

# 網龍 (777.HK)

## 遊戲業務穩定發展，教育業務騰飛在即

香港 | TMT | 公司研報

13 February 2018

### 投資概要

網龍由遊戲起家，2001年開始開發大型網路遊戲，是成熟的網絡遊戲開發商、運營商和發行商。2010年成立全資子公司華漁教育，開始探索教育事業，目前教育業務營收已超過公司營業收入的一半。雖然教育業務目前仍然處於虧損階段，但遊戲業務為公司發展提供穩定的現金流。總體來看，2017年開始公司有望實現整體扭虧為盈。我們看好公司遊戲業務的穩定發展，並且期待教育業務獲得更多硬體訂單，並逐步實現軟體產品的變現。我們分部加總估值法得出公司股票的目標價23.88港元，“買入”評級。

### 公司概況

網龍網路控股有限公司是全球領先的互聯網社區創建者。公司成立於1999年，總部位於中國福建福州。2001年公司創建了中國第一網路遊戲資訊網站17173.com，2003年以2050萬美元出讓於搜狐。公司創立了廣受歡迎的智慧手機服務平臺91無線，並於2013年以19億美元出售給百度，為公司佈局教育業務積累了充足的資金。近年來，公司業務重心逐漸從遊戲轉向教育行業：2015年，公司收購全球教育行業巨頭普羅米修斯（Promethean），開始大舉拓展國際教育市場；在國內，公司成立華漁教育，從硬體、軟體、平臺、資源協同出發，致力於打造國內最大的教育細分市場服務平臺體系。同時，公司前瞻佈局VR/AR領域，搶佔發展先機，積極將VR/AR技術應用於遊戲、教育、家居等領域，並於2016年投資了兩家領先的AR技術企業。

圖表：公司發展歷程

時間	事件
1999	網龍網路公司成立
2001	創立網遊信息門戶網站 17173.com
2003	以 2050 萬美元出讓 17173.com
2006	公司經典遊戲《魔域》正式公測
2007	公司 11 月登陸香港創業板
2008	以介紹形式轉至港交所主機板上市（代碼 777.HK）
2010	成立全資控股子公司華漁教育
2013	將 91 無線以 19 億美元售於百度
2014	以 30.5 百萬美元收購香港創奇思(Cherrypicks)的移動方案業務
2015.4	華漁教育“101 智慧課堂”項目首次落地
2015.6	收購蘇州馳聲科技
2015.9	收購普羅米修士（Promethean）
2016.4	與創奇思共同收購 Cherrypicks Alpha；入股 ARHTMedia
2016.12	被納入深港通名單
2017.3	被納入恒生綜合大中型股指數成份股（深港通、滬港通）
2017.7	收購教育產品供應商 Jumpstar

Source: Company, Phillip Securities

### 買入

現價 HKD17.90

(現價截至 2 月 9 日)

目標價 HKD23.88 (+33%)

### 公司資料

普通股股東 (百萬股):	533.32
市值 (港幣百萬元):	9,546
52 周 最高價/最低價 (港幣):	18.64/17.76

### 主要股東, %

Liu Dejian	47.75
DJM Holding Ltd.	35.66
He Zhicheng	14.62
Zhou Quan	13.72

### 股價表現, %

	1 個月	3 個月	1 年
網龍	-16.55	-31.29	-23.18
恒生指數	-5.18	1.33	25.16

### 股價 & 恒生指數



Source: Aastocks, Phillip Securities

### 財務資料

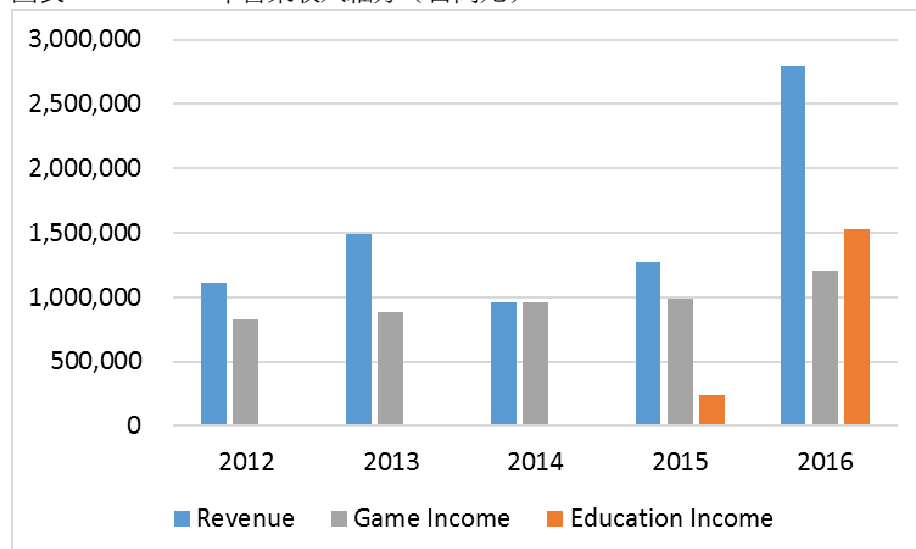
RMB mn	FY15	FY16	FY17E	FY18E
Net Sales	1,272	2,793	3,786	4,569
Net Profit	-143.0	-202.7	76.7	174.8
EPS, RMB	-0.29	-0.41	0.14	0.33
PER, x	-51.42	-36.25	103.32	45.36
BVPS, RMB	8.63	7.77	7.24	7.40
P/BV, x	2.07	2.30	2.47	2.42
ROE, %	-3.34	-5.27	1.98	4.42

Source: Company, Wind, Phillip Securities Est.

周霖 (2277 6515)  
euruzhou@phillip.com.hk

公司營業收入不斷增長，2012 年到 2016 年營業收入的年均複合增長率達到 25.99%。從收入結構看，遊戲業務收入持續穩定增長，2015 年開始教育業務收入占營收比重不斷提高，目前教育業務營收超過公司整體營收 50%。

圖表：2012-2016 年營業收入細分（百萬元）



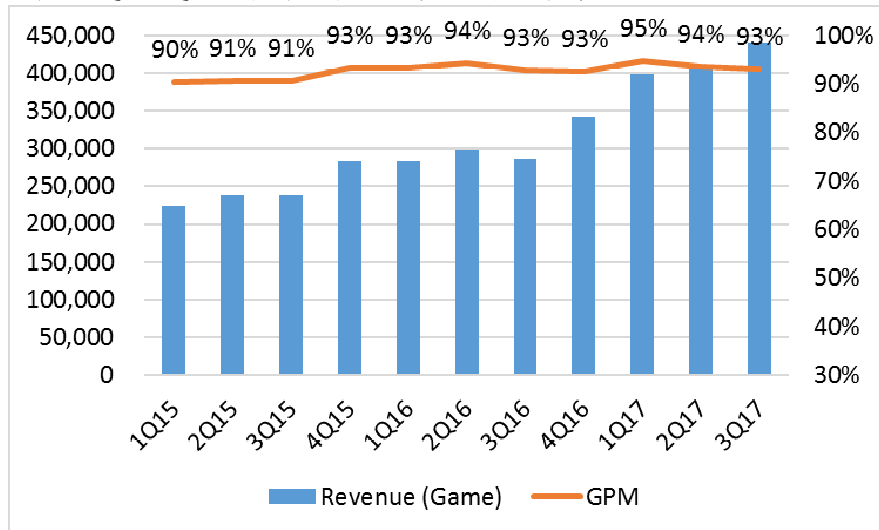
Source: Company, Phillip Securities

## 遊戲業務穩定發展

公司自 2001 年開始組建團隊研發大型網遊，目前已發展成中國領先的網路遊戲開發商、運營商和發行商，自主研發了 50 多個網遊及手遊產品，玩家遍佈英、法、西班牙、阿拉伯等 180 個國家。截止至 2017 年中期，公司運營的遊戲包括《征服》、《魔域》、《英魂之刃》、《機戰》、《開心》、《投名狀 Online》、《天元》等，包括端遊、頁遊、手遊等主要形式。公司的經典遊戲產品《魔域》自 2006 年推出以來，在全球市場積累了廣大的玩家群體，多年來貢獻穩定可觀的收入，註冊用戶超過 1.7 億元。

面對行業競爭形勢，公司採取大 IP 戰略，鞏固現有的“魔域”、“英魂之刃”等經典 IP 端遊，同時借助經典 IP 大力發展手機遊戲，加強市場推廣。2016 年公司的遊戲業務收入達到 12.1 億元，同比增長 22.8%，其中超過 70% 來自魔域系列產品。公司專注分析現有用戶群，不斷提升活躍用戶的使用體驗。遊戲用戶月均收入在 2016Q4 達到 369 元，同比增長 28.6%。2017 年前三季度遊戲業務營收達 12.4 億元，同比增長 43.3%，主要得益於旗艦遊戲 IP《魔域》和《英雄之刃》的整體收益增長以及手遊業務貢獻增大。2017 年第三季度遊戲用戶月均收入同比上升 51.7%，活躍付費帳戶同比上升 38.4%。體現了公司優秀的運營管理能力和正確的戰略眼光。

圖表：1Q15-3Q17 遊戲業務收入（千元）和毛利率



Source: Company, Phillip Securities

圖表：主要 IP 情況

IP	用戶	進展
魔域	註冊用戶>1.7 億	17Q3 收入同比增長 70%
英魂之刃	註冊用戶>1 億，MAU>900 萬	手遊版連續 9 個月蟬聯騰訊應用寶“熱門網遊月總下載”榜前三
虎豹騎	-	騰訊 WeGame 平臺周人氣榜 Top3，好評率達 88%；入選索尼“PlayStaton 中國之星計畫”
征服	註冊用戶>1.1 億	17Q3 收入持續穩定

Source: Company, Phillip Securities

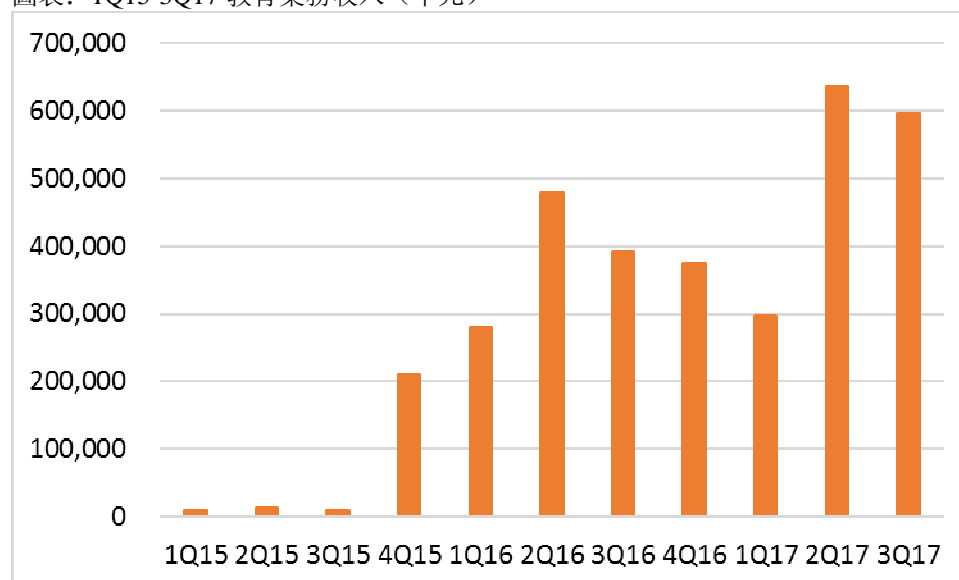
## 教育業務進展順利

公司是全球線上教育和移動互聯網教育的先行者。公司多年從事遊戲行業積累了大量技術與人才優勢，又通過外延擴張不斷增強研發實力（如收購 Cherrypicks International、馳聲科技）和擴充銷售管道（如收購普羅米修斯）。目前公司已能夠提供一體化的教育資訊化解決方案，包括軟體、硬體、平臺和內容資源，形成了技術、管道、人才資源的有利融合。同時，公司聯合權威教育機構，投入智慧學習研發，積累國內外頂尖的教育資源，與人教社、國家電教館、北師大、哈佛大學等權威教育機構達成戰略合作，與英國廣播公司 BBC、美國最大的教育出版商培生國際等建立了戰略夥伴關係。通過戰略投資，公司的教育業務版圖已經覆蓋全球 100 多個國家的 100 萬間教室，以及 200 萬名教師和 3000 萬名學生用戶。2015 年以來，教育業務收入持續上升，2017 年第三季度教育板塊收入達到 595.9 百萬元，同比增長 52%，占公司營收比重達到 56%。目前，教育業務收入主要來自硬體銷售。

**（1）國際教育業務：**公司 2015 年以 1.3 億美元代價收購國際教育硬體巨頭普羅米修斯。普羅米修斯是全球兩大教育互動技術的開發商之一（另一家是 Smart Education），其核心業務包括教學展示硬體產品 ActivBoards（互動白板）、ActivPanels（互動平板）和互動教學軟體產品 ClassFlow，銷售市場遍及 100 個國家，主要收益來源地包括英、美等發達國家，核心目標客戶為基礎教育階段（K12）的學生及教師。核心產品 Classflow 是一款教師備課軟體，老師在互動電子白板上展示教學課程，使用移動設備與學生分享課程資料、進行測試和投票、組織小組學習實踐等，以豐富課堂學習體驗。近年來隨著公司的不斷整合、改善經營管理，國際教育業務收入不斷提高，2017 年第三季度普羅米修斯錄得收入 525.9 百萬元，同比增長 56.2%。

**(2) 國內教育業務：**網龍 2010 年在中國建立全資子公司華漁教育，從硬體、軟體、平臺、資源打造國內最大最完整的教育細分市場服務平臺體系，目前涵蓋學前教育、基礎教育、高等教育、職業教育、企業培訓、非學歷及終身教育等六大部分。硬體方面，公司融合普羅米修士的技術產品資源，打造了全球首款 K12 教育平板——101 同學 Pad；同時，通過整合開放的教育雲平臺及覆蓋全球的教育資源庫，公司開發了專門針對 K12 階段的智慧教學整體解決方案“101 智慧教室”及備授課軟體“101 教育 PPT”。“101 智慧教室”解決方案融合教育雲平臺、智慧軟體（資源+應用）和智慧硬體，為教師、學生、家長提供了連接校內外的兩個學習場景，貫穿課前、課中、課後三個環節，擁有廣泛的應用前景。

圖表：1Q15-3Q17 教育業務收入（千元）



Source: Company, Phillip Securities

公司努力促進遊戲、教育、前沿技術的協同發展，各業務板塊從現金流、技術應用等方面形成良好的互補效應。公司遊戲業務的持續發展為教育業務開展及技術研發提供穩定的現金流；而教育業務受益於國家政策支持、市場需求增長，長期發展前景光明；同時，公司通過外延擴張，迅速壯大補充自身研發實力，積極推進 VR/AR 等技術在遊戲、教育、家居等多領域的實踐應用，為未來業務開展注入新動力，給公司提前佔領前沿應用市場打下良好基礎。

## 遊戲業務穩定增長

**行業前瞻：**1) 2017 年前三季度中國網路遊戲營業收入為 1513.2 億元，預計全年營收在 2011 億元左右，同比增長 23.1%。經歷了過去多年的高增長後，未來遊戲市場將進入存量時代，預計增速進一步放緩。但隨著人們收入水準不斷提高以及休閒娛樂生活方式的養成，預計整體遊戲行業將繼續保持穩健發展。2) 手遊繼續較快增長。2017 年移動遊戲、用戶端遊戲、網頁遊戲分別占網路遊戲收入的 55.8%、34.6%、9.6%。從使用者結構看，移動遊戲端使用者規模進一步提升，2017 年用戶 4.6 億，同比增長 9%；用戶端用戶數量約 1.5 億，與 2016 年基本持平；網頁遊戲用戶約 2.4 億，同比下降 2.0%。同時，3) VR 遊戲或站上風口。隨著技術的發展和玩家對遊戲體驗的追求不斷升級，VR 遊戲以其獨特的魅力和強大的感染力吸引越來越多的玩家。2017 年，VR 遊戲用戶數量約 0.4 億，同比增長 100.0%，VR 體驗館的消費者數量不斷增加。據估算，到 2020 年，VR 生態圈將逐步形成，全球 VR 遊戲市場規模有望達到 149.5 億美元。

**未來遊戲業務的增長動能來自：**1) 推出更多的手遊產品。面對移動遊戲持續快速的發展趨勢，公司將憑藉經典 IP 推出更多的精品手遊。公司的經典 IP（魔域、英魂之刃等）擁有廣大的用戶基礎，原有玩家極可能轉化成移動手機遊戲的客戶。並且，憑藉網龍多年在遊戲行業積累的技術優勢、管道資源及運營經驗，我們認為公司有機會在競爭激烈的手遊市場獲得更多用戶。2) VR/AR 遊戲產品的推出。網龍近年在 VR/AR 領域的探索十分積極，2016 年，公司收購了 AR 技術的領先者 Cherrypicks Alpha，並投資 ARHT Media。公司將 VR 技術應用於遊戲開發，於 2016 年推出《VR 虎豹騎》，結合動作競技與虛擬實境技術，給玩家帶來身臨其境的遊戲體驗，受到玩家的喜愛。2018 年網龍還將在魔域和英魂之刃 IP 下推出兩款 VR/AR 遊戲，以迎合日益增長的市場需求。未來隨著 VR 遊戲裝置的普及，預計 VR 遊戲產品的使用者規模將進一步提升。3) 對已有客戶資料進行深度挖掘，抓住核心用戶，改善用戶體驗，提高每用戶月均付費。

图表：2018 年公司即將發佈的遊戲

IP	遊戲名稱/類別	端遊	手遊	AR/VR
魔域	魔域互通版		Yes	
	3D 魔域		Yes	
	第三人稱射擊類遊戲	Yes	Yes	VR
英魂之刃	集換式卡牌類遊戲		Yes	
	策略 MOBA 類遊戲		Yes	
	模擬類遊戲		Yes	AR
即將發佈	休閒類遊戲		Yes	

Source: Company, Phillip Securities

## 教育業務變現方式

我們將公司的變現路徑理解為：硬體——軟體——社區/平臺。公司目前教育板塊收入主要來自國際業務銷售收入，主要涉及硬體銷售，軟體產品還未大規模變現。從時間角度講，整個變現邏輯是：短期內，通過銷售硬體設施及提供資訊化解決方案產生收入；長期來看，通過推廣軟體產品，積累大量使用者基礎，不斷完善學習網路社區建設，提高用戶使用粘性，從而依靠優質平臺帶來可持續的付費行為。未來潛在收入來源包括學生、家長、內容提供者和其他平臺資源使用者。

公司的軟體產品採取“老師——學生——家長”的用戶獲取策略，從抓住老師用戶（輔助備課、作業軟體），進而拓展至學生（學習應用、作業軟體）及家長使用者（家校通）。我們認為該策略具有較大的成功可能性，由於老師在教育過程中發揮著主要引導者的作用，培養教師用戶的使用習慣之後，可以進一步將軟體推廣至學生、家長，在積累大量學生和家長用戶之後，公司可就提供更豐富、更定制化的產品及服務收取一定費用。例如，學習軟體根據學生以往的知識測驗結果，針對學生學習過程中的薄弱環節，運用大資料運算平臺，自動生成並提供更具針對性的習題，以幫助學生進行查漏補缺，軟體平臺可就此功能向學生或家長用戶收取一定資源使用費。我們粗略估算，公司的智慧備課軟體（101PPT 和 Classflow）目前國內外裝機量分別在 110 萬台和 130 萬台左右，共對應 6000 萬學生用戶，保守假設 6000 萬學生全部使用相應的作業系統完成作業，其中 50% 使用者產生付費行為，每學生一年收費 15 元，那麼僅該項服務每年就將產生 4.5 億元的軟體服務費收入。

圖表：用戶推廣策略



Source: Company, Phillip Securities

此外，公司的社區平臺可以作為聯結用戶（老師、學生、家長）與內容資源提供商（教育資源出版商等）的中間體，由此可能向內容提供者收取平臺使用費。公司的學習軟體可以積累學生學習過程的資料，從而抓住使用者痛點，獲得更加精準的使用者需求資料，從而為內容供應商提供更優質的目標客戶群。目前，軟體平臺仍然處於使用者積累階段。

## 國際教育業務斬獲海外訂單

目前國際教育業務是教育板塊的主要收入貢獻者。2017 年前三季度普羅米修斯創下 2 億美元營收，毛利率約 28%。根據 Futuresource Consulting 的資料，公司的 K12 交互顯示解決方案目前在全球市場份額排名第一（除去中國市場）。未來的增長動能來自：1）發達市場的軟體產品變現。普羅米修斯目前在海外擁有 170 萬教師用戶以及 130 萬學生用戶，公司計畫以現有 300 萬用戶為基礎做變現嘗試，收取一定服務費。若變現策略行之有效，我們預計 2018 年教育板塊的軟體服務收入可能會明顯增加。2）來自發展中國家的訂單增長。公司憑藉“一帶一路”規劃積極地走出國門，開拓國際市場。2017 年一季度，公司中標莫斯科採購專案，一期合同金額就達到 3000 萬美金，旗下產品互動平板顯示器將被 7,600 多間教室採用。目前公司努力開拓其他新興市場，正積極爭取包括土耳其、馬來西亞等國家的新訂單。我們預計發展中國家和新興市場的訂單有望持續增長。該類訂單的特點是合同金額大，毛利率較低，但是由於獲取訂單途徑主要是通過政府採購，行銷費用成本低，營業利潤率與發達國家業務持平。

## 國內教育業務受益於國家政策

公司在中國境內的教育業務銷售持續增長，僅 2017 第三季度合同銷售額就達達 150 百萬元。近年來，中國政府逐年加大對教育的預算支出。《國家中長期教育改革和發展規劃綱要（2010-2020 年）》中明確提出，我國的財政性教育支出占 GDP 比重應在 4% 以上。隨著 GDP 不斷增長，財政性教育經費也逐年提高，在 2016 年達到 3.16 萬億，同比增長 8.2%。此外，《教育資訊化十年發展規劃》中提出政府在教育資訊化方面的支出不應低於教育經費的 8%，據此測算 2016 年教育資訊化支出在 2,528 億元左右。隨著國家政策的逐漸落地，更多的省市地方日益重視教育資訊化支出，政府和學校的相關採購項目也逐年增加。

2017年，網龍中標多個政府及學校的採購專案，涉及教室改造、硬體設施等方面。除了政府採購訂單，公司通過各種管道大力推廣軟體產品。例如，通過與PC硬體廠商合作、舉辦PPT課件大賽、教育局推介會等形式，將旗艦軟體產品“101教育PPT”推廣給更多教師用戶。2017年11月底，101教育PPT在中國的K-12教師安裝用戶數量已提前實現2017全年目標，達到110萬台，僅第三季度就新增裝機量33萬台。未來，公司將繼續利用各種資源平臺，擴大用戶基礎。

圖表：網龍中標記錄

時間	金額(萬元)	合同	地區
2017.11	72.27	2017年電子實訓室改造第1包	安徽
2017.11	112.18	2017年公共機房雲桌面等建設	安徽
2017.9	451.00	四川文理學院四川文理學院智慧製造學院實驗室建設政府採購項目政府採購合同	四川
2017.9	195.01	VR智慧教室建設項目政府採購合同	福建
2017.1	372.12	甘肅省2017年“全面改薄”省級集中採購“班班通”設備第二期採購專案第六包	甘肅
2017.1	370.63	甘肅省2017年“全面改薄”省級集中採購“班班通”設備第二期採購專案第七包	甘肅

Source: Government, Phillip Securities

## 估值結論

我們採用分部加總法估算公司股價。1) 遊戲業務：PE相對估值。未來，預計隨著新遊戲產品的推出和公司有效的運營管理，遊戲業務仍有望保持穩定增長。假設2018-2019年的收入增長率為20%、18%，利潤率保持相對平穩，稅率為15%，2018年遊戲業務的淨利潤為505百萬元。我們選取了8家香港上市的遊戲公司，市盈率中位數在15.98倍。我們保守假設12倍PE，遊戲業務估值為9.39港元/股。2) 教育業務。公司的教育業務目前仍為虧損，我們採取PS估值法，假設教育業務未來兩年收入增長率為22%、20%，主要是考慮到國內教育資訊化訂單有望持續獲得，國際市場可能中標新採購合同，並且普羅米修斯嘗試變現可能帶來軟體收入的提升。樣本中11家H股教育上市公司PS中位數13.45倍左右，由於網龍的教育業務仍然處於虧損中，所以我們參考兩家同樣處於虧損的教育股（2371.HK & 1082.HK），取兩個PS的平均數3.73倍，得到教育業務估值為14.48港元/股。由此，我們認為公司的股價應在23.88港元。考慮到最近市場波動較大，建議逢低收集。（匯率=0.8228）

圖表：SOTP估值

	Rev 18E /rmb mn	Earnings 18E /rmb mn	Target PE	Target PS	Exchange Rate	NAV /hkd mn	Price /hkd
Game	1,985	505	12.00	-	0.8288	5,018	9.39
Education	2,505	-	-	3.73		7,738	14.48
						<b>Price per share/hkd</b>	<b>23.88</b>

Source: Phillip Securities

圖表：估值關鍵假設

	16A	17E	18E	19E
Revenue	2,793	3,786	4,569	5,428
YoY	119.55%	35.54%	20.69%	18.80%
Game Income	1,210	1,654	1,985	2,342
YoY	22.79%	36.68%	20.00%	18.00%
Education Income	1,526	2,054	2,505	3,007
YoY	528.62%	34.55%	22.00%	20.00%

<b>Gross Profit</b>	<b>1,583</b>	<b>2,138</b>	<b>2,578</b>	<b>3,057</b>
<i>GPM</i>	56.92%	56.47%	56.41%	56.31%
Game Income	1,128	1,522	1,826	2,155
<i>GPM</i>	93.21%	92.00%	92.00%	92.00%
Education Income	455	616	752	902
<i>GPM</i>	29.84%	30.00%	30.00%	30.00%

Source: Phillip Securities

圖表：同業指標及目標PE/PS

代碼	公司	總市值 /百萬港元	PS (TTM)	PE (TTM)
0777.HK	網龍	10,165.10	2.04	-135.92
<b>H股教育</b>				
代碼	公司	總市值 /百萬港元	PS (TTM)	PE (TTM)
0839.HK	中教控股	15,959.60	15.31	34.70
1565.HK	成實外教育	15,073.15	14.97	41.43
6169.HK	宇華教育	14,365.73	14.29	38.62
1317.HK	楓葉教育	13,450.97	10.30	27.64
6068.HK	睿見教育	10,699.84	9.13	45.08
2001.HK	新高教集團	7,098.26	13.45	43.49
1569.HK	民生教育	6,227.47	11.71	20.63
8417.HK	大地教育	1,610.37	70.77	-20913.87
8055.HK	中國網路資訊科技	1,455.04	27.85	-9.20
2371.HK	創聯教育金融	591.25	5.35	-3.14
1082.HK	香港教育國際	328.54	2.10	-0.99
Average		8,653.17	13.60	21.46
Median		8,899.05	13.45	27.64
Target PS		-	3.73	-
<b>H股遊戲</b>				
代碼	公司	總市值 /百萬港元	PS (TTM)	PE (TTM)
3888.HK	金山軟體	33,038.18	2.90	28.40
0799.HK	IGG	10,480.41	2.86	10.90
1089.HK	樂遊科技控股	5,128.42	5.03	68.91
6899.HK	聯眾	2,823.84	3.36	577.08
0434.HK	博雅互動	2,334.97	2.53	8.95
1022.HK	飛魚科技	1,368.73	8.03	-9.52
0484.HK	雲遊控股	1,202.23	3.65	-3.61
8345.HK	火岩控股	910.40	11.38	21.07
Average		8849.10	4.25	22.44
Median		2579.40	3.51	15.98
Target PE		-	-	12.00

Source: Wind (as at Feb 8), Phillip Securities



## 風險提示

國際教育業務投標獲取失敗；  
國際教育業務變現失敗；  
國內教育業務拓展不及預期；  
遊戲業務收入不及預期；  
市場競爭激烈。

## 財務報告

FYE	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E
<b>Valuation Ratios</b>					
Price to Earnings (P/E)	42.67	-51.42	-36.25	103.32	45.36
Price to Book (P/B)	1.96	2.07	2.30	2.47	2.42
<b>Per Share Data (RMB)</b>					
EPS	0.35	-0.29	-0.41	0.14	0.33
Book Value Per Share	9.14	8.63	7.77	7.24	7.40
Dividend Per Share	0.32	0.17	0.17	0.07	0.16
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	-35.50	32.13	119.55	35.54	20.69
Gross Profit	-35.49	11.40	65.95	-	20.58
Operating Income	-52.45	-124.27	533.58	-	173.44
Net Profit	-97.12	-180.92	41.80	-	127.80
<b>Margins (%)</b>					
Gross Profit Margin	89.32	75.31	56.92	56.47	56.41
Operating Profit Margin	26.17	-4.81	-13.87	1.71	3.87
Net Profit Margin	18.35	-11.24	-7.26	2.03	3.82
<b>Key Ratios</b>					
ROE (%)	3.81	-3.34	-5.27	1.98	4.42
ROA (%)	4.48	-1.52	-3.89	1.51	3.36

FYE	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E
<b>Income Statement (RMB Mn)</b>					
Revenue	962.82	1272.20	2793.10	3785.75	4569.11
- Cost of Goods Sold	-102.84	-314.16	-1203.23	-1648.07	-1991.58
Gross Income	859.97	958.04	1589.87	2137.67	2577.53
- Operating Expenses	-607.97	-1019.19	-1977.31	-2073.02	-2400.74
Operating Income	252.00	-61.15	-387.44	64.66	176.79
-Financing Expenses	-0.42	0.59	-8.65	-9.70	-12.38
-Non Recurring Items	-15.57	-26.69	187.33	0.00	0.00
Pretax Income	236.02	-87.25	-208.76	54.96	164.42
- Minority Interest	-4.86	-44.95	-34.04	-30.00	-35.00
Net Profit	176.68	-142.98	-202.74	76.71	174.75

Source: Wind, Company, Phillip Securities (HK) Research Estimates  
 匯率為 HKD/CNY1 年遠期合約 2 月 9 日成交價 (0.8228)。  
 (財務資料截至 2018 年 2 月 9 日)

**PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS**

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5\%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

**GENERAL DISCLAIMER**

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

**Disclosure of Interest**

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

**Availability**

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2018 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

**Contact Information (Regional Member Companies)**

**SINGAPORE**

**Phillip Securities Pte Ltd**  
Raffles City Tower  
250, North Bridge Road #06-00  
Singapore 179101  
Tel : (65) 6533 6001  
Fax : (65) 6535 6631  
Website: [www.poems.com.sg](http://www.poems.com.sg)

**HONG KONG**

**Phillip Securities (HK) Ltd**  
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong  
11/F United Centre 95 Queensway  
Hong Kong  
Tel (852) 22776600  
Fax (852) 28685307  
Websites: [www.phillip.com.hk](http://www.phillip.com.hk)

**INDONESIA**

**PT Phillip Securities Indonesia**  
ANZ Tower Level 23B,  
Jl Jend Sudirman Kav 33A  
Jakarta 10220 – Indonesia  
Tel (62-21) 57900800  
Fax (62-21) 57900809  
Website: [www.phillip.co.id](http://www.phillip.co.id)

**THAILAND**

**Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd**  
15th Floor, Vorawat Building,  
849 Silom Road, Silom, Bangrak,  
Bangkok 10500 Thailand  
Tel (66-2) 6351700 / 22680999  
Fax (66-2) 22680921  
Website: [www.phillip.co.th](http://www.phillip.co.th)

**UNITED KINGDOM**

**King & Shaxson Capital Limited**  
6th Floor, Candlewick House,  
120 Cannon Street,  
London, EC4N 6AS  
Tel (44-20) 7426 5950  
Fax (44-20) 7626 1757  
Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**AUSTRALIA**

**PhillipCapital Australia**  
Level 12, 15 William Street,  
Melbourne, Victoria 3000, Australia  
Tel (613) 96188238  
Fax (613) 92002272  
Website: [www.phillipcapital.com.au](http://www.phillipcapital.com.au)

**MALAYSIA**

**Phillip Capital Management Sdn Bhd**  
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,  
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450  
Kuala Lumpur  
Tel (603) 21628841  
Fax (603) 21665099  
Website: [www.poems.com.my](http://www.poems.com.my)

**JAPAN**

**PhillipCapital Japan K.K.**  
Nagata-cho Bldg.,  
8F, 2-4-3 Nagata-cho,  
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014  
Tel (81-3) 35953631  
Fax (81-3) 35953630  
Website: [www.phillip.co.jp](http://www.phillip.co.jp)

**CHINA**

**Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd**  
No 436 Hengfeng Road,  
Greentech Unit 604,  
Postal code 200070  
Tel (86-21) 51699400  
Fax (86-21) 63532643  
Website: [www.phillip.com.cn](http://www.phillip.com.cn)

**FRANCE**

**King & Shaxson Capital Limited**  
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008  
Paris France  
Tel (33-1) 45633100  
Fax (33-1) 45636017  
Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**UNITED STATES**

**Phillip Futures Inc**  
141 W Jackson Blvd Ste 3050  
The Chicago Board of Trade Building  
Chicago, IL 60604 USA  
Tel +1.312.356.9000  
Fax +1.312.356.9005