

歡聚時代(YY US)

虎牙首次盈利，關注遊戲直播風口

- ❖ **4Q17 超預期，用戶穩健增長。**公司 4Q17 收入 36.3 億元（人民幣·下同），同比增長 46%，較一致預測高 4%；Non-GAAP 淨利潤為 9.5 億元，同比增長 59%，較預期高 34%，主要受益於利潤率的改善。1Q18 收入指引為 30~31.5 億元，僅符合一致預測；該指引中值環比下降 15%，歸因於直播弱季節效益（春節較往年晚兩周）。此外，在輕營銷獲客及產品未出新情況下，用戶數據均實現自然增長：移動直播月活環比增長 5%至 7,650 萬，流媒體直播付費用戶數環比增長 3%至 650 萬。雖然淨增用戶有所放緩，但主要歸因於 4Q17 虎牙的弱季節效應（1Q 及 3Q 為虎牙強季節）以及 4Q17 玩法出新及渠道獲客較為節制（其中 S&M 費用率環比下滑 4 個百分點）。
- ❖ **虎牙首次盈虧平衡，騰訊入股及上市釋放估值。**虎牙收入同比增長 118%至 7.4 億元，首次實現經營利潤盈虧平衡。我們預計 2018 年將為遊戲直播大年，驅動力為：1) 生存類遊戲風靡；2) 電競產業崛起；3) **騰訊 (700 HK, 買入)** 入局、流量資本支持；4) 頭部平臺上市。近期<絕地求生>已成為繼<王者榮耀>後的另一款直播吸金遊戲，為直播平臺帶來更多中年齡段及高消費力用戶（此前用戶較年輕）。作為遊戲直播第一梯隊的虎牙，目前 PUBG 直播觀眾高峰超 300 萬（高於<王者榮耀>），有望受益於生存類遊戲直播熱潮及近期多位 PUBG 頭部主播的入駐。此外，虎牙已于美國提交 F1 上市申請文件，并于 3 月獲騰訊 4.6 億美元獨家戰略投資（B 輪），憧憬上市後釋放公司估值。
- ❖ **YY Live 出新暫緩，憧憬歡樂鬥系列及算法升級持續獲客。**YY Live 收入同比增長 35%（環比增長 15%），在 4Q17 出新較少情況下，依舊憑藉歡樂鬥、陪我等系列玩法吸引自然用戶增長及付費用戶數、ARPU 的提升。“一起玩”系列中新增“表情消消樂”“PK 小游戏”等小游戏，加強腰部用戶及主播互動、降低直播門檻。此外，公司將繼續在 AR 玩法、算法優化層面投入，以增強用戶互動、提升消費率及主播收入離散化（TOP10 主播收入占比呈下滑態勢）。
- ❖ **1Q18 利潤率或短期承壓，但長期趨勢向好。**1Q18 YY Live 受弱季節效應拖累，收入及 MAU 或存在環比下滑壓力。1Q18 個別主播被封、喊麥文化受限等事件，導致部分主播被禁，但對平臺整體表現影響較小。維持監管肅嚴趨勢下助於直播健康發展、用戶向大平臺集中觀點。我們預計 1Q18 Non-GAAP 經營利潤率環比下滑 6~7 個百分點，至 21%~22%，歸因於：1) <開心鬥>獨立 APP 的推廣及 YY Live 直播答題等玩法下，S&M 費用率的環比上升；2) 弱季節效應下毛利率改善不明顯。但利潤率長期趨勢向好，受益於虎牙利潤率的改善。
- ❖ **上調目標價至 US\$176.3，維持買入評級。**基於超預期業績、生存類遊戲熱潮，我們分別上調 FY18/19E EPS 4%/5%。目標價由 US\$141.2 上調至 US\$176.3，對應 21x FY18E P/E，基於 SOTP 估值：1) YY Live (14x FY18 P/E)；2) 虎牙 (30x FY19 P/E，折現至 FY18)。除 EPS 上調外，整體估值的提升也歸因於虎牙估值的提高：鑒於虎牙已盈虧平衡，我們改用 PE 估值，而非此前參考鬥魚融資估值。重申「買入」評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	8,204	11,595	15,164	18,401	21,943
調整後淨利潤(百萬人民幣)	1,681	2,751	3,230	4,003	4,860
調整後 EPADS(人民幣)	27.65	45.23	53.10	65.81	79.90
EPADS 變動(%)	31%	64%	17%	24%	21%
市盈率(x)	27.8	17.0	14.5	11.7	9.6
市帳率(x)	7.5	3.4	2.7	2.1	1.7
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率(%)	36%	31%	23%	23%	22%
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

買入（維持）

目標價	US\$176.3
(此前目標價)	US\$141.2
潛在升幅	+46.9%
當前股價	US\$120.0

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

伍力恒

電話：(852) 3900 0881

郵件：alexng@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值(百萬美元)	7,579
3月平均流通量(百萬美元)	178.3
5周內股價高/低(美元)	143/43
總股本(百萬)	63.2

資料來源：彭博

股東結構

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

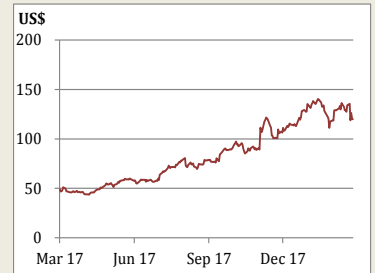
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	2.0%	-2.9%
3-月	11.8%	4.5%
6-月	53.8%	37.3%

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.yy.com

4Q17 利潤率改善，業績超預期

公司 4Q17 收入 36.3 億元（人民幣·下同），同比增長 46%，較一致預測高 4%；Non-GAAP 淨利潤為 9.5 億元，同比增長 59%，較預期高 34%，主要受益於利潤率的改善（毛利率同比增加 2 個百分點、S&M 費用率環比下滑 4 個百分點）。

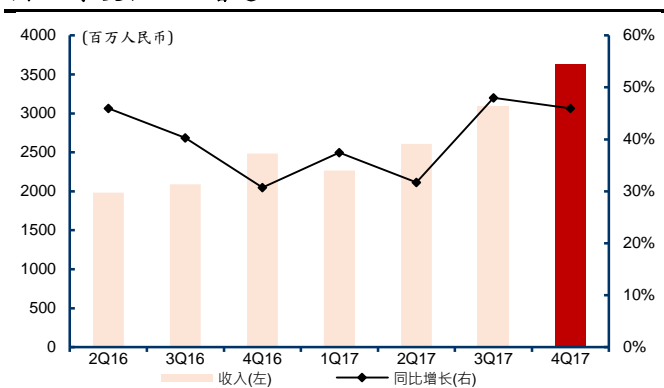
1Q18 收入指引為 30~31.5 億元（同比增長 32%~39%），僅符合一致預測；該指引中值環比下降 15%，歸因於直播弱季節效益（春節較往年晚兩周）。我們認為直播行業的弱季節效應符合正常直播用戶及主播的行為習慣，源於春節休息期間主播開播率較低、且多數用戶處於線下社交及遊戲、短視頻等活動；此外，YY 往年 1Q 收入均存在 10%~15% 的環比下滑、其他直播平臺春節期間用戶環比下滑等現象亦印證了該季節效應。

圖 1: 季度財務概覽

(百萬人民幣)	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%
收入結構細分									
直播	1,661	1,790	2,218	2,057	2,373	2,872	3,369	52%	17%
遊戲	188	150	125	140	154	122	128	2%	5%
會員	72	69	75	45	52	49	50	-32%	2%
其他	59	81	66	24	29	49	79	21%	62%
平台細分									
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%
銷售成本	(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
研發費用									
研發/收入比重	-9%	-8%	-6%	-7%	-6%	-5%	-8%	-2ppts	-3ppts
銷售費用									
銷售/收入比重	-4%	-5%	-4%	-4%	-8%	-8%	-4%	+0ppts	+4ppts
行政費用									
行政/收入比重	-5%	-5%	-8%	-3%	-4%	-5%	-6%	+2ppts	-1ppts
經營利潤	444	473	622	617	599	661	822	32%	24%
其他收益(費用)	(33)	(3)	31	8	69	44	70	126%	61%
稅前利潤	411	470	653	625	669	705	892	37%	26%
所得稅	(75)	(70)	(86)	(89)	(101)	(75)	(152)	77%	103%
非控制股東權益	7	0	5	7	5	6	18	229%	208%
淨利潤	343	400	572	543	574	636	740	29%	16%
NonGAAP 淨利潤									
NonGAAP 淨利潤	385	436	599	566	597	639	949	59%	48%
NonGAAP 淨利潤率	19%	21%	24%	25%	23%	21%	26%	+2ppts	+5ppts

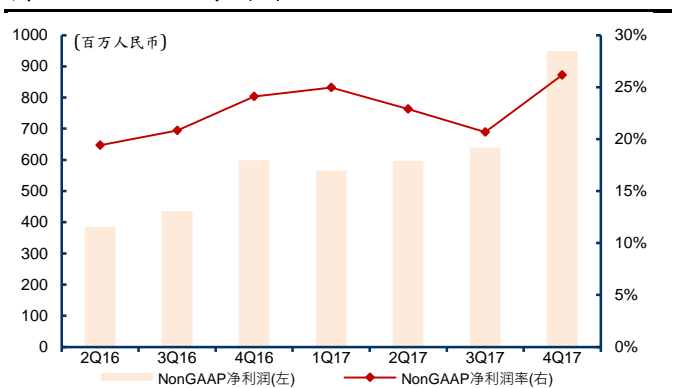
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 季度收入及增速



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 3: Non GAAP 淨利潤

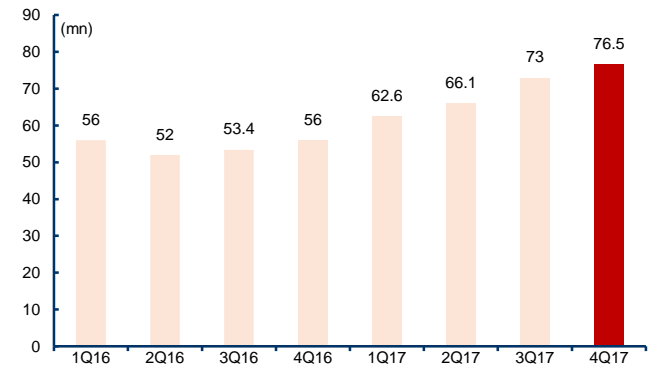


資料來源：公司，招銀國際研究

用戶增長穩健

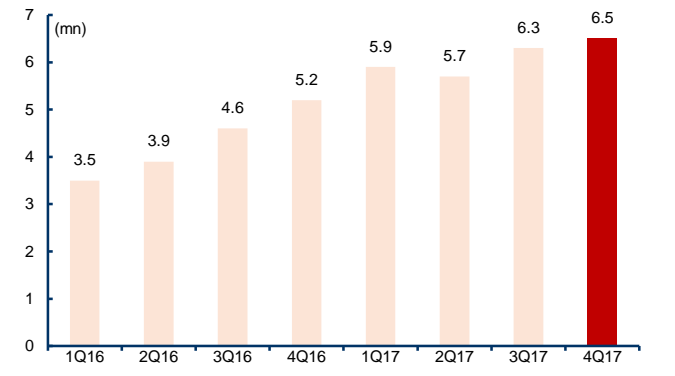
在輕營銷獲客及產品未出新情況下，用戶數據均實現自然增長：移動直播月活環比增長5%至7,650萬，流媒體直播付費用戶數環比增長3%至650萬。雖然淨增用戶有所放緩，但主要歸因于4Q17虎牙的弱季節效應（1Q及3Q為虎牙強季節）以及4Q17玩法出新及渠道獲客較為節制。預計1Q18YY Live月活會受弱季節效應影響，但虎牙月活數據依舊向好（春節期間受益于遊戲的火熱）。

圖 4: 移動直播月活增長



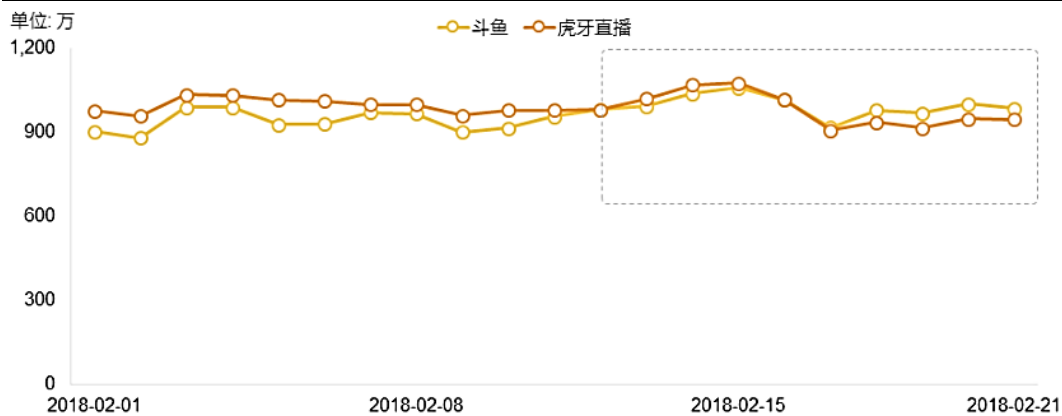
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 5: 直播付費用戶增長



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 6: 2018年2月TOP2遊戲直播月活趨勢，表明受春節影響較小



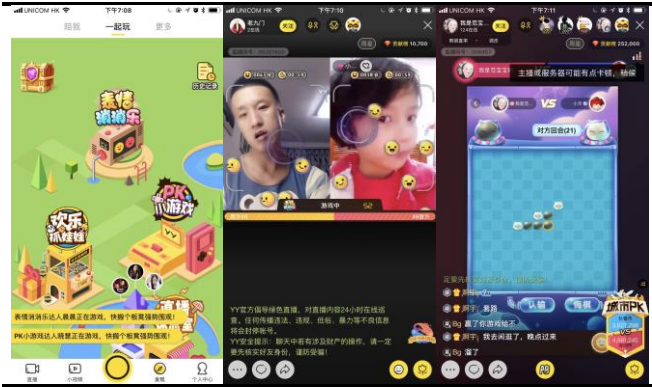
資料來源：QuestMobile，數據取自2018年2月，招銀國際研究

注釋：實際月活數據相差較大，僅供趨勢參考

YY Live 出新暫緩，憧憬歡樂鬥系列及算法升級持續獲客

YY Live 收入同比增長 35%（環比增長 15%），在 4Q17 出新較少情況下，依舊憑藉歡樂鬥、陪我等系列玩法吸引自然用戶增長及付費用戶數、ARPU 的提升。“一起玩”系列中新增“表情消消樂”“PK 小遊戲”等小遊戲，加強腰部用戶及主播互動、降低直播門檻。短視頻 4Q17 觀看量繼續呈環比倍數增長。此外，公司將繼續在 AR 玩法、算法優化層面投入，以增強用戶互動、提升消費率及主播收入離散化（TOP10 主播收入占比呈下滑態勢）。預計後期每月版本更新次數 2~3 次；從用戶體驗來看，算法優化後出現顯著的協同過濾和聚類推薦效果。

圖 7: 表情消消樂、PK 小遊戲等新玩法



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 8: 獨立 APP<開心鬥>用戶數據向好

社交遊戲領域春節 DAU top 5

App 名稱	春節 DAU (萬)	2月 DAU 均值 (萬)	春節 DAU 增長率
同桌遊戲	257.5	226.2	13.84%
開心鬥	158.5	149.7	5.88%
快手小遊戲	143.1	123.1	16.25%
狼人殺	123.4	116.2	6.20%
玩吧	106.3	107.2	-0.84%

資料來源：極光大數據，招銀國際研究

圖 9: YY Live 算法優化效果示意：千人千面+精準推送



資料來源：應用截圖、招銀國際研究

虎牙首次盈虧平衡，騰訊入股及上市釋放估值

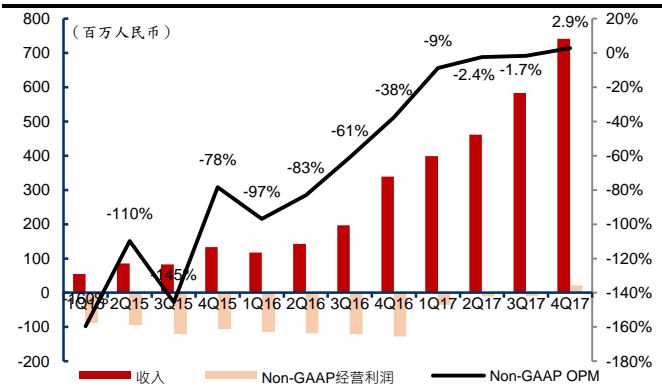
4Q17 虎牙收入同比增長 118% 至 7.4 億元，首次實現經營利潤盈虧平衡。我們預計 2018 年將為遊戲直播大年，驅動力為：1) 生存類遊戲風靡；2) 電競產業崛起；3) 騰訊入局、流量資本支持；4) 頭部平臺上市；5) 各平臺體驗升級 (e.g. 引入競猜、藍光畫質)。

自 2H17 以來，<絕地求生> 已成為繼 <王者榮耀> 後的另一款直播吸金遊戲，為直播平臺帶來更多中年齡段及高消費力用戶 (此前用戶較年輕)。作為遊戲直播第一梯隊的虎牙，目前 PUBG 直播觀眾高峰超 300 萬 (高于 <王者榮耀>)，有望受益於生存類遊戲直播熱潮 (騰訊自研 PUBG 手游上線後的火熱)、及近期多位 PUBG 頭部主播的入駐。

此外，虎牙已于美國提交 F1 上市申請文件，并于 3 月獲騰訊 4.6 億美元獨家戰略投資 (B 輪)，憧憬上市後釋放公司估值。

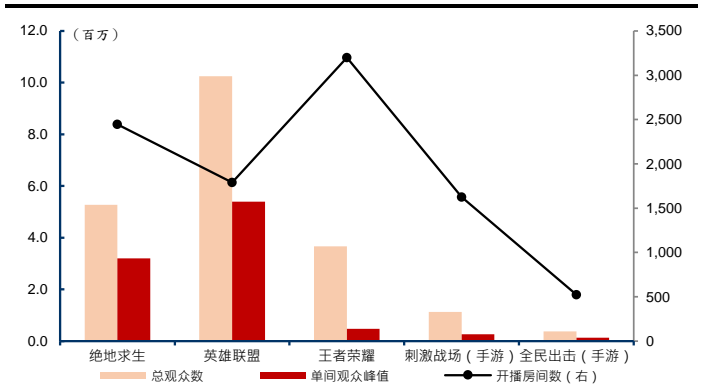
我們預計虎牙 FY18-20E 收入 CAGR 為 40%，同時考慮虎牙快於預期實現盈虧平衡，上調 FY19 經營利潤率，預計 FY19 Non GAAP 經營利潤率達 9%。

圖 10: 虎牙收入攀升、虧損收窄



資料來源：公司、招銀國際研究

圖 11: 虎牙頭部遊戲觀看數量



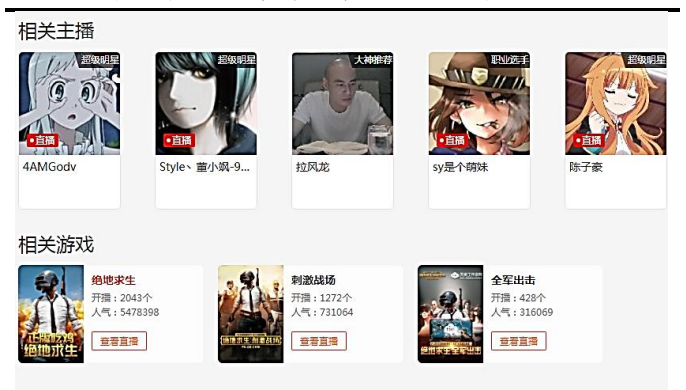
資料來源：虎牙 (數據取自 2018/3/11)、招銀國際研究

圖 12: <PUBG> 單房間觀眾高峰超過 300 萬



資料來源：虎牙 (數據取自 2018/3/11)、招銀國際研究

圖 13: 虎牙直播 PUBG 系列遊戲及 TOP5 主播



資料來源：虎牙 (數據取自 2018/3/11)、招銀國際研究

財務預測

1Q18 利潤率或短期承壓，但長期趨勢向好。1Q18 YY Live 受弱季節效應拖累，收入及 MAU 或存在環比下滑壓力。1Q18 個別主播被封、喊麥文化受限等事件，導致部分主播被禁，但對平臺整體表現影響較小。維持監管肅嚴趨勢下助于直播健康發展、用戶向大平臺集中觀點。而近期“直播答題”牌照事件再次印證“雙牌”平臺的潛在受益。我們預計 1Q18 Non-GAAP 經營利潤率或環比下滑 6~7 個百分點，至 21%~22%，歸因于：1) 開心鬥獨立 APP 的推廣及 YY Live 直播答題等玩法下，S&M 費用率的環比上升；2) 弱季節效應下毛利率改善不明顯。

但考慮虎牙盈虧平衡後淨利潤率的改善，以及 YY Live 主播分成的穩定，我們認為長期淨利潤率依然呈向好態勢。1Q18 弱季節效應或創造買入機會。

基于 4Q17 超預期業績及虎牙高增速持續，我們分別上調 FY18/19E 總收入 3%/4%。考慮虎牙直播盈虧平衡快于預期，以及市場推廣費率低于預期，分別上調 FY18/19 調整後淨利潤 4%/5%。對應 FY18-20E EPS CAGR 為 23%。

圖 14: 盈利預測變化

	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%

資料來源：招銀國際預測

圖 15: 細分業務財務預測

(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%

資料來源：公司，招銀國際預測

估值預測

(1) SOTP 估值

基于 EPS 調整，我們將目標價由 US\$141.2 上調至 US\$176.3，對應 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, 折現至 2018 年估值)。除 EPS 上調外，整體估值的提升也歸因于虎牙估值的提高：鑒于虎牙已盈虧平衡，我們改用 PE 估值，而非此前參考鬥魚融資估值。重申「買入」評級。

圖 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

資料來源：公司，招銀國際預測

圖 17: 細分板塊估值比較

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	5,426	44%	21.0	17.3	12.2	
Twitter	TWTR US	USD	35.4	NR	NR	265	15%	60.1	52.3	42.5	
新浪	SINA US	USD	121.9	NR	NR	87	12%	35.9	23.8	16.6	
微博	WB US	USD	137.5	NR	NR	301	36%	49.2	33.7	24.5	
猎豹移动	CMCM US	USD	14.9	持有	11.5	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	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	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	407	19%	19.7	16.8	16.3	
金山软件	3888 HK	HKD	28.2	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	15	23%	11.2	12.5	12.2	
平均							24%	22.8	19.7	17.0	

資料來源：彭博

圖 18: 同業估值比較

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

資料來源：彭博

風險因素：1) 生存類遊戲直播監管風險；2) 新功能、新產品等後期推廣不及預期；3) 直播營收集中度較高，新品補充效應待釋放；4) 遊戲直播領域的主播爭奪。

利潤表

年結: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:公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結: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:公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
年度利潤	1,512	2,494	2,931	3,640	4,427
折舊和攤銷	275	214	241	273	300
營運資金變動	476	705	-	-	-
稅務開支	(255)	(416)	(491)	(610)	(743)
其他	414	673	791	974	1,176
經營活動所得現金淨額	2,421	3,670	3,471	4,277	5,160
購置固定資產、無形資產及土地	(232)	(328)	(430)	(521)	(622)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	(1,551)	(2,304)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(1,783)	(2,632)	(430)	(521)	(622)
長期負債變化	11	-	-	-	-
購買普通股的付款	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	11	-	-	-	-
現金增加淨額	651	1,038	3,042	3,755	4,538
年初現金及現金等价物	929	1,580	2,618	5,659	9,415
匯兌	2	-	-	-	-
年末現金及現金等价物	1,580	2,618	5,659	9,415	13,953
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表的現金	1,580	2,618	5,659	9,415	13,953

來源:公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合(%)					
直播	85.7	92.0	94.7	96.1	97.0
遊戲	7.7	4.7	3.1	2.2	1.6
會員	3.5	1.7	1.1	0.8	0.6
其他	3.1	1.6	1.1	0.9	0.7
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長(%)					
收入	39.1	41.3	30.8	21.3	19.2
毛利	33.8	47.3	28.6	22.6	20.4
經營利潤	54.5	50.4	18.4	23.3	23.4
淨利潤	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
稅前利率	21.7	24.9	22.5	23.1	23.5
淨利潤率	18.6	21.5	19.3	19.8	20.2
調整後淨利潤率	20.5	23.7	21.3	21.8	22.1
有效稅率	(16)	(14)	(14)	(14)	(14)
資產負債比率					
流動比率(x)	1.3	3.2	5.6	7.0	8.8
平均應收賬款周轉天數	7.5	4.8	3.7	3.1	2.6
平均應付帳款周轉天數	9.8	4.0	3.0	2.5	2.1
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-
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	36.4	30.6	23.1	22.8	22.1
資產回報率	17.8	20.6	18.7	19.5	19.5
每股數據					
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賬面值(人民币)	83.2	184.8	233.0	292.9	365.7

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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。