

陌陌(MOMO.US)

1Q18 指引强劲，运营优化效应显现

- ❖ **1Q18 强劲指引，去弱季节效应。**4Q17 收入同比增长 57%，较一致预期高 1%；调整后净利润同比增长 20%，较一致预期高 14%，归因于 1400 万的其他经营收入。在直播弱季节效应下，1Q18 收入指引依旧强劲：指引为 3.87~4.02 亿（美元·下同），该指引中值环比上升 2%，比一致预期高 14%。主要归因于：1）工会合作、潜力主播培养机制下各层级主播数量的增加；2）非赛事运营（e.g. 直播 PK、举手问答）。
- ❖ **月活净增加速、付费用户数恢复增长，1Q18 月活将持续强劲。**如此前报告所述，公司自 3Q17 渠道梳理后，4Q17 月活加速增长至 9910 万（4Q17+5% YoY,vs.3Q17 +3% YoY）；同时直播付费用户数恢复增长（净增 20 万至 430 万），受益于：1）盛典期间直播间小玩法（e.g. 粉丝任务）；2）电台中“多人语音”等小额付费模式降低直播社交门槛。我们预计 1Q18 月活有望实现持续环比增长，源于：1）3 月与工会合作力度加强（此前 12 月加强合作后效果明显）；2）年度盛典青春季全民海选进行时；3）QM 数据显示陌陌于 2018 年 1 月月活逐月递增，春节下滑后自 2 月 16 日迅速回升。
- ❖ **看好公会合作及算法优化，新玩法集中上线。**我们看好陌陌与公会深度合作长期效益：鼓励头部主播在第三方应用中主动推广陌陌内容，同时对潜力主播培养加大力度，从而提升主播数量及开播率。而针对非公会主播（~50%），则通过日常 PK、赛事分类等运营调动积极性。此外，我们关注到陌陌已于 1Q18 进行精准推送及匹配，用户界面实现“千人千面”，同时基于用户实时操作自动排序模块玩法及“附近动态”。陌陌于 1Q18 集中推出“举手问答”、“一起玩游戏”等多个新玩法，在满足不同社交需求的同时提升平台社交氛围。
- ❖ **收购探探，补足“女性+年轻”用户短板。**公司以 6.8 亿美元收购探探，助于补充陌陌女性及年轻用户（探探女性用户占比达 55%，高于陌陌 38%；探探 24 岁以下用户占比达 69%，高于陌陌 42%）。QuestMobile 数据显示，陌陌及探探用户重合度较低，且社交生态存在较大差异（探探注重 1x1 社交，陌陌注重场景化社交）。目前探探货币化处于初期，虽处于亏损状态，但对陌陌财务影响较小；且后期可期待陌陌对探探在社交、技术及货币化运营的支持。
- ❖ **预计 1Q18 经营利润率环比持平，长期利润率乐观。**我们预计 1Q18 毛利率将上升；研发费用率环比将提升，用于产品迭代（e.g. AR/VR 玩法）及算法人员配置的投入。但考虑 1Q18 “其他经营收入”或低于 4Q17，预计 1Q18 经营利润率环比持平。长期来看，我们看好陌陌“主播主动推广”、“公会合作”下的低成本高效获客方式，同时憧憬算法优化下社交关系沉淀效率的提升。
- ❖ **维持买入评级，上调目标价至 50.7 美元。**基于 4Q17 业绩及乐观展望，我们分别上调 FY18/19 净利润 7%/10%，对应 FY18-20E 调整后净利润 CAGR 为 22%。目标价从 38.2 美元上调至 50.7 美元（基于 DCF 估值），对应 23x FY18 PE，1x FY18 PEG。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万美元)	134	553	1,318	1,776	2,198
调整后净利润(百万美元)	31	177	373	468	581
调整后 EPADS(美元)	0.15	0.87	1.79	2.22	2.70
EPADS 变动(%)	NA	462%	106%	24%	22%
市盈率(x)	240.7	42.9	20.8	16.8	13.8
市帐率(x)	13.7	10.4	6.4	4.7	3.5
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	3%	24%	37%	33%	31%
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\$50.7
（此前目标价	US\$38.2）
潜在升幅	+36.0%
当前股价	US\$37.3

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

伍力恒

电话：(852) 3900 0881

邮件：alexng@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	7,348
3 月平均流通量(百万美元)	163.6
52 周内股价高/低(美元)	47/22
总股本(百万)	199.2

资料来源：彭博

股东结构

Jo Hambro Capital	7.2%
Westpac Banking	4.9%
Alibaba	3.2%

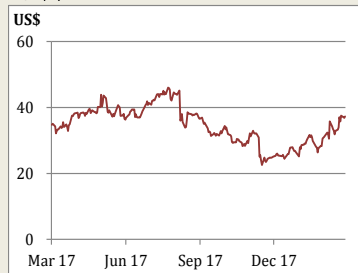
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	31.6%	23.3%
3-月	49.7%	38.9%
6-月	-0.1%	-11.4%

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: 4Q17 季度财务回顾

(百万美元)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	4Q17 YoY	4Q17 QoQ
收入	99	157	246	265	312	354	386	57%	9%
直播	58	109	195	213	259	303	328	68%	8%
增值服务	16	18	19	23	25	26	29	54%	12%
手游	7	9	11	12	19	17	22	93%	25%
移动营销	17	18	20	18	9	8	7	-65%	-14%
其他	1	3	1	0	0	0	0	-78%	102%
销售成本	(42)	(68)	(110)	(120)	(150)	(177)	(200)	82%	13%
毛利	57	89	136	145	162	177	186	37%	5%
毛利率	58%	56%	55%	55%	52%	50%	48%	-7ppts	-2ppts
研发费用	(6)	(7)	(6)	(7)	(8)	(11)	(19)	198%	69%
研发/收入比重	-6%	-4%	-3%	-3%	-3%	-3%	-5%		
销售费用	(25)	(28)	(27)	(32)	(67)	(55)	(57)	110%	3%
销售/收入比重	-25%	-18%	-11%	-12%	-21%	-16%	-15%		
行政费用	(4)	(6)	(7)	(7)	(8)	(8)	(18)	160%	117%
行政/收入比重	-4%	-4%	-3%	-2%	-3%	-2%	-5%		
经营利润	14	37	88	91	74	89	107	21%	20%
其他收益(费用)	2	3	(1)	6	5	7	7	-619%	0%
税前利润	16	40	87	97	79	96	114	31%	19%
所得税	(0)	(1)	(3)	(16)	(14)	(17)	(19)	499%	11%
非控制股东权益	0	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)	NA	106%
净利润	15	39	84	81	65	79	98	16%	23%
NonGAAP 净利润	23	50	92	91	78	94	110	20%	17%
NonGAAP 净利润率	23%	32%	37%	34%	25%	26%	28%	-9ppts	+2ppts

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
FY18E	1,673	1,776	6%	438	468	7%	2.06	2.22	7%
FY19E	2,010	2,198	9%	528	581	10%	2.44	2.70	10%

资料来源：公司，招银国际预测

图 3: 陌陌 iOS 中国区畅销榜排名自春节后迅速反弹



资料来源：App Annie，招银国际预测

图4：公司季度财务预测

	2017A				2018E				2019E			
(百万美元)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
总收入	265.2	312.2	354.5	386.4	393.4	433.2	457.3	492.3	489.7	545.9	570.2	592.1
直播	212.6	259.4	302.6	328.0	337.8	365.5	393.3	418.4	423.4	466.3	492.3	501.9
增值服务	22.9	24.6	26.3	29.4	28.9	28.5	29.6	31.1	31.4	32.2	33.5	35.0
手游	11.6	19.0	17.4	21.8	20.4	31.6	25.0	30.7	24.9	35.6	29.9	36.6
移动营销	17.9	9.1	8.0	6.9	6.1	7.3	9.1	11.8	9.7	11.5	14.1	18.3
其他	0.3	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
销售成本	120.1	150.1	177.4	199.7	199.9	223.7	239.3	256.0	252.9	280.2	300.3	308.5
Non-GAAP毛利	145.2	162.1	177.1	186.7	193.6	209.6	218.0	236.3	236.8	265.7	269.9	283.6
经营费用	54.1	88.3	88.1	79.6	90.5	106.9	109.7	118.1	119.4	138.2	136.4	133.6
销售费用	32.2	66.7	55.0	54.3	49.6	58.5	59.4	64.0	68.6	76.4	74.1	71.1
行政费用	6.5	8.3	8.2	10.4	8.3	10.4	10.1	12.3	9.8	13.6	12.0	14.2
研发费用	6.8	7.9	11.1	16.4	18.9	21.7	22.9	27.1	24.5	27.3	28.5	29.6
股权激励	9.5	13.0	14.7	12.5	15.7	17.3	18.3	19.7	19.6	21.8	22.8	23.7
经营利润	91.0	73.7	89.0	107.1	103.1	102.7	108.3	118.3	117.3	127.5	133.5	150.1
调整后 EBIT	100.6	86.7	103.7	119.6	118.9	120.0	126.6	138.0	136.9	149.4	156.3	173.8
调整后 EBITDA	83.7	63.2	77.6	98.5	91.8	89.8	94.5	103.0	103.3	111.2	116.2	131.9
利息收入	3.8	4.6	6.0	7.2	6.9	7.7	8.9	10.0	11.2	12.3	13.7	15.1
其他收入	2.2	0.5	1.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
税前利润	97.0	78.9	96.2	116.3	112.0	112.4	119.2	130.3	130.6	141.8	149.2	167.2
所得税	15.8	13.9	17.2	19.0	18.3	18.4	19.5	21.3	21.4	23.2	24.4	27.4
非控制股东权益	0.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
净利润	81.2	65.1	79.1	97.5	93.9	94.2	99.9	109.2	109.4	118.8	125.0	140.1
调整后净利润	90.7	78.1	93.8	110.0	109.6	111.5	118.2	128.8	129.0	140.7	147.8	163.8
摊薄EPS	0.40	0.31	0.38	0.47	0.45	0.45	0.47	0.51	0.51	0.55	0.58	0.65
调整后EPS	0.44	0.38	0.45	0.53	0.52	0.53	0.56	0.61	0.60	0.66	0.69	0.76
财务指标												
毛利率	54.7	51.9	50.0	48.3	49.2	48.4	47.7	48.0	48.4	48.7	47.3	47.9
经营利润率	34.3	23.6	25.1	27.7	26.2	23.7	23.7	24.0	24.0	23.4	23.4	25.3
调整后经营利润率	37.9	27.8	29.2	30.9	30.2	27.7	27.7	28.0	28.0	27.4	27.4	29.3
调整后EBITDA利润率	31.5	20.2	21.9	25.5	23.3	20.7	20.7	20.9	21.1	20.4	20.4	22.3
净利润率	30.6	20.9	22.3	25.2	23.9	21.7	21.9	22.2	22.3	21.8	21.9	23.7
调整后净利润率	34.2	25.0	26.5	28.5	27.9	25.7	25.9	26.2	26.3	25.8	25.9	27.7
环比增长 (%)												
收入	7.8	17.7	13.5	9.0	1.8	10.1	5.6	7.7	-0.5	11.5	4.4	3.9
毛利	6.6	11.6	9.3	5.4	3.7	8.3	4.0	8.4	0.2	12.2	1.6	5.1
经营利润	3.0	-19.0	20.7	20.3	-3.7	-0.4	5.5	9.2	-0.8	8.7	4.7	12.5
净利润	-3.1	-19.8	21.4	23.3	-3.7	0.3	6.1	9.2	0.3	8.6	5.2	12.0
调整后净利润	-0.9	-13.9	20.0	17.3	-0.3	1.7	6.0	9.0	0.1	9.0	5.1	10.8
摊薄EPS	-2.6	-20.9	21.3	23.5	-4.2	-0.2	5.6	8.7	-0.2	8.0	4.7	11.5
调整后EPS	-0.4	-15.0	19.8	17.5	-0.8	1.2	5.5	8.4	-0.3	8.5	4.6	10.2
同比增长 (%)												
收入	420.9	215.3	125.7	57.0	48.3	38.8	29.0	27.4	24.5	26.0	24.7	20.3
毛利	369.5	184.0	99.6	37.0	33.3	29.3	23.1	26.6	22.3	26.8	23.8	20.0
经营利润	1,747.8	426.6	139.3	21.2	13.3	39.2	21.7	10.5	13.8	24.2	23.2	26.9
净利润	614.5	236.4	89.3	20.2	20.9	42.7	26.1	17.1	17.7	26.1	25.0	27.1
调整后净利润	614.5	236.4	89.3	20.2	20.9	42.7	26.1	17.1	17.7	26.1	25.0	27.1
摊薄EPS	1,033.7	306.8	99.1	15.4	13.5	43.2	24.7	9.7	14.3	23.7	22.6	25.8
调整后EPS	603.4	223.8	86.0	19.2	18.7	41.4	24.4	14.8	15.4	23.6	22.6	24.6

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	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	134	553	1,318	1,776	2,198	2,613
直播	-	377	1,103	1,515	1,884	2,237
增值服务	58	68	103	118	132	143
手游	31	35	70	108	127	148
移动营销	39	66	42	34	54	83
其他	6	7	1	1	1	2
销售成本	(30)	(240)	(647)	(919)	(1,142)	(1,357)
毛利	104	313	671	857	1,056	1,256
销售费用	(49)	(91)	(208)	(232)	(290)	(345)
行政费用	(13)	(20)	(33)	(41)	(50)	(57)
研发费用	(20)	(26)	(42)	(90)	(110)	(131)
股权激励	(17)	(32)	(50)	(71)	(88)	(105)
经营利润	6	144	361	432	528	629
利息收入	8	8	22	33	52	75
其他收入	0	(2)	6	8	8	8
税前利润	14	150	388	474	589	713
所得税	(0)	(5)	(66)	(78)	(96)	(117)
非控制股东权益	-	-	1	1	1	1
净利润	14	145	323	397	493	597
调整后净利润	31	177	373	468	581	701

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	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	38	50	113	123	134	137
物业、厂房及设备	17	15	42	52	63	66
联营公司	19	32	44	44	44	44
无形资产	-	-	-	-	-	-
其他	2	3	27	27	27	27
流动资产	504	720	1,189	1,633	2,179	2,301
现金及现金等价物	169	258	687	1,123	1,659	1,783
定期存款	300	394	374	374	374	374
应收账款	15	36	40	48	58	57
关联款项	-	-	-	-	-	-
其他	19	33	88	88	88	88
流动负债	72	134	260	317	381	373
借债	-	-	-	-	-	-
应付账款	10	40	75	99	120	117
应付税项	-	-	-	-	-	-
其他应付款项	62	93	186	218	260	256
非流动负债	2	2	4	4	4	4
长期银行贷款	-	-	-	-	-	-
其他	2	2	2	2	2	2
净资产总值	468	634	1,038	1,435	1,928	2,061
股东权益	468	634	1,038	1,435	1,928	2,061
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	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
年度利润	14	145	322	396	492	596
折旧和摊销	7	8	12	19	23	27
营运资金变动	20	31	68	48	54	(6)
税务开支	-	-	-	-	-	-
其他	17	34	50	71	88	105
经营活动所得现金净额	57	218	452	534	657	721
购置固定资产、无形资产及土地	(13)	(7)	(39)	(27)	(33)	(29)
联营公司	(451)	(494)	-	-	-	-
其他	130	383	(17)	(1)	(1)	(1)
投资活动所得现金净额	(333)	(118)	(56)	(29)	(34)	(30)
长期负债变化	-	0	0	-	-	-
购买普通股的付款	(2)	0	-	-	-	-
其他	-	(0)	34	(70)	(87)	(568)
融资活动所得现金净额	(2)	0	34	(70)	(87)	(568)
现金增加净额	(278)	100	430	436	536	123
年初现金及现金等价物	451	169	258	687	1,123	1,659
汇兑	(3)	(12)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	169	258	687	1,123	1,659	1,783
受限制现金	-	-	-	-	-	-
资产负债表的现金	169	258	687	1,123	1,659	1,783

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)						
直播	-	68.1	83.6	85.3	85.7	85.6
增值服务	43.6	12.2	7.8	6.6	6.0	5.5
手游	23.2	6.4	5.3	6.1	5.8	5.7
移动营销	29.0	12.0	3.2	1.9	2.4	3.2
其他	4.1	1.2	0.1	0.1	0.1	0.1
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)						
收入	199.4	312.8	138.3	34.7	23.7	18.9
毛利	258.1	199.8	114.4	27.8	23.2	19.0
经营利润	121.5	2473.7	149.8	19.8	22.2	19.1
净利润	-	469.4	110.6	25.7	24.1	20.7
盈利能力比率 (%)						
毛利率	77.9	56.6	50.9	48.3	48.0	48.1
税前利率	10.3	27.2	29.5	26.7	26.8	27.3
净利润率	10.2	26.3	24.5	22.4	22.4	22.8
调整后净利润率	23.2	32.0	28.3	26.4	26.4	26.8
有效税率	(1)	(3)	(17)	(16)	(16)	(16)
资产负债比率						
流动比率 (x)	7.0	5.4	4.6	5.2	5.7	6.2
平均应收账款周转天数	40.6	23.8	11.0	9.9	9.6	8.0
平均应付账款周转天数	128.7	61.5	42.0	39.5	38.4	31.5
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	净现金
回报率 (%)						
资本回报率	3.0	23.7	37.4	33.0	30.5	34.6
资产回报率	6.1	27.0	36.0	30.6	28.6	29.5
每股数据						
每股盈利(美元)	0.15	0.87	1.79	2.22	2.70	3.25
每股股息(美元)	-	-	-	-	-	-
每股账面值(美元)	2.32	3.07	4.98	6.76	9.03	9.61

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，上调目标价至 50.7 美元。基于 4Q17 业绩及乐观展望，我们分别上调 FY18/19 净利润 6%/8%，对应 FY18-20E 调整后净利润 CAGR 为 22%。目标价从 38.2 美元上调至 50.7 美元(基于 DCF 估值)，对应 23x FY18 PE，1x FY18 PEG。维持买入评级。

图 5：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	503	616	748	889	1,031	1,171	1,306	1,434	1,553	1,664
实际税项	-78	-96	-117	-139	-161	-183	-204	-224	-243	-260
折旧与摊销	19	23	28	33	39	44	49	54	58	62
营运资本	48	54	80	95	110	125	140	153	166	178
资本开支	-27	-33	-27	-32	-37	-42	-47	-51	-55	-59
自由现金流量	465	564	712	846	981	1,115	1,243	1,365	1,479	1,584
自有现金流同比增速	21%	21%	26%	19%	16%	14%	12%	10%	8%	7%
折合至 2017 年的现金流量	411	440	491	516	528	530	522	507	485	5,100
永续期折现值										16,016

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	9,531
减：净金融负债	-1,022
减：少数股东权益	-1
股本价值	10,553
股本数量（百万）	208
DCF 法之每股价值（美元）	50.7

资料来源：公司，彭博，招银国际预测

		WACC				
长期增长率		11%	12%	13%	14%	15%
	1.5%	59.8	53.5	47.5	44.1	40.6
	2.0%	61.5	54.8	48.5	44.9	41.2
	2.5%	63.5	56.3	49.5	45.8	41.8
	3.0%	65.6	57.9	50.7	46.7	42.6
	3.5%	68.1	59.7	52.0	47.7	43.4
	4.0%	71.0	61.7	53.4	48.8	44.2
	4.5%	74.2	64.0	54.9	50.1	45.1

图 6：同业估值比较

公司	股票代码	货币	股价	CMBI 评级	目标价	市值 (百万美元)	EPS			PE			EPS CAGR	PEG
							FY0E	FY1E	FY2E	FY0E	FY1E	FY2E		
阿里巴巴	BABA US	USD	192.6	买入	237.8	493,176	32.8	42.7	55.0	37.1	28.5	22.1	30%	0.97
百度	BIDU US	USD	259.4	买入	289.0	90,296	60.4	73.1	89.8	27.1	22.4	18.3	22%	1.02
Facebook	FB US	USD	184.2	未评级	NR	539,594	8.4	10.2	12.2	22.0	18.1	15.1	20%	0.89
YY	YY US	USD	115.9	买入	176.0	7,319	51.7	64.0	76.2	14.2	11.4	9.6	21%	0.53
新浪	SINA US	USD	118.5	未评级	NR	8,472	3.4	5.1	7.3	35.4	23.3	16.3	47%	0.49
微博	WB US	USD	131.5	未评级	NR	28,749	2.8	4.1	5.6	47.0	32.2	23.3	42%	0.76
平均										30.5	22.7	17.5		0.86

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責任。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，且不承担任何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。