

公司纪要

金山软件 3888 HK

老树换新颜 枯木更逢春

- **网络安全**：公司移动端安全软件用户数量增长飞速。截止2014年6月，全球移动端月度活跃用户超过2.84亿，预计至今年年底活跃用户数可以达到4亿。按公司目前的移动用户数量，估计其商业化空间可以达到10亿元人民币，为13年移动端收入的12倍
- **办公软件**：网络信息安全与正版版权保障促进国产软件行业蓬勃发展，WPS Office受益高速增长。估计政府机构和国有企业办公软件市场规模可以达到150亿元人民币，发展空间巨大
- **网络游戏**：客户端网游平稳增长，移动游戏储备充分，计划下半年发行2-4款手游产品，手游业务值得期待

网络安全：在拥有了庞大的用户量之后，金山软件加紧商业化的步伐。其根据不同软件的特点，采用了两种不同的“导流量”的方法。公司通过新模式取得骄人成绩：公司在2014年二季度移动端的收入占比已经达到了20%，同比增长超过1100%，并且可以预见的是，其未来的增长空间仍然很大。我们以与猎豹业务和商业模式最为相近的奇虎360作对比，2013年奇虎360的移动端用户约4.6亿，移动收入2.52亿美元（~15.5亿人民币）；目前猎豹移动端用户数量超过2.8亿，倘若假设两款软件的用户使用频率、APP发布数量相近，则猎豹在移动端上的收入至少应该有10亿人民币，为13年移动端收入的12倍。

办公软件：2013年8月国务院办公厅发布了一项关于政府机构使用正版软件的管理办法，以改善国内对知识产权的保障。而这一政策也为WPS的发展提供了有利契机。

网络游戏：金山目前储备了12款游戏，预计今年下半年将发布2-4款，包括《神之遗迹》、《三国战神》等。考虑到西山居良好的游戏研发能力，以及猎豹移动、小米和腾讯在移动端上庞大的分发渠道，金山的手游业务非常值得期待。

研究团队

(852) 2533 3700
research@sbichinacapital.com

股票代码 (3888 HK)

评级	未评级
价格 (港币)	20.2
目标价 (港币)	n.a.
12个月内股价波动 (港币)	16.98-33.5
市值 (港币 百万)	23,921.7
每日成交额 (HK\$m)	227.5
流通比例 (%)	51.4
数据来源: Bloomberg	

公司背景

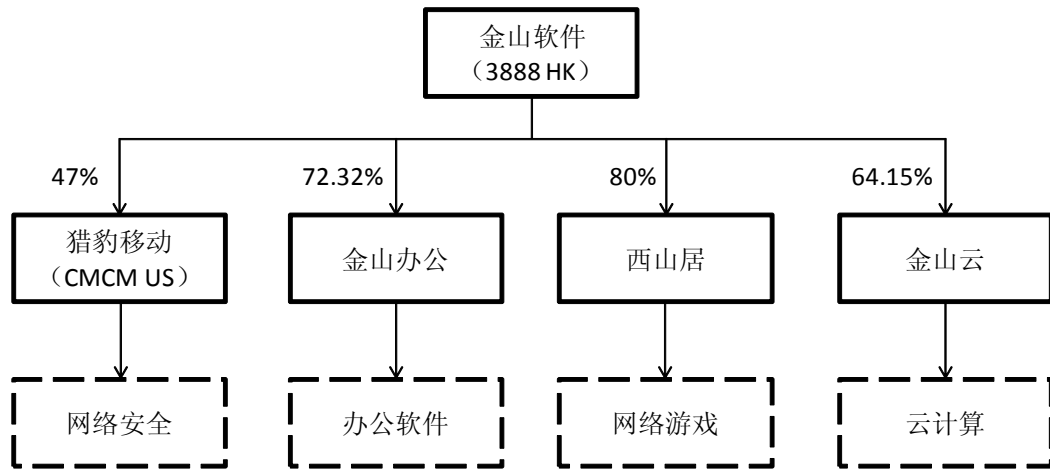
金山软件(3888 HK)是一家老牌的计算机软件及服务提供商。自 1988 年成立发展至今 26 载，经历过飞黄腾达的 90、00 年代：1989 年与微软 Office 同年发布第一款中文办公软件《WPS 1.0》；1997 年上线了中国第一款自主研发的武侠类 RPG 游戏《剑侠情缘》；2000 年《金山毒霸》上线，三个月内跻身安全领域前三甲。但另一方面，公司也陷入过泥潭困境：08、09 年兴起的一批互联网安全公司，如奇虎 360 等，以全免费的方式提供网络安全服务，使得靠卖软件作为主要盈利模式的金山业绩逐年下滑，辗转反侧下，最终被迫在 2010 年宣布加入免费的队伍，进行痛苦的转型。

过去两年是公司转型的关键阶段。在雷军、张宏江等管理团队的带领下，金山从一家靠卖软件赚钱的软件公司，转变成了一家以流量为导向、借助网络广告和游戏分销实现货币化的互联网和移动互联网公司。目前金山的业务线主要分成四块：网络安全、办公软件、网络游戏和云计算，分别由旗下四家控股子公司：猎豹移动(CMCM US ,47%)、金山办公(72.32%)、西山居(80%)和金山云(64.15%)做具体运营(图 2)。2013 年金山软件总收入 21.73 亿元人民币，其中网络安全、办公软件和网络游戏的收入贡献分别为 35%、50%、14%，而金山云暂时没有产生收入。

图1. 金山软件发展历程

时间	里程碑
1988	创始人求伯君在深圳珠海成立了金山电脑公司；
1989	《WPS 1.0》发布，与微软Office同年，为第一款中文办公软件；
1992	雷军加入金山；
1997	《剑侠情缘》发布，为中国第一款自主研发的RPG游戏； 《金山词霸1.0》和《WPS 97》发布；
1998	联想入股，金山重组；
2000	《金山毒霸》发布，三个月内跻身安全领域前三甲；
2001	WPS获国家科技进步奖，成为民族软件代表作；
2003	《剑侠情缘网络版》发布，进军网络游戏；
2005	《剑侠情缘网络版》风靡东南亚，席卷越南80%市场； 《WPS 2005》发布； 日本金山成立，进一步拓展国际市场；
2007	金山软件(3888 HK)在香港主板上市； IPO后雷军离开公司；
2009	历经六年研发，投资过亿的《剑侠情缘网络版叁》正式公测；
2010	金山安全收购可牛，傅盛加入金山； 雷军回归； 《金山杀毒》宣布永久免费；
2011	金山与腾讯达成战略合作协议，腾讯以8.92亿港元收购金山15.68%的股份； 求伯君退休，雷军接任董事长；
2012	金山向互联网全面转型，金山云独立子公司成立，正式进军云计算领域； 《猎豹浏览器》发布；
2013	雷军向腾讯购买2.5%股份，以14.89%成为单一最大股东，与求伯君、张璇龙绑定一致行动人，拥有27.9%投票权；
2014	猎豹移动(CMCM US)于美国纽交所上市。

图2. 金山软件业务结构



资料来源：软库中华

网络安全

网络安全是金山软件下面最具想象空间和发展潜力的一块业务。原来归并在子公司金山网络下运营，2014年金山网络独立上市后改名为猎豹移动，目前金山软件持有其47%的股份，腾讯也通过其子公司TCH Copper间接持有了15.7%。

猎豹移动，原金山网络，成立于2010年10月，由金山安全和可牛影像合并而成，继承了金山15年的安全技术积累和可牛影像的互联网基因。经过两年多的发展，已经成为了全球最大的移动工具开发商、中国第二大互联网及移动互联网安全公司，并致力于为全球用户提供快捷、简单、安全的互联网及移动上网体验。

公司旗下产品覆盖 Windows、Android、iOS 三大平台，其中移动端产品包括：猎豹清理大师 (Clean Master) 金山电池医生 (Battery Doctor) 猎豹安全浏览器手机版、CM Security、Photo Grid 等；PC 端产品包括：金山毒霸、猎豹安全浏览器等 (图3)。据 App Annie 6 月的数据统计，猎豹移动在 Google Play 全球非游戏类发行商排名中已经超越 Google 仅次于 Facebook，名列第二。在 Google Play 排名 TOP30 的非游戏移动应用中，公司占据四席，其中猎豹清理大师常年位于全球工具类应用第一的位置。截至 2014 年 6 月，公司全球移动用户安装总量达到 6.62 亿，全球移动端月度活跃用户超过 2.84 亿，且移动端 67% 的用户来自海外。

图3. 猎豹移动主要软件产品

猎豹清理大师



一款智能手机应用软件，可以用来清理手机上的应用缓存垃圾文件、残余程序文件以及应用程序安装包；还可以通过结束当前运行的进程来节省RAM空间、提高运行速度、延长电池使用时间；此外，软件还具有隐私安全保护功能，提供全面方案为用户打造一个干净的手机使用环境。2013年12月下载量（除去游戏类）排名Google Play第六名。

金山电池医生



一款永久免费的电池维护软件，能通过指导用户科学充电来养护电池、预测可用电量；还提供各种电量管理模式，轻松延长手机续航时间，让电量更持久，延长电池寿命一倍以上。就月活跃用户数而言，是中国排名第一的工具类移动应用软件。

猎豹安全浏览器



PC版2012年6月发布，手机版2013年6月发布，是一款主打安全与极速特性的浏览器，采用Trident和Webkit双渲染引擎，并整合金山自家的BIPS进行安全防护。该产品对Chrome的Webkit内核进行了超过100项的技术优化，使网页访问速度更快。其具有首创的智能切换引擎，动态选择内核匹配不同网页，并且支持HTML5新国际网页标准，是公司变现能力最强的产品之一。

新毒霸“悟空”



金山毒霸2012的升级版。该产品实现了“全平台、全引擎、全面网购保护”的新一代安全矩阵，延续了轻巧不卡机的特点，系统占用率低。

相格

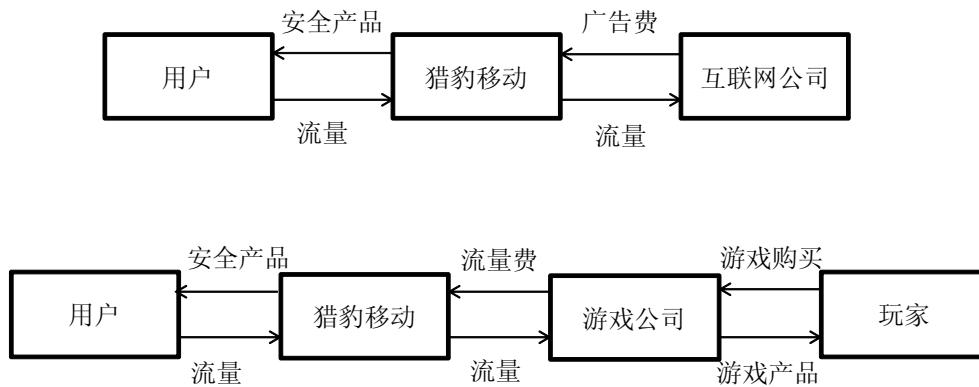


一款基于安卓平台的照片编辑软件，能将多张照片排版成一张，拥有2、3、4、6、9等五种相格模板样式，可以随机变化照片拼图，并且支持网格编辑功能，用户能轻松把相片发布到Facebook、Twitter等社交平台及邮件。该产品于2013年7月4日被猎豹移动收购

资料来源：虎嗅网、招股说明书

在拥有了庞大的用户量之后，公司也在加紧商业化的步伐。其根据不同软件的特点，采用了两种不同的“导流量”的方法。第一种是通过网址导航的方式，将自己软件上的用户“介绍”给其他互联网公司，然后按照CPA (Click per Action)、CPC (Click per Click) 记取广告费，主要适用PC端上的软件。公司目前通过这种模式获得的收入应该占总收入的80%左右。

图4. 猎豹移动商业模式



资料来源：软库中华

第二种方法是借助“超级 APP”上的庞大用户群开展游戏和其他 APP 的分发业务，类似微信和 360 安全卫士的模式，收入来源主要是用户在游戏内购买道具或者金币的分成，更多在移动端上应用。凭借此种模式，公司 2014 年二季度移动端的收入占比已经达到了 20%，同比增长超过 1100%，并且可以预见的是，其未来的增长空间仍然很大。我们以与猎豹业务和商业模式最为相近的奇虎 360 作对比，2013 年奇虎 360 的移动端用户约 4.6 亿，移动收入 2.52 亿美元（~15.5 亿人民币）；目前猎豹移动端用户数量超过 2.8 亿，倘若假设两款软件的用户使用频率、APP 发布数量相近，则猎豹在移动端上的收入至少应该有 10 亿人民币，为 13 年移动端收入的 12 倍。

此外，需要注意的是，猎豹目前的几款移动端产品已经打开了国际市场，在国际排名中稳居前列，猎豹清理大师更是常年第一。按照互联网行业中通行的马太效应，用户对软件产品的使用需求类似，会更多的选择排名靠前的产品，由此我们预计猎豹移动端用户的数量会急剧增长，继而带动业绩持续膨胀。事实上，猎豹今年二季度的海外移动用户已经较一季度增长了 5000 万，环比增长率达到 35.7%，按此速度，今年年末移动端用户总数达到 4 亿也不是没有可能。

估值上，截止 2014 年 9 月 16 日，猎豹移动总市值为 34 亿美元，以移动端的用户数计，折算每位移动用户的估值为 12 美元；而目前奇虎市值约 97 亿，单个用户的估值为 15 美元，存在 25% 的折让。不过存在折让的原因一定程度上是因为两家公司的商业化进程不完全相同，猎豹相当于两年前的奇虎，处于商业化初期，而奇虎已经处在业绩释放阶段，所以从市销率上看，猎豹 14 年的 PS 应该在 14 倍左右，奇虎只有 7 倍不到。

我们更看好猎豹移动的长期表现。 第一，猎豹移动比奇虎早两年进入国际市场，并已经站稳脚跟；奇虎虽然去年也推出了两款国际版产品，但毕竟已失去先机。按照猎豹 CEO 傅盛于 2013 年年底的演讲中所透露的，猎豹的海外移动用户数量是奇虎的 100 倍；第二，猎豹移动在圈内的朋友多、口碑好。腾讯和雷军系自不必说，都是猎豹和金山的大股东；而从收入结构上看，TAB 贡献了猎豹大部分的营收，也反映出互联网巨头对公司先期商业化的“照顾”；相比之下，奇虎则在先后弄出了 3Q 大战和 3B 大战，与腾讯、百度结怨，双双对簿公堂，最终却还败诉收场

第三,猎豹现任 CEO 傅盛原来也是奇虎的旧部,一手策划并推动了奇虎目前的一些主力产品,比如 360 安全卫士、360 安全浏览器等,可以为猎豹的发展带来不少先期经验。

办公软件

WPS Office 是金山自主研发的一款办公软件套装,可以实现办公软件最常用的文字、表格和演示等功能,具有内存占用低、运行速度快、体积小等优点,并且提供强大的插件平台支持、免费的在线存储空间以及文档模板,支持阅读和输出 PDF 文件,兼容微软 Office97-2010 的主要格式。

网络信息安全促进国产软件发展。2013 年 6 月,前美国 CIA 雇员将 PRISM 监听项目的绝密文档披露给了《卫报》和《华盛顿邮报》,一时引起了世界各国的广泛关注,提高了各国的国家信息安全意识。随即 2014 年 2 月,中国中央宣布成立网络安全和信息化领导小组,将网络安全提高到了国家战略层面,政策主要着眼于信息化时代的国家安全,但也间接帮助了国产软件的发展。2014 年 5 月政策开始明令禁止政府及重要行业采购微软的 win8 操作系统,也进一步的表明了中央的态度。

此外,2013 年 8 月国务院办公厅发布了一项关于政府机构使用正版软件的管理办法,以改善国内对知识产权的保障。而这一政策也为 WPS 的发展提供了有利契机,因为在价格上,正版 WPS Office 的政府采购价格仅为微软 Office 的五分之一。事实上,近期政府对 WPS 的采购量已经明显多于微软 Office。去年 6 月底,省政府总共采购了 50 多万套办公软件,其中近三分之二均为 WPS。

政府机构和国有企业的办公软件是一个巨大的市场。经统计,我国公务员和国有企业员工总共约 7700 万人,假设其中有一半的员工需要使用办公软件,按照 400 元每套的采购价格,市场规模就有 150 亿以上。金山 2013 年 WPS 的收入只有 3 亿不到,发展空间巨大。而自去年二季度起 WPS 的收入增速就已经开始加快,环比增长约 15%以上。

WPS 个人市场上,金山按照互联网的做法,采用了全免费的策略,商业模式也类似于上述猎豹移动第一种“导流量”的方法。目前 WPS 个人版仅仅做了初步的货币化尝试,仍然处于收集用户的阶段,而用户的增长速度非常快。根据我们的估计,14 年 WPS 的个人用户数量应该已经超过 1 亿人,其中 PC 端用户 6000 万,移动端约 4500 万,其在 Android 的应用排行榜上已经领先于微软及其他竞争对手,位居同类应用首位。

网络游戏

金山 1995 年成立西山居工作室，进入电脑游戏行业，至今已近 20 年，拥有独立的大型游戏研发和运营能力，期间推出的《剑侠情缘》系列曾风靡一时，直到现在《剑侠情缘网络版叁》仍然热力不减，贡献了公司游戏业务的大部分收入。为了顺应潮流，2012 年公司宣布从传统客户端游戏向移动游戏全面转型，并已取得初步成果。截止目前，金山旗下运营了超过 10 款大型 MMO 网络游戏、在研移动游戏 12 款，拥有超过 1.4 亿的注册用户数、逾 200 万的月付费用户，年收入约 11 亿人民币，在国内网络游戏开发商中名列前茅。

图5.金山软件网络游戏和移动游戏产品



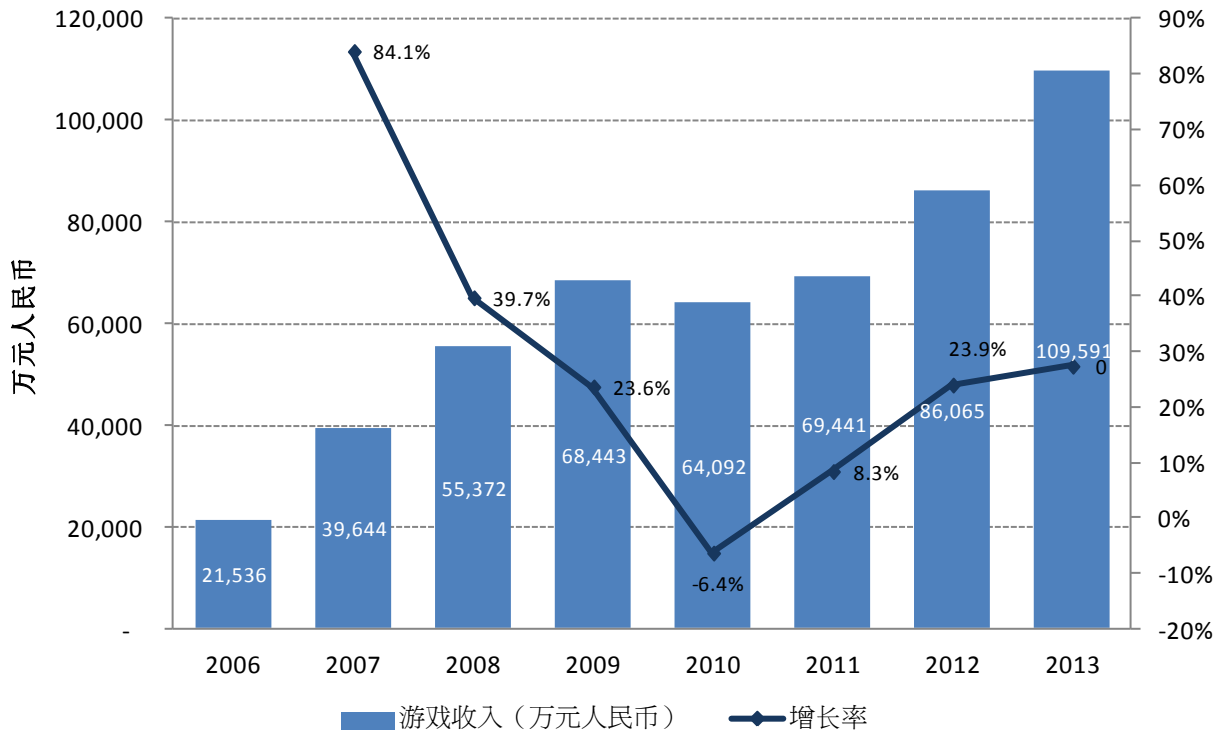
资料来源：公司网站、软库中华

从 2006-2013 年公司游戏业务的收入情况来看，07、08 年为高速增长阶段，10 年触底，12、13 年恢复到了年复 26% 左右的增长速度（图 6），高于行业平均，究其原因是由于游戏用户中的付费比例提高了。如下图 7 所示，12、13 年期间的最高同步用户人数和付费用户的每月平均收益（ARPU）基本没有变化，只有付费账户人数在大幅提升，造成这一现象的原因可能与《剑侠情缘网络版叁》推出的营销活动有关。

不过可以发现，自 2013 年三季度起，付费账户的增长速度已经明显放缓，至今年二季度时已经恢复到 12% 左右的增速（图 8）。按此趋势，假设 ARPU 仍然保持稳定，则金山 14 年游戏收入（收入=付费用户数*ARPU）的增长也约 12%，达到 12 亿人民币左右。

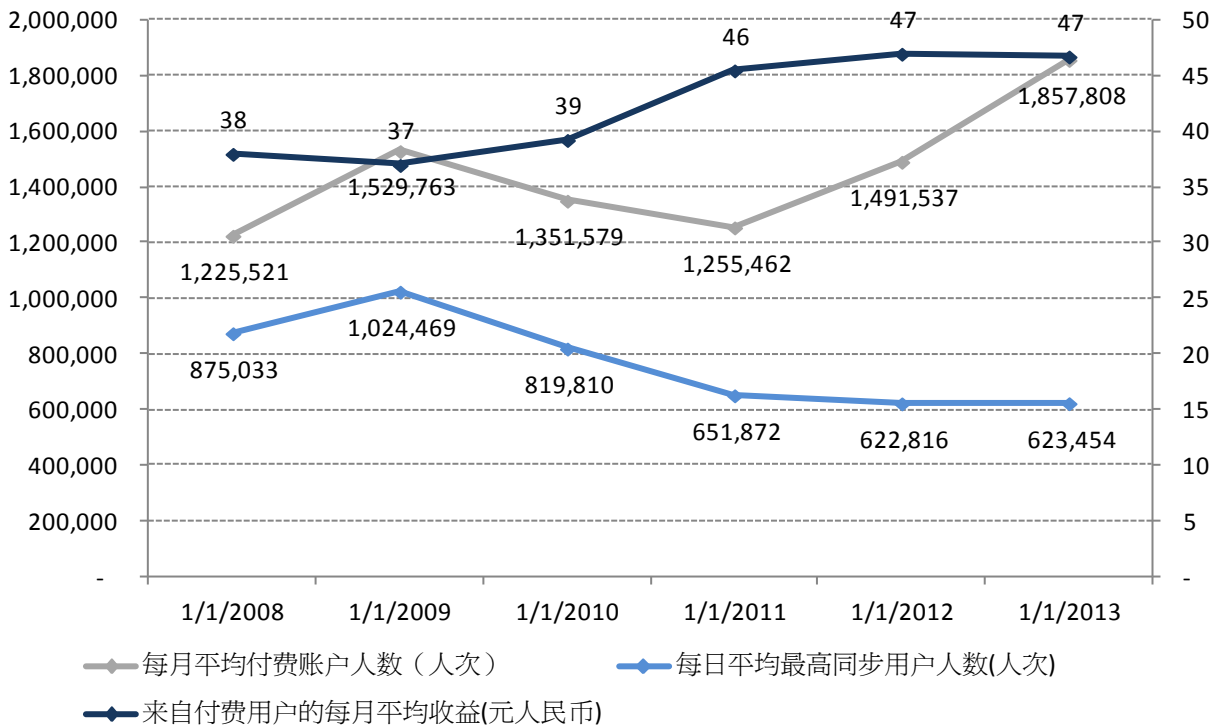
移动游戏方面，金山目前储备了 12 款游戏，预计今年下半年将发布 2-4 款，包括《神之遗迹》、《三国战神》等。由于手游推广初期会产生较大的营销费用，且时间较短，所以预计对今年业绩不会产生太大影响。但是，考虑到西山居良好的游戏研发能力，以及猎豹移动、小米和腾讯在移动端上庞大的分发渠道，金山的手游业务还是非常值得期待的。

图6. 2006-2013年金山游戏收入



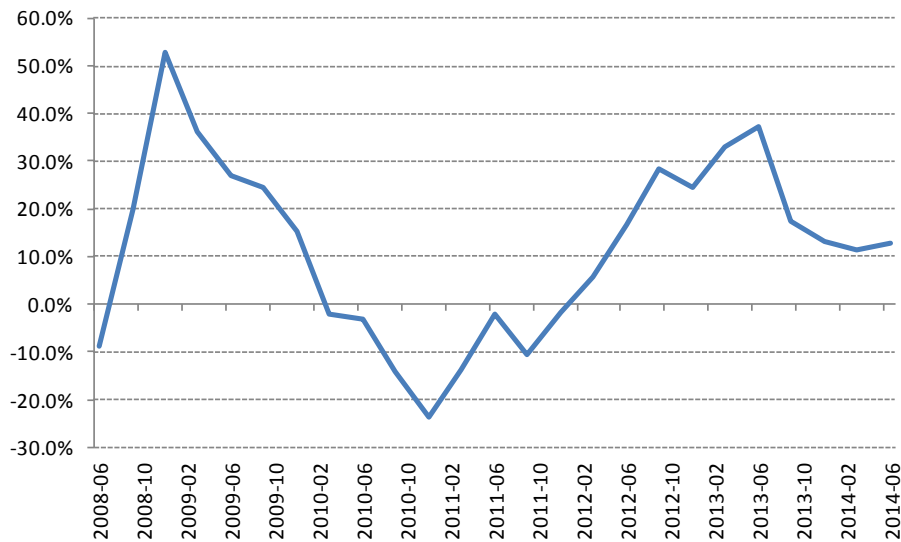
资料来源：公司数据、软库中华

图7. 游戏业务用户指标



资料来源：公司数据、软库中华

图8. 每月平均付费用户增长速度



资料来源：公司年报、软库中华

估值

猎豹移动，假设 14 年年底移动端用户能够按预期达到 4 亿人，以目前 12 美元/用户的价格，则对应估值 48 亿美元，约 295 亿人民币。金山占其 47% 的股权，对应市值约 185 亿；WPS，保守估计收入较上年增长 30%，达到 3.75 亿。按 40% 净利润率，给 30 倍 PE，金山占 72.32%，对应 33 亿市值；游戏方面，预计今年能够增长 12%，达到 12 亿左右的收入。按 50% 的净利润率，给 5 倍 PE，金山占 80%，对应 24 亿市值。由此计算下来，个人认为，金山软件 14 年合理的市值约 240 亿人民币(约 300 亿港元)。截止 2014 年 9 月 17 日，市场估值约 240 亿港元，和目标价格 (25.33 港元) 之间存在 25% 的空间。

图9.金山软件分部估值

	总市值 (亿人民币)	金山股权	金山市值 (亿人民币)
猎豹移动	295	47.0%	185
WPS	45	72.3%	33
网络游戏	30	80.0%	24
合计			242

资料来源：公司数据、软库中华

金山软件在香港的可比公司包括：腾讯控股 (700 HK)，网龙 (777 HK)，金蝶国际 (268 HK)，擎天软件 (1297 HK)。这些可比公司 2013 年平均的 P/E 为 29 倍，2014 年平均的 P/E 为 24.2 倍。相应的，金山软件在 2013 年，2014 年的 P/E 分别为 26.9 倍和 25.7 倍。

图10.可比公司分析

公司	股票代码	市值 (港币 百万)	3个月平均 成交额 (港币 百万)	2013 P/E (x)	2014E P/E (x)	P/book (x)	ROIC (%)	ROE (%)	ROA (%)	息率 (%)	净负债/总 权益 (%)
金山软件	3888 hk	23,921.7	227.5	26.9	25.7	4.1	7.3	18.6	9.8	0.6	(90.9)
腾讯控股	700 hk	1,133,840.0	2,381.7	44.0	36.7	12.8	21.8	34.4	17.0	0.2	(42.4)
网龙	777 hk	7,063.5	16.3	-	17.5	1.2	-	182.0	155.4	2.9	(92.4)
金蝶国际	268 hk	6,390.9	48.1	25.1	24.1	2.7	6.6	11.5	4.9	0.0	32.8
擎天软件	1297 hk	2,952.3	8.9	19.8	17.2	3.8	19.1	23.6	17.9	0.7	(46.2)
平均*		234,833.7	536.5	29.0	24.2	4.9	13.7	54.0	41.0	0.9	(47.8)

资料来源：公司数据、软库中华

图11. 利润表(百万人民币)

	FY12/11	FY12/12	FY12/13	1H FY12/14
营业收入	1,020.5	1,411.2	2,173.3	1,426.1
营业成本	(147.8)	(186.9)	(297.1)	(222.9)
毛利	872.7	1,224.2	1,876.2	1,203.2
研发费用	(303.8)	(385.4)	(596.5)	(419.1)
销售费用	(125.9)	(234.1)	(382.8)	(323.6)
管理费用	(127.5)	(148.0)	(192.2)	(133.2)
其他	16.0	(42.8)	(22.7)	(73.4)
营业利润	331.5	413.9	681.9	253.9
财务收入/(费用)	61.7	89.3	105.0	73.2
其他收益/(亏损)	(8.0)	24.6	38.2	111.9
除税前溢利	385.2	527.8	825.1	439.1
所得税	(50.2)	(61.4)	(71.2)	(59.4)
净利润	335.0	466.4	753.9	379.7
归属母公司股东净利润	324.7	432.6	670.7	364.4

资料来源：公司数据

图12. 现金流量表(百万人民币)

	FY12/11	FY12/12	FY12/13	1H FY12/14
经营活动产生的现金流				
年度溢利	33.5	46.6	75.4	43.9
其他应付款及应计开支增加	4.5	9.2	12.4	(0.2)
其他	7.1	(0.2)	6.1	(11.2)
经营活动产生的现金流量净额	45.2	55.6	93.8	32.5
投资活动产生的现金流量净额				
已收利息	2.0	6.3	6.4	5.4
购买物业厂房及设备	(7.0)	(5.9)	(8.3)	(5.4)
收购业务	(1.2)	(0.3)	(5.6)	(0.5)
其他	(55.5)	(106.4)	3.1	(301.8)
投资活动产生的现金流量净额	(61.6)	(106.3)	(4.4)	(302.2)
融资活动产生的现金流				
发行可换股债券所得款项	-	-	105.6	180.6
发行可换股优先股所得款项	-	5.6	48.5	-
新增银行贷款	34.7	41.4	18.4	-
其他	(16.8)	(46.0)	(60.3)	129.1
融资活动产生的现金流量净额	17.9	1.0	112.2	309.7
现金及现金等价物净增加额	1.3	(50.3)	198.1	42.8
现金及现金等价物期初余额	118.7	119.9	69.7	267.7
现金及现金等价物期末余额	119.9	69.7	267.7	310.5

资料来源：公司数据

图13. 资产负债表(百万人民币)

	FY12/11	FY12/12	FY12/13	1H FY12/14
非流动资产				
物业,厂房及设备	39.5	37.1	38.5	40.5
无形资产	8.3	6.8	11.4	20.9
长期预付款	12.4	4.3	4.2	28.6
长期应收贷款	0.5	0.6	1.6	13.8
于合营、联营公司权益	1.2	2.0	3.5	5.8
可供出售投资	0.5	0.7	6.3	78.3
其他金融资产	1.2	2.8	2.2	2.8
递延税项资产	2.8	3.3	5.2	4.8
非流动资产总额	66.3	57.6	72.9	195.6
流动资产				
货币资金	195.4	241.6	448.1	717.8
已抵押银行存款	8.5	1.9	2.0	2.0
存货	0.3	1.7	0.4	0.4
应收账款	8.0	13.0	18.5	23.9
按金,预付款项及其它应收款项	9.1	12.0	15.1	24.0
应收关联方款项	13.8	16.1	13.6	12.9
可供出售投资	-	20.1	9.9	3.8
递延费用	0.1	0.0	0.0	-
流动资产总额	235.2	306.5	507.5	784.7
流动负债				
应付账款	(1.7)	(2.3)	(3.2)	(9.5)
短期借款	(34.7)	(41.4)	(1.6)	(1.6)
应计负债及其他应付款项	(21.9)	(29.9)	(49.9)	(67.8)
递延收入	(16.1)	(18.5)	(20.2)	(23.8)
应交税费	(1.7)	(1.1)	(3.9)	(4.8)
流动负债总额	(76.1)	(93.2)	(78.9)	(107.5)
非流动负债				
可换股债券	-	-	(103.8)	(279.6)
可赎回可换股优先股	-	-	(7.8)	(8.3)
递延收益	(2.0)	(1.4)	(3.2)	(3.4)
递延税项负债	(2.0)	(1.9)	(3.1)	(2.7)
其他非流动负债	-	-	(0.7)	(0.5)
非流动负债总额	(4.0)	(3.4)	(118.5)	(294.6)
权益				
保留盈利	120.2	162.5	227.9	265.3
资本储备	25.4	27.6	51.3	136.1
其他	75.8	77.5	104.0	176.8
权益总额	221.3	267.5	383.1	578.2

资料来源：公司数据

SBI China Capital is a dedicated small/mid cap investment banking/ stockbrokerage house. Find our research on: research@sbichinacapital.com, thomsononeanalytics.com, factset.com and multex.com

SBI China Capital stock ratings:

STRONG BUY	: absolute upside of >50% over the next three months
BUY	: absolute upside of >10% over the next six months
HOLD	: absolute return of -10% to +10% over the next six months
SELL	: absolute downside of >10% over the next six months

Investors should assume that SBI China Capital is seeking or will seek investment banking or other related businesses with the companies in this report.

Analyst certification: The views expressed in this report accurately reflect the analyst's personal views of the subject securities and that the analyst has not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report.

Disclaimer:

This research report is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy or subscribe for any securities. The securities referred to in this report may not be eligible for sale in some jurisdictions. The information contained in this report has been compiled by the Research Department of SBI China Capital Financial Services Limited ('SBI China Capital') from sources that it believes to be reliable but no representation, warranty or guarantee is made or given by SBI China Capital or any other person as to its accuracy or completeness. All opinions and estimates expressed in this report are (unless otherwise indicated) entirely those of SBI China Capital as of the date of this report only and are subject to change without notice. Neither SBI China Capital nor any other person, accepts any liability whatsoever for any loss howsoever arising from any use of this report or its contents or otherwise arising in connection therewith. Each recipient of this report shall be solely responsible for making its own independent investigation of the business, financial condition and prospects of the companies referred to in this report. SBI China Capital and their respective officers, directors and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this report, may from time to time (1) have positions in, and buy or sell, the securities of companies referred to in this report (or related investments); (2) have a consulting, investment banking or broking relationship with any company referred to in this report; and (3) to the extent permitted under applicable law, have acted upon or used the information contained or referred to in this report including effecting transactions for their own account in an investment (or related investment) in respect of any company referred to in this report, prior to or immediately following its publication. This report may not have been distributed to all recipients at the same time. This report is issued only for the information of and may only be distributed to professional investors and dealers in securities and must not be copied, published, reproduced or redistributed (in whole or in part) by any recipient for any purpose. This report is distributed in Hong Kong by SBI China Capital. Any recipient of this report who requires further information regarding any securities referred to in this report should contact the relevant office of SBI China Capital located in such recipient's home jurisdiction.

Copyright© SBI China Capital Financial Services Limited. All rights reserved.