,477	135,573	158,173
现金及现金等价物	10,056	11,216	26,113	45,304	67,088
应收贸易款项	3,927	4,109	4,930	5,835	6,651
存货	-	-	-	-	-
关连款项	1,941	346	346	346	346
其他	64,250	84,434	84,434	84,434	84,434
流动负债	26,103	46,102	49,880	54,930	59,418
借债	1,075	4,583	4,583	4,583	4,583
应付贸易账款	23,260	34,686	38,464	43,513	48,001
应付税项	-	-	-	-	-
关连款项	786	459	459	459	459
其他	982	6,374	6,374	6,374	6,374
非流动负债	41,483	43,645	43,645	43,645	43,645
长期负债	33,942	34,471	34,471	34,471	34,471
递延税项	3,441	3,589	3,589	3,589	3,589
其他	4,100	5,585	5,585	5,585	5,585
少数股东权益	12	(23)	(23)	(23)	(23)
上市公司股东权益	80,256	92,274	107,320	126,593	149,863
净资产总值	80,268	92,250	107,297	126,570	149,840

来源: 公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	32,432	11,596	15,047	19,272	23,270
折旧和摊销	5,837	8,244	8,013	9,119	10,855
营运资金变动	4,237	5,638	2,957	4,144	3,672
其他	(23,084)	(3,219)	-	-	-
经营活动所得现金净额	19,422	22,258	26,018	32,535	37,797
购置固定资产、无形资产及土地	(7,722)	(10,484)	(11,120)	(13,344)	(16,013)
联营公司	(3,874)	275	-	-	-
其他	(19,676)	(25,702)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(31,272)	(35,911)	(11,120)	(13,344)	(16,013)
资本变化	(2,624)	837	-	-	-
净银行借贷	10,506	3,252	-	-	-
股息	(59)	(53)	-	-	-
其他	134	10,554	-	-	-
融资活动所得现金净额	7,957	14,591	-	-	-
现金增加净额	(3,893)	939	14,897	19,191	21,784
年初现金及现金等价物	13,853	9,960	10,898	25,796	44,987
汇兑	179	144	-	-	-
年末现金及现金等价物	9,960	10,898	25,796	44,987	66,771
受限制现金	96	318	318	318	318
资产负债表中的现金	10,056	11,216	26,113	45,304	67,088

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
网络营销	96.5	91.5	88.4	85.1	82.1
其他	3.5	8.5	11.6	14.9	17.9
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	35.3	6.3	21.5	18.4	14.0
毛利	29.0	(9.4)	29.7	20.8	15.7
经营利润	(8.8)	(13.9)	61.2	27.8	20.7
调整后净利润	164.9	(64.2)	29.8	28.1	20.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	58.6	50.0	53.4	54.5	55.3
税前利率	57.1	20.6	21.1	22.8	24.1
有效税率	14.4	20.1	16.6	16.6	16.6
净利润率	48.9	16.4	17.6	19.0	20.1
调整后净利润率	50.9	18.7	17.6	19.0	20.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	3.0	2.2	2.3	2.5	2.7
平均应收账款周转天数	20.9	20.8	21.0	21.0	21.0
平均应付账款周转天数	237.1	296.5	296.5	296.5	296.5
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率 (%)	31.1	30.2	12.1	净现金	净现金
回报率 (%)					
NonGAAP资本回报率	43.7	14.3	14.0	15.2	15.5
NonGAAP资产回报率	22.9	7.2	7.5	8.6	9.2
每股数据					
NonGAAP每股盈利(美元)	14.7	4.6	6.3	8.1	9.7
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	2,291.1	2,654.1	3,087.1	3,641.6	4,311.1

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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。