

百度 (BIDU US)

1Q18 超預期，信息流增勢不減

- ❖ **1Q18 全線超預期。**公司 1Q18 收入（基于新會計準則）實現加速增長，同比增長 31% 至 209 億元（人民幣·下同），較一致預期高 4%；Non-GAAP 淨利潤為 57 億，同比增長 139%，較預期高 57%，受益於毛利率上揚、O2O 剝離及經營效率優化。此外，公司 2Q18 收入指引同比增長 26%~33%，中值高於一致預測 5%。
- ❖ **核心搜索及信息流增勢強勁。**1Q18 百度核心業務（搜索+信息流）同比增長 26%，其中搜索我們估算增速約為 10%~15%。本季度活躍廣告主重拾增長，環比增長 3% 至 47.5 萬。與此同時，1Q18 百度 App 流量及粘性穩健增長（日活/使用時長分別同比增長 18%/30%）。儘管 1Q18 為廣告弱季節，但我們看到信息流廣告依舊實現了環比增長。我們對於未來百度信息流廣告增長更為樂觀，源於：1) eCPM 增長空間：在動態廣告、目標轉化出價（oCPC）機制下，系統將實現更精準的推送及轉化率，效果優化下對廣告主的吸引力更強，從而有助於推動後期廣告定價；2) 內容拓展、多樣化形式下流量及用戶粘性的加強；3) 和搜索的協同。而結合百度及愛奇藝 2Q18 的指引，我們預計百度核心業務 2Q18 將依舊保持強勁增長。我們預計 FY18-20E 百度信息流廣告 CAGR 將達 48%，而近期公司的鳳巢搜索廣告平臺新增強化學習功能，懂憬強化學習對百度搜索及信息流帶來的廣告效果優化及經濟收益的提升。
- ❖ **受益於愛奇藝自製內容的持續風靡。**繼 4Q17 愛奇藝的內容播放控制後，1Q18 愛奇藝收入同比增長 57%，同時 Non-GAAP 經營虧損率同比改善 10 個百分點至 21%。受益於近期<偶像練習生>的持續火熱，愛奇藝 1Q18 付費用戶數環比增長 20%，至 5,970 萬。基于獨特的用戶偏好及熱點分析技術，我們看好愛奇藝在自製內容及採購方面的精準性，同時期待<熱血勁舞團>、<機器人爭霸>（均於 3 月底首播）進一步提振平臺流量、吸引會員及廣告主。
- ❖ **利潤率指引保守。**1Q18 公司 Non GAAP 經營利潤率為 25.6%（同比增加 9 個百分點，環比增加 2 個百分點），受益於持續有效的成本管理及經營效率優化：1) 內容成本增長低於預期（FY18 全年指引同比增長 70%）；2) 獲客成本/收入比重同比下滑；3) SG&A 費用率同比下降 3 個百分點。儘管 1Q18 利潤率向好，但管理層依舊對 FY18 淨利潤率持保守態度，主要歸因於：1) 內容投入；2) AI 投入下研發支出的增長。
- ❖ **維持「買入」評級。**我們分別上調 FY18/19/20 淨利潤 2%/2%/2%，以反映搜索及信息流廣告超預期增長。基于分部估值法，目標價從 289 上調至 299 美元，相當於 FY18/19 31x/25x PE，維持「買入」評級。中短期催化劑：1) 強化學習下廣告系統的優化；2) 信息流強勁增長；3) AI 場景落地及商業化加速。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	66,599	80,060	102,019	124,904	145,289
調整後淨利潤(百萬人民幣)	13,219	22,270	21,121	26,408	32,455
調整後 EPADS(美元)	38.0	63.7	60.4	75.6	92.9
EPADS 變動(%)	-62.0	67.5	-5.2	25.0	22.9
市盈率(x)	6.6	4.0	4.2	3.3	2.7
市帳率(x)	6.0	4.6	4.0	3.4	2.9
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率(%)	12.6	15.9	13.8	14.9	15.3
淨財務杠杆率(%)	30.2	21.6	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\$299.4
(此前目標價)	US\$289.0
潛在升幅	+19%
當前股價	US\$251.9

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

伍力恒

電話：(852) 3900 0881

郵件：alexng@cmbi.com.hk

互聯網行業

市值(百萬美元)	87,713
3月平均流通量(百萬美元)	733.8
5周內股價高/低(美元)	275/174
總股本(百萬)	348.2

資料來源：彭博

股東結構

Baillie Gifford	8.3%
Blackrock	5.0%
Capital Group	4.7%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	12.9%	12.2%
3-月	-3.2%	6.0%
6-月	5.2%	-1.2%

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

1Q18 業績和指引均超預期

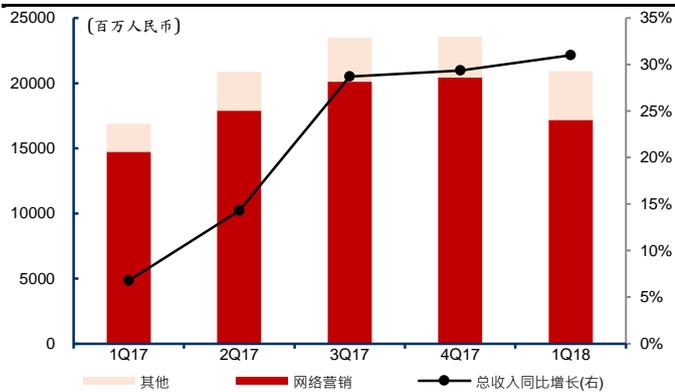
公司1Q18收入（基于新會計準則）實現加速增長，同比增長31%至209億元（人民幣·下同），較一致預期高4%；Non-GAAP淨利潤為57億，同比增長139%，較預期高57%，受益於毛利率上揚、O2O剝離及經營效率優化。此外，公司2Q18收入指引同比增長26%~33%，中值高於一致預測5%。

圖 1: 季度財務概覽

年結: 12月31日 (百万人民币)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	1Q18 YoY	1Q18 QoQ
淨收入	15,945	19,699	22,170	22,229	20,907	31%	-6%
收入	16,891	20,874	23,489	23,556	20,907	24%	-11%
网络營銷	14,738	17,883	20,108	20,418	17,169	16%	-16%
其他	2,153	2,991	3,381	3,138	3,738	74%	19%
銷售成本	(8,287)	(9,407)	(10,482)	(10,119)	(9,903)	19%	-2%
毛利	7,658	10,292	11,688	12,110	11,004	44%	-9%
毛利率	48%	52%	53%	54%	53%	+5ppts	-1ppts
研發費用	(2,835)	(3,148)	(3,242)	(3,704)	(3,294)	16%	-11%
占收入比重	-18%	-16%	-15%	-17%	-16%	+2ppts	+1ppts
銷售及行政費用	(2,817)	(2,934)	(3,746)	(3,632)	(3,142)	12%	-13%
占收入比重	-18%	-15%	-17%	-16%	-15%	+3ppts	+1ppts
其他收益(費用)	0	0	0	0	0		
經營利潤	2,006	4,210	4,700	4,774	4,568	128%	-4%
稅前利潤(GAAP)	2,175	4,974	9,045	5,088	6,668	207%	31%
所得稅	(405)	(564)	(1,097)	(929)	(1,146)	183%	23%
非控制股東權益	(6)	(5)	(1)	0	0	-100%	NA
淨利潤	1,777	4,415	7,949	4,159	6,694	277%	61%
NonGAAP淨利潤	2,395	5,571	9,076	5,566	5,734	139%	3%
NonGAAP淨利潤率	15%	28%	41%	25%	27%	+12ppts	+2ppts

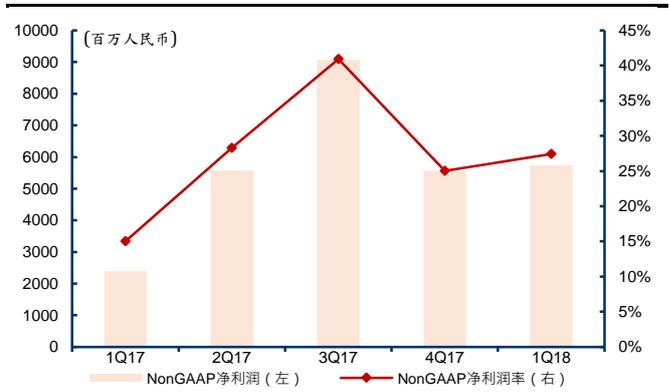
資料來源：公司，招銀國際研究

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

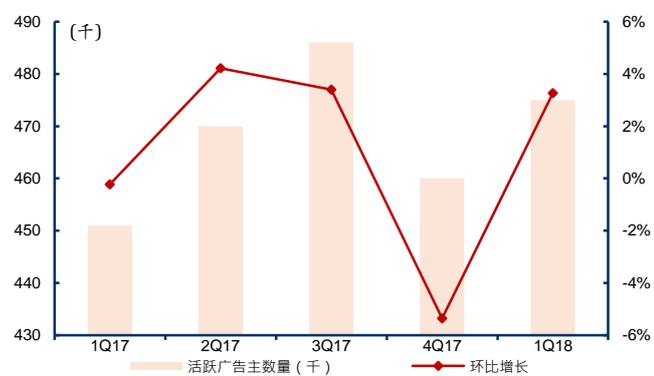


資料來源：公司，招銀國際研究

核心搜索及信息流增勢強勁

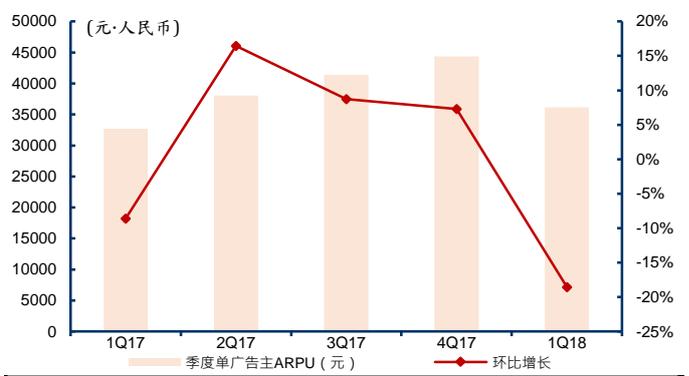
預計 2Q18 核心業務持續強勁。1Q18 百度核心業務（搜索+信息流）同比增長 26%，其中搜索我們估算增速約為 10%~15%。本季度活躍廣告主重拾增長，環比增長 3%至 47.5 萬。與此同時，百度 App 流量及粘性穩健增長（日活/使用時長分別同比增長 18%/30%）。儘管 1Q18 為廣告弱季節，但我們看到信息流廣告依舊實現了環比增長。我們對於未來百度信息流廣告增長更為樂觀，源于：1) eCPM 增長空間：在動態廣告、目標轉化出價（oCPC）機制下，系統將實現更精準的推送及轉化率，效果優化下對廣告主的吸引力更強，從而助力推動後期廣告定價；2) 內容拓展、多樣化形式下流量及用戶粘性的加強；3) 和搜索的協同。而結合百度及愛奇藝 2Q18 的指引，我們預計百度核心業務 2Q18 將依舊保持強勁增長。我們預計 FY18-20E 百度信息流廣告 CAGR 將達 48%，而近期公司的鳳巢搜索廣告平臺新增強化學習功能，憧憬強化學習對百度搜索及信息流帶來的廣告效果優化及經濟收益的提升。

圖 4: 季度活躍廣告主數量變化



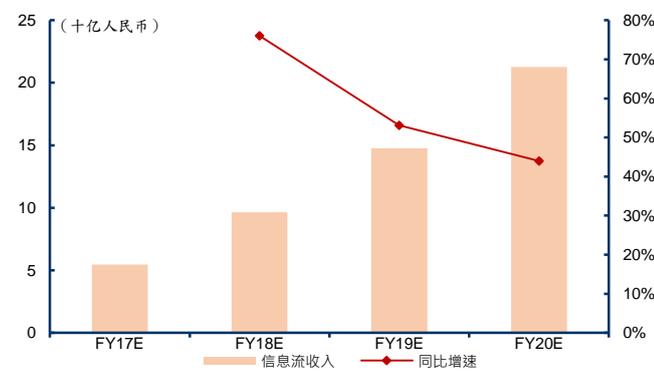
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 5: 季度單廣告主 ARPU 變化



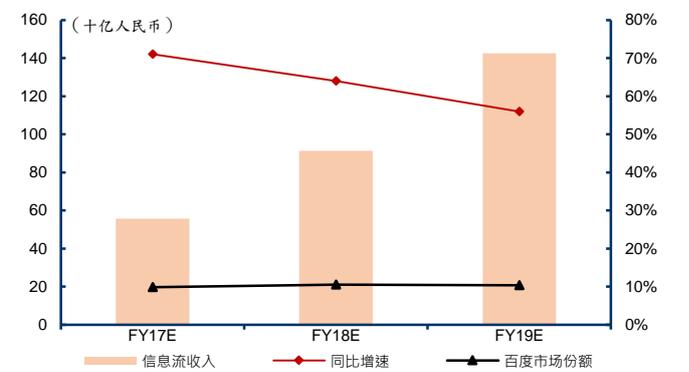
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 6: 百度信息流收入預測



資料來源：公司，招銀國際預測

圖 7: 行業增速及百度信息流市場份額

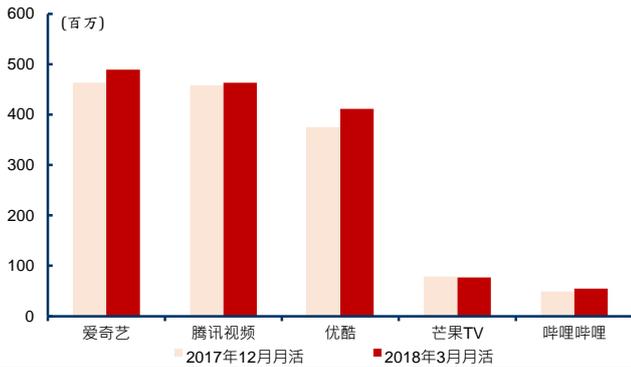


資料來源：iResearch, 公司，招銀國際研究

受益于愛奇藝自製內容的持續風靡

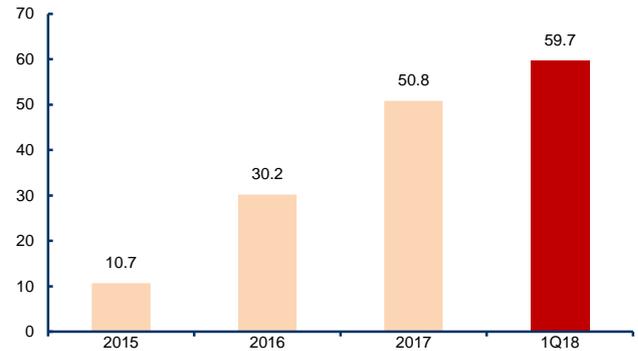
繼 4Q17 愛奇藝的內容播放控制後，1Q18 愛奇藝收入同比增長 57%，同時 Non-GAAP 經營虧損率同比改善 10 個百分點至 21%。受益于近期<偶像練習生>的持續火熱，愛奇藝 1Q18 付費用戶數環比增長 20%，至 5,970 萬。基于獨特的用戶偏好及熱點分析技術，我們看好愛奇藝在自製內容及採購方面的精準性，同時期待<熱血勁舞團>、<機器人爭霸>（均于 3 月底首播）進一步提振平臺流量、吸引會員及廣告主。

圖 8: 在綫視頻 App 月活變化



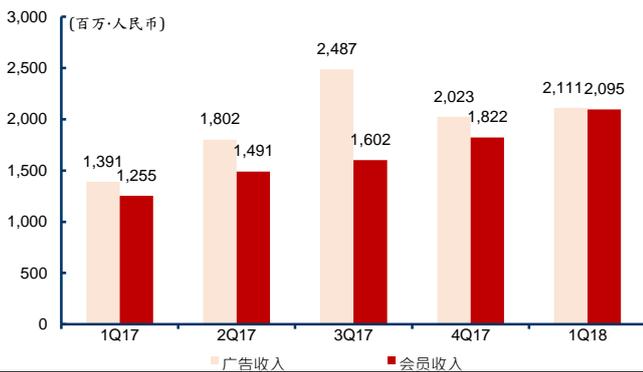
資料來源：QuestMobile，招銀國際研究

圖 9: 愛奇藝付費會員數



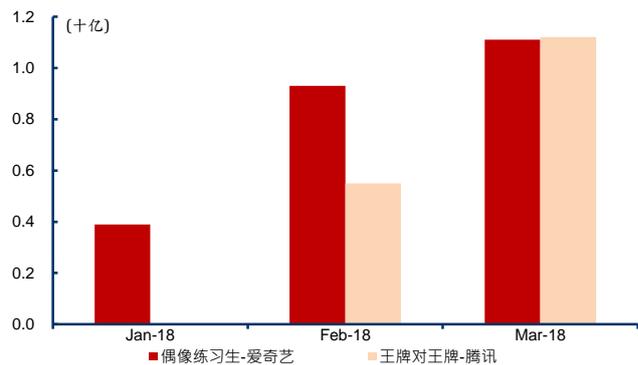
資料來源：愛奇藝，招銀國際研究

圖 10: 愛奇藝廣告及會員收入



資料來源：愛奇藝，招銀國際研究

圖 11: Top2 自製網綜播放量比較



資料來源：貓眼電影，招銀國際研究

利潤率指引保守

1Q18 公司 Non GAAP 經營利潤率為 25.6% (同比增加 9 個百分點, 環比增加 2 個百分點), 受益於持續有效的成本管理及經營效率優化: 1) 內容成本增長低於預期 (FY18 全年指引同比增長 70%); 2) 獲客成本/收入比重同比下滑; 3) SG&A 費用率同比下降 3 個百分點。儘管 1Q18 利潤率向好, 但管理層依舊對 FY18 淨利潤率持保守態度, 主要歸因於: 1) 內容投入; 2) AI 投入下研發支出的增長。

維持「買入」評級

我們分別上調 FY18/19/20 淨利潤 2%/2%/2%, 以反映搜索及信息流廣告超预期增長。基於分部估值法, 目標價從 289 上調至 299 美元, 相當於 FY18/19 31x/25x PE, 維持「買入」評級。中短期催化劑: 1) 強化學習下廣告系統的優化; 2) 信息流強勁增長; 3) AI 場景落地及商業化加速。

圖 12: CMBI 預測 vs. 一致預測

百万人民币 (年結: 12月31日)	CMBI 預測			彭博一致預測			差異 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	102,019	124,904	145,289	100,368	120,672	141,757	1.6%	3.5%	2.5%
毛利潤	50,759	62,674	73,364	49,823	60,228	71,170	1.9%	4.1%	3.1%
經營利潤	19,235	24,328	29,632	18,578	23,341	29,497	3.5%	4.2%	0.5%
調整後淨利潤	21,121	26,408	32,455	20,756	25,485	31,268	1.8%	3.6%	3.8%
調整後EPS(人民币)	60.43	75.55	92.85	61.54	73.52	91.81	-1.8%	2.8%	1.1%
毛利率	49.8%	50.2%	50.5%	49.6%	49.9%	50.2%	+0.1ppt	+0.3ppts	+0.3ppts
經營利潤率	18.9%	19.5%	20.4%	18.5%	19.3%	20.8%	+0.3ppts	+0.1ppts	-0.4ppts
調整後淨利潤率	20.7%	21.1%	22.3%	20.7%	21.1%	22.1%	+0.0ppts	+0.0ppts	+0.3ppts

資料來源: 彭博, 招銀國際預測

圖 13: 財務預測變動

百万人民币 (年結: 12月31日)	最新預測			此前預測			差異 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	102,019	124,904	145,289	100,944	123,797	143,969	1.1%	0.9%	0.9%
毛利潤	50,759	62,674	73,364	50,009	61,856	72,393	1.5%	1.3%	1.3%
經營利潤	19,235	24,328	29,632	18,818	23,850	29,058	2.2%	2.0%	2.0%
調整後淨利潤	21,121	26,408	32,455	20,692	25,926	31,868	2.1%	1.9%	1.8%
調整後EPS(人民币)	60.43	75.55	92.85	59.20	74.17	91.18	2.1%	1.9%	1.8%
毛利率	49.8%	50.2%	50.5%	49.5%	50.0%	50.3%	+0.2ppts	+0.2ppts	+0.2ppts
經營利潤率	18.9%	19.5%	20.4%	18.6%	19.3%	20.2%	+0.2ppts	+0.2ppts	+0.2ppts
調整後淨利潤率	20.7%	21.1%	22.3%	20.5%	20.9%	22.1%	+0.2ppts	+0.2ppts	+0.2ppts

資料來源: 招銀國際預測

圖 14: 估值

(十億美元)	估值		估值參數	倍數		權值 (EBIT/收入)		持股
	总计	每股價值(美元)		FY18	FY19	FY18	FY19	
廣告 (搜索+信息流)	75.1	214.8	EV/EBIT	15.0	12.8	5.0	5.9	100%
愛奇藝	7.6	21.9	基於愛奇藝市值					59%
攜程	4.9	14.1	基於攜程市值					20%
餓了么	0.5	1.4	基於最近一輪估值					5%
淨現金	16.5	47.2	基於現金流量表預測					
公司估值	105	299.4						

資料來源: 公司, 招銀國際預測

利潤表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	70,549	84,810	108,071	132,314	153,908
网络营销	64,525	73,147	89,614	105,223	117,232
其他	6,024	11,663	18,457	27,091	36,676
淨收入	66,599	80,060	102,019	124,904	145,289
銷售成本	(31,328)	(38,313)	(51,261)	(62,230)	(71,925)
毛利	35,270	41,748	50,759	62,674	73,364
研發費用	(10,151)	(12,928)	(15,711)	(19,235)	(21,793)
銷售及行政管理費用	(15,071)	(13,128)	(15,813)	(19,110)	(21,939)
股權支付支出	-	-	-	-	-
經營利潤	10,049	15,692	19,235	24,328	29,632
利息收入	2,342	3,154	4,019	4,921	5,724
利息支出	(1,158)	(1,615)	(1,569)	(1,569)	(1,569)
外匯兌換損失/收益	508	(482)	-	-	-
權益法投資收益(虧損)	(1,026)	(63)	(130)	(130)	(130)
其他	3,793	4,598	1,000	1,000	1,000
稅前利潤	14,509	21,284	22,555	28,550	34,657
所得稅	(2,914)	(2,995)	(4,060)	(5,139)	(6,238)
非控制股東權益	37	13	37	47	57
淨利潤	11,632	18,302	18,532	23,458	28,476
NonGAAP調整	1,587	3,969	2,589	2,950	3,979
NonGAAP淨利潤	13,219	22,270	21,121	26,408	32,455

來源: 公司及招銀國際研究部預測

注釋: 淨收入、毛利為2018年根據會計新準則調整後數據, 即淨收入=收入-VAT

資產負債表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	82,239	100,559	105,045	110,299	116,205
物業、厂房及設備	11,294	12,475	14,414	16,847	19,867
長期投資	45,690	56,283	56,283	56,283	56,283
土地租賃費用	-	-	(155)	(155)	(155)
無形資產	19,214	21,273	23,975	26,796	29,682
其他	6,039	10,528	10,528	10,528	10,528
流動資產	99,759	151,169	187,486	224,543	263,759
現金及現金等价物	11,216	11,336	46,693	82,509	120,621
應收貿易款項	4,109	4,571	5,531	6,771	7,876
存貨	-	-	-	-	-
關連款項	346	168	168	168	168
其他	84,434	135,262	135,262	135,262	135,262
流動負債	46,102	82,057	104,365	123,264	139,967
借債	4,583	1,254	1,254	1,254	1,254
應付貿易賬款	34,686	72,794	95,102	114,001	130,704
應付稅項	-	-	-	-	-
關連款項	459	153	153	153	153
其他	6,374	7,856	7,856	7,856	7,856
非流動負債	43,645	50,321	50,321	50,321	50,321
長期負債	34,471	35,812	35,812	35,812	35,812
遞延稅項	3,589	3,375	3,375	3,375	3,375
其他	5,585	11,134	11,134	11,134	11,134
少數股東權益	(23)	4,004	3,967	3,920	3,863
上市公司股東權益	92,274	115,346	133,878	157,336	185,812
淨資產總值	92,250	119,350	137,845	161,256	189,676

來源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
年度利潤	11,596	18,289	18,495	23,411	28,419
折舊和攤銷	8,244	9,545	10,484	12,710	15,651
營運資金變動	5,638	12,194	21,348	17,659	15,598
其他	(3,219)	3,244	-	-	-
經營活動所得現金淨額	22,258	43,271	50,327	53,780	59,668
購置固定資產、無形資產及土地	(10,484)	(12,475)	(14,970)	(17,964)	(21,557)
聯營公司	275	-	-	-	-
其他	(25,702)	(35,970)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(35,911)	(48,445)	(14,970)	(17,964)	(21,557)
資本變化	837	521	-	-	-
淨銀行借貸	3,252	(691)	-	-	-
股息	(53)	-	-	-	-
其他	10,554	5,530	-	-	-
融資活動所得現金淨額	14,591	5,360	-	-	-
現金增加淨額	939	186	35,357	35,816	38,111
年初現金及現金等价物	9,960	10,898	11,084	46,441	82,257
匯兌	144	-	-	-	-
年末現金及現金等价物	10,898	11,084	46,441	82,257	120,369
受限制現金	318	252	252	252	252
資產負債表的現金	11,216	11,336	46,693	82,509	120,621

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
網絡營銷	91.5	86.2	82.9	79.5	76.2
其他	8.5	13.8	17.1	20.5	23.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	6.3	20.2	27.4	22.4	16.3
毛利	(9.4)	18.4	21.6	23.5	17.1
經營利潤	(13.9)	56.1	22.6	26.5	21.8
調整後淨利潤	(64.2)	57.7	1.1	26.6	21.4
盈利能力比率 (%)					
毛利率	53.0	52.1	49.8	50.2	50.5
稅前利率	21.8	26.6	22.1	22.9	23.9
有效稅率	20.1	14.1	18.0	18.0	18.0
淨利潤率	17.4	22.8	18.1	18.7	19.6
調整後淨利潤率	18.7	26.3	19.5	20.0	21.1
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.2	1.8	1.8	1.8	1.9
平均應收賬款周轉天數	22.0	19.8	19.8	19.8	19.8
平均應付帳款周轉天數	333.8	628.9	628.9	628.9	628.9
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-
淨負債/總權益比率 (%)	30.2	21.6	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
NonGAAP資本回報率	14.3	19.3	15.8	16.8	17.5
NonGAAP資產回報率	7.2	8.8	7.2	7.9	8.5
每股數據					
NonGAAP每股盈利(人民币)	38.0	63.7	60.4	75.6	92.9
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股賬面值(人民币)	2,654.1	3,414.6	3,943.8	4,613.6	5,426.7

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: 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。