

互联网	收盘价 美元 89.21	目标价 美元 102.00↓	潜在涨幅 +14.3%	2024 年 12 月 11 日
-----	-----------------	-------------------	----------------	------------------

## 百度 (BIDU US)

### 广告业务或短期承压，关注 2025 年 AI 搜索变现进度

我们认为短期的 AI 搜索改造对传统搜索业务变现的负面影响将持续到 2025 上半年，公司整体收入及利润增长承压。公司净现金约 115 亿美元（占市值 30%），现价对应百度 2025/26 年市盈率为 9 倍/8 倍，EV/EBITDA 为 4 倍/3.6 倍，估值远低于行业平均。考虑大模型、Robotaxi 等潜在增长因素，按广告业务 2025 年 10 倍市盈率，其他业务 1.5 倍市销率，调整目标价至 102 美元/99 港元，维持公司买入评级。

- 根据百度此前披露的 3 季度业绩，广告收入受 AI 搜索改造及部分行业投放谨慎影响，同比下降 4%。截至最新数据，有超过 20% 的搜索内容包含 AI 生成内容，相比 8 月的 18% 进一步。文心一言用户规模达到 4.3 亿，对比 1 季度的 2 亿翻倍。但目前仍未启动大规模变现，对公司广告营销收入的负面影响或将持续在未来几个季度显现。
- 根据我们的模型调整，我们预计 2024 年 4 季度，百度核心广告收入同比降 7.8%，至 176.6 亿元，2025 年 1 季度或持续该降幅，考虑 2 季度或开启变现，下半年收入表现或好于上半年，预计 2025 年全年百度核心广告收入约 711.5 亿元，同比降约 2%（2024 年降约 3%）。我们相应调整运营利润率预期，我们认为 2025 年全年，百度核心业务调整后运营利润率或约 22%，较 2024 年略有下降，一方面考虑收入结构的变化（广告收入增长承压，AI 云虽持续贡献正向利润但利润率低于广告），另一方面，大模型相关研发投入也将持续。

#### 盈利预测变动

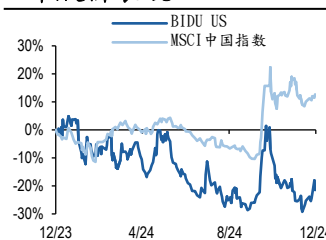
人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	132,538	132,862	-0.2%	134,814	136,829	-1.5%	143,100	145,610	-1.7%
增速	-1.5%	-1.3%	-0.2ppts	1.7%	3.0%	-1.3ppts	6.1%	6.4%	-0.3ppts
百度核心	104,098	104,422	-0.3%	106,294	108,309	-1.9%	112,497	115,008	-2.2%
爱奇艺	29,244	29,244	0.0%	29,312	29,312	0.0%	31,451	31,451	0.0%
毛利润	67,700	68,348	-0.9%	69,127	71,019	-2.7%	74,108	76,481	-3.1%
毛利率	51.1%	51.4%	-0.4ppts	51.3%	51.9%	-0.6ppts	51.8%	52.5%	-0.7ppts
经调整运营利润	26,711	27,648	-3.4%	25,612	28,871	-11.3%	28,624	31,333	-8.6%
经调整运营利润率	20.2%	20.8%	-0.7ppts	19.0%	21.1%	-2.1ppts	20.0%	21.5%	-1.5ppts
百度核心运营利润	24,450	25,388	-3.7%	23,087	26,345	-12.4%	25,351	28,060	-9.7%
运营利润率	23.5%	24.3%	-0.8ppts	21.7%	24.3%	-2.6ppts	22.5%	24.4%	-1.9ppts
爱奇艺运营利润	2,306	2,306	0.0%	2,670	2,670	0.0%	3,441	3,441	0.0%
运营利润率	7.9%	7.9%	0.0ppts	9.1%	9.1%	0.0ppts	10.9%	10.9%	0.0ppts
经调整净利润	24,757	25,633	-3.4%	22,883	27,067	-15.5%	25,720	29,068	-11.5%
经调整净利率	18.7%	19.3%	-0.6ppts	17.0%	19.8%	-2.8ppts	18.0%	20.0%	-2.0ppts

资料来源: FactSet, 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)	119.09
52周低位 (美元)	80.33
市值 (百万美元)	26,055.56
日均成交量 (百万)	3.45
年初至今变化 (%)	(25.09)
200天平均价 (美元)	90.59

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

2024年12月11日

百度(BIDU US)

图表 1: 百度核心业务主要预测

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	4Q24E	环比 (%)	同比 (%)	1Q25E	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>百度核心营收</b>	<b>27,084</b>	2	-1	<b>23,740</b>	-12	0	<b>103,465</b>	<b>104,098</b>	<b>106,294</b>	<b>112,497</b>
在线营销	17,658	-6	-8	15,703	-11	-8	74,979	72,600	71,152	73,047
云	6,325	29	13	5,249	-17	12	18,674	20,989	23,762	26,908
自动驾驶及新业务	3,101	8	14	2,789	-10	31	9,812	10,509	11,381	12,542
营收成本	(11,719)	7	-3	(10,340)	-12	5	(42,593)	(43,369)	(44,350)	(46,571)
<b>毛利</b>	<b>15,332</b>	-1	0	<b>13,366</b>	-13	-4	<b>60,797</b>	<b>60,592</b>	<b>61,800</b>	<b>65,759</b>
调整后运营开支	(10,292)	14	10	(9,734)	-5	15	(36,679)	(36,718)	(39,390)	(41,125)
<b>调整后运营利润</b>	<b>5,207</b>	-22	-16	<b>3,792</b>	-27	-32	<b>24,748</b>	<b>24,450</b>	<b>23,087</b>	<b>25,351</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>4,325</b>	-24	-42	<b>2,295</b>	-47	-65	<b>27,417</b>	<b>23,918</b>	<b>21,545</b>	<b>24,062</b>
毛利率(净)(%)	56.6			56.3			58.8	58.2	58.1	58.5
调整后营运利润率(净)(%)	19.2			16.0			23.9	23.5	21.7	22.5
调整后营净利润率(净)(%)	16.0			9.7			26.5	23.0	20.3	21.4

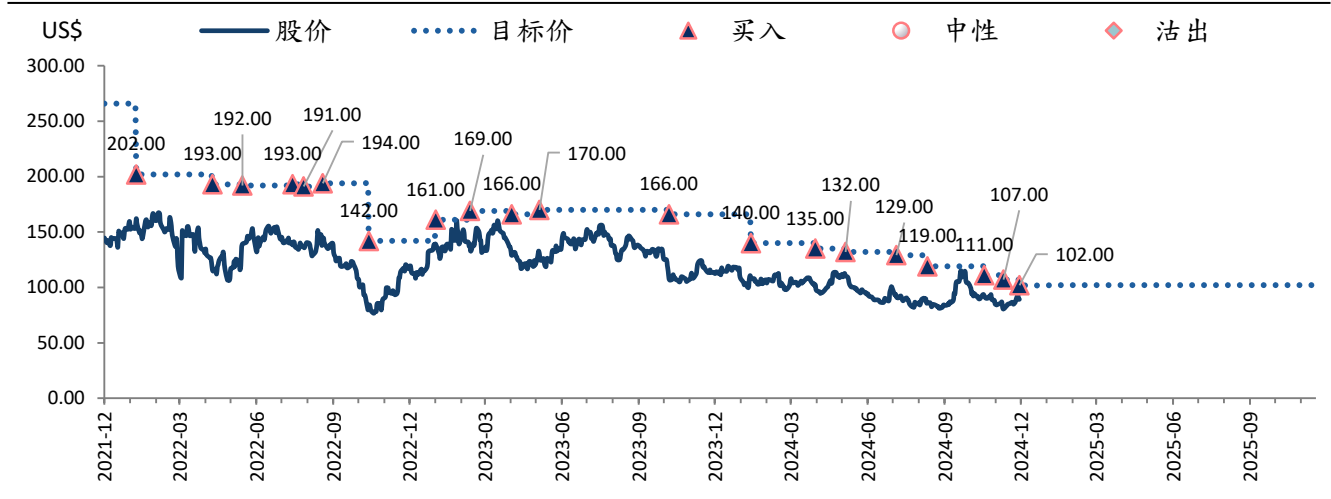
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 百度损益预测

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	4Q24E	环比 (%)	同比 (%)	1Q25E	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>净营收</b>	<b>33,537</b>	0	-4	<b>30,500</b>	-9	-3	<b>134,598</b>	<b>132,538</b>	<b>134,814</b>	<b>143,100</b>
在线营销服务	19,027	-5	-9	17,111	-10	-7	81,203	78,250	77,119	79,589
其他服务	14,510	8	3	13,389	-8	3	53,395	54,288	57,695	63,510
<i>彭博一致预期</i>	<u>33,644</u>			<u>31,131</u>				<u>132,709</u>	<u>137,966</u>	<u>145,866</u>
营收成本	(16,750)	2	-4	(15,405)	-8	1	(65,031)	(64,838)	(65,687)	(68,992)
<b>毛利</b>	<b>16,787</b>	-2	-4	<b>15,095</b>	-10	-7	<b>69,567</b>	<b>67,700</b>	<b>69,127</b>	<b>74,108</b>
销售及行政	(6,326)	8	8	(6,154)	-3	14	(23,519)	(23,268)	(25,570)	(26,513)
研发	(6,048)	13	-4	(5,526)	-9	3	(24,192)	(22,666)	(22,370)	(23,647)
<b>运营利润(亏损)</b>	<b>4,413</b>	-26	-18	<b>3,415</b>	-23	-38	<b>21,856</b>	<b>21,766</b>	<b>21,187</b>	<b>23,948</b>
<b>调整后运营利润</b>	<b>5,524</b>	-21	-22	<b>4,417</b>	-20	-34	<b>28,433</b>	<b>26,711</b>	<b>25,612</b>	<b>28,624</b>
其他收入(费用)	498	-81	-120	906	82	-27	3,342	5,190	8,792	11,419
税项	(1,429)			(1,143)			(3,649)	(4,257)	(5,028)	(5,405)
非控股权益应占净亏损	(5)	-103	-101	151			1,234	644	679	965
<b>净收益</b>	<b>3,487</b>	-54	34	<b>3,028</b>	-13	-44	<b>20,315</b>	<b>22,055</b>	<b>24,272</b>	<b>28,997</b>
<b>调整后净收益</b>	<b>4,464</b>	-24	-42	<b>2,605</b>	-42	-63	<b>28,747</b>	<b>24,757</b>	<b>22,883</b>	<b>25,720</b>
毛利率(%)	50.1			49.5			51.7	51.1	51.3	51.8
调整后运营利润率(%)	16.5			14.5			21.1	20.2	19.0	20.0
调整后净利率(%)	13.3			8.5			21.4	18.7	17.0	18.0
<b>摊薄每股盈利(调整后,人民币)</b>	<b>12.80</b>	-23	-41	<b>7.47</b>	-42	-62	<b>80.91</b>	<b>70.33</b>	<b>65.59</b>	<b>73.67</b>
<i>彭博一致预期</i>	<u>15.65</u>			<u>13.60</u>				<u>72.80</u>	<u>73.49</u>	<u>99.91</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3: 百度 (BIDU 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	89.21	102.00	14.3%	2024 年 12 月 11 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	2.35	2.90	23.4%	2024 年 11 月 22 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	20.61	25.00	21.3%	2024 年 10 月 16 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	46.60	54.00	15.9%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	12.50	14.00	12.0%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	129.80	120.00	-7.6%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	7.57	7.40	-2.2%	2024 年 12 月 10 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	40.46	38.00	-6.1%	2024 年 11 月 27 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	28.55	29.00	1.6%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	104.49	144.00	37.8%	2024 年 11 月 22 日	电商
JD US	京东	买入	39.57	56.00	41.5%	2024 年 10 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	89.83	111.00	23.6%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	15.40	14.90	-3.2%	2024 年 11 月 27 日	电商
TAL US	好未来教育	买入	10.23	14.00	36.9%	2024 年 11 月 27 日	教育
GOTU US	高途	买入	2.50	4.60	84.0%	2024 年 11 月 20 日	教育
DAO US	有道	买入	7.43	7.30	-1.7%	2024 年 11 月 15 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	48.85	75.00	53.5%	2024 年 11 月 06 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	33.65	33.00	-1.9%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	409.80	513.00	25.2%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.60	14.00	32.1%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	96.48	113.00	17.1%	2024 年 08 月 23 日	游戏
3690 HK	美团	买入	167.00	226.00	35.3%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	20.45	24.00	17.4%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	14.48	18.00	24.3%	2024 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.52	13.50	41.8%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.51	1.40	-7.3%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	17.70	21.00	18.6%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	9.01	13.00	44.3%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	18.94	24.00	26.7%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	561.50	605.00	7.7%	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 12 月 11 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	132,538	134,814	143,100
主营业务成本	(63,935)	(65,031)	(64,838)	(65,687)	(68,992)
<b>毛利</b>	<b>59,740</b>	<b>69,567</b>	<b>67,700</b>	<b>69,127</b>	<b>74,108</b>
销售及管理费用	(20,514)	(23,519)	(23,268)	(25,570)	(26,513)
研发费用	(23,315)	(24,192)	(22,666)	(22,370)	(23,647)
<b>经营利润</b>	<b>15,911</b>	<b>21,856</b>	<b>21,766</b>	<b>21,187</b>	<b>23,948</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	23,186	28,433	26,711	25,612	28,624
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
<b>税前利润</b>	<b>10,112</b>	<b>25,198</b>	<b>26,956</b>	<b>29,979</b>	<b>35,367</b>
税费	(2,578)	(3,649)	(4,257)	(5,028)	(5,405)
非控股权益	25	(1,234)	(644)	(679)	(965)
<b>净利润</b>	<b>7,559</b>	<b>20,315</b>	<b>22,055</b>	<b>24,272</b>	<b>28,997</b>
作每股收益计算的净利润	7,559	20,315	22,055	24,272	28,997
Non-GAAP标准的净利润	20,680	28,747	24,757	22,883	25,720

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	28,245	27,693	27,420
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	8,814	10,043	6,940
其他流动资产	15,042	13,163	20,348	20,743	21,177
<b>总流动资产</b>	<b>212,850</b>	<b>230,255</b>	<b>204,149</b>	<b>184,678</b>	<b>162,806</b>
物业、厂房及设备	23,973	27,960	19,117	18,137	17,816
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	69,791	111,701	160,560
<b>总长期资产</b>	<b>178,123</b>	<b>176,504</b>	<b>217,348</b>	<b>262,192</b>	<b>316,382</b>
<b>总资产</b>	<b>390,973</b>	<b>406,759</b>	<b>421,497</b>	<b>446,870</b>	<b>479,188</b>
短期贷款	20,552	19,090	19,530	19,745	19,483
应付账款	51,130	52,344	53,809	54,391	63,321
其他短期负债	7,948	5,017	4,992	5,020	5,118
<b>总流动负债</b>	<b>79,630</b>	<b>76,451</b>	<b>78,331</b>	<b>79,155</b>	<b>87,923</b>
长期贷款	63,183	57,357	56,739	54,495	48,729
长期应付账款	589	758	748	759	801
其他长期负债	9,766	9,585	9,585	9,585	9,585
<b>总长期负债</b>	<b>73,538</b>	<b>67,700</b>	<b>67,071</b>	<b>64,839</b>	<b>59,115</b>
<b>总负债</b>	<b>153,168</b>	<b>144,151</b>	<b>145,403</b>	<b>143,994</b>	<b>147,038</b>
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	181,637	207,919	236,668
<b>股东权益</b>	<b>223,478</b>	<b>243,626</b>	<b>256,637</b>	<b>282,919</b>	<b>311,668</b>
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
<b>总权益</b>	<b>237,805</b>	<b>262,608</b>	<b>276,095</b>	<b>302,877</b>	<b>332,150</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	10,112	25,198	26,956	29,979	35,367
合资企业/联营公司收入调整	5,920	34	(5,055)	(9,592)	(12,399)
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)	(4,407)	(13,468)	(16,476)
税费	(2,578)	(3,649)	(4,257)	(5,028)	(5,405)
其他经营活动现金流	9,390	6,642	3,418	4,669	2,755
<b>经营活动现金流</b>	<b>26,170</b>	<b>36,615</b>	<b>36,182</b>	<b>27,258</b>	<b>25,424</b>
资本开支	(8,286)	(11,190)	(7,813)	(8,089)	(8,586)
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,944)</b>	<b>(50,397)</b>	<b>(22,305)</b>	<b>(17,363)</b>	<b>(15,273)</b>
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)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(6,390)</b>	<b>(14,162)</b>	<b>(22,453)</b>	<b>(10,047)</b>	<b>(10,025)</b>
汇率收益/损失	1,729	282	(753)	(400)	(400)
<b>年初现金</b>	<b>47,671</b>	<b>65,236</b>	<b>37,574</b>	<b>28,245</b>	<b>27,693</b>
<b>年末现金</b>	<b>65,236</b>	<b>37,574</b>	<b>28,245</b>	<b>27,693</b>	<b>27,420</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	2.510	6.980	7.752	8.709	10.398
全面摊薄每股收益	21.613	57.178	62.657	69.574	83.060
Non-GAAP标准下的每股收益	59.130	80.910	70.331	65.592	73.674
每股账面值	79.873	85.712	91.135	101.371	111.595
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	48.3	51.7	51.1	51.3	51.8
EBIT利润率	12.9	16.2	16.4	15.7	16.7
净利率	6.1	15.1	16.6	18.0	20.3
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	48.3	51.7	51.1	51.3	51.8
经营利润率	18.7	21.1	20.2	19.0	20.0
净利率	16.7	21.4	18.7	17.0	18.0
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	2.0	5.1	5.3	5.6	6.3
ROE	3.5	8.7	8.8	9.0	9.8
ROIC	4.3	6.3	6.0	5.3	5.8
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	7.8	14.8	17.4	15.4	12.3
流动比率	2.7	3.0	2.6	2.3	1.9
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；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有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、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、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股、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、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、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、中翰通信(集团)控股有限公司、地平线、多数数智有限公司及草姬集团控股有限公司有联系。

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。