

陌陌(MOMO.US)

静候产品出新, 警惕 1Q18 弱季节效应

- ❖ **渠道梳理见成效, 月活净增或加速。**公司在 3Q17 进行了渠道梳理(如: 不再单纯的以注册用户数增长作为指标, 获取用户的质量及特征对渠道商有了更为细化的要求)。渠道梳理后, 公司表示获客质量及新老用户留存率在上升阶段, 且双十一活动结束后新增用户较为显著, 我们预计 4Q17 月活净增或出现加速。
- ❖ **直播付费用户数趋势不明朗。**在新玩法 VAS (包括快聊、派对、狼人杀) 的推动下, 部分原有直播(包括热门直播、多人交友、电台)长尾付费用户流向 VAS, 导致直播付费用户数增长停滞。平台近期“电台”栏目中引入“多人语玩”, 降低直播用户社交门槛, 或可能吸引部分付费用户增量。但考虑: 1) 直播及 VAS 分属不同团队及业务线(直播及 VAS 付费用户数分开计算); 2) 公司提倡用户自然选择、各团队自我创新, 我们认为直播付费用户数长期增长趋势不明朗。各业务线付费用户数增长取决于各自团队玩法革新取得的成效。
- ❖ **类“答题”玩法待上线。**公司近期推出“举手问答”玩法, 已对部分用户开放。目前“举手问答”以短视频形式呈现, 后期直播答题玩法也将逐渐引入。参看近期直播答题 APP 的火热(QuestMobile 数据显示, 冲顶大会上线一周日活已达 147 万, 今日头条与西瓜视频引入直播答题玩法后用户日活激增), 我们认为陌陌后期开放的类答题形式有望实现新用户引流及用户召回。目前该类玩法技术壁垒低、同质化较严重, 用户留存率表现取决于后期产品运营及复活卡等形式的平衡。
- ❖ **警惕 1Q18 弱季节效应。**基于年度盛典的火热消费以及月活增长趋势预期, 我们对于 4Q17 公司财务表现较为有信心, 但应警惕 1Q18 存在的弱季节效应。我们认为 1Q18 与 1Q17 的环比增势可比性较低, 归因于 1Q17 陌陌直播体量较小、处于高速上升期, 且 1Q17 春节时间靠前, 故而 1Q17 业绩仍旧保持强势环比增长。但考虑目前陌陌直播收入体量已具规模(接近 YY), 且 2018 年春节延至 2 月中(用户回升尚需时间), 我们预计 1Q18 或存在较强的弱季节效应(目前市场预测尚未反应)。参考 YY 以往季度表现, 我们下调 1Q18 收入及净利润 5%/14%, 较 1Q17 分别环比下滑 10%/10%。对应 FY18/19 净利润分别下调 6%/8%, 以反映直播变现的成熟及付费用户数趋势的不明朗。
- ❖ **维持买入评级, 下调目标价至 38.2 美元。**我们认为直播行业整合将持续, 用户争夺及粘性增强依赖平台内容差异化及精细化运营。看好公司的社交属性及内容优化, 但短期缺乏明显催化剂, 建议等待产品出新后用户反馈。净利润下调后, 我们预计 FY17-19E 调整后净利润 CAGR 为 20%。目标价从 41.0 美元下调至 38.2 美元(基于 DCF 估值), 对应 18.5x FY18 PE, 0.94x FY18 PEG。目前估值处于低位, 静候产品出新, 维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万美元)	134	553	1,305	1,673	2,010
调整后净利润(百万美元)	31	177	360	438	528
调整后 EPADS (美元)	0.15	0.87	1.73	2.06	2.44
EPADS 变动 (%)	NA	462%	99%	19%	18%
市盈率(x)	184.7	32.9	16.5	13.9	11.7
市帐率(x)	13.7	10.4	6.7	5.0	3.8
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	3%	24%	37%	33%	30%
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司及招银国际研究

买入 (维持)

目标价	US\$38.2
(此前目标价)	US\$41.0)
潜在升幅	+33.6%
当前股价	US\$28.6

黄群

电话: (852) 3900 0889

邮件: sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	5,639
3 月平均流通量(百万美元)	146.6
52 周内股价高/低(美元)	47/22
总股本(百万)	194.5

资料来源: 彭博

股东结构

Westpac Banking	4.9%
JP Morgan	3.3%
Alibaba	3.2%

资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	12.3%	2.2%
3-月	-10.3%	-20.8%
6-月	-32.2%	-43.8%

资料来源: 彭博

股价表现



资料来源: 彭博

审计师: 德勤

公司网站: www.immomo.com

图 1: 3Q17 季度财务回顾

(百万美元)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	3Q17 YoY	3Q17 QoQ
收入	99	157	246	265	312	354	126%	14%
收入结构细分								
直播	58	109	195	213	259	303	179%	17%
增值服务	16	18	19	23	25	26	45%	7%
手游	7	9	11	12	19	17	88%	-8%
移动营销	17	18	20	18	9	8	-55%	-12%
其他	1	3	1	0	0	0	-96%	1190%
销售成本	(42)	(68)	(110)	(120)	(150)	(177)	160%	18%
毛利	57	89	136	145	162	177	100%	9%
毛利率	58%	56%	55%	55%	52%	50%	-6ppts	-2ppts
研发费用	(6)	(7)	(6)	(7)	(8)	(11)	58%	41%
研发/收入比重	-6%	-4%	-3%	-3%	-3%	-3%		
销售费用	(25)	(28)	(27)	(32)	(67)	(55)	97%	-17%
销售/收入比重	-25%	-18%	-11%	-12%	-21%	-16%		
行政费用	(4)	(6)	(7)	(7)	(8)	(8)	32%	-2%
行政/收入比重	-4%	-4%	-3%	-2%	-3%	-2%		
经营利润	14	37	88	91	74	89	139%	21%
其他收益(费用)	2	3	(1)	6	5	7	152%	40%
税前利润	16	40	87	97	79	96	140%	22%
所得税	(0)	(1)	(3)	(16)	(14)	(17)	1543%	24%
非控制股东权益	0	0	0	(0)	(0)	(0)	NA	-44%
净利润	15	39	84	81	65	79	103%	21%
NonGAAP 净利润	23	50	92	91	78	94	89%	20%
NonGAAP 净利润率	23%	32%	37%	34%	25%	26%	-4ppts	+1ppts

资料来源：公司，招银国际研究

图 2: 财务预测变动

	收入(百万美元)			调整后净利润(百万美元)			EPADS (美元)		
	此前预测	最新预测	变动	此前预测	最新预测	变动	此前预测	最新预测	变动
FY17E	1,305	1,305	0%	360	360	4%	1.73	1.73	4%
FY18E	1,703	1,673	-2%	466	438	-6%	2.20	2.06	-6%
FY19E	2,047	2,010	-2%	571	528	-8%	2.68	2.44	-8%

资料来源：公司，招银国际预测

图3：公司季度财务预测

	2017E				2018E				2019E			
(百万美元)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
总收入	265.2	312.2	354.5	373.3	337.7	406.9	445.3	483.6	444.6	496.3	522.5	546.7
直播	212.6	259.4	302.6	319.7	287.8	343.2	383.3	415.8	387.5	424.6	449.6	466.5
增值服务	22.9	24.6	26.3	26.9	25.3	25.0	25.0	25.5	25.4	25.9	26.3	26.6
手游	11.6	19.0	17.4	17.3	17.1	29.7	25.9	28.0	20.3	32.3	30.0	32.2
移动营销	17.9	9.1	8.0	9.2	7.4	8.9	10.9	14.1	11.4	13.4	16.5	21.1
其他	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
销售成本	120.1	150.1	177.4	187.6	171.9	202.6	223.2	242.7	226.4	250.0	262.9	274.1
Non-GAAP毛利	145.2	162.1	177.1	185.6	165.9	204.3	222.1	240.8	218.2	246.3	259.6	272.6
经营费用	54.1	88.3	88.1	92.0	83.5	106.9	111.3	113.7	112.0	130.6	130.3	130.8
销售费用	32.2	66.7	55.0	57.9	50.7	65.1	66.8	67.7	66.7	79.4	78.4	76.5
行政费用	6.5	8.3	8.2	8.6	8.4	10.2	9.8	10.6	10.7	12.4	11.0	11.5
研发费用	6.8	7.9	11.1	11.6	11.8	16.3	17.8	16.9	17.8	19.9	20.9	21.9
股权激励	9.5	13.0	14.7	14.9	13.5	16.3	17.8	19.3	17.8	19.9	20.9	21.9
经营利润	91.0	73.7	89.0	93.6	82.3	97.4	110.7	127.1	106.2	115.7	129.3	141.8
调整后EBIT	100.6	86.7	103.7	108.5	95.8	113.7	128.5	146.5	123.9	135.5	150.2	163.6
调整后EBITDA	83.7	63.2	77.6	81.9	73.0	85.3	97.1	112.0	93.4	100.8	113.4	124.9
利息收入	3.8	4.6	6.0	5.2	6.0	6.6	7.8	8.9	10.2	11.0	12.3	13.5
其他收入	2.2	0.5	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
税前利润	97.0	78.9	96.2	99.9	89.5	105.2	119.7	137.2	117.5	127.8	142.7	156.5
所得税	15.8	13.9	17.2	17.9	16.0	18.8	21.4	24.6	21.0	22.9	25.5	28.0
非控制股东权益	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
净利润	81.2	65.1	79.1	82.2	73.6	86.5	98.4	112.8	96.6	105.1	117.3	128.6
调整后净利润	90.7	78.1	93.8	97.1	87.1	102.7	116.2	132.1	114.4	124.9	138.2	150.4
摊薄EPS	0.40	0.31	0.38	0.39	0.35	0.41	0.46	0.53	0.45	0.49	0.54	0.59
调整后EPS	0.44	0.38	0.45	0.46	0.41	0.49	0.55	0.62	0.53	0.58	0.64	0.69
财务指标												
毛利率	54.7	51.9	50.0	49.7	49.1	50.2	49.9	49.8	49.1	49.6	49.7	49.9
经营利润率	34.3	23.6	25.1	25.1	24.4	23.9	24.9	26.3	23.9	23.3	24.7	25.9
调整后经营利润率	37.9	27.8	29.2	29.1	28.4	27.9	28.9	30.3	27.9	27.3	28.7	29.9
调整后EBITDA利润率	31.5	20.2	21.9	21.9	21.6	21.0	21.8	23.2	21.0	20.3	21.7	22.8
净利率	30.6	20.9	22.3	22.0	21.8	21.2	22.1	23.3	21.7	21.2	22.4	23.5
调整后净利率	34.2	25.0	26.5	26.0	25.8	25.2	26.1	27.3	25.7	25.2	26.4	27.5
环比增长 (%)												
收入	7.8	17.7	13.5	5.3	-9.5	20.5	9.4	8.6	-8.1	11.6	5.3	4.6
毛利	6.6	11.6	9.3	4.8	-10.7	23.2	8.7	8.5	-9.4	12.9	5.4	5.0
经营利润	3.0	-19.0	20.7	5.2	-12.0	18.3	13.7	14.8	-16.5	9.0	11.8	9.6
净利润	-3.1	-19.8	21.4	3.9	-10.4	17.4	13.8	14.7	-14.3	8.7	11.6	9.6
调整后净利润	-0.9	-13.9	20.0	3.6	-10.2	17.9	13.1	13.7	-13.4	9.2	10.6	8.9
摊薄EPS	-2.6	-20.9	21.3	3.4	-10.8	16.8	13.2	14.1	-14.8	8.2	11.1	9.1
调整后EPS	-0.4	-15.0	19.8	3.0	-10.7	17.3	12.5	13.2	-13.8	8.6	10.1	8.3
同比增长 (%)												
收入	420.9	215.3	125.7	51.7	27.3	30.3	25.6	29.6	31.7	22.0	17.3	13.0
毛利	369.5	184.0	99.6	36.3	14.2	26.1	25.4	29.7	31.6	20.5	16.9	13.2
经营利润	1,747.8	426.6	139.3	5.9	-9.6	32.1	24.4	35.8	28.9	18.8	16.8	11.5
净利润	614.5	236.4	89.3	6.1	-4.0	31.5	23.9	36.1	31.3	21.6	18.9	13.9
调整后净利润	614.5	236.4	89.3	6.1	-4.0	31.5	23.9	36.1	31.3	21.6	18.9	13.9
摊薄EPS	1,033.7	306.8	99.1	-3.4	-11.6	30.6	21.9	34.6	28.6	19.1	16.9	11.7
调整后EPS	603.4	223.8	86.0	4.5	-6.3	29.4	21.5	33.4	28.7	19.2	16.6	11.6

资料来源: 公司, 招银国际预测

利润表

年结:12月31日 (百万美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	134	553	1,305	1,673	2,010
直播	-	377	1,094	1,430	1,728
增值服务	58	68	101	101	104
手游	31	35	65	101	115
移动营销	39	66	44	41	62
其他	6	7	1	1	1
销售成本	(30)	(240)	(635)	(840)	(1,013)
毛利	104	313	670	833	997
销售费用	(49)	(91)	(212)	(250)	(301)
行政费用	(13)	(20)	(32)	(39)	(46)
研发费用	(20)	(26)	(37)	(63)	(80)
股权激励	(17)	(32)	(52)	(67)	(80)
经营利润	6	144	347	418	493
利息收入	8	8	20	29	47
其他收入	0	(2)	5	5	5
税前利润	14	150	372	452	545
所得税	(0)	(5)	(65)	(81)	(97)
非控制股东权益	-	-	0	0	0
净利润	14	145	308	371	448
调整后净利润	31	177	360	438	528

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结:12月31日 (百万美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	38	50	84	92	102
物业、厂房及设备	17	15	37	45	55
联营公司	19	32	38	38	38
无形资产	-	-	-	-	-
其他	2	3	9	9	9
流动资产	504	720	1,136	1,564	2,038
现金及现金等价物	169	258	605	1,023	1,491
定期存款	300	394	433	433	433
应收账款	15	36	39	48	54
关连款项	-	-	-	-	-
其他	19	33	60	60	60
流动负债	72	134	223	287	325
借债	-	-	-	-	-
应付账款	10	40	75	99	111
应付税项	-	-	-	-	-
其他应付款项	62	93	148	189	213
非流动负债	2	2	4	4	4
长期银行贷款	-	-	-	-	-
其他	2	2	4	4	4
净资产总值	468	634	993	1,364	1,811
股东权益	468	634	993	1,364	1,811
少数股东权益	-	-	-	-	-

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结:12月31日 (百万美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	14	145	307	371	447
折旧和摊销	7	8	12	18	21
营运资金变动	20	31	60	55	31
税务开支	-	-	-	-	-
其他	17	34	52	67	80
经营活动所得现金净额	57	218	431	511	580
购置固定资产、无形资产及土地	(13)	(7)	(33)	(25)	(30)
联营公司	(451)	(494)	-	-	-
其他	130	383	(52)	(1)	(1)
投资活动所得现金净额	(333)	(118)	(85)	(26)	(31)
长期负债变化	-	0	2	-	-
购买普通股的付款	(2)	0	-	-	-
其他	-	(0)	(1)	(66)	(80)
融资活动所得现金净额	(2)	0	2	(66)	(80)
现金增加净额	(278)	100	347	418	469
年初现金及现金等价物	451	169	258	605	1,023
汇兑	(3)	(12)	-	-	-
年末现金及现金等价物	169	258	605	1,023	1,491
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表的现金	169	258	605	1,023	1,491

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
直播	-	68.1	83.8	85.5	86.0
增值服务	43.6	12.2	7.7	6.0	5.2
手游	23.2	6.4	5.0	6.0	5.7
移动营销	29.0	12.0	3.4	2.5	3.1
其他	4.1	1.2	0.0	0.0	0.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	199.4	312.8	136.0	28.2	20.1
毛利	258.1	199.8	114.1	24.4	19.6
经营利润	121.5	2473.7	140.4	20.2	18.0
净利润	-	469.4	103.3	21.8	20.5
盈利能力比率 (%)					
毛利率	77.9	56.6	51.3	49.8	49.6
税前利率	10.3	27.2	28.5	27.0	27.1
净利润率	10.2	26.3	23.6	22.2	22.3
调整后净利润率	23.2	32.0	27.6	26.2	26.3
有效税率	(1)	(3)	(17)	(18)	(18)
资产负债比率					
流动比率 (x)	7.0	5.4	5.1	5.4	6.3
平均应收账款周转天数	40.6	23.8	10.8	10.4	9.8
平均应付账款周转天数	128.7	61.5	43.0	42.8	40.1
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	3.0	23.7	37.5	33.1	30.1
资产回报率	6.1	27.0	36.2	30.5	27.8
每股数据					
每股盈利(美元)	0.15	0.87	1.73	2.06	2.44
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股账面值(美元)	2.32	3.07	4.74	6.38	8.43

来源: 公司及招银国际研究部

估值预测

(1) DCF 估值

维持买入评级，下调目标价至 38.2 美元。我们认为直播行业整合将持续，用户争夺及粘性增强依赖平台内容差异化及精细化运营。看好公司的社交属性及内容优化，但短期缺乏明显催化剂，建议等待产品出新后用户反馈。净利润下调后，我们预计 FY17-19E 调整后净利润 CAGR 为 20%。目标价从 41.0 美元下调至 38.2 美元(基于 DCF 估值)，对应 18.5x FY18 PE，0.94x FY18 PEG。目前估值处于低位，静候产品出新，维持买入评级。

图 4：DCF 估值测算及敏感度分析

DCF 估值模型 (US\$ mn)										
现金流量预测	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
息税前利润	485	573	665	751	833	911	983	1,049	1,109	1,163
实际税项	-81	-97	-113	-128	-142	-155	-167	-178	-189	-198
折旧与摊销	18	21	25	28	31	34	36	39	41	43
营运资本	55	31	70	79	88	96	103	110	117	122
资本开支	-25	-30	-23	-26	-29	-32	-34	-37	-39	-41
自由现金流量	452	498	624	704	781	854	921	983	1,039	1,089
自有现金流同比增速	21%	10%	25%	13%	11%	9%	8%	7%	6%	5%
折合至 2017 年的现金流量	399	389	430	429	420	406	387	365	341	3,507
永续期折现值										11,015

基本参数

WACC	13.2%
税率	25.0%
无风险利率	3.6%
债务成本	0.0%
Beta	1.17
风险溢价	11.8%
权益成本	13.2%
目标债务/(权益+债务)	0.0%
长期增长率	3.0%
债券价值	0

公司价值计算

现金流折现	7,073
减：净金融负债	-924
减：少数股东权益	-0
股本价值	7,997
股本数量（百万）	210
DCF 法之每股价值（美元）	38.2

资料来源：公司，彭博，招银国际预测

		WACC				
		11%	12%	13%	14%	15%
长期增长率	1.5%	44.5	40.2	36.0	33.6	31.1
	2.0%	45.7	41.1	36.7	34.2	31.5
	2.5%	47.1	42.1	37.4	34.7	32.0
	3.0%	48.5	43.2	38.2	35.4	32.5
	3.5%	50.2	44.4	39.0	36.1	33.0
	4.0%	52.2	45.8	40.0	36.8	33.6
	4.5%	54.4	47.3	41.0	37.7	34.2

图 5：同业估值比较

公司	股票代码	货币	股价	市值 (百万美元)	EPS			PE			EPS CAGR	PEG
					FY0E	FY1E	FY2E	FY0E	FY1E	FY2E		
腾讯	700 HK	HKD	447.8	545,330	6.9	9.0	11.6	53.4	40.7	31.7	30%	1.36
阿里巴巴	BABA US	USD	183.8	470,817	34.1	44.1	56.4	34.6	26.8	20.9	29%	0.94
百度	BIDU US	USD	255.5	88,367	56.1	60.3	76.9	29.3	27.2	21.3	17%	1.59
Facebook	FB US	USD	177.6	518,312	6.3	7.3	9.1	28.0	24.4	19.5	20%	1.22
YY	YY US	USD	134.9	8,506	41.2	50.1	61.3	21.0	17.3	14.1	22%	0.79
新浪	SINA US	USD	119.0	8,507	2.8	4.1	5.4	42.0	29.0	22.2	38%	0.77
微博	WB US	USD	129.2	28,248	1.7	2.7	3.9	76.0	47.2	32.9	52%	0.91
平均								40.6	30.4	23.2		1.08

资料来源：彭博

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。