

騰訊 (700 HK)

遊戲遠超預期，廣告增速回升

- ❖ **1Q17 業績全綫超預期。**公司 1Q17 收入 496 億元 (人民幣·下同)，同比增長 55%，較一致預期高 7%；Non-GAAP 淨利潤為 142 億元，同比增長 42%，較一致預期高 5%。主要受益於遊戲的超預期表現、廣告增速的回升及支付等新興業務的高速增長。
- ❖ **國民手游續升，遊戲儲備充足，遞延收入增速創歷史新高。**1Q17 公司遊戲收入同比增長 34%，手游同比增長 57% (遠高于市場預測 40%~50%)，受益於爆款《王者榮耀》及《龍之穀》的巨大貢獻。《王者榮耀》月流水增勢不減 (近期月流水約 20 億元，且呈逐月上升趨勢，其中春節假期出現高峰充值)，我們預計該款遊戲將為公司 FY17 手游收入貢獻約 42%，占 2017 年整個手游行業比重近 20%。1Q17 公司遞延收入環比增長 36%，增速創歷史新高，將為後續 1-2 個季度遊戲收入提供有力支撐。此外，新游儲備強大 (超 50 款)，試錯成本低，全品類布局保障梯度接力。預計未來三年遊戲 CAGR 為 21%。
- ❖ **廣告增速回升：社交廣告高增長，期待信息流及視頻發力。**雖然第一季度為廣告淡季，但 1Q17 廣告收入同比增長達 47% (vs. 4Q16 +45% YoY)，印證此前預測的增速反彈。其中，媒體廣告收入增長 20% 至 25.1 億元，社交及其他廣告收入增長 67% 至 43.8 億元。我們認為公司未來廣告增速將延續反彈回升態勢，支撐點為：1) 朋友圈廣告價格高效果好，但考慮用戶體驗投放較為克制；公眾號持續增長。2) 信息流廣告行業預計未來三年 CAGR 高達 64%。而公司手握騰訊新聞及天天快報兩大利器，其中騰訊新聞 DAU 居行業第一。參看今日頭條的收入爆發式增長，資訊信息流後期有望釋放更多驚喜。3) 騰訊視頻 MAU 及 DAU 均為行業第一，參看愛奇藝去年收入 113% 的同比增長及虧損持續收窄，騰訊視頻的後期補充效應 (貢獻廣告及社區增值服務) 及盈虧平衡可期。
- ❖ **“雲+支付”為長期增長引擎，關注閱文集團及音樂集團上市催化劑。**1Q17 雲、支付及其他收入同比增長 224%，我們預計 FY17 該部分收入同比增長 105%，至 2019 年收入占比超過廣告，為公司長期增長引擎。受益於：1) 小程序推出後，微信支付人均頻次從 1.96 次提升至 2.13 次，而在移動支付行業井噴式發展趨勢下，財富憑藉先天的社交優勢逐漸蠶食支付寶份額 (從 2015 年 21% 的市場份額上升到 1Q17 的 40%)。2) 雲計算有望受益遊戲、直播的火熱消費。此外，閱文集團及音樂集團的潛在上市機會或將再次提升公司估值。
- ❖ **上調目標價至 HK\$301.1，維持「買入」評級。**基於遊戲的超預期表現并結合遞延收入的增長，我們上調 FY17/FY18 遊戲收入預測。對應 FY17/18/19E 調整後淨利潤變化為 +5%/+5%/+1%，目標價由 HK\$257.4 上調至 HK\$301.1，對應 2018 財年 31x PE。重申「買入」評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	102,863	151,938	215,021	277,244	350,822
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	32,410	45,420	63,476	81,021	100,180
調整後 EPS (人民幣)	3.4	4.8	6.7	8.5	10.6
EPS 變動 (%)	33%	39%	40%	28%	24%
市盈率 (x)	75.6	53.4	38.2	30.0	24.2
市帳率 (x)	17.8	11.8	9.2	7.2	5.7
股息率 (%)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
權益收益率 (%)	23.8	22.3	24.3	24.3	23.7
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入 (維持)

目標價	HK\$301.1
(此前目標價)	HK\$257.4)
潛在升幅	+14.0%
當前股價	HK\$264.0

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值 (百萬港元)	2,502,056
3 月平均流通量 (百萬港元)	4,114.8
5 周內股價高/低 (港元)	271/155
總股本 (百萬)	9,477.1

資料來源：彭博

股東結構

Naspers Ltd	33.3%
馬化騰	8.7%
JP Morgan Chase	5.6%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	12.7%	8.1%
3-月	22.5%	16.8%
6-月	31.9%	16.2%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.tencent.com

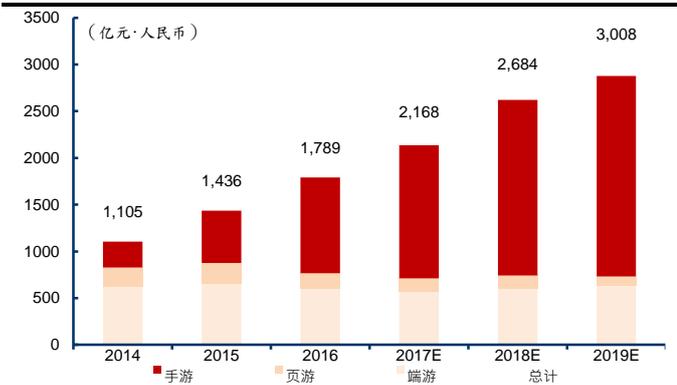
業務更新：國民手游續升，游戲儲備充足

核心游戲：爆款增勢不減，充足新游儲備保障梯度接力

1Q17 游戲超預期表現，遞延收入增速創歷史新高。1Q17 公司游戲收入同比增長 34%，手游同比增長 57%（遠高于市場預測 40%~50%），受益于爆款《王者榮耀》及《龍之穀》的巨大貢獻。精品端游《英雄聯盟》及《地下城與勇士》亦維持高月活，持續貢獻穩健流水。1Q17 公司遞延收入環比增長 36%，增速創歷史新高，將為後續 1-2 個季度游戲收入提供有力支撐。

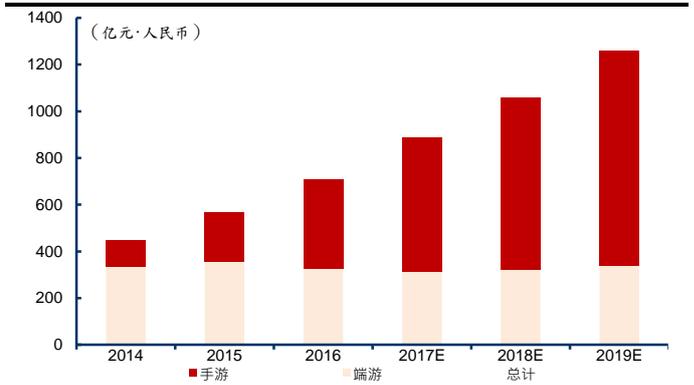
爆款《王者榮耀》月流水增勢不減。《王者榮耀》自 2016 年 10 月份月流水爆發後至 2017 年近期月流水約 20 億元，且今年 1 至 4 月份月流水依舊保持環比上揚。受益于強社交的游戲互動關係，《王者榮耀》在春節與元旦假期期間呈現充值高峰（eg. 微信組局），至 2017 年 3 月 MAU 已達 1.6 億，考慮到遞延收入，預計將為公司後期游戲收入持續貢獻強勁流水。我們預計該款游戲將為公司今年手游收入貢獻約 42%，占 2017 年整個手游行業比重近 20%。此外，今年 3 月上線的《龍之穀》穩居 iOS 暢銷榜前 7，而 TOP100 手游中，公司自研/代理游戲占據 1/4，寡頭優勢持續。

圖 1：中國游戲市場規模



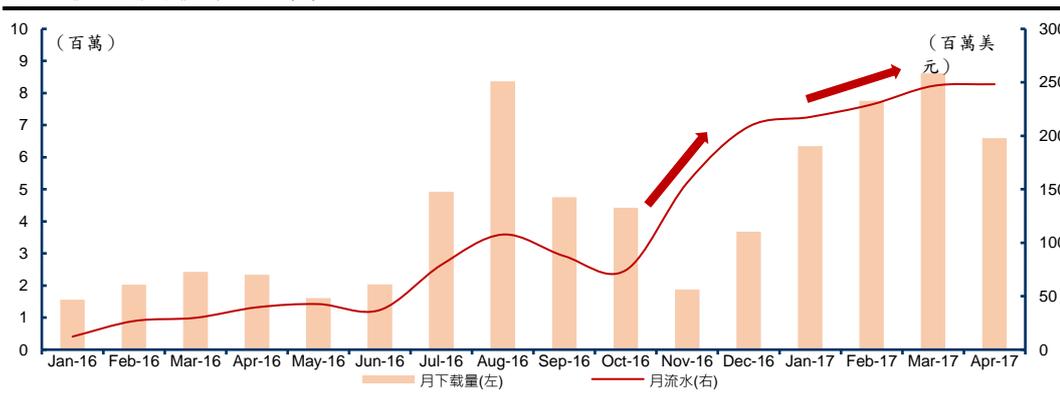
資料來源：iResearch

圖 2：公司游戲收入及預測



資料來源：公司，招銀國際研究預測

圖 3：《王者榮耀》月流水增勢不減



資料來源：PRIORI DATA 監測、招銀國際研究

圖 4: TOP100 iOS 暢銷榜遊戲中公司占 25 款

TOP10						
王者榮耀	1	龍之谷	6	劍俠情緣	10	
TOP11-30						
夢幻誅仙	17	穿越火線	18	歡樂鬥地主	24	彈彈堂 26 火影忍者 27 天天愛消除 29
TOP31-50						
拳皇98終極之戰OL	34	御龍在天	39	全民飛機大戰	42	英雄殺 49
TOP50-100						
傳奇世界	51	征途	52	騰訊歡樂麻將	53	熱血傳奇 57 天天酷跑 69 龍珠激斗 71
全民突擊	72	天天炫斗	82	六龍爭霸3D	93	仙劍奇俠傳 95 雷霆戰機 96 奇跡暖暖 98

資料來源：App Annie(以 2017/5/15 數據計)、招銀國際研究

新游儲備強大(超 50 款)，全品類布局實現梯度接力。公司今年新游儲備豐富，于 UP2017 大會上曝光 37 款新游(27 款手游、9 款端游及 1 款 H5 遊戲)。輔之近期封測的國名大 IP 遊戲《魂門羅》、《天龍八部經典版》等，遊戲儲備超過 50 個，試錯成本低。

圖 5: 公司部分手游儲備

遊戲名稱	類型	IP	開發團隊	自研/代理	上線時間
合作發行					
魔力寶貝	MMORPG	有	SE 中國	代理	2017
天堂 2: 誓言	MMORPG	有	Netmarble	代理	2017
劍網 3: 指尖江湖	MMORPG	有	西山居	代理	2016 年 8 月 28 日完成上輪封測
擇天記	MMORPG	有	無錫七酷	代理	暑期
奇跡: 覺醒	MMORPG	有	天馬時空	代理	TBD
傳奇霸業	MMORPG	有	三七互娛	代理	TBD
拳皇: 命運	格鬥	有	銀漢遊戲	代理	2017
尋仙	MMORPG	有	象素軟件	代理	2H17
QQ 炫舞	休閒競技	有	端游原班人馬	自研	2H17
英雄無敵: 戰爭紀元	SLG	有	玩蟹科技	代理	TBD
從前有座靈劍山	MMORPG	有	凱撒文化	代理	2017
中國驚奇先生	MMORPG	有	火谷網絡	代理	TBD
旗下工作室研發					
亂世王者	SLG	有	天美工作室	自研	TBD
我的王朝	SLG	無	光子工作室群	自研	TBD
妖精的尾巴: 魔導少年	回合制 RPG	有	魔方工作室群	自研	TBD
QQ 飛車	休閒競技	有	天美工作室群	自研	2017
軒轅傳奇	MMORPG	有	北極光工作室群	自研	暑期
一人之下	格鬥	有	騰訊魔方工作室群	自研	TBD
天天愛消除第二代	消除	有	天美工作室	自研	2017
騰訊國際象棋	棋牌	無	騰訊	自研	2017
英雄戰歌	棋牌	無	騰訊	自研	2017
進擊的棋牌	棋牌	無	騰訊	自研	2017
極光計劃					
艦炮與魚雷	TPS	無	祖龍娛樂	NA	TBD
卡片怪獸	卡牌	無	木七七	NA	TBD
初音未來: 夢幻歌姬	音樂養成	有	掌趣科技	NA	TBD
Hello Kitty 環球之旅	消除	有	睿運網絡	NA	TBD
無盡遠征	MMORPG	無	億馬聯盟	NA	TBD

資料來源：根據騰訊 UP2017 大會資料整理、招銀國際研究

圖 6: 公司部分端游儲備

遊戲名稱	類型	開發團隊	上線時間
極品飛車 Online	竞速	EA	暑期不刪檔測試
火箭聯盟	休閒競技	Psyonix	即將開測
百變球球	休閒競技	Ready At Dawn	TBD
虛幻爭霸	MOBA	Epic Games	TBD
槍火游俠	FPS	Hi-Rez	7 月不刪檔測試
變形金剛	FPS	EA	5 月 18 日不刪檔測試
火源	RPG	英佩遊戲	5 月內測, 9 月不刪檔測試
流放之路	ARPG	Grinding Gear Games	夏季限號公測
冒險島 2	MMORPG	Nexon	正在進行終極刪檔內測

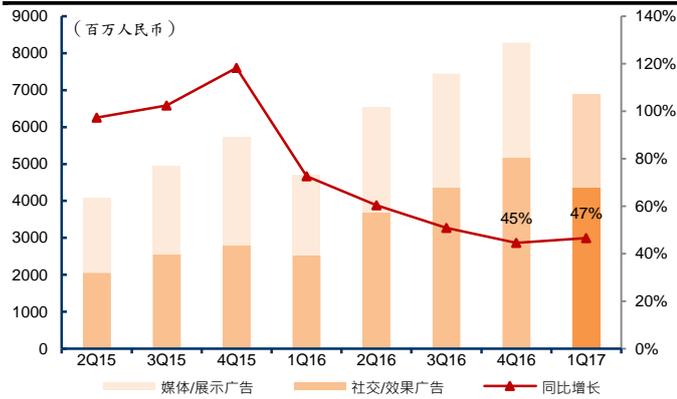
資料來源：根據騰訊 UP2017 大會資料整理、招銀國際研究

廣告增速回升：社交廣告高增長，期待信息流及視頻廣告發力

1Q17 廣告增速回升，去弱季節效應。雖然第一季度為廣告淡季，但1Q17廣告收入同比增長達47% (vs. 4Q16 +45%YoY)，印證此前預測的增速反彈。其中，媒體廣告收入增長20%至25.1億元，受益於移動媒體平臺（騰訊新聞及騰訊視頻）的收入增長。社交及其他廣告收入增長67%至43.8億元，受益於微信朋友圈、微信公眾號、應用商店及手機瀏覽器的增長。我們認為公司未來廣告增長將延續企穩回升態勢，支撐點為：

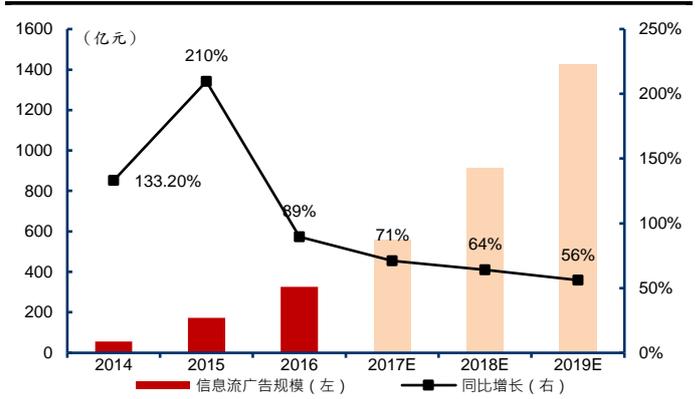
- 1) 社交及其他廣告收入：朋友圈廣告價格高效果好（CPM 底價或超40元/千次曝光），但考慮用戶體驗投放較為克制；考慮微信月活及使用時長均保持高位，我們認為變現程度僅為內部調控問題。根據《2016年度微信公眾號數據洞察報告》報告顯示，2016年公眾號數量同比增長32.1%，預計於2017年超過2000個。而休閒娛樂類、汽車類公眾引領公眾號內容閱讀市場，該部分為主要廣告主集中行業。
- 2) 媒體廣告收入：預計將受益於騰訊新聞（信息流廣告）及騰訊視頻（視頻廣告）的超預期表現。隨著廣告主對曝光與效果的雙重需求不斷凸顯，原生信息流廣告進入井噴式發展，2016年市場規模大漲89%至325.7億元，且預計未來三年CAGR高達64%。而公司手握騰訊新聞及天天快報兩大利器，其中騰訊新聞DAU居行業第一。參看今日頭條的收入爆發式增長，我們認為資訊信息流後期會釋放更多驚喜。而騰訊視頻MAU及DAU均為行業第一，參看愛奇藝去年收入113%的同比增長及虧損持續收窄，騰訊視頻的後期補充效應（貢獻廣告及社區增值服務）及盈虧平衡可期。
- 3) 內部人事調整：OMG事業群總裁的變動彰顯公司對廣告業務的重視。在展示廣告向效果廣告的傾斜過程中，公司前期廣告增速下滑，而1Q17的企穩回升亦暗示著調整已基本到位，後期將迎來持續反彈。

圖7: 公司季度廣告收入及同比增速趨勢



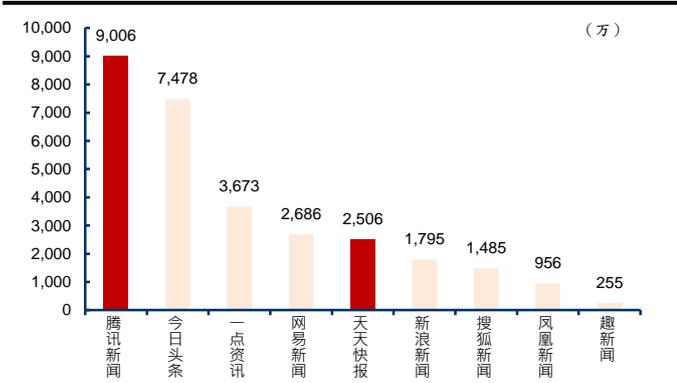
資料來源：公司，招銀國際研究
備註：1Q17廣告收入重新按廣告屬性而非廣告定價模式分類

圖8: 信息流廣告行業規模及增速



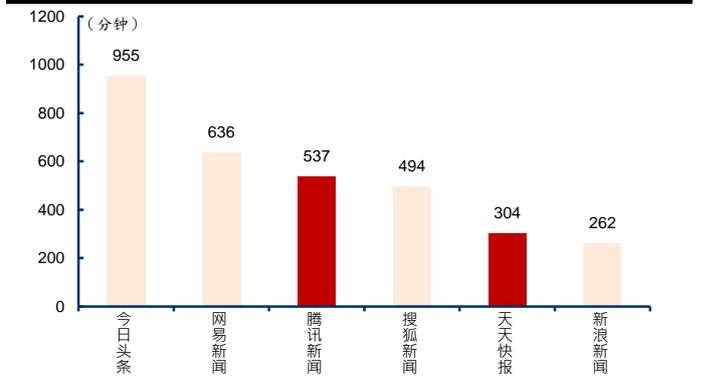
資料來源：iResearch

圖9: 2017年3月信息流產品日活數量



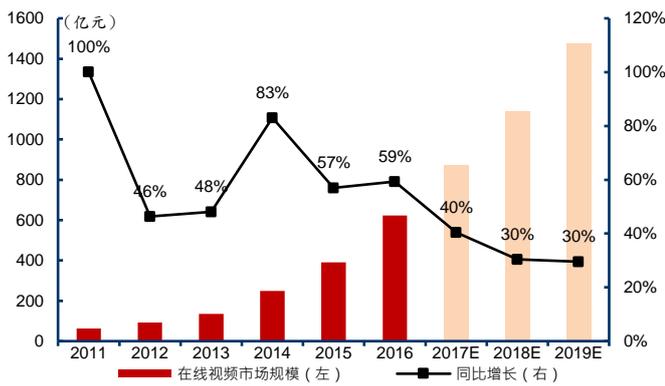
資料來源：QuestMobile, 招銀國際研究

圖10: 2016年12月人均月度使用時長



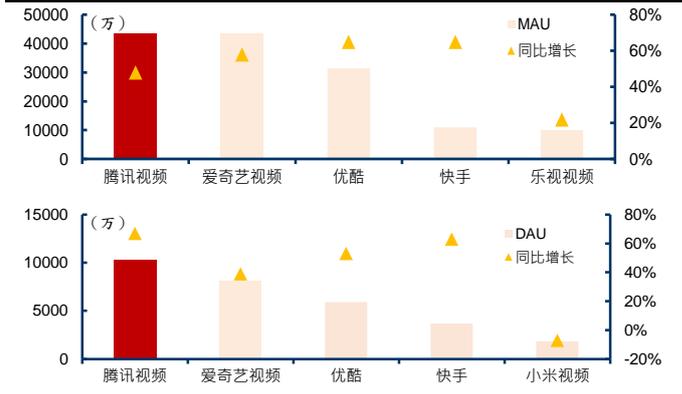
資料來源：QuestMobile, 招銀國際研究

圖 11: 2011-2019 年中國在綫視頻行業市場規模



資料來源: iResearch

圖 12: 2017 年 3 月 TOP5 移動視頻 DAU 及 MAU 比較



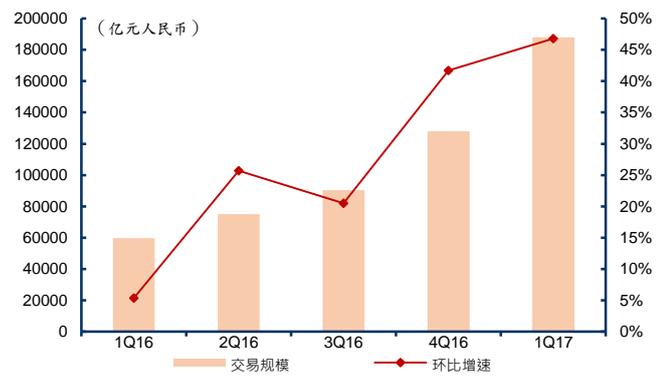
資料來源: QuestMobile, 招銀國際研究

“雲+支付”為長期增長引擎，關注閱文集團及音樂集團上市催化劑

小程序助推微信支付打通綫下，雲計算有望受益遊戲、直播的火熱消費。1Q17 雲、支付及其他收入同比增長 224%，持續保持高速增長。結合行業增速發展，我們預計該部分收入 FY17 同比增長 105%，至 2019 年收入占比超過廣告，為公司長期增長引擎。受益于：1) 小程序推出後，微信支付人均頻次從 1.96 次提升至 2.13 次，而在移動支付行業井噴式發展趨勢下，財付憑藉先天的社交優勢、強用戶粘性逐漸在移動支付領域逐漸蠶食支付寶份額（從 2015 年 21% 的市場份額上升到 1Q17 的 40%）。2) 雲計算有望受益遊戲、直播的火熱消費。

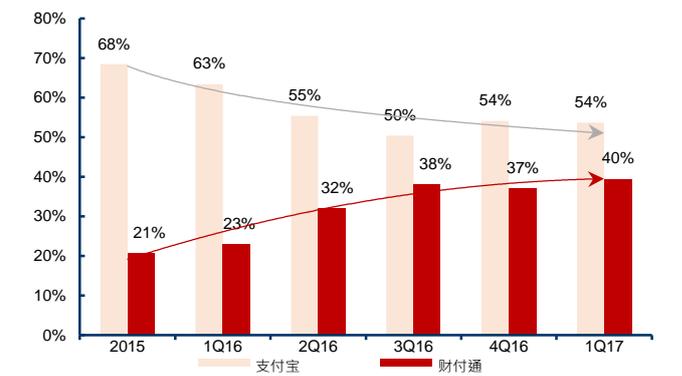
關注閱文及音樂集團上市催化劑。移動音樂賽道：公司旗下音樂娛樂集團坐擁酷狗、QQ、酷我音樂三大 App, DAU 及 MAU 壟斷市場 TOP3，合併後的音樂集團占據手機音樂市場近 60% 的市場份額，潛在的上市機會或將提升公司估值（預計估值約 80~100 億美元）；而近期旗下閱文集團擬來港上市，亦為公司估值提供潛在催化劑。

圖 13: 中國第三方移動支付市場規模及增速



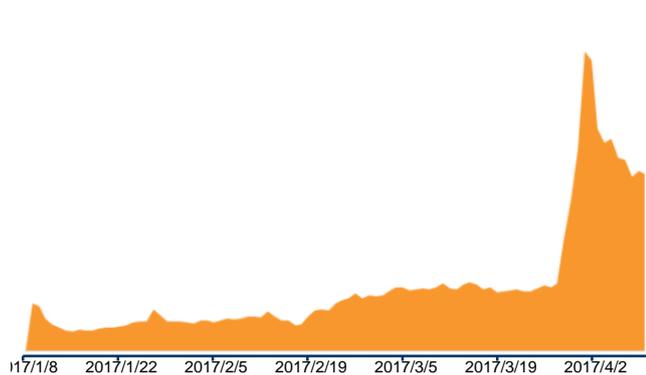
資料來源: 易觀, 招銀國際研究

圖 14: 兩大移動支付應用市場份額變化



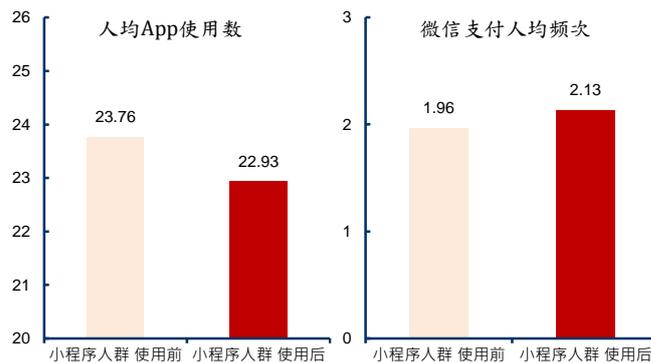
資料來源: QuestMobile, 招銀國際研究

圖 15: 小程序 DAU 變化趨勢



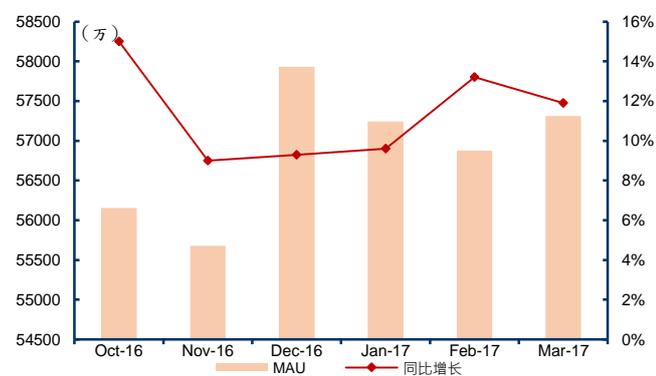
資料來源: QuestMobile, 招銀國際研究

圖 16: 小程序初步效果



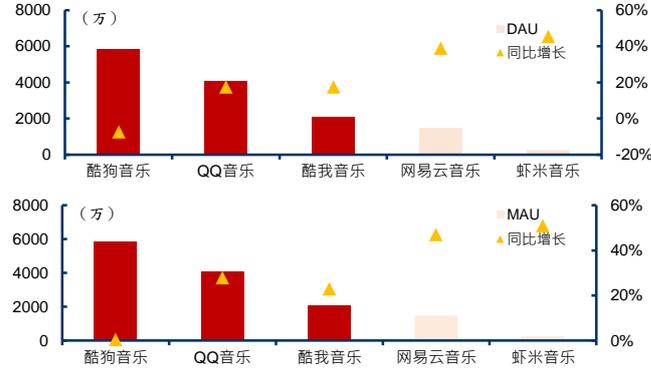
資料來源: QuestMobile, 招銀國際研究

圖 17: 在綫音樂行業用戶規模及同比增速



資料來源: QuestMobile, 招銀國際研究

圖 18: 2017年3月TOP5音樂應用DAU及MAU比較



資料來源: QuestMobile, 招銀國際研究

估值預測

基于遊戲的超預期表現并結合遞延收入的增長，我們上調 FY17 手游遊戲收入 5%，并更新行業增速預測。考慮未來信息流及視頻的廣告貢獻，上調網絡廣告 FY18/19 收入，略下調互聯網增值服務的毛利率。對應 FY17/18/19E 調整後淨利潤預測變化為 +5%/+5%/+1%，目標價由 HK\$257.4 上調至 HK\$301.1，對應 2018 財年 31x PE。重申買入評級。

圖 19：DCF 估值測算及敏感度分析

DCF 估值模型 (百万人民币)	高速成長期					穩定成長期				
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
現金流量預測										
息稅前利潤	67,496	86,392	106,959	128,350	151,453	174,171	200,297	226,336	248,969	268,887
實際稅項	-12,715	-16,229	-20,067	-24,081	-28,415	-32,677	-37,579	-42,464	-46,711	-50,447
折舊與摊销	14,745	16,937	19,261	21,765	24,377	27,059	29,765	32,444	35,039	37,492
營運資本	6,452	2,193	1,612	1,483	1,364	1,255	1,155	1,097	1,042	990
資本開支	-29,047	-31,951	-35,146	-36,904	-38,380	-39,531	-40,717	-41,939	-42,777	-43,633
自由現金流量	46,931	57,342	72,618	90,614	110,400	130,277	152,920	175,473	195,562	213,288
自有現金流同比增速	21%	22%	27%	25%	22%	18%	17%	15%	11%	9%
折合至 2017 年的現金流量	43,495	49,252	57,807	66,852	75,485	82,554	89,808	95,508	98,649	1,823,566
永續期折現值										3,687,352

基本參數

WACC	7.9%
長期增長率	2.0%
債券價值	0

公司價值計算

現金流折現	2,482,976
減：淨金融負債	-48,327
減：少數股東權益	492
股本價值	2,530,811
股本數量 (預期)	9,477
DCF 法之每股價值 (港元)	301.1

資料來源：公司，招銀國際研究

長期增長率	~	WACC				
		6%	7%	8%	9%	10%
0.5%	365.6	300.3	257.1	217.2	189.4	
1.0%	392.9	318.0	269.6	225.8	195.7	
1.5%	426.3	338.9	284.1	235.5	202.7	
2.0%	468.0	364.0	301.1	246.7	210.6	
2.5%	521.6	394.7	321.2	259.5	219.6	
3.0%	593.1	433.0	345.3	274.5	229.8	
3.5%	693.3	482.3	375.0	292.2	241.6	

利潤表

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	102,863	151,938	215,021	277,244	350,822
互联网增值服务	80,669	107,810	140,740	165,434	191,437
网络广告	17,468	26,970	39,107	55,531	74,967
电子商务交易	-	-	-	-	-
其他	4,726	17,158	35,174	56,278	84,417
销售成本	(41,631)	(67,439)	(100,784)	(133,119)	(173,820)
毛利	61,232	84,499	114,237	144,124	177,002
销售费用	(7,993)	(12,136)	(17,202)	(22,180)	(28,066)
行政费用	(16,825)	(22,459)	(31,178)	(37,428)	(43,853)
利息收入	2,327	2,619	3,143	3,771	4,526
其他收益	1,886	3,594	3,594	3,594	3,594
经营利润	40,627	56,117	72,594	91,882	113,203
融资成本	(1,618)	(1,955)	(1,955)	(1,719)	(1,719)
联营公司	(2,793)	(2,522)	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	36,216	51,640	70,639	90,163	111,484
所得税	(7,108)	(10,193)	(12,715)	(16,229)	(20,067)
非控制股东权益	302	352	492	628	776
净利润	28,806	41,095	57,432	73,306	90,641
调整后净利润	32,410	45,420	63,476	81,021	100,180

來源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	151,440	246,745	285,802	329,440	378,709
物业、厂房及设备	9,973	13,900	17,850	21,578	25,358
联营公司	66,945	80,299	96,233	115,353	138,298
投资物业	292	854	854	854	854
无形资产	13,439	36,467	41,040	46,147	51,852
其他	60,791	115,225	129,825	145,507	162,346
流动资产	155,378	149,154	178,469	213,097	258,967
现金及现金等价物	43,438	71,902	91,010	115,573	149,531
受限制现金	54,731	750	750	750	750
初步为期限超过三个月的定期存款	37,331	50,320	50,320	50,320	50,320
应收贸易款项	18,458	24,270	34,347	44,286	56,039
存货	222	263	393	519	678
关连款项	-	-	-	-	-
其他	1,198	1,649	1,649	1,649	1,649
流动负债	124,406	101,197	117,856	130,114	143,638
借债	11,429	12,278	12,278	12,278	12,278
应付贸易账款	85,899	48,286.00	64,945	77,203	90,727
应付税项	2,070	5,964	5,964	5,964	5,964
关连款项	-	-	-	-	-
其他	25,008	34,669	34,669	34,669	34,669
非流动负债	60,312	108,455	108,455	108,455	108,455
借债	12,922	57,549	57,549	57,549	57,549
递延税项	3,668	5,153	5,153	5,153	5,153
其他	43,722	45,753	45,753	45,753	45,753
净资产总值	122,100	186,247	237,960	303,967	385,583
股东权益	120,035	174,624	225,845	291,224	372,063
少数股东权益	2,065	11,623	12,115	12,743	13,519

來源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利潤	29,108	41,447	57,924	73,934	91,417
折舊和攤銷	6,674	12,741	14,745	16,937	19,261
營運資金變動	7,588	11,653	3,309	(1,578)	(2,914)
稅務開支	(5,047)	(10,516)	(12,715)	(16,229)	(20,067)
其他	7,108	10,193	12,715	16,229	20,067
經營活動所得現金淨額	45,431	65,518	75,978	89,293	107,765
購置固定資產、無形資產及土地	(13,105)	(18,754)	(29,047)	(31,951)	(35,146)
聯營公司	(15,399)	(10,116)	(15,934)	(19,121)	(22,945)
其他	(35,101)	(42,053)	(5,509)	(5,732)	(5,913)
投資活動所得現金淨額	(63,605)	(70,923)	(50,489)	(56,803)	(64,004)
股份發行	169	225	-	-	-
淨銀行借貸	13,029	37,464	-	-	-
股息	(2,640)	(3,699)	(6,211)	(7,927)	(9,802)
其他	7,970	(2,547)	(170)	-	-
融資活動所得現金淨額	18,528	31,443	(6,381)	(7,927)	(9,802)
現金增加淨額	354	26,038	19,108	24,562	33,959
年初現金及現金等价物	42,713	43,438	71,902	91,010	115,573
匯兌	371	2,426	-	-	-
年末現金及現金等价物	43,438	71,902	91,010	115,573	149,531
受限制現金	54,731	750	750	750	750
資產負債表的現金	98,169	72,652	91,760	116,323	150,281

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
互聯網增值服務	78.4	71.0	65.5	59.7	54.6
網絡廣告	17.0	17.8	18.2	20.0	21.4
電子商務交易	-	-	-	-	-
其他	4.6	11.3	16.4	20.3	24.1
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	30.3	47.7	41.5	28.9	26.5
毛利	27.4	38.0	35.2	26.2	22.8
經營利潤	33.0	38.1	29.4	26.6	23.2
淨利潤	21.0	42.7	39.8	27.6	23.6
盈利能力比率 (%)					
毛利率	59.5	55.6	53.1	52.0	50.5
稅前利率	35.2	34.0	32.9	32.5	31.8
淨利潤率	28.0	27.0	26.7	26.4	25.8
調整後淨利潤率	31.5	29.9	29.5	29.2	28.6
有效稅率	19.6	19.7	18.0	18.0	18.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.2	1.5	1.5	1.6	1.8
平均應收賬款周轉天數	54.7	51.3	49.8	51.8	52.2
平均應付賬款周轉天數	498.5	363.1	363.1	363.1	363.1
平均存貨周轉天數	2.0	1.3	1.2	1.3	1.3
淨負債 / 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	23.8	22.3	24.3	24.3	23.7
資產回報率	9.5	10.5	12.5	13.6	14.3
每股數據					
每股盈利(人民币)	3.1	4.4	6.1	7.8	9.7
每股股息(人民币)	0.4	0.6	0.7	1.0	1.2
每股賬面值(人民币)	13.1	19.9	25.4	32.4	41.1

來源: 公司及招銀國際研究部預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。