

阿里巴巴 (BABA US)

以投入換市場，憧憬 2H 盈利增速回升

❖ **1QFY19：業績喜憂參半，利潤率攤薄。** 1QFY19 收入同比增長 61%，符合一致預期。Non-GAAP 淨利潤同比增長 0.4%，低於市場預期 6.5%，受累于 1) 人民幣貶值；2) 螞蟻金融的利潤分成減少；3) 文娛及雲業務虧損率的擴大；及 4) 餓了麼并表。1QFY19 EBITA 利潤率為 33%（相對於 1QFY18 為 47%），與我們的預測一致。我們預計 2QFY19E 淨利潤率將依舊承壓，但憧憬 2H FY19E 盈利增速的回升，源于低基數及後期貨幣化率的提升。

❖ **核心電商：聚焦客戶管理及傭金收入增長趨勢。** 1QFY19 公司核心中國電商收入（客戶管理收入+傭金收入）同比增長 33%，其中客戶管理收入同比增速放緩至 26%（相對於 4QFY18 45%），而傭金收入同比增長 55%。市場關注的兩項增速與天貓實際 GMV 增速（同比增長 34%）之間的差距較大，歸因于 1QFY18 客戶管理收入、傭金收入的高低基數的因素。我們預計 2QFY19E 傭金收入增速將回歸與 GMV 增速吻合。在天貓的再投資支持下，我們預計天貓將持續搶占市場份額。此外，市場的另一個擔憂來自拼多多的競爭。然而，阿里巴巴的年度活躍買家增長引人注目（同比增長 24%，自 2016 年以來最高增幅），主要受惠于低線城市的客戶增長，間接反映反映了淘寶在渠道下沉中的強大競爭力和技術優勢。

❖ **短期利潤率承壓，憧憬 2H FY19E 盈利增速回升。** 1QFY19 核心商業 EBITA 利潤率為 47%，略高于我們的預期。然而，由于持續投入，雲計算 EBITA 利潤率在 1QFY19 下降至 -10%（相對於 1QFY18 為 -4%）。此外，文娛業務虧損率環比擴大，歸因于優酷世界杯獨播權。我們預計 2QFY19E 利潤率將依舊承壓（預計 EBITA 利潤率環比下滑 3 個百分點），歸因于餓了麼的全季度并表。但預計利潤增速將於 2H FY19E 回升，受益于 1) 較低基數和 2) 貨幣化的增強。我們認為，以投入換市場將會是阿里中短期主旋律，超前布局將拉動收入端的強勁增長，短期利潤率將被攤薄，但新興業務的盈利改善及生態內各業務線的協同將有效釋放中長期盈利增長空間。

❖ **維持「買入」評級，目標價下調至 US\$226。** 目前公司估值為 32x/24x FY19E PE。考慮到阿里的持續超前投資（例如本地生活服務），我們略微下調 FY19/20/21E 淨利潤 3%/2%/4%。對應目標價從 US\$232.8 下調至 US\$226.5，基于 SOTP 估值：1) 電商：每股 US\$189.7，對應 20x FY19E EV/EBITA；2) 阿里雲：每股 US\$11，對應 8x FY19E PS；3) 其他：每股 US\$25.6。重申「買入」評級。後期催化劑：1) 用戶增長穩健和算法優化持續；2) 生態協同效應的釋放及“88VIP”的聯動效應。建議密切關注 9 月阿里投資日對 FY19E 的更多指引及布局規劃。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬人民幣)	158,273	250,266	400,420	552,878	718,164
調整後淨利潤(百萬人民幣)	60,252	85,766	101,919	139,296	181,634
調整後 EPS (人民幣)	23.4	32.9	38.9	52.8	68.2
EPS 變動 (%)	40.8%	40.3%	18.2%	36.0%	29.1%
市盈率(x)	53.5	38.1	32.2	23.7	18.4
市帳率(x)	9.9	7.4	6.3	5.2	4.2
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	18.6	19.5	19.7	22.1	23.1
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	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\$226.5
(此前目標價)	US\$232.8
潛在升幅	+30.0%
當前股價	US\$174.0

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

龐碩

電話：(852) 3900 0882

郵件：garypang@cmbi.com.hk

互聯網行業

市值(百萬美元)	451,636
3 月平均流通量(百萬美元)	3,902.3
5 周內股價高/低(美元)	212/164
總股本(百萬)	2,571.9

資料來源：彭博

股東結構

軟銀集團	28.8%
雅虎	14.8%
馬雲	5.3%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-8.0%	-4.3%
3-月	-12.5%	-2.7%
6-月	-9.9%	1.9%

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

1QFY19：業績喜憂參半，利潤率攤薄

1QFY19 收入同比增長 61%，符合一致預期。Non-GAPP 淨利潤同比增長 0.4%，低於市場預期 6.5%，受累於 1) 人民幣貶值；2) 螞蟻金融的利潤分成減少；3) 文娛及雲業務虧損率的擴大；及 4) 餓了麼并表。1QFY19 EBITA 利潤率為 33%（相較於 1QFY18 為 47%），與我們的預測一致。我們預計 2QFY19E 淨利潤率將依舊承壓，但憧憬 2H FY19E 盈利增速的回升，源于低基數及後期貨幣化率的提升。

圖 1:1QFY19 財務回顧

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%			49.3%	
经营利润率	24.7%	34.9%	30.1%	31.3%	14.9%	9.9%			13.9%	
调整后净利润率	27.1%	39.9%	40.1%	32.5%	22.8%	24.8%			26.5%	
同比增长（%）										
收入（YoY）	59.5%	56.1%	60.7%	55.9%	60.5%	61.2%			61.2%	
收入（QoQ）	-27.5%	30.1%	9.8%	50.6%	-25.4%	30.7%			30.6%	
经营利润	-53.9%	83.7%	-5.3%	56.8%	-64.5%	-13.0%			-35.9%	
调整后净利润	-53.6%	91.8%	10.3%	22.3%	-47.8%	42.6%			7.2%	

資料來源：公司，彭博

圖 2: 1QFY19 收入細分

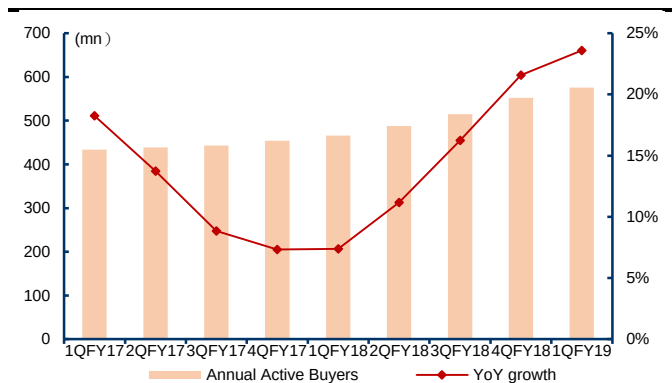
百万人民币（截至3月31日）	4QFY17	1QFY18	2QFY18	3QFY18	4QFY18	1QFY19	QoQ	YoY
总收入	38,579	50,184	55,122	83,028	61,932	80,920	31%	61%
核心电商	31,570	43,027	46,462	73,244	51,287	69,188	35%	61%
云计算及网络基础服务	2,163	2,431	2,975	3,599	4,385	4,698	7%	93%
数字媒体及娱乐	3,927	4,081	4,798	5,413	5,272	5,975	13%	46%
其他	919	645	887	772	988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

資料來源：公司

核心電商：聚焦客戶管理及傭金收入增長趨勢

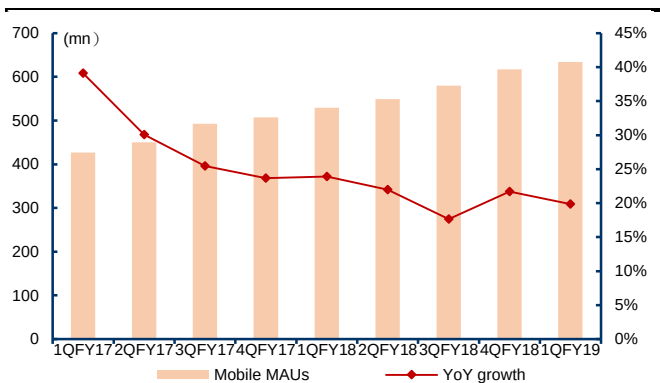
1QFY19 核心中國電商收入（客戶管理收入+傭金收入）同比增長 33%，其中客戶管理收入同比增速放緩至 26%（相較于 4QFY18 45%），而傭金收入同比增長 55%。市場關注的兩項增速與天貓實際 GMV 增速（同比增長 34%）之間的差距較大，歸因于 1QFY18 客戶管理收入/傭金收入的高/低基數。我們預計 2QFY19E 傭金收入增速將回歸與 GMV 增速吻合。在天貓的再投資支持下，我們預計天貓將持續搶占市場份額。此外，市場的另一個擔憂來自拼多多的競爭。然而，阿里巴巴的年度活躍買家增長引人注目（同比增長 24%，自 2016 年以來最高增幅），主要受惠于低線城市的客戶增長，間接反映反映了淘寶在渠道下沉中的強大競爭力和技術優勢。

圖 3: 阿里年度活躍買家數



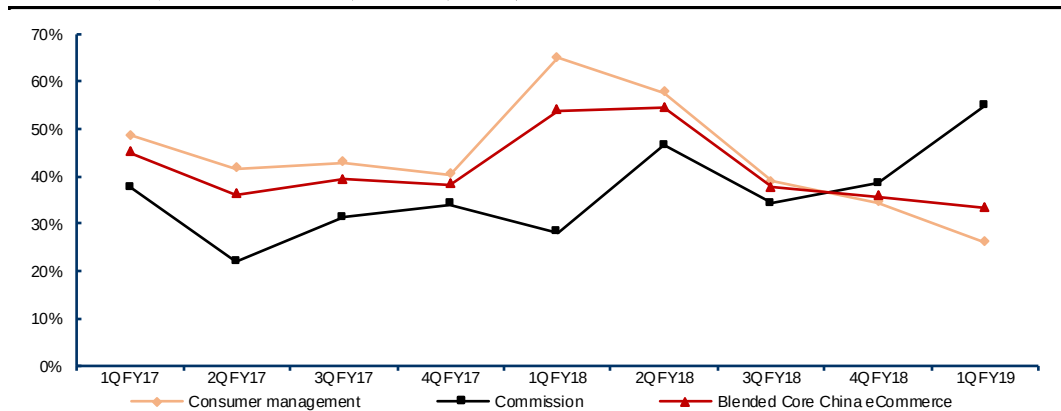
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 4: 阿里移動月活增長趨勢



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 5: 核心電商客戶管理收入及傭金收入增長趨勢

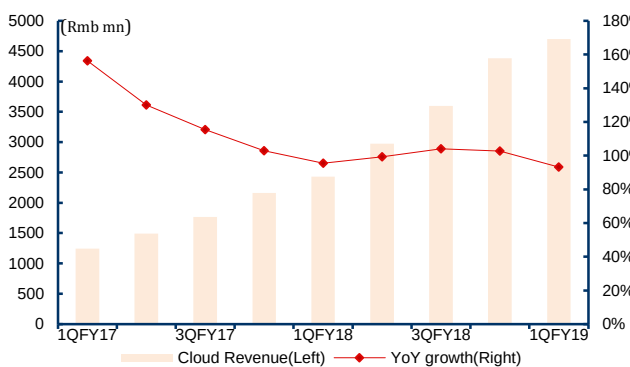


資料來源：公司，招銀國際研究

短期利潤率承壓，憧憬 2HFY19E 盈利增速回升

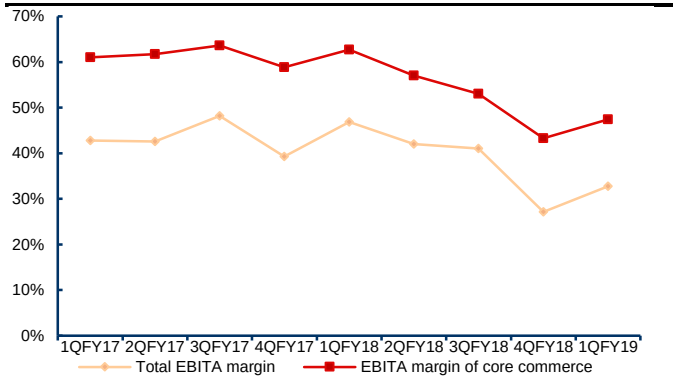
1QFY19 核心商業 EBITA 利潤率為 47%，略高于我們的預期。然而，由于持續投入，雲計算 EBITA 利潤率在 1QFY19 下降至 -10%（相較于 1QFY18 為 -4%）。此外，文娛業務虧損率環比擴大，歸因于優酷世界杯獨播權。我們預計 2QFY19E 利潤率將依舊承壓（預計 EBITA 利潤率環比下滑 3 個百分點），歸因于餓了麼的全季度并表。但預計利潤增速將于 2HFY19E 回升，受益于 1) 較低基數和 2) 貨幣化的增強。我們認為，以投入換市場將會是阿里中短期主旋律，超前布局將拉動收入端的強勁增長，短期利潤率將被攤薄，但新興業務的盈利改善及生態內各業務線的協同將有效釋放中長期盈利增長空間。

圖 6: 雲收入季度增長



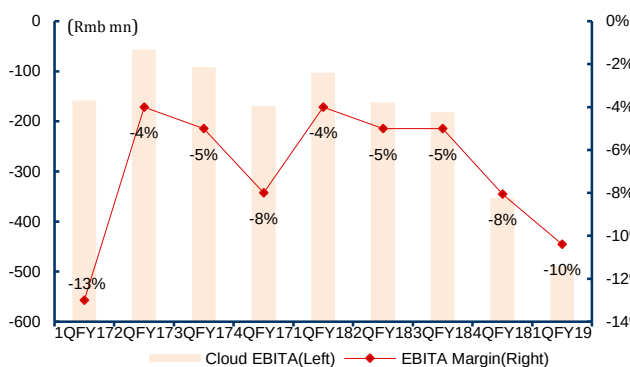
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 7: 核心電商 EBITA 利潤率



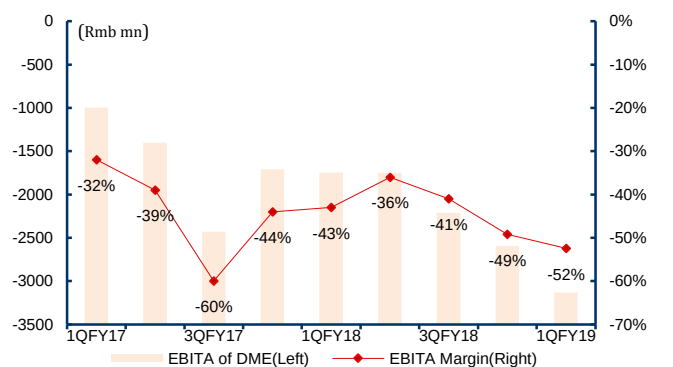
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 8: 雲計算 EBITA 利潤率



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 9: 文娛業務 EBITA 利潤率



資料來源：公司，招銀國際研究

維持「買入」評級，目標價下調至 US\$226

目前公司估值為 32x/24x FY19E PE。考慮到阿里的持續超前投資（例如，本地生活服務），我們略微下調 FY19/20/21E 淨利潤 3%/2%/4%。對應目標價從 US\$232.8 下調至 US\$226.5，基于 SOTP 估值：1) 電商：每股 US\$189.7，對應 20x FY19E EV/EBITA；2) 阿裏雲：每股 US\$11，對應 8x FY19E PS；3) 其他：每股 US\$25.6。重申「買入」評級。後期催化劑：1) 用戶增長穩健和算法優化持續；2) 生態協同效應的釋放及“88VIP”的聯動效應。建議密切關注9月阿里投資日對FY19E的更多指引及布局規劃。

圖 10: 招銀國際預測與彭博一致預測對比

百萬元人民幣 (年結：3月31日)	CMBI 預測			彭博一致預測			差異 (%)		
	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%
毛利潤	197,407	265,381	344,719	192,283	261,691	343,947	2.7%	1.4%	0.2%
經營利潤	68,905	95,470	129,733	79,595	117,827	164,878	-13.4%	-19.0%	-21.3%
調整後淨利潤	101,919	139,296	181,634	102,968	138,566	188,231	-1.0%	0.5%	-3.5%
調整後EPS(人民幣)	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
經營利潤率	17.2%	17.3%	18.1%	20.0%	21.4%	22.7%	-2.8ppts	-4.2ppts	-4.6ppts
調整後淨利潤率	25.5%	25.2%	25.3%	25.9%	25.2%	25.9%	-0.4ppts	+0.0ppts	-0.6ppts

資料來源：公司，彭博，招銀國際預測

圖 11: 年度財務預測修改

百萬元人民幣 (年結：3月31日)	最新預測			此前預測			差異 (%)		
	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%
毛利潤	197,407	265,381	344,719	198,208	265,381	344,719	-0.4%	0.0%	0.0%
經營利潤	68,905	95,470	129,733	71,708	98,235	136,914	-3.9%	-2.8%	-5.2%
調整後淨利潤	101,919	139,296	181,634	104,851	142,166	188,869	-2.8%	-2.0%	-3.8%
調整後EPS(人民幣)	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
經營利潤率	17.2%	17.3%	18.1%	17.9%	17.8%	19.1%	-0.7ppts	-0.5ppts	-1.0ppts
調整後淨利潤率	25.5%	25.2%	25.3%	26.2%	25.7%	26.3%	-0.7ppts	-0.5ppts	-1.0ppts

資料來源：公司，招銀國際預測

圖 12: 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)		FY19E	FY19E
核心電商	497.5	189.7	EV/EBITA	20.0	24.9
雲計算	29.4	11.2	P/S	8.0	3.7
其他	67.1	25.6			
文娛	12.9	4.9	P/S	3.5	3.7
創新業務	2.0	0.8	P/S	3.0	0.7
投資組合	36.9	14.1	基于投資組合分部估值		
淨現金	15.2	5.8	基于現金流量表預測		
公司估值	594	226.5			

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	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

來源: 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	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

來源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:3月31日(百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
年度利潤	71,289	41,226	61,412	60,404	86,597	119,906
折舊和摊销	22,783	30,287	34,316	52,597	67,983	84,100
營運資金變動	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)
經營活動所得現金淨額	56,836	80,326	125,171	124,420	168,608	220,804
購置固定資產、無形資產及土地	(10,845)	(17,546)	(118,582)	(122,584)	(126,986)	(131,828)
聯營公司	(24,209)	(67,692)	38,529	-	-	-
其他	(7,777)	6,874	(3,837)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(42,831)	(78,364)	(83,890)	(122,584)	(126,986)	(131,828)
股份發行	693	14,607	-	-	-	-
淨銀行借貸	1,859	1,127	(17,818)	-	-	-
股息	-	-	-	-	-	-
其他	(18,398)	17,180	38,177	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(15,846)	32,914	20,359	-	-	-
現金增加淨額	(1,841)	34,876	61,640	1,836	41,622	88,976
年初現金及現金等价物	108,193	106,818	143,736	199,309	201,145	242,767
匯兌	466	2,042	(6,067)	-	-	-
年末現金及現金等价物	106,818	143,736	199,309	201,145	242,767	331,743
受限制現金	-	-	-	-	-	-
資產負債表的現金	106,818	143,736	199,309	201,145	242,767	331,743

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	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)						
核心電商	91.3	84.6	85.5	86.3	85.4	83.9
云计算及網絡基礎服務	3.0	4.2	5.4	6.3	7.9	9.9
數字媒體及娛樂	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
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)						
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
經營利潤	16.8	65.1	44.2	(0.6)	38.6	35.9
調整後淨利潤	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
稅前利率	80.5	37.9	40.1	26.0	24.9	25.2
有效稅率	(8.4)	(8.7)	(7.3)	(5.8)	(5.6)	(5.7)
淨利潤率	70.5	26.0	24.5	15.1	15.7	16.7
調整後淨利潤率	42.1	38.1	34.3	25.5	25.2	25.3
資產負債比率						
流動比率 (x)	2.6	1.9	1.9	1.7	1.8	2.1
平均應收賬款周轉天數	54.1	53.1	52.7	45.3	40.8	37.7
平均應付賬款周轉天數	250.6	228.6	218.8	164.2	141.7	130.9
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-	-
淨負債 / 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)						
NonGAAP資本回報率	17.1	18.6	19.5	19.7	22.1	23.1
NonGAAP資產回報率	11.7	11.4	11.6	11.9	14.1	15.9
每股數據						
NonGAAP每股盈利(人民幣)	16.6	23.4	32.9	38.9	52.8	68.2
每股股息(人民幣)	-	-	-	-	-	-
每股賬面值(人民幣)	97.5	126.0	168.4	197.5	239.2	295.4

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並無直接或間接關係。

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。