

完美世界 (002624.SZ)

影遊雙輪驅動，IP 改編能力強勁

香港 | 科技、媒體和電信 | 公司研報

投資概要

完美世界是一家在國內從事影視創作及遊戲開發營運的公司，並擁有強勁的遊戲開發及影視製作能力，亦市場少數同時擁有遊戲及影視業務。兩個業務將會有強大協同效應，所以我們認為完美在未來可以保持高速增長。我們預測18及19年的純利增長為19%和32%。假設2018年目標市盈率23倍，我們給予完美“增持”評級，並得出目標價31.19元，潛在上漲空間為11.0%。(現價截至7月30日)

公司概況

完美在2014年12月10日把影視資產注入金磊股份以在A股市場上市，並改名為“完美環球”。在2016年1月6日更把遊戲資產以120億人民幣作價注入上市公司，並在同年7月改名為“完美世界”。另外，在2016年9月13日以13.53億人民幣收購今典影城、今典院線、今典文化，希望打通內容分銷渠道。唯影院業務表現不理想，完美在2018年1月29日把旗下所有院線業務轉讓給上市公司的控股股東完美世界控股，作價為16.65億人民幣。

電影

完美的自主電影多數是成本較低愛情片，包括：《非常完美》、《鋼的琴》、《失戀33天》及《咱們結婚吧》等等。其中，最成功的作品為2011年上映的《失戀33天》，改編自鮑鯨鯨的同名人氣網絡小說，由《蝸居》導演滕華濤執導。首周票房錄1.89億，奪得當週票房冠軍，最終票房更達到3.5億元人民幣，然而製作成本及宣傳成本只是約1000萬人民幣。該片同時獲得同業認可，在第15屆華表獎獲“優秀故事片獎”及在第31屆百花獎獲得“優秀故事片”獎。然而，在2017年，完美首次推出成本較高的動作片《非凡任務》，惟該片回報未如理想。

圖表:完美世界已上映的自主電影作品

電影名稱	上映時間	內地票房 (萬元)
非常完美	13/8/2009	9,199
鋼的琴	15/7/2011	662
失戀33天	8/11/2011	32,064
等風來	31/12/2013	7,979
觸不可及	19/9/2014	7,682
咱們結婚吧	2/4/2015	28,449
非凡任務	31/3/2017	15,643

Source: CBO 中國票房, Phillip Securities (HK) Ltd.

1 August 2018

增持 (首次)

現價 CNY 28.10

(現價截至7月30日)

目標價 CNY 31.19 (+11.0%)

公司資料

普通股股東 (百萬股):	1,315
市值 (人民幣百萬元):	36,946
52 周 最高價/最低價 (人民幣):	25.65 / 38.10

主要股東, %

完美世界控股	35.06
池宇峰	13.41

股價表現, %

	1 個月	3 個月	1 年
完美世界	-9.38	-19.67	-15.56
滬深 300	0.12	-6.44	-5.31

股價 & 滬深 300



Source: Aastocks, Phillip Securities

財務資料

RMB mn	FY16	FY17	FY18E	FY19E
Revenue	6,159	7,930	8,819	10,651
Net Profit	1,133	1,460	1,743	2,577
EPS, RMB	0.887	1.095	1.356	1.780
PER, x	31.68	25.66	20.72	15.78
BVPS, RMB	5.20	5.75	7.14	8.57
P/BV, x	5.40	4.89	3.93	3.28
ROE, %	16.2	18.9	20.5	22.7

Source: Company, Wind, Phillip Securities Est.

研究分析員

李學滔 (2277 6527)

terryli@phillip.com.hk

完美亦積極參與國外大片的製作，包括：《諜影重重 5》、《五十度黑》、《分歧者》系列及《環太平洋 2：雷霆再起》等等。在 2016 年，完美環球與美國環球影業達成片單投資及戰略合作協議，完美將出資 2.5 億美金，並配套銀行循環貸款，在未來 5 年參與環球影業電影項目投資份額的 25% 左右，數量不少於 50 部。完美可按投資比例獲得每部影片的永久性全球收益，包括票房分賬，音像收入電視、多媒體渠道發行收入，周邊產品授權收入等。在第 90 屆奧斯卡頒獎典禮上，完美和環球合作投資及出品的《至暗時刻》、《魅影縫匠》及《維多利亞與阿卜杜勒》，共獲得包括最佳影片、最佳導演、最佳男主角等 9 項大獎的 14 個提名。

除電影製作外，完美亦從事電影發行業務，說明完美有能力獨自創作及營銷自主電影。

圖表:2018 年電影投資計劃

序号	电影名称 (暂定名)	制作进度
1	父子	完成制作
2	妈阁是座城	后期制作中
3	影	后期制作中
4	解码者	后期制作中
5	催眠裁决	拍摄中
6	当小七遇到加菲	筹备中
7	格斗少年	筹备中
8	河盗 (网络大电影)	筹备中

Source: Company report, Phillip Securities (HK) Ltd.

電視劇

完美是國內電視劇產量最高的公司之一，每年約出產 500 集，類型廣泛，涵蓋古裝、懸疑、青春、時事及愛情。作品有《楚漢傳奇》、《麻辣變形計》、《靈魂擺渡》、《咱們結婚吧》及《射雕英雄傳》。《神犬小七》系列是完美其中一套成功作品，主要講述人與狗在寵物醫院的故事。根據 CSM50 城市網，該劇收視率全年計排名第八，隨後更分別在 2016 和 2017 年推出第二、三季，並計劃在 2018 年推出第四季。另外，《靈魂擺渡》系列及《烈火如歌》亦嘗試在優酷及愛奇藝等網上平台播放。其中，《烈火如歌》上線 18 小時網絡播放量破億，在 4 月 5 日更超過 55 億。

圖表:2018年電視劇投資計劃

序号	投資項目名稱	制作進度 (截至報告日)	預計开拍日期
1	愛在星空下	完成制作	
2	幸福的理由	完成制作	
3	西夏死書	后期制作中	
4	勇敢的心2	后期制作中	
5	最美的青春	后期制作中	
6	忽而今夏	后期制作中	
7	趁我們還年輕	后期制作中	
8	香蜜沉沉燼如霜	后期制作中	
9	走火	后期制作中	
10	壯志高飛	后期制作中	
11	半生緣	后期制作中	
12	帝凰業	拍摄中	
13	不婚女王	拍摄中	
14	絕代雙驕	拍摄中	
15	山月不知心底事	拍摄中	
16	絕世唐門之新青年	拍摄中	
17	一號文件	拍摄中	
18	藍蓋	筹备中	2018年上半年
19	家有仙妻	筹备中	2018年上半年
20	烈火神盾	筹备中	2018年上半年
21	他知道風從哪個方向來	筹备中	2018年上半年
22	七月與安生	筹备中	2018年上半年
23	青春斗	筹备中	2018年上半年
24	獵頭局中局	筹备中	2018年下半年
25	妙探先生	筹备中	2018年下半年
26	惊天動地	筹备中	2018年下半年
27	我的AI男友	筹备中	2018年下半年
28	霍元甲	筹备中	2018年下半年
29	野火春風斗古城	筹备中	2018年下半年
30	網絡罪案調查組	筹备中	2018年下半年
31	青年特工	筹备中	2018年下半年
32	方根書簡	筹备中	2018年下半年
33	心理大師	筹备中	2018年下半年

Source: Company report, Phillip Securities (HK) Ltd.

綜藝

完美在綜藝節目方面採用“精品”、“創新”的整體戰略，並通過自主開發、項目合作、跨境合作等方式製作節目。公司作品包括：《極限挑戰》、《跨界歌王》、《無限歌謠季》及《嚮往的生活》等。《極限挑戰》是其中比較受歡迎的作品，是一套勵志體驗真人秀節目。主要成員有黃渤、孫紅雷、黃磊及羅志祥，而且每期會加入不同嘉賓，令節目增加新鮮感。目前作品已經製作至第四季，並在東方衛視播出。

圖表:《極限挑戰第一季》收視情況

期數	播出日期	CSM50 城市網收視情況		
		收視率%	排名	收視份額%
第一期	2015年6月14日	1.191	2	4.55
第二期	2015年6月21日	1.65	2	5.26
第三期	2015年6月28日	1.854	1	6.21
第四期	2015年7月5日	2.127	1	6.83
第五期	2015年7月12日	2.379	1	7.9
第六期	2015年7月19日	2.742	1	9.24
第七期	2015年7月26日	2.57	1	8.75
第八期	2015年8月2日	2.718	1	8.54
第九期	2015年8月9日	2.9	1	8.73
第十期	2015年9月6日	1.54	3	4.73
第十一期	2015年9月13日	2.026	1	6.71
第十二期	2015年9月20日	2.11	1	6.82

Source: CSM, Phillip Securities (HK) Ltd.

圖表:2018年綜藝投資計劃

序号	项目名称	制作进度
1	欢乐中国人2	正在播出
2	极限挑战4	筹备中
3	向往的生活2	筹备中
4	无限歌谣季	筹备中
5	你的故事我的歌	筹备中

Source: Company report, Phillip Securities (HK) Ltd.

端遊

完美分別自研及代理遊戲，並掌握多種遊戲引擎，如 Angelica 3D 遊戲引擎、Cube 引擎以及 Eparch 2D 引擎。自研遊戲作品有《完美世界》、《誅仙》及《武林外傳》等，類型以古裝武俠為主。《誅仙》系列為完美的代表作，運營接近 10 年，最新續作為《誅仙 3》。而代理遊戲則有《DOTA2》、《CS:GO》及《創世戰車》，其中《DOTA2》在國內的最高月流水達至近億元。另外，這些遊戲皆有舉辦電競比賽，《DOTA2》每年都會舉行國際邀請賽，2017 年前三名的總獎金更到 1700 萬美金，是至今獎金額度最高的電子競技比賽。除了國際性比賽之外，完美亦有在中國舉行地區性比賽。

圖表:中國 DOTA2 超級錦標賽



Source: Company website, Phillip Securities (HK) Ltd.

手遊

完美手遊作品主要來自主研發，包括：《誅仙手遊》、《倚天屠龍記》手遊、《神鵬俠侶》手遊、《射雕英雄傳》手遊、《夢間集》。其中有不少作品是由端遊 IP 改編而成，如《誅仙手遊》及《武林外傳手遊》。《誅》在 2017 年的平均月流水達到 2 億元。此外，完美更把發行《誅》到海外，在 2017 年，台灣已錄得每月 5000 萬流水。相信完美未來重心將會由端遊轉到手遊。

圖表:2018 年自研/代理遊戲

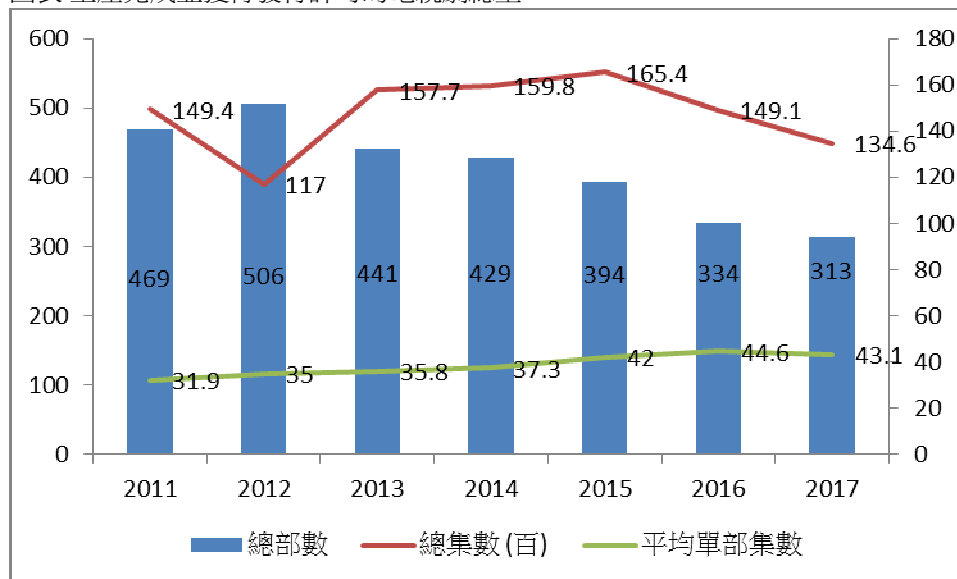
序号	游戏名称 (暂定)	游戏类型	自研/代理
1	边缘计划	PC端游	自研
2	新诛仙世界	PC端游	自研
3	深海迷航	主机游戏	自研
4	完美世界主机版	主机游戏	自研
5	非常英雄	PC端游+主机游戏	自研
6	Torchlight Online	PC端游+主机游戏	自研
7	Magic The Gathering	PC端游+主机游戏	自研
8	烈火如歌	移动游戏	自研
9	轮回诀	移动游戏	自研
10	武林外传官方手游	移动游戏	自研
11	云梦四时歌	移动游戏	自研
12	梦间集天鹅座	移动游戏	自研
13	完美世界手游	移动游戏	自研
14	神雕侠侣2	移动游戏	自研
15	新笑傲江湖手游	移动游戏	自研
16	我的起源	移动游戏	自研
17	失落的神域	移动游戏	自研
18	时代的崛起 (Rise of Ages)	移动游戏	自研
19	梦魇 (Nightmare)	移动游戏	自研
20	奥域: 王国崛起	移动游戏	自研
21	射雕三部曲	移动游戏	自研
22	面条人	独立游戏	代理
23	赦免者	独立游戏	代理
24	隐龙传	独立游戏	代理
25	洪潮之焰	独立游戏	代理

Source: Company report, Phillip Securities (HK) Ltd.

行業概況

生產完成並獲得發行許可的電視劇總部數自 2012 年起便一直下跌，由 2012 年的 506 部降至 313 部。然而，平均單部集數卻穩步由 2011 年的 31.9 集，升至 43.1 集。電視劇產量在 2003-2014 年間都保持在 400 部以上。但自 2015 年 1 月 1 日，一劇兩星政策推出後，電視劇產量便開始減少，並首次低過 400 部，2017 年更跌至 313 部。在以往 4+X 的政策下，每部電視劇最多可以在 4 家衛視和幾家地面頻道同時播出，因此劇集成本能夠由多家電視台分擔。但在一劇兩星的政策底下，一部電視劇最多只能同時在兩家衛星頻道播出，這無疑令電視台的購買成本上升，衛視自然亦會對劇集的質素要求提升。有鑑於此，我們相信行業將會逐步整合，低質素劇集製作商將會被淘汰，而電視劇產量出產量將會低於過往水平，平均劇集水平亦會有明顯提升。

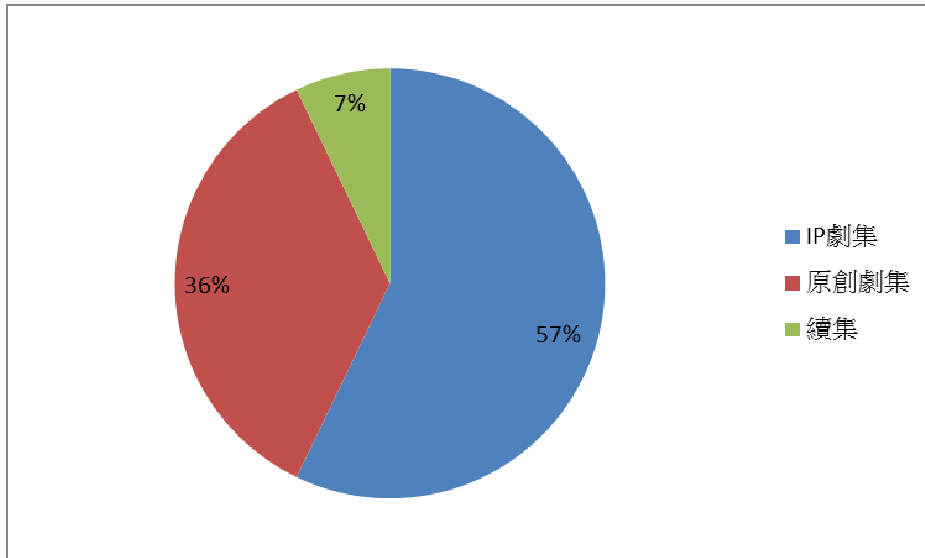
圖表:生產完成並獲得發行許可的電視劇總量



Source:中國電視劇產業發展報告, Phillip Securities (HK) Ltd.

在 2017 年播放量 100 億以上的劇集有 57% 來自 IP 劇集，這說明 IP 改編而成的劇集更容易讓觀眾接受，原因是觀眾可以在 IP 預先接觸到此作品和被獲改編的 IP 本身便是比較受歡迎的作品，早以擁有一定人氣，所以其改編作品更容易成功。

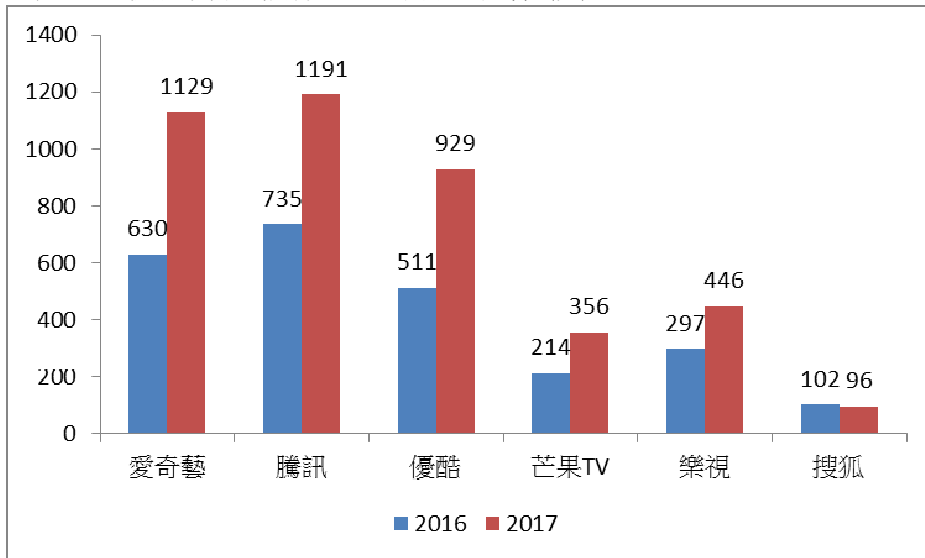
圖表:2017年播放量100億以上的劇集



Source:中國電視劇產業發展報告, Phillip Securities (HK) Ltd.

在 2017，除搜狐外，其他視頻平台的版權劇 TOP30 播放量均錄得顯著升幅，其中愛奇藝、騰訊及優酷分別上升 79.3%、62%及 81.8%。這說明觀眾看電視劇的習慣逐步從電視台轉到視頻平台。

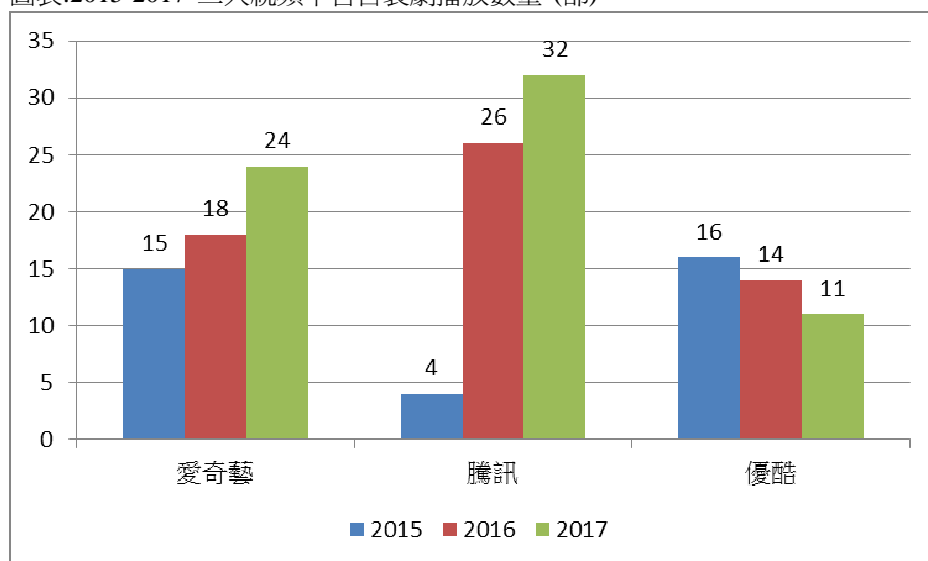
圖表:2017 視頻平台版權劇 TOP30 播放量分佈 (億)



Source:中國電視劇產業發展報告, Phillip Securities (HK) Ltd.

隨著視頻平台興起，視頻平台營運商開始創作自家劇集，而減低對製片商的依賴。其中，騰訊的自製劇升幅最為明顯，從 2015 年的 4 套升至 2017 年的 32 套。另外，愛奇藝的自製劇亦由 15 套升至 24 套，只有優酷的自製劇數量下跌。我們相信未來這三大視頻平台將會繼續提升自家的製作水平，並有機會成為現時製片商的一大競爭對手。

圖表:2015-2017 三大視頻平台自製劇播放數量 (部)

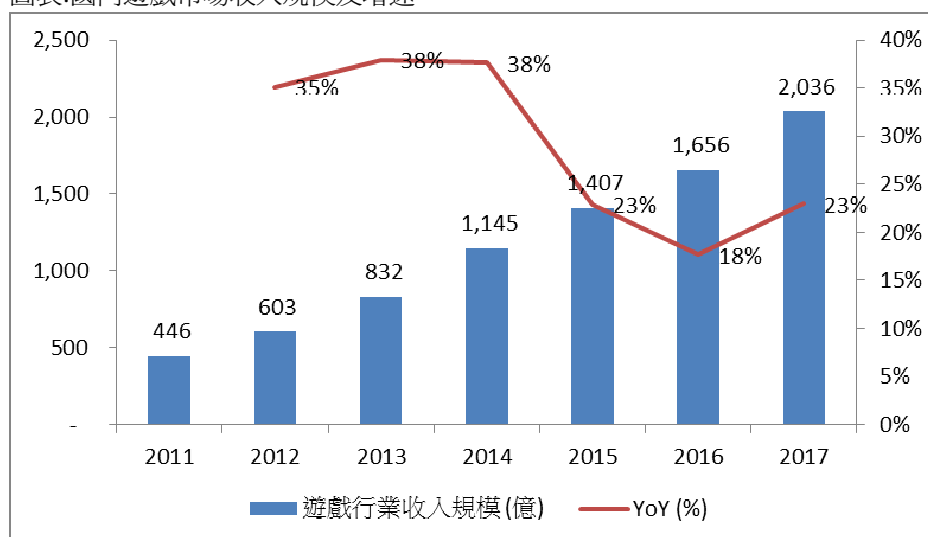


Source:中國電視劇產業發展報告, Phillip Securities (HK) Ltd.

國內遊戲市場收入一直穩定上升，從 2011 年的 446 億人民幣，升至 2017 年的 2,036 億人民幣，同比增長 23%。端遊收入在 2015 年後開始回落，並錄 5% 負增長。然而，2017 年端遊收入再次回升，主要由於該年生存遊戲——《絕地求生》火熱的表現。

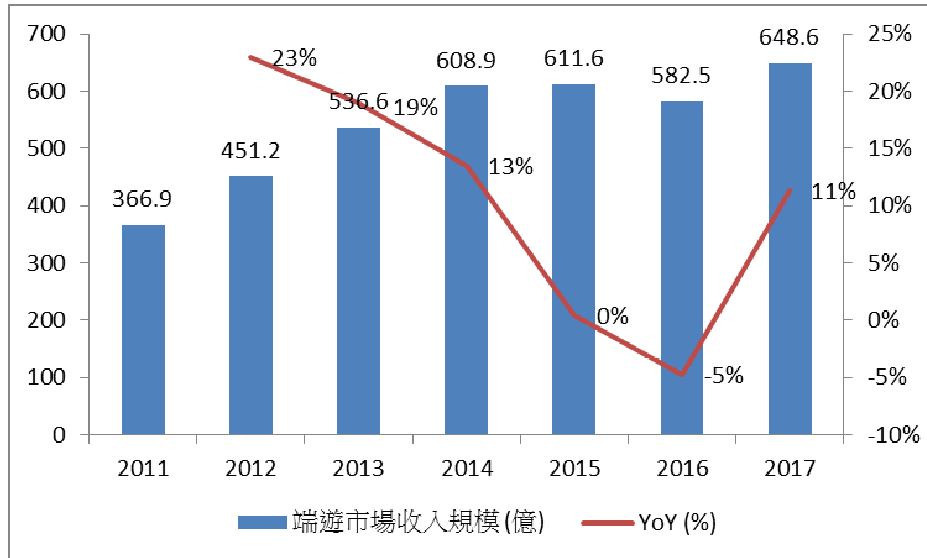
手遊收入繼續保持增長，從 2011 年的 17 億人民幣大幅上升至 2017 年的 1,162.2 億人民幣。惟其增速卻開始下降，由在 2013 年同比增長最高的 247%，在 2017 年大幅下降到只有 42%。手遊 ARPU 亦同樣保持上升，從 2011 年的 17.9 元人民幣大幅提到 2017 年的 129.12 元人民幣。然而，我們相信手遊市場將會繼續穩步增長，但由於基數效應，未來手遊收入及 ARPU 增長率將出現下降。

圖表:國內遊戲市場收入規模及增速



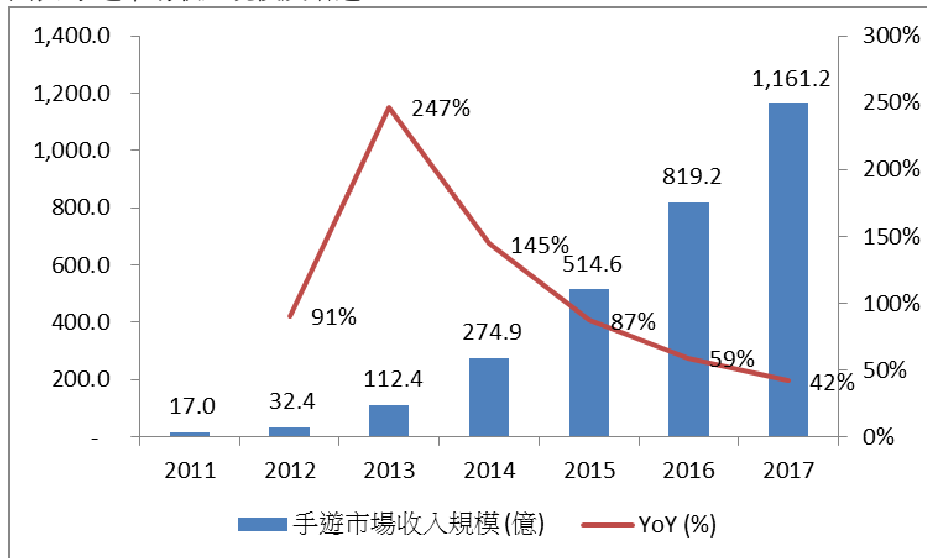
Source:中國產業信息, Phillip Securities (HK) Ltd.

圖表:端遊市場收入規模及增速



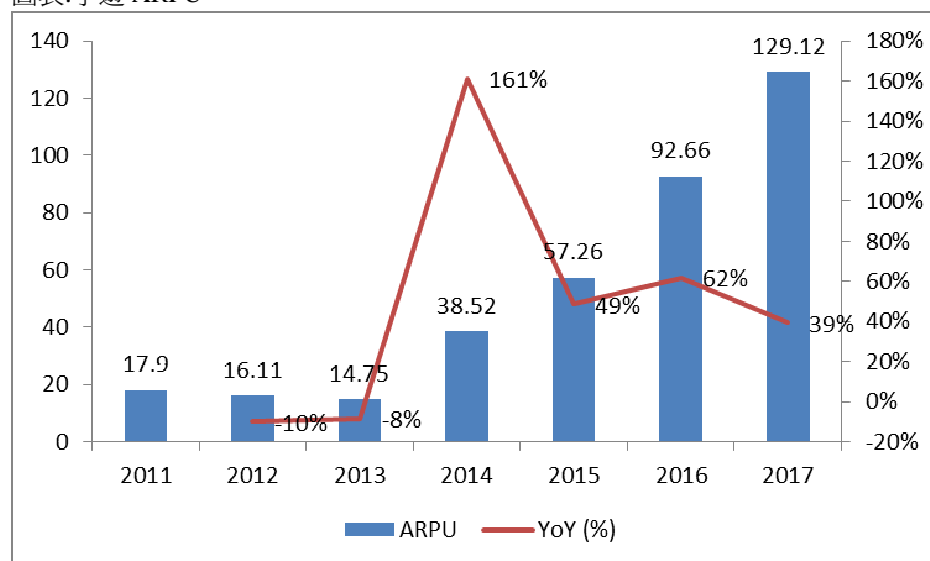
Source:中國產業信息, Phillip Securities (HK) Ltd.

圖表:手遊市場收入規模及增速



Source:中國產業信息, Phillip Securities (HK) Ltd.

圖表:手遊 ARPU



Source:中國產業信息, Phillip Securities (HK) Ltd.

核心優勢

強大自主研發能力

完美擁有強大的自主研發能力。**Angelica** 為完美自主研發的遊戲引擎，至今已開發到第三代。**Angelica** 第三代不僅全面支持 **PhysX** 物理引擎，更融入精細化建模、高質量壓縮法線貼圖渲染、多線程渲染及基於 **FFT** 的流體海面等世界頂尖遊戲技術。作品如《武林外傳》、《完美世界》、《誅仙》及《笑傲江湖 OL》等均採用 **Angelica** 引擎。雖然之前 **Angelica** 引擎一直被用於開發大型多人網絡角色扮演類遊戲，但亦首次用在休閒類網絡遊戲產品《熱舞派對》。

圖表:《笑傲江湖 OL》遊戲畫面



Source:178 新遊戲, Phillip Securities (HK) Ltd.

產品業務多元化，IP 改編能力強勁

完美已經多項遊戲種類佈局，例如：端遊、手遊、網遊及主機遊戲。同時，完美亦會同時扮演研發及營運代理的角色，這使有助提升業務的持續發展和經營的抗風險能力；另一方面，完美的多端市場策略有利於 **IP** 資源開發，優質 **IP** 得

圖表:完美世界製作團隊

製作團隊	核心人物	主要作品	成就
鑫寶源	趙寶剛	《渴望》、《編輯部的故事》、《一場風花雪月的事》、《永不瞑目》、《像霧像雨又像風》、《拿什麼拯救你，我的愛人》、《別了，溫哥華》、《夜雨》、《奮鬥》、《夜幕下的哈爾濱》、《我的青春誰做主》、《婚姻保衛戰》、《男人幫》、《北京青年》、《老有所依》、《青年醫生》及《深海利劍》	曾獲“飛天獎最佳導演獎”、“金鷹獎最佳導演獎”及“華鼎獎最受歡迎導演”
華美時空	滕華濤	《失戀 33 天》、《等風來》、《浮沉》、《時尚女編輯》、《我為兒孫當北漂》、《長大》、《二胎時代》、《你好，喬安》及《我的！體育老師》	執導的《失戀 33 天》以 890 萬投資規模收穫 3.5 億元票房成績成為當年票房市場的最大黑馬
完美蓬瑞	劉江	《媳婦的美好時代》、《黎明之前》、《誓言今生》、《亂世三義》、《咱們結婚吧》、《咱們相愛吧》及電影《咱們結婚吧》	執導的《媳婦的美好時代》，為中國電視劇史上為數不多的“獲獎大滿貫”作品；《黎明之前》在豆瓣網評分 9.2，是雄冠諜戰劇評分榜首的口碑佳作；而《咱們結婚吧》也成為創造了中國電視劇收視記錄的收視王牌劇曾獲得獲得“飛天獎”、“金鷹獎”、“五個一工程獎”“白玉蘭獎”以及“華鼎獎”等各項大獎
完美建信	郭靖宇	《鐵梨花》、《紅娘子》、《火藍刀鋒》、《打狗棍》、《勇敢的心》、《大秧歌》及《射雕英雄傳》	《神犬奇兵》和《神犬小七第一季》首播累計到達率 73.55%，推及觀眾規模近 10 億。
江河工作室	何靜、吳玉江	《麻辣女兵》、《麻辣女王》、《神犬奇兵》、《神犬小七第一季》、《麻辣變形計第一季》、《神犬小七第二季》、兒童音樂劇《神犬小七》及《神犬小七第三季》	《神犬小七第二季》榮獲第 12 屆中美電影節金天使獎

Source: Company website, Phillip Securities (HK) Ltd.

盈利預測

我們預計影視營業收入將會在 2018 年達到 17.8 億；在 2019 年則為 16.8 億人民幣，同比下降 6%，主要由於 2019 年將不會錄得有關影院的收入。另外，遊戲業務營業收入預期會達到 70.3 億人民幣，並在 2019 年達 89.8 億人民幣，同比增長 27.6%。其中，手遊業務增長最快，完美將會在 2018 年和騰訊合作推出《完

美世界手游》和《雲夢四時歌》，我們預計在 18 及 19 年皆實現約 40% 上升；而端遊則由於受電競熱潮，將逐步止跌回升。

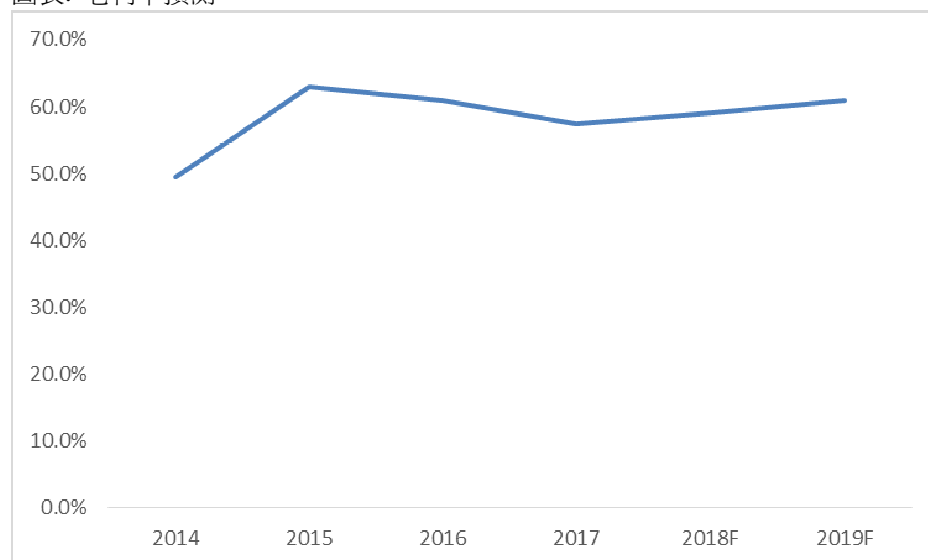
圖表: 收入預測

	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
影視						
營業收入	925,784	1,129,371	1,455,236	2,279,434	1,784,212	1,675,895
電影	68,562	103,456	0	0	65,000	68,250
電視劇	749,072	923,831	1,102,189	1,128,169	1,184,577	1,267,498
影院	0	0	48,577	842,742	210,686	0
經紀及其他	108,150	102,084	304,469	308,523	323,949	340,147
遊戲						
營業收入	-	3,763,697	4,703,596	5,650,381	7,034,706	8,975,190
端遊	-	2,022,729	2,088,588	1,991,386	2,031,214	2,112,463
手遊	-	1,482,130	2,155,153	3,078,667	4,310,134	6,034,188
主機遊戲	-	189,759	408,545	519,632	623,558	748,270
其他	-	69,081	51,310	60,695	69,799	80,269
總營業收入	925,784	4,893,069	6,158,832	7,929,815	8,818,918	10,651,084

Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Ltd.

由於遊戲業務毛利率比影視高，隨著遊樂業務佔營收比率逐漸提高，我們相信整體毛利率將逐步提升，在 2018 及 19 年分別為 59%/61%。

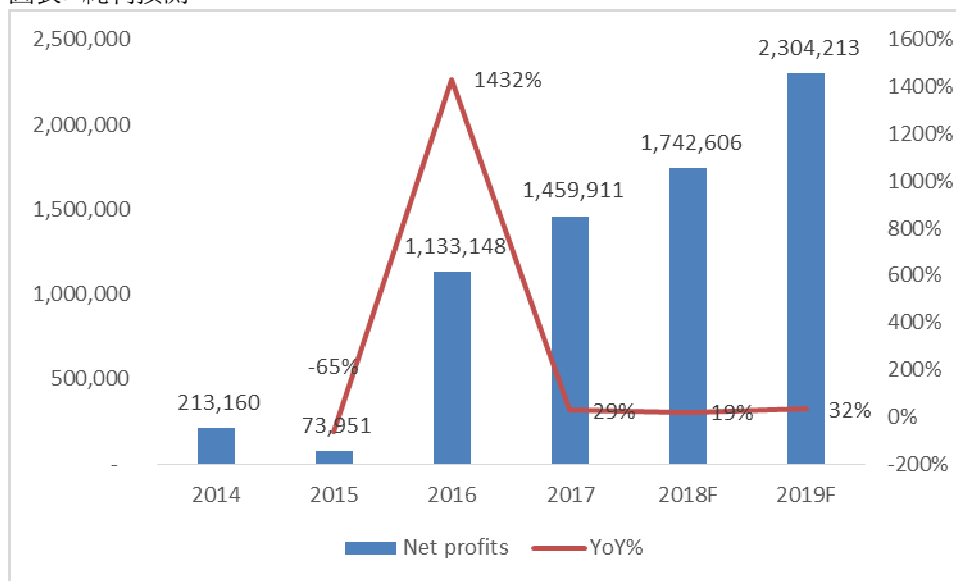
圖表: 毛利率預測



Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Ltd.

我們預測 2018 年的純利將會達至 17.4 億人民幣，同比增長 19%；2019 年則達到 23.0 億人民幣，同比上升 32%。

圖表: 純利預測



Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Ltd.

估值

完美擁有強勁的遊戲開發及影視製作能力，亦嘗試與海外公司合作，從而開拓國外市場。另外，完美為市場少數同時擁有遊戲及影視業務，我們相信兩個業務將會有強大協同效應，所以我們認為完美在未來可以保持高速增長。假設2018年目標市盈率23倍，我們給予完美“增持”評級，並得出目標價31.19元，潛在上漲空間為11.0%。

圖表: 同業估值比較

代碼	證券簡稱	總市值	每股收益			市盈率 PE		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E
002555.SZ	三七互娛	25477.19	0.76	0.93	1.12	15.72	12.82	10.68
300418.SZ	崑崙萬維	23061.96	0.89	1.15	1.37	23.09	17.44	14.62
300459.SZ	金科文化	18371.89	0.25	0.57	0.71	46.64	16.43	13.13
002174.SZ	遊族網絡	16934.20	0.76	1.21	1.56	25.82	15.79	12.23
002517.SZ	愷英網絡	13646.96	1.12	0.83	0.95	8.48	7.62	6.71
300315.SZ	掌趣科技	11721.47	0.10	0.31	0.35	44.42	13.74	12.18
603444.SH	吉比特	8878.89	8.53	9.61	11.35	14.56	12.85	10.88
PE Average						25.5	13.8	11.5

代碼	證券簡稱	總市值	每股收益			市盈率 PE		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E
002739.SZ	萬達電影	61110.31	1.29	1.64	2.07	40.32	31.81	25.19
600977.SH	中國電影	29218.55	0.52	0.64	0.74	30.27	24.58	21.28
300251.SZ	光線傳媒	29072.06	0.28	0.80	0.41	35.66	12.44	24.31
000681.SZ	視覺中國	18740.45	0.42	0.55	0.72	64.44	48.37	37.40
300027.SZ	華誼兄弟	17867.82	0.30	0.36	0.44	21.57	17.67	14.76
300133.SZ	華策影視	17638.08	0.36	0.44	0.56	27.73	22.35	17.72
603103.SH	橫店影視	14541.30	0.80	0.95	1.16	43.99	33.87	27.60
PE Average						37.7	27.3	24.0

Source: Wind, Phillip Securities (HK) Ltd.

風險提示

1. 手遊增長低於預期
2. 巨頭大舉進入影視製作市場
3. 製作團隊人才流失

財務報告

FYE DEC	FY15	FY16	FY17	FY18F	FY19F
Valuation Ratios					
P/E (X), adj	47.55	31.68	25.66	20.72	15.78
P/B (X)	15.32	5.40	4.89	3.93	3.28
Dividend Yield (%)	0.1%	0.3%	0.6%	1.0%	1.3%
Per share data (RMB)					
EPS, (Basic)	0.591	0.887	1.095	1.356	1.780
EPS, (Diluted)	0.591	0.887	1.095	1.356	1.780
DPS (RMB)	0.03	0.09	0.170	0.271	0.356
BVPS	1.83	5.20	5.75	7.14	8.57
Growth & Margins (%)					
Grwoth					
Revenue	428.5%	25.9%	28.8%	11.2%	20.8%
EBT	-66.2%	1233.4%	32.3%	21.9%	33.0%
Net Income	-65.3%	1432.3%	28.8%	19.4%	32.2%
Margins					
Gross margin	63.0%	61.0%	57.4%	59.0%	61.0%
EBT margin	1.8%	19.5%	20.0%	22.0%	24.2%
Net Profit Margin	1.5%	18.4%	18.4%	19.8%	21.6%
Key Ratios					
ROE	28.1%	16.2%	18.9%	20.5%	22.7%
Income statement (RMB mn)					
Revenue	4,893	6,159	7,930	8,819	10,651
Gross Profit	3,081	3,755	4,549	5,203	6,497
EBT	90	1,201	1,589	1,938	2,577
Income tax	(149)	(223)	(189)	(260)	(344)
Net profit	74	1,133	1,460	1,743	2,304
Minority Interest	(60)	(33)	(45)	(40)	(36)
Net profit for owners	134	1,166	1,505	1,783	2,340

Source: Company, Wind, Phillip Securities (HK) Research Estimates

(財務資料截至 2018 年 7 月 30 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

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

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

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

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

AUSTRALIA

PhillipCapital Australia
Level 12, 15 William Street,
Melbourne, Victoria 3000, Australia
Tel (613) 96188238
Fax (613) 92002272
Website: 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

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

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

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

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