

買入

2015年2月24日

Yelp 2014年第四季度財報會摘要

- **2014年第四季度財報高於預期：**2014年總營收3.77億美元，同比增長62%。在第四季度，總營收為1.1億美元，同比增長56%。Adjusted EBITDA約為2500萬美元。在第四季度，本地廣告業務收入為9310萬美元，同比增長60%；品牌廣告收入為870萬美元，同比下降7%；其他收入為810萬美元，同比增長143%。
- **2014年運營費用比預期增加：**市場行銷支出占總營收的49%，相對2013年的55%下降了6%。第四季度：研究支出占總營收的17%，與去年相同；行政支出占總營收15%，相比去年同期的19%有所下降。第四季度GAAP的淨利潤為3270萬美元，GAAP每股收益為\$ 0.42。
- **移動端用戶增加：**移動端的獨立訪問用戶量同比增長37%。在第四季度有65%的搜索、58%的流覽和照片上傳來自移動端。每月獨立訪客量為1.350億，同比增長13%。每月移動端獨立訪客量為7200萬，同比增長37%。每月臺式電腦獨立訪客量為7800萬，與去年同期相同。每月國際獨立訪問用戶為3100萬，同比增長20%。
- **付費商家增速低於預期：**付費商家有93700家，同比增長39%。不算上Qype併入的帳號以及非廣告商戶，本地廣告商家有84000家，同比增長54%。認領商家有200萬，同比增長36%。累計點評數量為7100萬，同比增長35%。
- **收購網上訂餐平臺 Eat24：**1.34億美元（7500萬現金和140萬股Yelp股票收購了網上訂餐平臺Eat24。目前有超過1500個美國城市約2萬家餐廳在Eat24上提供網上訂餐和外賣服務。
- **下調目標價至74美元，維持買入評級：**我們使用PEG和DCF方法對Yelp進行估值。綜合評估得出Yelp公司的內在價值為74美元，與當前股價相比有54.14%的升值空間，維持買入評級。

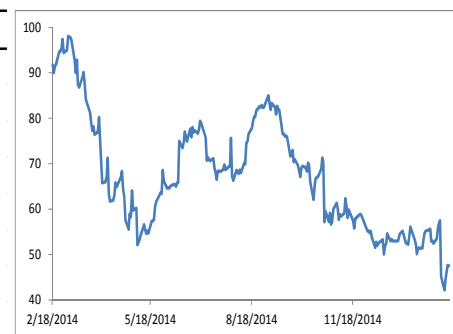
李倩
852-25321539
Chuck.li@firstshanghai.com.hk
蔡浩
852-25321963
Simon.tsoi@firstshanghai.com.hk
主要資料

行業	TMT
股價	48.19 美元
目標價	74 美元 (+54.14%)
股票代碼	YELP
已發行股本	7264 萬股
市值	35 億美元
52 周高/低	101.75 美元/42.1 美元
每股帳面值	9.22 美元
主要股東	Wellington Manage Group LLP 10.38% Vanguard Group Inc. 5.77% Jackson Square Partners, LLC 5.24%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	13年历史	14年历史	15年预测	16年预测	17年预测
总营业收入 (美元百万元)	233	378	578	810	1,076
变动	69.36%	62.04%	53.10%	40.12%	32.80%
Non-GAAP 净利润 (百万美元)	19	53	119	251	389
Non-GAAP 每股盈利 (美元)	0.3	0.7	1.6	3.5	5.4
变动	467%	156%	124%	112%	55%
基于48.19美元的市盈率 (估)	167.7	65.4	29.2	13.8	8.9
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

來源：公司資料，第一上海預測

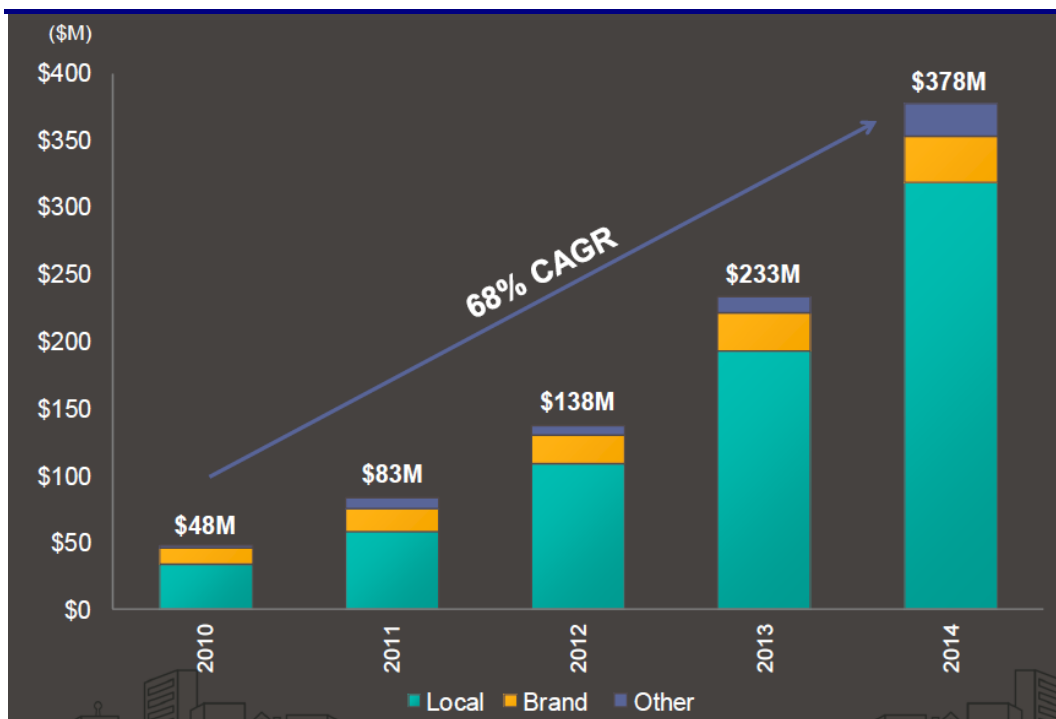
股價表現


來源：彭博

2014年第四季度財報簡要

<p>2014年總營收3.77億美元，同比增長62%</p> <p>2014年第四季度，總營收為1.1億美元，同比增長56%</p> <p>第四季度GAAP的淨利潤為3270萬美元，GAAP每股收益為\$0.42</p> <p>第四季度Non-GAAP每股收益為\$0.24</p> <p>Yelp擁有大約4億美元的現金和有價證券</p>	<p>2014年總營收3.77億美元，同比增長62%。全年本地廣告業務收入3.19億美元，同比增長40.7%。品牌廣告全年收入3430萬美元，同比增長23.1%。其他服務全年收入2391萬美元，同比增長98.5%。</p> <p>在2014年第四季度，總營收為1.1億美元，同比增長56%。Adjusted EBITDA約為2500萬美元。在第四季度，本地廣告業務收入為9310萬美元，同比增長60%。品牌廣告收入為870萬美元，同比下降7%。其他收入為810萬美元，同比增長143%，其增長的主要推動力為Yelp與Yellow Pages的合作。第四季度的國際營收僅占總營收的3%，這說明Yelp在國外的貨幣化進程比預想的要慢。</p> <p>市場行銷支出占總營收的49%，相對2013年的55%下降了6%。2014年的員工人數增加了40%。第四季度研究支出占總營收的17%，與去年相同；而行政支出占總營收15%，相比去年同期的19%有所下降。第四季度GAAP的淨利潤為3270萬美元，GAAP每股收益為\$0.42。這裡面包含了一次性的稅務優惠約2500萬美元。</p> <p>Non-GAAP淨利潤不包括股票報酬、折舊、攤銷和評估費減免，第四季度為1890萬美元。Non-GAAP每股收益為\$0.24。</p> <p>Yelp從第四季度的運營創造了大概1900萬的現金流，截止第四季度結束，Yelp擁有大約4億美元的現金和有價證券。</p>
---	--

圖1：Yelp 2010年-2014年總營收（百萬美元）



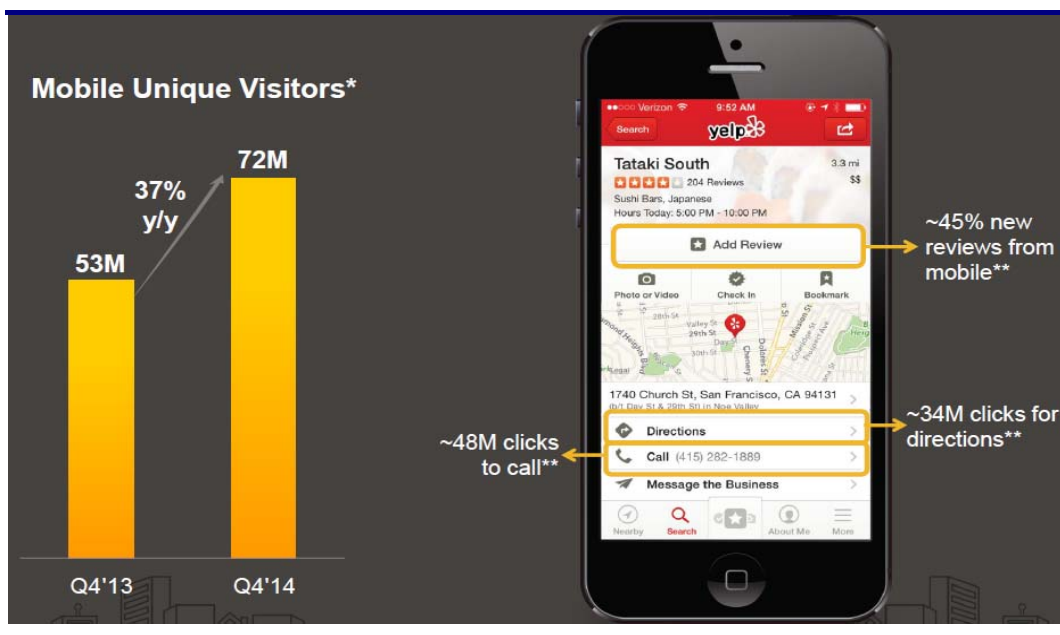
資料來源：公司資料

2014年移動端用戶增長強勁並超過臺式電腦：

<p>在第四季度有65%的搜索、58%的流覽和照片上傳來自移動端</p>	<p>2014年第四季度的移動端的獨立訪問用戶量同比增長37%。在第四季度有65%的搜索、58%的流覽和照片上傳來自移動端。每月獨立訪客量為1.350億，同比增長13%。每月移動端獨立訪客量為7200萬，同比增長37%。每月臺式電腦獨立訪客量為7800萬，與去年同期相同。每月國際獨立訪問用戶為3100萬，同比增長20%。</p>
--------------------------------------	---

Yelp 預測根據過往的資料來看，2015 年第一季度的 MAU 將恢復環比增長。

圖 2：Yelp 移動端獨立訪客

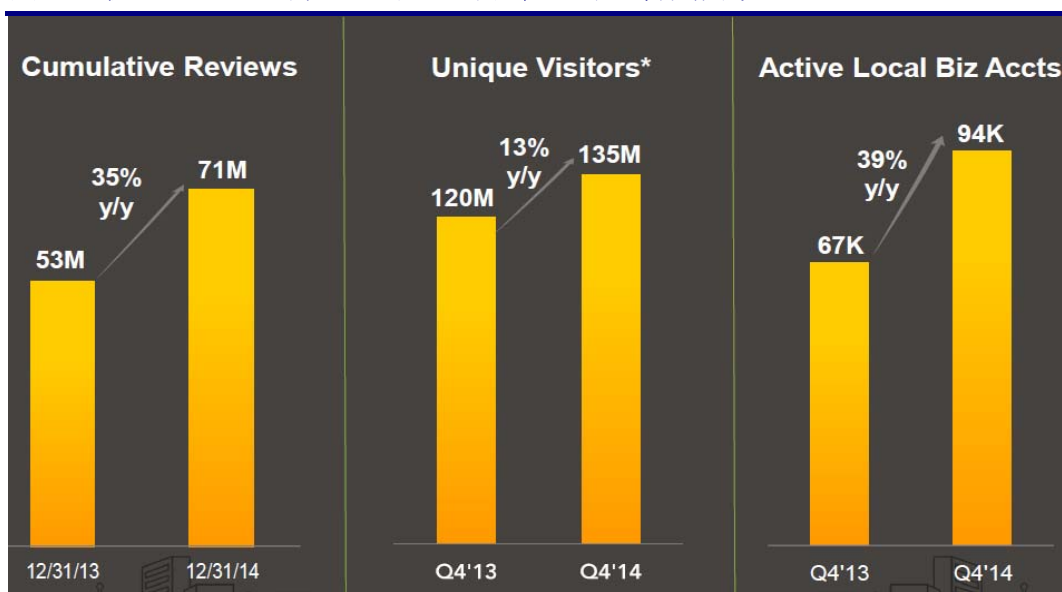


資料來源：公司資料

付費商家有大約 93700 家，同比增長 39%。認領商家有 200 萬，同比增長 36%

目前付費商家有大約 93700 家，同比增長 39%。因為在 2013 年第四季度收購了歐洲的一家類似於 Yelp 的點評網站 Qype，所以增加了近 2200 家商家到 Yelp 的線上拉高了基數，所以如果不包括這些商家的話，那麼 Yelp 的付費商家同比增長則達到 44%。不算上 Qype 併入的帳號和使用其他（團購、優惠券等）服務的商家，本地廣告商家有 84000 家，同比增長 54%。認領商家有 200 萬，同比增長 36%。付費滲透率不到 5%，認領滲透率不到 3%。累計點評量為 7100 萬，同比增長 35%。在第四季度大約有 500 萬新增評論被 Yelp 採納。值得注意的是，自 2014Q4 開始，Yelp 把廣告付費商戶單獨拆分出來統計，因為這些商戶的數目能更好地反映 Yelp 的核心業務：廣告業務的健康程度。

圖 3：(從左) Yelp 點評量、獨立活躍用戶、本地付費商家



資料來源：公司資料

2014年推出上傳視頻和語言翻譯功能 在2014年Yelp推出了兩個值得注意的功能，一個是上傳視頻的功能，這個功能能幫助本地商家帶來更多的機遇。另一個功能則是點評的翻譯功能，現在共支援16種語言的精確翻譯。在2014年，Yelp在5個國家開始了他們的服務，目前共有29個國家擁有Yelp的服務。這些國際市場在2014年貢獻了共200萬條點評。

SeatMe從13年7月的200個商戶到截止至今已擁有8000個商戶 另外在2013年7月，Yelp收購了餐飲訂位元軟體SeatMe。在收購的時候，SeatMe擁有大概200個客戶，而截止2014年結束，已經有超過8000家餐廳與SeatMe擁有服務合作。在2014年，有超過1900萬人次使用了SeatMe來預定餐廳位置。平均每家餐廳有2375人次使用SeatMe的訂餐服務，日均6.5人次。假設每家餐廳只使用了半年的SeatMe服務，則日均13人次。

Yelp廣告收費模式轉型是一個重大進步

與單一固定價格相比，RTB即時競價是更有效率的定價模式，可以最大化YELP的廣告收入 從CPM到CPC收費模式的轉變是一個重大進步。從前向收費轉為後向按效果收費，能夠大大降低銷售難度—從而提高目前很低（不到5%）的付費廣告商家滲透率。而且，與單一固定價格相比，RTB即時競價是更有效率的定價模式，可以最大化YELP作為廣告平臺的收入。以Google在CPC和RTB領域的成功為借鑒，這個轉變能夠極大地提高Yelp的貨幣化能力。

MAU在Q4的環比下降有季節性的因素，在移動端Yelp的用戶數仍然保持了較高的增長速度 MAU在Q4的環比下降可能被市場過度解讀了。首先，有季節性的因素。Q3作為旅遊旺季，使用Yelp的用戶數量是最多的。其次，在移動端Yelp的用戶數仍然保持了較高的增長速度。而這些用戶是Yelp瞄準的核心用戶。最後，Yelp並不是一個強社交應用。雖然Yelp試圖增加其社交性質，但不可否認的是它主要還是一個搜索應用。因此，其用戶數的增加不可能象Facebook等有病毒式傳播的速度；但是其單個客戶的潛在價值要比單純社交網路使用者的潛在價值要高。

市場調查發現在未經說明的情況下受訪使用者（美國的線上成年人）只有26%認知Yelp的品牌 市場調查發現在未經說明的情況下受訪使用者（美國的線上成年人）只有26%認知Yelp的品牌。Yelp也主動委託Nielsen進行了市場調查，發現在未經說明的情況下受訪使用者（美國的線上成年人）只有26%認知Yelp的品牌。作為應對，Yelp計畫加大針對用戶的線上和線下行銷力度（從去年的1000萬美元提高到3000萬美元），包括針對移動應用的安裝廣告。

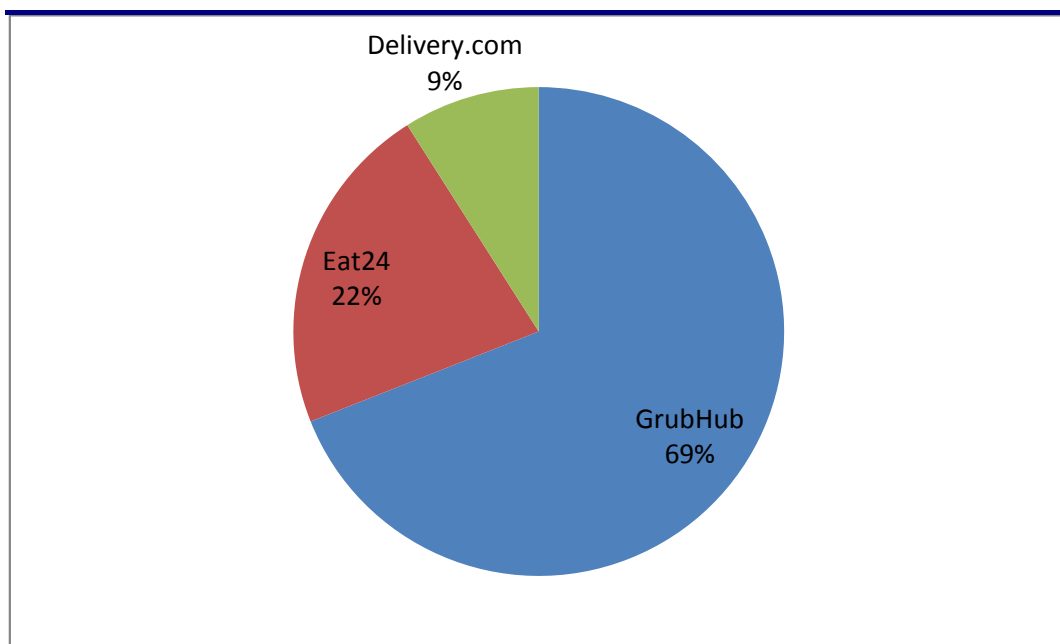
收購Eat24是雙贏的交易

1.34億美元（7500萬現金和140萬股Yelp股票）收購了網上訂餐平臺Eat24 1.34億美元（7500萬現金和140萬股Yelp股票）收購了網上訂餐平臺Eat24。Yelp在2月9日以1.34億美元（7500萬現金和140萬股Yelp股票）收購了網上訂餐平臺Eat24。目前有超過1500個美國城市約2萬家餐廳在Eat24上提供網上訂餐和外賣服務。另外，Yelp在公佈這個消息同時調高了他們對2015年第一季度和全年的Outlook。

收購Eat24後，Yelp能更激進地大規模推廣線上訂餐業務，加快形成閉環的速度 收購Eat24後，Yelp對Eat24的收購是其閉環戰略的一個重要環節。Eat24的最大競爭對手GrubHub的市值已經達到33億美元。Eat24雖然比GrubHub小一些（以流量計算市場份額約為後者的1/3），但是僅僅1.34億美元的收購價格僅僅是後者市值的1/30。Eat24目前的有限營收（約3600萬美元）和淨收入（大約4百萬美元）對於Yelp的直接財務影響不大。但是，收購了Eat24之後，Yelp不僅能更激進地大規模推廣線上訂餐業務，加快形成閉環的速度，而且能大大增加其對於其他線上餐飲供應商的議價能力。這是一個典型的雙贏結果。

其他收入：網上訂餐、訂座等電子商務的收入快速增長，不排除這塊業務未來的增長潛力達到甚至超過廣告業務。Yelp作為連接用戶和本地商戶的平臺，市場會選擇在這個平臺上最合適的商業模式。Yelp所擁有的選擇權價值巨大；這也是我們在給Yelp估值的時候不可忽視的一個角度。

圖 4：Eat24 美國網上訂餐平臺流量占比



資料來源：comScore，第一上海整理

Q4 Non-GAAP 運營利潤率為 17.19%，同比上升 6.81%。

Q4 Non-GAAP 運營利潤率為 17.19%，同比上升 6.81%。隨著 Yelp 的營收上升，相對固定的管理費用和研發費用得以在更大的基數上分攤。經營杠杆的優勢得以顯現。

Yelp 所面臨的困難是最好的護城河

市場認知度有待提高；廣告回報率高；商戶留存率高

協力廠商研究表明廣告的投入產出比 (ROI) 很高，CPC 有高達 5 倍的收益。

儘管面對諸多困難，Yelp 的商業模式依然是成立的：廣告商家留存率依然保持在較高的水準 (75% 左右)；協力廠商研究表明廣告的投入產出比 (ROI) 很高，CPC 有高達 5 倍的收益。網路效應 將是 Yelp 最好的朋友。隨著更多的用戶使用 Yelp 的應用，更多的商家會選擇在 Yelp 平臺上做廣告和開展電子商務，從而吸引更多的用戶使用 Yelp 的應用，如此形成一個良性迴圈。

要使平臺的用戶和商家進入一個良性迴圈的軌道，Yelp 必須提供第一推動力。短期行銷費用是難以下降的。

當然，要使平臺上用戶和商家的互動進入一個良性迴圈的軌道，Yelp 必須提供第一推動力。短期行銷費用是難以下降的。除了現有的針對商家的行銷費用需要增加以外，針對使用者的行銷費用是額外增加的。衡量這一努力的效果的最好指標應該是用戶的 “mind share”，也就是 “unaided brand awareness”。

Yelp 目前面臨的困難——我們認為，Yelp 目前面臨的困難——必須投入大量的人力資源和財務資源同時進行針對商家和用戶的行銷——恰好是 Yelp 最好的護城河。

我們認為，Yelp 目前面臨的困難——必須投入大量的人力資源和財務資源同時進行針對商家和用戶的行銷——恰好是 Yelp 最好的護城河。Yelp 的潛在競爭對手在進入這個市場的時候必須投入同樣高的資源才有可能達到類似的效果。這對於 “傳統” 的互聯網公司如 Google 和 Facebook 而言，也是一個難以跨越的壁壘。

Yelp 的管理層試圖用 Yellow Pages 的類比來說明自身的價值。但是 Yellow Pages 的地位是建立在電話公司對於通信市場百餘年的壟斷基礎上的，Yelp 尚且不具備這樣的基礎和壟斷地位。Yelp 需要更多的時間和投入才可能取得類似 Yellow Pages 在用戶和商家心目中的地位 (Mind Share)。當然，這從另外一個角

度也說明了有待 Yelp 去填補的市場空間巨大。Yelp 具體走過的路徑也許並不確定，但是方向是確定的。

Yelp—或者另外一個更好的基於互聯網的解決方案—終將取代基於電話的 Yellow Pages。這個大方向是確定的。我們只是不確定具體的路徑：是 Google？是 Facebook？還是 Yelp？是 2016 年還是 2020 年？在目前諸多競爭者中，Yelp 無疑是最有希望成為最終的勝利者的。我們認為，在 Yelp 成長的路徑上的波折不會改變最終的結局。

股權激勵費用

Yelp 的股權激勵費用（SBC）由三部分組成：期權（Option）、限售股（RSU 和 RSA）、和員工持股計畫（ESPP）。其中 ESPP 部分貢獻的 SBC 很少，主要是對員工購買本公司股票提供 15%的折扣。

Yelp 在 2012 年的期權計畫還有 900 多萬股未執行的期權，加權平均執行價格為 19 美元，剩餘年限為 7.5 年。以當前股價計算，內在價值為大約 2.5 億美元左右。RSU 有不到 90 萬股，加權平均執行價格為 64 美元。這些期權如果完全執行，會把股權稀釋 12%左右。

國際市場貨幣化速度比預期緩慢

國際化：貨幣化速度比較慢。業務開展消耗的時間和費用都很大。除了未來的盈利預期，開拓國際市場更多的意義在於形成地理閉環，給在國外旅遊的美國客戶提供基於英語的點評和本地商業服務。

Yelp 同時具有稀缺的跨行業和跨地理特性

Yelp 作為目前事實上的唯一一個全球性本地商業平臺，同時具有稀缺的跨行業和跨地理特性。這有利於其成為整合其他類似或相關網站的平臺。Yelp 目前的股價反映了投資者比較保守的預期。

下調目標價 74 美元，維持買入評級

基於公司的生態系統屬性，我們採用 DCF 估值，採用 Non-GAAP 條件下的自由現金流作為折現分子，長期增長率 4%，WACC 12.5%，求得股價為 95 美元。該股價相當於公司 2015、2016 及 2017 年預測 Non-GAAP 每股盈利的 57、27 及 17 倍。而由於公司的成長屬性，我們採用 PEG 估值法作為參考，假設 PEG 為 0.5，則估值結果為 54 美元，相當於 2015、2016 及 2017 年預測 Non-GAAP 每股盈利的 33、15 及 10 倍。

為了更客觀地給公司估值，我們參考同業相關的美國上市股票 PEG 均值。其中，美國本地生活服務同業 PEG 均值為 1.3，高於其他板塊均值；社交網路、垂直應用及中概相關股票的 PEG 均值分別為 1.2、1 及 0.7，高於廣告同業的 PEG 均值 1.5。美國股市對於高成長企業的價值認同，使得我們更傾向於採用 PEG 及 DCF 估值法兩種估值結果的均值對公司價值進行評估。

雖然 2014 年的總營收超出了我們的預期，但是考慮到到 Yelp 在 2014 年經費支出上超預期、付費商家增速低於預期、國際市場貨幣化預期緩慢以及 Yelp 對未來在行銷費用投入增加等因素，我們下調 Yelp 的目標價為 74 美元，與當前股價相比有 54%的上升空間，維持買入評級。

圖表 5: DCF 估值模型

現金流量預測	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025
CF0	118	243	387								
CAPEX	(22)	(22)	(22)								
自由現金流量	96	221	365	658	1,184	1,480	1,850	2,312	2,890	3,613	3,006
折合至2025年的現金流量	85	175	257	411	657	730	811	901	1,001	1,113	926
永續期折現值											36,779
基本參數:											
WACC	12.5%										
長期增長率	4%										
債券價值	0										
股份數量 (million)	80										
公司價值計算											
現金流折現	7,066										
減: 淨金融負債	(499)										
股本價值	7,565										
股本數量 (預期)	80										
DCF法之每股價值 (美元)	95										

資料來源：第一上海預測

圖表 6：同業估值對比

公司名称	代码	股价	市值(亿)	15PE	16PE	17PE	EPS14-17复合增长率	14-17PEG
同业美国								
Groupon	GRPN	7.5	50.1	44.7	31.7	32.0	18.1%	2.5
Grubhub	GRUB	39.1	31.9	48.8	35.7	27.7	32.7%	1.5
Angie's List	ANGI	5.0	2.9	56.5	11.4	8.8	153.4%	0.4
Retailmenot	SALE	15.5	9.3	15.1	13.6	10.6	19.5%	0.8
COUPONS.com	COUP	14.5	11.6	28.0	18.6	N/A	N/A	N/A
平均值				38.6	22.2	19.8	55.9%	1.3
垂直网络								
Priceline	PCLN	1033.2	540.9	17.4	15.1	12.3	18.7%	0.9
Expedia	EXPE	78.2	99.1	16.8	13.6	11.7	19.6%	0.9
TripAdvisor	TRIP	68.5	97.9	27.6	21.5	15.8	32.3%	0.9
MakeMyTrip	MMYT	24.7	10.3	N/A	124.5	51.6	N/A	N/A
Pandora	P	14.8	30.8	26.4	13.9	13.9	37.6%	0.7
Zillow	Z	102.5	41.7	108.4	63.3	37.5	70.1%	1.5
Trulia	TRLA	45.2	17.1	161.4	67.5	35.3	113.8%	1.4
HomeAway	AWAY	26.9	25.4	37.7	30.0	23.8	25.9%	1.5
Care.com	CRCM	7.9	2.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Chegg	CHGG	6.7	5.6	45.5	11.8	5.6	185.7%	0.2
Truecar	TRUE	18.7	14.5	156.2	42.8	25.6	147.2%	1.1
亚马逊	AMZN	370.6	1720.8	68.7	37.7	22.9	73.3%	0.9
平均值				66.6	40.2	23.3	72.4%	1.0
社交网络								
Facebook	FB	74.4	2091.0	29.2	21.7	17.1	30.8%	0.9
领英	LNKD	267.4	332.1	64.1	43.1	28.3	50.4%	1.3
推特	TWTR	47.3	300.3	62.0	36.3	26.4	53.2%	1.2
腾讯	700	132.6	12428.9	38.6	30.5	25.0	24.3%	1.6
平均值				48.5	32.9	24.2	39.7%	1.2
广告同业								
百度	BIDU	215.0	754.2	3.8	2.8	N/A	N/A	N/A
谷歌	GOOG	527.8	3598.8	15.9	13.8	12.1	14.8%	1.1
雅虎	YHOO	42.6	403.3	46.4	37.4	36.0	13.6%	3.4
Facebook	FB	74.4	2091.0	29.2	21.7	17.1	30.8%	0.9
AOL Inc	AOL	44.2	34.5	18.7	15.7	11.9	25.1%	0.7
平均值				22.8	18.3	19.3	21.1%	1.5
中概								
途牛	TOUR	14.9	9.5	N/A	N/A	N/A	N/A	
携程	CTRP	46.5	62.9	60.1	27.3	17.8	83.6%	0.7
唯品会	VIPS	22.1	124.6	44.5	27.4	N/A	N/A	N/A
汽车之家	ATHM	34.8	38.1	25.6	18.6	N/A	N/A	N/A
搜房	SFUN	6.9	28.6	12.7	10.1	N/A	N/A	N/A
聚美	JMEI	12.8	18.3	17.7	12.3	N/A	N/A	N/A
平均值				32.1	19.1	17.8	83.6%	0.7

資料來源：第一上海整理，彭博

主要財務報表

損益表						財務能力分析					
單位: 百万美元, 财务年度: 12月30日											
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年		2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
主营业务收入	233	378	578	810	1,076	盈利能力					
- 主营业务收入成本	17	24	37	52	69	毛利率 (%)	92.9%	93.5%	93.5%	93.5%	93.5%
毛利	216	353	541	758	1,006	EBITDA 利率 (%)	1.0%	7.6%	9.2%	19.1%	24.0%
营业开支	225	342	498	615	761	净利率 (%)	-4.3%	9.7%	10.3%	23.7%	30.7%
销售总及管理开支	43	58	81	113	151	Adj. EBITDA 利润率	12.5%	18.8%	19.4%	26.4%	29.5%
研究和开发开支	38	65	92	130	172	营运表现					
营业利润	(9)	11	43	142	245	销售及管理费用/收入 (%)	18.4%	15.4%	14.0%	14.0%	14.0%
- 利息支出	0	0	0	0	0	实际税率 (%)	9.1%	223.3%	40.0%	35.0%	35.0%
- 外汇损益	0	0	0	0	0	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
- 营业外亏损净额	0	(0)	0	0	0	库存周转	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	(9)	11	43	142	245	应收账款天数	25.9	27.5	27.5	27.5	27.5
- 所得税支出	1	(25)	(17)	(50)	(86)	应付账款天数	62.2	35.6	35.6	35.6	35.6
非常项目前收入	(10)	36	60	192	330	财务状况					
- 非常项目税后亏损	0	0	0	0	0	总负债/总资产	5.7%	6.6%	5.9%	4.2%	3.3%
- 少数股东权益	0	0	0	0	0	收入/净资产	-2.1%	6.2%	8.1%	18.8%	22.9%
净利润	(10)	36	60	192	330	经营性现金流/收入	-3.8%	2.9%	7.4%	17.6%	22.8%
普通股股东所得净利润	(10)	36	60	192	330	税前盈利对利息倍数	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
折旧与摊销	11	18	11	12	14						
Adjusted EBITDA	29	71	112	214	318						
主营业务增长 (%)	69%	62%	53%	40%	33%						
Adjusted EBITDA 增长率 (%)	834%	144%	58%	90%	49%						

资产负债表						现金流量表					
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年		2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	390	247	374	626	1,022	+ 净利润	(10)	36	60	192	330
+ 短期投资	0	118	118	118	118	+ 折旧、摊销	11	18	11	12	14
+ 应收账款与票据	21	36	52	71	92	+ 其他非现金调整	30	20	59	59	59
+ 库存	0	0	0	0	0	+ 非现金运营资本变动	(10)	(16)	0	0	0
+ 其他流动资产	6	19	19	19	19	经营活动现金流量	21	58	118	243	387
总计流动资产	417	421	564	835	1,252	+ 固定资产清理	0	0	0	0	0
+ 长期投资与应收	0	39	39	39	39	+ 资本支出	(16)	(29)	(22)	(22)	(22)
+ 总固定资产	48	89	111	132	154	+ 投资增加	0	(200)	0	0	0
- 累计折旧	18	26	37	49	63	+ 投资减少	0	0	0	0	0
+ 净固定资产	31	63	74	83	91	+ 其他投资活动	(3)	(200)	0	0	0
+ 其他长期资产	68	108	108	108	108	投资活动现金	(19)	(229)	(22)	(22)	(22)
总计长期资产	99	209	220	230	237	+ 已付股利	0	0	0	0	0
总资产	516	630	784	1,064	1,489	+ 短期拆借变动	0	0	0	0	0
+ 应付账款	3	1	6	4	9	+ 长期借款增加	0	0	0	0	0
+ 短期借款	0	0	0	0	0	+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	22	33	33	33	33	+ 股本增加	16	31	31	31	31
总计流动负债	25	34	38	37	42	+ 股本减少	(1)	(1)	0	0	0
+ 长期借款	0	0	0	0	0	+ 其他融资活动	277	(1)	0	0	0
+ 其他长期负债	5	8	8	8	8	融资所得现金	292	28	31	31	31
总长期负债	5	8	8	8	8	现金净增减	295	(142)	127	252	396
总负债	29	42	46	44	49	现金剩余	390	247	374	626	1,022
总股东权益	486	588	738	1,020	1,440						

資料來源: 公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。