

欢聚时代(YY US)

虎牙首次盈利，关注游戏直播风口

- ❖ **4Q17 超预期，用户稳健增长。**公司 4Q17 收入 36.3 亿元（人民币·下同），同比增长 46%，较一致预测高 4%；Non-GAAP 净利润为 9.5 亿元，同比增长 59%，较预期高 34%，主要受益于利润率的改善。1Q18 收入指引为 30~31.5 亿元，仅符合一致预测；该指引中值环比下降 15%，归因于直播弱季节效应（春节较往年晚两周）。此外，在轻营销获客及产品未出新情况下，用户数据均实现自然增长：移动直播月活环比增长 5%至 7,650 万，流媒体直播付费用户数环比增长 3%至 650 万。虽然净增用户有所放缓，但主要归因于 4Q17 虎牙的弱季节效应（1Q 及 3Q 为虎牙强季节）以及 4Q17 玩法出新及渠道获客较为节制（其中 S&M 费用率环比下滑 4 个百分点）。
- ❖ **虎牙首次盈亏平衡，腾讯入股及上市释放估值。**虎牙收入同比增长 118%至 7.4 亿元，首次实现经营利润盈亏平衡。我们预计 2018 年将为游戏直播大年，驱动力为：1) 生存类游戏风靡；2) 电竞产业崛起；3) **腾讯 (700 HK, 买入)** 入局、流量资本支持；4) 头部平台上市。近期<绝地求生>已成为继<王者荣耀>后的另一款直播吸金游戏，为直播平台带来更多年龄段及高消费力用户（此前用户较年轻）。作为游戏直播第一梯队的虎牙，目前 PUBG 直播观众高峰超 300 万（高于<王者荣耀>），有望受益于生存类游戏直播热潮及近期多位 PUBG 头部主播的入驻。此外，虎牙已于美国提交 F1 上市申请文件，并于 3 月获腾讯 4.6 亿美元独家战略投资（B 轮），憧憬上市后释放公司估值。
- ❖ **YY Live 出新暂缓，憧憬欢乐斗系列及算法升级持续获客。**YY Live 收入同比增长 35%（环比增长 15%），在 4Q17 出新较少情况下，依旧凭借欢乐斗、陪我等系列玩法吸引自然用户增长及付费用户数、ARPU 的提升。“一起玩”系列中新增“表情消消乐”“PK 小游戏”等小游戏，加强腰部用户及主播互动、降低直播门槛。此外，公司将继续在 AR 玩法、算法优化层面投入，以增强用户互动、提升消费率及主播收入离散化（TOP10 主播收入占比呈下滑态势）。
- ❖ **1Q18 利润率或短期承压，但长期趋势向好。**1Q18 YY Live 受弱季节效应拖累，收入及 MAU 或存在环比下滑压力。1Q18 个别主播被封、喊麦文化受限等事件，导致部分主播被禁，但对平台整体表现影响较小。维持监管肃严趋势下助于直播健康发展、用户向大平台集中观点。我们预计 1Q18 Non-GAAP 经营利润率环比下滑 6~7 个百分点，至 21%~22%，归因于：1) <开心斗>独立 APP 的推广及 YY Live 直播答题等玩法下，S&M 费用率的环比上升；2) 弱季节效应下毛利率改善不明显。但利润率长期趋势向好，受益于虎牙利润率的改善。
- ❖ **上调目标价至 US\$176.3，维持买入评级。**基于超预期业绩、生存类游戏热潮，我们分别上调 FY18/19E EPS 4%/5%。目标价由 US\$141.2 上调至 US\$176.3，对应 21x FY18E P/E，基于 SOTP 估值：1) YY Live (14x FY18 P/E)；2) 虎牙 (30x FY19 P/E，折现至 FY18)。除 EPS 上调外，整体估值的提升也归因于虎牙估值的提高：鉴于虎牙已盈亏平衡，我们改用 PE 估值，而非此前参考斗鱼融资估值。重申「买入」评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	8,204	11,595	15,164	18,401	21,943
调整后净利润(百万人民币)	1,681	2,751	3,230	4,003	4,860
调整后 EPADS(人民币)	27.65	45.23	53.10	65.81	79.90
EPADS 变动(%)	31%	64%	17%	24%	21%
市盈率(x)	27.8	17.0	14.5	11.7	9.6
市帐率(x)	7.5	3.4	2.7	2.1	1.7
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	36%	31%	23%	23%	22%
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

买入（维持）

目标价	US\$176.3
(此前目标价)	US\$141.2
潜在升幅	+46.9%
当前股价	US\$120.0

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

伍力恒

电话：(852) 3900 0881

邮件：alexng@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	7,579
3 月平均流通量(百万美元)	178.3
5 周内股价高/低(美元)	143/43
总股本(百万)	63.2

资料来源：彭博

股东结构

Li Xueling	16.9%
T Rowe Price Group	5.4%
Blackrock	3.9%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.0%	-2.9%
3-月	11.8%	4.5%
6-月	53.8%	37.3%

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.yy.com

4Q17 利润率改善，业绩超预期

公司 4Q17 收入 36.3 亿元（人民币·下同），同比增长 46%，较一致预测高 4%；Non-GAAP 净利润为 9.5 亿元，同比增长 59%，超预期高 34%，主要受益于利润率的改善（毛利率同比增加 2 个百分点、S&M 费用率环比下滑 4 个百分点）。

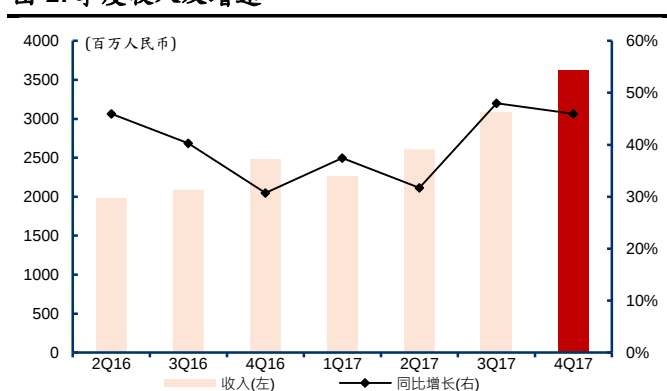
1Q18 收入指引为 30~31.5 亿元（同比增长 32%~39%），仅符合一致预测；该指引中值环比下降 15%，归因于直播弱季节效益（春节较往年晚两周）。我们认为直播行业的弱季节效应符合正常直播用户及主播的行为习惯，源于春节休息期间主播开播率较低、且多数用户处于线下社交及游戏、短视频等活动；此外，YY 往年 1Q 收入均存在 10%~15% 的环比下滑、其他直播平台春节期间用户环比下滑等现象亦印证了该季节效应。

图 1: 季度财务概览

(百万人民币)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	3Q17 YoY	3Q17 QoQ
收入	1,981	2,090	2,484	2,267	2,609	3,092	3,627	46%	17%
收入结构细分									
直播	1,661	1,790	2,218	2,057	2,373	2,872	3,369	52%	17%
游戏	188	150	125	140	154	122	128	2%	5%
会员	72	69	75	45	52	49	50	-32%	2%
其他	59	81	66	24	29	49	79	21%	62%
平台细分									
YY Live	1,838	1,893	2,145	1,868	2,148	2,509	2,886	35%	15%
虎牙	143	197	339	399	461	584	741	118%	27%
销售成本	(1,208)	(1,275)	(1,560)	(1,377)	(1,563)	(1,889)	(2,197)	41%	16%
毛利	772	815	925	890	1,046	1,203	1,430	55%	19%
毛利率	39%	39%	37%	39%	40%	39%	39%	+2ppts	+0ppts
研发费用	(172)	(163)	(160)	(166)	(167)	(166)	(283)	77%	70%
研发/收入比重	-9%	-8%	-6%	-7%	-6%	-5%	-8%	-2ppts	-3ppts
销售费用	(89)	(109)	(112)	(89)	(204)	(249)	(149)	33%	-40%
销售/收入比重	-4%	-5%	-4%	-4%	-8%	-8%	-4%	+0ppts	+4ppts
行政费用	(90)	(103)	(206)	(77)	(105)	(145)	(219)	6%	51%
行政/收入比重	-5%	-5%	-8%	-3%	-4%	-5%	-6%	+2ppts	-1ppts
经营利润	444	473	622	617	599	661	822	32%	24%
其他收益（费用）	(33)	(3)	31	8	69	44	70	126%	61%
税前利润	411	470	653	625	669	705	892	37%	26%
所得税	(75)	(70)	(86)	(89)	(101)	(75)	(152)	77%	103%
非控制股东权益	7	0	5	7	5	6	18	229%	208%
净利润	343	400	572	543	574	636	740	29%	16%
NonGAAP 净利润	385	436	599	566	597	639	949	59%	48%
NonGAAP 净利润率	19%	21%	24%	25%	23%	21%	26%	+2ppts	+5ppts

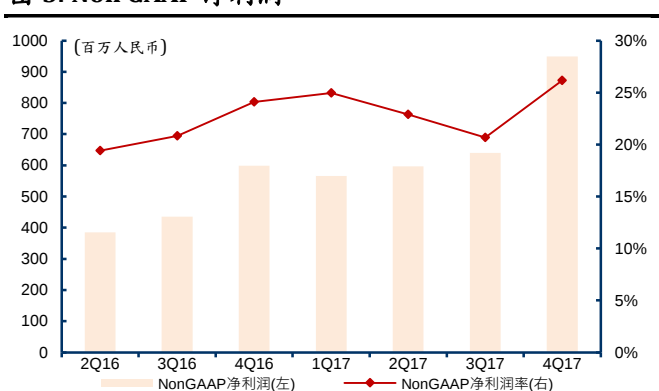
资料来源：公司，招银国际研究

图 2: 季度收入及增速



资料来源：公司，招银国际研究

图 3: Non GAAP 净利润

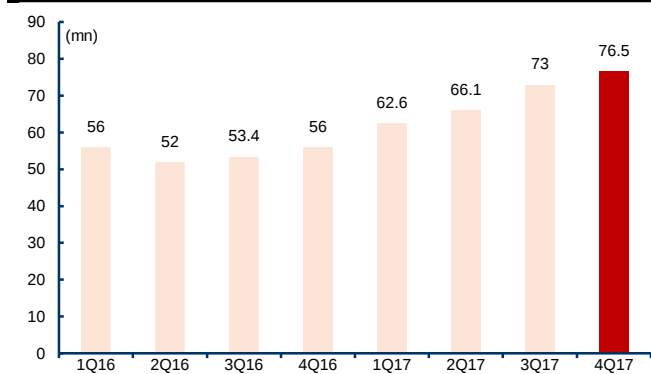


资料来源：公司，招银国际研究

用户增长稳健

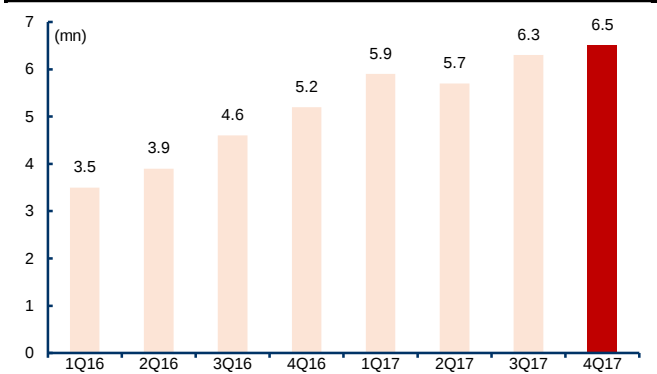
在轻营销获客及产品未出新情况下，用户数据均实现自然增长：移动直播月活环比增长 5% 至 7,650 万，流媒体直播付费用户数环比增长 3% 至 650 万。虽然净增用户有所放缓，但主要归因于 4Q17 虎牙的弱季节效应（1Q 及 3Q 为虎牙强季节）以及 4Q17 玩法出新及渠道获客较为节制。预计 1Q18 YY Live 月活会受弱季节效应影响，但虎牙月活数据依旧向好（春节期间受益于游戏的火热）。

图 4: 移动直播月活增长



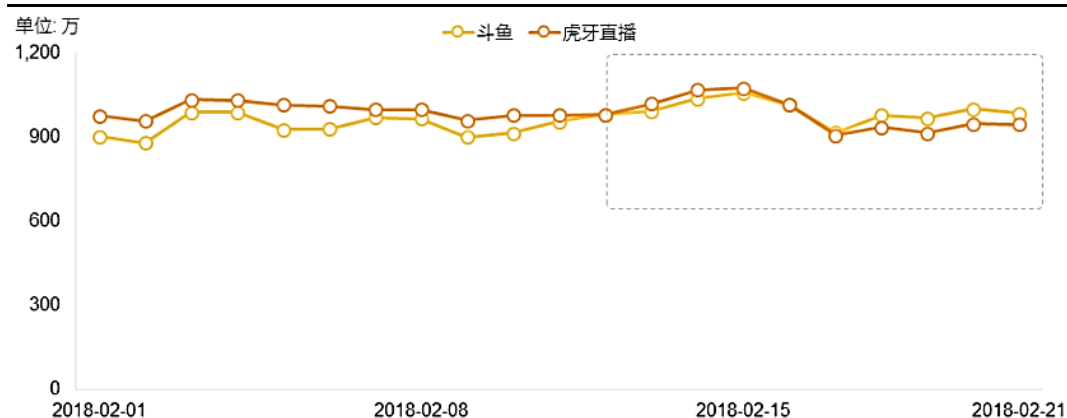
资料来源：公司，招银国际研究

图 5: 直播付费用户增长



资料来源：公司，招银国际研究

图 6: 2018 年 2 月 TOP2 游戏直播月活趋势，表明受春节影响较小



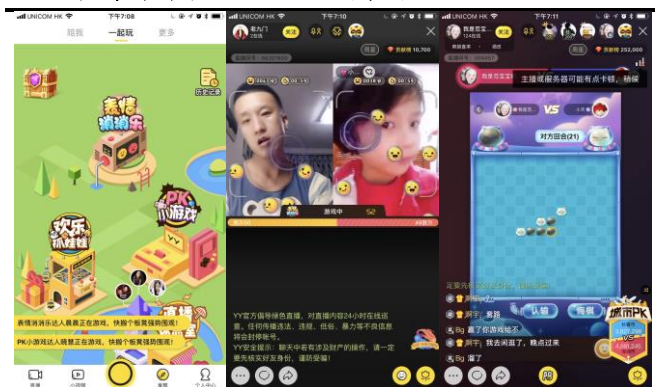
资料来源：QuestMobile，数据取自 2018 年 2 月，招银国际研究

注释：实际月活数据相差较大，仅供趋势参考

YY Live 出新暂缓，憧憬欢乐斗系列及算法升级持续获客

YY Live 收入同比增长 35%（环比增长 15%），在 4Q17 出新较少情况下，依旧凭借欢乐斗、陪我等系列玩法吸引自然用户增长及付费用户数、ARPU 的提升。“一起玩”系列中新增“表情消消乐”“PK 小游戏”等小游戏，加强腰部用户及主播互动、降低直播门槛。短视频 4Q17 观看量继续呈环比倍数增长。此外，公司将继续在 AR 玩法、算法优化层面投入，以增强用户互动、提升消费率及主播收入离散化（TOP10 主播收入占比呈下滑态势）。预计后期每月版本更新次数 2~3 次；从用户体验来看，算法优化后出现显著的协同过滤和聚类推荐效果。

图 7: 表情消消乐、PK 小游戏等新玩法



资料来源：公司，招银国际研究

图 8: 独立 APP<开心斗>用户数据向好

社交游戏领域春节 DAU top 5

App名称	春节DAU (万)	2月DAU均值 (万)	春节DAU 增长率
同桌游戏	257.5	226.2	13.84%
开心斗	158.5	149.7	5.88%
快手小游戏	143.1	123.1	16.25%
狼人杀	123.4	116.2	6.20%
玩吧	106.3	107.2	-0.84%

资料来源：极光大数据，招银国际研究

图 9: YY Live 算法优化效果示意：千人千面+精准推送



资料来源：应用截图、招银国际研究

虎牙首次盈亏平衡，腾讯入股及上市释放估值

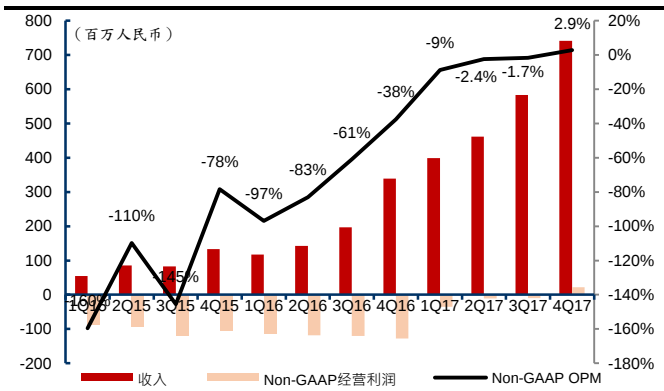
4Q17 虎牙收入同比增长 118% 至 7.4 亿元，首次实现经营利润盈亏平衡。我们预计 2018 年将为游戏直播大年，驱动力为：1) 生存类游戏风靡；2) 电竞产业崛起；3) 腾讯入股、流量资本支持；4) 头部平台上市；5) 各平台体验升级 (e.g. 引入竞猜、蓝光画质)。

自 2H17 以来，<绝地求生>已成为继<王者荣耀>后的另一款直播吸金游戏，为直播平台带来更多中年年龄段及高消费力用户（此前用户较年轻）。作为游戏直播第一梯队的虎牙，目前 PUBG 直播观众高峰超 300 万（高于<王者荣耀>），有望受益于生存类游戏直播热潮（腾讯自研 PUBG 手游上线后的火热）、及近期多位 PUBG 头部主播的入驻。

此外，虎牙已于美国提交 F1 上市申请文件，并于 3 月获腾讯 4.6 亿美元独家战略投资（B 轮），憧憬上市后释放公司估值。

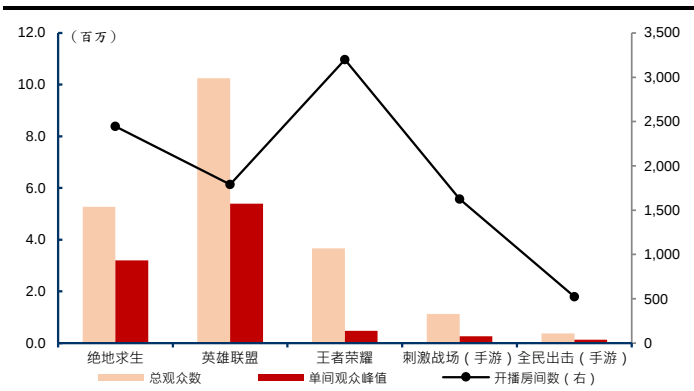
我们预计虎牙 FY18-20E 收入 CAGR 为 40%，同时考虑虎牙快于预期实现盈亏平衡，上调 FY19 经营利润率，预计 FY19 Non GAAP 经营利润率达 9%。

图 10: 虎牙收入攀升、亏损收窄



资料来源：公司、招银国际研究

图 11: 虎牙头部游戏观看数量



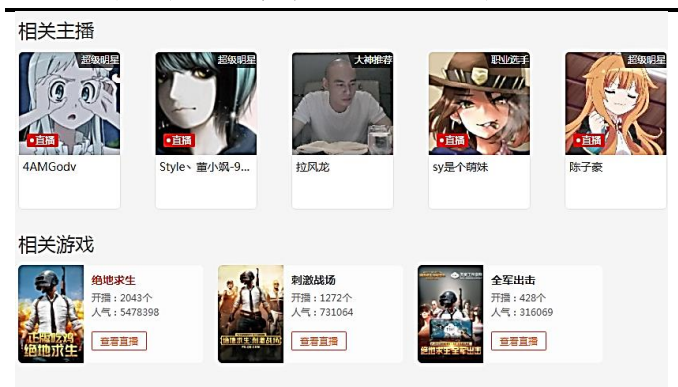
资料来源：虎牙（数据取自 2018/3/11）、招银国际研究

图 12: <PUBG>单房间观众高峰超过 300 万



资料来源：虎牙（数据取自 2018/3/11）、招银国际研究

图 13: 虎牙直播 PUBG 系列游戏及 TOP5 主播



资料来源：虎牙（数据取自 2018/3/11）、招银国际研究

财务预测

1Q18 利润率或短期承压，但长期趋势向好。1Q18 YY Live 受弱季节效应拖累，收入及 MAU 或存在环比下滑压力。1Q18 个别主播被封、喊麦文化受限等事件，导致部分主播被禁，但对平台整体表现影响较小。维持监管肃严趋势下助于直播健康发展、用户向大平台集中观点。而近期“直播答题”牌照事件再次印证“双牌”平台的潜在受益。我们预计 1Q18 Non-GAAP 经营利润率或环比下滑 6~7 个百分点，至 21%~22%，归因于：1) 开心斗独立 APP 的推广及 YY Live 直播答题等玩法下，S&M 费用率的环比上升；2) 弱季节效应下毛利率改善不明显。

但考虑虎牙盈亏平衡后净利润率的改善，以及 YY Live 主播分成的稳定，我们认为长期净利润率依然呈向好态势。1Q18 弱季节效应或创造买入机会。

基于 4Q17 超预期业绩及虎牙高增速持续，我们分别上调 FY18/19E 总收入 3%/4%。考虑虎牙直播盈亏平衡快于预期，以及市场推广费率低于预期，分别上调 FY18/19 调整后净利润 4%/5%。对应 FY18-20E EPS CAGR 为 23%。

图 14: 盈利预测变化

	收入(百万人民币)			调整后净利润(百万人民币)			EPS (人民币)		
	此前预测	最新预测	变动	此前预测	最新预测	变动	此前预测	最新预测	变动
FY18E	14,738	15,164	3%	3,101	3,230	4%	51.01	53.10	4%
FY19E	17,709	18,401	4%	3,802	4,003	5%	62.53	65.81	5%

资料来源：招银国际预测

图 15: 细分业务财务预测

(百万人民币)	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
YY Live					
收入	5,541	7,407	9,410	11,232	12,700
Non-GAAP 经营利润	1,753	2,433	3,011	3,362	3,765
Non-GAAP 经营利润率	32%	33%	32%	30%	30%
虎牙					
收入	356	797	2,185	3,932	5,702
Non-GAAP 经营利润	(406)	(480)	(54)	133	538
Non-GAAP 经营利润率	-114%	-60%	-2%	3%	9%

资料来源：公司，招银国际预测

估值预测

(1) SOTP 估值

基于 EPS 调整，我们将目标价由 US\$141.2 上调至 US\$176.3，对应 21x/17x FY18/19E P/E，基于 SOTP 估值：1) YY Live (1x PEG, 14x FY18 P/E)；2) 虎牙 (30x FY19 P/E, 折现至 2018 年估值)。除 EPS 上调外，整体估值的提升也归因于虎牙估值的提高：鉴于虎牙已盈亏平衡，我们改用 PE 估值，而非此前参考斗鱼融资估值。重申「买入」评级。

图 16: 公司 SOTP 估值

SOTP					估值		
(百万人民币)	收入	调整后净利润率	净利润	PE	持股	估值	
YY Live	FY18	11,232	28%	3,145	14x PE	100%	44,028
虎牙	FY19	5,702	9%	538	30x PE	75%	10,666
总计		16,933		3,683			54,694
(+) 净现金							13,949
股本价值							68,643
目标价 (美元)							176.3

资料来源：公司，招银国际预测

图 17: 细分板块估值比较

	股票代码	货币	股价	CMBI 评级	目标价	涨幅空间	市值 (亿美元)	调整后净利润率 FY18E	PE		
									FY0	FY1	FY2
广告											
Facebook	FB US	USD	185.2	NR	NR	NR	5,426	44%	21.0	17.3	12.2
Twitter	TWTR US	USD	35.4	NR	NR	NR	265	15%	60.1	52.3	42.5
新浪	SINA US	USD	121.9	NR	NR	NR	87	12%	35.9	23.8	16.6
微博	WB US	USD	137.5	NR	NR	NR	301	36%	49.2	33.7	24.5
猎豹移动	CMCM US	USD	14.9	持有	11.5	-23%	21	14%	23.9	17.5	17.4
平均								24%	38.0	28.9	22.7
直播											
陌陌	MOMO US	USD	37.5	买入	38.0	1%	74	26%	16.9	13.6	11.5
天鸽互动	1980 HK	HKD	6.9	NR	NR	NR	11	35%	17.9	14.8	11.8
平均								31%	17.4	14.2	11.6
会员服务											
Match	MTCH US	USD	44.8	NR	NR	NR	123	22%	37.0	30.4	26.5
平均								22%	37.0	30.4	26.5
游戏											
腾讯	700 HK	HKD	460.0	买入	491.8	7%	5,595	26%	54.2	41.4	32.0
网易	NTES US	USD	312.5	NR	NR	NR	407	19%	19.7	16.8	16.3
金山软件	3888 HK	HKD	28.2	NR	NR	NR	50	23%	19.7	19.5	14.5
IGG	799 HK	HKD	11.1	买入	10.0	-10%	19	27%	9.0	8.2	10.1
畅游	CYOU US	USD	28.9	NR	NR	NR	15	23%	11.2	12.5	12.2
平均								24%	22.8	19.7	17.0

资料来源：彭博

图 18: 同业估值比较

公司	股票代码	货币	股价	CMBI 评级	目标价	市值 (百万美元)	EPS			PE			EPS CAGR	PEG
							FY0E	FY1E	FY2E	FY0E	FY1E	FY2E		
阿里巴巴	BABA US	USD	190.6	买入	237.8	488,028	32.8	42.7	55.1	36.8	28.3	21.9	30%	0.96
百度	BIDU US	USD	263.6	买入	289.0	91,762	60.2	73.1	89.8	27.7	22.8	18.6	22%	1.03
Facebook	FB US	USD	185.2	未评级	NR	542,640	8.8	10.7	15.2	21.0	17.3	12.2	31%	0.56
陌陌	MOMO US	USD	37.5	买入	38.0	7,401	2.2	2.8	3.3	16.9	13.6	11.5	21%	0.64
新浪	SINA US	USD	121.9	未评级	NR	8,718	3.4	5.1	7.3	35.9	23.8	16.6	47%	0.51
微博	WB US	USD	137.5	未评级	NR	30,065	2.8	4.1	5.6	49.2	33.7	24.5	42%	0.81
平均										31.2	23.3	17.5		0.84

资料来源：彭博

风险因素：1) 生存类游戏直播监管风险；2) 新功能、新产品等后期推广不及预期；3) 直播营收集中度较高，新品补充效应待释放；4) 游戏直播领域的主播争夺。

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	8,204	11,595	15,164	18,401	21,943
直播	7,027	10,671	14,365	17,683	21,288
游戏	634	544	466	400	348
会员	285	198	168	154	142
其他	258	182	164	164	164
销售成本	(5,103)	(7,026)	(9,289)	(11,200)	(13,276)
毛利	3,101	4,568	5,874	7,201	8,667
销售费用	(387)	(691)	(948)	(1,173)	(1,399)
行政费用	(482)	(545)	(700)	(836)	(976)
研发费用	(675)	(782)	(1,031)	(1,252)	(1,430)
其他	239	149	-	-	-
经营利润	1,795	2,699	3,195	3,940	4,863
利息收入	67	180	222	307	303
其他收入	(78)	12	(2)	(2)	(2)
税前利润	1,784	2,891	3,415	4,245	5,164
所得税	(281)	(416)	(491)	(610)	(743)
非控制股东权益	21	18	7	5	6
净利润	1,524	2,494	2,931	3,640	4,427
调整后净利润	1,681	2,751	3,230	4,003	4,860

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	3,815	4,329	2,477	2,477	2,477
物业、厂房及设备	839	1,017	1,017	1,017	1,017
长期投资	919	1,153	1,153	1,153	1,153
无形资产	59	37	37	37	37
其他	1,999	2,122	269	269	269
流动资产	5,970	10,129	14,342	17,998	22,444
现金及现金等价物	1,580	2,617	5,659	9,415	13,953
定期存款	3,754	6,000	8,296	8,196	8,104
应收账款	170	154	154	154	154
预付款项	225	222	222	222	222
其他	243	1,136	11	11	11
流动负债	4,690	3,146	2,558	2,558	2,558
借债	-	588	-	-	-
应付账款	137	76	76	76	76
应付税项	141	146	146	146	146
预提支出及其它负债	1,066	1,466	1,466	1,466	1,466
其他应付款项	3,347	869	869	869	869
非流动负债	34	75	93	109	128
可转债	-	7	7	7	8
其他	34	69	86	102	120
净资产总值	5,062	11,238	14,168	17,808	22,235
股东权益	5,056	11,232	14,162	17,802	22,229
少数股东权益	6	6	6	6	6

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
年度利润	1,512	2,494	2,931	3,640	4,427
折旧和摊销	275	214	241	273	300
营运资金变动	476	705	-	-	-
税务开支	(255)	(416)	(491)	(610)	(743)
其他	414	673	791	974	1,176
经营活动所得现金净额	2,421	3,670	3,471	4,277	5,160
购置固定资产、无形资产及土地	(232)	(328)	(430)	(521)	(622)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(1,551)	(2,304)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(1,783)	(2,632)	(430)	(521)	(622)
长期负债变化	11	-	-	-	-
购买普通股的付款	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	11	-	-	-	-
现金增加净额	651	1,038	3,042	3,755	4,538
年初现金及现金等价物	929	1,580	2,618	5,659	9,415
汇兑	2	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,580	2,618	5,659	9,415	13,953
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表中的现金	1,580	2,618	5,659	9,415	13,953

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
直播	85.7	92.0	94.7	96.1	97.0
游戏	7.7	4.7	3.1	2.2	1.6
会员	3.5	1.7	1.1	0.8	0.6
其他	3.1	1.6	1.1	0.9	0.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	39.1	41.3	30.8	21.3	19.2
毛利	33.8	47.3	28.6	22.6	20.4
经营利润	54.5	50.4	18.4	23.3	23.4
净利润	47.5	63.6	17.5	24.2	21.6
盈利能力比率 (%)					
毛利率	37.8	39.4	38.7	39.1	39.5
税前利率	21.7	24.9	22.5	23.1	23.5
净利润率	18.6	21.5	19.3	19.8	20.2
调整后净利润率	20.5	23.7	21.3	21.8	22.1
有效税率	(16)	(14)	(14)	(14)	(14)
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.3	3.2	5.6	7.0	8.8
平均应收账款周转天数	7.5	4.8	3.7	3.1	2.6
平均应付账款周转天数	9.8	4.0	3.0	2.5	2.1
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
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	36.4	30.6	23.1	22.8	22.1
资产回报率	17.8	20.6	18.7	19.5	19.5
每股数据					
每ADS盈利(人民币)	27.6	45.2	53.1	65.8	0.0
每ADS股息(人民币)	-	-	-	-	-
每ADS账面值(人民币)	83.2	184.8	233.0	292.9	365.7

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的分析员，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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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責任。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，且不承担任何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著区别，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，请与我们联系。

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 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士。