睿智投資

招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

公司研究

百度 (BIDU US)

“信息流＋愛奇藝”發力，AI 投入持續

- **1Q17 業績超預期，但指引略顯遜色。**公司 1Q17 收入 168.9 億元（人民幣·下同），同比增長 6.8%，基本符合預期；Non-GAAP 淨利潤爲 23.9 億元，同比增長 1.3%，較一致預期高 6.6%（歸因于弱季節因素下內容成本低于預期）。但 2Q17 收入指引略顯遜色：預計介于 204.7 億至 209.8 億元，中值低于市場一致預測 209.4 億。此外，公司宣布完成價值 2 億美元的股票回購；當前公司 CFO 李昕哲將轉任百度資本 CEO。
- **信息流用戶規模擴大，收入貢獻依賴後期變現推廣。**傳統搜索業務在監管限制及同業競爭加劇形勢下預計修復仍需時間，中短期廣告增長點依賴信息流廣告的後期變現。信息流產品用戶已初具規模（DAU>8300 萬，vs. 今日頭條 7478 萬、騰訊新聞 9006 萬；1Q17 百家號內容創作者多達 45 萬，環比增長 >100%）。看好信息流廣告行業的高速增長機遇（未來三年 CAGR 達 52%），但考慮目前公司產品仍處于用戶積累/優化體驗階段，收入貢獻依賴產品差异化對廣告主的吸引力及後期推廣成效（目前廣告主集中在房地產/汽車/本地生活/教育）。
- **愛奇藝增量效應顯現，OPM 有望持續改觀。**愛奇藝 FY16 收入同比增長 113.1%至 112.8 億元（vs.FY15 的 84.3%），主要受益于會員付費的快速增長。OPM 爲-24.6%，相較于去年同期-45%，虧損率顯著改善。結合管理層指引，預計愛奇藝 FY17 的內容成本依舊保持約 100%增長。考慮付費會員收入占比的擴大（FY16 付費會員收入占比<50%），OPM 有望持續改觀。輔之近期與 Netflix 的合作，優質內容的引進有望增强平臺吸引力。
- **AI 投入持續，“語音識別＋無人駕駛”應用布局漸晰。**AI 發力方向已聚焦在具備應用場景的智能家居與無人駕駛領域。1）語音識別：在優化語音搜索的同時，DuerOS 系統有望通過語音交互拓展更多合作夥伴，幷激發用戶需求（尤其是智能家居）。且部分產品已變現（例如：類似 Google home 的“分身魚”）；2）無人駕駛：“阿波羅計劃”的開放、內部無人駕駛事業部的整合有助于加速公司解决方案的落地，但考慮無人駕駛行業整體發展速度（預計最早于 2020 年實現量產），我們認爲 2-3 年內無人駕駛財務回報有限，而商業化進程的加速仍需公司 AI 研發團隊的充實。
- **維持「持有」評級。**轉型進程中，我們認爲公司未來增速的企穩回升取决于信息流廣告及愛奇藝的增量貢獻。考慮短期利潤重心－核心搜索主業－仍在修復期，暫維持公司「持有」評級，目標價 188.1 美元，相當于 FY18 23x PE。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	66,382	70,549	85,688	101,423	115,600
調整後淨利潤(百萬人民幣)	35,051	11,632	15,047	19,272	23,270
調整後 EPADS(人民幣)	14.5	4.9	6.3	8.1	9.7
EPADS 變動 (%)	148.9	-66.5	29.4	28.1	20.7
市盈率(x)	12.6	33.2	29.1	22.7	18.8
市帳率 (x)	5.5	4.8	4.1	3.5	2.9
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率（%）	41.9	12.6	14.0	15.2	15.5
淨財務杠杆率(%)	31.1	30.2	12.1	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有（維持）

目標價	US$188.1
潛在升幅	+1.0%
當前股價	US$186.6

黃群
電話：(852) 3900 0889
郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值(百萬美元)	63,788
3 月平均流通量(百萬美元)	432.7
5 周內股價高/低(美元)	198/155
總股本(百萬)	347.3

資料來源: 彭博

股東結構

Baillie Gifford	9%
Blackrock	4.1%
Capital Group	3.0%

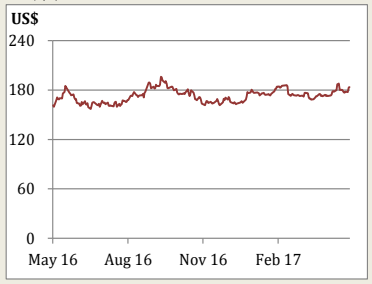
資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	5.4%	2.2%
3-月	1.1%	-4.9%
6-月	8.8%	-2.5%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: 安永

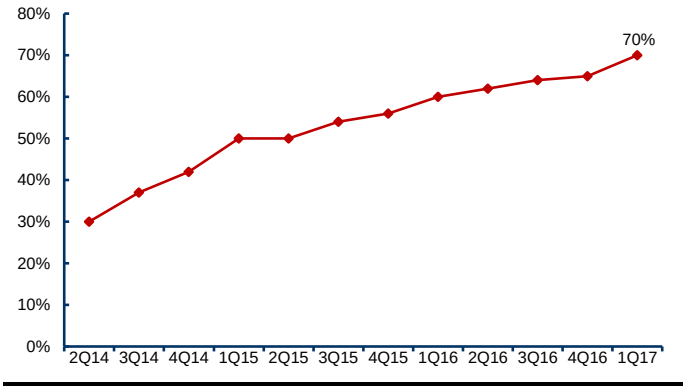
公司網站: www.baidu.com

業務更新：“信息流＋愛奇藝”發力，AI 投入持續

利潤核心:搜索廣告業務仍處于修復期

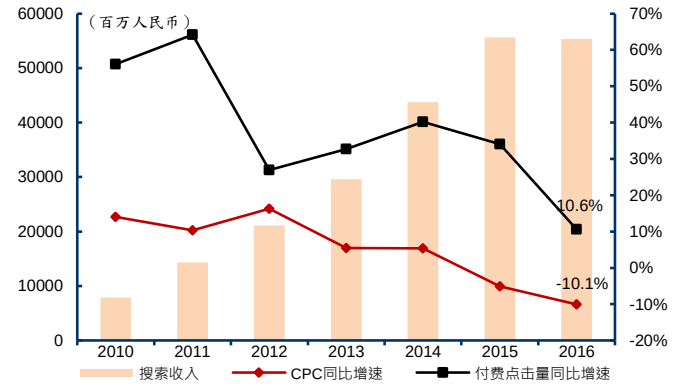
付費點擊量維持增長，CPC 預計將隨著收入向移動端及信息流廣告遷移而自然回調。在用户習慣向移動端遷移趨勢下，移動端搜索廣告收入從 2015 年首次超過 PC 端後持續攀升，至 1Q17 移動端收入占比高達 70%。而伴隨著移動化的遷移，CPC 也呈現自然下滑趨勢，預計付費點擊量的提升（細化爲點擊率）將會成爲主要增長驅動力。但考慮搜索廣告行業已觸及天花板，而公司主業搜索收入占比超過 80%，增速的修復急需廣告形式優化、其他渠道的補充。

圖 1：移動端收入占比



資料來源：公司，招銀國際研究

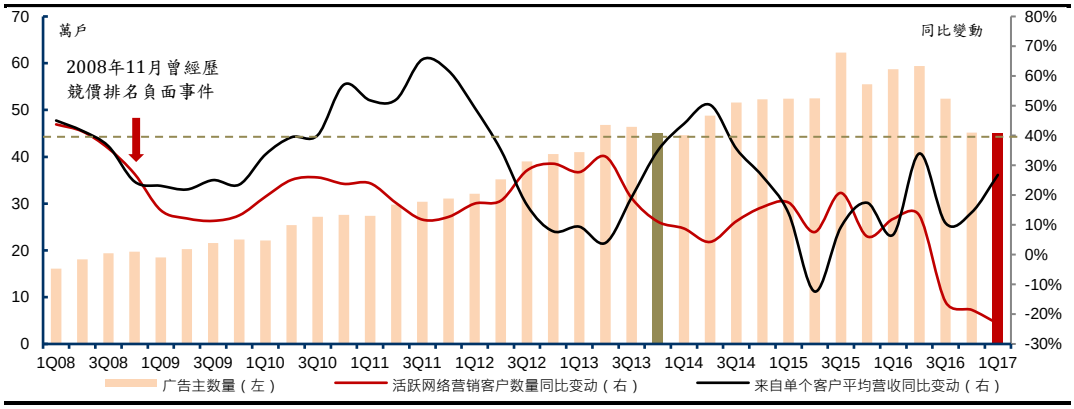
圖 2: 付費點擊量及 CPC 變化



資料來源: 公司，招銀國際研究

廣告主淨化或趨近完成，但後期限制效應仍持續。繼 2016 年公司主業醫療和相關廣告業務遭到監管部門審查之後，公司進行六項整改以致活躍網絡營銷客戶數量持續下滑，其中 1Q17 同比下滑 23.2%，環比減少約 1,000 位活躍廣告主。我們認爲醫療廣告的清理近期或趨近完成，廣告主數量逐漸企穩（數量已優化至 2013 年底水平），但該監管限制的負面效應仍有待消化，原因在于高收入貢獻廣告主部分流失後有待補充。預計網絡營銷 FY17 在調整後會有階段回暖信號，同比增長 17%（考慮 2016 年基數較小，且納入 O2O 部分業務），但 FY18/19 增速受行業整體疲軟趨勢預計仍將承壓。

圖 3: 廣告主數量變化

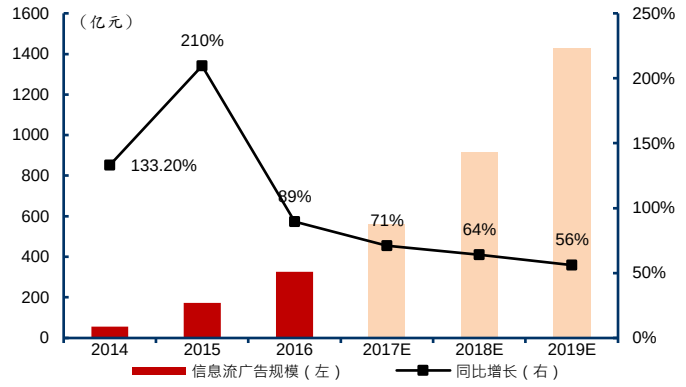


資料來源：公司、招銀國際研究

信息流廣告：享行業高速增長，但變現成效仍待後期推廣及差异化競爭

信息流廣告未來 3 年 CAGR 高達 64%。傳統搜索業務在監管限制及同業競爭加劇形勢下預計修復仍需時間，中短期廣告增長點依賴信息流廣告的後期變現。隨著廣告主對曝光與效果的雙重需求不斷凸顯，原生信息流廣告進入井噴式發展，2016 年市場規模大漲 89%至 325.7 億元，且預計未來三年 CAGR 高達 64%。我們看好公司切入信息流的發力方向，基于“百度首頁+百度貼吧+百度瀏覽器首頁”的資訊信息流有望享受行業帶來的機遇。

圖 4: 信息流廣告行業規模及增速



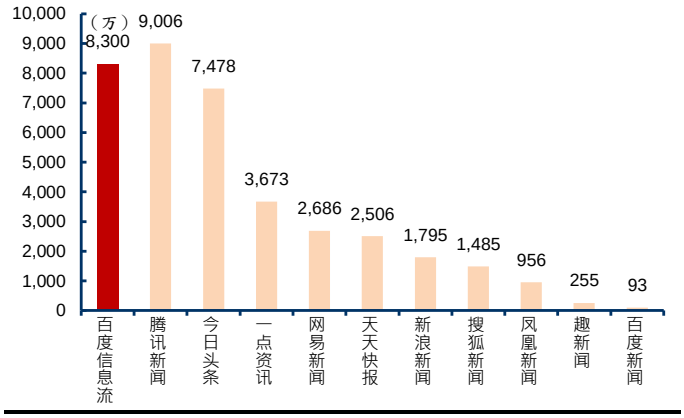
資料來源：iResearch，招銀國際研究

圖 5: 百度信息流合作案例

資料來源: 百度信息流推廣 API

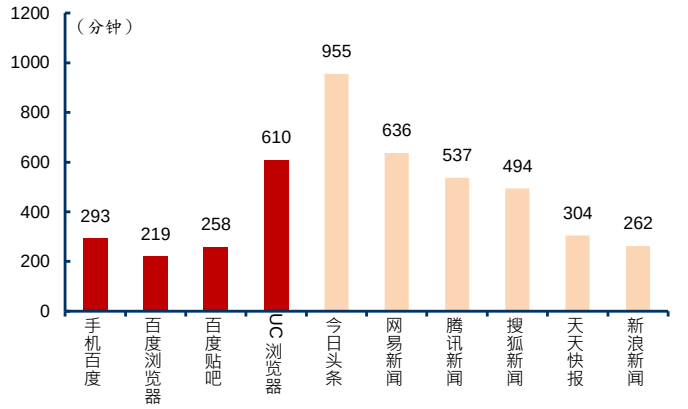
信息流用户规模擴大，收入貢獻依賴後期變現推廣公司。信息流產品用户已初具規模（DAU>8300 萬，vs. 今日頭條 7478 萬、騰訊新聞 9006 萬；1Q17 百家號內容創作者多達 45 萬，環比增長>100%）。目前公司產品仍處于用户積累/優化體驗階段，收入貢獻依賴後期推廣成效。

圖 6： 2017 年 3 月信息流產品日活數量



資料來源：QuestMobile, 公司，招銀國際研究

圖 7: 2016 年 12 月人均月度使用時長



資料來源: QuestMobile，招銀國際研究

根據渠道統計，目前信息流廣告主要采用 CPC 及 CPM 計價方式，其中 CPC 單價範圍及集中在 0.5-2.5 元；CPM 由于不同平臺投放廣告形式差异較大，主要價格區段爲 25-50 元。其中 CPC 計價形式中百度信息流廣告價格略高于行業平均價格，主要競爭優勢爲合理的賬户結構及精細化的投放方式。

參考主要信息流廣告平臺填充率、廣告定價數據，預計 FY17 公司信息流廣告收入貢獻約 6%，幷隨著效果優化及推廣後收入占比逐年提升。

圖 8: 主要信息流廣告平臺價格比較

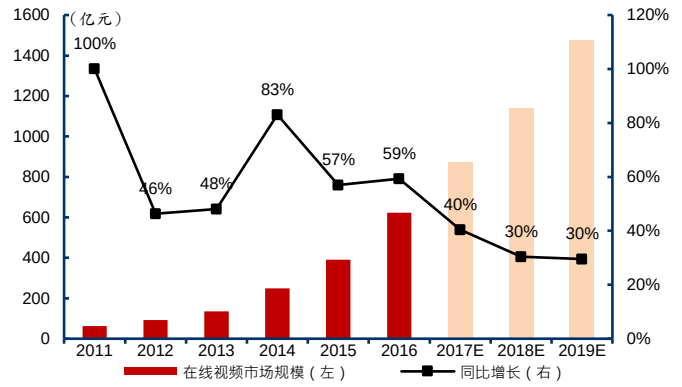
	今日头条	腾讯新闻	百度信息流
CPC	0.15-0.3元	0.4元起	1-2.5元
CPM	精准竞价广告：0.75-6元 品牌展示通投广告：120-240元 GD广告：120-160元	25-40元	NA

資料來源：參考今日頭條刊例價、百度 KA 金融行業信息流效果數據，招銀國際研究
備注：各平臺廣告價格針對不同廣告投放形式/行業存在差异，僅供參考

愛奇藝：增量效應顯現，OPM 有望持續改觀。

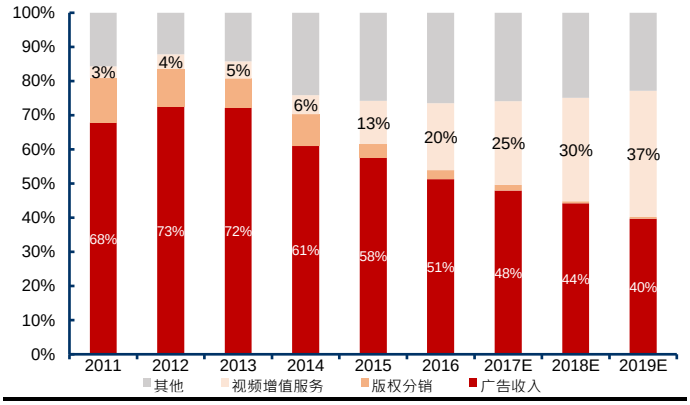
愛奇藝 FY16 收入同比增長 113.1%至 112.8 億元（vs.FY15 84.3%），主要受益于會員付費的快速增長。OPM 爲-24.6%，相較于去年同期-45%，虧損率顯著改善。結合管理層指引，預計愛奇藝 FY17 的內容成本依舊保持約 100%增長。考慮付費會員收入占比的擴大（FY16 付費會員收入占比<50%），OPM 有望持續改觀。輔之近期與 Netflix 的合作，優質內容的引進有望增强平臺吸引力。預計 2016 年底付費會員數有望達 3000 萬（愛奇藝于 2016 年 6 月曾公布會員數超過 2000 萬），結合平均每位會員 15~25 元的月費，預計愛奇藝 FY17 收入增長爲 60%。

圖 9: 2011-2019 年中國在綫視頻行業市場規模



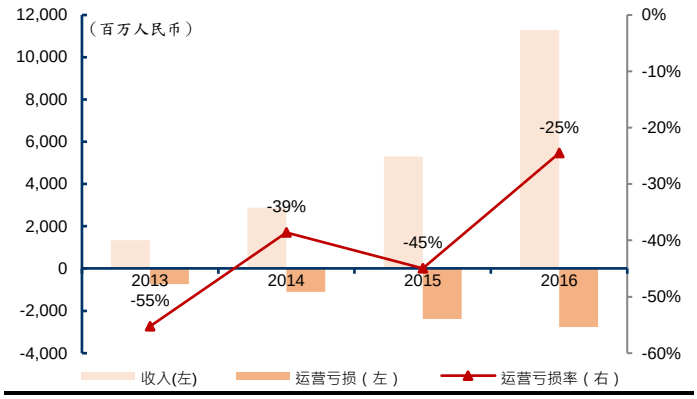
資料來源：iResearch，招銀國際研究

圖 10: 2011-2019 年中國在綫視頻行業收入構成



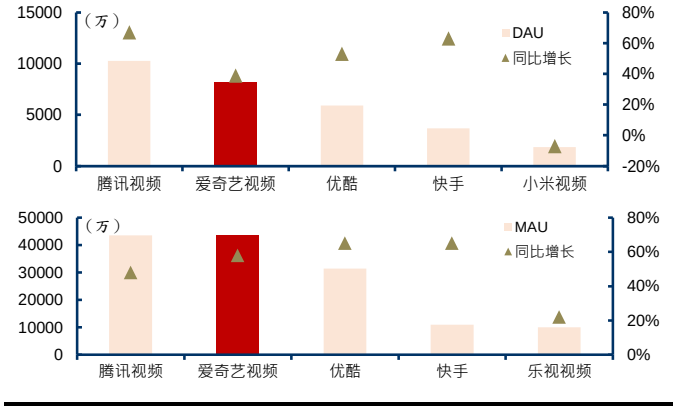
資料來源: iResearch，招銀國際研究

圖 11: 愛奇藝收入激增，虧損收窄



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 12: 2017 年 3 月 TOP5 移動視頻 DAU 及 MAU 比較



資料來源: QuestMobile，招銀國際研究

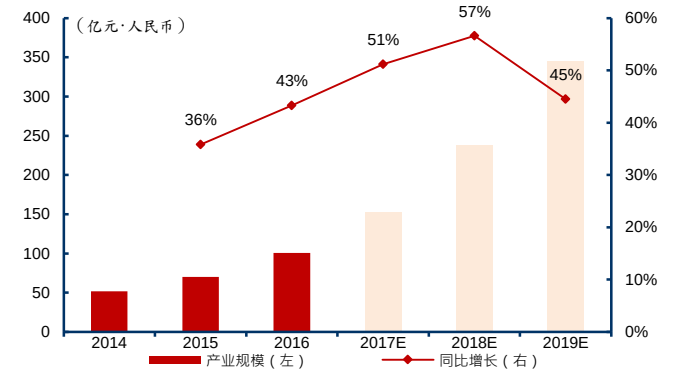
AI 投入持續，“語音識別＋無人駕駛”應用布局漸晰

公司是 BAT 中最早進行 AI 研發投入的公司，具備先發優勢。公司擁有近 2000 件 AI 專利，圍繞 IDL 和百度矽谷人工智能實驗室，滲透語音識別、圖像識別、開源深度學習平臺、人工智能操作平臺、AR 應用平臺等產品，全面、長遠的布局有望助力公司在後期 AI 浪潮中占據技術制高點幷發揮先發優勢。

AI 發力方向已聚焦在具備應用場景的語音識別、無人駕駛和金融領域。隨著公司在 AI 的發力與滲透，其重心逐漸清晰：

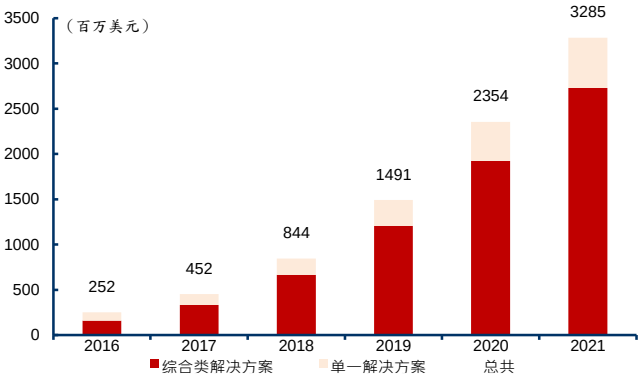
1）**語音識別**：在優化語音搜索的同時，DuerOS 系統有望通過語音交互拓展更多合作夥伴（如：小米、VIVO 手機、聯想、海爾、美的等），幷激發用戶需求（尤其是智能家居）。而近期與小魚到家合作發布的“分身魚 2”產品，搭載了百度 DuerOS 系統，在語音交互、百科問答等方面實現擴展升級。有別于 Amazon Echo/Google Home 等智能音箱產品，分身魚 2 切入“家庭陪伴”需求，主打視頻通話、手機遠程遙控。考慮 Amazon Echo 近期的火熱銷售（2016 年前 9 個月銷售超過 200 萬台）以及用戶對于該類產品認知度的提升，我們長期看好百度切入智能家居場景的 AI 商業化途徑，後期財務貢獻有待產業整體的普及與爆發。

圖 13: 中國人工智能產業規模及預測



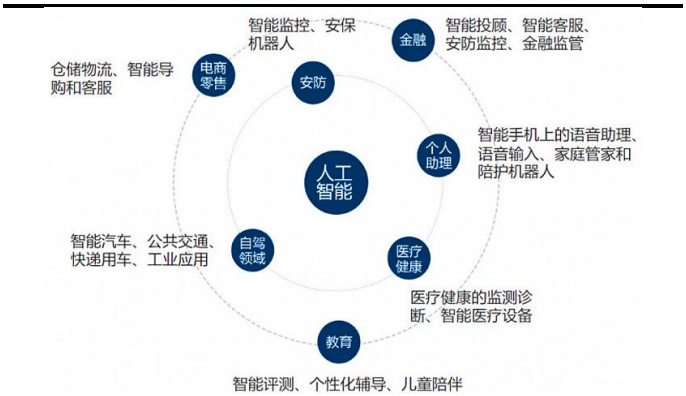
資料來源: 艾媒諮詢

圖 14: 中國智能家居市場規模



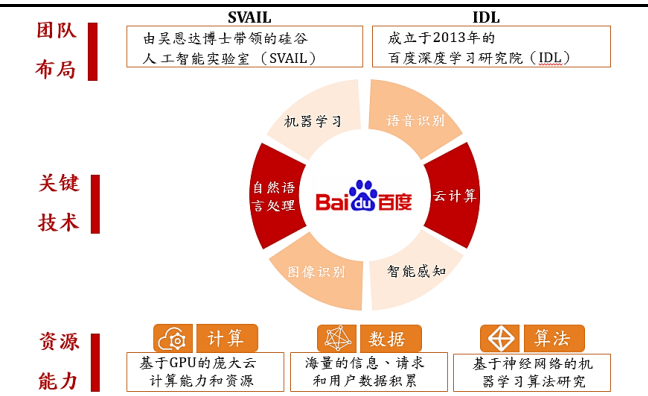
資料來源: Digital Market Outlook 2016

圖 15: 人工智能主要應用領域



資料來源: 烏鎮智庫，網易科技

圖 16: 百度人工智能布局



資料來源: 艾媒諮詢，招銀國際研究

圖 17: 百度人工智能產品系列

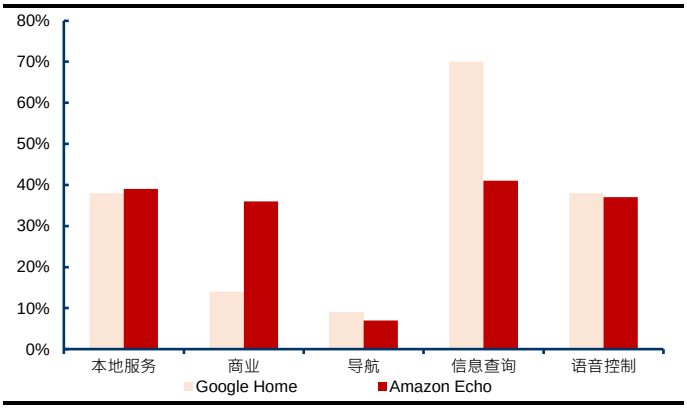
資料來源：艾媒諮詢，招銀國際研究

圖 18: 主要智能音箱比較

	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, Tuneln等	Amazon Prime Music, Spotify,Pandora, iHeartRadio,Tuneln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

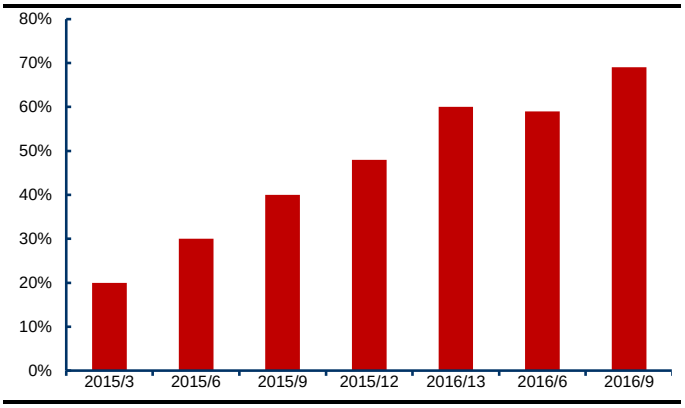
資料來源：各產品官網，招銀國際研究
備注：Echo2016 年預測銷量參考 CIRP 報告

圖 19: 指令應答準確度比較



資料來源：Loup Ventures

圖 20: 亞馬遜用戶對 Echo 的認知變化



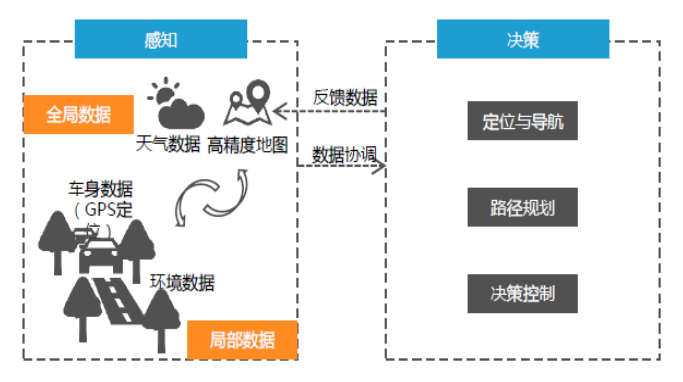
資料來源: CIRP，招銀國際研究

2） **無人駕駛**：目前我國智能駕駛乘用車大部分處于 L1~L2 等級，結合易觀及產業預判，預計至 2019 年 L3~L4 智能駕駛乘用車占比將大幅提升。無人駕駛場景需求强，但 L4~L5 類產品的面市及普及，還取决于相關法律監管機制的配合。公司近期“阿波羅計劃”的開放、內部無人駕駛事業部的整合有助于加速公司解决方案的落地，但考慮無人駕駛行業整體發展速度（預計最早于 2020 年實現量産），我們認爲 2-3 年內無人駕駛財務回報有限，而商業化進程的加速仍需公司 AI 研發團隊的充實。

圖 21: 無人駕駛預判周期

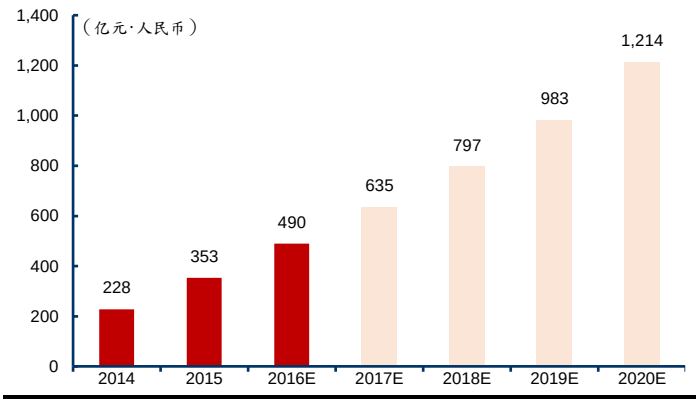
資料來源：億歐智庫

圖 22: 亞馬遜用戶對 Echo 的認知變化



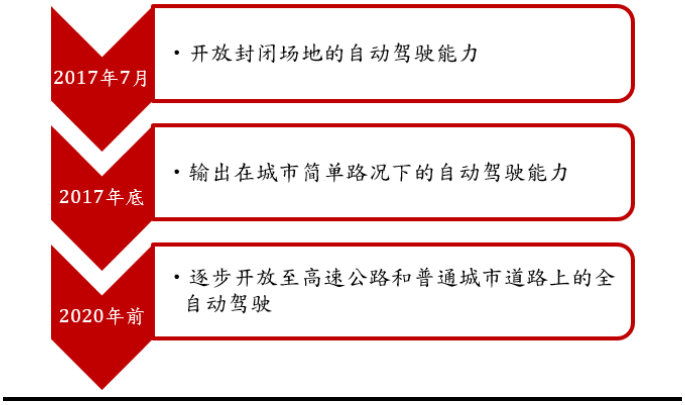
資料來源: CIRP，招銀國際研究

圖 23: 中國智能駕駛市場規模及預測



資料來源：易觀智庫

圖 24: “阿波羅計劃”預期時間表



資料來源: 公司，招銀國際研究

利潤表

年結: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**

來源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結: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**

來源: 公司及招銀國際研究部預測

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
资产负债表的现金	**10,056**	**11,216**	**26,113**	**45,304**	**67,088**

來源: 公司及招銀國際研究部預測

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
平均应付帐款周转天数	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

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于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幷無直接或間接關係。

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）幷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）幷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 : 招銀國際幷未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")爲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爲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。而過去的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，幷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，幷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，僅爲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爲或被視爲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采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責任。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。

本報告基于我們認爲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。招銀證券可能采取與報告中建議及/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幷不時自行及/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。本報告版權僅爲本公司所有，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。

對于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。

對于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。接收本報告之行爲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。