

买入

2022年3月14日

短期亏损幅度扩大，长期电商+支付曲线确定性增强

- 21年收入符合预期，预计22年增速将放缓：**2021Q4总收入为32.2亿美元，同比增长106%。经调整EBITDA为-4.9亿美元，去年同期为0.5亿美元。净亏损为-6.2亿美元，同比扩大17%。2021年总收入为99.6亿美元，同比增长128%，符合公司指引。公司预计2022年游戏Non-GAAP收入为29-31亿美元，与2020年持平；电商收入为89-91亿美元，同比增长76%，预计东南亚地区EBITDA将于年内实现盈亏平衡。预计数字金融服务收入为11-13亿美元，同比增长155%，2023年实现正向现金流。2022年总收入将介于129-135亿美元，同比增长33%。
- 游戏指标环比下滑，短期利润率持续承压：**2021Q4收入为14.2亿美元，同比增长104%。递延收入首次录得负增长。EBITDA利润率为55.7%，环比和同比均有所下降。本季度游戏业务的用户数、付费率以及利润率等指标均呈现环比下滑，递延收入首次录得负增长反映以Free Fire为主的游戏增速开始放缓，EBITDA利润率下降说明自研游戏对整体游戏收入的贡献持续减弱。Free Fire已发展至生命周期的成熟期，未来需更加关注用户粘性ASP等指标的提升。考虑到疫情转好对游戏市场的影响，预计短期利润端将继续承压。
- 电商增长态势稳健，单位经济效益持续改善：**2021Q4收入为16.0亿美元，同比增长89%。经调整EBITDA为-8.8亿美元；经调整每单亏损为-0.45美元，环比和同比扩大10%，主因巴西等新兴市场业务量比重增加。电商盈利模式参考用户驱动、订单数驱动、市场份额提升、变现能力加强、单位经济效益转正的顺序。东南亚及台湾地区目前仍保有不错的增长，尚未达到存量竞争，随着规模效应扩大，预计其余市场将实现盈亏平衡。巴西作为核心市场，短期仍是重点投入的方向，且近期物流成本上扬对成本端压力加大，因此亏损幅度尚未收窄。
- 数字金融服务贡献加大，市场环境利于行业发展：**2021Q4收入为2.0亿美元，同比增长711%。东南亚当前领域仍存在大量空白，且整体监管环境相对宽松。SeaMoney未来发展重点在于持续拓展使用场景并在线上线下实现联动，包括费用率更高的金融业务如小额贷款等。
- 目标价243.81美元，买入评级：**预计未来三年收入至140.0/205.7/269.5亿美元，每股盈利-5.59/-1.86/0.35美元，采用SOTP法，给予目标价243.81美元，较现价167.8%的增长空间，买入评级。
- 风险：**1) 加息对新兴市场经济的系统性影响；2) 东南亚电商竞争格局加剧，拉美电商进展不及预期；3) Free Fire热度下降，自研缺乏长期壁垒；4) 地缘政治风险。

Chuck Li

852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

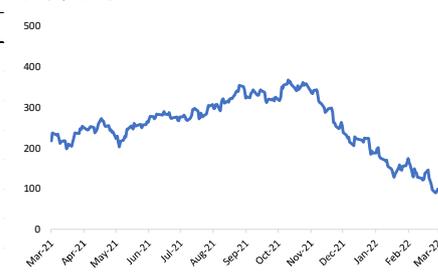
行业	互联网
股价	91.04 美元
目标价	243.81 美元 (+167.8%)
股票代码	SE
总股本	5.58 亿股
市值	508 亿美元
52 周高/低	372.70 美元/86.35 美元
每股账面值	13.36 美元
主要股东	Tencent 19.4% Forrest Li 8.2% Gang Ye 5.3% T. Rowe Price 5.0%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	20年历史	21年历史	22年预测	23年预测	24年预测
总营业收入 (美元百万元)	4,375,664	9,955,190	13,995,611	20,573,993	26,946,765
变动	101.14%	127.51%	40.59%	47.00%	30.97%
GAAP净利润	(1,624,157)	(2,043,030)	(2,996,013)	(1,017,335)	149,619
每股盈利 (美元)	-3.39	-3.84	-5.59	-1.86	0.35
变动	11.42%	25.79%	46.65%	66.04%	114.71%
基于91.04美元的市盈率 (估)	N/A	N/A	N/A	N/A	259.1
每股派息 (美元)	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
股息现价比	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

21 年收入符合预期，预计 22 年增速将放缓

Q4 收入同比增长 106%

2021Q4 总收入为 32.2 亿美元，同比增长 106%。毛利润为 13.1 亿美元，同比增长 146%。经调整 EBITDA 为-4.9 亿美元，去年同期为 0.5 亿美元，亏损幅度环比持续扩大。净亏损为-6.2 亿美元，同比扩大 17%。2021 年总收入为 99.6 亿美元，同比增长 128%。毛利润为 39.0 亿美元，同比增长 189%。经调整 EBITDA 为-6.0 亿美元，去年同期为 1.0 亿美元。净亏损为-2.0 亿美元，同比扩大 26%。

游戏收入同比增长 104%
EBITDA 利润率 55.7%

分业务看，2021Q4 游戏 GAAP 收入为 14.2 亿美元，环比增长 29%，同比增长 104%。Non-GAAP 收入（含递延收入）为 10.8 亿美元，环比下降 11%，同比增长 7%，递延收入首次录得负增长。经调整 EBITDA 为 6.0 亿美元，环比下降 17%，同比下降 9%。EBITDA 利润率为 55.7%，环比下降 2.9 个百分点，同比下降 9.8 个百分点。2021 年 Non-GAAP 收入为 46 亿美元，符合公司指引的 45-47 亿美元。

电商收入同比增长 89%
每单亏损-0.45 美元

电商业务，2021Q4 收入为 16.0 亿美元，环比增长 10%，同比增长 89%。其中，3P 收入同比增长 104%；1P 收入同比增长 48%。经调整 EBITDA 为-8.8 亿美元，环比和同比亏损均有所扩大。经调整每单亏损为-0.45 美元，环比和同比扩大 10%，主因巴西等新兴市场业务量比重增加。其中，东南亚及台湾地区由去年同期的-0.21 美元收窄至-0.15 美元；巴西地区同比提升逾 40%至 2 美元以内。2021 年收入为 51 亿美元，符合公司指引的 50-52 亿美元。

DFS 收入同比增长 711%

数字金融服务，2021Q4 收入为 2.0 亿美元，环比增长 49%，同比增长 711%。经调整 EBITDA 为-1.5 亿美元，去年同期为-1.7 亿美元。2021 年收入为 4.7 亿美元，同比增长 673%。

2022 年指引

根据公司指引，预计 2022 年游戏 Non-GAAP 收入将介于 29-31 亿美元，中间值与 2020 年基本持平，主要反映 FreeFire 在印度市场下架的影响，以及疫情复苏、经济重开导致整体游戏行业增速放缓。预计 2022 年电商收入为 89-91 亿美元，中间值同比增长 75.7%；预计东南亚及台湾地区 EBITDA 将于年内实现盈亏平衡。公司首次给予数字金融服务全年指引，预计 2022 年 GAAP 收入为 11-13 亿美元，中间值同比增长 155.4%；预计 2023 年将实现正向现金流。2022 年总收入将介于 129-135 亿美元，中间值同比增长 33%。

游戏指标环比下滑，短期利润率持续承压

本季度游戏业务的用户数、付费率以及利润率等指标均呈现环比下滑，递延收入首次录得负增长反映以 FreeFire 为主的游戏增速开始放缓，EBITDA 利润率下降说明自研游戏对整体游戏收入的贡献持续减弱。我们推测 FreeFire 已由用户增长驱动发展至生命周期的成熟期，未来需更加关注用户粘性 & ASP 等指标的提升。考虑到疫情转好对整体游戏市场的影响，预计短期利润端将继续承压。

QAU 6.5 亿，QoQ-10%
付费率 11.8%

2021Q4 QAU 为 6.5 亿，环比下降 10%，同比增长 7%。QPU 为 7,720 万，环比下降 17%，同比增长 6%。付费率为 11.8%，环比和同比均有所下滑。ARPPU 值为 14.0 美元，环比增长 7%，同比增长 1%。

公司始终将 FreeFire 视为长期发展策略，重视运营来提升用户粘性，如本季度推出的地图编辑功能 Craftland 已获得近 4,000 万订阅。此外，预计 2022 年及以后将推出新款自研游戏，游戏种类将扩展至多人动作、角色扮演、沙盒及休闲游戏。我们认为新款游戏能否成为爆款存在较高不确定性，建议关注下载量及用户增速。

电商增长态势稳健，单位经济效益持续改善

本季度各市场均录得强劲增长，部分市场已实现盈利，电商作为第二增长曲线的确定性不断增强。电商盈利模式参考用户驱动、订单数驱动、市场份额提升、变

GMV182 亿美元
订单数 20 亿
佣金率 8.8%

现能力加强、单位经济效益转正的顺序。东南亚及台湾地区目前仍保有不错的增长，尽管近期来自 Lazada 等平台的竞争加剧，但我们维持此前观点，东南亚市场尚未达到存量竞争。因此随着规模效应扩大，预计东南亚其他市场将实现盈亏平衡。巴西作为拉美地区的核心市场，短期仍是重点投入的方向，且近期海运等物流成本上扬对成本端带来显著压力，因此亏损幅度尚未收窄。

2021Q4 GMV 录得 182 亿美元，同比增长 53%。总订单数为 20 亿，同比增长 90%。平均订单价格为 9.3 美元，环比下降 9%，同比下降 20%，下滑原因为巴西等新兴市场业务量比重增加，而当前新兴市场由用户增长驱动，ASP 尚处于较低水平。随着 Shopee 在新兴市场的份额上升，我们认为长期 ASP 可以维持在低双位数的水平。月均消费频次达到 6 次以上，印尼市场超过 8 次。佣金率为 8.8%，环比和同比均录得增长，后续增长将主要来自增值服务、交易费用以及广告收入。

本季度公司首次披露巴西运营数据，总订单数超过 1.4 亿单，同比增长近 400%；收入超过 7,000 万美元，同比增长 326%。

数字金融服务贡献加大，市场环境利于行业发展

东南亚当前在数字金融方面仍存在大量空白，且整体监管环境相对宽松，因此已有许多互联网巨头进入该领域。SeaMoney 未来发展重点在于持续拓展使用场景并在线上线下实现联动，包括费用率更高的金融业务如小额贷款等，因此我们认为这项业务对整体收入的贡献将快速提升。

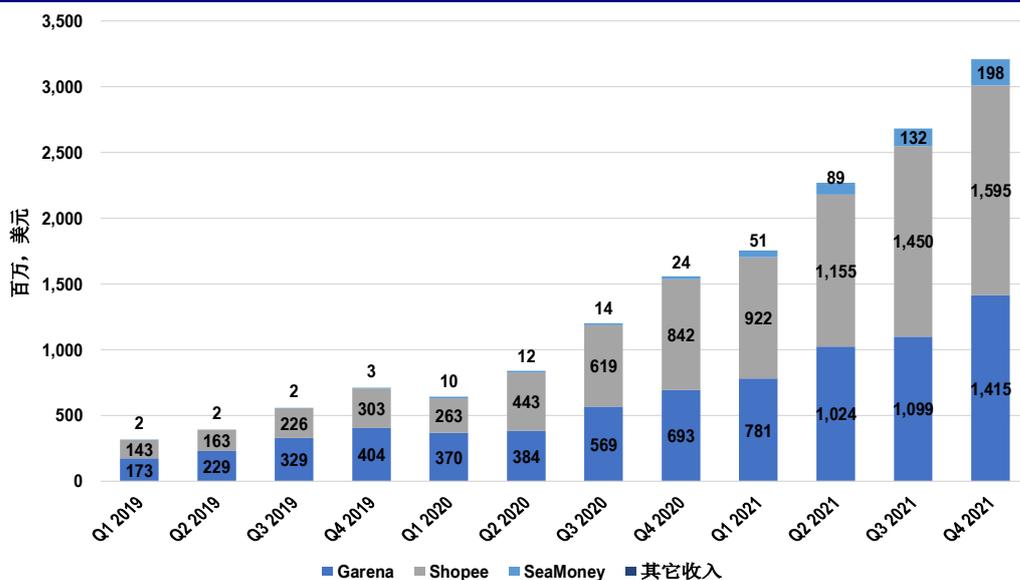
GTV50 亿美元
QPU 4,580 万

2021Q4 GTV 录得 50 亿美元，同比增长 70%。QPU 为 4,580 万，同比增长 90%。公司持续扩展产品组合，包括信贷、数字银行及保险等业务，本季度超过 20%的印尼用户使用过多款 SeaMoney 产品及服务。

目标价 243.81 美元，买入评级

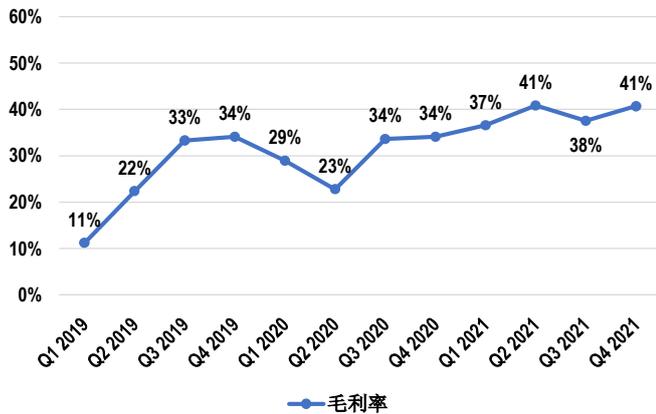
预计电商和支付将延续高增长，但巴西等新兴市场中短期投入较大，因此我们调整未来三年收入至 140.0/205.7/269.5 亿美元，每股盈利-5.59/-1.86/0.35 美元，采用 SOTP 法，给予目标价 243.81 美元，较现价 167.8%的增长空间，买入评级。

图表 1：营业收入（百万美元）

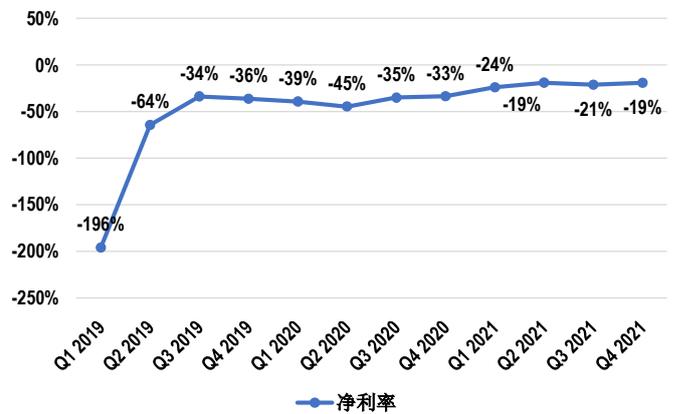


资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2: 季度毛利率



图表 3: 季度净利率



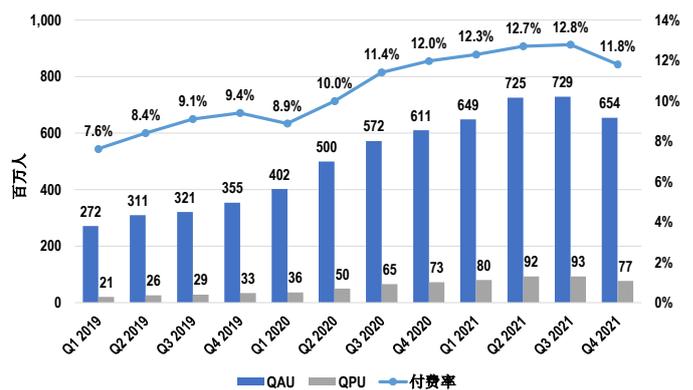
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 4: 季度游戏收入 (百万美元)



图表 5: 游戏季度活跃用户数、付费用户数及付费率



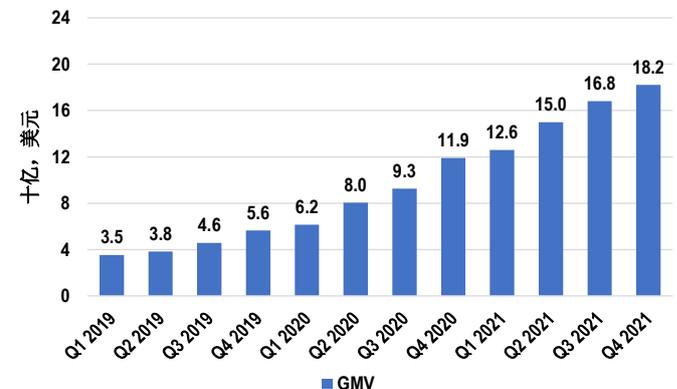
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 6: 季度电商收入 (百万美元)



图表 7: 季度电商 GMV (十亿美元)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

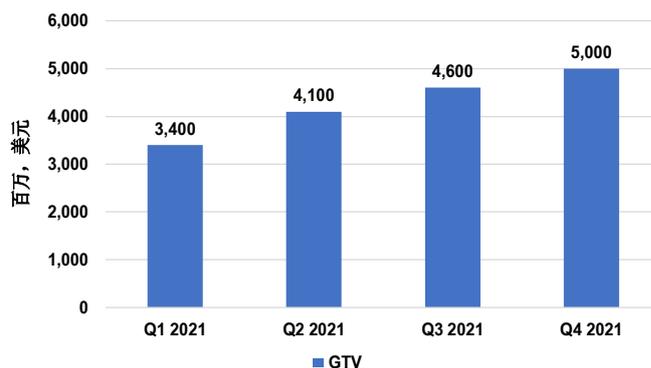
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 8: 季度订单量及客单价



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 9: 支付业务 GTV (百万美元)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 10: SOTP 估值模型

SOTP Valuation	Unit	FY 2022
Digital entertainment		
Adjusted NI	Mn, \$	2,101
Price/Adjusted NI		15
Enterprise Value	Mn, \$	31,521
Per Shares		52.53
E-Commerce		
GMV	Mn, \$	93,114
Prive/GMV		1.0
Enterprise Value	Mn, \$	88,458
Per Shares		147.43
Digital Financial		
Revenue	Mn, \$	1,315
Price/Sales		20
Enterprise Value		26,307
Per Shares		43.85
Net Cash		5,698
# of Shares		6.00
Valuation		146,286
Target Price		243.81

资料来源: 第一上海预测

主要财务报表

损益表

单位: 百万美元, 财务年度: 12月31日

	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
Total Revenue	4,375,664	9,955,190	13,995,611	20,573,993	26,946,765
Total cost of revenue	3,026,759	6,059,455	8,518,750	11,905,613	14,784,962
Gross Profit	1,348,905	3,895,735	5,476,861	8,668,379	12,161,804
Other Operating Income	189,645	287,946	404,812	617,220	269,468
Sales and marketing expenses	(1,830,875)	(3,829,743)	(5,878,157)	(6,583,678)	(7,410,361)
General and administrative expenses	(657,215)	(1,105,295)	(1,399,561)	(1,645,919)	(2,155,741)
Research and development expenses	(353,785)	(831,703)	(1,169,259)	(1,440,179)	(1,886,274)
Total operating expenses	(2,652,230)	(5,478,795)	(8,042,164)	(9,052,557)	(11,182,908)
Operating loss	(1,303,325)	(1,583,060)	(2,565,303)	(384,177)	978,896
Interest income	24,804	36,802	51,738	76,057	99,616
Interest Expense	(14,243)	(138,945)	(195,337)	(287,152)	(376,097)
Investment gain (loss), net	(17,820)	(43,502)	(61,158)	(89,904)	(117,751)
Changes in fair value of convertible note	(87)	—	0	0	0
Foreign exchange loss	(38,567)	14,241	20,021	29,431	38,548
Loss before income tax and share of	(1,483,238)	(1,715,184)	(2,545,282)	(354,746)	1,017,444
Income tax expense	(141,640)	(332,865)	(453,037)	(665,979)	(872,265)
Share of results of equity investees	721	5,019	2,306	3,390	4,440
Net loss	(1,624,157)	(2,043,030)	(2,996,013)	(1,017,335)	149,619

资产负债表

	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
Cash and cash equivalents	6,166,880	9,247,762	5,697,878	5,111,012	4,709,904
Restricted Cash/Investments (Short-Term)	859,192	1,551,635	1,551,635	1,551,635	1,551,635
Accounts Receivable - Trade	362,999	388,308	528,117	776,348	1,016,821
Prepaid Expenses (Short-Term)	1,054,229	1,401,863	1,136,508	1,303,181	1,342,538
Short Term Loans	285,937	1,500,954	1,500,954	1,500,954	1,500,954
Inventories	64,219	117,499	127,735	178,520	221,694
Short-Term Investments	126,099	911,281	911,281	911,281	911,281
Due From Parties/Affiliates (Short-Term)	19,449	16,095	16,095	16,095	16,095
Total Current Assets	8,939,004	15,135,397	11,470,203	11,349,026	11,270,922
Property Plant & Equipment, Net	386,401	1,029,963	1,544,945	2,317,417	3,476,125
Operating lease right-of-use assets, net	234,555	649,680	649,680	649,680	649,680
Intangible assets, net	39,773	52,517	77,517	102,517	127,517
Long-Term Investments	190,482	1,052,861	1,052,861	1,052,861	1,052,861
Prepaid Expenses (Long-Term)	204,804	124,521	124,521	124,521	124,521
Other Noncurrent Assets	117,149	28,964	28,964	28,964	28,964
Restricted Cash/Investments (Long-Term)	27,321	38,743	38,743	38,743	38,743
Deferred Income Tax Asset (Long-Term)	99,904	103,755	103,755	103,755	103,755
Goodwill	216,278	539,624	539,624	539,624	539,624
Total Non-Current Assets	1,516,667	3,620,628	4,160,610	4,956,082	6,141,790
Total Assets	10,455,671	18,756,025	15,630,813	16,307,108	17,412,712
Accounts Payable - Trade	121,637	213,580	235,634	329,317	408,962
Accrued Expenses	2,033,461	3,531,187	3,715,982	4,933,704	5,820,565
Other Current Liabilities	161,379	244,574	244,574	244,574	244,574
Due to Parties/Affiliates	42,613	74,738	74,738	74,738	74,738
Operating lease liabilities	74,506	186,494	186,494	186,494	186,494
Deferred/Unearned Revenue/Deferred F	2,150,165	2,644,463	2,308,415	2,690,640	2,680,120
Income Taxes Accrued/Payable	52,306	181,400	181,400	181,400	181,400
Total Current Liabilities	4,636,067	7,176,436	7,047,237	8,740,868	9,696,853
Accrued Expenses (Long-Term)	36,159	76,234	76,234	76,234	76,234
Operating lease liabilities	177,870	491,313	491,313	491,313	491,313
Deferred/Unearned Revenue/Deferred F	343,297	104,826	104,826	104,826	104,826
Notes Payable (Long-Term)	1,840,406	3,475,708	3,475,708	3,475,708	3,475,708
Deferred Income Taxes	1,526	6,992	6,992	6,992	6,992
Other Noncurrent Liabilities	107	107	107	107	107
Total Non-Current Liabilities	2,399,365	4,155,180	4,155,180	4,155,180	4,155,180
Total liabilities	7,035,432	11,331,616	11,202,417	12,896,048	13,852,033
Class A Ordinary shares	179	204	204	204	204
Class B Ordinary shares	76	74	74	74	74
Additional Paid in Capital	8,526,571	14,622,292	14,622,292	14,622,292	14,622,292
Accumulated Other Comprehensive Inc	4,681	(28,519)	(28,519)	(28,519)	(28,519)
Other Reserves	2,363	6,144	6,144	6,144	6,144
Retained Earnings (Accumulated Defi	(5,150,958)	(7,201,498)	(10,197,511)	(11,214,847)	(11,065,228)
Total Sea Limited shareholders' equity	3,382,912	7,398,697	4,402,684	3,385,348	3,534,967
Minority/Non-Controlling Interests	37,327	25,712	25,712	25,712	25,712
Total shareholders' equity	3,420,239	7,424,409	4,428,396	3,411,060	3,560,679
Total liabilities and shareholders' equ	10,455,671	18,756,025	15,630,813	16,307,108	17,412,712

数据来源: 公司资料, 第一上海预测

财务能力分析

	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	30.8%	39.1%	39.1%	42.1%	45.1%
净利率 (%)	-37.1%	-20.5%	-21.4%	-4.9%	0.6%
营运表现					
总收入增速 (%)	101.1%	127.5%	40.6%	47.0%	31.0%
市场营销费用/收入 (%)	41.8%	38.5%	42.0%	32.0%	27.5%
行政管理费用/收入 (%)	15.0%	11.1%	10.0%	8.0%	8.0%
研究和开发费用/收入 (%)	8.1%	8.4%	8.4%	7.0%	7.0%
实际税率 (%)	3.2%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%
应收账款天数	22.9	13.8	13.8	13.8	13.8
应付账款天数	11.5	10.1	10.1	10.1	10.1
财务状况					
总负债/总资产	67.3%	60.4%	71.7%	79.1%	79.6%
收入/净资产	127.9%	134.1%	316.0%	603.2%	756.8%
经营性现金流/收入	-29.8%	-15.9%	-18.3%	-1.9%	3.6%

现金流量表

	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
Total Cashflow from Operations Before	(970,297)	0	(2,996,013)	(1,017,335)	149,619
Inventories	(38,528)	0	(10,236)	(50,785)	(43,175)
Accounts receivable	(174,767)	0	(139,809)	(248,232)	(240,473)
Prepaid expenses and other assets	(527,139)	0	265,355	(166,673)	(39,356)
Amounts due from related parties	(10,897)	0	0	0	0
Operating lease right-of-use assets	(45,203)	0	0	0	0
Accounts payable	50,860	0	22,054	93,683	79,645
Accrued expenses and other payables	943,586	0	184,795	1,217,722	886,861
Advances from customers	92,851	0	0	0	0
Operating lease liabilities	46,352	0	0	0	0
Deferred revenue	1,162,399	0	(336,048)	382,225	(10,520)
Income tax payable	25,505	0	0	0	0
Amounts due to related parties	1,146	0	0	0	0
Restricted Cash	0	0	0	0	0
Total Cash Flows from Operations	555,868	208,649	(3,009,902)	210,606	782,601
Purchase of property and equipment	(336,274)	(643,562)	(514,982)	(772,472)	(1,158,708)
Purchase of Intangibles	(20,780)	(12,744)	(25,000)	(25,000)	(25,000)
Purchase of investments	(219,548)	0	0	0	0
Proceeds from disposal of property and i	1,732	0	0	0	0
Proceeds from disposal of intangible ass	0	0	0	0	0
Proceeds from sale and maturity of inves	19,541	0	0	0	0
Distributions from investments	1,294	0	0	0	0
Acquisition of businesses, net of cash ac	(92,190)	0	0	0	0
Disposal of subsidiaries, net of cash disp	15,008	0	0	0	0
Change in loans receivable	(255,695)	0	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
Total Cash Flows from Investing	(886,912)	(3,767,273)	(539,982)	(797,472)	(1,183,708)
Proceeds from issuance of convertible r	1,141,362	0	0	0	0
Purchase of capped call	(135,700)	0	0	0	0
Proceeds from borrowings	1,224	0	0	0	0
Repayment of borrowings	(31,833)	0	0	0	0
Proceeds from issuance of ordinary shar	2,970,248	0	0	0	0
Transaction with non-controlling interests	(20,736)	0	0	0	0
Proceeds from partial disposal of a subsi	0	0	0	0	0
Contribution by non-controlling interest	4,631	0	0	0	0
Payments for exchange and conversion c	(50,009)	0	0	0	0
Change in accrued expenses and other p	(146,055)	0	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
Total Cash Flows from Financing	3,733,132	7,401,589	0	0	0
Effect of foreign exchange rate changes	80,727	(58,218)	0	0	0
Net (decrease) increase in cash, cash ec	3,482,815	3,784,747	(3,549,884)	(586,866)	(401,108)
Cash, cash equivalents and restricted	3,570,578	7,053,393	10,838,140	7,288,256	6,701,390
Cash, cash equivalents and restricted	7,053,393	10,838,140	7,288,256	6,701,390	6,300,282

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。