

互联网	收盘价 美元 81.63	目标价 美元 107.00↓	潜在涨幅 +31.1%
-----	-----------------	-------------------	----------------

2024年11月22日

百度 (BIDU US)

生成式 AI 搜索内容占比增至 20%，关注 2025 年变现进程

- ⊕ **2024 年 3 季度业绩：**收入 336 亿元（人民币，下同），同比降 3%，与我们/彭博市场预期基本一致。调整后净利润 59 亿元，对应净利率 18%，低于我们/彭博预期 5%，营销及管理费用同比增 2%，高于我们预期 4%，因渠道支出和推广费用增加。
- ⊕ **百度核心业绩要点：**收入 265 亿元，同比持平，经营杠杆优化带来相对稳定的利润率，调整后经营利润/利润率 67 亿元/25%，同比基本持平。1) 广告收入同比降 4%，因受宏观环境影响中小广告主投放谨慎，房地产、招商及医药等行业仍较为疲软，以及用户侧 AI 搜索改造尚未开始大规模变现。2) 智能云收入保持双位数增速，同比增 11%，得益于生成式 AI 和大模型增量拉动，但较上季度小幅降速因网盘业务组织架构调整。运营利润同比持续增长。3) 萝卜快跑单量 98.8 万，同比增 20%。3 季度/10 月全无人驾驶单量占比达 70%/80%，此外 RT6 在多个城市公开道路运营。
- ⊕ **大模型进展：**1) 文心大模型 11 月日均调用量 15 亿次，较 8 月的 6 亿次大幅增长。持续丰富大模型组合，推出增强版轻量级模型 Speed Pro 和 Lite Pro。2) 文心一言用户规模达 4.3 亿，对比 1 季度的 2 亿翻倍。3) 生成式 AI 和大模型贡献云收入 11%，环比增 2 个百分点。4) 目前 20%+ 的百度搜索结果由 AI 生成（对比 8 月 18%）。5) 文库 AI 用户累计 2.3 亿+，AI 功能使用次数 28 亿+，订阅收入同比增 23%。
- ⊕ **展望及估值：**广告收入预计仍将继续受到 AI 搜索生成式结果改造带来的对传统搜索广告位挤占的影响，政策对线下消费正面拉动或将在明年体现，因此预计 4 季度广告收入增长继续承压（同比降 6%），使得调整后运营利润率同比或有所下降。AI 云预计 4 季度增 13%，较 3 季度加速，健康的利润率贡献部分缓释广告收入下降带来的利润压力。2025 年或将看到 AI 搜索及智能体相关变现的开展，预计 2025 年广告收入与 2024 年持平。按 2025 年 10 倍市盈率，调整目标价至 107 美元/105 港元（9888 HK），现价对应 2025 年 7.6 倍市盈率，仍在估值底部区间，维持买入。

财务数据一览

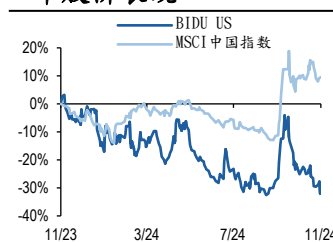
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	123,675	134,598	132,862	136,829	145,610
同比增长(%)	-0.7	8.8	-1.3	3.0	6.4
净利润(百万人民币)	20,680	28,747	25,633	27,067	29,068
每股盈利(人民币)	59.13	80.91	72.85	77.59	83.26
同比增长(%)	9.4	36.8	-10.0	6.5	7.3
前EPS预测值(人民币)			74.79	79.79	86.34
调整幅度(%)			-2.6	-2.8	-3.6
市盈率(倍)	10.0	7.3	8.1	7.6	7.1
每股账面净值(人民币)	79.87	85.71	91.17	101.73	113.01
市账率(倍)	7.40	6.90	6.48	5.81	5.23

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

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)	124.00
52周低位(美元)	81.01
市值(百万美元)	23,841.67
日均成交量(百万)	8.34
年初至今变化(%)	(31.46)
200天平均价(美元)	92.70

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

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: 2024 年 3 季度业绩

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	3Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
在线营销服务	20,108	-3	-6	20,137	0	
其他服务	13,449	1	3	13,266	1	
净营收	33,557	-1	-3	33,403	0	
<i>彭博一致预期</i>	<u>33,525</u>					
百度核心	26,524	-1	0	26,358	1	9月百度 app 月活跃用户数同比增 6% 至 7.04 亿，百度核心广告收入 51%来自托管页面
<i>在线营销</i>	18,771	-2	-4	18,812	0	同比下降，主要受宏观环境影响以及用户侧 AI 搜索改造尚未开始大规模变现
<i>云</i>	4,895	-4	11	4,934	-1	收入同比增 11%，受生成式 AI 和大模型拉动，但较上季度小幅降速因网盘业务组织架构调整
<i>自动驾驶及新业务</i>	2,858	18	15	2,611	9	萝卜快跑完成订单量 98.8 万，同比增 20%，累计完成订单量 800 万+（截止 2024 年 10 月 28 日）。3Q/10 月全无人驾驶订单占比 70%/+80%
爱奇艺	7,246	-3	-10	7,241	0	
营收成本	(16,399)	0	1	(16,578)	-1	
毛利	17,158	-2	-5	16,825	2	
营业费用						
销售及行政	(5,867)	3	2	(5,651)	4	
研发	(5,366)	-9	-12	(5,850)	-8	
总营业费用	(11,233)	-3	-5	(11,500)	-2	
运营利润(亏损)	5,925	0	-6	5,325	11	
其他收入(费用)	2,675	247	40	2,241	19	
税项	(814)	-28	-37	(1,478)	-45	
非控股权益应占净亏损	154	60	-29	111	38	
净收益	7,632	39	14	5,977	28	
调整后运营利润	7,014	-6	-8	6,854	2	
<i>百度核心</i>	6,652	-5	0	6,532	2	
<i>爱奇艺</i>	370	-26	-59	349	6	
调整后净收益	5,886	-20	-19	6,199	-5	
<i>彭博一致预期</i>	<u>6,193</u>					
毛利率 (%)	51			50		
调整后运营利润率 (%)	21			21		
<i>百度核心</i>	25			25		
<i>爱奇艺</i>	5			5		
调整后净利率 (%)	18			19		
摊薄每股盈利(调整后, 人民币)	16.6	-21	-19	17.7	-6	
<i>彭博一致预期</i>	<u>17.7</u>					

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

2024年11月22日

百度(BIDU US)

图表 2: 百度核心业务主要预测

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	4Q23	3Q24	4Q24E 原预测	4Q24E 新预测	环比 (%)	同比 (%)	变动 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
百度核心营收	27,488	26,524	27,593	27,408	3	0	1	103,465	104,422	108,309	115,008
在线营销	19,153	18,771	18,487	17,981	-4	-6	3	74,979	72,924	73,167	75,557
云	5,622	4,895	6,264	6,325	29	13	-1	18,674	20,989	23,762	26,908
自动驾驶及新业务	2,713	2,858	2,842	3,101	8	14	-8	9,812	10,509	11,381	12,542
营收成本	(12,050)	(10,923)	(11,529)	(11,395)	4	-5	1	(42,593)	(43,044)	(44,472)	(46,708)
毛利	15,360	15,562	16,036	15,980	3	4	0	60,797	61,241	63,692	68,132
调整后运营开支	(9,381)	(9,034)	(9,878)	(10,004)	11	7	-1	(36,679)	(36,430)	(38,030)	(40,796)
调整后运营利润	6,197	6,652	6,367	6,145	-8	-1	4	24,748	25,388	26,345	28,060
调整后净利润	7,500	5,676	5,472	5,261	-7	-30	4	27,417	24,855	25,969	27,650
毛利率(净)(%)	55.9	58.7	58.1	58.3				58.8	58.6	58.8	59.2
调整后营运利润率(净)(%)	22.5	25.1	23.1	22.4				23.9	24.3	24.3	24.4
调整后营净利润率(净)(%)	27.3	21.4	19.8	19.2				26.5	23.8	24.0	24.0

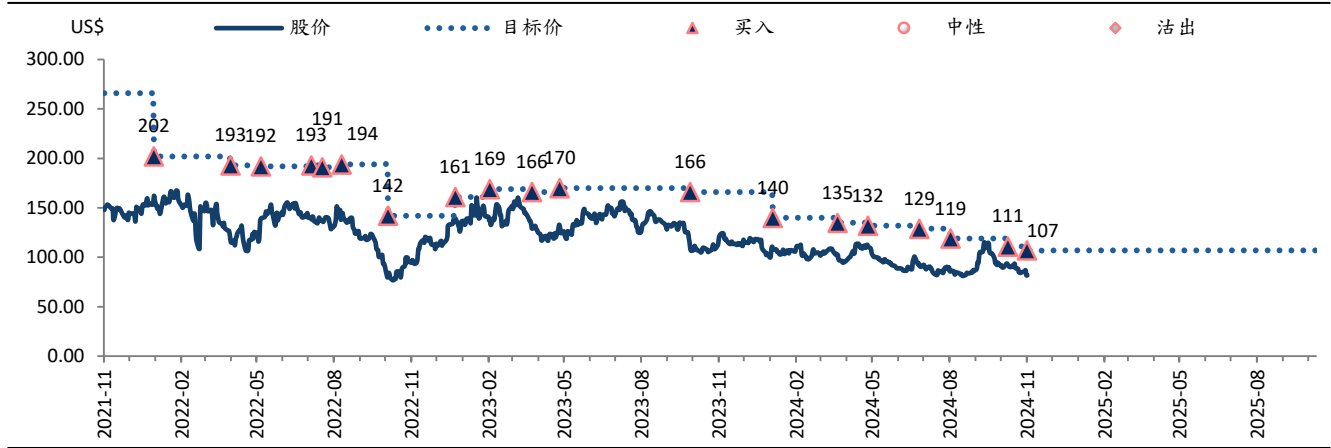
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 百度损益预测

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	4Q23	3Q24	4Q24E 原预测	4Q24E 新预测	环比 (%)	同比 (%)	变动 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
净营收	34,951	33,557	34,877	33,861	1	-3	3	134,598	132,862	136,829	145,610
在线营销服务	20,804	20,108	19,862	19,351	-4	-7	3	81,203	78,574	79,134	82,100
其他服务	14,147	13,449	15,015	14,510	8	3	3	53,395	54,288	57,695	63,510
<i>彭博一致预期</i>				<u>35,090</u>					<u>134,255</u>	<u>141,526</u>	<u>149,713</u>
营收成本	(17,418)	(16,399)	(17,091)	(16,426)	0	-6	4	(65,031)	(64,514)	(65,810)	(69,128)
毛利	17,533	17,158	17,786	17,435	2	-1	2	69,567	68,348	71,019	76,481
销售及行政	(5,854)	(5,867)	(6,242)	(6,256)	7	7	0	(23,519)	(23,198)	(24,360)	(26,078)
研发	(6,287)	(5,366)	(6,247)	(5,841)	9	-7	7	(24,192)	(22,459)	(22,283)	(23,833)
运营利润(亏损)	5,392	5,925	5,296	5,339	-10	-1	-1	21,856	22,692	24,376	26,570
调整后运营利润	7,075	7,014	6,890	6,461	-8	-9	7	28,433	27,648	28,871	31,333
其他收入(费用)	(2,527)	2,675	537	498	-81	-120	8	3,342	5,190	8,792	11,419
税项	96	(814)	(1,398)	(1,429)	76	NM	-2	(3,649)	(4,257)	(5,364)	(5,705)
非控股权益应占净亏损	362	154	88	(5)	NM	NM	NM	1,234	644	679	965
净收益	2,599	7,632	4,347	4,413	-42	70	-1	20,315	22,981	27,126	31,318
调整后净收益	7,755	5,886	5,671	5,340	-9	-31	6	28,747	25,633	27,067	29,068
毛利率(%)	50.2	51.1	51.0	51.5				51.7	51.4	51.9	52.5
调整后运营利润率(%)	20.2	20.9	19.8	19.1				21.1	20.8	21.1	21.5
调整后净利率(%)	22.2	17.5	16.3	15.8				21.4	19.3	19.8	20.0
摊薄每股盈利(调整后, 人民币)	21.86	16.60	16.18	15.32	-8	-30	6	80.91	72.85	77.59	83.26
<i>彭博一致预期</i>				<u>17.92</u>					<u>77.10</u>	<u>78.35</u>	<u>85.20</u>

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

图表 4: 百度 (BIDU US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 5: 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	81.63	107.00	31.1%	2024 年 11 月 22 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	2.02	2.90	43.6%	2024 年 11 月 22 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	18.83	25.00	32.8%	2024 年 10 月 16 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	46.40	54.00	16.4%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	11.52	14.00	21.5%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	117.90	120.00	1.8%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.56	5.90	-10.1%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	36.03	33.00	-8.4%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.80	29.00	12.4%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	104.09	144.00	38.3%	2024 年 11 月 22 日	电商
JD US	京东	买入	35.38	56.00	58.3%	2024 年 10 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	85.58	111.00	29.7%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	14.20	8.50	-40.1%	2024 年 08 月 26 日	电商
GOTU US	高途	买入	2.61	4.60	76.2%	2024 年 11 月 20 日	教育
DAO US	有道	买入	5.21	7.30	40.1%	2024 年 11 月 15 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	44.45	75.00	68.7%	2024 年 11 月 06 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	9.81	13.80	40.7%	2024 年 08 月 02 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	32.50	33.00	1.5%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	407.60	513.00	25.9%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.24	14.00	36.7%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	88.64	113.00	27.5%	2024 年 08 月 23 日	游戏
3690 HK	美团	买入	172.70	228.00	32.0%	2024 年 10 月 15 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	22.90	24.00	4.8%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	14.36	18.00	25.3%	2024 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.78	13.50	38.0%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.37	1.40	2.2%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	19.10	21.00	9.9%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.46	13.00	24.3%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	18.04	24.00	33.0%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	501.50	605.00	20.6%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 11 月 21 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	123,675	134,598	132,862	136,829	145,610
主营业务成本	(63,935)	(65,031)	(64,514)	(65,810)	(69,128)
毛利	59,740	69,567	68,348	71,019	76,481
销售及管理费用	(20,514)	(23,519)	(23,198)	(24,360)	(26,078)
研发费用	(23,315)	(24,192)	(22,459)	(22,283)	(23,833)
经营利润	15,911	21,856	22,692	24,376	26,570
Non-GAAP标准下的经营利润	23,186	28,433	27,648	28,871	31,333
财务成本净额	3,332	4,761	5,220	6,092	6,419
应占联营公司利润及亏损	(1,910)	(3,799)	(682)	(600)	(600)
其他非经营净收入/费用	(7,221)	2,380	653	3,300	5,600
税前利润	10,112	25,198	27,882	33,168	37,989
税费	(2,578)	(3,649)	(4,257)	(5,364)	(5,705)
非控股权益	25	(1,234)	(644)	(679)	(965)
净利润	7,559	20,315	22,981	27,126	31,318
作每股收益计算的净利润	7,559	20,315	22,981	27,126	31,318
Non-GAAP标准的净利润	20,680	28,747	25,633	27,067	29,068

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	65,236	37,574	29,467	32,036	35,904
有价证券	120,839	168,670	146,743	126,199	107,269
应收账款及票据	11,733	10,848	8,862	10,277	7,004
其他流动资产	15,042	13,163	20,303	20,536	21,137
总流动资产	212,850	230,255	205,375	189,048	171,315
物业、厂房及设备	23,973	27,960	19,130	18,227	17,975
无形资产	43,574	43,811	44,003	43,121	43,734
合资企业/联营公司投资	78,926	72,623	73,349	77,017	80,868
长期应收收入	10,425	11,046	11,087	12,217	13,405
其他长期资产	21,225	21,064	68,187	108,811	155,524
总长期资产	178,123	176,504	215,757	259,391	311,506
总资产	390,973	406,759	421,131	448,439	482,821
短期贷款	20,552	19,090	19,530	19,745	19,483
应付账款	51,130	52,344	53,427	54,918	62,964
其他短期负债	7,948	5,017	4,996	5,044	5,148
总流动负债	79,630	76,451	77,953	79,706	87,596
长期贷款	63,183	57,357	56,739	54,495	48,729
长期应付账款	589	758	749	769	814
其他长期负债	9,766	9,585	9,585	9,585	9,585
总长期负债	73,538	67,700	67,073	64,849	59,128
总负债	153,168	144,151	145,025	144,555	146,723
股本	79,855	87,099	75,000	75,000	75,000
储备及其他资本项目	143,623	156,527	181,648	208,926	240,615
股东权益	223,478	243,626	256,648	283,926	315,615
记作权益的金融工具	8,393	9,465	9,465	9,465	9,465
非控股权益	5,934	9,517	9,993	10,492	11,017
总权益	237,805	262,608	276,106	303,884	336,098

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	10,112	25,198	27,882	33,168	37,989
合资企业/联营公司收入调整	5,920	34	(5,055)	(8,092)	(11,619)
折旧及摊销	20,084	21,457	19,526	20,698	21,582
营运资本变动	(16,758)	(13,067)	(4,046)	(14,475)	(15,546)
税费	(2,578)	(3,649)	(4,257)	(5,364)	(5,705)
其他经营活动现金流	9,390	6,642	3,372	4,565	3,015
经营活动现金流	26,170	36,615	37,423	30,501	29,716
资本开支	(8,286)	(11,190)	(7,833)	(8,210)	(8,737)
投资活动	4,940	(41,679)	(14,258)	(8,939)	(6,348)
其他投资活动现金流	(598)	2,472	(234)	(335)	(338)
投资活动现金流	(3,944)	(50,397)	(22,324)	(17,484)	(15,423)
负债净变动	(6,813)	(1,357)	(10,176)	(9,846)	(9,826)
权益净变动	(498)	(1,200)	(12,099)	0	0
其他融资活动现金流	921	(11,605)	(178)	(201)	(200)
融资活动现金流	(6,390)	(14,162)	(22,453)	(10,047)	(10,025)
汇率收益/损失	1,729	282	(753)	(400)	(400)
年初现金	47,671	65,236	37,574	29,467	32,036
年末现金	65,236	37,574	29,467	32,036	35,904

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	2.510	6.980	8.084	9.733	11.230
全面摊薄每股收益	21.613	57.178	65.309	77.755	89.712
Non-GAAP标准下的每股收益	59.130	80.910	72.845	77.586	83.264
每股账面值	79.873	85.712	91.169	101.734	113.011
利润率分析(%)					
毛利率	48.3	51.7	51.4	51.9	52.5
EBIT利润率	12.9	16.2	17.1	17.8	18.2
净利率	6.1	15.1	17.3	19.8	21.5
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	48.3	51.7	51.4	51.9	52.5
经营利润率	18.7	21.1	20.8	21.1	21.5
净利率	16.7	21.4	19.3	19.8	20.0
盈利能力(%)					
ROA	2.0	5.1	5.6	6.2	6.7
ROE	3.5	8.7	9.2	10.0	10.4
ROIC	4.3	6.3	6.3	6.2	6.3
其他					
净负债权益比(%)	7.8	14.8	17.0	13.9	9.6
流动比率	2.7	3.0	2.6	2.4	2.0
应收账款周转天数	32.0	30.6	23.2	23.2	23.2

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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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、山西省安泰集团股份有限公司、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有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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。