

# 阿里巴巴 (BABA US)

## 營收超預期，上調 FY18 增速指引

- ❖ **3QFY18 營收超預期，上調 FY18 增速指引。**3QFY18 收入同比增長 56%，較一致預期高 4%；此外，公司上調 FY18 全年收入指引至同比增長 55%~56% (vs. 此前 49%~53%)。Non-GAAP 淨利潤同比增長 20%，符合我們的預期，但較一致預期略低 0.8%，歸因于：1) 新零售投入、菜鳥并表及內容投入加大下毛利率的下滑；2) 其他淨收益的大幅減少 (該季度為-3.5 億，相較于 3QFY17 +30 億)，受匯兌損益波動及螞蟻金服利潤分成減少影響。如若剔除該項淨收益變動，集團淨利潤超預期。
- ❖ **電商增長強勁，用戶淨增加速。**核心電商同比增長 57%，受益于客戶管理收入及傭金的上揚。精準營銷下廣告價格的增加助推客戶管理收入同比增長 39%。天貓 GMV 同比增長 43% (vs. 京東 GMV 增速指引 35%~39%)，表現依舊強勁。傭金收入同比增長 34%，增速低于 GMV 增長，歸因于商戶補貼的加大。此外，用戶數據及新零售均表現亮眼：1) 新零售增長驅動下，中國零售部分的“其他收入”同比增長超過 5 倍；2) 年度活躍客戶實現加速增長，同比增長 16%，移動 MAU 同比增長 18%。雖然新零售業務盈利能力較弱，但我們看好未來新零售的營收增長空間，線下數字化運營也將反哺線上消費數據分析。
- ❖ **雲計算加速增長持續。**受付費用戶強勁增長、高附加值服務對收入結構的優化驅動，3QFY18 雲收入加速增長持續，同比增長 104%。息稅攤銷前虧損率為 5%，同比持平。目前雲計算戰略重心依舊為擴大市場份額，降價措施或使息稅攤銷前虧損率短期波動，但有望拉長收入高增長持續階段。
- ❖ **入股螞蟻金服。**公司宣布入股并持有螞蟻金服 33% 的股權 (按 2014 年招股書交易安排)。該項安排正面影響如下：1) 業務層面，便于加強新零售及國際化推進過程中集團與螞蟻金服的協同；2) 財務層面，37.5% 的利潤分成終止，轉為關聯公司 33% 的權益，對集團整體財務影響較小 (考慮螞蟻金服淨利潤體量)；3) 該安排或為螞蟻金服上市鋪路 (明確股權、支出減少)。
- ❖ **超前投資或短期攤薄淨利潤率，但對長期淨利潤增長影響有限。**3QFY18 新零售/全球化/補貼/菜鳥分別拖累電商 EBITA 利潤率 4~5%/2~3%/2~3%/4%，該負面效應被經營效率改善部分抵消 (3~4%)，從而使得核心電商 EBITA 利潤率同比下降 11%。展望 4QFY18，公司預計補貼 (改善用戶體驗) 力度將持續加大，對 EBITA 利潤率負面影響為中高個位數。短期淨利潤率或承壓，但我們認為對整體淨利潤增長表現影響有限，源于：1) 經營效率優化；2) 投入加大下收入端的超預期增長將抵消淨利潤率壓力。
- ❖ **維持「買入」評級，目標價 US\$237.8。**我們上調 FY18/19/20 收入 +2%/2%/3%，但淨利潤預測基本維持不變。更新模型後，上調目標價至 US\$237.8，對應 FY19 34x PE，基于 SOTP 估值：1) 電商：每股 US\$192.7，對應 20x FY19 EV/EBITA；2) 阿里雲：每股 US\$11，對應 8x FY19 PS；3) 其他：每股 US\$34.1。重申「買入」評級。

### 財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	101,143	158,273	246,111	331,525	421,705
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	42,621	60,252	85,017	113,037	144,419
調整後 EPS (人民幣)	16.6	23.4	33.0	43.9	56.1
EPS 變動 (%)	19.5%	40.8%	41.1%	33.0%	27.8%
市盈率 (x)	73.2	52.0	36.9	27.7	21.7
市帳率 (x)	12.5	9.7	8.0	6.4	5.1
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	17.1	18.6	21.6	23.1	23.6
淨財務杠杆率 (%)	3.5	13.8	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

### 買入 (維持)

目標價	US\$237.8
(此前目標價)	US\$222.3)
潛在升幅	+27.0%
當前股價	US\$187.3

### 黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

### TMT 行業

市值 (百萬美元)	479,730
3 月平均流通量 (百萬美元)	3,907.9
5 周內股價高/低 (美元)	206/100
總股本 (百萬)	2,529.4

資料來源：彭博

### 股東結構

軟銀集團	29.2%
雅虎	15.0%
馬雲	7.0%

資料來源：彭博

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.9%	-4.9%
3-月	2.2%	-10.3%
6-月	22.2%	3.3%

資料來源：彭博

### 股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.alibabagroup.com

## 3QFY18 營收超預期，上調 FY18 增速指引

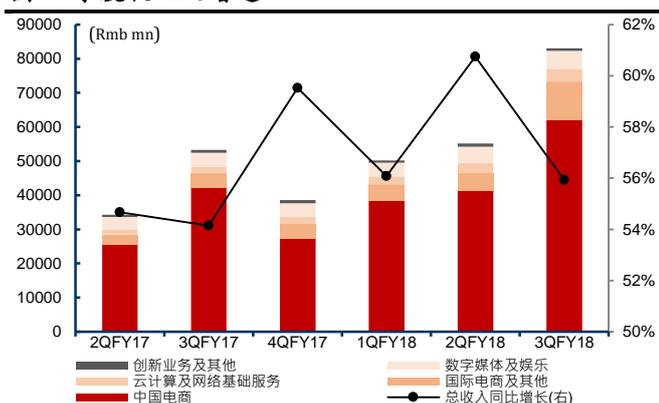
3QFY18 收入同比增長 56%，較一致預期高 4%；此外，公司上調 FY18 全年收入指引至同比增長 55%~56% (vs. 此前 49%~53%)。Non-GAAP 淨利潤同比增長 20%，符合我們的預期，但較一致預期略低 0.8%，歸因于：1) 新零售投入、菜鳥并表及內容投入加大下毛利率的下滑；2) 其他淨收益的大幅減少 (該季度為-3.5 億，相較于 3QFY17 +30 億)，受匯兌損益波動及螞蟻金服利潤分成減少影響。如若剔除該項淨收益變動，集團淨利潤超預期。

圖 1: 季度財務概覽

年結: 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

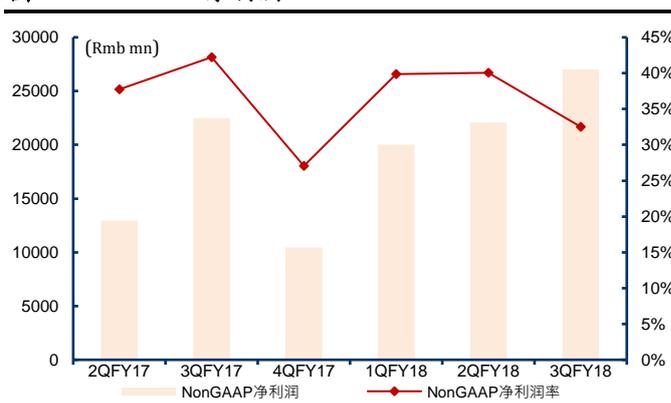
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 季度收入及增速



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 3: Non GAAP 淨利潤

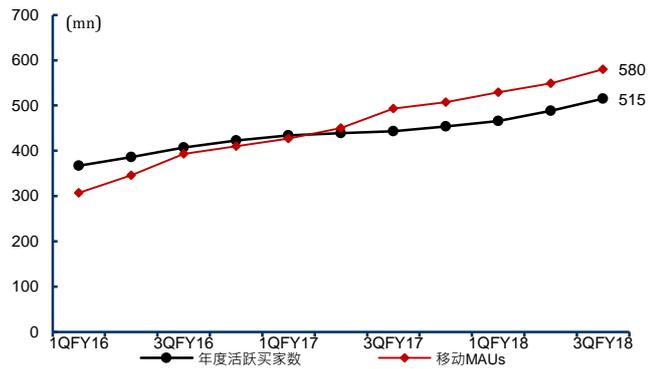


資料來源：公司，招銀國際研究

## 電商增長強勁，用戶淨增加速

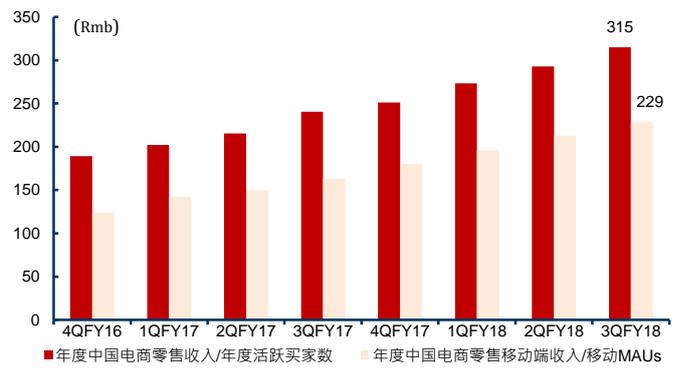
核心電商同比增長 57%，受益於客戶管理收入及傭金的上揚。精準營銷下廣告價格的增加助推客戶管理收入同比增長 39%。天貓 GMV 同比增長 43% (vs. 京東 GMV 增速指引 35%~39%)，表現依舊強勁。傭金收入同比增長 34%，增速低於 GMV 增長，歸因於商戶補貼的加大。此外，用戶數據及新零售均表現亮眼：1) 新零售增長驅動下，中國零售部分的“其他收入”同比增長超過 5 倍，剔除銀泰收入，同比增長超過 3 倍，其收入占比 6% (vs. 3QFY17 <2%)；2) 年度活躍客戶實現加速增長，同比增長 16%，移動 MAU 同比增長 18%。雖然新零售業務盈利能力較弱，但我們看好未來新零售的營收增長空間，線下數字化運營也將反哺線上消費數據分析。

圖 4: 年度活躍買家數及移動 MAU 持續增長



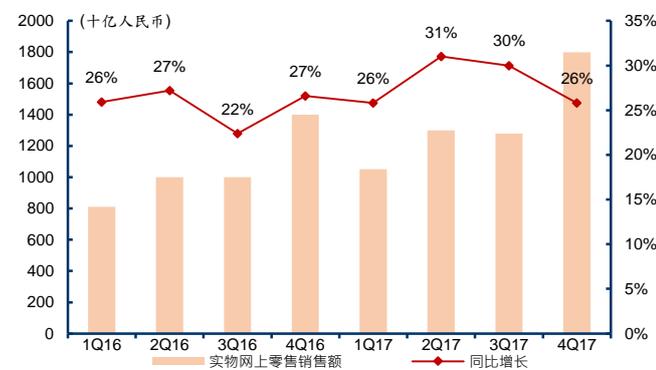
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 5: 中國電商零售業務 ARPU 持續增長



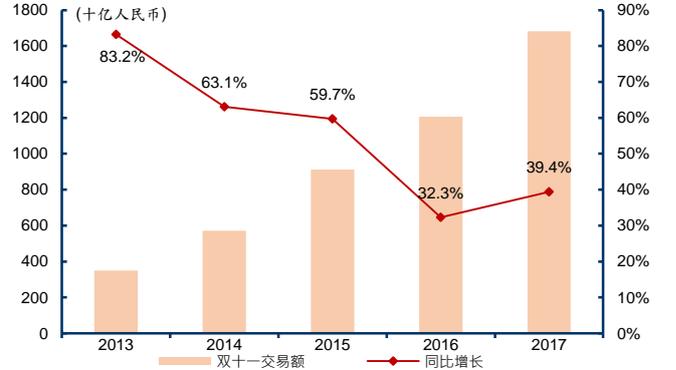
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 6: 全國實物網上零售銷售額



資料來源：國家統計局

圖 7: 天貓歷年雙十一交易額

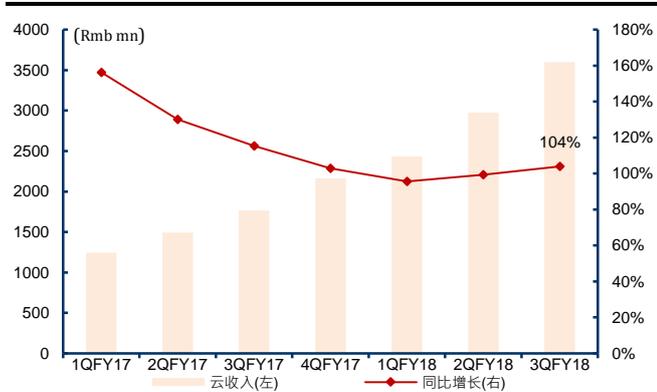


資料來源：公司，招銀國際研究

## 雲計算加速增長持續

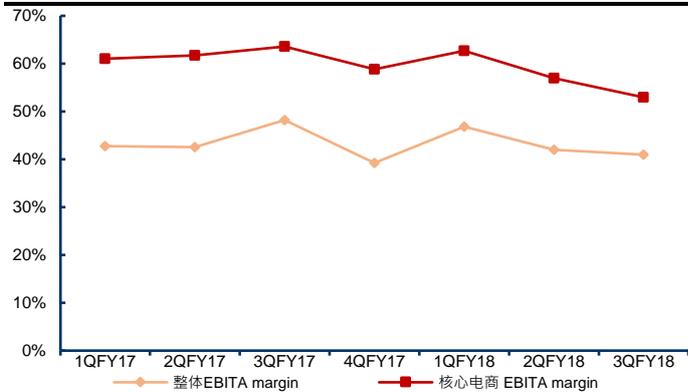
受費用用戶強勁增長、高附加值服務對收入結構的優化驅動，3QFY18 雲收入加速增長持續，同比增長 104%。息稅攤銷前虧損率為 5%，同比持平。目前雲計算戰略重心依舊為擴大市場份額，降價措施或使息稅攤銷前虧損率短期波動，但有望拉長收入高增長持續階段。

圖 8: 雲服務收入及增速



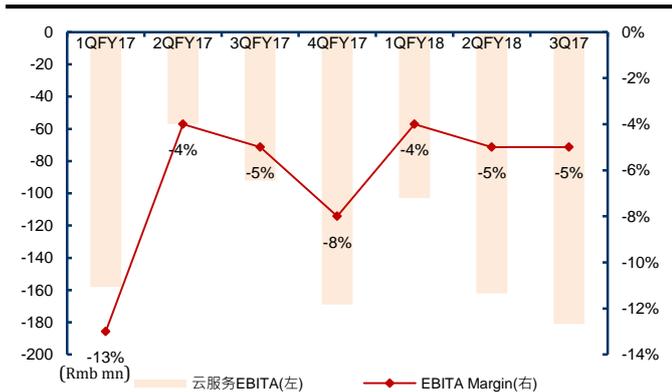
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 9: 核心電商調整後 EBITA 利潤率



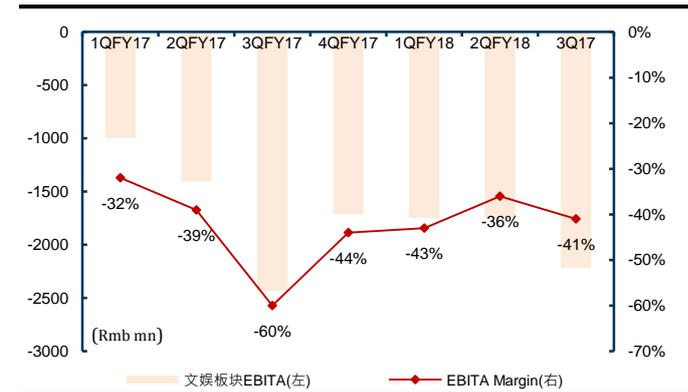
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 10: 雲服務調整後 EBITA



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 11: 文娛業務調整後 EBITA



資料來源：公司，招銀國際研究

**入股螞蟻金服。**公司宣布入股並持有螞蟻金服 33% 的股權（按 2014 年招股書交易安排）。該項安排正面影響如下：1）業務層面，便於加強新零售及國際化推進過程中集團與螞蟻金服的協同；2）財務層面，37.5% 的利潤分成終止，轉為關聯公司 33% 的權益，對集團整體財務影響較小（考慮螞蟻金服淨利潤體量）；3）該安排或為螞蟻金服上市鋪路（明確股權、支出減少）。

## 超前投資或短期攤薄淨利潤率，但對長期淨利潤增長影響有限

3QFY18 新零售/全球化/補貼/菜鳥分別拖累電商 EBITA 利潤率 4~5%/2~3%/2~3%/4%，該負面效應被經營效率改善部分抵消（3~4%），從而使得核心電商 EBITA 利潤率同比下降 11%。展望 4QFY18，公司預計補貼（改善用戶體驗、“年貨節”推廣）力度將持續加大，對 EBITA 利潤率負面影響為中高個位數。短期淨利潤率或承壓，但我們認為對整體淨利潤增長表現影響有限，源于：1）經營效率優化；2）投入加大下收入端的超預期增長將抵消淨利潤率壓力。

圖 12: 各項業務對核心電商 EBITA 利潤率的影響

	3QFY18	4QFY18E
補貼（改善用戶體驗）	-2~3%	-中高單位數
新零售	-4~5%	-4~5%
全球化	-2~3%	-2~3%
菜鳥整合	-4%	-中單位數
經營效率優化	+3~4%	-中單位數
<b>核心電商 EBITA 利潤率變化</b>	<b>-11%</b>	<b>-12~15%</b>

資料來源：招銀國際預測

圖 13: 預測調整

	收入(百萬人民幣)			調整後淨利潤(百萬人民幣)			EPADS (人民幣)		
	此前預測	最新預測	變動	此前預測	最新預測	變動	此前預測	最新預測	變動
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%

資料來源：招銀國際預測

## 維持「買入」評級，目標價 US\$237.8

我們上調 FY18/19/20 收入+2%/2%/3%，但淨利潤預測基本維持不變。更新模型後，輕微上調目標價至 US\$237.8，對應 FY19 34x PE，基于 SOTP 估值：1）電商：每股 US\$192.7，對應 20x FY19 EV/EBITA；2）阿裏雲：每股 US\$11，對應 8x FY19 PS；3）其他：每股 US\$34.1。相較于體量相近的騰訊，我們認為公司目前估值較為吸引，且將是消費升級、“互聯網服務實體經濟”政策導向下的最直接受益者。維持長期看好觀點，重申「買入」評級。

圖 14: SOTP 估值

年結: 3月31日 (十億美元)	估值		估值參數	倍數	權值 (EBITA/收入)
	總計	每股價值(美元)		FY19	FY19
核心電商	495.9	192.7	EV/EBITA	20.0	24.8
雲計算	28.2	11.0	P/S	8.0	3.5
其他	87.8	34.1			
文娛	14.9	5.8	P/S	3.5	4.3
創新業務	2.6	1.0	P/S	3.0	0.9
菜鳥	3.9	1.5	基于最近一輪融資		
投資組合	38.9	15.1	基于投資組合分部估值		
淨現金	27.4	10.7	基于現金流量表預測		
<b>公司估值</b>	<b>612</b>	<b>237.8</b>			

資料來源：招銀國際預測

## 利潤表

年結: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:公司及招銀國際研究部預測

## 資產負債表

年結: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:公司及招銀國際研究部預測

## 現金流量表

年結:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
年度利潤	71,289	41,226	52,626	71,804	94,155
折舊和攤銷	22,783	30,287	32,169	40,174	49,962
營運資金變動	10,454	9,923	14,156	15,335	15,335
其他	(47,690)	(1,110)	(8,944)	(9,371)	(7,571)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>56,836</b>	<b>80,326</b>	<b>90,007</b>	<b>117,942</b>	<b>151,881</b>
購置固定資產、無形資產及土地	(10,845)	(17,546)	(28,500)	(33,250)	(38,855)
聯營公司	(24,209)	(67,692)	-	-	-
其他	(7,777)	6,874	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(42,831)</b>	<b>(78,364)</b>	<b>(28,500)</b>	<b>(33,250)</b>	<b>(38,855)</b>
股份發行	693	14,607	-	-	-
淨銀行借貸	1,859	1,127	-	-	-
股息	-	-	-	-	-
其他	(18,398)	17,180	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(15,846)</b>	<b>32,914</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(1,841)</b>	<b>34,876</b>	<b>61,507</b>	<b>84,692</b>	<b>113,026</b>
年初現金及現金等价物	108,193	106,818	143,736	205,243	289,935
匯兌	466	2,042	-	-	-
<b>年末現金及現金等价物</b>	<b>106,818</b>	<b>143,736</b>	<b>205,243</b>	<b>289,935</b>	<b>402,961</b>
受限制現金	-	-	-	-	-
<b>資產負債表的現金</b>	<b>106,818</b>	<b>143,736</b>	<b>205,243</b>	<b>289,935</b>	<b>402,961</b>

來源:公司及招銀國際研究部預測

## 主要比率

年結:3月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>銷售組合 (%)</b>					
中國電商	83.4	75.7	74.9	72.1	70.9
國際電商	7.5	8.4	8.3	8.9	8.7
雲計算及網絡基礎服務	3.0	4.2	5.1	6.7	8.7
數字媒體及娛樂	3.9	9.3	8.4	8.1	7.9
其他	2.2	2.4	3.3	4.2	3.8
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>增長 (%)</b>					
收入	92.6	56.5	55.5	34.7	27.2
毛利	27.5	47.9	51.0	34.3	25.3
經營利潤	16.8	65.1	33.0	38.9	30.4
調整後淨利潤	22.4	41.4	41.1	33.0	27.8
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	66.0	62.4	60.6	60.4	59.5
稅前利率	80.5	37.9	29.8	29.7	30.2
有效稅率	(8.4)	(8.7)	(6.8)	(6.8)	(6.9)
淨利潤率	70.5	26.0	21.4	21.7	22.3
調整後淨利潤率	42.1	38.1	34.5	34.1	34.2
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	2.6	1.9	2.4	2.9	3.4
平均應收賬款周轉天數	54.1	53.1	51.7	51.5	50.4
平均應付賬款周轉天數	250.6	228.6	204.3	191.9	180.3
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-
淨負債/總權益比率 (%)	3.5	13.8	淨現金	淨現金	淨現金
<b>回報率 (%)</b>					
NonGAAP資本回報率	17.1	18.6	21.6	23.1	23.6
NonGAAP資產回報率	11.7	11.4	13.8	15.4	16.6
<b>每股數據</b>					
NonGAAP每股盈利(人民幣)	16.6	23.4	33.0	43.9	56.1
每股股息(人民幣)	-	-	-	-	-
每股賬面值(人民幣)	97.5	126.0	153.0	189.8	238.1

來源:公司及招銀國際研究部預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1)發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2)他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1)並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3)沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4)並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。