

欢聚时代(YY US)

YY Live 增速反弹，憧憬生存类游戏直播

- ❖ **3Q17 业绩和用户数据均超预期。**公司 3Q17 收入 31 亿元（人民币·下同），同比增长 48%，较我们的预测高 13%；Non-GAAP EPS 为 10.5 元，同比增长 60%，较预期高 9%，主要受益于虎牙的加速增长及 YY Live 的增速反弹。3Q17 收入指引为 34~35 亿元，较预测高 1%。此外，用户数据表现亮眼：移动直播月活环比增长 10.4%至 7,300 万，流媒体直播付费用户数环比增长 10.5%至 630 万（一改 2Q17 付费用户环比下滑趋势）。看好公司精细化运营战略：即：上游开辟年轻流量，下游下沉交互关系。
- ❖ **虎牙高增长持续，生存类游戏直播大有可为。**虎牙直播收入同比增长 181%至 5.5 亿元，Non-GAAP 经营亏损率降至-1.8%(vs. 2Q17 -2%)。近期<绝地求生>虎牙直播观众已超 200 万，部分时段已赶超<王者荣耀>，我们预计未来生存类游戏有望再掀游戏直播热潮，尤其考虑最新上线/将上线的<穿越火线>、<光荣使命>等直播素材的充盈。主播层面，公司表示头部内容争夺将长期持续，但公司腰部主播培养机制有望保证优增新量。为此，我们分别上调虎牙 FY17-19E 收入 16%~26%，对应 CAGR 为 66%，其中付费用户数及 ARPU 均存在较大上升空间（目前均低于 YY Live）。激进情况下预计于 4Q17 盈亏平衡。
- ❖ **新玩法刺激 YY Live 增速反弹，憧憬年终盛典。**YY Live 直播收入同比增长 46%（vs. 2Q17 27%），印证此前强调的新玩法“欢乐系列”对用户增长、付费用户数及 ARPU 的提升，受益于“欢乐斗”、“陪我”等功能加强腰部用户及主播互动、降低直播门槛。短视频 3Q17 观看量已实现倍数增长，而新的短视频 App 将会持续引入垂直类、实用型、互动性强的内容。此外，公司改变蓝钻功能、增加中小主播分成以支持尾部健康发展，预计未来毛利率将和 3Q17 相近。未来公司将持续通过内容革新下游下沉交互关系（e.g. AR 玩法）。我们分别上调整体收入 FY17/18/19E 收入 4%/8%/11%，但均下调毛利率 0.4/0.6/0.8 个百分点，以反映中小主播扶持机制下毛利率的摊薄。
- ❖ **内容版权问题基本可控。**有关近期网易与虎牙诉讼问题，一审判决对虎牙较不利，但管理层表示该案例对虎牙影响有限：1）该案例为三年前事件，起因源于直播网易游戏中插入其他游戏广告，而非单纯版权限制；2）网易表示对游戏直播持开放及包容心态，且公司已和网易交涉（对方较积极）。我们认为未来直播和游戏深度结合会是大趋势，而双方态度亦反映该风险基本可控。
- ❖ **上调目标价至 US\$141.2，维持买入评级。**基于 3Q17 超预期业绩、同时考虑虎牙直播受益于生存射击类游戏热潮，我们分别上调 FY17/18/19E EPS 4%/5%/8%。目标价由 US\$108.7 上调至 US\$141.2，对应 2018 财年 18x PE，基于 SOTP 估值：1）YY Live（14x PE FY18）；2）虎牙每股估值为 17.4 美元（参考斗鱼估值，对应 2.1x FY18 PS）。重申「买入」评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	5,897	8,204	11,472	14,738	17,709
调整后净利润(百万人民币)	1,219	1,681	2,483	3,101	3,802
调整后 EPADS(人民币)	21.18	27.65	40.83	51.01	62.53
EPADS 变动(%)	12%	31%	48%	25%	23%
市盈率(x)	33.5	25.7	17.4	13.9	11.3
市帐率(x)	11.5	7.5	5.1	3.6	2.7
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	32%	36%	38%	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\$141.2
(此前目标价)	US\$108.7
潜在升幅	+31.7%
当前股价	US\$107.2

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	6,760
3 月平均流通量(百万美元)	137.7
5 周内股价高/低(美元)	117/38
总股本(百万)	60.5

资料来源：彭博

股东结构

Li Xueling	17.3%
T Rowe Price Group	4.7%
Blackrock	4.0%

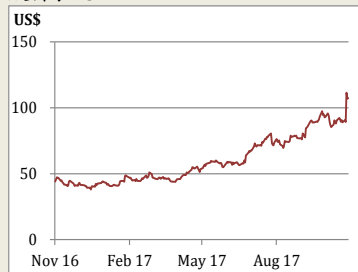
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	15.6%	11.5%
3-月	45.5%	34.8%
6-月	100.7%	73.0%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.yy.com

3Q17 业绩和用户数据均超预期

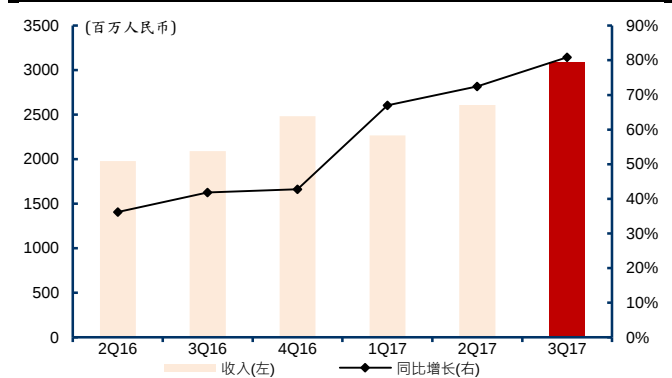
公司 3Q17 收入 31 亿元（人民币·下同），同比增长 48%，较我们的预测高 13%；Non-GAAP EPS 为 10.5 元，同比增长 60%，较预期高 9%，主要受益于虎牙的加速增长及 YY Live 的增速反弹。3Q17 收入指引为 34~35 亿元，较预测高 1%。此外，用户数据表现亮眼：移动直播月活环比增长 10.4%至 7,300 万，流媒体直播付费用户数环比增长 10.5%至 630 万（一改 2Q17 付费用户环比下滑趋势）。看好公司精细化运营战略：即：上游开辟年轻流量，下游下沉交互关系。

图 1: 季度财务概览

(百万人民币)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	3Q17 YoY	3Q17 QoQ
收入	1,981	2,090	2,484	2,267	2,609	3,092	48%	19%
收入结构细分								
直播	1,661	1,790	2,218	2,057	2,373	2,872	60%	21%
游戏	188	150	125	140	154	122	-18%	-21%
会员	72	69	75	45	52	49	-28%	-5%
其他	59	81	66	24	29	49	-39%	67%
平台细分								
YY Live	1,838	1,893	2,145	1,868	2,148	2,509	33%	17%
虎牙	143	197	339	399	461	584	196%	26%
销售成本	(1,208)	(1,275)	(1,560)	(1,377)	(1,563)	(1,889)	48%	21%
毛利	772	815	925	890	1,046	1,203	48%	15%
毛利率	39%	39%	37%	39%	40%	39%	+0ppts	-1ppts
研发费用	(172)	(163)	(160)	(166)	(167)	(166)	2%	-1%
研发/收入比重	-9%	-8%	-6%	-7%	-6%	-5%		
销售费用	(89)	(109)	(112)	(89)	(204)	(249)	129%	22%
销售/收入比重	-4%	-5%	-4%	-4%	-8%	-8%		
行政费用	(90)	(103)	(206)	(77)	(105)	(145)	41%	38%
行政/收入比重	-5%	-5%	-8%	-3%	-4%	-5%		
经营利润	444	473	622	617	599	661	40%	10%
其他收益（费用）	(33)	(3)	31	8	69	44	-1466%	-37%
税前利润	411	470	653	625	669	705	50%	5%
所得税	(75)	(70)	(86)	(89)	(101)	(75)	7%	-26%
非控制股东权益	7	0	5	7	5	6	1902%	5%
净利润	343	400	572	543	574	636	59%	11%
NonGAAP 净利润	385	436	599	566	597	639	47%	7%
NonGAAP 净利润率	19%	21%	24%	25%	23%	21%	+0ppts	-2ppts

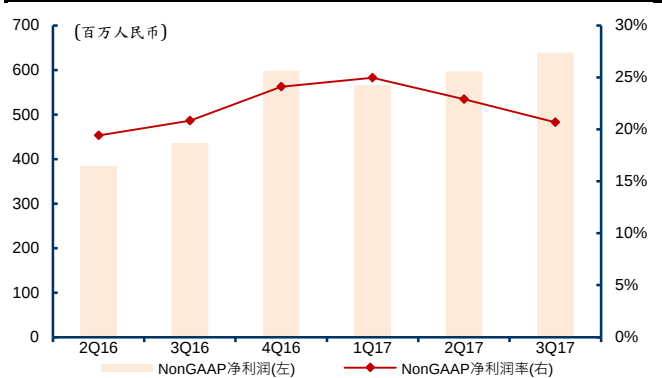
资料来源：公司，招银国际研究

图 2: 季度收入及增速



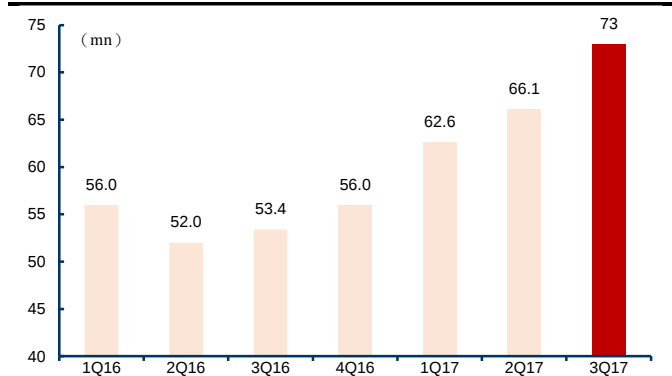
资料来源：公司，招银国际研究

图 3: Non GAAP 净利润



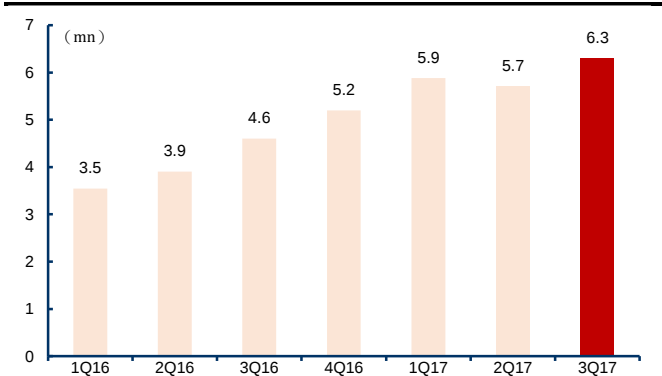
资料来源：公司，招银国际研究

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



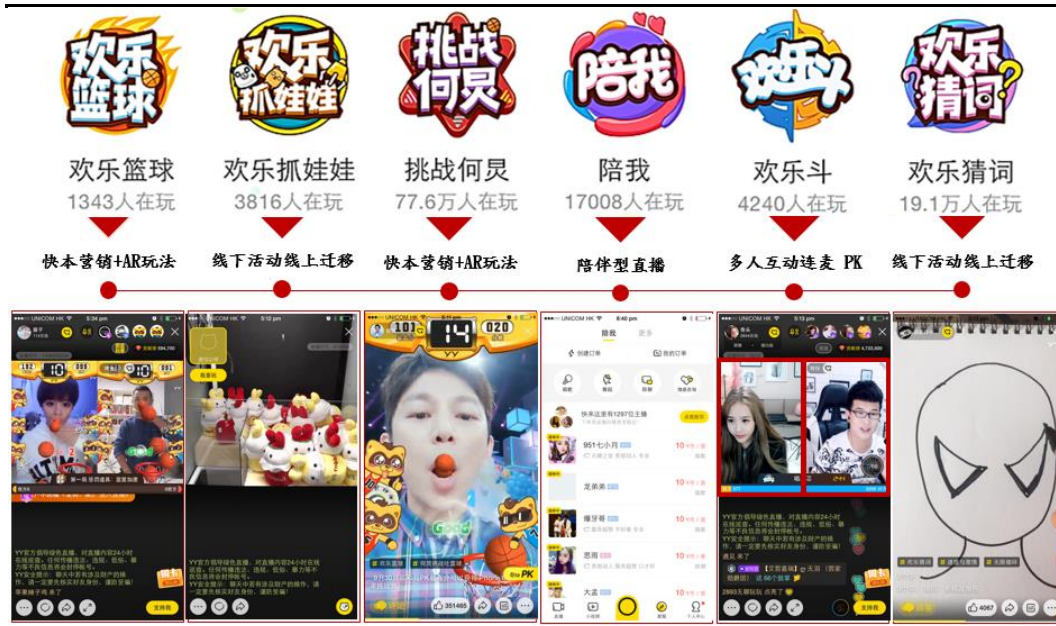
资料来源：公司，招银国际研究

新玩法刺激 YY Live 增速反弹

YY Live 直播收入同比增长 46% (vs. 2Q17 27%)，印证此前强调的新玩法“欢乐系列”对用户增长、付费用户数及 ARPU 的提升，受益于“欢乐斗”、“陪我”等功能加强腰部用户及主播互动、降低直播门槛。短视频 3Q17 观看量已实现倍数增长，而新的短视频 App 将会持续引入垂直类、实用型、互动性强的内容。

此外，公司改变蓝钻功能、增加中小主播分成以支持尾部健康发展，预计未来毛利率将与 3Q17 相近。未来公司将持续通过内容革新下游下沉交互关系 (e.g. AR 玩法)。我们分别上调整体收入 FY17/18/19E 收入 4%/8%/11%，但均下调毛利率 0.4/0.6/0.8 个百分点，以反映中小主播扶持机制下毛利率的摊薄。

图 6: YY Live“快乐玩法”系列



资料来源：应用截图、招银国际研究

图 7:“欢乐系列”在加强用户互动的同时开拓新玩法变现渠道



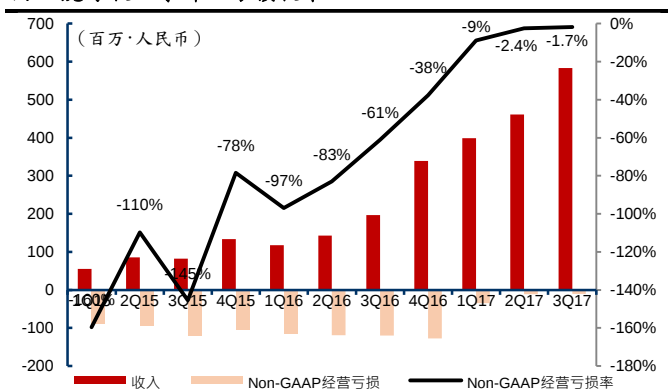
资料来源：应用截图、招银国际研究

虎牙高增长持续，生存类游戏直播大有可为

虎牙直播收入同比增长 181% 至 5.5 亿元，Non-GAAP 经营亏损率降至 -1.8% (vs. 2Q17 -2%)。近期《绝地求生》虎牙直播总观众已超 200 万，部分时段已赶超《王者荣耀》，我们预计未来生存类游戏有望再掀游戏直播热潮，尤其考虑最新上线/将上线的《穿越火线：荒岛特训》、《光荣使命》等直播素材的充盈。其中，《穿越火线》上线不足一周，单房间观众高峰超过 100 万。

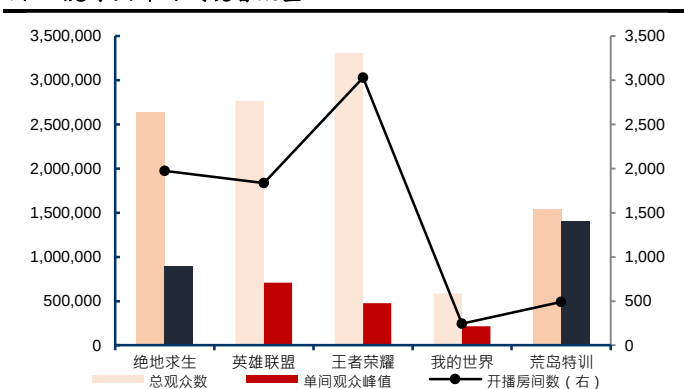
主播层面，公司表示头部内容争夺将长期持续，但公司腰部主播培养机制有望保证优增新量。为此，我们分别上调虎牙 FY17-19E 收入 16%~26%，对应 CAGR 为 66%，其中付费用户数及 ARPU 均存在较大上升空间（目前均低于 YY Live）。激进情况下预计于 4Q17 盈亏平衡。

图 8: 虎牙收入攀升、亏损收窄



资料来源：公司、招银国际研究

图 9: 虎牙头部游戏观看数量



资料来源：虎牙（数据取自 2017/11/19）、招银国际研究

图 10: 《荒野特训》单房间观众高峰超过 100 万



资料来源：虎牙（数据取自 2017/11/19）、招银国际研究

图 11: 虎牙直播生存类系列游戏



资料来源：虎牙、招银国际研究

财务预测

3Q17 毛利率环比下滑 1 个百分点，归因于公司改变蓝钻功能、增加中小主播分成以支持尾部主播健康发展。管理层表示未来短期几个季度毛利率将与 3Q17 相近。经营效率优化下，研发和行政费用率持续减少，以抵消营销费用率的轻微上扬。

基于 3Q17 超预期业绩、同时考虑虎牙直播受益于生存射击类游戏热潮，我们分别上调虎牙 FY17~19E 收入 16%~26%，至 22.9/42.1/61.1 亿元。考虑 YY Live 增速回升，略微上调公司 FY17/18/19E 收入 1.7%/2.2%/2.2%，至 91.9/105.3/116.0 亿元。

整体而言，我们分别上调整体收入 FY17/18/19E 收入 4%/8%/11%，但下调毛利率 0.4/0.6/0.8 个百分点，至 39.1%/39.4%/39.7%，以反映中小主播扶持机制下毛利率的摊薄。对应 FY17/18/19E EPS 变化为 +4%/5%/8%。

图 12: 盈利预测变化

	收入(百万人民币)			调整后净利润(百万人民币)			EPS (人民币)		
	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	11,011	11,472	4.2%	2,359	2,483	4%	38.80	40.83	4%
FY18E	13,650	14,738	8.0%	2,946	3,101	5%	48.45	51.01	5%
FY19E	15,905	17,709	11.3%	3,535	3,802	8%	58.14	62.53	8%

资料来源：招银国际预测

图 13: 细分业务财务预测

(百万人民币)	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
YY Live					
收入	5,541	7,407	9,187	10,525	11,599
Non-GAAP 经营利润	1,753	2,433	2,821	3,360	3,840
Non-GAAP 经营利润率	32%	33%	31%	32%	33%
虎牙					
收入	356	797	2,285	4,214	6,110
Non-GAAP 经营利润	(406)	(480)	(62)	108	430
Non-GAAP 经营利润率	-114%	-60%	-3%	3%	7%

资料来源：公司，招银国际预测

估值预测

考虑公司已宣布虎牙明年将于香港上市，为更好的反映虎牙价值，我们采用 SOTP 方法作为首选估值方法，辅之 DCF 作为交叉检验。

(1) SOTP 估值

基于 EPS 调整及更为乐观的前景展望，我们将目标价由 US\$108.7 上调至 US\$141.2，对应 2018 财年 18x PE，基于 SOTP 估值：1) YY Live (1x PEG, 14x PE FY18)；2) 虎牙每股估值为 17.4 美元 (参考斗鱼估值，对应 2.1x FY18 PS)。重申「买入」评级。

图 14: 公司 SOTP 估值

SOTP					估值	
(百万人民币)	FY18收入	调整后净利润率	净利润	PEG	持股	估值
YY Live	10,525	27%	2,842	1x PEG	100%	39,784
虎牙			参考斗鱼估值		85%	7,016
总计	10,525		2,842		-	46,799
(+) 净现金						10,038
股本价值						56,838
目标价 (美元)						141.2

资料来源：公司，招银国际预测

图 15: 细分板块估值比较

	股票代码	货币	股价	市值 (亿美元)	调整后净利润率 FY18E	PE		
						FY17	FY18	FY19
广告								
Facebook	FB US	USD	179.0	5,224	42%	25.5	24.6	19.7
Twitter	TWTR US	USD	20.8	154	13%	50.5	46.2	41.2
新浪	SINA US	USD	106.4	76	15%	36.5	25.5	19.7
微博	WB US	USD	115.7	253	37%	68.4	42.6	29.8
猎豹移动	CMCM US	USD	10.9	16	10%	27.3	18.6	13.3
平均					23%	41.6	31.5	24.7
直播								
陌陌	MOMO US	USD	31.2	62	27%	19.4	13.9	10.8
天鸽互动	1980 HK	HKD	6.3	10	35%	17.9	14.8	11.8
平均					31%	18.6	14.4	11.3
会员服务								
Match	MTCH US	USD	28.8	79	22%	36.0	26.1	22.2
平均					22%	36.0	26.1	22.2
游戏								
腾讯	700 HK	HKD	403.4	4,906	26%	50.1	38.5	29.9
网易	NTES US	USD	367.5	478	24%	23.8	20.4	17.3
金山软件	3888 HK	HKD	20.9	35	22%	19.4	13.8	11.0
IGG	799 HK	HKD	9.5	16	28%	9.1	7.4	6.9
畅游	CYOU US	USD	36.8	19	29%	14.6	10.9	10.6
平均					26%	23.4	18.2	15.1

资料来源：彭博

图 16: 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	Tecent	700 HK	HKD	403.4	491,265	6.8	8.9	11.4	50.1	38.5	29.9	30%	1.30
阿里巴巴	Alibaba	BABA US	USD	185.1	474,146	33.3	43.6	54.8	36.8	28.1	22.4	28%	0.99
百度	Baidu	BIDU US	USD	239.3	82,757	56.2	60.9	78.4	28.2	26.0	20.2	18%	1.43
Facebook	Facebook	FB US	USD	179.0	522,398	7.0	7.3	9.1	25.5	24.6	19.7	14%	1.79
陌陌	Momo	MOMO US	USD	31.2	6,155	1.6	2.2	2.9	19.4	13.9	10.8	34%	0.41
新浪	Sina	SINA US	USD	106.4	7,609	2.9	4.2	5.4	36.5	25.5	19.7	36%	0.71
微博	Weibo	WB US	USD	115.7	25,303	1.7	2.7	3.9	68.4	42.6	29.8	52%	0.83
平均	Average								37.9	28.5	21.8		1.06

资料来源：彭博

风险因素：1) 生存类游戏直播监管风险；2) 新功能、新产品等后期推广不及预期；3) 直播营收集中度较高，新品补充效应待释放；4) 直播领域的主播争夺。

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	5,897	8,204	11,472	14,738	17,709
直播	4,540	7,027	10,623	14,026	17,087
游戏	772	634	520	427	350
会员	291	285	199	169	156
其他	294	258	129	116	116
销售成本	(3,580)	(5,103)	(6,990)	(8,926)	(10,678)
毛利	2,318	3,101	4,482	5,813	7,031
销售费用	(313)	(387)	(761)	(967)	(1,139)
行政费用	(358)	(482)	(470)	(593)	(700)
研发费用	(549)	(675)	(717)	(900)	(1,060)
其他	65	239	125	-	-
经营利润	1,162	1,795	2,659	3,352	4,131
利息收入	138	67	83	71	73
其他收入	(137)	(78)	(27)	1	1
税前利润	1,163	1,784	2,715	3,424	4,205
所得税	(178)	(281)	(353)	(445)	(547)
非控制股东权益	49	21	21	7	5
净利润	1,033	1,524	2,383	2,986	3,663
调整后净利润	1,219	1,681	2,483	3,101	3,802

来源: 公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	3,698	3,815	2,126	2,126	2,126
物业、厂房及设备	843	839	925	925	925
长期投资	568	919	919	919	919
无形资产	146	59	59	59	59
其他	2,141	1,999	224	224	224
流动资产	3,630	5,970	7,597	10,598	14,276
现金及现金等价物	929	1,580	3,845	6,770	10,344
定期存款	2,299	3,754	3,191	3,268	3,372
应收账款	132	170	190	190	190
预付款项	148	225	225	225	225
其他	122	243	146	146	146
流动负债	1,384	4,690	2,179	2,179	2,179
借债	-	-	-	-	-
应付账款	130	137	137	137	137
应付税项	107	141	141	141	141
预提支出及其它负债	682	1,066	1,323	1,323	1,323
其他应付款项	465	3,347	578	578	578
非流动负债	2,635	34	64	80	94
可转债	2,597	-	-	-	-
其他	38	34	64	80	94
净资产总值	3,309	5,062	7,480	10,466	14,129
股东权益	3,301	5,056	7,474	10,460	14,123
少数股东权益	8	6	6	6	6

来源: 公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	998	1,512	2,383	2,986	3,663
折旧和摊销	186	275	214	241	273
营运资金变动	376	476	(20)	-	-
税务开支	(185)	(255)	(353)	(445)	(547)
其他	460	414	453	561	686
经营活动所得现金净额	1,836	2,421	2,677	3,343	4,076
购置固定资产、无形资产及土地	(271)	(232)	(325)	(418)	(502)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(790)	(1,551)	(86)	-	-
投资活动所得现金净额	(1,061)	(1,783)	(411)	(418)	(502)
长期负债变化	(337)	11	-	-	-
购买普通股的付款	0	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(337)	11	-	-	-
现金增加净额	454	651	2,265	2,925	3,574
年初现金及现金等价物	475	929	1,580	3,845	6,770
汇兑	16	2	-	-	-
年末现金及现金等价物	929	1,580	3,845	6,770	10,344
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表中的现金	929	1,580	3,845	6,770	10,344

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
直播	77.0	85.7	92.6	95.2	96.5
游戏	13.1	7.7	4.5	2.9	2.0
会员	4.9	3.5	1.7	1.2	0.9
其他	5.0	3.1	1.1	0.8	0.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	60.3	39.1	39.8	28.5	20.2
毛利	26.7	33.8	44.5	29.7	21.0
经营利润	7.7	54.5	48.1	26.1	23.2
净利润	(2.9)	47.5	56.4	25.3	22.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	39.3	37.8	39.1	39.4	39.7
税前利率	19.7	21.7	23.7	23.2	23.7
净利润率	17.5	18.6	20.8	20.3	20.7
调整后净利润率	20.7	20.5	21.6	21.0	21.5
有效税率	(15)	(16)	(13)	(13)	(13)
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.6	1.3	3.5	4.9	6.6
平均应收账款周转天数	8.2	7.5	6.0	4.7	3.9
平均应付账款周转天数	13.2	9.8	7.2	5.6	4.7
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	32.3	36.4	38.0	33.3	29.8
资产回报率	14.6	17.8	24.4	26.6	25.2
每股数据					
每ADS盈利(人民币)	21.2	27.6	40.8	51.0	62.5
每ADS股息(人民币)	-	-	-	-	-
每ADS账面值(人民币)	54.4	83.2	123.0	172.1	232.4

来源: 公司及招银国际研究部预测

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。