腾讯 (700 HK)

游戏远超预期，广告增速回升

❖ **1Q17 业绩全线超预期。**公司 1Q17 收入 496 亿元（人民币·下同），同比增长 55%，较一致预期高 7%；Non-GAAP 净利润为 142 亿元，同比增长 42%，较一致预期高 5%。主要受益于游戏的超预期表现、广告增速的回升及支付等新兴业务的高速增长。

❖ **国民手游续升，游戏储备充足，递延收入增速创历史新高。**1Q17 公司游戏收入同比增长 34%，手游同比增长 57%（远高于市场预测 40%~50%），受益于爆款《王者荣耀》及《龙之谷》的巨大贡献。《王者荣耀》月流水增势不减（近期月流水约 20 亿元，且呈逐月上升趋势，其中春节假期出现高峰充值），我们预计该款游戏将为公司 FY17 手游收入贡献约 42%，占 2017 年整个手游行业比重近 20%。1Q17 公司递延收入环比增长 36%，增速创历史新高，将为后续 1-2 个季度游戏收入提供有力支撑。此外，新游储备强大（超 50 款），试错成本低，全品类布局保障梯度接力。预计未来三年游戏 CAGR 为 21%。

❖ **广告增速回升：社交广告高增长，期待信息流及视频发力。**虽然第一季度为广告淡季，但 1Q17 广告收入同比增长达 47%（vs. 4Q16 +45% YoY），印证此前预测的增速反弹。其中，媒体广告收入增长 20%至 25.1 亿元，社交及其他广告收入增长 67%至 43.8 亿元。我们认为公司未来广告增速将延续反弹回升态势，支撑点为：1）朋友圈广告价格高效果好，但考虑用户体验投放较为克制；公众号持续增长。2）信息流广告行业预计未来三年 CAGR 高达 64%。而公司手握*腾讯新闻*及*天天快报*两大利器，其中*腾讯新闻* DAU 居行业第一。参看*今日头条*的收入爆发式增长，资讯信息流后期有望释放更多惊喜。3）*腾讯视频* MAU 及 DAU 均为行业第一，参看*爱奇艺*去年收入 113%的同比增长及亏损持续收窄，*腾讯视频*的后期补充效应（贡献广告及社区增值服务）及盈亏平衡可期。

❖ **"云+支付"为长期增长引擎，关注阅文集团及音乐集团上市催化剂。**1Q17 云、支付及其他收入同比增长 224%，我们预计 FY17 该部分收入同比增长 105%，至 2019 年收入占比超过广告，为公司长期增长引擎。受益于：1）小程序推出后，微信支付人均频次从 1.96 次提升至 2.13 次，而在移动支付行业井喷式发展趋势下，财富通凭借先天的社交优势逐渐蚕食支付宝份额（从 2015 年 21%的市场份额上升到 1Q17 的 40%）。2) 云计算有望受益游戏、直播的火热消费。此外，阅文集团及音乐集团的潜在上市机会或将再次提升公司估值。

❖ **上调目标价至 HK$301.1，维持「买入」评级。**基于游戏的超预期表现并结合递延收入的增长，我们上调 FY17/FY18 游戏收入预测。对应 FY17/18/19E 调整后净利润变化为+5%/+5%/+1%，目标价由 HK$257.4 上调至 HK$301.1，对应 2018 财年 31x PE。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)	102,863	151,938	215,021	277,244	350,822
调整后净利润 (百万人民币)	32,410	45,420	63,476	81,021	100,180
调整后 EPS (人民币)	3.4	4.8	6.7	8.5	10.6
EPS 变动 (%)	33%	39%	40%	28%	24%
市盈率(x)	75.6	53.4	38.2	30.0	24.2
市帐率 (x)	17.8	11.8	9.2	7.2	5.7
股息率 (%)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
权益收益率（%）	23.8	22.3	24.3	24.3	23.7
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预测

买入（维持）

目标价	HK$301.1
(此前目标价	HK$257.4)
潜在升幅	+14.0%
当前股价	HK$264.0

黄群
电话：(852) 3900 0889
邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万港元)	2,502,056
3 月平均流通量 (百万港元)	4,114.8
5 周内股价高/低 (港元)	271/155
总股本 (百万)	9,477.1

资料来源: 彭博

股东结构

Naspers Ltd	33.3%
马化腾	8.7%
JP Morgan Chase	5.6%

资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	12.7%	8.1%
3-月	22.5%	16.8%
6-月	31.9%	16.2%

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.tencent.com

公司研究

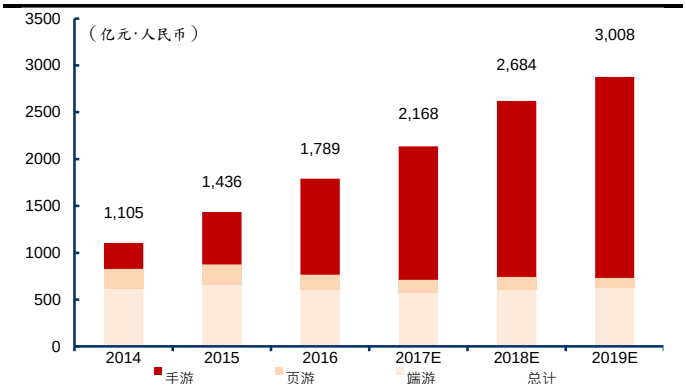
业务更新：国民手游续升，游戏储备充足

核心游戏:爆款增势不减，充足新游储备保障梯度接力

1Q17 游戏超预期表现，递延收入增速创历史新高。1Q17 公司游戏收入同比增长 34%，手游同比增长 57%（远高于市场预测 40%~50%），受益于爆款《王者荣耀》及《龙之谷》的巨大贡献。精品端游《英雄联盟》及《地下城与勇士》亦维持高月活，持续贡献稳健流水。1Q17 公司递延收入环比增长 36%，增速创历史新高，将为后续 1-2 个季度游戏收入提供有力支撑。

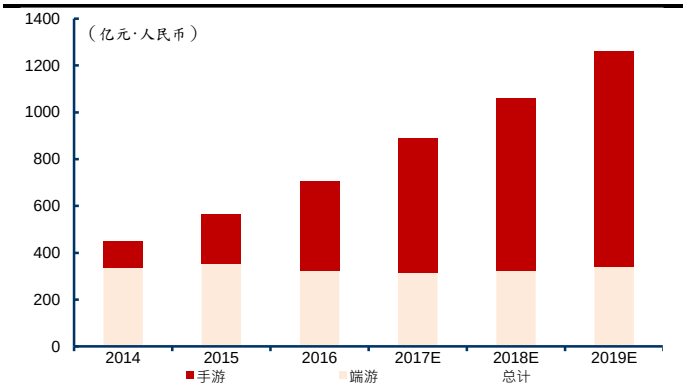
爆款《王者荣耀》月流水增势不减,。《王者荣耀》自 2016 年 10 月份月流水爆发后至 2017 年近期月流水约 20 亿元，且今年 1 至 4 月份月流水依旧保持环比上扬。受益于强社交的游戏互动关系，《王者荣耀》在春节与元旦假期期间呈现充值高峰（eg. 微信组局），至 2017 年 3 月 MAU 已达 1.6 亿，考虑到递延收入，预计将为公司后期游戏收入持续贡献强劲流水。我们预计该款游戏将为公司今年手游收入贡献约 42%，占 2017 年整个手游行业比重近 20%。此外，今年 3 月上线的《龙之谷》 稳居 iOS 畅销榜前 7，而 TOP100 手游中，公司自研/代理游戏占据 1/4，寡头优势持续。

图 1：中国游戏市场规模



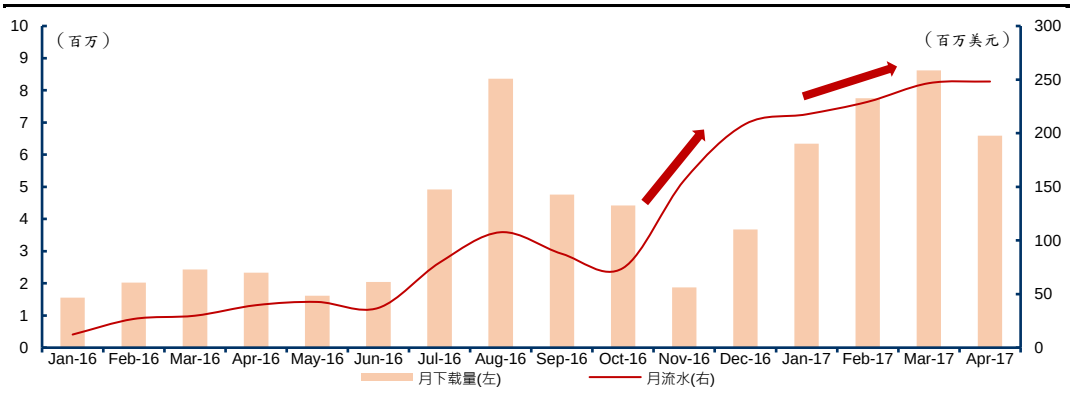
资料来源：iResearch

图 2: 公司游戏收入及预测



资料来源: 公司，招银国际研究预测

图 3:《王者荣耀》月流水增势不减



资料来源：PRIORI DATA 监测、招银国际研究

图 4: TOP100 iOS 畅销榜游戏中公司占 25 款

TOP10													
王者荣耀	1	龙之谷	6	剑侠情缘	10								
TOP11-30													
梦幻诛仙	17	穿越火线	18	欢乐斗地主	24	弹弹堂	26	火影忍者	27	天天爱消除	29		
TOP31-50													
拳皇98终极之战OL	34	御龙在天	39	全民飞机大战	42	英雄杀	49						
TOP50-100													
传奇世界	51	征途	52	腾讯欢乐麻将	53	热血传奇	57	天天酷跑	69	龙珠激斗	71		
全民突击	72	天天炫斗	82	六龙争霸3D	93	仙剑奇侠传	95	雷霆战机	96	奇迹暖暖	98		

资料来源：App Annie(以 2017/5/15 数据计)、招银国际研究

新游储备强大（超 50 款），全品类布局实现梯度接力。公司今年新游储备丰富，于 UP2017 大会上曝光 37 款新游（27 款手游、9 款端游及 1 款 H5 游戏）。辅之近期封测的国名大 IP 游戏《魂斗罗》、《天龙八部经典版》等，游戏储备超过 50 个，试错成本低。

图 5: 公司部分手游储备

游戏名称	类型	IP	开发团队	自研/代理	上线时间
合作发行					
魔力宝贝	MMORPG	有	SE中国	代理	2017
天堂2：誓言	MMORPG	有	Netmarble	代理	2017
剑网3：指尖江湖	MMORPG	有	西山居	代理	2016年8月28日完成上轮封测
择天记	MMORPG	有	无锡七酷	代理	暑期
奇迹:觉醒	MMORPG	有	天马时空	代理	TBD
传奇霸业	MMORPG	有	三七互娱	代理	TBD
拳皇：命运	格斗	有	银汉游戏	代理	2017
寻仙	MMORPG	有	象素软件	代理	2H17
QQ炫舞	休闲竞技	有	端游原班人马	自研	2H17
英雄无敌：战争纪元	SLG	有	玩蟹科技	代理	TBD
从前有座灵剑山	MMORPG	有	凯撒文化	代理	2017
中国惊奇先生	MMORPG	有	火谷网络	代理	TBD
旗下工作室研发					
乱世王者	SLG	有	天美工作室	自研	TBD
我的王朝	SLG	无	光子工作室群	自研	TBD
妖精的尾巴：魔导少年	回合制RPG	有	魔方工作室群	自研	TBD
QQ飞车	休闲竞技	有	天美工作室群	自研	2017
轩辕传奇	MMORPG	有	北极光工作室群	自研	暑期
一人之下	格斗	有	腾讯魔方工作室群	自研	TBD
天天爱消除第二代	消除	有	天美工作室	自研	2017
腾讯国际象棋	棋牌	无	腾讯	自研	2017
英雄战歌	棋牌	无	腾讯	自研	2017
进击的棋牌	棋牌	无	腾讯	自研	2017
极光计划					
舰炮与鱼雷	TPS	无	祖龙娱乐	NA	TBD
卡片怪兽	卡牌	无	木七七	NA	TBD
初音未来：梦幻歌姬	音乐养成	有	掌趣科技	NA	TBD
Hello Kitty环球之旅	消除	有	睿逻网络	NA	TBD
无尽远征	MMORPG	无	亿马联盟	NA	TBD

资料来源：根据腾讯 UP2017 大会资料整理、招银国际研究

图 6: 公司部分端游储备

游戏名称	类型	开发团队	上线时间
极品飞车Online	竞速	EA	暑期不删档测试
火箭联盟	休闲竞技	Psyonix	即将开测
百变球球	休闲竞技	Ready At Dawn	TBD
虚幻争霸	MOBA	Epic Games	TBD
枪火游侠	FPS	Hi-Rez	7月不删档测试
变形金刚	FPS	EA	5月18日不删档测试
火源	RPG	英佩游戏	5月内测，9月不删档测试
流放之路	ARPG	Grinding Gear Games	夏季限号公测
冒险岛2	MMORPG	Nexon	正在进行终极删档内测

资料来源：根据腾讯 UP2017 大会资料整理、招银国际研究

广告增速回升：社交广告高增长，期待信息流及视频广告发力

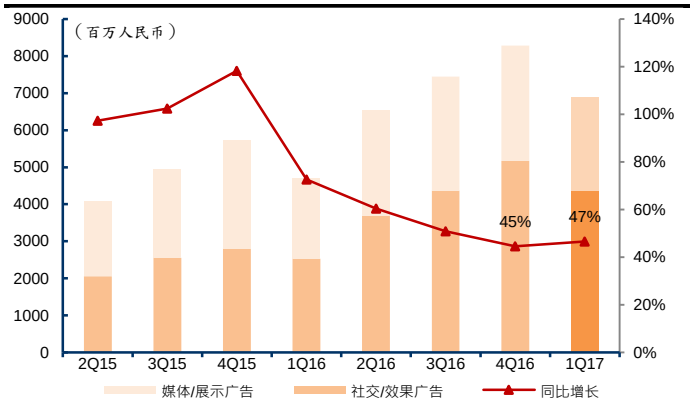
1Q17 广告增速回升，去弱季节效应。虽然第一季度为广告淡季，但 1Q17 广告收入同比增长达 47%（vs. 4Q16 +45%YoY），印证此前预测的增速反弹。其中，媒体广告收入增长 20%至 25.1 亿元，受益于移动媒体平台（腾讯新闻及腾讯视频）的收入增长。社交及其他广告收入增长 67%至 43.8 亿元，受益于微信朋友圈、微信公众号、应用商店及手机浏览器的增长。我们认为公司未来广告增长将延续企稳回升态势，支撑点为：

1）社交及其他广告收入：朋友圈广告价格高效果好（CPM 底价或超 40 元/千次曝光），但考虑用户体验投放较为克制；考虑微信月活及使用时长均保持高位，我们认为变现程度仅为内部调控问题。根据《2016 年度微信公众号数据洞察报告》报告显示，2016 年公众号数量同比增长 32.1%，预计于 2017 年超过 2000 个。而休闲娱乐类、汽车类公众引领公众号内容阅读市场，该部分为主要广告主集中行业。

2）媒体广告收入：预计将受益于腾讯新闻（信息流广告）及腾讯视频（视频广告）的超预期表现。随着广告主对曝光与效果的双重需求不断凸显，原生信息流广告进入井喷式发展，2016 年市场规模大涨 89%至 325.7 亿元，且预计未来三年 CAGR 高达 64%。而公司手握腾讯新闻及天天快报两大利器，其中腾讯新闻 DAU 居行业第一。参看今日头条的收入爆发式增长，我们认为资讯信息流后期会释放更多惊喜。而腾讯视频 MAU 及 DAU 均为行业第一，参看爱奇艺去年收入 113%的同比增长及亏损持续收窄，腾讯视频的后期补充效应（贡献广告及社区增值服务）及盈亏平衡可期。

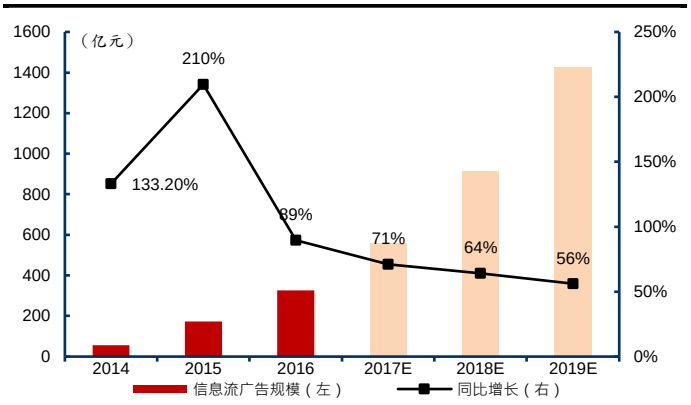
3）内部人事调整：OMG 事业群总裁的变动彰显公司对广告业务的重视。在展示广告向效果广告的倾斜过程中，公司前期广告增速下滑，而 1Q17 的企稳回升亦暗示着调整已基本到位，后期将迎来持续反弹。

图 7: 公司季度广告收入及同比增速趋势



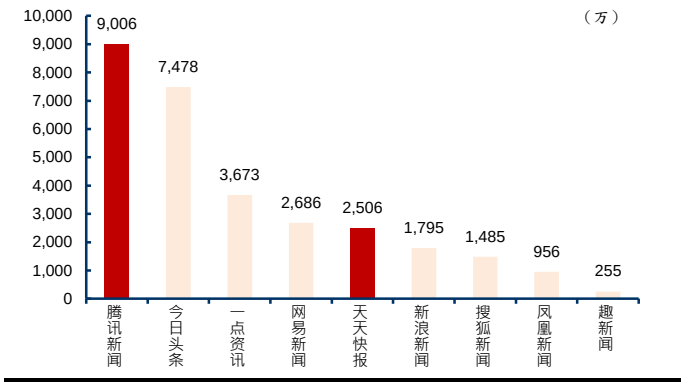
资料来源：公司，招银国际研究
备注：1Q17 广告收入重新按广告属性而非广告定价模式分类

图 8:信息流广告行业规模及增速



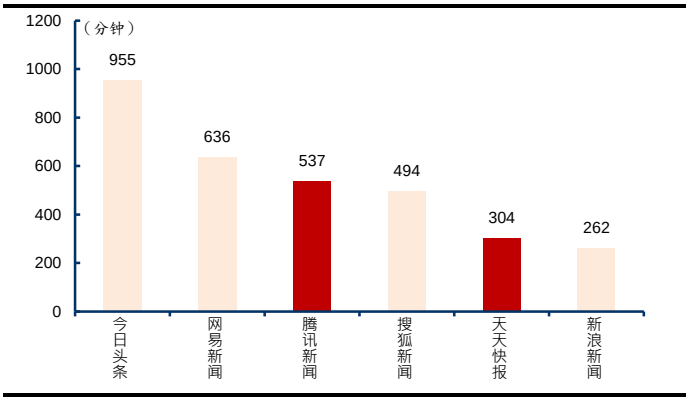
资料来源: iResearch

图 9： 2017 年 3 月信息流产品日活数量



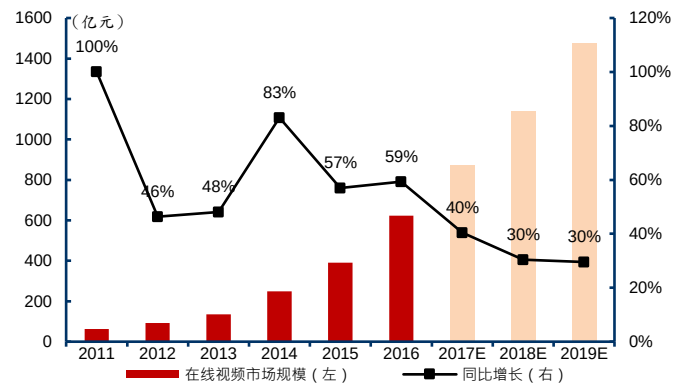
资料来源：QuestMobile, 招银国际研究

图 10: 2016 年 12 月人均月度使用时长



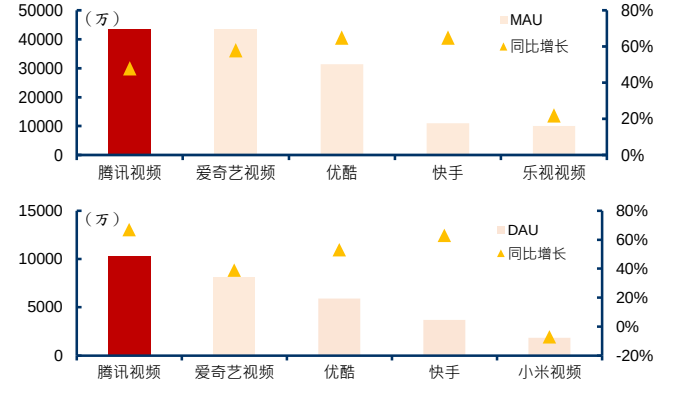
资料来源: QuestMobile，招银国际研究

图 11: 2011-2019 年中国在线视频行业市场规模



资料来源：iResearch

图 12: 2017 年 3 月 TOP5 移动视频 DAU 及 MAU 比较



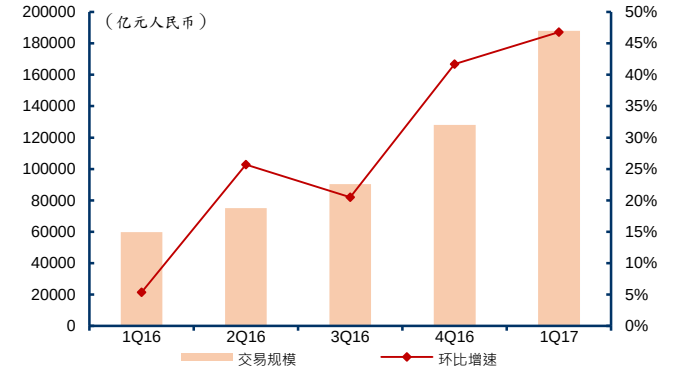
资料来源: QuestMobile，招银国际研究

“云+支付”为长期增长引擎，关注阅文集团及音乐集团上市催化剂

小程序助推微信支付打通线下，云计算有望受益游戏、直播的火热消费。1Q17 云、支付及其他收入同比增长 224%，持续保持高速增长。结合行业增速发展，我们预计该部分收入 FY17 同比增长 105%，至 2019 年收入占比超过广告，为公司长期增长引擎。受益于：1）小程序推出后，微信支付人均频次从 1.96 次提升至 2.13 次，而在移动支付行业井喷式发展趋势下，财付通凭借先天的社交优势、强用户粘性逐渐在移动支付领域逐渐蚕食支付宝份额（从 2015 年 21%的市场份额上升到 1Q17 的 40%）。2) 云计算有望受益游戏、直播的火热消费。

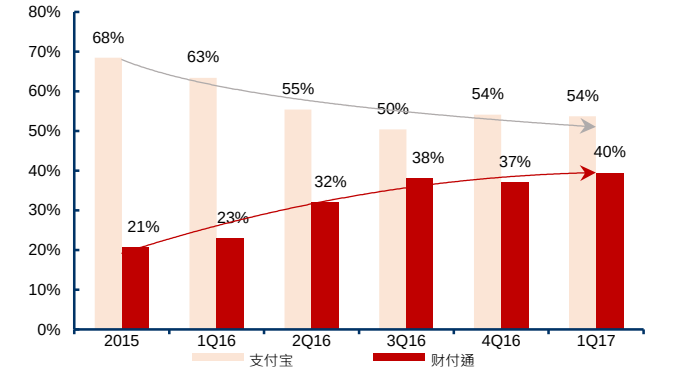
关注阅文及音乐集团上市催化剂。移动音乐赛道：公司旗下音乐娱乐集团坐拥酷狗、QQ、酷我音乐三大 App, DAU 及 MAU 垄断市场 TOP3，合并后的音乐集团占据手机音乐市场近 60%的市场份额，潜在的上市机会或将提升公司估值（预计估值约 80~100 亿美元）；而近期旗下阅文集团拟来港上市，亦为公司估值提供潜在催化剂。

图 13: 中国第三方移动支付市场规模及增速



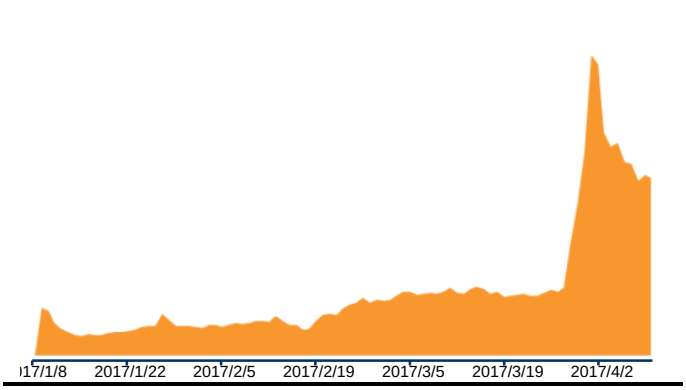
资料来源: 易观，招银国际研究

图 14: 两大移动支付应用市场份额变化



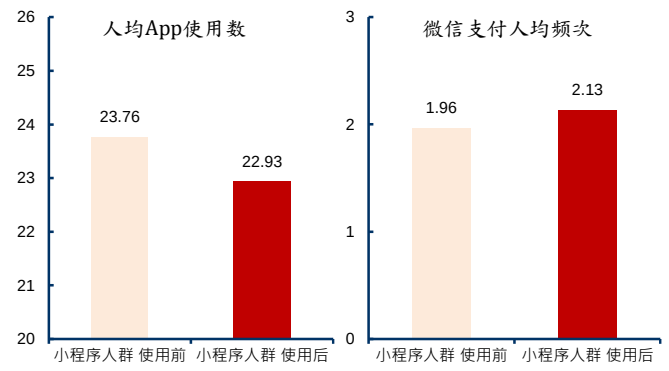
资料来源: QuestMobile，招银国际研究

图 15: 小程序 DAU 变化趋势



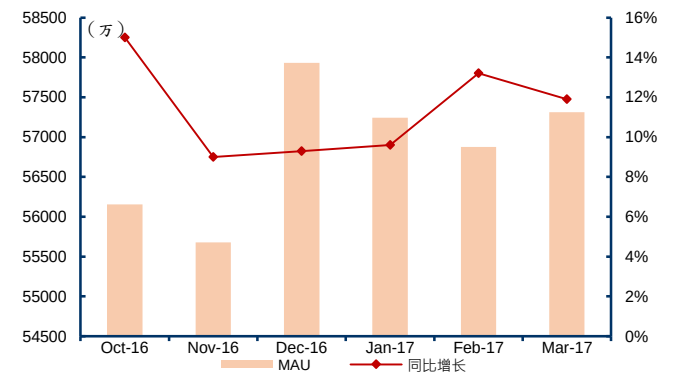
资料来源: QuestMobile，招银国际研究

图 16: 小程序初步效果



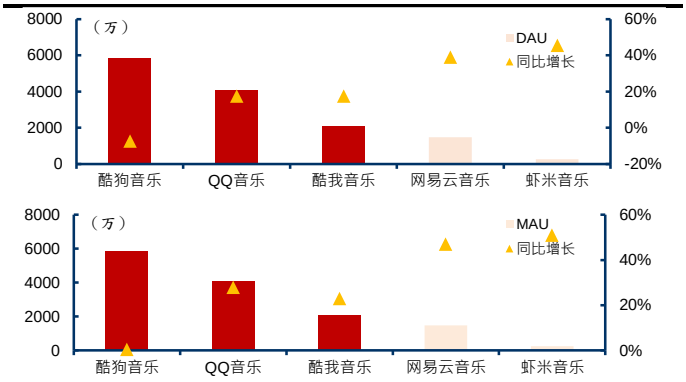
资料来源: QuestMobile，招银国际研究

图 17: 在线音乐行业用户规模及同比增速



资料来源: QuestMobile，招银国际研究

图 18: 2017 年 3 月 TOP5 音乐应用 DAU 及 MAU 比较



资料来源: QuestMobile，招银国际研究

估值预测

基于游戏的超预期表现并结合递延收入的增长，我们上调 FY17 手游游戏收入 5%，并更新行业增速预测。考虑未来信息流及视频的广告贡献，上调网络广告 FY18/19 收入，略下调互联网增值服务的毛利率。对应 FY17/18/19E 调整后净利润预测变化为 +5%/+5%/+1%,目标价由 HK$257.4 上调至 HK$301.1，对应 2018 财年 31x PE。重申买入评级。

图 19：DCF 估值测算及敏感度分析

DCF估值模型（百万人民币）	高速成长期					稳定成长期				
现金流量预测	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
息税前利润	67,496	86,392	106,959	128,350	151,453	174,171	200,297	226,336	248,969	268,887
实际税项	-12,715	-16,229	-20,067	-24,081	-28,415	-32,677	-37,579	-42,464	-46,711	-50,447
折旧与摊销	14,745	16,937	19,261	21,765	24,377	27,059	29,765	32,444	35,039	37,492
营运资本	6,452	2,193	1,612	1,483	1,364	1,255	1,155	1,097	1,042	990
资本开支	-29,047	-31,951	-35,146	-36,904	-38,380	-39,531	-40,717	-41,939	-42,777	-43,633
自由现金流量	**46,931**	**57,342**	**72,618**	**90,614**	**110,400**	**130,277**	**152,920**	**175,473**	**195,562**	**213,288**
自有现金流同比增速	21%	22%	27%	25%	22%	18%	17%	15%	11%	9%
折合至2017年的现金流量	**43,495**	**49,252**	**57,807**	**66,852**	**75,485**	**82,554**	**89,808**	**95,508**	**98,649**	**1,823,566**
永续期折现值										**3,687,352**

基本参数	
WACC	**7.9%**
长期增长率	**2.0%**
债券价值	**0**

公司价值计算	
现金流折现	**2,482,976**
减：净金融负债	-48,327
减：少数股东权益	492
股本价值	2,530,811
股本数量（预期）	9,477
DCF法之每股价值（港元）	**301.1**

		WACC				
	~	6%	7%	8%	9%	10%
长期增长率	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

资料来源: 公司，招银国际研究

利润表

年结: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**

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	**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

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	29,108	41,447	57,924	73,934	91,417
折旧和摊销	6,674	12,741	14,745	16,937	19,261
营运资金变动	7,588	11,653	3,309	(1,578)	(2,914)
税务开支	(5,047)	(10,516)	(12,715)	(16,229)	(20,067)
其他	7,108	10,193	12,715	16,229	20,067
经营活动所得现金净额	**45,431**	**65,518**	**75,978**	**89,293**	**107,765**
购置固定资产、无形资产及土地	(13,105)	(18,754)	(29,047)	(31,951)	(35,146)
联营公司	(15,399)	(10,116)	(15,934)	(19,121)	(22,945)
其他	(35,101)	(42,053)	(5,509)	(5,732)	(5,913)
投资活动所得现金净额	**(63,605)**	**(70,923)**	**(50,489)**	**(56,803)**	**(64,004)**
股份发行	169	225	-	-	-
净银行借贷	13,029	37,464	-	-	-
股息	(2,640)	(3,699)	(6,211)	(7,927)	(9,802)
其他	7,970	(2,547)	(170)	-	-
融资活动所得现金净额	**18,528**	**31,443**	**(6,381)**	**(7,927)**	**(9,802)**
现金增加净额	**354**	**26,038**	**19,108**	**24,562**	**33,959**
年初现金及现金等价物	42,713	43,438	71,902	91,010	115,573
汇兑	371	2,426	-	-	-
年末现金及现金等价物	**43,438**	**71,902**	**91,010**	**115,573**	**149,531**
受限制现金	54,731	750	750	750	750
资产负债表的现金	**98,169**	**72,652**	**91,760**	**116,323**	**150,281**

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 (%)					
互联网增值服务	78.4	71.0	65.5	59.7	54.6
网络广告	17.0	17.8	18.2	20.0	21.4
电子商务交易	-	-	-	-	-
其他	4.6	11.3	16.4	20.3	24.1
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	30.3	47.7	41.5	28.9	26.5
毛利	27.4	38.0	35.2	26.2	22.8
经营利润	33.0	38.1	29.4	26.6	23.2
净利润	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
税前利率	35.2	34.0	32.9	32.5	31.8
净利润率	28.0	27.0	26.7	26.4	25.8
调整后净利润率	31.5	29.9	29.5	29.2	28.6
有效税率	19.6	19.7	18.0	18.0	18.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.2	1.5	1.5	1.6	1.8
平均应收账款周转天数	54.7	51.3	49.8	51.8	52.2
平均应付帐款周转天数	498.5	363.1	363.1	363.1	363.1
平均存货周转天数	2.0	1.3	1.2	1.3	1.3
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	23.8	22.3	24.3	24.3	23.7
资产回报率	9.5	10.5	12.5	13.6	14.3
每股数据					
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
每股账面值(人民币)	13.1	19.9	25.4	32.4	41.1

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之分析员，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于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: 香港中环夏悫道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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责任。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着区别，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，请与我们联络。

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 年证券交易法规则 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。