

华策影视 (300133)

证券研究报告
2019年05月22日

行业多重变化下业绩承压，储备力量巩固领军优势

华策影视 2018 年实现营业收入 57.97 亿元，同比增长 10.5%；归属于上市公司股东的净利润 2.11 亿元，同比下降 66.7%，扣非后归母净利润为 1.21 亿元，同比下降 78.2%。公司 18 年净利润同比下降主要由于：1) 18 年下半年受影视剧行业监管收紧等影响，公司全网剧全年销售收入同比略降 2.28%，毛利率下降 3.13pct；2) 公司 18 年销售费用同比增加 1.9 亿，主要为员工薪酬增长；3) 18 年资产减值损失相比 17 年增加 2.3 亿，主要来自坏账损失 (1.99 亿)，该项目 17 年由于变更会计准则有减值冲回影响，17 年坏账损失项数额仅为 1975 万元。2019 年一季度公司实现营收 7.35 亿元，同比增长 23.8%；归母净利润 3605 万元，同比下降 0.1%，与去年基本持平状态，扣非后归母净利润 805 万元，同比下降 59.4%。

整体毛利率、净利率相对 17 年年报略有下降，在行业较为困难情况下依然维持 3 亿现金流入，现金流应收、及账上现金保持健康。2018 年公司整体毛利率 25.92%，同比下降 0.65pct；净利率 4.3%，同比下降 7.81pct。2019 年 Q1 毛利率为 25.91%，同比下降 10.12pct；净利率 4.81%，同比下降 1.14%。18 年经营活动产生的现金流量净额 3.01 亿元，17 年为 7.06 亿元，在 18 年下半年预收现金减少、资金回收困难的情况下，公司依然保持了 3 亿的现金净流入。公司 18 年末账上货币现金 22 亿元 (17 年 16.6 亿)。

从 18 年分业务表现看，全网剧销售营收略有下降。全网剧销售营业收入 44.98 亿元，同比减少 2.28%，占比 77.60%，毛利率为 23.77%，同比下降 3.13pct；2018 年，公司继续保持龙头地位，全年全网剧作品首播 14 部，取证 14 部，在业内率先成立了专门研究主旋律作品的大剧研发中心，制定了“人民为本、规划先行、匠心创作、精良制作”的创作导向。

公司 19 年继续以全网剧为主体，积极顺应主流社会价值趋势。华策 19 年将继续坚持“内容精品化、产业平台化、华流出海”三大战略，全网剧积极顺应主流价值观，提升主旋律和现代题材剧的拍摄。储备上看，公司 19 年储备数量丰富，计划新剧 26 部，其中 3 部拍摄中，23 部预计将于 19 年开机。

投资建议：影视内容 18 年在演员薪酬、税收、限价等行业变化下面对一定压力，在公司 18 年下半年尤其 4 季度业绩上也有所反馈。行业新变化对于龙头公司来说存在挑战也有机遇，随着税收影响已落地、上游演员薪酬下降，行业成本端有望得到优化；下游端采购价格更趋于理性，对制片方内容质量、创新能力、资源整合能力等也提出更多挑战，拥有深厚能力积淀、资金资源储备的龙头企业优势价值有望提升。华策全年储备较为丰富，演员成本下降预计在 19 年新开项目中开始体现，19 年项目有望从下半年开始恢复正常节奏。考虑影视市场 18 年开始整体承压，监管继续收紧，我们调整公司 19-20 年净利润(前值 7.7 亿/8.9 亿)，预计公司 2019-2021 年净利润分别为 5.50 亿/6.10 亿/6.73 亿元，调整公司评级至“增持”评级。

风险提示：全网剧进度不达预期，应收账款回收不达预期，内容监管趋严

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,245.59	5,797.21	6,453.38	7,116.14	7,760.00
增长率(%)	18.01	10.52	11.32	10.27	9.05
EBITDA(百万元)	753.06	413.38	707.35	777.49	863.21
净利润(百万元)	634.43	211.22	550.37	609.97	672.80
增长率(%)	32.60	(66.71)	160.56	10.83	10.30
EPS(元/股)	0.36	0.12	0.31	0.34	0.38
市盈率(P/E)	18.03	54.15	20.78	18.75	17.00
市净率(P/B)	1.66	1.65	1.26	1.19	1.11
市销率(P/S)	2.18	1.97	1.77	1.61	1.47
EV/EBITDA	24.47	36.47	14.05	10.95	11.40

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6 个月评级	增持 (调低评级)
当前价格	6.45 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,773.28
流通 A 股股本(百万股)	1,382.36
A 股总市值(百万元)	11,437.64
流通 A 股市值(百万元)	8,916.22
每股净资产(元)	3.95
资产负债率(%)	40.71
一年内最高/最低(元)	11.57/6.25

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华策影视-季报点评:18Q3 季报点评:成长及营运指标良好，四季度业绩确认集中期，关注行业环境对确认进度影响》2018-11-01
- 《华策影视-半年报点评:全网剧销售稳步提升，毛利率及现金流改善》2018-08-26
- 《华策影视-公司点评:快报业绩符合预期，18 年精品全网剧奠定基础，衍生业务值得期待》2018-03-01



内容目录

1. 财报解读.....	3
2. 2018 年业务回顾.....	6
2.1. 全网剧.....	6
2.2. 电影.....	8
2.3. 综艺.....	8
2.4. 网络大电影.....	9
3. 2019 年业务计划.....	9
4. 投资建议.....	10

图表目录

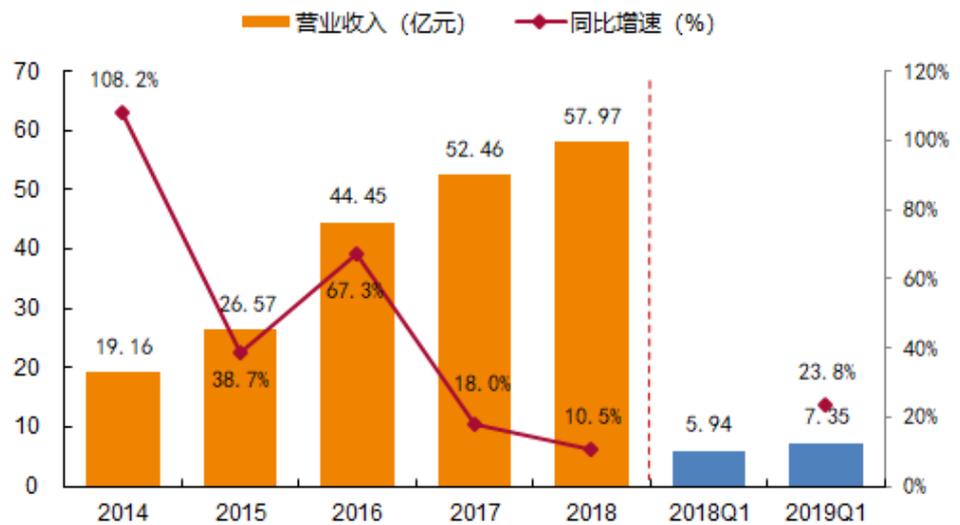
图 1: 华策影视 2014-2018 年, 2018Q1 和 2019Q1 营业收入及增速.....	3
图 2: 华策影视 2014-2018 年, 2018Q1 和 2019Q1 归母净利润及增速.....	3
图 3: 华策影视 17Q1-19Q1 单季度营收及增速.....	4
图 4: 华策影视 17Q1-19Q1 单季度归母净利润及增速.....	4
图 5: 华策影视 2014-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 整体业务毛利率变化情况.....	4
图 7: 华策影视 2013-2018 年, 2018Q1 和 2019Q1 三项费用率变化情况.....	5
图 6: 华策影视 2017 年和 2018 年分项业务收入比重.....	5
表 1: 华策影视 2018 年分项业务财务状况.....	6
表 2: 华策影视 2018 年全网剧首播情况.....	6
表 3: 华策影视 2018 年取得发行许可证的全网剧.....	7
表 4: 华策影视 2018 年其他开拍剧进展情况.....	7
表 5: 华策影视 2018 年上映电影情况.....	8
表 6: 华策影视其他电影项目进展情况.....	8
表 7: 华策影视 2018 年制作综艺情况.....	8
表 8: 华策影视 2018 年上映网大情况.....	9
表 9: 华策影视 2019 年全网剧生产计划.....	9
表 10: 华策影视 2019 年电影上映及开机计划.....	10
表 11: 华策影视 2019 年综艺节目上星播出与制作计划.....	10
表 12: 华策影视 2019 年网大上映计划.....	10
表 13: 华策影视 2019 年网大生产计划.....	10

1. 财报解读

华策影视 2018 年实现营业收入 57.97 亿元，同比增长 10.52%；归属于上市公司股东的净利润 2.11 亿元，同比下降 66.71%，扣非后归母净利润为 1.21 亿元，同比下降 78.22%。

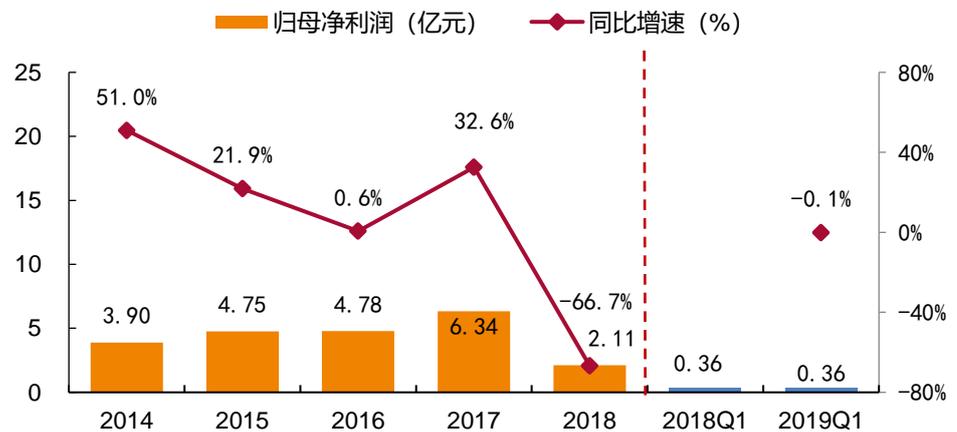
2019 年一季度公司实现营收 7.35 亿元，同比增长 23.8%；归母净利润 3605 万元，同比下降 0.1%，与去年基本呈持平状态，扣非后归母净利润 805 万元，同比下降 59.4%。

图 1：华策影视 2014-2018 年，2018Q1 和 2019Q1 营业收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

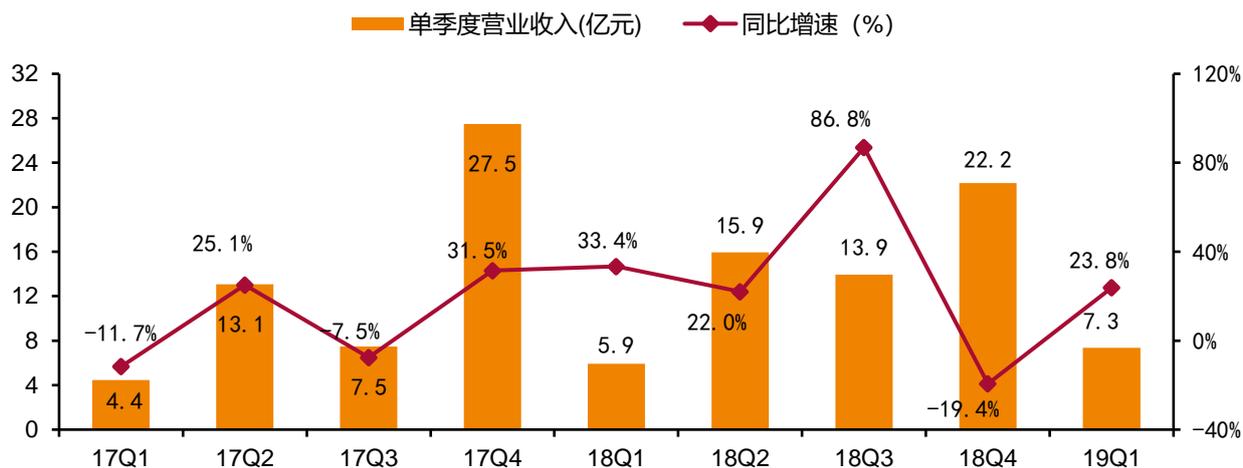
图 2：华策影视 2014-2018 年，2018Q1 和 2019Q1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

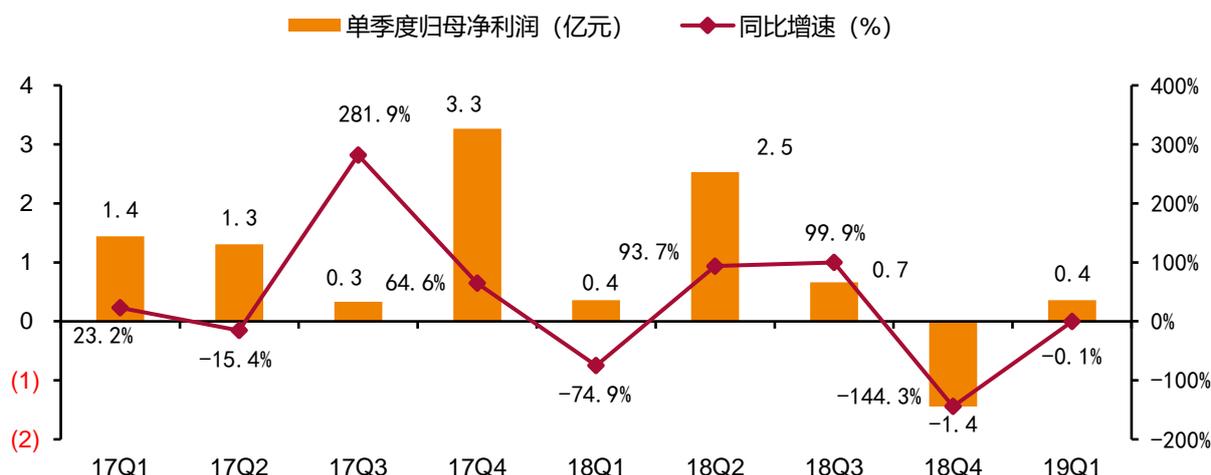
分季度看，18 年各季度和 19 年一季度分别实现营收 5.9 亿元、15.9 亿元、13.9 亿元、22.2 亿元和 7.3 亿元，归母净利润分别为 0.4 亿元、2.5 亿元、0.7 亿元、-1.4 亿元和 0.4 亿元。

图 3：华策影视 17Q1-19Q1 单季度营收及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

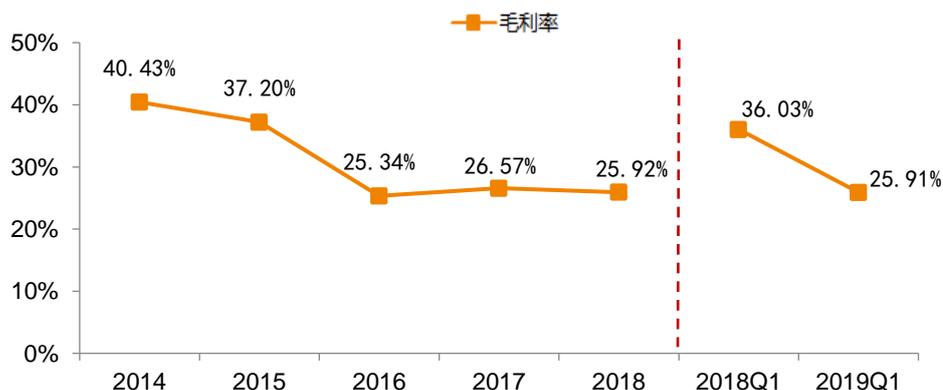
图 4：华策影视 17Q1-19Q1 单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率上,公司 18 年整体毛利率为 25.92%,同比下降 0.65pct,2019 年 Q1 毛利率为 25.91%,同比下降 10.12pct。

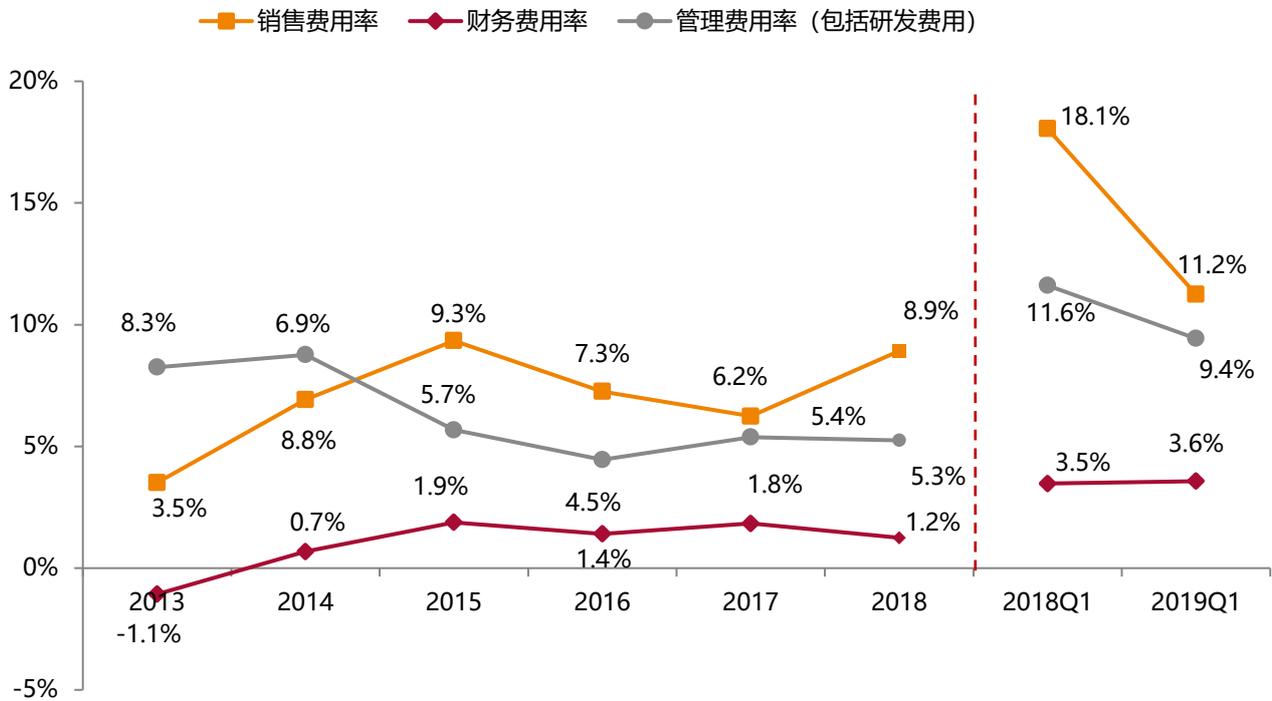
图 5：华策影视 2014-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 整体业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

三项费用率上，销售费用 5.17 亿，同比增长 57.9%，销售费用率 8.9%，同比上升 2.7pct，销售费用增加主要系公司影视剧业务宣传费、职工薪酬增加所致；管理费用（包括研发费用）3.04 亿，同比增长 7.9%，管理费用率 5.3%，同比下降 0.1pct；财务费用 0.72 亿元，同比减少 25.0%，财务费用率 1.2%，同比下降 0.6pct。

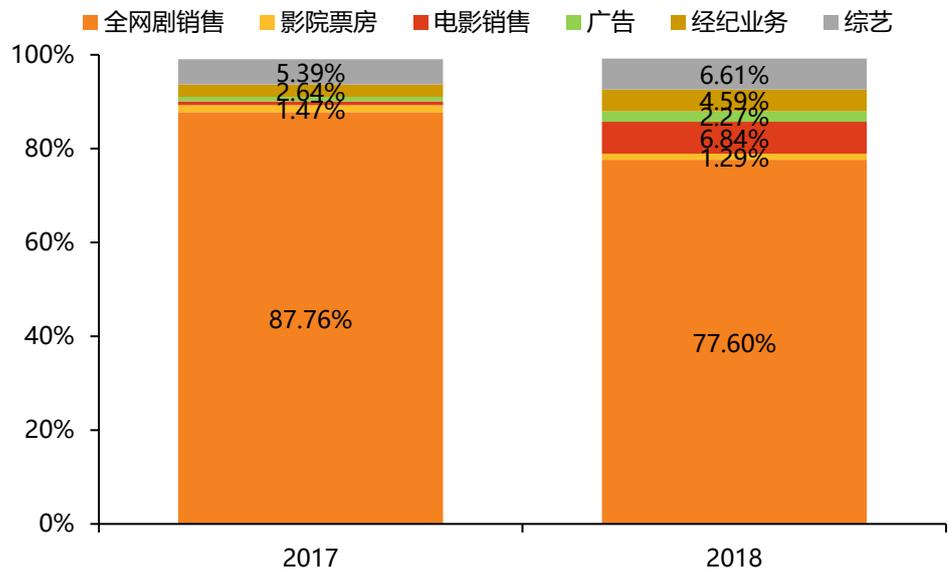
图 6：华策影视 2013-2018 年，2018Q1 和 2019Q1 三项费用率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分产品收入构成上，2018 年，全网剧销售为公司最主要收入来源，占比 77.60%，同比下降 10.16pct；其次是电影销售业务，占比 6.84%，同比增长 5.97pct；综艺是公司营收第三大来源，占比 6.61%，同比增长 1.22pct；经纪业务排名第四，占比为 4.59%，同比增长 1.95pct；另外，广告业务占比 2.27%，影院票房业务占比 1.29%。

图 7：华策影视 2017 年和 2018 年分项业务收入比重



资料来源：公司公告，天风证券研究

分产品财务状况上，全网剧销售营业收入 44.98 亿元，同比减少 2.28%，毛利率为 23.77%，同比下降 3.13pct；影院票房营业收入 0.75 亿元，同比减少 3.02%，毛利率 16.13%，同比上升 0.12pct；电影销售营业收入 3.96 亿元，同比增长 767.10%，毛利率为 37.58%，同比下降 0.28pct；广告营业收入 1.31 亿元，同比增长 169.10%，毛利率 66.47%，同比下降 19.43pct；经纪业务营业收入 2.66 亿元，同比增长 92.47%，毛利率 47.38%，同比上升 14.62pct；综艺营业收入 3.83 亿元，同比增长 35.63%，毛利率 1.53%，同比下降 7.17pct；音乐营业收入 0.10 亿元，毛利率 88.28%，为 2018 年新增业务。

表 1：华策影视 2018 年分项业务财务状况

分产品	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率	营业收入同比增减	营业成本同比增减	毛利率同比增减
全网剧销售	44.98	34.29	23.77%	-2.28%	1.90%	-3.13%
影院票房	0.75	0.63	16.13%	-3.02%	-3.16%	0.12%
电影销售	3.96	2.47	37.58%	767.10%	770.99%	-0.28%
广告	1.31	0.44	66.47%	169.10%	539.59%	-19.43%
经纪业务	2.66	1.40	47.38%	92.47%	50.61%	14.62%
综艺	3.83	3.78	1.53%	35.63%	46.28%	-7.17%
音乐	0.10	0.01	88.28%	88.28%		
其他	0.57	0.22	60.39%	8.97%	-55.91%	58.30%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 2018 年业务回顾

2018 年，公司在行业多重变化下，坚持践行“内容精品化、产业平台化、华流出海”三大战略，并积极适应变化，充分利用数字化影视产业赋能体系，提高电视剧主打产品的播出率和收视率，同时加快电影、综艺、经纪等新业务积累和扩张，全年继续保持行业领先的生产能力和市场影响力。

2.1. 全网剧

2018 年，公司全网剧作品首播 14 部，取证 14 部，在业内率先成立了专门研究主旋律作品的大剧研发中心，制定了“人民为本、规划先行、匠心创作、精良制作”的创作导向。《外交风云》、《绝境铸剑》等一批重大题材主旋律剧已开机制作。题材研发紧跟宏观导向，储备并研发符合新时代特色和社会需求的影视作品，力争实现社会效益和经济效益的统一。成功出品《创业时代》、《奔腾岁月》、《橙红年代》、《老男孩》等现实主义题材作品。现实主义题材占比显著提升，内容作品题材类型快速转变。

表 2：华策影视 2018 年全网剧首播情况

序号	剧名	首播时间	集数	卫视首播平台	互联网播出平台
1	《初遇在光年之外》	2018/1/31	38	—	优酷
2	《谈判官》	2018/2/4	43	湖南卫视	芒果 TV、爱奇艺、腾讯、优酷、搜狐
3	《老男孩》	2018/3/4	48	湖南卫视	爱奇艺、芒果 TV
4	《梦想合伙人》	2018/3/12	27	—	爱奇艺
5	《雷霆战警》	2018/4/3	40	—	腾讯
6	《玄门大师》	2018/5/21	46	—	爱奇艺
7	《为了你，我愿意热爱整个世界》	2018/6/18	48	—	爱奇艺

8	《最亲爱的你》	2018/7/13	26	—	优酷
9	《甜蜜暴击》	2018/7/23	38	湖南卫视	爱奇艺、腾讯、优酷、芒果 TV
10	《天盛长歌》	2018/8/14	70	湖南卫视	爱奇艺、芒果 TV
11	《橙红年代》	2018/9/17	47	东方卫视、浙江卫视	爱奇艺、优酷、腾讯
12	《创业时代》	2018/10/12	54	浙江卫视、东方卫视	爱奇艺、优酷、腾讯
13	《盛唐幻夜》	2018/10/18	50	—	腾讯
14	《奔腾岁月》	2018/12/2	40	央视八套	爱奇艺、优酷、腾讯等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：华策影视 2018 年取得发行许可证的全网剧

序号	剧名	集数	日期	证号	取证单位
1	《雷霆战警》	40	2018/2/9	(广剧)剧审字(2018)第 002 号	陕西光中影视投资有限公司
2	《天盛长歌》	70	2018/6/6	(沪)剧审字(2018)第 008 号	上海辛迪加影视有限公司
3	《盛唐幻夜》	50	2018/6/28	(浙)剧审字(2018)第 011 号	浙江华策影视股份有限公司
4	《最亲爱的你》	26	—	V0108283180601006	—
5	《奔腾岁月》	49	2018/6/29	(浙)剧审字(2018)第 013 号	浙江华策影视股份有限公司
6	《橙红年代》	47	2018/8/20	(广剧)剧审字(2018)第 023 号	公安部金盾影视文化中心
7	《蜜汁炖鱿鱼》	44	2018/9/25	(沪)剧审字(2018)第 025 号	上海剧酷文化传播有限公司
8	《平凡的荣耀》	42	2018/11/28	(沪)剧审字(2018)第 037 号	上海剧酷文化传播有限公司
9	《我只喜欢你》	35	2018/12/5	(浙)剧审字(2018)第 028 号	浙江华策影视股份有限公司
10	《资深少女的初恋》	42	2018/12/20	(津)剧审字(2018)第 007 号	华策影业(天津)有限公司
11	《三生三世宸汐缘》	60	2018/12/24	(沪)剧审字(2018)第 045 号	上海剧酷文化传播有限公司
12	《绝代双骄》	53	2018/12/24	(浙)剧审字(2018)第 035 号	浙江华策影视股份有限公司
13	《我的莫格利男孩》	50	2018/12/27	(沪)剧审字(2018)第 050 号	上海辛迪加影视有限公司
14	《完美关系》	24	2018/12/27	(浙)剧审字(2018)第 039 号	浙江金溪影视有限公司

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：华策影视 2018 年其他开拍剧进展情况

序号	剧名	题材	集数	进展情况	备注
1	《加油，你是最棒的》	都市励志情感	50	后期制作中	导演：刘新；主演：邓伦、马思纯

2	《外交风云》	革命历史	50	后期制作中	导演：宋业明；主演：唐国强、孙维民、王伍福
3	《你好，安怡》	科幻悬疑 动作剧	30	后期制作中	导演：李宏宇；主演：马天宇、戚薇

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 电影

报告期内，公司参与投资、发行电影项目 8 个，累计票房 15.67 亿元。

表 5：华策影视 2018 年上映电影情况

序号	名称	上映时间	票房	公司身份
1	《勇敢者游戏》	2018/1/12	4.91	发行执行
2	《南极之恋》	2018/2/1	0.21	联合发行
3	《祖宗十九代》	2018/2/16	1.69	参投、主控宣发
4	《玛丽与魔女之花》	2018/4/28	0.21	发行执行
5	《反贪风暴 3》	2018/9/14	4.42	主投、主控宣发
6	《超能泰坦》	2018/10/12	0.14	发行执行
7	《名侦探柯南：零之执行人》	2018/11/9	1.27	发行执行
8	《地球最后的夜晚》	2018/12/31	2.82	主投、主控宣发

资料来源：公司公告，猫眼电影，天风证券研究所

表 6：华策影视其他电影项目进展情况

序号	名称	拍摄进度	公司身份
1	《战斗民族养成记》	2019 年已上映	参投、主控宣发
2	《朝花夕誓—于离别之朝束起约定之花》	2019 年已上映	批片
3	《刺杀小说家》	后期制作中	主投、主控制作及宣发
4	《魔女》	后期制作中	主投、主控制作及宣发
5	《冠军下半场》	后期制作中	参投
6	《巧虎与大飞船历险记》	待定档	主投、主控宣发

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 综艺

报告期内，公司承制上星综艺项目 4 个，分别在浙江卫视、东方卫视播出。

表 7：华策影视 2018 年制作综艺情况

序号	名称	上映时间	播出平台
1	《异口同声》	2018/2/17	浙江卫视
2	《青春同学会》	2018/5/19	东方卫视
3	苏宁易购 817 超燃之夜	2018/8/8	苏宁易购站内及 PP 视频
4	2018 淘宝造物节	2018/9/15	手淘
5	抖音美好奇妙夜暨 2018 浙江卫视秋季盛典	2018/10/19	浙江卫视
6	2018 天猫双 11 晚会	2018/11/10	浙江卫视、东方卫视、优酷

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 网络大电影

2018 年公司上映网络大电影 2 部。

表 8：华策影视 2018 年上映网大情况

序号	名称	上映时间	播出平台
1	《李毅大帝》	2018/7/3	优酷
2	《降妖天师》	2018/9/15	爱奇艺

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 2019 年业务计划

2019 年，公司将继续坚持“内容精品化、产业平台化、华流出海”三大战略，研判行业新趋势，拥抱新变化，降本增效，提高运营效率和精细化管理能力，发挥创作能力优势、管理和赋能体系平台优势，不断增强自身的内容制作能力、发行能力和抗风险能力。

表 9：华策影视 2019 年全网剧生产计划

序号	剧名	题材	集数	时间计划
1	《南歌嘹亮》	情感	65	2019 年已开机
2	《鹿鼎记》	古装	60	2019 年已开机
3	《热血神探》	年代探案	40	2019 年已开机
4	《绝境铸剑》	重大革命	36	计划 2019H1 开机
5	《雪山飞狐》	古装	48	计划 2019H1 开机
6	《你是我的城池营垒》	都市	40	计划 2019H1 开机
7	《有翡》	古装	70	计划 2019H1 开机
8	《密室困游鱼》	都市	36	计划 2019H1 开机
9	《爱情公寓 5》	都市	36	计划 2019H1 开机
10	《镜》	古装	80	计划 2019H1 开机
11	《三小无猜》	都市	25	计划 2019H1 开机
12	《新东游记》	古装	48	计划 2019H2 开机
13	《长歌行》	古装	50	计划 2019H2 开机
14	《云过天空你过心》	行业励志	36	计划 2019H2 开机
15	《花生满路》	都市	40	计划 2019H2 开机
16	《棋手》	年代	40	计划 2019H2 开机
17	《少爷与我的罗曼史》	古装爱情	24	计划 2019H2 开机
18	《暖暖》	都市	24	计划 2019H2 开机
19	《蛮荒搜神记》	神话	80	计划 2019H2 开机
20	《追光者》	都市	40	计划 2019H2 开机
21	《拾光里的我们》	都市	24	计划 2019 年开机
22	《两不疑》	都市	24	计划 2019 年开机
23	《拜托拜托请你爱我》	都市爱情	24	计划 2019 年开机
24	《二零 90》	都市	36	计划 2019 年开机
25	《我不是随便的人》	青春爱情	28	计划 2019 年开机
26	《请回到 2008》	青春奇幻	24	计划 2019 年开机

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 10: 华策影视 2019 年电影上映及开机计划

序号	名称	方式	时间计划
1	《战斗民族养成记》	参投、主控宣发	2019 年 1 月 24 日已上映
2	《朝花夕誓—于离别之朝束起约定之花》	批片	2019 年 2 月 22 日已上映
3	《巧虎与大飞船历险记》	投资、主控宣发	计划 2019H1 上映
4	《冠军下半场》	参投	计划 2019H1 上映
5	《寻秦记》	主投、主控宣发	计划 2019H1 开机
6	《渊野边》	主控投资	计划 2019H2 开机
7	《刺杀小说家》	主投、主控制作及宣发	待定
8	《魔女》	主投、主控制作及宣发	待定
9	《内在美》	主控投资	待定

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

表 11: 华策影视 2019 年综艺节目上星播出与制作计划

序号	名称	播出平台	时间计划
1	2019 央视春晚无人机舞台秀	央视	2019 年 2 月 4 日已开播
2	2019 中超联赛开幕式	CCTV5	2019 年 3 月 2 日已开播
3	《花样中国》	北京卫视	2019 年 4 月播出
4	《漂亮的房子 2》	浙江卫视	计划 2019H1 开机
5	民谣综艺《作歌的少年》	爱奇艺	筹备中

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

表 12: 华策影视 2019 年网大上映计划

序号	剧名	题材	集数	上映时间
1	《点妖录》	传奇	网大	2019H1
2	《风雪山神庙》	武侠	网大	2019H1
3	《镇妖提刑司》	古装悬疑	网大	2019 年
4	《天机乱之长安诡将》	武侠喜剧	网大	2019 年
5	《天机乱之影武杨家将》	武侠喜剧	网大	2019 年
6	《看不见的房客》	惊悚悬疑推理	网大	2019 年
7	《玄门大师之断情笔》	古装传奇	网大	2019 年

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

表 13: 华策影视 2019 年网大生产计划

序号	剧名	题材	集数	时间计划
1	《大圣》	西游玄幻	网大	2019Q1 已开机
2	《龙池传说》	传奇	网大	计划 2019H1 开机
3	《名剑录》	武侠	网大	计划 2019H1 开机
4	《秘境古兽》	科幻	网大	计划 2019H1 开机

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

4. 投资建议

影视内容 18 年在演员薪酬、税收、限价等行业变化下面对一定压力, 在公司 18 年下半年尤其 4 季度业绩上也有所反馈。行业新变化对于龙头公司来说存在挑战也有机遇, 随着税

收影响已落地、上游演员薪酬下降，行业成本端有望得到优化；下游端采购价格更趋于理性，对制片方内容质量、创新能力、资源整合能力等也提出更多挑战，拥有深厚能力积淀、资金资源储备的龙头企业优势价值有望提升。华策全年储备较为丰富，演员成本下降预计在 19 年新开项目中开始体现，19 年项目有望从下半年开始恢复正常节奏。考虑影视市场 18 年开始整体承压，监管继续收紧，我们调整公司 19-20 年净利润（前值 7.7 亿/8.9 亿），预计公司 2019-2021 年净利润分别为 5.50 亿/6.10 亿/6.73 亿元，调整公司评级至“增持”评级。

风险提示：全网剧进度不达预期，应收账款回收不达预期，内容监管趋严。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,665.52	2,186.69	2,977.90	4,250.97	3,104.00
应收票据及应收账款	4,044.12	4,323.98	4,997.57	5,281.30	5,927.59
预付账款	443.31	526.24	618.02	613.99	746.87
存货	2,645.50	2,270.31	3,291.47	2,822.85	3,860.49
其他	442.29	604.77	527.56	629.44	559.25
流动资产合计	9,240.73	9,911.99	12,412.52	13,598.56	14,198.20
长期股权投资	668.59	470.33	470.33	470.33	470.33
固定资产	28.74	24.12	19.33	14.54	9.76
在建工程	1.65	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1.66	4.06	5.01	5.62	5.88
其他	2,597.55	2,462.29	2,445.96	2,429.83	2,418.62
非流动资产合计	3,298.18	2,960.80	2,940.64	2,920.33	2,904.60
资产总计	12,538.91	12,872.79	15,353.16	16,518.88	17,102.80
短期借款	930.00	1,920.00	1,700.00	1,800.00	1,935.67
应付票据及应付账款	1,425.56	1,953.51	1,428.42	2,531.24	1,664.59
其他	2,784.84	1,799.02	2,861.89	2,225.22	2,782.26
流动负债合计	5,140.41	5,672.54	5,990.31	6,556.46	6,382.53
长期借款	390.90	199.80	199.80	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.77	0.49	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	391.66	200.29	199.80	200.00	200.00
负债合计	5,532.07	5,872.83	6,190.11	6,756.46	6,582.53
少数股东权益	105.54	75.99	104.95	137.06	172.47
股本	1,769.70	1,773.21	1,773.21	1,773.21	1,773.21
资本公积	2,970.44	3,008.54	4,168.71	4,168.71	4,265.44
留存收益	5,417.98	5,601.87	7,284.89	7,852.16	8,574.59
其他	(3,256.83)	(3,459.64)	(4,168.71)	(4,168.71)	(4,265.44)
股东权益合计	7,006.84	6,999.96	9,163.05	9,762.43	10,520.27
负债和股东权益总	12,538.91	12,872.79	15,353.16	16,518.88	17,102.80

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	635.91	250.06	550.37	609.97	672.80
折旧摊销	26.53	24.72	5.83	6.18	6.53
财务费用	87.34	96.98	86.84	81.94	88.58
投资损失	(32.59)	(11.90)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(289.85)	(293.76)	(1,442.25)	873.88	(2,045.81)
其它	278.98	235.14	37.49	26.35	36.40
经营活动现金流	706.32	301.24	(771.72)	1,588.31	(1,251.51)
资本支出	(86.11)	(201.76)	2.49	2.00	2.00
长期投资	(88.79)	(198.26)	0.00	0.00	0.00
其他	(29.82)	516.14	3.72	7.20	5.80
投资活动现金流	(204.72)	116.13	6.21	9.20	7.80
债权融资	2,071.79	2,440.00	2,499.80	2,300.00	2,435.67
股权融资	(154.86)	(195.28)	1,524.44	(81.94)	8.15
其他	(2,233.25)	(2,158.85)	(2,467.52)	(2,542.50)	(2,347.10)
筹资活动现金流	(316.32)	85.86	1,556.72	(324.43)	96.73
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	185.28	503.23	791.21	1,273.07	(1,146.97)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,245.59	5,797.21	6,453.38	7,116.14	7,760.00
营业成本	3,851.68	4,294.75	4,828.54	5,324.99	5,811.39
营业税金及附加	21.24	29.41	32.27	35.58	38.80
营业费用	327.57	517.35	484.00	526.59	566.48
管理费用	282.24	279.31	309.76	341.57	372.48
研发费用	0.00	25.16	25.81	26.33	27.16
财务费用	96.23	72.17	86.84	81.94	88.58
资产减值损失	52.78	282.69	90.00	94.00	98.00
公允价值变动收益	(0.94)	(0.21)	8.53	(5.75)	0.99
投资净收益	32.59	10.43	10.00	10.00	10.00
其他	(120.10)	(95.09)	(107.06)	(78.49)	(91.99)
营业利润	702.30	381.22	684.68	759.37	838.11
营业外收入	5.87	8.06	8.00	8.00	8.00
营业外支出	4.23	2.88	3.00	3.00	3.00
利润总额	703.94	386.40	689.68	764.37	843.11
所得税	68.02	136.33	110.35	122.30	134.90
净利润	635.91	250.06	579.33	642.07	708.21
少数股东损益	1.48	38.84	28.97	32.10	35.41
归属于母公司净利润	634.43	211.22	550.37	609.97	672.80
每股收益(元)	0.36	0.12	0.31	0.34	0.38

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	18.01%	10.52%	11.32%	10.27%	9.05%
营业利润	52.33%	-45.72%	79.60%	10.91%	10.37%
归属于母公司净利润	32.60%	-66.71%	160.56%	10.83%	10.30%
获利能力					
毛利率	26.57%	25.92%	25.18%	25.17%	25.11%
净利率	12.09%	3.64%	8.53%	8.57%	8.67%
ROE	9.19%	3.05%	6.08%	6.34%	6.50%
ROIC	11.82%	4.77%	10.61%	9.35%	11.62%
偿债能力					
资产负债率	44.12%	45.62%	40.32%	40.90%	38.49%
净负债率	5.80%	3.62%	-5.22%	-19.98%	-6.35%
流动比率	1.80	1.75	2.07	2.07	2.22
速动比率	1.28	1.35	1.52	1.64	1.62
营运能力					
应收账款周转率	1.51	1.39	1.38	1.38	1.38
存货周转率	2.35	2.36	2.32	2.33	2.32
总资产周转率	0.46	0.46	0.46	0.45	0.46
每股指标(元)					
每股收益	0.36	0.12	0.31	0.34	0.38
每股经营现金流	0.40	0.17	-0.44	0.90	-0.71
每股净资产	3.89	3.90	5.11	5.43	5.84
估值比率					
市盈率	18.03	54.15	20.78	18.75	17.00
市净率	1.66	1.65	1.26	1.19	1.11
EV/EBITDA	24.47	36.47	14.05	10.95	11.40
EV/EBIT	24.84	37.32	14.17	11.04	11.49

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com