



腾讯音乐(TME)美国招股上市

平安证券有限公司
证券研究院

腾讯音乐(TME)

新股上市

目标招股价US\$13.0-15.0, 预计12月11日定价, 12月12日挂牌

前次评级

不适用

公司介绍

腾讯音乐是中国最大的在线音乐娱乐平台, 截至2018年第3季度的月活跃用户人数超过8亿。根据市场调研公司报告, 中国用户人数最高的四个在线音乐产品—QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全民K歌—全部都是腾讯音乐旗下的产品。

腾讯音乐把收入分类为两个项目: 在线音乐服务和社交娱乐服务及其他。在线音乐服务收入来源包括订阅费、出售数字音乐、转授音乐内容使用许可给其他第三方平台、广告费和提供其他音乐相关产品。2018年1-9月, 在线音乐服务收入同比增加91.1%, 主要由于付费用户人数增加及除订阅费之外的其他收入上升。社交娱乐服务及其他收入来源包括直播、在线KTV、出售音乐相关商品及其服务。2018年1-9月, 社交娱乐服务及其他收入同比增加80.8%, 主要由于付费用户人数增加及每用户平均月收入上升。

腾讯(700.HK)是腾讯音乐的主要股东, 将继续拥有上市后的腾讯音乐57.6%股权, 以及透过持有腾讯音乐B股拥有61.5%股东投票权。

公司强项

腾讯音乐相信他们拥有以下的优势, 能够巩固行业领先地位:

- 中国最大的在线音乐平台
- 创造高投入度, 社交和有趣的用户体验的优秀产品
- 中国最大的音乐库, 与内容伙伴之间有着坚固的关系
- 大量数据和行业领先技术
- 与母公司腾讯的强大协同效应
- 具有开拓精神及远见的管理团队

竞争格局

腾讯音乐的主要竞争对手是网易云音乐及其他中国在线音乐平台。腾讯音乐拥有中国用户人数最高的四个在线音乐产品, 在市场占有率上具有优势。未来的增长潜力依赖中国在线音乐娱乐市场的整体增长。

中国保持稳定而且较其他主要经济体快速的GDP增长, 民众可支配收入年年上升, 为娱乐消费行业的发展提供绝佳的土壤。据市场调研机构艾瑞的预测, 中国在线音乐类型泛娱乐市场总收入将从2017年的330亿元人民币增长到2023年的2,152亿元人民币, 复合年增长率36.7%。

财务数据

2016年、2017年和2018年9月止9个月, 腾讯音乐的收入分别为43.6亿元人民币、109.8亿元人民币和135.9亿元人民币, 2017年和2018年9月止9个月的同比增速为151.8%和83.7%。2016年-2018年9月的收入增速比成本增速快, 推动盈利率上升。2016年、2017年和2018年9月止9个月, 净利润分别为0.85亿元人民币、13.2亿元人民币和27.1亿元人民币, 盈利率分别为1.9%、12.0%和19.9%。

估值

风险提示: 1) 宏观风险, 2) 新经济行业风险, 3) 竞争风险, 4) 法律风险。



腾讯音乐于今年10月2日向美国证券交易委员会提交招股上市文件，并在12月3日正式申请上市。腾讯音乐计划公开发售8,200万股美国存托股份，另有15%超额配股权，目标招股价是US\$13.0-15.0，预计于(美国时间)12月11日定价及于(美国时间)12月12日挂牌。

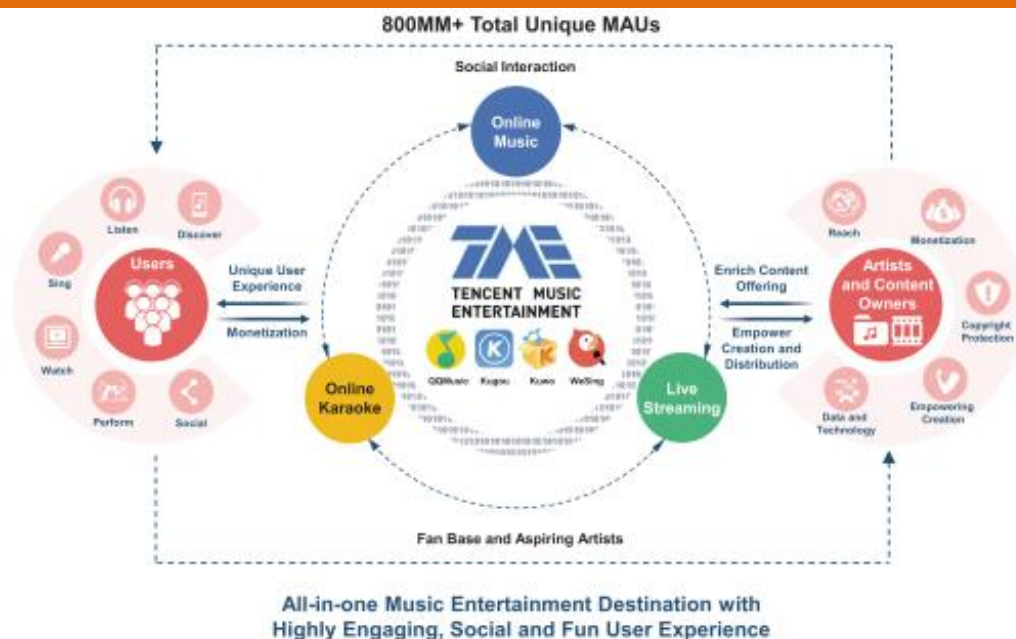
这次招股公开发售的股数占已发行总股数的5.0%(如果承销商行使超额配股权，总公开发售股数占已发行总股数将会增加至5.7%)，新发行股票和股东配售各占公开发售的一半。按目标招股价计算，腾讯音乐上市后估值为213-247亿美元，公开发售股票总值10.7-12.3亿美元(若计入超额配股权，最高总值为14.1亿美元)。以公开发售股票总值计算，腾讯音乐将会是美国市场今年第三大的中概股IPO(第一是3月的爱奇艺(IQ.US)，23亿美元；第二是7月的拼多多(PDD.US)，16亿美元)。

公司介绍

业务模式

腾讯音乐是中国最大的在线音乐娱乐平台，提供包括在线音乐、在线卡拉OK、以音乐为中心的直播及社交互动服务，截至2018年第3季度的月活跃用户人数超过8亿。根据市场调研公司报告，中国用户人数最高的四个在线音乐产品—QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全民K歌—全部都是腾讯音乐旗下的产品。

图1：业务模式



资料来源：腾讯音乐上市文件

腾讯音乐的音乐娱乐平台有以下特色：

- 用户群：腾讯音乐有超过8亿月活跃用户，而且用户参与度很高，每位日活跃用户在腾讯音乐的平台平均每日消遣超过70分钟。
- 产品：腾讯音乐将各种不同的音乐服务完全整合到一个平台之上，使用户能够无缝地收听音乐、唱歌、观看音乐视频和直播音乐表演。
- 内容：腾讯音乐拥有中国市场上最全面的录制和直播音乐内容库，储存了国内国外200多家唱片公司的2,000余万首歌曲，其中概有音频格式和也有视



频格式。腾讯音乐还提供一系列广泛的视频内容，例如音乐视频、演唱会和音乐秀等。此外，数以亿计的用户已在腾讯音乐的平台上共享了他们自己的演唱、短视频、音乐表演直播、评论和音乐相关文章。

- **数据和技术：**庞大的用户基础和参与度带来了大量数据，而腾讯音乐就利用这些数据开发具创意的产品，以迎合用户偏好和增强用户体验。同时，腾讯音乐已经开发出了能够监控和保护音乐版权的技术，让歌手和内容合作伙伴能够推广自己的音乐和保护其创作。
- **商业化：**主要收入模式包括订阅费、出售数字音乐、虚拟礼品和付费用户会员费。这些模式与产品和服务无缝整合在一起，对内容、技术和产品的长期投资形成了支持，得以吸引更多的内容创作者。

创新技术

腾讯音乐的业务建基于科技应用，致力优化用户体验，保护伙伴的知识产权和保证业务合乎相关法律规定。腾讯音乐的搜索引擎能够从数据库内海量的音频中为用户找出合适作品，声纹技术能够找出其他平台上的盗版内容，监控系统能够过滤不雅及违法内容。截至2018年9月，腾讯音乐有2,559名全职员工，当中1,617人是研发人员，间接证明腾讯音乐是依赖技术作为发展动力的创新型企业。

收入分析

腾讯音乐把收入分类为两个项目：在线音乐服务和社交娱乐服务及其他(见图2)。

- 在线音乐服务收入来源包括订阅费、出售数字音乐、转授音乐内容使用许可给其他第三方平台、广告费和提供其他音乐相关产品。在2016年全年，2017年全年及2018年1-9月，订阅费分别占在线音乐服务收入的60%，58%和45%。2018年1-9月，在线音乐服务收入同比增加91.1%，主要由于付费用户人数增加(见图3)及除订阅费之外的其他收入上升。
- 社交娱乐服务及其他收入来源包括直播、在线KTV、出售音乐相关商品及其服务。2018年1-9月，社交娱乐服务及其他收入同比增加80.8%，主要由于付费用户人数增加(见图3)及每用户平均月收入上升。

图2：收入

	2016年 第4季度	2017年 第1季度	2017年 第2季度	2017年 第3季度	2017年 第4季度	2018年 第1季度	2018年 第2季度	2018年 第3季度
收入								
在线音乐服务	749	719	645	737	1,048	1,254	1,299	1,463
社交娱乐服务及其他	1,252	1,386	1,735	2,173	2,538	2,862	3,204	3,506
总收入	2,001	2,105	2,380	2,910	3,586	4,116	4,503	4,969

资料来源：腾讯音乐上市文件



2018年12月5日(星期三)

图3: 用户数据

(单位: 百万人)	2016年 第4季度	2017年 第1季度	2017年 第2季度	2017年 第3季度	2017年 第4季度	2018年 第1季度	2018年 第2季度	2018年 第3季度
活跃月用户人数								
在线音乐服务	589	607	606	609	603	625	644	655
社交娱乐服务及其他	151	180	200	214	209	224	228	225
付费用户人数								
在线音乐服务	13.5	15.3	16.6	18.3	19.4	22.3	23.3	24.9
社交娱乐服务及其他	4.2	6.2	7.1	8.0	8.3	9.6	9.5	9.9
付费率								
在线音乐服务	2.3%	2.5%	2.7%	3.0%	3.2%	3.6%	3.6%	3.8%
社交娱乐服务及其他	2.8%	3.5%	3.5%	3.7%	4.0%	4.3%	4.2%	4.4%
每用户平均月收入(人民币)								
在线音乐服务*	9.3	9.5	8.7	8.5	8.7	8.4	8.7	8.5
社交娱乐服务及其他	99.0	74.5	81.6	90.8	101.9	99.5	111.8	118.5

*在线音乐服务每用户平均月收入只计算订阅费收入

资料来源: 腾讯音乐上市文件

筹集资金用途

根据招股书, 公司计划将筹集到的资金将作以下用途:

- 约40%的资金将用于优化音乐产品种类、质素和数量的投资
- 约30%的资金将用于产品和服务开发
- 约15%的资金将用于销售及营销, 包括品牌推广及庄大付费用户基础
- 约15%的资金将用于策略性投资、收购及一般企业用途

主要股东

腾讯(700.HK)是腾讯音乐的主要股东, 将继续拥有上市后的腾讯音乐57.6%股权, 以及透过持有腾讯音乐B股拥有61.5%股东投票权。值得投资者注意的是, 腾讯在12月3日刊发公告, 表示计划把部份从腾讯音乐上市保证配额所获得的美国存托股份分派给合资格的腾讯股东, 相关的美国存托股份总共2,281,800股(占腾讯音乐上市后总股数0.14%)。于2017年12月, 腾讯音乐与欧美最大在线音乐平台Spotify互换股份, 腾讯音乐向Spotify发行9%股权(在IPO后将稀释为8.6%), 同时Spotify向腾讯和腾讯音乐发行总共7.5%股权。于2018年10月, 腾讯音乐向华纳音乐及索尼音乐的子公司WMG China发行了2.1%股权。

图4: 上市后股权分布

	持有股票数目	相等美国存托股份数目	占上市后总股数 (超额配股权未被使用前)
腾讯	1,882,068,223	941,034,112	57.6%
Spotify	282,830,698	141,415,349	8.6%
WMG China	68,131,015	34,065,508	2.1%
其他股东	873,520,150	436,760,075	26.7%
IPO投资者	164,000,000	82,000,000	5.0%
上市后总股数	3,270,550,086	1,635,275,043	100.0%
超额配股权	24,600,000	12,300,000	
总股数	3,295,150,086	1,647,575,043	

资料来源: 腾讯音乐上市文件



2018年12月5日（星期三）

公司强项

腾讯音乐相信他们拥有以下的优势，能够巩固行业领先地位：

- 中国最大的在线音乐平台
拥有中国用户人数最高的四个在线音乐产品—QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全民K歌，截至2018年第3季度的月活跃用户人数超过8亿。
- 创造高投入度，社交和有趣的用户体验的优秀产品
提供一系列音乐娱乐产品，使用户能互动地发现、听、唱、看、表演及分享。
- 中国最大的音乐库，与内容伙伴之间有着坚固的关系
获授权使用国内国外200多家唱片公司的2,000余万首歌曲。唱片公司包括索尼音乐娱乐、环球唱片、华纳音乐、英皇娱乐及中国唱片。
- 大量数据和行业领先技术
利用人工智能技术，过百种自研音频设置，音乐辨认技术去优化用户体验。
- 与母公司腾讯的强大协同效应
腾讯是中国领先的在线服务供货商，提供包括通讯、社交、游戏、广告、手机支付等多种服务。腾讯音乐享有能够接触超过10亿位微信用户的独特优势。
- 具有开拓精神及远见的管理团队
管理团队拥有丰富经验和行业知识，是中国在线音乐娱乐行业的先行者，带领产品创新，版权保障及建立庞大的音乐库。



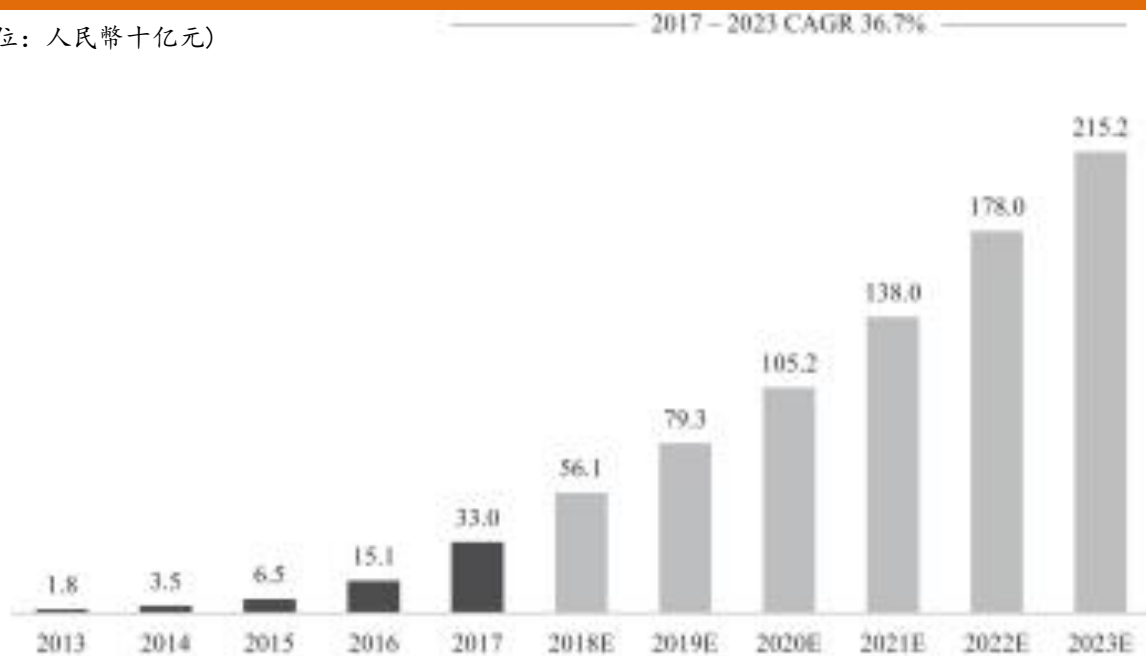
竞争格局

腾讯音乐的主要竞争对手是网易云音乐及其他中国在线音乐平台。腾讯音乐拥有中国用户人数最高的四个在线音乐产品(QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全民K歌)，在市场占有率上具有优势。未来的增长潜力依赖中国在线音乐娱乐市场的整体增长。

中国保持稳定而且较其他主要经济体快速的GDP增长，民众可支配收入年年上升，为娱乐消费行业的发展提供绝佳的土壤。据市场调研机构艾瑞的预测，中国在线音乐类型泛娱乐市场总收入将从2017年的330亿元人民币增长到2023年的2,152亿元人民币，复合年增长率36.7%(见图5)。在线音乐类型泛娱乐主要是指在线音乐服务，在线KTV，以音乐为主题的直播，音乐相关的在线广告，还有在线音乐版权营运。

图5：中国在线音乐类型泛娱乐市场总收入

(单位：人民币十亿元)



资料来源：腾讯音乐上市文件

据艾瑞预测，中国在线音乐服务市场总收入将会从2017年的44亿人民币增长到2023年的367亿元人民币，复合年增长率42.7%(见图6)，增长动力主要来自付费用户比率上升。据估计，2017年只有3.7%用户付费享用在线音乐服务，而这一比率有机会提速上升，于2023年达到28.7%(见图7)。



图6: 中国在线音乐服务市场总收入

(单位: 人民币十亿元)



资料来源: 腾讯音乐上市文件

图7: 中国付费用户比率



在线KTV及以音乐为主题的直播(见图8), 其他在线媒体音乐分发(见图9)和在线音乐版权营运(见图10)的总收入预计将会从2017年的220亿元人民币, 45亿元人民币和22亿元人民币, 增长至2023年的1,305亿元人民币, 343亿元人民币和137亿元人民币, 复合年增长率分别为34.6%, 40.4%和36.1%。

图8: 中国在线KTV及以音乐为主题的直播市场总收入

(单位: 人民币十亿元)



图9: 中国其他在线媒体音乐分发市场总收入

(单位: 人民币十亿元)



图10: 中国在线音乐版权营运市场总收入

(单位: 人民币十亿元)



资料来源: 腾讯音乐上市文件



2018年12月5日(星期三)

财务数据

2016年、2017年和2018年9月止9个月，腾讯音乐的收入分别为43.6亿元人民币、109.8亿元人民币和135.9亿元人民币，2017年和2018年9月止9个月的同比增速为151.8%和83.7%。

2016年-2018年9月的收入增速比成本增速快，推动盈利率上升。2016年、2017年和2018年9月止9个月，净利润分别为0.85亿元人民币、13.2亿元人民币和27.1亿元人民币，盈利率分别为1.9%、12.0%和19.9%。

图11：综合损益表

	For the Year Ended December 31,					For the Nine Months Ended September 30,				
	2016		2017			2017		2018		
	RMB	%	RMB	US\$	%	RMB	%	RMB	US\$	%
	(in millions, except for percentages)									
Revenues										
Online music services	2,144	49.2	3,149	459	28.7	2,101	28.4	4,016	585	29.6
Social entertainment services and others	2,217	50.8	7,832	1,140	71.3	5,294	71.6	9,572	1,394	70.4
Total revenues	4,361	100.0	10,981	1,599	100.0	7,395	100.0	13,588	1,978	100.0
Cost of revenues(1)	(3,129)	(71.7)	(7,171)	(1,044)	(65.3)	(4,979)	(67.3)	(8,147)	(1,186)	(60.0)
Gross profit	1,232	28.3	3,810	555	34.7	2,416	32.7	5,441	792	40.0
Operating expenses										
Selling and marketing expenses(1)	(365)	(8.3)	(913)	(133)	(8.3)	(555)	(7.5)	(1,172)	(171)	(8.6)
General and administrative expenses(1)	(783)	(18.0)	(1,521)	(221)	(13.9)	(1,024)	(13.9)	(1,448)	(211)	(10.7)
Total operating expenses	(1,148)	(26.3)	(2,434)	(354)	(22.2)	(1,579)	(21.4)	(2,620)	(381)	(19.3)
Interest income	32	0.7	93	14	0.9	69	0.9	182	26	1.3
Other (losses) gains, net	(13)	(0.3)	124	18	1.1	37	0.5	6	1	0.0
Operating profit	103	2.4	1,593	232	14.5	943	12.8	3,009	438	22.1
Share of net profit (loss) of investments accounted for using equity method	11	0.2	4	1	0.0	7	0.1	(11)	(2)	(0.1)
Fair value change on liabilities of puttable shares	—	—	—	—	—	—	—	(26)	(4)	(0.2)
Profit before income tax	114	2.6	1,597	233	14.5	950	12.8	2,972	433	21.9
Income tax expenses	(29)	(0.7)	(278)	(40)	(2.5)	(165)	(2.2)	(265)	(39)	(2.0)
Profit for the year/period	85	1.9	1,319	192	12.0	785	10.6	2,707	394	19.9

资料来源：腾讯音乐上市文件

图12：综合财务状况数据

	As of January 1,		As of December 31,				As of September 30,	
	2016		2016		2017		2018	
	RMB	US\$	RMB	US\$	RMB	US\$	RMB	US\$
	(in millions)							
Summary Consolidated Balance Sheet Data:								
Cash and cash equivalents	—		3,071	5,174	753	11,529	1,679	
Short-term investments	—		261	—	—	—	—	
Total current assets	437		4,997	7,467	1,087	15,408	2,243	
Non-current assets	282		18,538	22,533	3,281	24,287	3,536	
Total assets	719		23,535	30,000	4,368	39,695	5,780	
Current liabilities	263		2,523	3,527	514	5,173	753	
Non-current liabilities	—		378	325	47	399	58	
Total liabilities	263		2,901	3,852	561	5,572	811	
Equity attributable to equity holders of the company	456		20,625	26,141	3,806	34,079	4,962	

资料来源：腾讯音乐上市文件



图13: 综合现金流量数据

	For the Year Ended December 31,			For the Nine Months Ended September 30,		
	2016	2017		2017	2018	
	RMB	RMB	US\$	RMB	RMB	US\$
	(in millions)					
Summary Consolidated Cash Flow Data:						
Net cash provided by operating activities	873	2,500	364	2,753	3,700	539
Net cash provided by/(used in) investing activities	496	(483)	(70)	(731)	(240)	(35)
Net cash provided by financing activities	1,712	99	14	98	2,855	416
Net increase in cash and cash equivalents	3,081	2,116	308	2,120	6,315	919
Cash and cash equivalents at beginning of the year/period	—	3,071	447	3,071	5,174	753
Exchange (losses)/gains on cash and cash equivalents	(10)	(13)	(2)	(7)	40	6
Cash and cash equivalents at end of the year/period	3,071	5,174	753	5,184	11,529	1,679

资料来源: 腾讯音乐上市文件

估值

下图 14 比较了腾讯音乐以及外国同业企业的估值情况。我们认为投资者需要注意两个特点。

- 无论在中国, 香港, 美国抑或其他市场上, 暂时没有同类型的中国上市企业, 加上腾讯音乐在中国的在线音乐娱乐行业有主导性的领导地位, 市场对外国企业的估值标准和方式可能不适用于腾讯音乐。图 14 的数据仅供参考。
- 腾讯音乐和 Spotify 两家企业的主营业务相似, 各自在不同国家提供服务。Spotify 在全球有 1.91 亿位月活跃用户, 少于腾讯音乐的超过 8 亿位月活跃用户。但 Spotify 有 8,700 万位付费用户, 付费用户比率接近 46%, 而腾讯音乐的付费用户比率不足 5%, 有很大增长空间。另外, 腾讯音乐和 Spotify 两家企业在双方上市前 (Spotify 在 2018 年 4 月于美国上市) 互换股份, 腾讯音乐持有 Spotify 2.5% 的股权, 市值约 6 亿美元。Spotify 的股价表现有机会对腾讯音乐将来的股价产生影响。

图15: Spotify 上市后股价

	股票代码	上市地	股价	市值 (亿美元)	市盈率 P/E		盈利增长 预期*	市销率 P/S		销售增长 预期*
					17年	18年预期*		17年	18年预期*	
在线音乐娱乐企业										
腾讯音乐(定价上限)	TME.US	美国	US\$ 15.00	247.1	128.7x	不适用	244.8% **	15.5x	不适用	149.7% **
腾讯音乐(定价下限)	TME.US	美国	US\$ 13.00	214.2	111.6x	不适用	244.8% **	13.4x	不适用	149.7% **
Spotify	SPOT.US	美国	US\$ 134.50	243.6	亏损	亏损	不适用	5.3x	4.1x	28.8%
Pandora Media	P.US	美国	US\$ 8.57	23.1	亏损	亏损	22.4%	1.6x	1.5x	6.7%
2018 年在美国上市的中国在线服务企业										
爱奇艺	IQ.US	美国	US\$ 19.58	141.7	亏损	亏损	不适用	5.6x	4.0x	41.6%
拼多多	PDD.US	美国	US\$ 23.32	258.3	亏损	亏损	不适用	101.6x	16.5x	515.3%
哔哩哔哩	BILI.US	美国	US\$ 14.33	39.9	亏损	亏损	不适用	11.1x	6.8x	64.1%
腾讯系企业										
腾讯控股	700.HK	香港	HK\$ 321.00	3,912.5	44.5x	33.9x	20.2%	11.3x	8.6x	31.9%
阅文集团	772.HK	香港	HK\$ 42.70	55.9	93.8x	37.7x	34.6%	9.4x	7.7x	21.5%

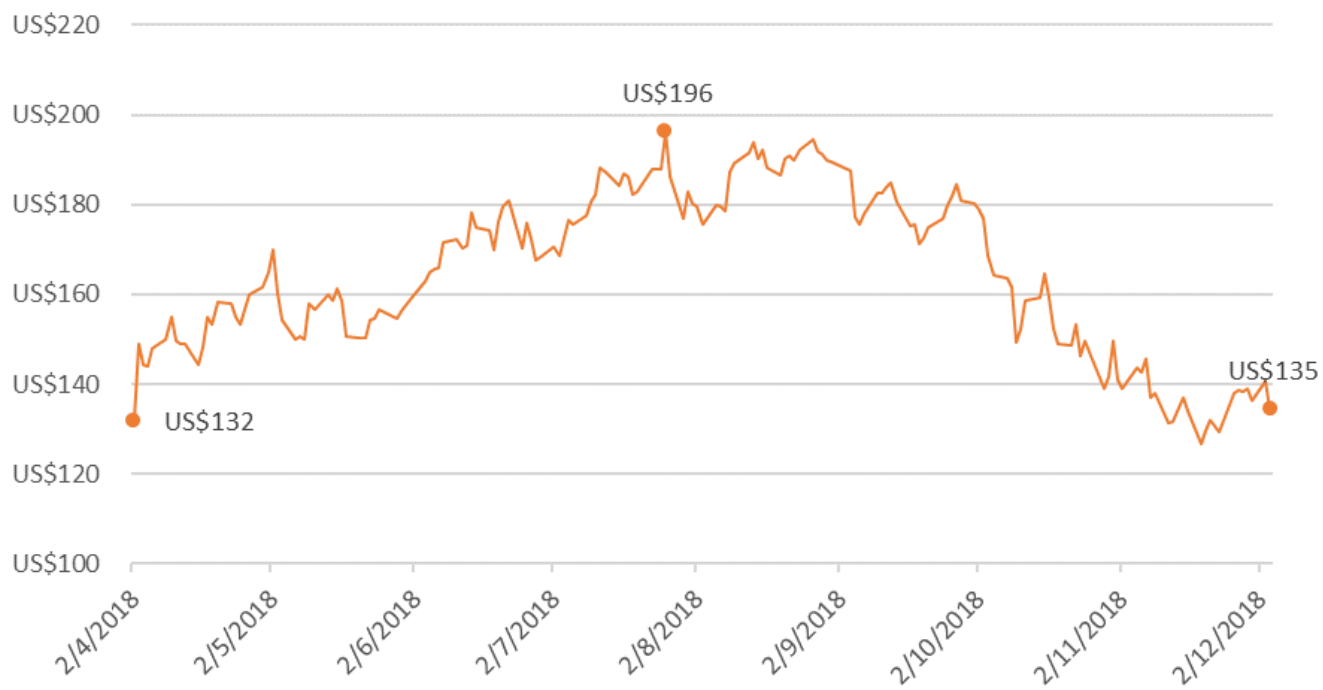
* 彭博市场一致预期

** 腾讯音乐 2018 年 1-9 月同比增长; 历史数据

资料来源: 彭博



图15: Spotify 上市后股价



资料来源: 彭博

风险

市场风险

- 1) 宏观风险：业务受到中国经济状况影响，如果中国经济及市场状况不乐观，可能对业务、财务状况及经营业绩产生不利影响。
- 2) 新经济行业风险：新经济行业经历了快速成长，对中国经济做出了显著贡献，未来该领域是否能够持续增长仍有不确定性，如果增长不达预期，将会影响业务、财务状况及经营业绩。
- 3) 竞争风险：中国的在线服务行业竞争激烈，如果公司未能有效竞争，将对业务、财务状况及经营业绩产生不利影响。
- 4) 法律风险。



2018年12月5日（星期三）

免责声明

本报告由平安证券有限公司（“平安证券”）提供并仅供参考。本报告的信息来源于平安证券认为可靠的公开资料，但我们对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。平安证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。平安证券、其关联机构、其集团成员及其雇员（“平安集团”）对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资涉及风险。敬请投资者注意，证券及投资的价值可升亦可跌，过往的表现不一定可以预示日后的表现。海外投资附带一般与本港市场投资并不相关的其他风险，包括（但不限于）汇率、外国法例及规例出现不利变动。本文件并非，亦无意总览本文件所述证券或投资牵涉的任何或所有风险。于作出任何投资决定前，敬请投资者细阅及了解有关该等证券或投资的所有发售文件，以及其中所载的风险披露声明及风险警告。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

平安集团之财务权益及商务关系

平安集团有可能拥有与报告中论述的上市法团有关的财务权益，亦有可能为或将会为本报告所述任何证券进行庄家活动。平安集团随时有可能担任或曾担任本报告中所述的上市法团的高级人员，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归平安证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

平安证券现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。平安证券目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。平安证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，平安证券的产品及服务并不向美国人提供。本文件不得分发给美国、加拿大、澳洲或任何其他分发本文件属非法行的管辖区。所有未经授权复制或使用本文件的行为均属使用者的责任，并可能引致法律诉讼。

分析员声明及权益披露

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析员在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析员个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；(iii)分析员及其有联系者并无持有与报告中论述的上市法团有关的财务权益；(iv)分析员及其有联系者并无于报告中论述的上市法团担任高级人员。

香港

平安证券有限公司
香港中环添美道1号中信大厦18楼
电话：+85225228197
传真：+85228400745
电子邮件：cs@pingansec.com.hk
网址：<http://www.pingansec.com.hk>