

陌陌(MOMO.US)

靜候產品出新, 警惕 1Q18 弱季節效應

- ❖ **渠道梳理見成效, 月活淨增或加速。**公司在 3Q17 進行了渠道梳理(如: 不再單純的以註冊用戶數增長作為指標, 獲取用戶的質量及特徵對渠道商有了更為細化的要求)。渠道梳理後, 公司表示獲客質量及新老用戶留存率在上升階段, 且雙十一活動結束後新增用戶較為顯著, 我們預計 4Q17 月活淨增或出現加速。
- ❖ **直播付費用戶數趨勢不明朗。**在新玩法 VAS (包括快聊、派對、狼人殺) 的推動下, 部分原有直播 (包括熱門直播、多人交友、電臺) 長尾付費用戶流向 VAS, 導致直播付費用戶數增長停滯。平臺近期“電臺”欄目中引入“多人語玩”, 降低直播用戶社交門檻, 或可能吸引部分付費用戶增量。但考慮: 1) 直播及 VAS 分屬不同團隊及業務線 (直播及 VAS 付費用戶數分開計算); 2) 公司提倡用戶自然選擇、各團隊自我創新, 我們認為直播付費用戶數長期增長趨勢不明朗。各業務線付費用戶數增長取決於各自團隊玩法革新取得的成效。
- ❖ **類“答題”玩法待上線。**公司近期推出“舉手問答”玩法, 已對部分用戶開放。目前“舉手問答”以短視頻形式呈現, 後期直播答題玩法也將逐漸引入。參看近期直播答題 APP 的火熱 (QuestMobile 數據顯示, 沖頂大會上線一周日活已達 147 萬, 今日頭條與西瓜視頻引入直播答題玩法後用戶日活激增), 我們認為陌陌後期開放的類答題形式有望實現新用戶引流及用戶召回。目前該類玩法技術壁壘低、同質化較嚴重, 用戶留存率表現取決於後期產品運營及復活卡等形式的平衡。
- ❖ **警惕 1Q18 弱季節效應。**基於年度盛典的火熱消費以及月活增長趨勢預期, 我們對於 4Q17 公司財務表現較為有信心, 但應警惕 1Q18 存在的弱季節效應。我們認為 1Q18 與 1Q17 的環比增勢可比性較低, 歸因於 1Q17 陌陌直播體量較小、處於高速上升期, 且 1Q17 春節時間靠前, 故而 1Q17 業績仍舊保持強勢環比增長。但考慮目前陌陌直播收入體量已具規模 (接近 YY), 且 2018 年春節延至 2 月中 (用戶回升尚需時間), 我們預計 1Q18 或存在較強的弱季節效應 (目前市場預測尚未反應)。參考 YY 以往季度表現, 我們下調 1Q18 收入及淨利潤 5%/14%, 較 1Q17 分別環比下滑 10%/10%。對應 FY18/19 淨利潤分別下調 6%/8%, 以反映直播變現的成熟及付費用戶數趨勢的不明朗。
- ❖ **維持買入評級, 下調目標價至 38.2 美元。**我們認為直播行業整合將持續, 用戶爭奪及粘性增強依賴平臺內容差異化及精細化運營。看好公司的社交屬性及內容優化, 但短期缺乏明顯催化劑, 建議等待產品出新後用戶反饋。淨利潤下調後, 我們預計 FY17-19E 調整後淨利潤 CAGR 為 20%。目標價從 41.0 美元下調至 38.2 美元 (基於 DCF 估值), 對應 18.5x FY18 PE, 0.94x FY18 PEG。目前估值處於低位, 靜候產品出新, 維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬美元)	134	553	1,305	1,673	2,010
調整後淨利潤 (百萬美元)	31	177	360	438	528
調整後 EPADS (美元)	0.15	0.87	1.73	2.06	2.44
EPADS 變動 (%)	NA	462%	99%	19%	18%
市盈率 (x)	184.7	32.9	16.5	13.9	11.7
市帳率 (x)	13.7	10.4	6.7	5.0	3.8
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	3%	24%	37%	33%	30%
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源: 公司及招銀國際研究

買入 (維持)

目標價	US\$38.2
(此前目標價)	US\$41.0
潛在升幅	+33.6%
當前股價	US\$28.6

黃群

電話: (852) 3900 0889

郵件: sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值 (百萬美元)	5,639
3 月平均流通量 (百萬美元)	146.6
52 周內股價高/低 (美元)	47/22
總股本 (百萬)	194.5

資料來源: 彭博

股東結構

Westpac Banking	4.9%
JP Morgan	3.3%
Alibaba	3.2%

資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	12.3%	2.2%
3-月	-10.3%	-20.8%
6-月	-32.2%	-43.8%

資料來源: 彭博

股價表現



資料來源: 彭博

審計師: 德勤

公司網站: www.immomo.com

圖 1: 3Q17 季度財務回顧

(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

資料來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 財務預測變動

	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%

資料來源：公司，招銀國際預測

圖 3：公司季度財務預測

	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

資料來源：公司，招銀國際預測

利潤表

年結: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
增值服務	58	68	101	101	104
手游	31	35	65	101	115
移動營銷	39	66	44	41	62
其他	6	7	1	1	1
銷售成本	(30)	(240)	(635)	(840)	(1,013)
毛利	104	313	670	833	997
銷售費用	(49)	(91)	(212)	(250)	(301)
行政費用	(13)	(20)	(32)	(39)	(46)
研發費用	(20)	(26)	(37)	(63)	(80)
股權激勵	(17)	(32)	(52)	(67)	(80)
經營利潤	6	144	347	418	493
利息收入	8	8	20	29	47
其他收入	0	(2)	5	5	5
稅前利潤	14	150	372	452	545
所得稅	(0)	(5)	(65)	(81)	(97)
非控制股東權益	-	-	0	0	0
淨利潤	14	145	308	371	448
調整後淨利潤	31	177	360	438	528

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結:12月31日 (百万美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	38	50	84	92	102
物業、厂房及設備	17	15	37	45	55
聯營公司	19	32	38	38	38
無形資產	-	-	-	-	-
其他	2	3	9	9	9
流動資產	504	720	1,136	1,564	2,038
現金及現金等價物	169	258	605	1,023	1,491
定期存款	300	394	433	433	433
應收賬款	15	36	39	48	54
關連款項	-	-	-	-	-
其他	19	33	60	60	60
流動負債	72	134	223	287	325
借債	-	-	-	-	-
應付賬款	10	40	75	99	111
應付稅項	-	-	-	-	-
其他應付款項	62	93	148	189	213
非流動負債	2	2	4	4	4
長期銀行貸款	-	-	-	-	-
其他	2	2	4	4	4
淨資產總值	468	634	993	1,364	1,811
股東權益	468	634	993	1,364	1,811
少數股東權益	-	-	-	-	-

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

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

來源: 公司及招銀國際研究部

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

來源: 公司及招銀國際研究部

估值預測

(1) DCF 估值

維持買入評級，下調目標價至 38.2 美元。我們認為直播行業整合將持續，用戶爭奪及粘性增強依賴平臺內容差异化及精細化運營。看好公司的社交屬性及內容優化，但短期缺乏明顯催化劑，建議等待產品出新後用戶反饋。淨利潤下調後，我們預計 FY17-19E 調整後淨利潤 CAGR 為 20%。目標價從 41.0 美元下調至 38.2 美元(基于 DCF 估值)，對應 18.5x FY18 PE，0.94x FY18 PEG。目前估值處於低位，靜候產品出新，維持買入評級。

圖 4：DCF 估值測算及敏感度分析

DCF 估值模型 (US\$ mn)										
現金流量預測	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
息稅前利潤	485	573	665	751	833	911	983	1,049	1,109	1,163
實際稅項	-81	-97	-113	-128	-142	-155	-167	-178	-189	-198
折舊與攤銷	18	21	25	28	31	34	36	39	41	43
營運資本	55	31	70	79	88	96	103	110	117	122
資本開支	-25	-30	-23	-26	-29	-32	-34	-37	-39	-41
自由現金流量	452	498	624	704	781	854	921	983	1,039	1,089
自有現金流同比增速	21%	10%	25%	13%	11%	9%	8%	7%	6%	5%
折合至 2017 年的現金流量	399	389	430	429	420	406	387	365	341	3,507
永續期折現值										11,015

基本参数

WACC	13.2%
稅率	25.0%
無風險利率	3.6%
債務成本	0.0%
Beta	1.17
風險溢價	11.8%
權益成本	13.2%
目標債務/(權益+債務)	0.0%
長期增長率	3.0%
債券價值	0

公司價值計算

現金流折現	7,073
減：淨金融負債	-924
減：少數股東權益	-0
股本價值	7,997
股本數量（百萬）	210
DCF 法之每股價值（美元）	38.2

資料來源：公司，彭博，招銀國際預測

		WACC				
		11%	12%	13%	14%	15%
長期增長率	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

圖 5：同業估值比較

公司	股票代碼	貨幣	股價	市值 (百萬美元)	EPS			PE			EPS CAGR	PEG
					FY0E	FY1E	FY2E	FY0E	FY1E	FY2E		
騰訊	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

資料來源：彭博

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。