

Company Report

Kingsoft (3888 HK)

Investing for the bigger future

- Cheetah Mobile: initial success in overseas monetization
- Positive outlook for WPS and mobile games
- Strong topline growth but continuous OPM pressure in coming quarters

Cheetah Mobile: initial success in overseas monetization

Mobile MAU for Cheetah Mobile (CM) reached 341mn in 3Q, up 20% QoQ. Mobile revenue accounted for 24% of total revenue in 3Q. Overseas mobile revenue contributed over 10% of total revenue in 3Q, indicating proven mobile ads monetization capability in overseas market. We expect monetization capability to further strengthen after full operation of mobile game business in coming quarters.

Positive outlook for WPS and mobile games

A new cycle of government procurement has started in 3Q. We expect WPS revenue to rebound in 4Q due to peak season for government procurement. As Microsoft has recently launched free version Office App, we expect short term impact on mobile WPS promotion but long term success depends on user experience. Also, we maintain our positive outlook on mobile game given R&D capability of Westhouse and strong distribution channels such as Xiaomi and CM.

Expect strong topline growth but margin pressure

Although we expect OPM to bottom out in 3Q, further recovery of OPM depends on 1) WPS government and personal revenue growth; 2) mobile game 3) further improvement of OPM of CM; and 4) investment pace of Kingsoft Cloud. We turn more positive on Kingsoft 2015 revenue growth and revised up revenue forecast for 2015 and 2016 by 2% and 6%. We turn more conservative on OPM outlook before gaining more visibility. We revised down 2014-2016 OPM to 15%, 19% and 26% from 19%, 23% and 28% respectively due to higher R&D and S&M assumption.

Valuation and rating

We revised down 2014-2016 earnings estimates by 3%, 4% and 7% respectively due to new revenue and OPM assumptions. We cut DCF-based TP to HK\$30.32, implying 24x 2015E P/E. Kingsoft is trading at 15x2015E P/E vs. industry average of 25x2015E P/E. Reiterate BUY.

Financials

RMB mn	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	1,411	2,173	3,306	5,021	7,215
Growth (%)	38%	54%	52%	52%	44%
Non-GAAP NP to parent	481	732	932	1,210	1,772
Growth (%)	41%	52%	27%	30%	46%
Non-GAAP EPS (RMB)	0.41	0.60	0.74	0.95	1.40
DPS (RMB)	0.11	0.18	0.22	0.29	0.42
P/E (x)	37.22	24.03	19.62	15.11	10.32
P/B (x)	6.69	4.89	4.23	3.48	2.86
ROE (%)	17%	20%	18%	19%	29%

Source: Company data, CMS (HK) estimates

Jeff HAO

852-31896117

haoyf@cmschina.com.cn

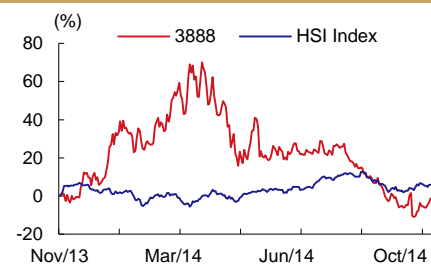
WHAT'S NEW

TP and EPS estimates downgraded

BUY

Previous	BUY
Price	HK\$18.76
12-month Target Price (Potential upside)	HK\$30.32 (+62%)
Previous	HK\$35.71

Price Performance



Source: Bigdata

%	1m	6m	12m
3888 HK	(0.6)	(17.2)	4.7
HSI	3.1	8.9	3.2

TMT

Hang Seng Index	23808
HSCEI	10652

Key Data

52-week range (HK\$)	15.08-33.5
Market cap (HK\$ mn)	27161.8
Avg. daily volume (mn shares)	14.21
BVPS (HK\$)	2.86

Shareholdings Structure

Jun Lei	14.77%
Tencent	12.6%
Topclick Holding	9.13%
Morgan Stanley	5.91%
No. of shares outstanding (mn)	118385
Free float	63.4%

Related Research

公司报告

招商证券(香港)有限公司

金山软件 (3888 HK)

用短期的投入锁定未来更大的增长空间

- 猎豹移动海外货币化能力初步得到证明
- WPS收入预计4Q开始恢复增长, 手游业务前景乐观
- OPM将继续承压, 但收入将保持强劲增长

猎豹移动海外货币化能力初步得到证明

我们最为关注的移动端MAU在3Q达到3.41亿, 环比增20%。移动端收入占总收入由2Q的20%上升至24%。另外, 公司3Q海外移动端收入超过了总收入的10%, 证明了公司在海外市场的货币化能力。猎豹目前移动端收入增长动力主要来自移动广告, 随着海外手机游戏业务的开展, 我们相信猎豹在移动端的货币化能力将进一步提升。

WPS收入预计从4Q开始重拾增长, 手游业务前景乐观

新一轮三年期的政府采购已经从3Q开始实施。4Q通常是政府采购的高峰期, 我们预计WPS4Q的收入将较3Q有明显增长。在移动端方面, 我们认为微软推出免费版的Office APP将对WPS移动端的推广造成一些影响, 但最终的成败将取决于产品的用户体验。手游方面, 西山居目前有13款手游储备, 公司预计4Q将推出2款。基于西山居优秀的研发实力以及在小米及猎豹等优质的渠道的支持下, 我们对西山居手游的前景保持乐观。

OPM未来几个季度继续承压, 但收入将继续保持强劲增长

虽然我们预期3Q OPM已经见底, 但是我们认为未来几个季度OPM回升的幅度将取决于1) 在几个季度的淡季后, WPS政府及个人收入增长是否能够对冲在WPS移动端持续的研发及推广投入 2) 手游表现 3) 猎豹OPM回升的速度 4) 金山云投入的速度。我们一方面更加看好金山各条业务线2015年的收入增长并相应上调了2015及2016年收入预测2%及6%, 但另一方面, 在有更多能见度之前我们将采取保守的OPM预测。基于更高的R&D和S&M预期, 我们将2014-2016年OPM从19%、23%和28%下调到15%、19%及26%。

估值/风险提示

综合我们对收入及OPM的调整, 我们分别下调2014-2016年盈利预测3%、4%及7%。我们下调基于DCF的目标价至HK\$30.32, 对应24x2015E P/E。金山软件目前股价相当于15x2015E P/E vs. 行业平均25x2015E P/E。重申买入评级。

盈利预测及估值

人民币百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业额	1,411	2,173	3,306	5,021	7,215
同比增长(%)	38%	54%	52%	52%	44%
Non-GAAP归属母公司净利润	481	732	932	1,210	1,772
同比增长(%)	41%	52%	27%	30%	46%
Non-GAAP每股盈利(元)	0.41	0.60	0.74	0.95	1.40
每股股息(元)	0.11	0.18	0.22	0.29	0.42
市盈率(X)	37.22	24.03	19.62	15.11	10.32
市净率(X)	6.69	4.89	4.23	3.48	2.86
ROE(%)	17%	20%	18%	19%	29%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

郝云帆

852-31896117

haoyf@cmschina.com.cn

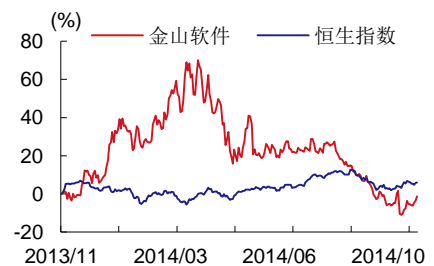
最新变动

目标价/EPS 下调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$18.76
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$30.32 (+62%)
前次目标价:	HK\$35.71

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
3888 HK	(0.6)	(17.2)	4.7
HIS	3.1	8.9	3.2

行业: TMT

恒生指数	23808
国企指数	10652

重要数据

52周股价区间(港元)	15.08-33.5
港股市值(亿港元)	27161.8
日均成交量(百万股)	14.21
每股净资产(港元)	2.86

主要股东

Jun Lei	14.77%
Tencent	12.6%
Topclick Holding	9.13%
Morgan Stanley	5.91%
总股数(百万股)	118385
自由流通股	63.4%

相关报告

图1: 盈利预测调整

百万人民币	之前			调整后		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
收入	3,306	4,938	6,813	3,306	5,021	7,215
娱乐软件	1,348	1,618	1,941	1,223	1,394	1,589
WPS	375	488	634	375	469	587
猎豹移动	1,561	2,810	4,215	1,686	3,136	5,017
收入成本	-529	-889	-1,363	-529	-904	-1,443
毛利	2,777	4,049	5,450	2,777	4,117	5,772
研发成本	-959	-1,234	-1,499	-992	-1,205	-1,587
销售及市场推广开支	-760	-1,037	-1,294	-793	-1,155	-1,371
一般及行政开支	-298	-444	-477	-298	-452	-505
股份酬金成本	-182	-247	-341	-215	-326	-397
其他经营成本	-33	-49	-68	-33	-50	-72
其他收入及收益	71	99	136	34	34	34
经营利润	617	1,136	1,908	480	963	1,874
出售一间联营公司收益	117	-	-	311	-	-
财务收入	165	247	341	231	251	361
财务成本	-20	-22	-25	-80	-22	-25
分占联营公司亏损	-4	-4	-4	-10	-8	-4
分占共同控制实体亏损	4	6	5	-4	3	1
税前盈利	879	1,363	2,224	931	1,187	2,207
所得税	-97	-136	-222	-121	-142	-243
税后盈利	782	1,226	2,002	810	1,044	1,964
少数股东权益	93	161	601	93	161	589
母公司权益	689	1,065	1,401	717	883	1,375
Non-GAAP 母公司权	754	1,312	1,742	932	1,210	1,772
OPM	19%	23%	28%	15%	19%	26%

来源: 招商证券(香港)预测

图2 招商预测vs.市场预测

	CMSHK			Consensus		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
收入	3,306	5,021	7,215	3250	4761	6668
毛利率	84%	82%	80%	84%	83%	81%
归属母公司净利润	717	883	1,375	724	927	1389
EPS	0.57	0.70	1.09	0.57	0.73	1.10

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图3 调整一次性收入及SBC后盈利情况

百万人民币	2013	2014E	2015E	2016E
母公司权益	671	717	883	1375
股份酬金成本(SBC)	-61	-215	-326	-397
Non-GAAP 母公司权益	732	932	1210	1772
Non-GAAP EPS				
一次性收入	47	311	0	0
调正一次性收入后 Non-GAAP 母公司权益	685	621	1210	1772
调正一次性收入后 Non-GAAP 母公司权益增速		-9%	95%	46%

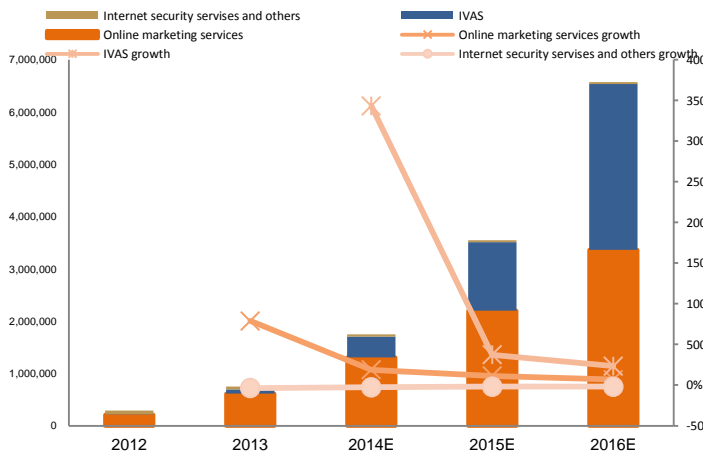
来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

猎豹移动

3Q 2014年猎豹移动收入4.46亿元，同比增长138%，环比增长26%。收入的快速增长主要受益于1) 猎豹浏览器和金山导航首页的加速普及以及更加深度的货币化 2) 网页游戏平台3) 手机加速货币化。我们最为关注的移动端MAU达到3.41亿，环比增20%。移动端应用整体安装量达到8.62亿，环比增30%。另值得注意的是，猎豹3Q在中国市场移动用户获取方面也取得了明显的进展，主要因为猎豹加强了与BAT等公司在移动端的合作。3Q新增MAU中，中国市场贡献了45%。猎豹移动9月在GooglePlay全球非游戏应用下载排名第三，同时也保持了全球第一大GooglePlay 工具应有开发者的位置。我们预期猎豹移动4Q移动端MAU将超过3.9亿。

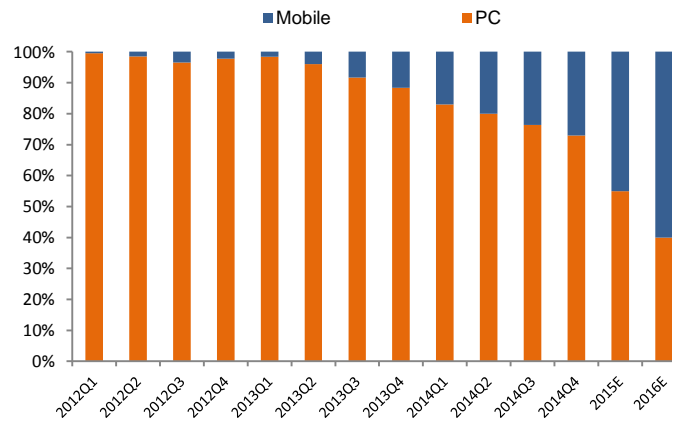
在移动端货币化方面，移动收入占总收入比由2Q的20%上升至24%。值得注意的是，海外移动端收入占总收入比重达到10%，说明猎豹在海外移动广告货币化层面已经取得了显著的突破。10月份移动端海外单日收入达到20万美元。我们认为猎豹在移动广告变现成功的主要原因包括1) 庞大的用户基数2) 优秀的大数据分析能力3) 多元化的产品组合4) 海外用户对移动广告更高的接受度。目前猎豹移动端的收入主要来自于移动广告，我们认为随着未来几个季度手机游戏业务的全面开展，猎豹的货币化能力将进一步加强。

图4：收入增长 (000'RMB)



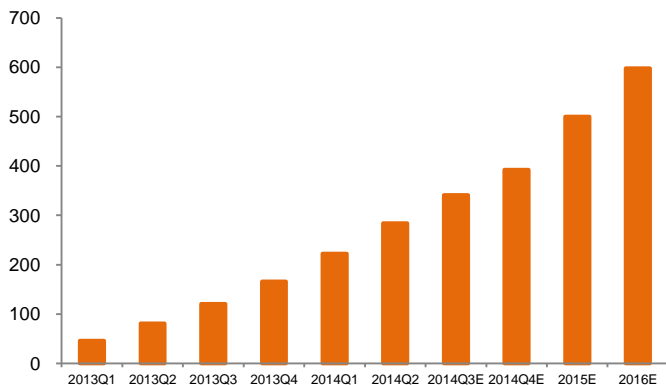
来源：公司资料，招商证券(香港)预测

图5：PC及Mobile占收比



来源：公司资料，招商证券(香港)预测

图6：移动MAU (百万)



来源：公司资料，招商证券(香港)预测

图7：9月GooglePlay非游戏应用下载排名

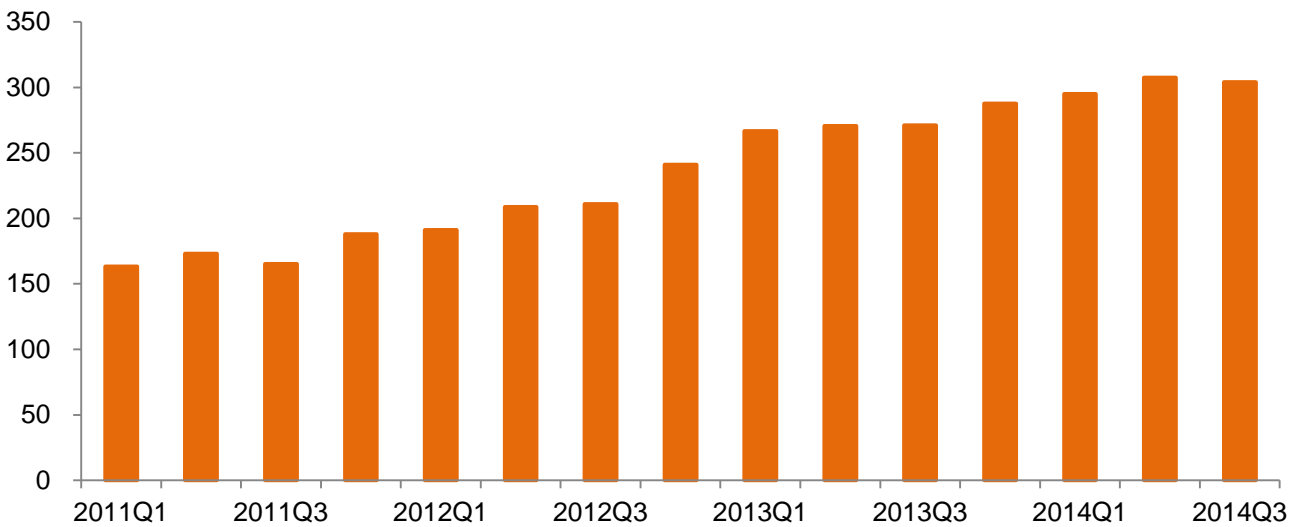
Top Companies					
Google Play - Applications - Worldwide - Sep 2014					
#	By Downloads		Headquarters	Apps	
1	Facebook	=	USA	16	
2	Google	▲1	USA	118	
3	Cheetah Mobile (猎豹移动)	▼1	China	59	
4	Sungy Mobile (广州久邦数码)	=	China	1,276	
5	Baidu (百度)	▲2	China	62	
6	Microsoft	▼1	USA	68	
7	Outfit 7	▼1	USA	30	
8	LINE (ライン)	=	Japan	87	
9	Rakuten (乐天株式会社)	▲1	Japan	58	
10	Adobe	▲7	USA	135	

来源：AppAnnie，招商证券(香港)预测

网游业务

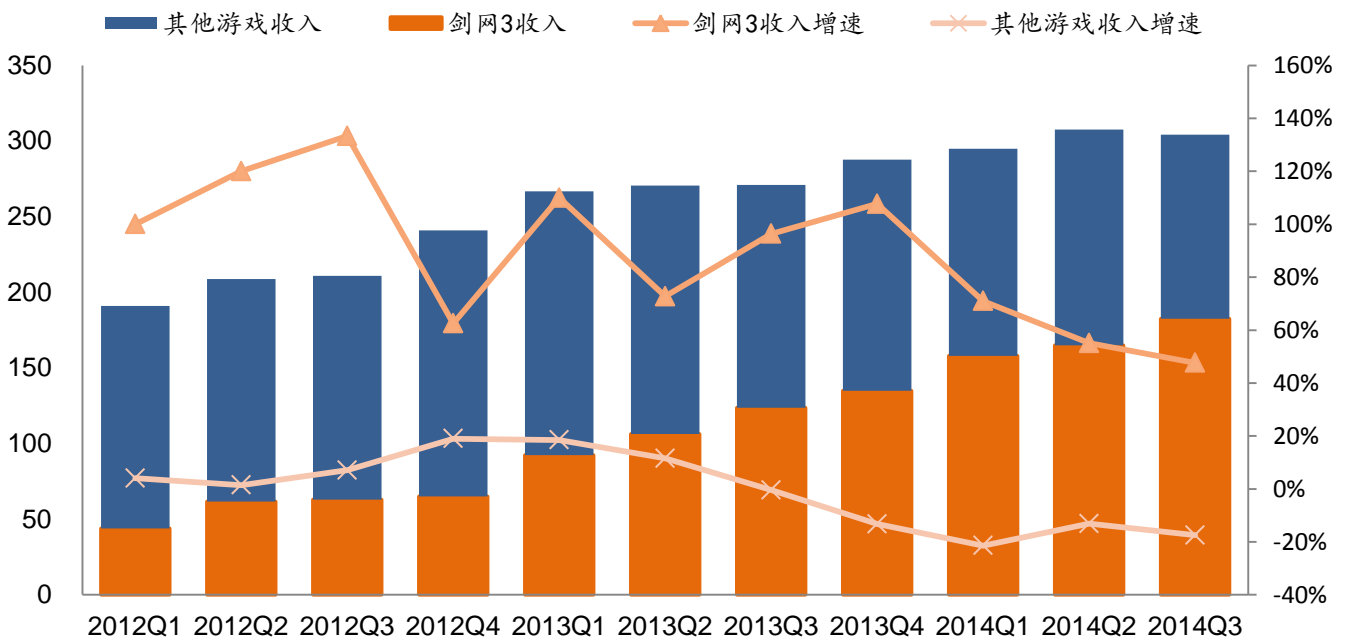
金山网游 3Q2014 收入 3.04 亿元，同比增 12%，环比降 1%。龙头游戏剑网 3 受到期内推广活动的推动收入同比增 48%，环比增 10.6%。剑网 3 下一个重大更新将在 11 月底推出，我们预计剑网 3 收入在 4Q 将至少维持 3Q 的增速。虽然剑网 3 表现强劲，但是由于其他游戏的收入持续下滑，导致网游业务整体收入增速继续放缓。在手游方面，公司预计 4Q 将有 2 款游戏上线。基于西山居优秀的研发实力以及在小米及猎豹等优质的渠道的支持下，我们对西山居手游的前景保持乐观，但我们预计手游的收入贡献将在 1Q2015 才能够明显体现。

图8：网游业务季度收入（百万人民币）



来源：公司资料，招商证券(香港)

图9：游戏收入分布（百万人民币）

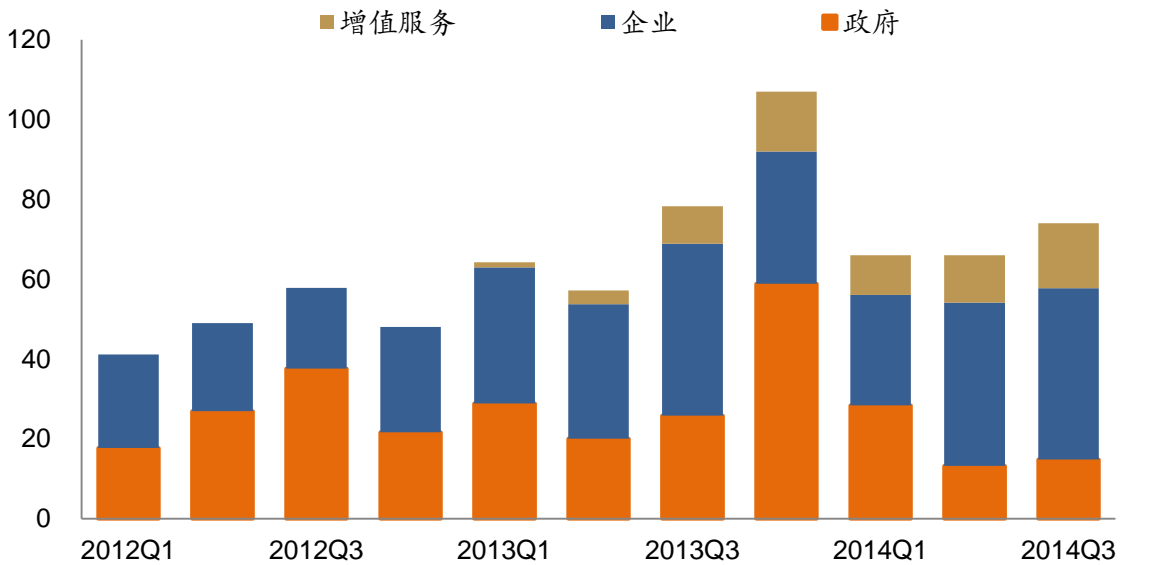


来源：公司资料，招商证券(香港)

WPS业务

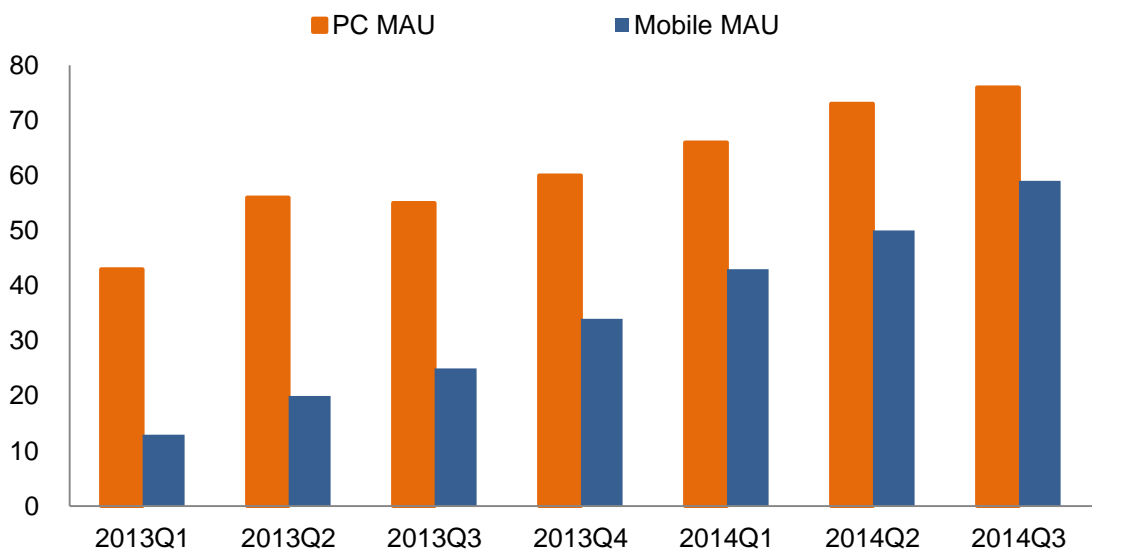
3Q2014 WPS 收入 7400 万元，同比下降 6%，环比增长 11%。WPS PC 版 MAU 达到 7600 万，移动版 MAU 达到 5900 万。虽然公司表示新一轮政府采购已经在 3Q 开始，但是我们预计 4Q 才能看到明显的增长，主要因为 4Q 是传统的政府采购旺季。微软在近期推出了免费版的 Office App。我们认为微软的动作将会在短期内对 WPS 在海外移动端的推广造成一定影响。但是长远来看，我们相信同类产品最终的成败将由团队专注度以及用户体验决定。另外，WPS 在期内推出了手机端邮件应用 WPS Mail。我们预计这款应用是继 WPS Office 之后，另一款成为小米手机预装服务的应用。目前市场上尚无一款非常出色的第三方手机邮件应用，我们认为 WPS Mail 一方面可以填补这一项空白，另一方面也会与 WPS Office 形成协同效应。我们相信 WPS Mail 未来将成为 WPS 在移动端重要的组成部分。

图10: WPS季度收入及分布 (百万人民币)



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图11: WPS PC及Mobile MAU (mn)



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

估值与评级

综合我们对收入及OPM的调整，我们分别下调2014-2016年盈利预测3%、4%及7%。我们下调基于DCF的目标价至HK\$30.32，对应24x2015E Non-GAAP EPS。金山软件目前股价相当于15x2015E P/E vs. 行业平均25x2015E P/E。重申买入评级。

图12: DCF主要假设

Beta	1.23
无风险利率 (Rf)	3.6%
风险溢价 (Rp)	10.6%
所得税率	11%
债务成本 (Cost of Debt)	7.0%
权益成本 (Cost of Equity)	16.7%
永续增长率 (g)	3.0%
WACC	16.72%

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图13: FCF预测

百万人民币	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
FCF	829	1,147	2,161	2,473	3,095	3,914	4,734	5,808	7,119	8,742
折现后 FCF 总计	12,116									
终值价值	11,980									
企业价值	24,097									
现金及其他非核心资本	4,620									
权益价值	28,701									
每股价值 (RMB)	24.65									
每股价值 (HKD)	30.32									

来源: Bloomberg, 招商证券(香港) 预测

图14: 敏感性分析

人民币	WACC				
	15.72%	16.22%	16.72%	17.22%	17.72%
2.0%	26.23	24.99	23.86	22.81	21.84
2.5%	26.71	25.42	24.24	23.15	22.15
Growth 3.0%	27.23	25.88	24.65	23.52	22.48
3.5%	27.79	26.38	25.09	23.91	22.83
4.0%	28.40	26.92	25.57	24.33	23.20

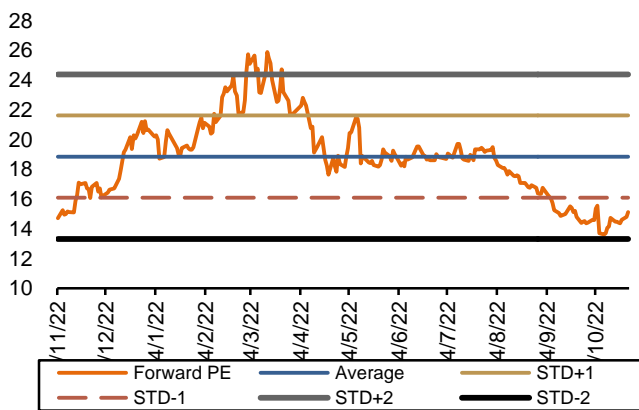
来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图15: 同业估值

Name	Ticker	Price (HK\$)	Mkt Cap (US\$mn)	PE		PEG
				FY14E	FY15E	FY14E
TENCENT	700 HK	127.9	154507	38.7	29.2	0.84
QIHOO 360	QIHU US	71.97	9063	29.7	18.1	0.52
BAIDU	BIDU US	250.34	87772	38.4	27.9	0.81
NETEASE	NTES US	93.85	12264	15.1	13.3	0.87
SINA	SINA US	41.34	2755	50.2	32.5	4.46
YY	YY US	79.78	4459	29.0	20.3	N/A
SUNGY MOBILE	GOMO US	5.91	197	16.4	11.3	0.38
AUTOHOME	ATHM US	43.43	4566	42.2	31.3	0.76
CTRIP	CTRP US	56.39	7298	50.0	31.2	1.03
51JOB	JOBS US	34.62	2058	21.0	18.2	N/A
BITAUTO	BITA US	79.25	3491	46.1	29.6	0.52
SOUFUN	SFUN US	8.43	3480	14.6	12.7	N/A
CHEETAH MOBILE	CMCM US	18.02	2521	70.7	24.3	0.19
WEIBO	WB US	19.3	3863	N/A	69.9	N/A
500.COM	WBAI US	25.97	903	20.5	14.0	0.14
Average				34.5	25.6	0.95
KINGSOFT	3888 HK	23.8	3636	19.6	15.1	0.65

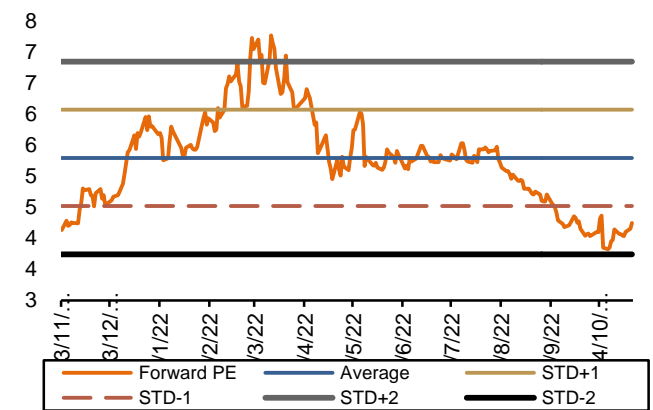
来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图16 2015 Forward PE



来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图17 2015 Forward PB



来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图18 季度业绩

百万人民币	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q2014	2Q2014	3Q2014
收入	457	497	551	669	676	751	852
娱乐软件	267	271	271	288	295	308	304
WPS	64	57	78	107	66	66	74
猎豹移动	126	154	187	250	293	354	446
其他	0	15	14	24	22	23	29
收入成本	-62	-66	-80	-90	-107	-116	-140
毛利	395	430	471	579	569	634	712
研发成本	-115	-136	-170	-175	-196	-223	-273
销售及市场推广开支	-68	-72	-78	-165	-157	-166	-230
一般及行政开支	-45	-44	-51	-52	-66	-67	-75
股份酬金成本	-10	-19	-15	-17	-21	-57	-65
其他经营成本	-10	-5	0	8	0	2	-16
其他收入及收益	15	5	19	6	2	1	17
经营盈利	162	159	176	184	130	124	71
出售联营公司收益	47	0	0	0	117	0	194
财务收入	27	29	35	40	46	61	67
财务成本	-2	-2	-10	-11	-12	-22	-23
分占联营公司亏损	0	0	0	-3	-3	-1	-3
分占共同控制实体亏损	1	0	-1	5	0	-1	-2
税前盈利	235	186	198	206	228	161	307
所得税	-24	-16	-21	-11	-23	-36	-20
税后盈利	211	170	178	195	254	125	286
少数股东	15	25	14	29	8	7	56
母公司净利润	196	145	163	166	246	118	231
Non-GAAP 母公司净利润	206	165	178	183	267	175	296
同比增长率							
收入增长	56%	54%	51%	55%	48%	51%	55%
毛利增长	63%	53%	47%	53%	44%	47%	51%
母公司净利润	133%	44%	49%	41%	21%	-26%	41%
Non-GAAP 母公司净利润	108%	25%	35%	20%	30%	6%	66%
成本占比							
研发成本	25%	27%	31%	26%	29%	30%	32%
销售及市场推广开支	15%	14%	14%	25%	23%	22%	27%
一般及行政开支	10%	9%	9%	8%	10%	9%	9%
股份酬金成本	2%	4%	3%	2%	3%	8%	8%
利润率							
毛利率	87%	87%	86%	87%	84%	85%	84%
经营利润率	35%	32%	32%	28%	19%	17%	8%
Non-GAAP 经营利润率	38%	36%	35%	30%	22%	24%	16%
净利率	46%	34%	32%	29%	38%	17%	27%
Non-GAAP 净利率	45%	33%	32%	27%	40%	23%	35%

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3,065	5,075	6,192	7,679	9,505
现金	2,416	4,481	5,221	6,636	8,150
超过三个月定存	-	-	251	84	112
存货	17	4	3	3	3
应收贸易账款	130	185	264	402	577
预付款项及其他应收账款	120	151	264	402	577
应收关联方款项	161	136	101	67	-
其他	542	390	289	220	86
非流动资产	576	729	787	816	845
固定资产	371	385	410	434	459
无形资产	68	96	115	116	117
应收贷款	6	16	5	5	5
其他	131	232	258	261	265
资产总计	3,641	5,804	6,980	8,495	10,350
流动负债	933	789	1,201	1,720	2,370
应付贸易账款	23	32	61	104	166
应付开支及其他应付款项	299	499	723	1,105	1,608
银行贷款	414	16	15	14	13
其他	197	241	402	497	583
长期负债	34	1,185	1,168	1,170	1,174
延迟收益	14	32	22	23	25
延迟税项负债	19	31	23	24	26
负债合计	966	1,974	2,370	2,890	3,544
股本	5	5	5	5	5
储备	784	3,826	4,605	5,600	6,801
保留盈利	1,624	-	-	-	-
派息	102	-	-	-	-
非控制性权益	-	-	-	-	1.00
负债及权益合计	3,481	5,805	6,980	8,496	10,352

现金流量表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	556	996	1,332	1,690	2,736
税前盈利	528	825	931	1,187	2,207
折旧摊销	64	60	64	66	70
财务费用	3	3	3	3	3
投资收益	-4	4	19	10	8
营运资金变动	26	170	221	246	300
其它	-61	-67	94	178	149
投资活动现金流	-1,063	-44	-266	144	-25
资本支出	-135	-89	-85	-95	-101
其他投资	-928	45	-181	239	76
筹资活动现金流	10	1,064	-327	-421	-1,201
偿还借贷	67	-398	-1	-1	-1
支付股息	-187	-302	-324	-418	-786
新增银行贷款	-	-	-	-	-
少数股东注资	-	-	-	-	-
其他	130	1,764	-2	-2	-415
现金净增加额	-496	2017	636	1387	1485

利润表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,411	2,173	3,306	5,021	7,215
收入成本	-187	-297	-529	-904	-1,443
毛利	1,224	1,876	2,777	4,117	5,772
研发成本	-385	-596	-992	-1,205	-1,515
销售及市场推广开	-234	-383	-793	-1,155	-1,371
一般及行政开支	-148	-192	-298	-452	-577
股份酬金成本	-48	-61	-215	-326	-397
其他经营成本	-23	-7	-33	-50	-72
联营公司减值	-	-	-	-	-
财务收入	98	129	231	251	361
财务成本	-9	-24	-80	-22	-25
营业利润	528	825	931	1,187	2,207
所得税	-61	-71	-121	-142	-243
净利润	466	754	810	1,044	1,964
少数股东损益	34	83	93	161	589
母公司所有者净利	433	671	717	883	1,375
Non-GAAP 母公司所有者净利润	481	732	932	1210	1772
EPS (元)	0.41	0.60	0.57	0.70	1.09

主要财务比率

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
年成长率					
营业收入	38%	54%	52%	52%	44%
营业利润	40%	53%	48%	48%	40%
净利润	33%	55%	7%	23%	56%
获利能力					
毛利率	87%	86%	84%	82%	80%
净利率	33%	35%	24%	21%	27%
ROE	17%	20%	18%	19%	29%
ROIC	15%	15%	14%	15%	25%
偿债能力					
资产负债率	27%	34%	34%	34%	34%
流动比率	3	6	5	4	4
速动比率	3	6	5	4	4
营运能力					
资产周转率	0.39	0.37	0.47	0.59	0.70
应收账款周转率	6.7	7.4	7.6	7.5	7.4
应付账款周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
估值比率					
PE	37.22	24.03	25.50	20.69	13.30
PB	6.69	4.89	4.23	3.48	2.86
EV/EBITDA	38.3	25.3	23.8	19.0	9.7

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明: (i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828