

陌陌(MOMO US)

3Q17：等待产品出新

- ❖ **用户增长乏力，等待产品出新。**公司 3Q17 收入 3.5 亿元（美元·下同），同比增长 126%，较我们的预测高 5%；Non-GAAP 净利润为 9,375 万，同比增长 89%，较预期高 16%，主要受 ARPU 增长驱动。但 3Q17 收入指引(3.70~3.85 亿) 中值较市场一致预测低 1%（较我们预测高 3%）。此外，用户数据表现乏力：移动直播月活环比增长 4%至 9,440 万（净增放缓归因于渠道策略梳理），直播付费用户数与上季度依旧持平（~410 万）。对于直播付费用户数持平，管理层解释为产品新功能用户分流持续。
- ❖ **聚焦社交属性，内容升级及人才引进为长期发力方向。**8.0 版本升级后，陌陌陆续更新多个版本以适应用户需求进行模块陈列变化。其中，11 月推出快聊+功能（允许用户在浏览用户资料后发起聊天邀请），助于实现个性化匹配；并通过植入付费点尝试变现（如：1x1 聊天需限时付费）。语音直播-电台的引入，通过降低用户直播门槛实现新用户导流。短视频渗透率从 2Q17 的 49% 增至 3Q17 的 62%。预计 4Q17 陌陌将持续围绕社交属性，发掘语音直播、短视频互动及 AR 等新玩法。此外，在赛事精细化运营的同时，公司表示将加深与高附加值的公会合作、打通人才上升通道。
- ❖ **VAS 付费用户数增长稳健。**受益于快聊、狼人杀等新玩法变现的尝试，VAS 付费用户数环比净增 300 万至 4,800 万，体现平台玩法的多样分布及健康成长。直播付费用户数增长依旧乏力，但高额付费用户数呈上升趋势，直播收入增长主要受益于 ARPU 的加速增长（环比增长 16%，同比增长 76%）。公司表示目前平台新老用户的留存率在上升阶段，且双十一后新增用户较为显著，故而对 4Q17 月活数据较为有信心。
- ❖ **3Q17 净利润率超预期，但后期毛利率或受主播激励影响。**3Q17 调整后净利润率为 26.5%，较我们的预期高 2.7 个百分点，受益于市场推广力度缩减。其中，3Q17 毛利率为 50%，环比下滑 2 个百分点，归因于平台对主播的激励加大，公司预计后期该趋势将持续。不过，市场推广力度回归正常水平（营销费用率环比下滑 6 个百分点），弥补了毛利率带来的下滑压力。后期公司市场推广或将减少在户外、院线的投入，转而集中在冠名、植入等方式。经营效率优化下，预计 FY18/19 公司净利润率将持平。
- ❖ **维持买入评级。**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。我们分别下调 FY18/19 净利润 1%/6%，对应 FY17-19E 调整后净利润 CAGR 为 24%。目标价从 50.9 美元下调至 41.0 美元(基于 DCF 估值)，对应 18.7x FY18 PE，0.77x 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	1,703	2,047
调整后净利润(百万美元)	31	177	360	466	571
调整后 EPADS(美元)	0.15	0.87	1.73	2.20	2.68
EPADS 变动(%)	NA	462%	99%	27%	22%
市盈率(x)	162.0	28.8	14.5	11.4	9.4
市帐率(x)	13.7	10.4	6.7	4.9	3.6
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	3%	24%	37%	35%	32%
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\$41.0
（此前目标价	US\$50.9）
潜在升幅	+60.8%
当前股价	US\$25.5

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	5,029
3 月平均流通量(百万美元)	179.9
52 周内股价高/低(美元)	47/17
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%

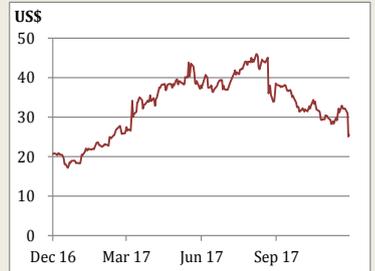
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-13.4%	-17.2%
3-月	-33.8%	-37.5%
6-月	-32.9%	-41.9%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

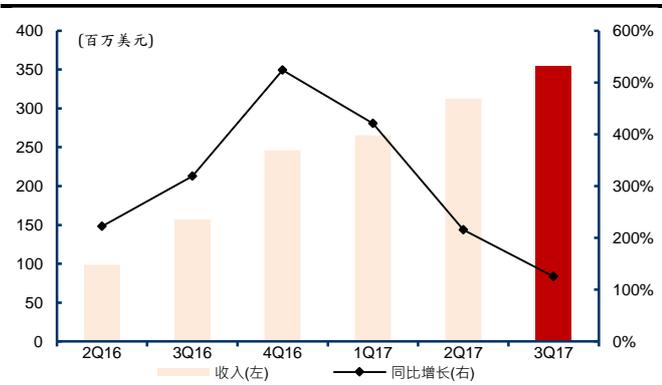
公司网站：www.immomo.com

图 1: 季度财务概览

(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

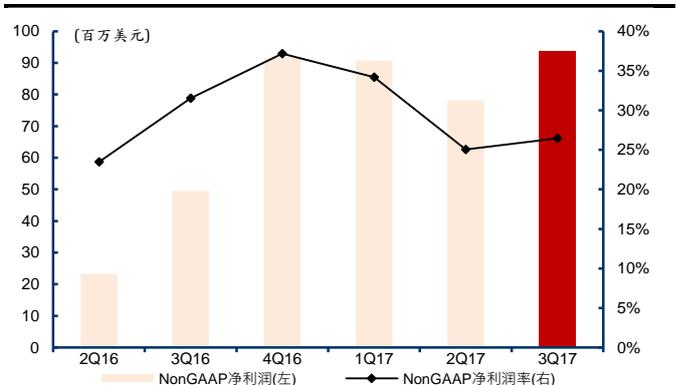
资料来源：公司，招银国际研究

图 2: 季度收入及增速



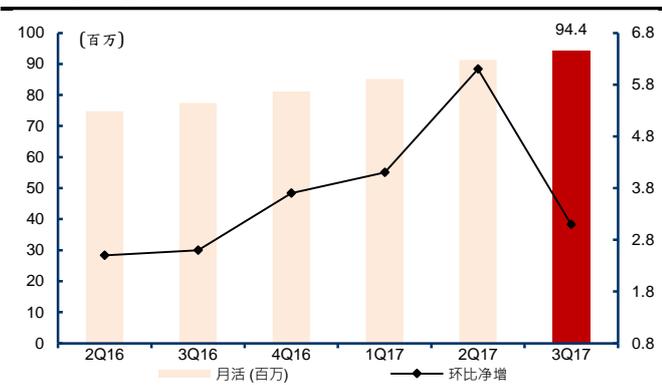
资料来源：公司，招银国际研究

图 3: Non GAAP 净利润



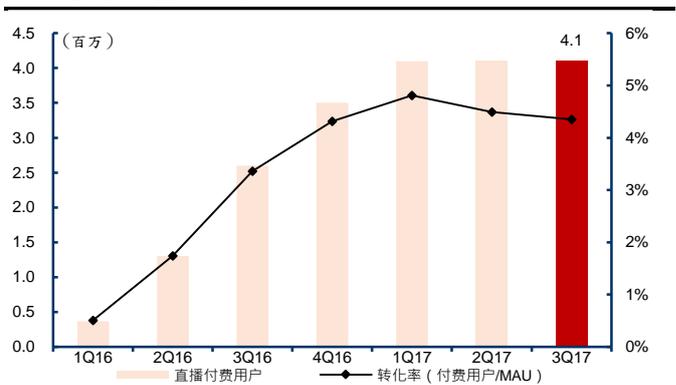
资料来源：公司，招银国际研究

图 4: 移动直播月活增长



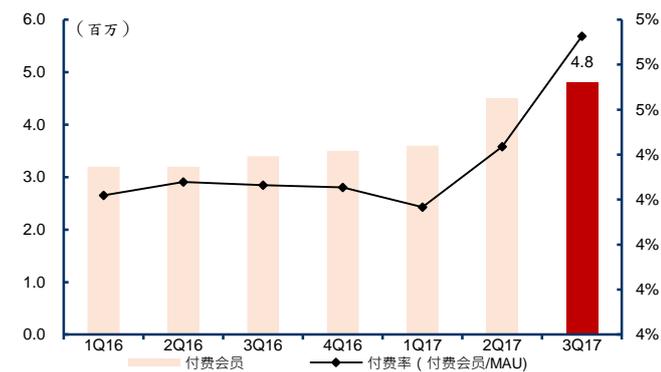
资料来源：公司，招银国际研究

图 5: 直播付费用户增长



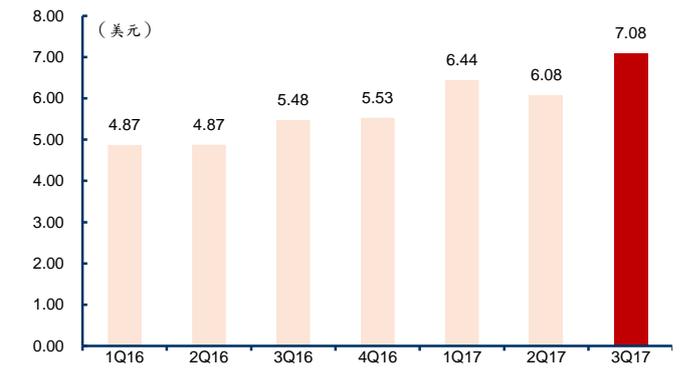
资料来源：公司，招银国际研究

图 6: 付费会员数量及付费率



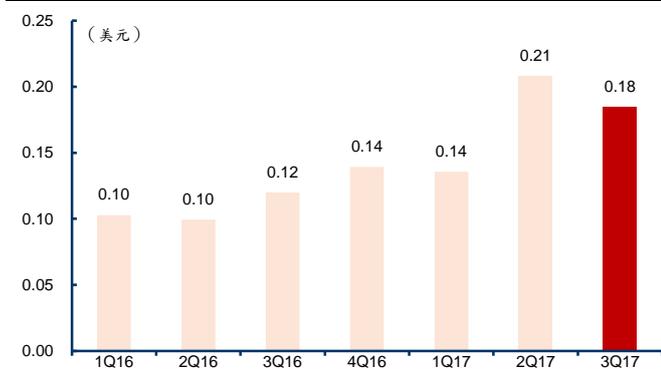
资料来源：公司，招银国际研究

图 7: 付费会员 ARPU



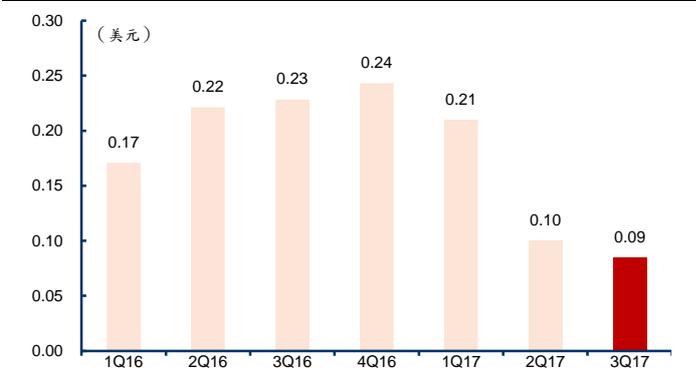
资料来源：公司，招银国际研究

图 8: 游戏单月活收入



资料来源：公司，招银国际研究

图 9: 广告单月活收入



资料来源：公司，招银国际研究

图 10：公司季度财务预测

(百万美元)	2017E				2018E				2019E			
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
总收入	265.2	312.2	354.5	373.3	356.1	415.2	447.1	484.6	454.4	504.9	531.5	556.1
直播	212.6	259.4	302.6	319.7	304.4	350.4	384.0	415.8	395.2	431.0	456.4	473.5
增值服务	22.9	24.6	26.3	26.9	26.2	25.4	25.4	25.9	26.3	26.7	27.1	27.5
手游	11.6	19.0	17.4	17.3	17.7	30.2	26.4	28.4	21.0	33.3	30.9	33.2
移动营销	17.9	9.1	8.0	9.2	7.6	9.0	11.1	14.3	11.8	13.8	17.0	21.8
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	175.6	203.3	223.8	242.9	227.2	249.7	267.0	278.4
Non-GAAP毛利	145.2	162.1	177.1	185.6	180.6	211.9	223.3	241.7	227.3	255.3	264.4	277.8
经营费用	54.1	88.3	88.1	92.0	84.1	105.0	107.3	111.5	104.8	127.9	124.6	126.5
销售费用	32.2	66.7	55.0	57.9	51.6	62.3	67.1	67.8	63.6	75.7	77.1	76.7
行政费用	6.5	8.3	8.2	8.6	8.4	10.4	9.9	10.7	10.2	12.6	11.2	11.7
研发费用	6.8	7.9	11.1	11.6	10.7	16.6	13.4	14.5	13.6	20.2	15.9	16.7
股权激励	9.5	13.0	14.7	14.9	14.2	16.6	17.9	19.4	18.2	20.2	21.3	22.2
经营利润	91.0	73.7	89.0	93.6	96.5	106.9	116.0	130.2	122.5	127.4	139.9	151.3
调整后 EBIT	100.6	86.7	103.7	108.5	110.8	123.5	133.9	149.6	140.7	147.6	161.1	173.5
调整后 EBITDA	83.7	63.2	77.6	81.9	86.5	94.6	102.4	115.1	109.4	112.3	123.7	134.2
利息收入	3.8	4.6	6.0	5.2	6.0	6.8	8.0	9.2	10.5	11.4	12.8	14.2
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	103.7	114.9	125.1	140.5	134.2	140.0	153.8	166.6
所得税	15.8	13.9	17.2	17.9	18.6	20.6	22.4	25.2	24.0	25.1	27.5	29.8
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	85.3	94.4	102.9	115.5	110.3	115.0	126.4	136.9
调整后净利润	90.7	78.1	93.8	97.1	99.5	111.1	120.7	134.9	128.4	135.2	147.7	159.2
摊薄EPS	0.40	0.31	0.38	0.39	0.40	0.45	0.48	0.54	0.51	0.53	0.58	0.63
调整后 EPS	0.44	0.38	0.45	0.46	0.47	0.52	0.57	0.63	0.60	0.63	0.68	0.73
财务指标												
毛利率	54.7	51.9	50.0	49.7	50.7	51.0	49.9	49.9	50.0	50.6	49.8	49.9
经营利润率	34.3	23.6	25.1	25.1	27.1	25.8	25.9	26.9	27.0	25.2	26.3	27.2
调整后经营利润率	37.9	27.8	29.2	29.1	31.1	29.8	29.9	30.9	31.0	29.2	30.3	31.2
调整后 EBITDA 利润率	31.5	20.2	21.9	21.9	24.3	22.8	22.9	23.7	24.1	22.2	23.3	24.1
净利润率	30.6	20.9	22.3	22.0	23.9	22.7	23.0	23.8	24.3	22.8	23.8	24.6
调整后净利润率	34.2	25.0	26.5	26.0	27.9	26.7	27.0	27.8	28.3	26.8	27.8	28.6
环比增长 (%)												
收入	7.8	17.7	13.5	5.3	-4.6	16.6	7.7	8.4	-6.2	11.1	5.3	4.6
毛利	6.6	11.6	9.3	4.8	-2.7	17.3	5.4	8.2	-6.0	12.3	3.6	5.0
经营利润	3.0	-19.0	20.7	5.2	3.1	10.8	8.5	12.2	-5.9	4.0	9.8	8.2
净利润	-3.1	-19.8	21.4	3.9	3.8	10.7	8.9	12.3	-4.5	4.3	9.9	8.3
调整后净利润	-0.9	-13.9	20.0	3.6	2.5	11.6	8.7	11.7	-4.8	5.3	9.2	7.8
摊薄EPS	-2.6	-20.9	21.3	3.4	3.3	10.2	8.4	11.7	-5.0	3.8	9.3	7.8
调整后 EPS	-0.4	-15.0	19.8	3.0	2.0	11.0	8.2	11.2	-5.2	4.8	8.6	7.3
同比增长 (%)												
收入	420.9	215.3	125.7	51.7	34.3	33.0	26.1	29.8	27.6	21.6	18.9	14.8
毛利	369.5	184.0	99.6	36.3	24.4	30.8	26.1	30.2	25.9	20.5	18.4	14.9
经营利润	1,747.8	426.6	139.3	5.9	6.0	45.0	30.3	39.1	26.9	19.1	20.6	16.2
净利润	614.5	236.4	89.3	6.1	9.7	42.1	28.8	38.9	29.0	21.8	22.3	18.0
调整后净利润	614.5	236.4	89.3	6.1	9.7	42.1	28.8	38.9	29.0	21.8	22.3	18.0
摊薄EPS	1,033.7	306.8	99.1	-3.4	2.4	42.7	27.5	37.8	26.7	19.4	20.5	16.2
调整后 EPS	603.4	223.8	86.0	4.5	7.0	39.9	26.2	36.2	26.5	19.4	19.9	15.7

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	1,703	2,047
直播	-	377	1,094	1,455	1,756
增值服务	58	68	101	103	107
手游	31	35	65	103	118
移动营销	39	66	44	42	64
其他	6	7	1	1	1
销售成本	(30)	(240)	(635)	(846)	(1,022)
毛利	104	313	670	858	1,025
销售费用	(49)	(91)	(212)	(249)	(293)
行政费用	(13)	(20)	(32)	(39)	(46)
研发费用	(20)	(26)	(37)	(55)	(66)
股权激励	(17)	(32)	(52)	(68)	(82)
经营利润	6	144	347	450	541
利息收入	8	8	20	30	49
其他收入	0	(2)	5	5	5
税前利润	14	150	372	484	595
所得税	(0)	(5)	(65)	(87)	(106)
非控制股东权益	-	-	0	0	0
净利润	14	145	308	398	489
调整后净利润	31	177	360	466	571

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	1,591	2,111
现金及现金等价物	169	258	605	1,050	1,564
定期存款	300	394	433	433	433
应收账款	15	36	39	48	55
关连款项	-	-	-	-	-
其他	19	33	60	60	60
流动负债	72	134	223	288	330
借债	-	-	-	-	-
应付账款	10	40	75	99	113
应付税项	-	-	-	-	-
其他应付款项	62	93	148	189	217
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	1,391	1,879
股东权益	468	634	993	1,391	1,879
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	398	488
折旧和摊销	7	8	12	18	22
营运资金变动	20	31	60	56	35
税务开支	-	-	-	-	-
其他	17	34	52	68	82
经营活动所得现金净额	57	218	431	539	627
购置固定资产、无形资产及土地	(13)	(7)	(33)	(26)	(31)
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)	(27)	(32)
长期负债变化	-	0	2	-	-
购买普通股的付款	(2)	0	-	-	-
其他	-	(0)	(1)	(68)	(81)
融资活动所得现金净额	(2)	0	2	(68)	(81)
现金增加净额	(278)	100	347	445	514
年初现金及现金等价物	451	169	258	605	1,050
汇兑	(3)	(12)	-	-	-
年末现金及现金等价物	169	258	605	1,050	1,564
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表的现金	169	258	605	1,050	1,564

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	85.4	85.8
增值服务	43.6	12.2	7.7	6.0	5.2
手游	23.2	6.4	5.0	6.0	5.8
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	30.5	20.2
毛利	258.1	199.8	114.1	28.0	19.5
经营利润	121.5	2473.7	140.4	29.4	20.3
净利润	-	469.4	103.3	29.6	22.4
盈利能力比率 (%)					
毛利率	77.9	56.6	51.3	50.4	50.1
税前利率	10.3	27.2	28.5	28.4	29.0
净利润率	10.2	26.3	23.6	23.4	23.9
调整后净利润率	23.2	32.0	27.6	27.4	27.9
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	5.5	6.4
平均应收账款周转天数	40.6	23.8	10.8	10.3	9.8
平均应付帐款周转天数	128.7	61.5	43.0	42.6	40.4
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	34.8	31.6
资产回报率	6.1	27.0	36.2	32.1	29.3
每股数据					
每股盈利(美元)	0.15	0.87	1.73	2.20	2.68
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股账面值(美元)	2.32	3.07	4.74	6.50	8.75

来源: 公司及招银国际研究部

估值预测

(1) DCF 估值

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。我们分别下调 FY18/19 净利润 1%/6%，对应 FY17-19E 调整后净利润 CAGR 为 24%。目标价从 50.9 美元下调至 41.0 美元(基于 DCF 估值)，对应 18.7x FY18 PE，0.77x FY18 PEG。目前估值处于低位，静候产品出新，维持买入评级。

图 11：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	518	623	724	817	907	992	1,070	1,142	1,208	1,267
实际税项	-87	-106	-124	-140	-155	-169	-183	-195	-206	-216
折旧与摊销	18	22	25	28	31	34	37	40	42	44
营运资本	56	35	71	81	89	98	105	113	119	125
资本开支	-26	-31	-24	-27	-30	-33	-35	-38	-40	-42
自由现金流量	479	543	673	759	843	922	995	1,062	1,123	1,177
自有现金流同比增速	28%	13%	24%	13%	11%	9%	8%	7%	6%	5%
折合至2017年的现金流量	423	424	464	463	454	438	418	394	368	3,791
永续期折现值										11,905

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	7,636
减：净金融负债	-951
减：少数股东权益	-0
股本价值	8,588
股本数量(百万)	210
DCF法之每股价值(美元)	41.0

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%	47.9	43.2	38.6	36.1	33.4
	2.0%	49.2	44.1	39.4	36.7	33.8
	2.5%	50.6	45.2	40.1	37.3	34.3
	3.0%	52.2	46.4	41.0	38.0	34.8
	3.5%	54.0	47.7	41.9	38.7	35.4
	4.0%	56.1	49.2	42.9	39.5	36.1
	4.5%	58.5	50.9	44.1	40.4	36.7

图 12：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	398.0	484,689	6.9	9.0	11.6	49.1	37.6	29.0	30%	1.25
阿里巴巴	BABA US	USD	179.9	460,777	33.6	43.8	54.7	35.4	27.2	21.7	28%	0.98
百度	BIDU US	USD	235.5	81,450	55.4	60.5	77.4	28.1	25.7	20.1	18%	1.41
Facebook	FB US	USD	175.1	511,104	7.0	7.3	9.1	24.9	24.1	19.2	14%	1.74
YY	YY US	USD	103.6	6,530	41.1	50.3	61.6	16.7	13.6	11.1	22%	0.61
新浪	SINA US	USD	101.2	7,239	2.9	4.2	5.4	35.1	24.2	18.7	37%	0.66
微博	WB US	USD	110.8	24,229	1.7	2.7	3.9	65.3	40.6	28.2	52%	0.78
平均								36.4	27.6	21.1		1.06

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于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。