

互联网	收盘价 美元 11.04	目标价 美元 13.00个	潜在涨幅 +17.8%
-----	-----------------	------------------	----------------

2024年3月20日

## 腾讯音乐 (TME US)

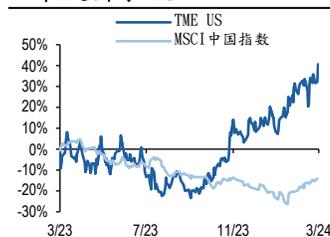
### 音乐会员维持强劲增势，在线音乐成本优化好于预期

- 2023年4季度业绩超预期。腾讯音乐4季度收入为69亿元人民币（下同），同比降7%，主要因社交娱乐业务调整（同比-52%），略好于市场预期3%。毛利率为38%，同/环比优化5/2个百分点，受益于订阅及广告收入增长及自制内容增加。经调整净利润为17亿元，同比增12%，高于我们/市场预期9%/8%，对应经调整净利率24%，随毛利率优化同环比提升4/1个百分点。
- 4季度在线音乐收入超预期5%，订阅会员/月度ARPPU双轮驱动会员收入增长。在线音乐收入50亿元，同比增41%，收入占比提升至73%。其中，音乐订阅维持强劲增势，同比增45%（较2/3季度37%/42%加速）。音乐会员1.07亿，环比净增370万，对应付费率18.5%，同/环比+3.8/1.2个百分点。月度ARPPU10.7元，同/环比提升20%/4%。非会员业务中，广告收入4季度受电商大促拉动加速增长。
- 展望：我们预计2024年1季度/全年音乐订阅收入+37%/25%，主要考虑：1) 受春节推广及会员权益升级驱动，预计1季度会员季度净增590万，全年会员净增1560万（对比2023年1820万），2) 月度ARPPU受高端会员拉动，同比维持提升趋势，受促销影响季度间或有小幅波动，长期仍有望逐步向刊例价15元提升。我们预计非订阅收入2024年+24%，广告及艺人周边销售仍为驱动。社交业务环比企稳，我们预计2024年社交收入降35%至68亿元，同比高基数影响持续至2024年3季度。
- 估值：我们小幅上调2024年经调整净利润预期，主要考虑1) 在线音乐成本优化好于预期（2024年毛利率或提升至40%），2) 潜在营销投入加大影响。基于可比音乐及版权公司平均2024年市盈率20倍，上调目标价至13美元/50港元（1698 HK）（原为9美元/35港元）。音乐付费对标长视频付费率仍有提升空间，我们持续看好未来2年音乐会员增长潜力。音乐业务基于规模效应及自制内容增加，毛利率长期有望向唱片公司40-50%优化。股东回馈持续，剩余约3.3亿美元股票回购额度。维持买入。

#### 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)	11.04
52周低位 (美元)	6.02
市值 (百万美元)	7,225.62
日均成交量 (百万)	22.59
年初至今变化 (%)	15.21
200天平均价 (美元)	8.29

资料来源: FactSet

#### 赵丽, CFA

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

#### 谷馨瑜, CPA

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

#### 孙梦琪

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

#### 蔡涵

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

#### 财务数据一览

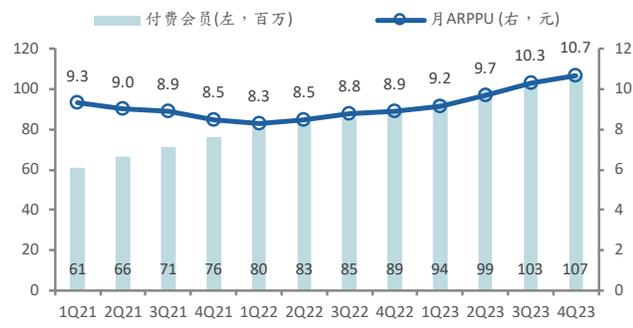
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	28,339	27,752	28,444	30,837	33,014
同比增长 (%)	-9.3	-2.1	2.5	8.4	7.1
净利润 (百万人民币)	4,745	5,923	6,617	7,563	8,344
每股盈利 (人民币)	2.93	3.74	3.99	4.55	5.01
同比增长 (%)	18.7	27.6	6.6	14.1	10.2
前EPS预测值 (人民币)			3.85	4.29	
调整幅度 (%)			3.6	6.1	
市盈率 (倍)	25.5	20.0	18.7	16.4	14.9
每股账面净值 (人民币)	29.70	35.30	36.68	39.93	44.31
市账率 (倍)	2.52	2.12	2.04	1.87	1.69

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。

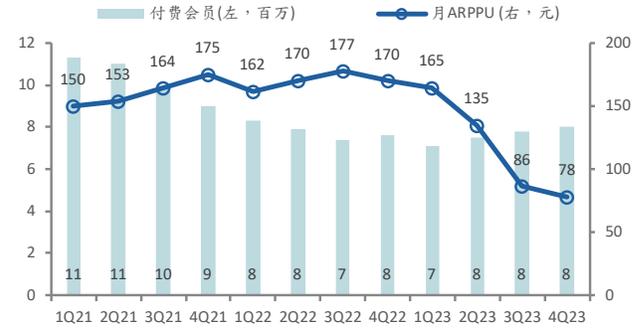
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 音乐付费用户和月 ARPPU



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 社交娱乐付费用户和月 ARPPU



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 3: 2023 年 4 季度业绩概览

(百万元人民币)	4Q22	3Q23	4Q23	环比 (%)	同比 (%)	交银国际		点评
						预期	差异 (%)	
总收入	7,425	6,569	6,893	5	-7	6,678	3	
1. 在线音乐	3,559	4,553	5,022	10	41	4,804	5	
1) 会员业务	2,353	3,189	3,419	7	45	3,274	4	
付费会员 (百万)	88.5	103.0	106.7	4	21	106.0	1	付费率 18.5%，同/环比+3.8/1.2ppts
每月 ARPPU (人民币)	8.9	10.3	10.7	4	20	10.3	4	
2) 非会员收入	1,206	1,364	1,603	17	33	1,530	5	
2. 社交娱乐服务和其它	3,866	2,016	1,871	-7	-52	1,874	0	
付费会员 (百万)	7.6	7.8	8.0	3	5	7.4	9	
每月 ARPPU (人民币)	170	86	78	-10	-54	85	-8	
主营业务成本	4,978	4,227	4,252	1	-15	4,204	1	
毛利	2,447	2,342	2,641	13	8	2,474	7	
毛利率 (%)	33	36	38			37		订阅及广告收入增长、自制内容增加优化音乐成本
市场推广费用	266	219	255	16	-4	252	1	
行政费用	1,095	1,049	1,011	-4	-8	1,053	-4	
运营利润	1,086	1,074	1,375	28	27	1,169	18	
运营利润率 (%)	15	16	20			18		
净利润	1,151	1,168	1,306	12	13	1,207	8	
净利润率 (%)	16	18	19			18		
调整后净利润	1,492	1,503	1,678	12	12	1,539	9	
调整后净利润率 (%)	20	23	24			23		
调整后归母净利润	1,438	1,408	1,575	12	10	1,476	7	
调整后归母净利润率 (%)	19	21	23			22		
调整后摊薄每股盈利 (人民币)	0.9	0.9	1.0	13	11	0.9	8	

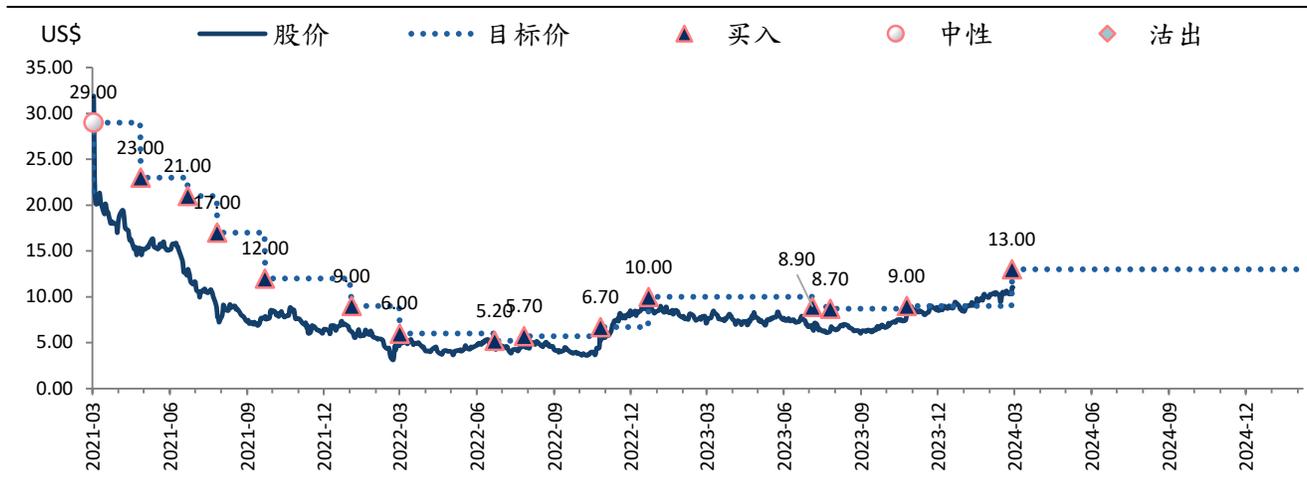
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 4: 2024 年 1 季度展望

(百万元人民币)	1Q23	4Q23	1Q24E	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	7,004	6,893	6,543	-5	-7	27,752	28,444	30,837	33,014
<i>彭博一致预期</i>		<u>6,700</u>	<u>6,371</u>			<u>27,561</u>	<u>28,059</u>	<u>31,245</u>	<u>34,360</u>
在线音乐	3,501	5,022	4,845	-4	38	17,325	21,619	24,024	26,186
会员业务	2,596	3,419	3,567	4	37	12,094	15,134	16,891	18,363
付费会员(百万)	94	107	113	6	19	101	118	129	137
月 ARPPU (人民币)	9.2	10.7	10.6	-1	15	10.0	10.7	10.9	11
非会员收入	905	1,603	1,278	-20	41	5,231	6,485	7,133	7,824
社交娱乐服务和其它	3,503	1,871	1,698	-9	-52	10,427	6,824	6,813	6,828
付费会员(百万)	7.1	8.0	7.7	-4	9	7.6	7.8	7.9	8.0
月 ARPPU (人民币)	165	78	73	-6	-55	114	73	72	71
主营业务成本	4,689	4,252	4,029	-5	-14	17,957	17,166	18,162	19,180
毛利	2,315	2,641	2,513	-5	9	9,795	11,278	12,676	13,834
毛利率(%)	33	38	38			35	40	41	42
市场推广费用	212	255	231	-10	9	897	964	1,045	1,118
行政费用	1,017	1,011	975	-4	-4	4,121	4,312	4,521	4,675
运营利润	1,086	1,375	1,308	-5	20	4,777	6,002	7,110	8,041
运营利润率(%)	16	20	20			17	21	23	24
调整后运营利润	1,288	1,558	1,481			5,513	6,757	7,929	8,918
调整后运营利润率(%)	18	23	23			20	24	26	27
净利润	1,148	1,306	1,262	-3	10	4,920	5,652	6,516	7,239
净利润率(%)	16	19	19			18	20	21	22
调整后净利润	1,463	1,678	1,598	-5	9	6,223	6,997	7,979	8,806
调整后净利润率(%)	21	24	24			22	25	26	27
调整后归母净利润	1,411	1,575	1,498	-5	6	5,923	6,617	7,563	8,344
调整后归母净利润率(%)	20	23	23			21	23	25	25
<i>彭博一致预期</i>		<u>1,555</u>	<u>1,512</u>			<u>5,989</u>	<u>6,602</u>	<u>7,573</u>	<u>8,537</u>
调整后摊薄每股盈利(人民币)	0.9	1.0	1.0	-4.9	6.8	3.7	4.0	4.5	5.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 5: 腾讯音乐 (TME US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 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	104.17	140.00	34.4%	2024年01月25日	广告
TME US	腾讯音乐	买入	11.04	13.00	17.8%	2024年03月19日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	91.00	104.00	14.3%	2024年03月01日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	11.83	13.00	9.9%	2024年01月24日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	51.85	75.00	44.6%	2024年01月23日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.95	5.60	41.8%	2024年01月19日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	31.48	37.00	17.5%	2024年03月19日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	5.93	6.60	11.3%	2024年03月15日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.35	29.00	14.4%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	127.68	180.00	41.0%	2024年01月12日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	73.42	108.00	47.1%	2024年01月11日	电商
JD US	京东	中性	27.59	28.00	1.5%	2024年03月07日	电商
GOTU US	高途	买入	7.35	9.10	23.8%	2024年02月28日	教育
DAO US	有道	买入	4.14	5.30	28.0%	2024年02月03日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.62	15.50	33.4%	2024年01月26日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	70.80	75.00	5.9%	2024年01月25日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	285.00	388.00	36.1%	2024年01月19日	游戏
NTES US	网易	买入	105.50	135.00	28.0%	2023年11月17日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.80	19.92	68.8%	2023年03月28日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	22.55	31.00	37.5%	2023年08月23日	游戏
9690 HK	途虎	买入	13.02	26.00	99.7%	2024年03月18日	本地生活
3690 HK	美团	买入	89.20	93.00	4.3%	2024年02月23日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	8.00	9.50	18.8%	2024年03月07日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	8.32	11.70	40.6%	2023年08月11日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.43	2.00	-17.7%	2024年01月09日	物流

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 3 月 19 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	28,339	27,752	28,444	30,837	33,014
主营业务成本	(19,566)	(17,957)	(17,166)	(18,162)	(19,180)
<b>毛利</b>	<b>8,773</b>	<b>9,795</b>	<b>11,278</b>	<b>12,676</b>	<b>13,834</b>
销售及管理费用	(1,144)	(897)	(964)	(1,045)	(1,118)
研发费用	(4,413)	(4,121)	(4,312)	(4,521)	(4,675)
<b>经营利润</b>	<b>3,216</b>	<b>4,777</b>	<b>6,002</b>	<b>7,110</b>	<b>8,041</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	4,050	5,513	6,757	7,929	8,918
财务成本净额	711	1,052	1,113	1,113	1,113
应占联营公司利润及亏损	38	127	80	80	80
其他非经营净收入/费用	408	89	100	80	80
<b>税前利润</b>	<b>4,373</b>	<b>6,045</b>	<b>7,295</b>	<b>8,383</b>	<b>9,314</b>
税费	(534)	(825)	(1,263)	(1,451)	(1,612)
非控股权益	(162)	(300)	(380)	(416)	(462)
<b>净利润</b>	<b>3,677</b>	<b>4,920</b>	<b>5,652</b>	<b>6,516</b>	<b>7,239</b>
作每股收益计算的净利润	3,677	4,920	5,652	6,516	7,239
Non-GAAP标准的净利润	4,745	5,923	6,617	7,563	8,344

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	9,555	13,567	18,259	23,465	33,169
有价证券	0	0	0	0	0
应收账款及票据	2,670	2,918	2,799	2,946	3,204
其他流动资产	14,334	13,451	12,967	13,219	13,448
<b>总流动资产</b>	<b>26,559</b>	<b>29,936</b>	<b>34,025</b>	<b>39,630</b>	<b>49,822</b>
物业、厂房及设备	323	490	360	340	326
其他有形资产	4,330	4,274	4,274	4,274	4,274
无形资产	2,368	2,032	2,106	2,050	2,022
其他长期资产	33,429	38,804	38,713	38,634	38,559
<b>总长期资产</b>	<b>40,450</b>	<b>45,600</b>	<b>45,453</b>	<b>45,298</b>	<b>45,181</b>
<b>总资产</b>	<b>67,009</b>	<b>75,536</b>	<b>79,478</b>	<b>84,928</b>	<b>95,003</b>
应付账款	4,022	3,472	3,702	3,652	4,114
其他短期负债	7,695	8,542	7,455	7,219	8,264
<b>总流动负债</b>	<b>11,717</b>	<b>12,014</b>	<b>11,156</b>	<b>10,871</b>	<b>12,378</b>
其他长期负债	6,165	6,320	5,751	5,583	6,329
<b>总长期负债</b>	<b>6,165</b>	<b>6,320</b>	<b>5,751</b>	<b>5,583</b>	<b>6,329</b>
<b>总负债</b>	<b>17,882</b>	<b>18,334</b>	<b>16,907</b>	<b>16,453</b>	<b>18,707</b>
股本	2	2	2	2	2
储备及其他资本项目	48,097	55,905	60,894	66,382	73,741
<b>股东权益</b>	<b>48,099</b>	<b>55,907</b>	<b>60,896</b>	<b>66,384</b>	<b>73,743</b>
非控股权益	1,028	1,295	1,675	2,091	2,553
<b>总权益</b>	<b>49,127</b>	<b>57,202</b>	<b>62,571</b>	<b>68,475</b>	<b>76,296</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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	4,373	6,045	7,295	8,383	9,314
合资企业/联营公司收入调整	(38)	(127)	(80)	(80)	(80)
折旧及摊销	1,160	839	821	797	790
营运资本变动	2,221	(417)	(285)	(685)	1,020
利息调整	(711)	(1,052)	(1,113)	(1,113)	(1,113)
税费	(534)	(825)	(1,263)	(1,451)	(1,612)
其他经营活动现金流	1,010	2,874	1,915	1,979	2,036
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,481</b>	<b>7,337</b>	<b>7,290</b>	<b>7,830</b>	<b>10,355</b>
资本开支	(85)	(85)	(85)	(85)	(85)
投资活动	1,055	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(2,416)	(1,778)	(1,513)	(1,539)	(566)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,446)</b>	<b>(1,863)</b>	<b>(1,598)</b>	<b>(1,624)</b>	<b>(651)</b>
权益净变动	(3,124)	(1,538)	(1,000)	(1,000)	0
其他融资活动现金流	(295)	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(3,419)</b>	<b>(1,538)</b>	<b>(1,000)</b>	<b>(1,000)</b>	<b>0</b>
汇率收益/损失	348	76	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>6,591</b>	<b>9,555</b>	<b>13,567</b>	<b>18,259</b>	<b>23,465</b>
<b>年末现金</b>	<b>9,555</b>	<b>13,567</b>	<b>18,259</b>	<b>23,465</b>	<b>33,169</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	2.302	3.148	3.429	3.948	4.381
全面摊薄每股收益	2.271	3.107	3.404	3.920	4.350
Non-GAAP标准下的每股收益	2.930	3.740	3.986	4.549	5.013
每股账面值	29.701	35.302	36.678	39.935	44.309
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	31.0	35.3	39.6	41.1	41.9
EBITDA利润率	15.4	20.2	24.0	25.6	26.7
EBIT利润率	11.3	17.2	21.1	23.1	24.4
净利率	13.0	17.7	19.9	21.1	21.9
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	31.0	35.3	39.6	41.1	41.9
EBITDA利润率	18.4	22.9	26.6	28.3	29.4
经营利润率	14.3	19.9	23.8	25.7	27.0
净利率	16.7	21.3	23.3	24.5	25.3
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	5.5	6.9	7.3	7.9	8.0
ROE	7.5	9.5	9.7	10.2	10.3
ROIC	9.6	9.5	9.6	0.0	0.0
<b>其他</b>					
流动比率	2.3	2.5	3.0	3.6	4.0
应收账款周转天数	40.4	34.0	34.0	34.0	34.0
应付账款周转天数	87.0	92.0	91.0	90.0	90.0

## 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竿指数**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竿指数**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竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**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之观点；及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，一位分析师持有英伟达之股份。

## 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、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、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、長久股份有限公司及乐思集团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，并可能受送递延误、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。