

分析报告



國元(香港)
GY(HK)

虎牙 (HUYA. US)

行业竞争格局趋于稳定 提升商业化水平指日可待

投资评级 推荐

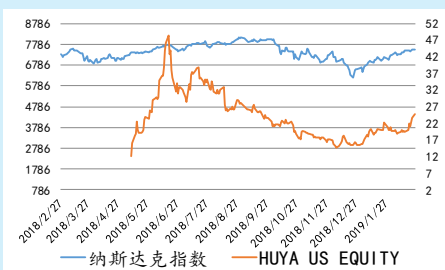
股本数据

总股本(亿)	2.04
市值(亿)	50.68
52周高/低(\$)	50.80/14.44
所属行业	TMT

大股东持股

YY	44.01 %
Linen Investment	61.64 %

52周行情图 (Vs HSI 指数)



国元国际研究部

联系人: 李承儒

电话: (852) 3769 6888

(86) 755-2151 9182

电邮: licr@gyzq.com.hk

投资要点

游戏直播产业脱颖而出 公司是头部玩家:

直播行业整体发展情况趋于稳定,竞争格局已经基本成型,用户经过沉淀后流量增长趋势放缓。整体来看,直播行业正在从PC端向移动端发展,规模仍在保持扩大趋势。目前游戏直播产业头部玩家就只有斗鱼及虎牙两大平台,其他平台基本已经无太大的竞争实力,因此给予了头部玩家时间来提升自身的商业化水平。公司背靠YY,拥有丰富的家族运营经验,未来平台用户付费能力和意愿不断提升,另外考虑到公司平台用户较年轻,其具备较大的用户价值潜力,未来电竞游戏直播内容将进一步提升平台专业度,由此将衍生更多的货币化方式。

电竞赛事构建内容壁垒,平台营收增长可期:

所有游戏直播分类中,除了少数知名顶级主播能与赛事直播间抗衡,大部分游戏主播的人气和弹幕活跃都是无法赶超赛事直播的。赛事直播在各个游戏直播分类中占比也较为庞大。虎牙目前已与超过90个电子竞技组织合作,主办或直播超过360场电竞赛事,并且虎牙还是唯一一个拥有LPL、LCK、LCS(NA)、LCS(EU)、LMS五大LOL联赛版权的直播平台。公司将继续在电竞巡回赛和电竞内容方面的投资,顶级的电竞巡回赛事将会为公司带来巨大流量。

专注游戏电竞直播头部玩家,首次覆盖评级推荐:

由于虎牙是从YY体系中孵化出来的游戏直播平台,在电竞产业链布局方面具有优势,因此该公司未来几年直播收入将维持高速增长及盈利水平改善。预计公司于2019年扭亏,而且随着公司不断提升用户付费率及付费水平,公司能维持正的净利并稳步增长。如果公司进入稳定的收获期,净利润水平将有可能达到20%以上,给予目标价28.6,较现价有15%的增长空间,评级推荐。

关键财务指标预测

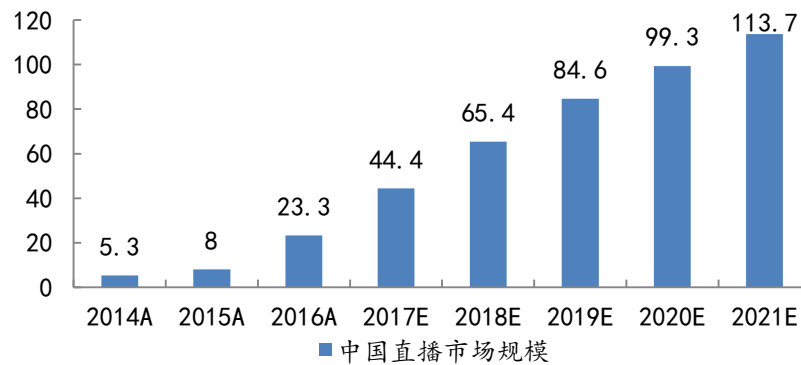
截至12月31日财政年度	2016A	2017A	2108E	2019E	2020E
总营收(百万元)	797	2185	4537	6219	7855
变动	N/A	174.16%	107.65%	37.07%	26.32%
净利润(百万元)	(626)	(81)	(2278)	289	646
变动	N/A	N/A	N/A	N/A	123.02%
净利润率	-78.51%	-3.71%	-50.21%	4.65%	8.22%
每股盈利(元)	N/A	(1.07)	(11.18)	1.42	3.17
基于股价的市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	117.14	52.52

资料来源:公司年报、国元国际预测

传统直播行业增速放缓 游戏竞技类直播兴起

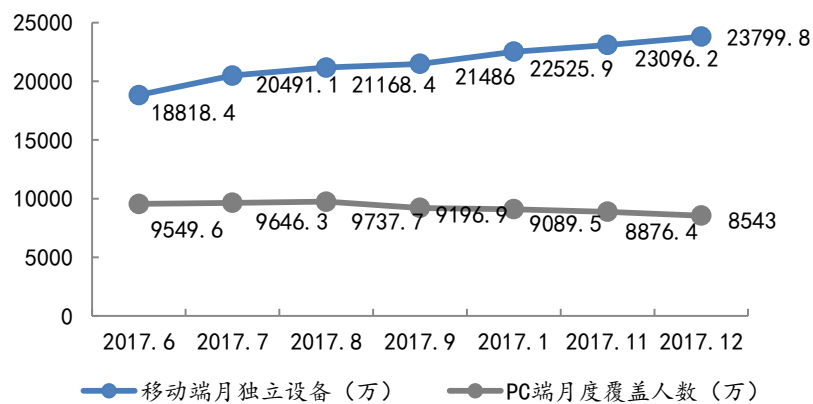
2012年直播行业开始发展，2015年以来随着技术进步、娱乐推动以及资本大量涌入，互联网直播快速发展。相比于电视直播和其他媒体形式，不仅表现形式丰富，而且在场感、互动性、实时性强，能够给用户提供更好的用户体验。经过2016年和2017年上半年大规模的行业发展和用户激增之后，2017年下半年直播行业整体发展情况趋于稳定，竞争格局已经基本成型，用户经过沉淀后流量增长趋势放缓。整体来看，直播行业正在从PC端向移动端发展，规模仍在保持扩大趋势。但随着人口红利逐步消失，用户流量提升空间有限，各直播平台从C端获取收入的商业潜力较小。

图表 1、中国在线直播市场规模（十亿）



数据来源：艾瑞咨询，国元国际

图表 2、2017 年下半年中国直播用户月度活跃规模变化



数据来源：艾瑞咨询，国元国际

自 2015 年网络直播正式得到普及并进入大众的视野开始，行业经历了资本的涌入和白热化的竞争，多个直播平台都出现过低俗、敏感内容，于是相应的监管也陆续出台。从 2017 年开始，直播经历了从极盛到衰败的转变，直播从业公司从 2016 年的 300 家减少至 200 家。竞争格局逐步形成，用户沉淀后规模扩大的速度有所放缓。随着行业的逐渐稳定，全民直播的风潮也渐渐消退，真正优质的 PGC 和 PUGC 内容得以被保留并成为主流。在行业进入成熟期的情况下，当下发展的重点在于建立起真正健康的、规模化的商业模式，各平台开始逐渐重视来自于 B 端的收入。

图表 3、网络直播行业各阶段发展特点



数据来源：艾瑞咨询，国元国际

游戏直播重点主打游戏经济，内容主要是主播游戏、电竞游戏直播等。大多数为慕名电竞选手而来，并逐渐养成观看直播的休闲习惯。因此，拥有较多的明星签约数、头部主播资源、工会、电竞比赛直播权的平台能够吸引大量观众。游戏直播目前以头部主播为主。各个直播平台的 TOP1000 主播收入占据了平台 80% 收入。游戏直播平台主要有斗鱼、虎牙、熊猫、龙珠等。主要特点是发展迅速，但主播复制难度大，竞争门槛相对较高。

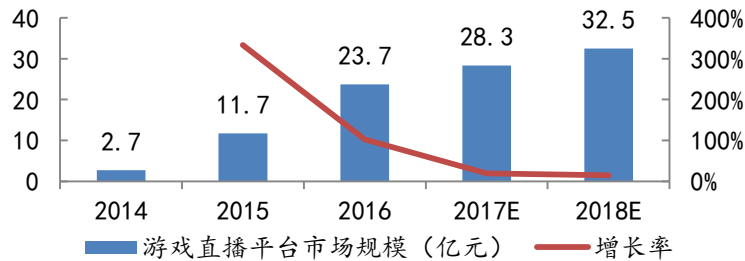
游戏直播平台空间有望提升。目前游戏直播行业进入洗牌期、市场愈发冷静。产业链逐步完善。目前中国游戏直播平台以斗鱼、虎牙为主，随着电竞直播内容不断丰富、创新，用户规模、付费提升。游戏直播平台收入将逐步增加。整体市场规模预计将在 2018 年超过 30 亿元人民币，增长速度达到 19.1%。增速逐年降低。

图表 4、游戏直播产业链不断发展、头部产商占优



数据来源：艾瑞咨询，国元国际

图表 5、2014-2018 年中国游戏直播平台市场规模



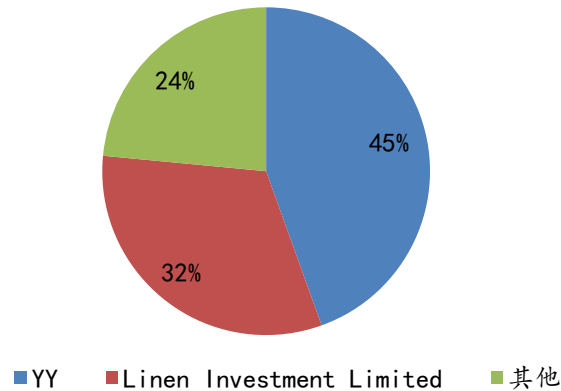
数据来源：艾瑞咨询，国元国际

公司为中国领先的游戏直播平台

虎牙直播（YY 旗下直播平台）是一家以游戏直播业务为核心的综合性娱乐社区，由欢聚时代投入核心技术与优势资源打造，以游戏运营、游戏资讯、游戏直播三位一体的运营架构，建立了一套循环再生的闭环经营模式。涵盖电子竞技、音乐、体育、美女、户外、真人秀、综艺、娱乐、美食等多元化热门内容。截止 2018 年第一季度，虎牙直播月活 9290 万，移动月活为 4150 万。日人均观看时长达 135 分钟，用户粘性和平台互动均保持极高水平。5 月 12 日，虎牙成功赴美上市。主营业务为直播、广告。

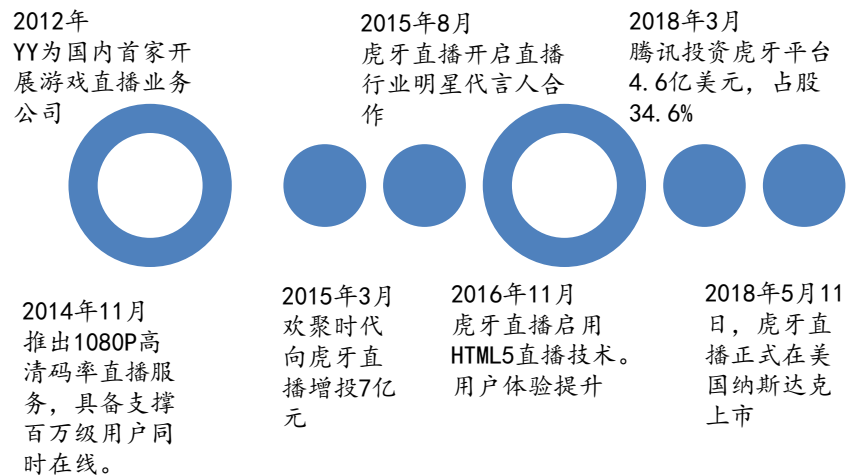
虎牙直播旗下汇聚众多世界冠军级签约主播与战队，包括英雄联盟全明星 Solo 冠军 Uzi、英雄联盟 S4-S6 国服连续三年第一 Dopa、国民电竞女神 Miss、超人气号召力主播董小飒、资深单机游戏大神楚河等。公司未来将搭建主播培养生态，和腾讯在电竞赛事、游戏内容等方面进行深度合作。

图表 6、虎牙直播股东结构



数据来源: wind, 国元国际

图表 7、公司发展历程



数据来源: 公司资料, 国元国际

管理层团队

李学凌先生, 45岁, 董事会主席, 董事。也是YY公司的创始人之一, 董事长兼代理首席执行官。从2005年4月YY公司成立到2016年8月, 李先生担任YY公司的首席执行官。在成立YY之前, 李先生于2003年7月至2005年4月在NetEase.com公司工作, 担任其主编。2000年, 李先生

创办了 CFP. cn，这是一个为记者和业余摄影师提供版权交易平台的网站。李先生拥有中国人民大学哲学学士学位。

董荣杰先生，43 岁，董事和首席执行官。2013 年 4 月至 2016 年 8 月，董先生担任 YY 公司执行副总裁。从 2000 年到 2006 年，董先生担任产品经理和 163. com 技术部主任。董先生在北京信息工程学院（现称北京信息科技大学）获得计算机硬件学士学位。

公司业务简介

虎牙公司主营业务为直播及广告：

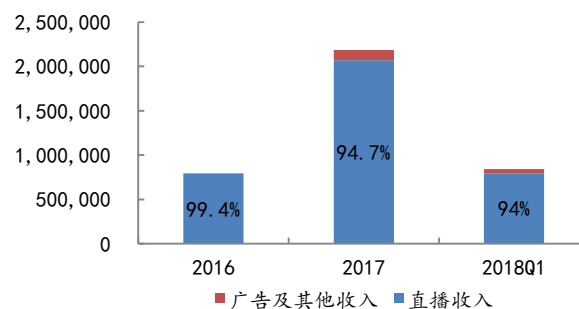
1、直播：主要为游戏直播打赏分成。

观众付费充值买礼物送给主播，平台将礼物转化成虚拟币，主播对虚拟币提现，由平台抽成。如果主播隶属于某个工会，则由工会和直播平台统一结算，主播则获取的是工资和部分抽成。这是最常见的直播类产品盈利模式。公司直播收入占比 95%。未来将逐步改善收入结构。

2、广告：按展示/点击和广告主结算费用

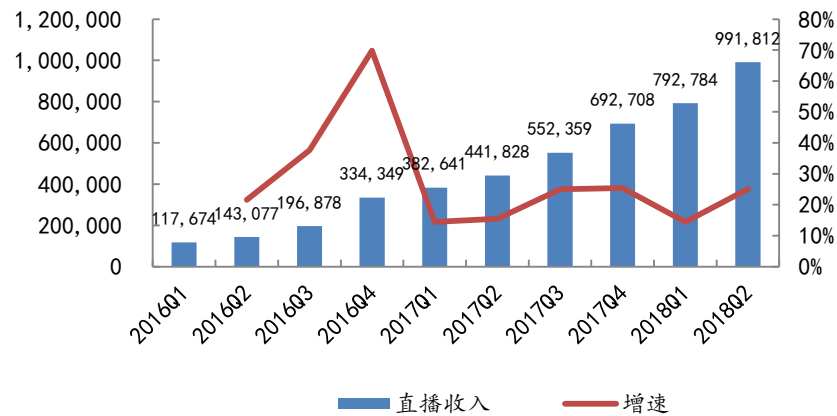
直播平台负责在 App 上，或直播室、直播礼物中植入广告。目前打赏分成是直播平台主要盈利模式，斗鱼已开展游戏联运业务，但斗鱼、虎牙均未开通会员增值服务。

图表 8、2016 年-2018Q1 年虎牙公司收入结构（千元）



数据来源：wind，国元国际

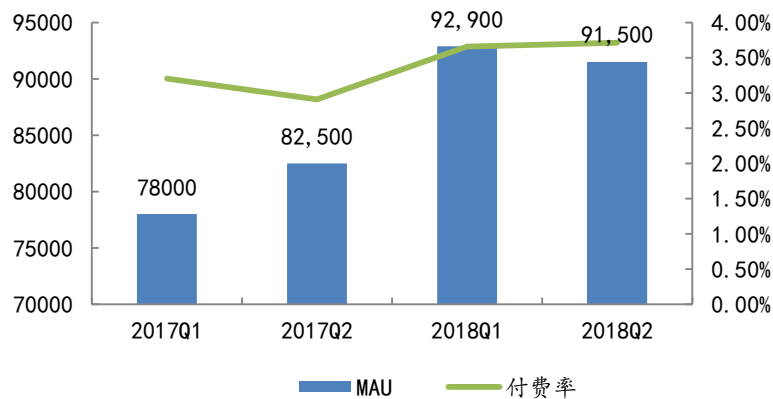
图表 9、虎牙各季度直播收入(千元)



数据来源：直播观察，国元国际

2018 年 Q2 直播业务收入达 9.9 亿元，主要源于 2018 年二季度付费金额的提高。直播业务付费用户平均月收入达 292 元，同比增长 58.7%。受世界杯赛事的影响，月活跃人数环比下降 1.5%。预计未来将会有所提升。

图表 10、虎牙月活及付费率 (千人)



数据来源：公司财报，国元国际

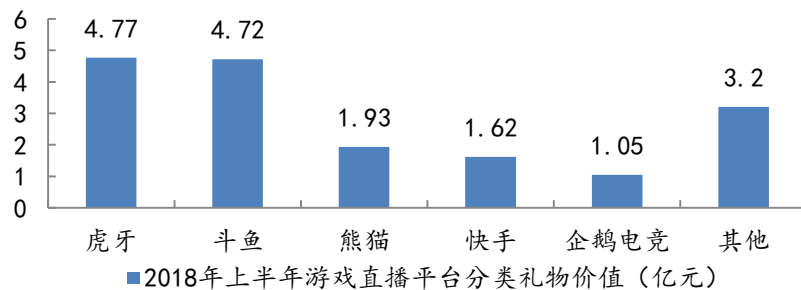
PGC 内容已经成为了游戏直播平台泛娱乐内容的重要组成部分，其中大型电竞赛事与泛娱乐综艺这两项是直播平台最为重要的直播内容。而内容提供商也在顺应趋势，不断提升制作能力推出各类大型节目与赛事。斗鱼目前已经构建了自己的内容壁垒，未来将积极推行电竞娱乐化战略。

虎牙直播迈向游戏精品化策略，增强自己的核心竞争力。在 2017 年第三季度，虎牙成为了国内第一个上线蓝光直播技术的平台。年底，虎牙直

播签下 LCK 独家转播权、举办天命杯赏金赛等赛事，这些在游戏赛事领域的运作让大量的粉丝进入到了虎牙直播。蓝光技术的加持，也让 2017 年最火的射击游戏绝地求生成为了推动虎牙直播观看人数迅速增长的关键。2017 年底，虎牙首次在直播总观看时长上超越斗鱼，成为了国内月度直播观看时长最高的直播平台。

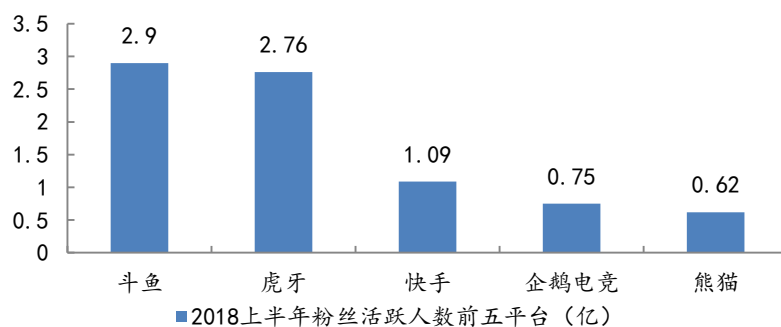
根据小葫芦平台数据显示，2018 年上半年游戏直播平台礼物总价值 17.29 亿元，其中虎牙直播平台游戏直播的礼物价值位列第一，斗鱼不相上下。2018 年上半年游戏直播平前五大平台粉丝人数占比 82.7%，过亿的分别为斗鱼、虎牙、快手三家平台，公司均高于行业其它大部分平台。

图表 11、2018 年上半年游戏直播平台礼物价值（亿元）



数据来源：小葫芦直播数据平台，国元国际

图表 12、2018 年上半年粉丝活跃人数前五平台（亿）



数据来源：小葫芦直播数据平台，国元国际

头部主播+工会生态创造竞争壁垒。虎牙一季度的主播数量依然是所有平台中最多的，月活跃主播数达到了 66 万。包括 Uzi、Miss、韦神等知名主播在内的 66 万多名主播，他们为用户带来游戏、娱乐、户外、教育等

方面的直播内容,是一个超级内容产生平台。在过去几年里,游戏直播平台主播上演挖人大战。尤其是斗鱼和虎牙平台之间的主播资源争夺。2014年末,虎牙从斗鱼挖来主播Pis、仇冬生等人 2015年初,斗鱼一个月内挖走虎牙的6名主播,总签约费高达6000万元;去年11月,斗鱼就有11名大主播选择了出走,多数跳槽到了虎牙。

工会生态,工会类似于艺人经纪公司。大部分主播会通过选择适合自己的公会寻求得到更大的发展空间跟机会。其实YY在2011年就开始创建了,虎牙花了四年搭建自己的工会生态,目前各大平台也逐步意识到工会生态对直播行业的价值,但工会生态的搭建需要的时间是比较长的,因此,目前虎牙在工会体系存在一定的竞争优势。

目前中国前1000的头部主播收入占整个公司的78.9%。头部效应显现。估值较高的前五公会主要为大鹅文化、爱拍原创、久帝传媒、新娱加、东辰传媒等。由于虎牙前身为YY直播、受YY直播工会的影响力,虎牙的工会体系构建比较完善、估值较高的工会前十热门主播大多分布在虎牙直播平台。

图表 13、2017 年 5-8 月中国游戏直播平台主播收入占比 (收入指数)



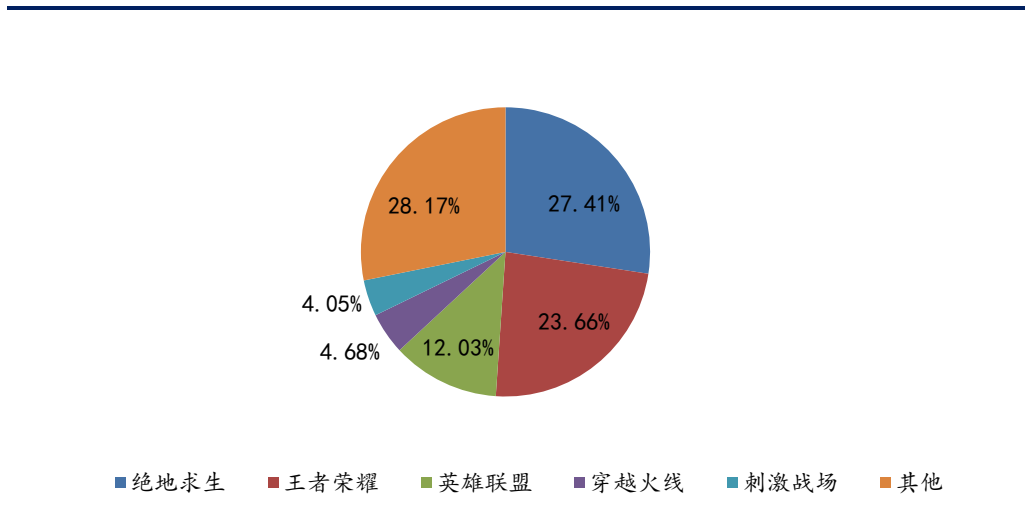
数据来源: 艾瑞咨询, 国元国际

电子竞技提升平台内容质量,吸引大量用户。整个行业都有新游戏不断的推出,但短时间内,新游戏的流水没有《英雄联盟》和《绝地求生》那么大。在所有游戏直播分类中,除了少数知名顶级主播能与赛事直播间抗衡,大部分游戏主播的人气和弹幕活跃都是无法赶超赛事直播的。赛事直播在各个游戏直播分类中占比也较为庞大。目前,游戏直播中收入较高的游戏主要有绝地求生、王者荣耀、英雄联盟、穿越火线、刺激战场等。

虎牙目前已与超过90个电子竞技组织合作,主办或直播超过360场电竞赛事,并且虎牙还是唯一一个拥有LPL、LCK、LCS(NA)、LCS(EU)、LMS

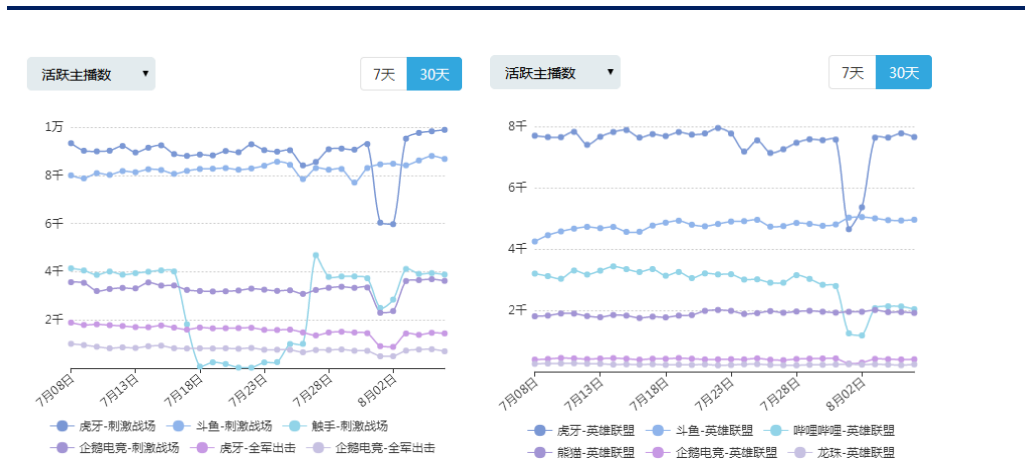
五大 LOL 联赛版权的直播平台。公司将继续在电竞巡回赛和电竞内容方面的投资，顶级的电竞巡回赛事今年年初为公司带来了很大视频浏览量。

图表 14、2018 年粉丝打赏不同游戏价值占比



数据来源：小葫芦直播数据平台，国元国际

图表 15、热门游戏直播平台数据对比

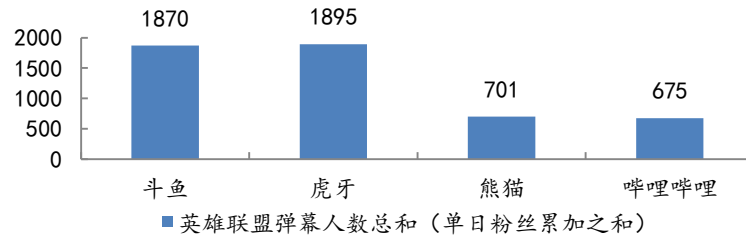


数据来源：直播观察，国元国际

为了吸引粉丝，多数平台会购热门赛事直播的直播权进行独家直播。2018 上半年，斗鱼、虎牙、熊猫、哔哩哔哩对英雄联盟的赛事直播弹幕人数总和达 5142.6 万。虎牙斗鱼在游戏直播平台处于行业领先水平。赛事直播仍是吸引粉丝关注的重要渠道。

未来几个季度虎牙公司将专注于提供丰富的电竞内容和服务，特点是具有营收贡献方面的确定性，在电竞中加入更多的社交元素，令电竞内容更为精彩，提高变现能力和营收增长。

图表 16、2018 上半年粉丝参与英雄联盟各平台弹幕条数



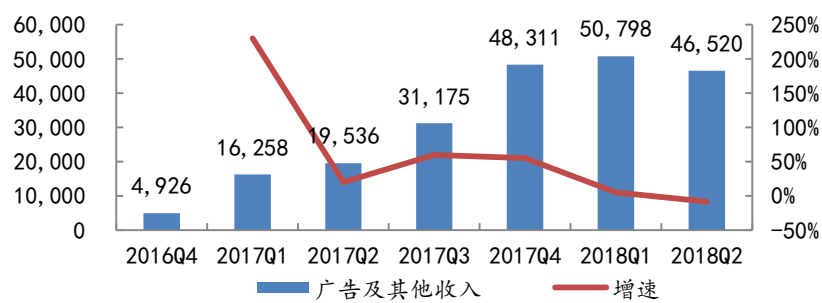
数据来源：小葫芦直播数据平台，国元国际

目前游戏开发商，运营商和电竞平台在不断地加大资本和资源的投入，包括在电竞内容的制作和线上线下举办电竞赛事方面加力，这些举措对内容质量的提高当然是毋庸置疑的，相信不久的将来中国的电竞行业体系构建逐步完善、用户付费模式更加成熟。

广告业务有较大增长潜力

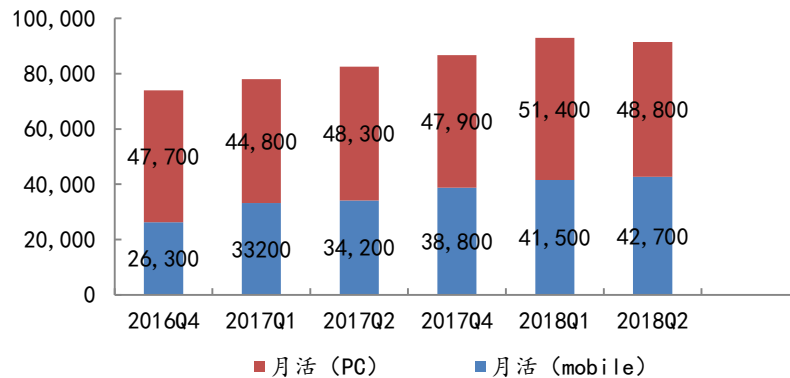
公司广告收入增长反映了公司不断努力扩大广告服务业务并通过与其商业伙伴合作努力实现在流量和直播内容上的变现。

图表 17、虎牙公司各季度广告收入及增速 (千元)



数据来源：公司财报，国元国际

图表 18、虎牙平台有较高的月活跃用户（千人）



数据来源：公司财报，国元国际

近年来，虎牙对直播间的广告投放进行了规范化。虎牙广告一般由主播进行自主承接，包括虎牙直播官方提供的 1) 正规游戏厂商的游戏广告、2) 正规 App 厂商广告、品牌厂商广告、3) 自营的正规、知名电商商家（包括但不限于淘宝、天猫、京东商家等）广告，主播不得私自在直播间以任何形式（包括但不限于二维码、文字、视频、网址、图片、语音等）对任何游戏进行宣传。

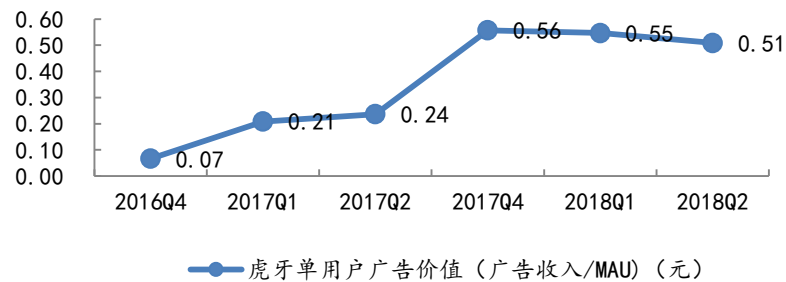
图表 19、虎牙平台直播间广告形式



数据来源：公司官网，国元国际

就广告用户单用户价值而言，虎牙为 0.55 元和其他门户网站相比有潜力。未来在月活的增长下广告业务收入依然可期。随着虎牙近年来的月活跃用户的迅速增长，虎牙用户广告价值也不断提升。

图表 20、虎牙平台直播间广告形式

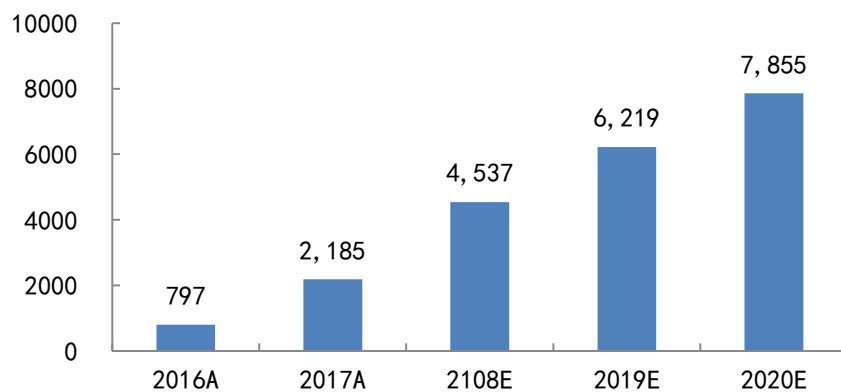


数据来源：公司官网，国元国际

财务预测

截至 Q3，公司营收为人民币 31.58 亿元，其中直播营收为人民币 30 亿元，占总营收的 95%；广告和其他营收为人民币 1.57 亿元。公司大部分收入依托打赏分成。目前公司用户增长放缓，未来将主要围绕挖掘用户价值及提升用户付费率进行战略布局。

图表 21、未来公司收入预测（百万元）



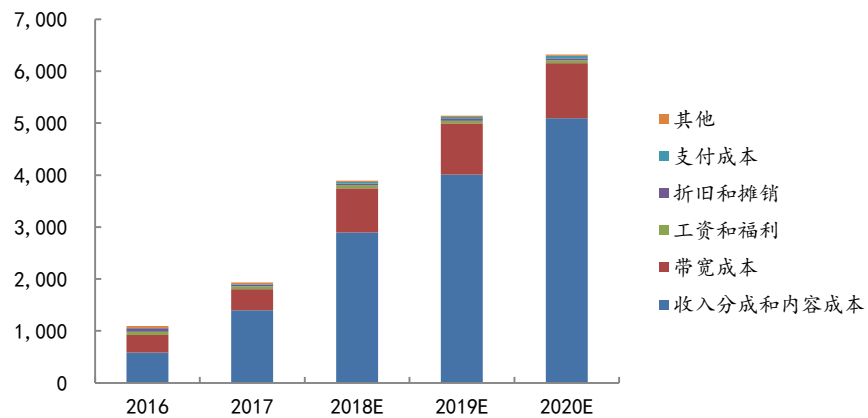
数据来源：招股书，国元国际

从成本结构上看，营收分成占据大头，反映出虎牙对主播与公会的重视程度。整体来看，虎牙用户仍保持高速增长趋势，其中移动端增长比例大于 PC 端，未来游戏直播将主要以移动直播为主。公司活跃主播量增幅明显，保障了稳定的内容源以及内容丰富程度。

另外，占比较大的为带宽成本，由于游戏直播视频播放的流畅度、清晰

度对用户观看体验有较大的影响，因此对带宽均有较高的要求。直播平台带宽成本支出占比较高。2017年虎牙直播平台采用较为先进的蓝光加持技术、云计算、AI技术等。降低了公司带宽成本的占比。2016年带宽成本占比31%，2017年为21%，未来5G时代对整个行业将会带来巨变，更高的网络带宽，将使得VR、AR等依赖大数据传输的服务不再是瓶颈，在直播的清晰度、场景丰富程度、直播交互上都会有较大的提升。

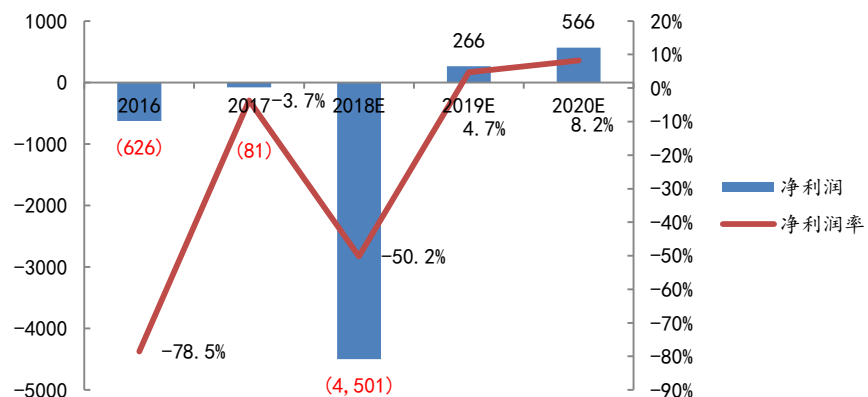
图表 22、虎牙公司成本预测（千元）



数据来源：招股书，国元国际

我们预计公司将会在2019年正式开始盈利，随着行业主播竞争逐渐平息，公司不断挖掘用户价值及用户增长，净利润率水平将能恢复正常水平。

图表 23、公司净利润预测（千元）



数据来源：招股书，国元国际

图表 24：资本结构分析

	2016 年	2017 年	2018Q3
资本结构			
资产负债率	198.30	56.18	40.07
权益乘数	-1.02	2.28	1.67
流动资产/总资产	93.34	96.14	98.13
非流动资产/总资产	6.66	3.86	1.87
归属母公司股东的权益/全部投入资本	-102.07	66.42	71.47
流动负债/负债合计	96.47	93.84	97.23
非流动负债/负债合计	3.53	6.16	2.77
偿债能力			
流动比率	0.49	1.82	2.52
速动比率	0.19	0.96	0.55
货币资金/流动负债	0.02	0.65	0.41
营业利润/流动负债	-1.96	-0.15	0.01
营业利润/负债合计	-1.89	-0.14	0.01
经营活动产生现金流量净额/流动负债	-1.31	0.35	
经营活动产生现金流量净额/负债合计	-1.27	0.33	
经营活动产生的现金流量净额/净债务	67.96	-0.55	
归属母公司股东的权益/负债合计	-0.50	0.78	1.50

来源：公司资料、国元国际

公司竞争优势

- 月活跃主播处于行业领先水平。用户增长迅猛。
- 竞争壁垒不断提升，专注游戏直播。
- 直播内容丰富多样，满足不同用户需求
- 由于虎牙脱身为 YY，在电竞产业链布局方面具有优势。

潜在风险

- 直播行业政策监管趋严。
- 热门赛事直播权不达预期。
- 用户粘性不高，存在流失风险。
- 直播市场趋于饱和。
- 流量成本增加。

海外视频娱乐类上市公司估值对比

代码	公司名称	年初至今涨跌	市值(亿)	EPS				PE			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
IQ US	爱奇艺	0.83	195.46	3.33	(13.45)	(9.13)	(5.54)	N/A	N/A	N/A	N/A
NTES US	网易公司	0.01	294.43	95.46	76.01	84.76	100.45	27.62	23.18	20.78	17.54
1980 HK	天鸽互动	0.11	42.59	0.29	0.42	0.36	#VALUE!	20.89	8.65	10.30	N/A
YY US	欢聚时代	0.24	46.95	49.32	55.46	59.85	69.28	18.24	10.48	9.71	8.39
MOMO US	陌陌科技	0.47	73.01	12.71	18.18	21.62	26.52	15.73	15.26	12.83	10.46
WB US	新浪微博	0.32	165.22	12.56	20.81	23.84	29.51	67.00	27.92	24.38	19.69
BILI US	哔哩哔哩	0.56	61.50	(9.59)	(2.20)	(0.95)	1.95	N/A	N/A	N/A	81.48
平均								29.89	17.10	15.60	27.51

盈利预测

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2016年 历史	2017年 历史	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
收入	796.9	2,184.8	4,536.7	6,218.6	7,855.2
成本	(1,094.6)	(1,929.9)	(3,891.3)	(5,144.7)	(6,320.1)
毛利	(297.7)	255.0	645.5	1,073.8	1,535.1
销售费用	(68.7)	(87.3)	(180.9)	(191.8)	(203.3)
研发费用	(188.3)	(170.2)	(275.5)	(292.0)	(309.5)
管理费用	(71.3)	(87.3)	(260.9)	(287.0)	(310.0)
其它经营收入	0.0	9.6	29.7	29.7	29.7
营运利润	(626.1)	(80.2)	(42.2)	332.7	742.0
其他收入	0.5	14.0	(2,235.7)	0.0	0.0
税前利润	(625.6)	(66.1)	(2,277.9)	332.7	742.0
所得税	0.0	0.0	0.0	(43.3)	(96.5)
持续经营净利润	(625.6)	(66.1)	(2,277.9)	289.5	645.6
净利润	(625.6)	(81.0)	(2,277.9)	289.5	645.6

增长

总收入增长 (%)	0.0%	174.2%	107.6%	37.1%	26.3%
净利润 (%)	0.0%	87.1%	-2713.3%	112.7%	-123.0%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2016年 历史	2017年 历史	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
货币资金	6.2	442.5	1,743.7	2,174.6	2,980.5
短期银行存款	95.0	593.2	3,365.2	3,365.2	3,365.2
应收账款	4.9	143.2	297.3	407.5	514.7
预付及其他资产	50.0	71.4	148.2	203.2	256.6
流动资产	156.1	1,250.3	5,554.4	6,150.4	7,117.0
固定资产	6.3	32.3	96.6	106.3	114.8
无形资产	4.9	5.6	9.1	9.6	10.2
长期投资	0.0	10.3	10.3	10.3	10.3
其他长期资产	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
总资产	167.2	1,300.5	5,672.4	6,278.6	7,254.3
应付账款	13.7	14.2	12.0	12.7	13.5
递延收入	56.5	243.4	505.5	692.8	875.2
预收账款	0.1	4.0	8.0	10.6	13.0
应计负债及其它	249.5	424.1	1,408.0	1,509.8	1,631.9
流动负债	319.9	685.7	1,933.5		
其他长期负债	11.7	45.0	48.6	48.6	48.6
总负债	331.6	730.7	1,982.1	48.6	48.6
储备	(164.4)	650.5	3,775.7	3,807.4	3,842.0
留存收益	0.0	(81.0)	(85.4)	196.6	830.1
其它	0.0	650.8	0.0	0.0	0.0
股东权益	(164.4)	1220.3	3690.3	4004.1	4672.1

财务分析

	2016年 历史	2017年 历史	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	-37.4%	11.7%	14.2%	17.3%	19.5%
EBIT率 (%)	-78.6%	-3.7%	-0.9%	5.4%	9.4%
净利率 (%)	-78.5%	-3.0%	-50.2%	4.7%	8.2%
营运表现					
费用/收入 (%)	41.2%	15.8%	15.8%	12.4%	10.5%
实际税率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	13.0%	13.0%
应收账款天数	2	24	24	24	24
应付账款天数	5	3	1	1	1
财务状况					
负债/权益	-2.02	0.60	0.54	0.01	0.01
收入/总资产	4.77	1.68	0.80	0.99	1.08
总资产/权益	-1.02	1.07	1.54	1.57	1.55
现金/总资产	3.7%	34.0%	30.7%	34.6%	41.1%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2016年 历史	2017年 历史	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
净利润	(625.6)	(81.0)	(2,277.9)	289.5	645.6
调整	56.6	68.4	2,300.6	22.8	23.1
运营资本变化	148.6	255.0	129.8	127.3	146.9
营运现金流	(420.5)	242.4	152.5	439.6	815.6
购买物业及设备	(0.0)	(37.2)	(19.9)	(7.0)	(7.7)
购买无形资产	(1.1)	(6.2)	(1.4)	(1.7)	(2.0)
购置定期存款	(95.0)	(503.8)	0.0	0.0	0.0
其它投资活动	0.0	(12.4)	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(96.1)	(559.6)	(21.3)	(8.7)	(9.7)
上市融资额	0.0	0.0	1,170.0	0.0	0.0
母公司投资	422.8	164.9	0.0	0.0	0.0
资本注资	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0
发行优先股	0.0	509.5	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	522.8	774.4	1,170.0	0.0	0.0
汇兑变化	0.0	(21.0)	0.0	0.0	0.0
现金变化	6.2	436.3	1,301.2	430.9	805.9
期初持有现金	0.0	6.2	442.5	1,743.7	2,174.6
期末持有现金	6.2	442.5	1,743.7	2,174.6	2,980.5

投资评级定义和免责条款

投资评级：

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责声明：

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写，所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，谨慎从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元国际控股有限公司

香港干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼

电 话：(852) 3769 6888

传 真：(852) 3769 6999

服务热线：400-888-1313

公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>