

互联网	收盘价 美元 117.72	目标价 美元 161.00个	潜在涨幅 +36.8%
-----	------------------	-------------------	----------------

2023年11月29日

## 拼多多 (PDD US)

### TEMU 收入及亏损程度均大幅好于市场预期；上调目标价至 161 美元

- 3 季度业绩超预期。**收入超出我们/彭博市场预期 26%/25%，利润超出我们/彭博市场预期 27%/30%。广告收入超我们预期 4%，佣金收入超我们预期 81%，体现 TEMU GMV 增长及收入确认好于预期，带动 TEMU 亏损率或低于此前预期。调整后净利润 170 亿元（人民币，下同），对应利润率 29%，对比去年同期 35%，主要受 TEMU 业务扩张影响。调整后营销费用同比增 58%，但占收比下降 7 个百分点，研发及其他运营费率在运营杠杆效应下收窄，带动利润好于预期。
- 3 季度业绩分析：**电商平台收入同比增 94%，我们估算主站 GMV 同比增 25%-30%。广告收入增 39%，广告货币化率同比提升~40 个基点，受益于品质升级战略及品牌入驻。佣金收入同比增 315%，得益于 TEMU 收入增量贡献。我们估算 3 季度 TEMU 收入贡献 23%，亏损率 18%（占 GMV，我们此前预期 40%+）。
- 展望：**我们预计 4 季度广告收入同比增速维持高位，虽然广告货币化率受广告产品更新及付费流量占比提升带动的边际效应减弱，但 GMV 有望在大促的带动下实现加速增长（同比 30%-35%）。我们预计 2024 年主站 GMV 将在频次提升的带动下实现高双位数增长，平台杠杆效应继续体现，预计 2024 年主站收入/利润增 20%/25%。预计 TEMU 将在 2024 年进一步扩大国际覆盖，而亏损率更有望进一步收窄，成熟地区补贴及投流成本缩减、海运模式优化物流成本均有望降低对公司利润的影响。考虑 TEMU 已经在成熟地区形成规模领先优势，我们将其估值并入拼多多整体估值中。按照 1.5 倍 2024 年 P/GMV（参照内地业务稳态期 P/GMV 0.3 倍，TEMU 增速是内地的 5 倍），对 TEMU 估值 450 亿美元，股价贡献 31 美元。
- 估值：**基于 TEMU 收入及亏损好于预期，我们上调 2024 年收入/利润 13%/24%，我们将估值切换至分部加总法(SOTP)，目标价从 132 美元上调至 161 美元，其中 1) 主站 2024 年 15 倍市盈率不变，以及 2) TEMU 以 2024 年 1.5 倍 P/GMV 估值，我们认为拼多多内地业务凭借用户心智优势和高效的团队执行力，仍将保持韧性并释放盈利能力，TEMU 将在持续优化亏损率的前提下继续缩小和竞争对手的规模差距，维持买入评级。**风险：**竞争加剧；TEMU 业务拓展不及预期。

#### 个股评级

买入

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (美元)	118.78
52周低位 (美元)	60.02
市值 (百万美元)	156,401.61
日均成交量 (百万)	16.78
年初至今变化 (%)	44.35
200天平均价 (美元)	88.77

资料来源: FactSet

#### 孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8048

#### 谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8045

#### 赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8054

#### 蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8041

#### 财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万人民币)	93,950	130,558	237,684	311,300	391,390
同比增长 (%)	57.9	39.0	82.1	31.0	25.7
净利润 (百万人民币)	13,830	39,530	57,305	70,871	94,825
每股盈利 (人民币)	9.56	27.45	39.16	47.93	63.27
同比增长 (%)	-484.1	187.0	42.7	22.4	32.0
前EPS预测值 (人民币)			34.44	38.54	53.55
调整幅度 (%)			13.7	24.4	18.1
市盈率 (倍)	88.0	30.7	21.5	17.6	13.3
每股账面净值 (人民币)	51.94	81.77	129.49	177.72	240.26
市账率 (倍)	16.20	10.29	6.50	4.74	3.50

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2023 年 3 季度业绩概览

(百万人民币) 年结 12 月 31 日	3Q22	2Q23	3Q23	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预期	差异 (%)	点评
收入	35,504	52,281	68,840	32	94	54,438	26	
<i>彭博一致预测</i>			<u>54,872</u>					
电商平台服务	35,504	52,281	68,840	32	94	54,438	26	估算主站 GMV 增~25%-30%
线上营销服务	28,482	37,933	39,688	5	39	38,296	4	货币化率同比提升 40 个基点
佣金	7,022	14,348	29,153	103	315	16,142	81	TEMU 收入增量贡献
营业成本	(7,414)	(18,690)	(26,830)	44	262	(19,033)	41	TEMU 履约成本、支付费用上升
毛利	28,090	33,591	42,010	25	50	35,405	19	
毛利率 (%)	79	64	61			65		
运营开支	(17,654)	(20,872)	(25,354)	21	44	(25,189)	1	
营销	(14,049)	(17,542)	(21,748)	24	55	(21,371)	2	促销和营销活动费用增加
一般及行政	(907)	(596)	(758)	27	-16	(750)	1	
研发	(2,698)	(2,734)	(2,847)	4	6	(3,068)	-7	
占收入比例								受益于运营效率提升，费用率下降
营销 (%)	-40	-34	-32			-39		
一般及行政 (%)	-3	-1	-1			-1		
研发 (%)	-8	-5	-4			-6		
运营利润	10,437	12,719	16,656	31	60	10,216	63	
经调整运营利润	12,301	14,609	18,126	24	47	13,092	38	
经调整运营利润率 (%)	35	28	26			24		
经调整普通股股东应占利润	12,447	15,269	17,027	12	37	13,456	27	
经调整净利润率 (%)			<u>13,061</u>					
经调整摊薄每股盈利 (元)	35	29	25			25		
<i>彭博一致预测</i>	8.6	10.5	11.6	11	35	9.1	28	

资料来源：彭博，公司资料，交银国际预测

图表 2: 2023 年 4 季度损益表预测

(百万人民币) 年结 12 月 31 日	4Q22	3Q23	4Q23E	环比 (%)	同比 (%)	2022	2023E	2024E	2025E
收入	39,820	68,840	78,926	15	98	130,558	237,684	311,300	391,390
<i>彭博一致预测</i>			<u>65,110</u>				<u>206,115</u>	<u>266,374</u>	<u>330,235</u>
电商平台服务	39,820	68,840	78,926	15	98	130,558	237,684	311,300	391,390
线上营销服务	31,023	39,688	43,194	9	39	102,931	148,059	177,203	203,435
佣金	8,797	29,153	35,732	23	306	27,626	89,625	134,097	187,955
营业成本	(8,927)	(26,830)	(35,568)	33	298	(31,462)	(92,213)	(126,551)	(157,713)
<b>毛利</b>	<b>30,893</b>	<b>42,010</b>	<b>43,358</b>	<b>3</b>	<b>40</b>	<b>99,095</b>	<b>145,471</b>	<b>184,749</b>	<b>233,676</b>
毛利率 (%)	78	61	55			76	61	59	60
<b>运营开支</b>	<b>(21,780)</b>	<b>(25,354)</b>	<b>(30,272)</b>	<b>19</b>	<b>39</b>	<b>(68,693)</b>	<b>(96,081)</b>	<b>(118,831)</b>	<b>(141,611)</b>
营销	(17,732)	(21,748)	(26,310)	21	48	(54,344)	(81,860)	(103,707)	(125,954)
一般及行政	(1,641)	(758)	(848)	12	-48	(3,965)	(3,019)	(3,334)	(3,693)
研发	(2,407)	(2,847)	(3,114)	9	29	(10,385)	(11,202)	(11,790)	(11,964)
占收入比例									
营销 (%)	-45	-32	-33			-42	-34	-33	-32
一般及行政 (%)	-4	-1	-1			-3	-1	-1	-1
研发 (%)	-6	-4	-4			-8	-5	-4	-3
<b>运营利润</b>	<b>9,114</b>	<b>16,656</b>	<b>13,086</b>	<b>-21</b>	<b>44</b>	<b>30,402</b>	<b>49,390</b>	<b>65,917</b>	<b>92,065</b>
<b>经调整运营利润</b>	<b>11,600</b>	<b>18,126</b>	<b>14,783</b>	<b>-18</b>	<b>27</b>	<b>38,120</b>	<b>55,981</b>	<b>72,610</b>	<b>100,480</b>
经调整运营利润率 (%)	29	26	19			29	24	23	26
<b>经调整普通股股东应占利润</b>	<b>12,106</b>	<b>17,027</b>	<b>14,882</b>	<b>-13</b>	<b>23</b>	<b>39,530</b>	<b>57,305</b>	<b>70,871</b>	<b>94,825</b>
<i>彭博一致预测</i>			<u>13,683</u>				<u>53,130</u>	<u>68,788</u>	<u>89,411</u>
经调整净利润率 (%)	30	25	19			30	24	23	24
<b>经调整摊薄每股盈利 (元)</b>	<b>8.3</b>	<b>11.6</b>	<b>10.1</b>	<b>-13</b>	<b>22</b>	<b>27.5</b>	<b>39.2</b>	<b>47.9</b>	<b>63.3</b>
<i>彭博一致预测</i>			<u>8.6</u>				<u>35.6</u>	<u>43.1</u>	<u>56.5</u>

资料来源：彭博，公司资料，交银国际预测

图表 3: 拼多多 (PDD US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际互联网行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	124.00	166.00	33.9%	2023 年 10 月 19 日	广告
TME US	腾讯音乐	买入	8.40	9.00	7.1%	2023 年 11 月 15 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	13.69	16.00	16.9%	2023 年 10 月 25 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	88.90	99.00	11.4%	2023 年 09 月 26 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	4.69	6.90	47.1%	2023 年 08 月 23 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	56.30	90.00	59.9%	2023 年 05 月 23 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.69	9.50	42.0%	2023 年 09 月 01 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.15	36.00	32.6%	2023 年 08 月 11 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	39.33	35.00	-11.0%	2023 年 08 月 30 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	117.72	161.00	36.8%	2023 年 11 月 28 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	77.53	117.00	50.9%	2023 年 11 月 27 日	电商
JD US	京东	中性	28.34	30.00	5.9%	2023 年 11 月 16 日	电商
NTES US	网易	买入	114.30	135.00	18.1%	2023 年 11 月 17 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	319.60	401.00	25.5%	2023 年 11 月 16 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	14.04	20.00	42.5%	2023 年 03 月 28 日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	26.05	31.00	19.0%	2023 年 08 月 23 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	32.40	43.00	32.7%	2023 年 11 月 09 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	103.00	220.00	113.6%	2023 年 03 月 27 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	9.80	14.60	49.0%	2023 年 11 月 16 日	物流
DADA US	达达集团	买入	3.67	7.00	90.7%	2023 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	8.76	11.70	33.6%	2023 年 08 月 11 日	物流
9923 HK	移卡	买入	14.28	21.00	47.1%	2023 年 08 月 25 日	商户服务
9878 HK	汇通达网络	买入	29.30	38.00	29.7%	2023 年 04 月 12 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	275.00	365.00	32.7%	2023 年 09 月 06 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	14.44	22.00	52.4%	2023 年 05 月 25 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 11 月 28 日

## 财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	93,950	130,558	237,684	311,300	391,390
主营业务成本	(31,718)	(31,462)	(92,213)	(126,551)	(157,713)
<b>毛利</b>	<b>62,232</b>	<b>99,095</b>	<b>145,471</b>	<b>184,749</b>	<b>233,676</b>
销售及管理费用	(46,342)	(58,309)	(84,879)	(107,041)	(129,647)
研发费用	(8,993)	(10,385)	(11,202)	(11,790)	(11,964)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
<b>经营利润</b>	<b>6,897</b>	<b>30,402</b>	<b>49,390</b>	<b>65,917</b>	<b>92,065</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	11,671	38,120	55,981	72,610	100,480
财务成本净额	1,831	3,945	8,038	8,666	8,674
其他非经营净收入/费用	976	1,916	3,099	920	920
<b>税前利润</b>	<b>9,704</b>	<b>36,264</b>	<b>60,528</b>	<b>75,504</b>	<b>101,659</b>
税费	(1,935)	(4,726)	(10,596)	(11,326)	(15,249)
非控股权益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>7,769</b>	<b>31,538</b>	<b>49,931</b>	<b>64,178</b>	<b>86,410</b>
作每股收益计算的净利润	7,769	31,538	49,931	64,178	86,410
Non-GAAP标准的净利润	13,830	39,530	57,305	70,871	94,825

资产负债表(百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	66,044	92,300	188,532	235,261	347,497
有价证券	86,517	115,113	138,135	165,762	182,338
应收账款及票据	4,924	6,907	14,926	13,668	22,282
其他流动资产	3,425	2,298	6,652	4,576	9,129
<b>总流动资产</b>	<b>160,909</b>	<b>216,618</b>	<b>348,245</b>	<b>419,267</b>	<b>561,247</b>
投资物业	16,426	16,862	18,548	20,403	22,443
物业、厂房及设备	2,203	1,045	1,878	2,586	3,188
无形资产	701	134	390	752	1,006
其他长期资产	970	2,461	2,953	3,544	4,253
<b>总长期资产</b>	<b>20,301</b>	<b>20,502</b>	<b>23,770</b>	<b>27,286</b>	<b>30,891</b>
<b>总资产</b>	<b>181,210</b>	<b>237,120</b>	<b>372,015</b>	<b>446,553</b>	<b>592,138</b>
应付账款	65,639	66,383	142,919	142,506	185,324
其他短期负债	28,090	50,507	36,972	39,969	46,711
<b>总流动负债</b>	<b>93,730</b>	<b>116,889</b>	<b>179,891</b>	<b>182,475</b>	<b>232,035</b>
长期贷款	11,789	1,576	1,576	0	0
其他长期负债	577	884	1,061	1,273	0
<b>总长期负债</b>	<b>12,365</b>	<b>2,460</b>	<b>2,636</b>	<b>1,273</b>	<b>0</b>
<b>总负债</b>	<b>106,095</b>	<b>119,349</b>	<b>182,527</b>	<b>183,748</b>	<b>232,035</b>
股本	95,341	99,251	121,041	130,180	141,068
储备及其他资本项目	(20,226)	18,520	68,447	132,625	219,035
<b>股东权益</b>	<b>75,115</b>	<b>117,771</b>	<b>189,488</b>	<b>262,805</b>	<b>360,103</b>
记作权益的金融工具	0	0	0	0	0
<b>总权益</b>	<b>75,115</b>	<b>117,771</b>	<b>189,488</b>	<b>262,805</b>	<b>360,103</b>

资料来源:公司资料,交银国际预测

现金流量表(百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	9,704	36,264	60,528	75,504	101,659
折旧及摊销	1,495	2,224	342	461	676
营运资本变动	13,562	7,423	65,116	5,918	36,392
利息调整	(147)	(606)	(8,038)	(8,666)	(8,674)
税费	(1,935)	(4,726)	(10,596)	(11,326)	(15,249)
其他经营活动现金流	6,104	7,929	14,629	15,359	17,089
<b>经营活动现金流</b>	<b>28,783</b>	<b>48,508</b>	<b>121,981</b>	<b>77,251</b>	<b>131,893</b>
资本开支	(3,287)	(636)	(990)	(990)	(990)
投资活动	(32,721)	(25,282)	(24,709)	(29,482)	(18,617)
其他投资活动现金流	445	3,556	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(35,562)</b>	<b>(22,362)</b>	<b>(25,699)</b>	<b>(30,472)</b>	<b>(19,607)</b>
负债净变动	(1,875)	0	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	0	10	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1,875)</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇率收益/损失	(145)	100	(50)	(50)	(50)
<b>年初现金</b>	<b>74,844</b>	<b>66,044</b>	<b>92,300</b>	<b>188,532</b>	<b>235,261</b>
<b>年末现金</b>	<b>66,044</b>	<b>92,300</b>	<b>188,532</b>	<b>235,261</b>	<b>347,497</b>

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	6.199	24.944	36.737	44.165	55.636
全面摊薄每股收益	5.372	21.897	34.121	43.400	57.654
Non-GAAP标准下的每股收益	9.563	27.445	39.159	47.926	63.269
每股账面值	51.942	81.767	129.487	177.718	240.265
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	66.2	75.9	61.2	59.3	59.7
EBITDA利润率	8.9	25.0	20.9	21.3	23.7
EBIT利润率	7.3	23.3	20.8	21.2	23.5
净利率	8.3	24.2	21.0	20.6	22.1
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	66.2	75.9	61.2	59.3	59.7
EBITDA利润率	14.0	30.9	23.7	23.5	25.8
经营利润率	12.4	29.2	23.6	23.3	25.7
净利率	14.7	30.3	24.1	22.8	24.2
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	4.6	15.1	16.4	15.7	16.6
ROE	11.3	32.7	32.5	28.4	27.7
ROIC	7.2	25.1	27.0	24.7	25.1
<b>其他</b>					
流动比率	1.7	1.9	1.9	2.3	2.4
应收账款周转天数	16.5	14.8	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	30.8	21.1	21.1	21.1	21.1

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司及山西省安装集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。