

# 东方财富 (300059)

## 19年中报点评：证券经纪高速增长，平台效应带动利润率提升，继续看好金融科技独角兽价值

东方财富 2019年上半年实现营业总收入 19.98 亿元，同比增长 22.20%；归母净利润 8.71 亿元，同比增长 55.88%；扣非后净利润 8.37 亿元，同比增长 52.0%，净利润与预告中值持平。其中，公司 2Q19 实现营业总收入 10.71 亿元，同比增长 31.92%，环比增长 15.56%；归母净利润 4.85 亿元，同比增长 88.31%，环比增长 25.73%。证券经纪业务及两融业务主要带动公司利润增长，1H19 公司券商业务收入 13.19 亿元，同比增长 43.0%，非券商业务收入 6.78 亿元，同比下降 4.7%。

**证券经纪业务：受新增投资者带动，二季度经纪业务收入大幅增长。**2Q19 证券市场继续回暖，A股成交额达到 35.4 万亿元，同比增长 47%，环比增长 4%；根据中国结算统计数据，截至 6 月 30 日，沪深两市投资者数量增至 1.54 亿，19 年上半年证券市场新增投资者数为 778.45 万，同比增长 17.4%；东方财富 19H1 实现证券业务收入 13.19 亿元，同比增长 43.0%，其中代表经纪业务的手续费及佣金净收入 9.56 亿元，同比增长 60.1%；2Q19 手续费及佣金净收入 5.19 亿元，同比增长 77.85%，环比增长 18.6%，对比 A 股同期成交额，二季度东财经纪业务市占率同比及环比预计均有提升。

**融资融券业务：利息净收入同比增 12%，两融市占率继续稳步提升。**截至二季度末，市场两融余额为 9,108 亿元，相比上季度末和去年同期均略降 1%，同比降幅为 18 年下半年以来最低。东财截至二季度末，融出资金余额 127.99 亿元，两融业务市占率 1.41%，市占率相比 18 年年末提升 0.34pct，环比 19Q1 末提升 0.13pct。公司 1H19 利息净收入 3.65 亿元，同比增长 12.0%，2Q19 利息净收入 1.96 亿元，同比增长 11.9%，环比增长 16.6%。

**基金销售与财富管理：**基金销售整体平稳，非货币基金销售额大幅增长，互联网金融电子商务平台受到竞争影响流量略降，但我们看好东财在核心用户群体优势。财富管理方面，公司公募基金即将面世，我们认为东财基金将首先在指数基金等领域重点发力。保险及私募业务再获进展，19 年 5 月，公司完成了众心保险经纪收购及增资工作，间接获得保险牌照；6 月，上海优优财富在协会完成私募基金管理人备案登记。

**投资建议：**我们暂维持预测公司 2019-2021 年净利润分别为 15.32 亿元 /21.22 亿元 /26.60 亿元，同比增速分别为 59.8%/38.5%/25.4%，对应 PE 分别为 63.7x/46.0x/36.7x，下半年关注市场成交量、市占率变化及东财基金发行、可转债发行等进展，不排除上调盈利预测。公司是 A 股稀缺的线上线下一体化互联网金融平台型公司，深耕垂直用户价值，金融牌照储备日趋健全，我们看好公司基于流量复用性，通过产品品类扩张及产业链延伸满足用户多样化财富管理需求，中长期有望利用金融交易数据沉淀衍生“AI+金融”的金融科技独角兽，维持买入评级。

**风险提示：**资本市场景气度波动，大金融监管政策变化，竞争环境变化，证券业务市占率提升不达预期，新业务落地不达预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,546.79	3,123.45	4,293.86	5,579.60	6,881.66
增长率(%)	8.29	22.64	37.47	29.94	23.34
EBITDA(百万元)	1,002.64	1,736.94	1,869.12	2,495.66	3,115.74
净利润(百万元)	636.90	958.70	1,531.77	2,121.96	2,660.27
增长率(%)	(10.77)	50.52	59.78	38.53	25.37
EPS(元/股)	0.09	0.14	0.23	0.32	0.40
市盈率(P/E)	153.10	101.71	63.66	45.95	36.65
市净率(P/B)	6.64	6.21	4.86	4.46	4.03
市销率(P/S)	38.29	31.22	22.71	17.48	14.17
EV/EBITDA	46.09	29.37	44.80	33.30	26.33

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告  
2019 年 07 月 30 日

### 投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.52 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	6,715.61
流通 A 股股本(百万股)	5,435.40
A 股总市值(百万元)	97,510.64
流通 A 股市值(百万元)	78,921.97
每股净资产(元)	3.01
资产负债率(%)	62.82
一年内最高/最低(元)	22.88/10.03

### 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	
周奕纯	联系人
zhouyichun@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《东方财富-公司点评:证券业务同比大幅增长，平台运营更显效率》  
2019-07-15
- 《东方财富-公司点评:公募基金产品下半年面世，迈上财富管理新征程》  
2019-07-07
- 《东方财富-季报点评:证券经纪较快增长，基金销售同比承压》  
2019-05-07



## 内容目录

1. 财报数据解读.....	3
2. 证券经纪业务：二季度经纪业务大幅增长，市占率预计提升.....	6
3. 融资融券业务：利息净收入同比增长 12%，市占率稳步提升.....	9
4. 基金销量整体平稳，结构明显改善，平台流量竞争下有所下降.....	10
5. 财富管理：公募基金即将面世，保险、私募再获进展，实现财富管理新突破 .....	11
6. 投资建议.....	12

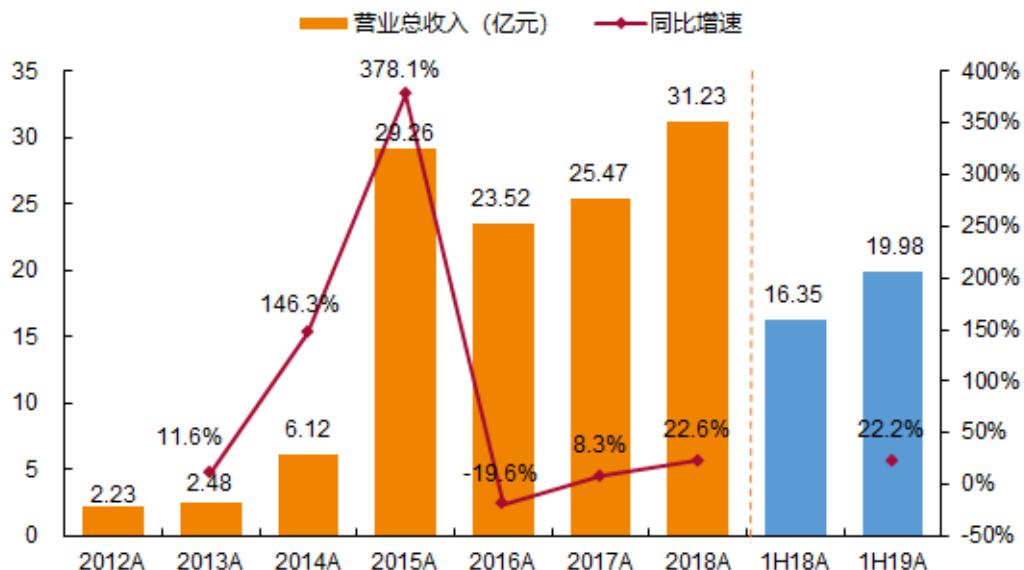
## 图表目录

图 1：东方财富营业总收入及同比增速（2012A-2018A, 1H18&1H19） .....	3
图 2：东方财富归母净利润及同比增速（2012A-2018A, 1H18&1H19） .....	3
图 3：东方财富单季度营业总收入及同比增速（1Q16A-2Q19A） .....	4
图 4：东方财富单季度归母净利润及同比增速（1Q16A-2Q19A） .....	4
图 5：东方财富单季度分类别营业收入（1Q16A-2Q19A） .....	4
图 6：东方财富毛利率与归母净利率（2012A-2018A, 1H18&1H19） .....	5
图 7：东方财富三项费用率（2012A-2018A, 1H18&1H19） .....	6
图 8：东方财富的手续费及佣金净收入及同比增速（2015A-2018A, 1H18&1H19） .....	6
图 9：A股市场成交额（1Q15A-2Q19A） .....	7
图 10：A股月度新增投资者规模（2015 年 4 月-2019 年 6 月） .....	7
图 11：A股月度新增投资者规模同比和环比增速（2019 年 1 月-2019 年 6 月） .....	7
图 12：东方财富移动端 MAU 及人均单日使用时长（2017 年 1 月-2019 年 6 月） .....	8
图 13：主要股票交易 APP MAU 相对市场份额（2017 年 1 月-2019 年 6 月） .....	8
图 14：主要股票交易 APP MAU 相对市场份额（2017 年 1 月-2019 年 6 月） .....	8
图 15：东方财富利息净收入及同比增速（2015A-2018A, 1H18&1H19） .....	9
图 16：东方财富融资融券利息收入及同比增速（2015A-2018A, 1H18&1H19） .....	9
图 17：沪深两融余额（2015 年 1 月-2019 年 6 月） .....	10
图 18：东方财富基金销售额和交易量及活期宝销售额和交易量（2013A-2018A, 1H18&1H19） .....	10
图 19：天天基金日均活跃访问用户数（2016A-2018A, 1H18&1H19） .....	11
图 20：天天基金日均页面浏览量（2016A-2018A, 1H18&1H19） .....	11

## 1. 财报数据解读

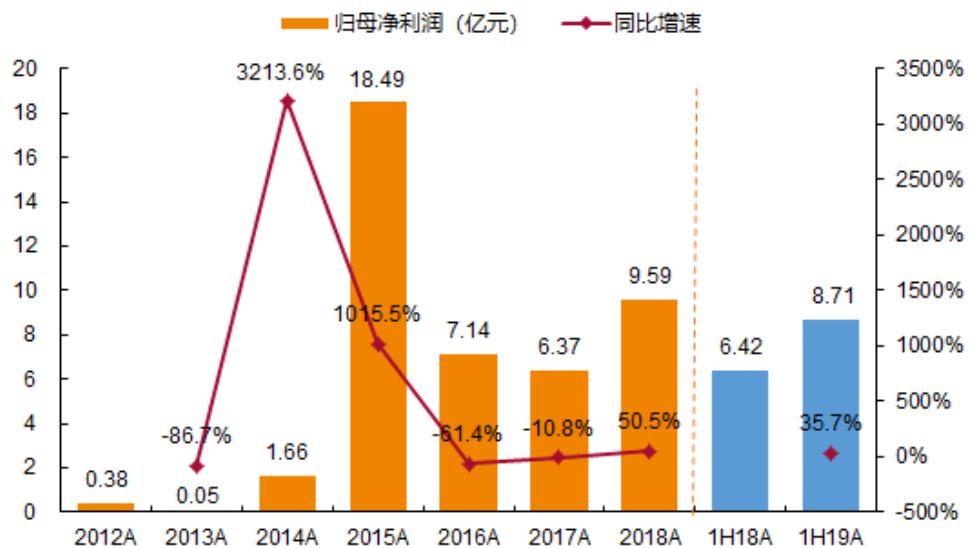
东方财富 2019 年上半年实现营业总收入 19.98 亿元，同比增长 22.20%；归母净利润 8.71 亿元，同比增长 55.88%；扣非后净利润 8.37 亿元，同比增长 52.0%，净利润与预告中值持平。

图 1：东方财富营业收入及同比增速（2012A-2018A, 1H18&1H19）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

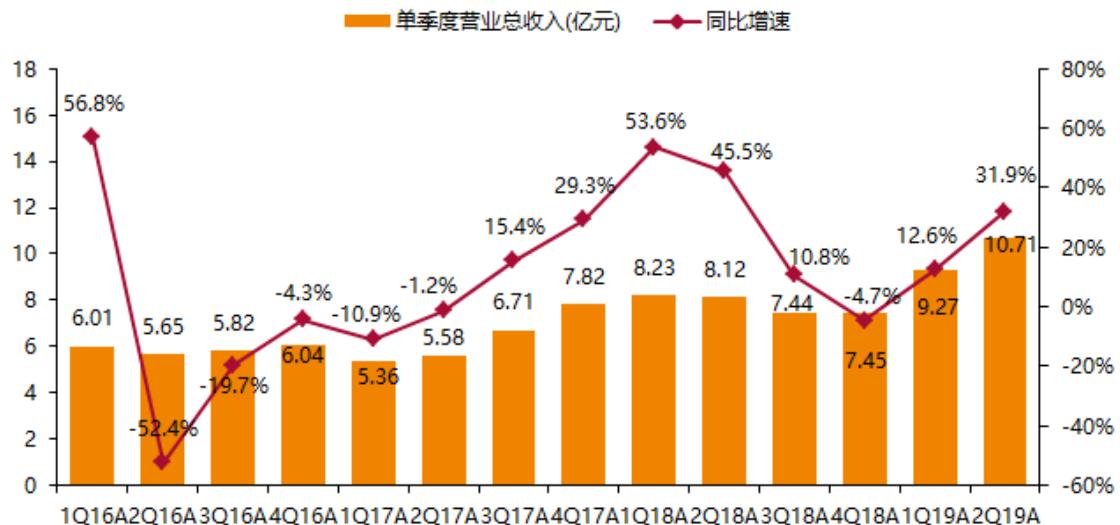
图 2：东方财富归母净利润及同比增速（2012A-2018A, 1H18&1H19）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

其中，公司 2Q19 实现营业总收入 10.71 亿元，同比增长 31.92%，环比增长 15.56%；归母净利润 4.85 亿元，同比增长 88.31%，环比增长 25.73%。

图 3：东方财富单季度营业收入及同比增速（1Q16A-2Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

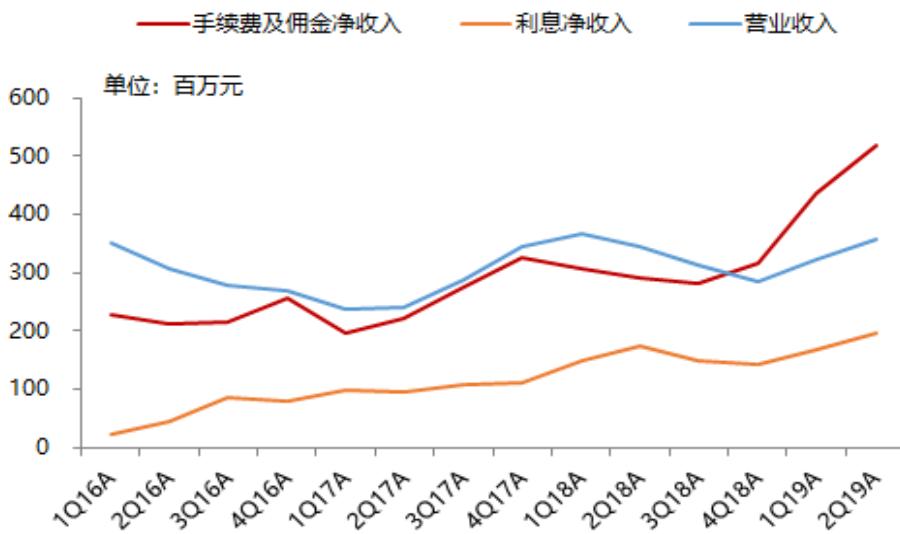
图 4：东方财富单季度归母净利润及同比增速（1Q16A-2Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务看，19H1 实现证券业务收入 13.19 亿元，同比增长 43.0%，其中手续费及佣金净收入 9.56 亿元，同比增长 60.1%；2Q19 手续费及佣金净收入 5.19 亿元，同比增长 77.85%，环比增长 18.6%；1H19 利息净收入 3.65 亿元，同比增长 12.0%，2Q19 利息净收入 1.96 亿元，同比增长 11.9%，环比增长 16.6%；19H1 实现营业收入（非券商业务）6.77 亿元，同比下降 4.9%，2Q19 营业收入 3.56 亿元，同比增长 3.29%，环比增长 10.9%。

图 5：东方财富单季度分类别营业收入（1Q16A-2Q19A）

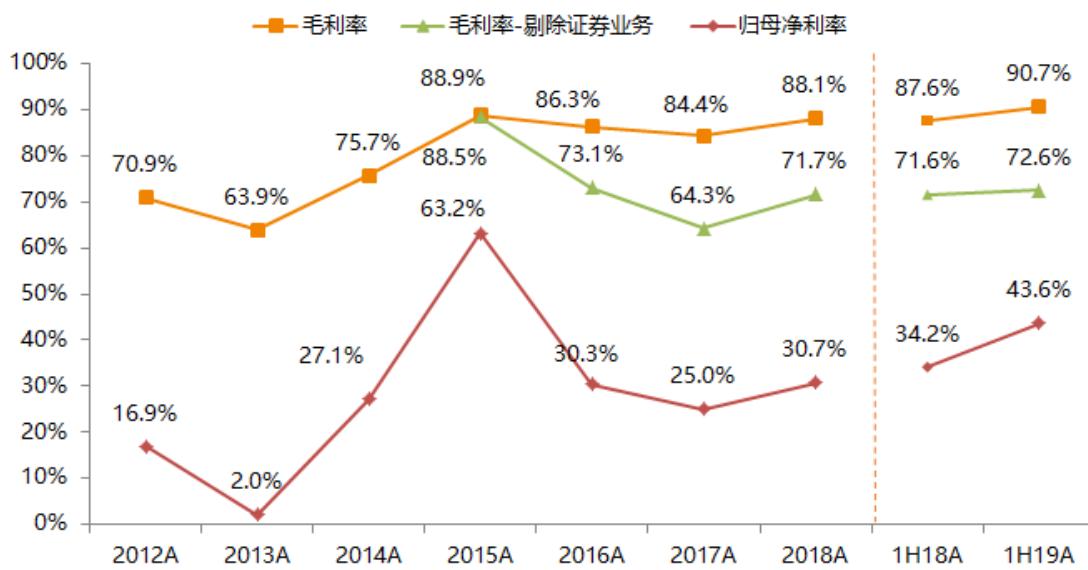


资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：手续费及佣金净收入和利息净收入均基本来自证券业务，包含极少其他业务；营业收入包括金融电商服务业务、金融数据服务业务、互联网广告服务业务和其他业务收入。

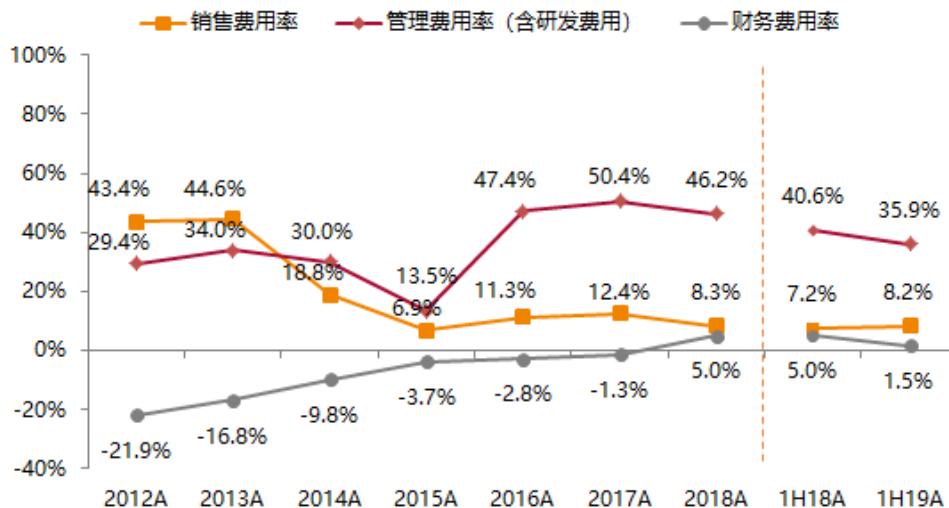
公司 19 年上半年净利润率同比提高 9.4pct，平台运营效率提升。公司 1H19 营业成本 1.86 亿元，同比下降 8.1%；四项费用合计 9.12 亿元，同比下降 3.7%，其中销售费用 1.64 亿元，同比增长 38.5%，主要由于进一步加大品牌宣传力度；管理费用 5.83 亿元，同比增长 0.39%；研发费用 1.35 亿元，同比增长 62.3%；财务费用 3022 万元，同比大幅下降 63.2%，和上半年可转债赎回有关，后续关注新的可转债发行及对后续两融业务收入及财务费用的影响。

图 6：东方财富毛利率与归母净利润率 (2012A-2018A, 1H18&1H19)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：东方财富三项费用率 (2012A-2018A, 1H18&amp;1H19)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

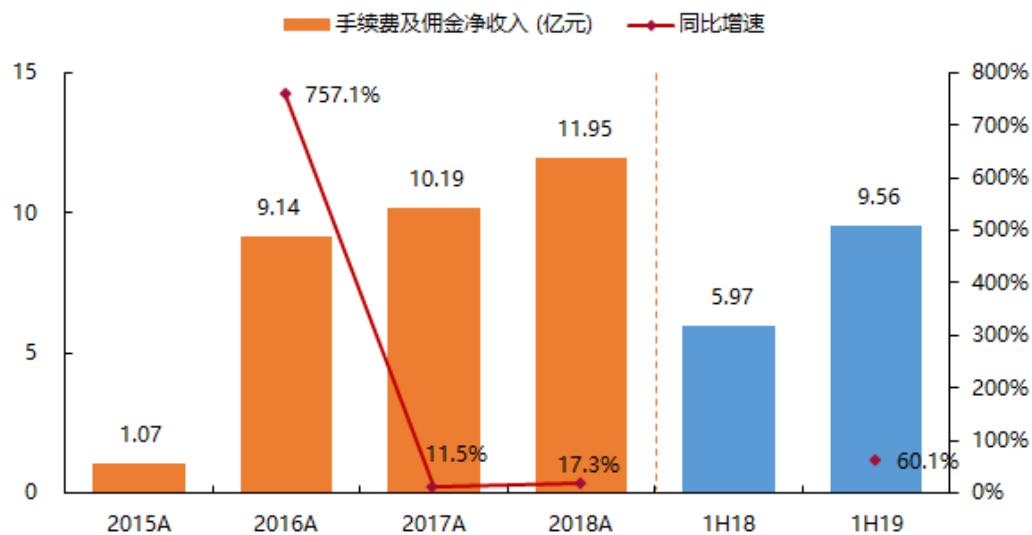
注：管理费用包含研发费用。

## 2. 证券经纪业务：二季度经纪业务大幅增长，市占率预计提升

2Q19 证券市场继续回暖，A 股成交额达到 35.4 万亿元，同比增长 47%，环比增长 4%，日均交易量环比略增 1%至 5,895 亿元，同比增长 47%，为 2016 年以来最高值；根据中国结算统计数据，截至 6 月 30 日，沪深两市投资者数量增至 1.54 亿，19 年上半年证券市场新增投资者数为 778.45 万，同比增长 17.4%，2Q19 新增投资者数量 374 万，同比增长 21%，环比下降 8%。

东方财富 19H1 实现证券业务收入 13.19 亿元，同比增长 43.0%，其中代表经纪业务的手续费及佣金净收入 9.56 亿元，同比增长 60.1%；2Q19 手续费及佣金净收入 5.19 亿元，同比增长 77.85%，环比增长 18.6%，对比 A 股同期成交额，二季度东财证券经纪业务市占率同比及环比均有较好提升。

图 8：东方财富的手续费及佣金净收入及同比增速 (2015A-2018A, 1H18&amp;1H19)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9: A 股市场成交额 (1Q15A-2Q19A)

时间	成交额(亿元)	同比	环比	日均成交额(亿元)	日均同比	日均环比
1Q15	410,015			7,193		
2Q15	973,930		138%	15,709		118%
3Q15	601,299		-38%	9,395		-40%
4Q15	554,345		-8%	9,088		-3%
1Q16	318,717	-22%	-43%	5,402	-25%	-41%
2Q16	317,820	-67%	0%	5,210	-67%	-4%
3Q16	319,428	-47%	1%	4,991	-47%	-4%
4Q16	309,172	-44%	-3%	5,153	-43%	3%
1Q17	262,419	-18%	-15%	4,448	-18%	-14%
2Q17	256,666	-19%	-2%	4,278	-18%	-4%
3Q17	329,008	3%	28%	5,062	1%	18%
4Q17	269,925	-13%	-18%	4,499	-13%	-11%
1Q18	281,209	7%	4%	4,766	7%	6%
2Q18	240,705	-6%	-14%	4,012	-6%	-16%
3Q18	192,344	-4.2%	-20%	3,005	-41%	-25%
4Q18	182,733	-32%	-5%	3,046	-32%	1%
1Q19	339,400	21%	86%	5,852	23%	92%
2Q19	353,686	47%	4%	5,895	47%	1%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: A 股月度新增投资者规模 (2015 年 4 月-2019 年 6 月)



资料来源: 中国证券登记结算公司, Wind, 天风证券研究所

图 11: A 股月度新增投资者规模同比和环比增速 (2019 年 1 月-2019 年 6 月)

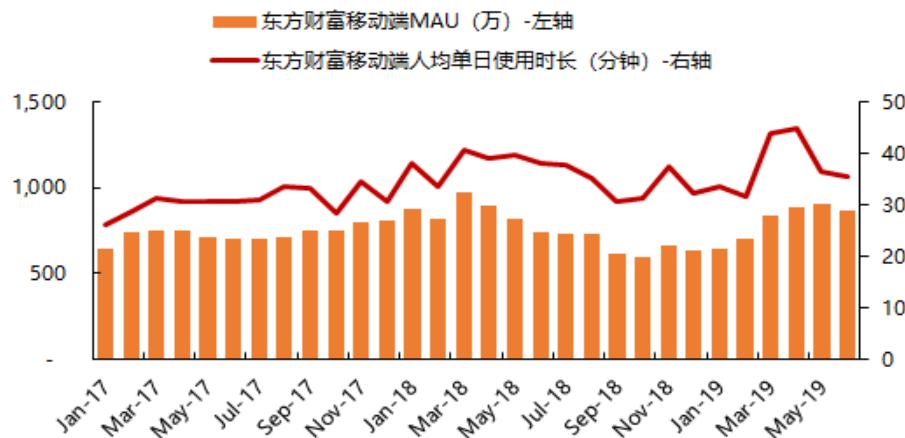
月份	新增投资者规模 (万)	同比	环比
2019-01	102.4	-16.65%	20.0%
2019-02	99.7	34.23%	-2.7%
2019-03	202.5	29.97%	103.2%
2019-04	153.1	58.02%	-24.4%
2019-05	115.3	4.49%	-24.7%
2019-06	105.6	2.43%	-8.4%

资料来源: 中国证券登记结算公司, Wind, 天风证券研究所

**东财用户活跃度回升明显。**根据 QuestMobile 数据, 19Q2 东方财富移动端 MAU 继续提升

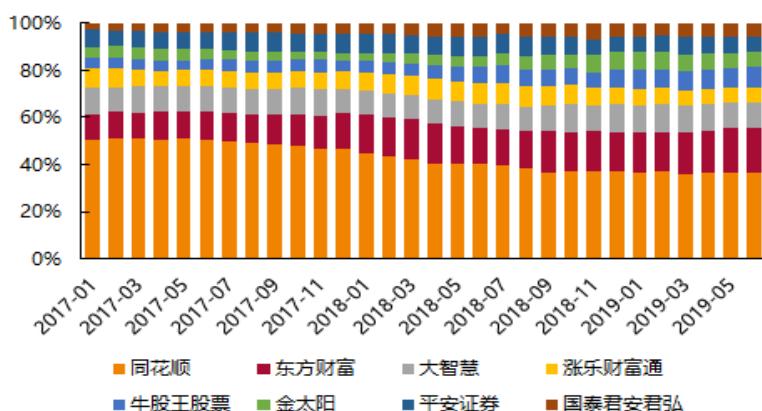
至 883 万，同比增长 8% (vs. -18% in 19Q1)，环比增长 21% (vs. +16% in 19Q1)，为 18Q2 以来最高值，与 18Q1 接近；19Q2 单用户日均使用时长环比提升 7%。我们认为，东方财富基于互联网平台流量优势、低佣金费率及领先的用户体验，受益于市场情绪提升。

图 12：东方财富移动端 MAU 及人均单日使用时长（2017 年 1 月-2019 年 6 月）



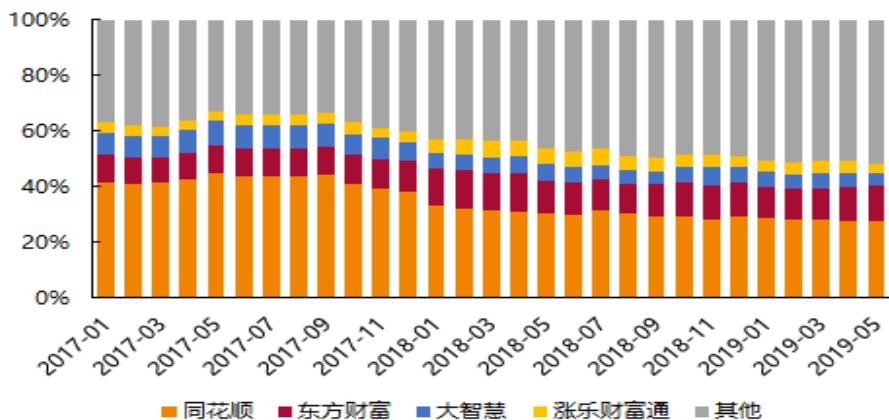
资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 13：主要股票交易 APP MAU 相对市场份额（2017 年 1 月-2019 年 6 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 14：主要股票交易 APP MAU 相对市场份额（2017 年 1 月-2019 年 6 月）



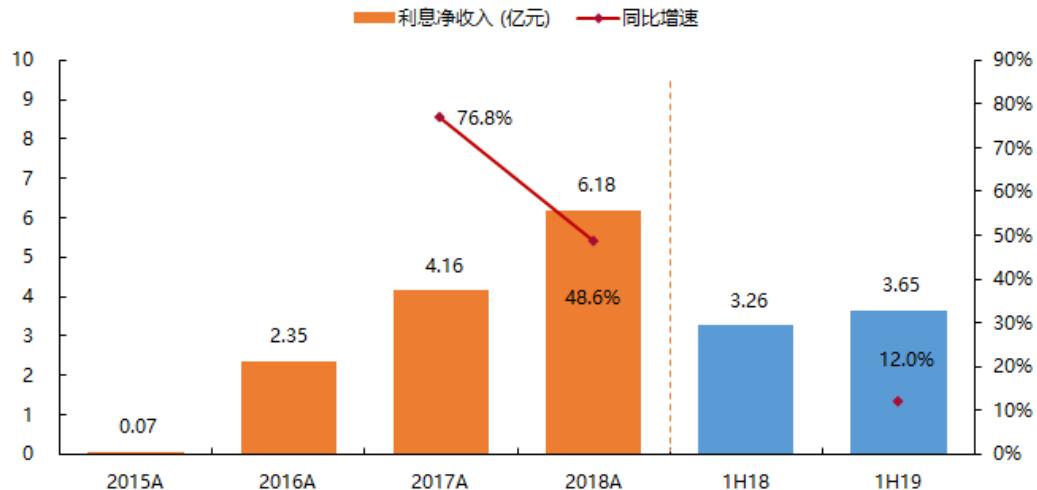
资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

### 3. 融资融券业务：利息净收入同比增长 12%，市占率稳步提升

截至二季度末，市场两融余额为 9,108 亿元，相比上季度末和去年同期均略降 1%，同比降幅为 18 年下半年以来最低。东财截至二季度末，融出资金余额 127.99 亿元，两融业务市占率 1.41%，市占率相比 18 年年末提升 0.34pct，环比 19Q1 末提升 0.13pct。

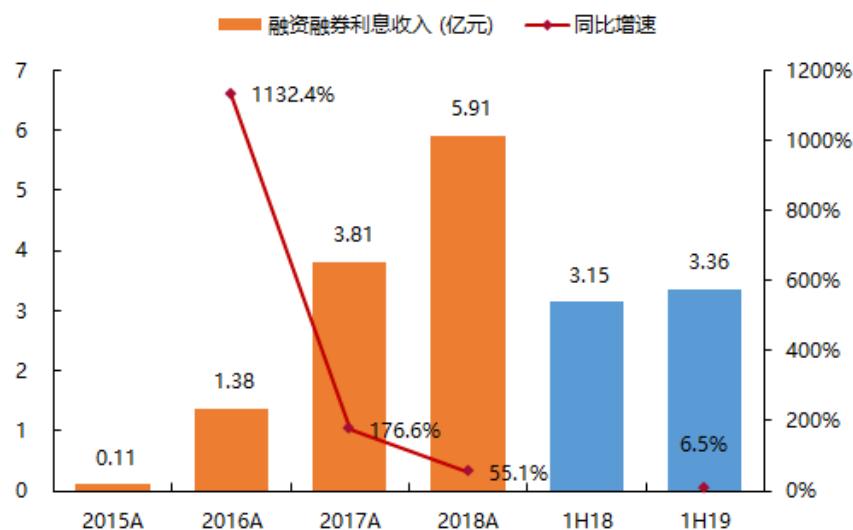
公司 1H19 利息净收入 3.65 亿元，同比增长 12.0%，其中融资融券利息收入 3.36 亿元（占比利息净收入 92%），同比增长 6.5%。2Q19 利息净收入 1.96 亿元，同比增长 11.9%，环比增长 16.6%。

图 15：东方财富利息净收入及同比增速（2015A-2018A, 1H18&1H19）



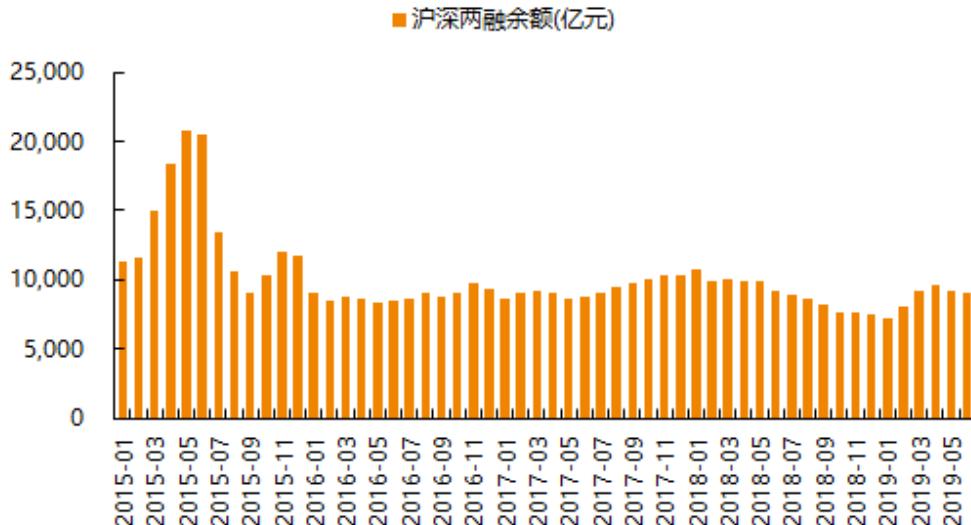
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：东方财富融资融券利息收入及同比增速（2015A-2018A, 1H18&1H19）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：沪深两融余额（2015 年 1 月-2019 年 6 月）



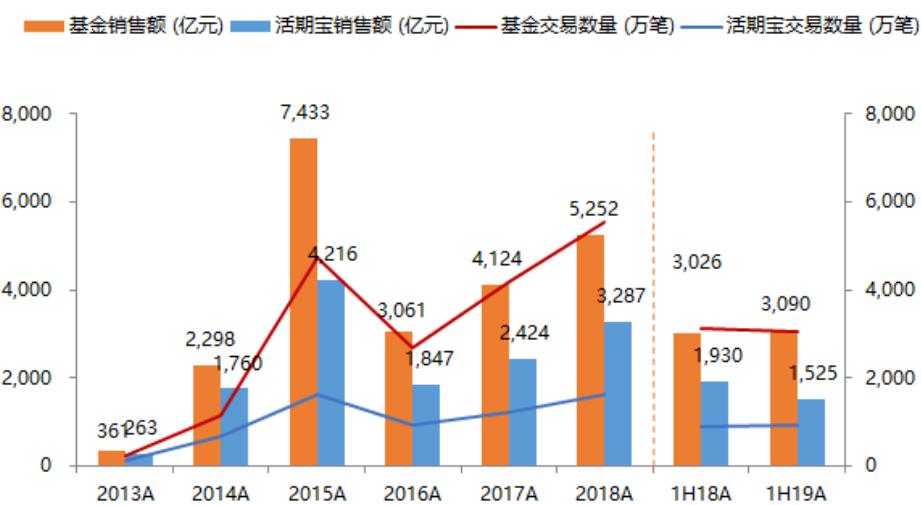
资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 4. 基金销量整体平稳，结构明显改善，平台流量竞争下有所下降

二季度公募基金管理规模较一季度末减少超过 4,000 亿元，至 13.3 万亿元，主要是货币基金规模大幅减少，而非货币基金管理规模环比上季度末增加 3%，较去年同期增加 32%。从新发基金来看，19Q2 市场新发基金规模继续萎缩，同比减少 10%，环比略减 0.6%，降幅均较 Q1 明显收窄。

截至 2019 年 6 月 30 日，东财旗下平台共上线 133 家公募基金管理人 7179 只基金产品，公司互联网金融电子商务平台共计实现基金认（申）购及定期定额申购交易 3061 万笔，基金销售额为 3090.04 亿元，同比增长 2.1%，其中“活期宝”共计实现申购交易 922.57 万笔，销售额为 1525.34 亿元，同比下降 21%；非货币基金销售额 1565 亿元，同比增长 42.9%，占比提升至 50.6%。

图 18：东方财富基金销售额和交易量及活期宝销售额和交易量（2013A-2018A, 1H18&amp;1H19）

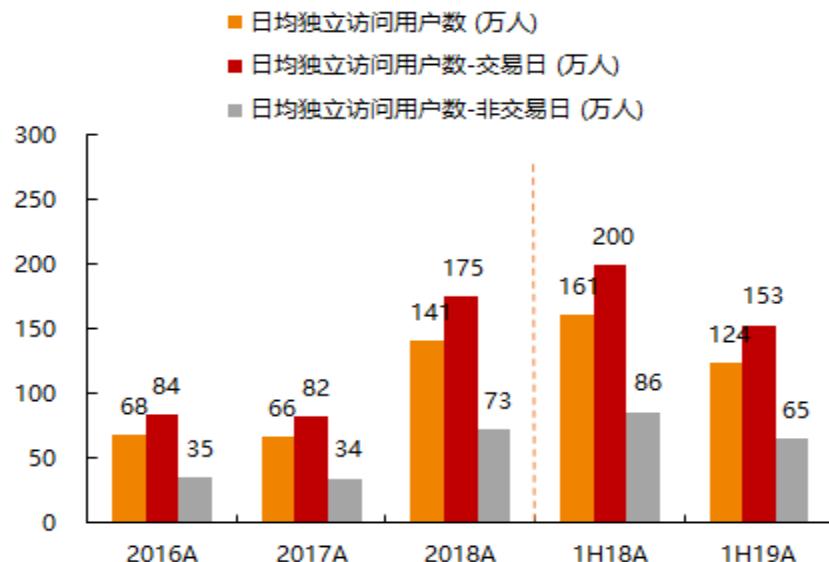


资料来源：公司公告，天风证券研究所

“天天基金网”网站 1H19 日均页面浏览量为 357.28 万，相比 18 年下降 36.4%，其中，交易日日均页面浏览量为 493.31 万，非交易日日均页面浏览量为 101.90 万；“天天基金网”1H19 用户日均使用时长为 15 分钟；天天基金服务平台日均活跃访问用户数为 123.85 万，相比 18 年下降 12.0%；其中，交易日日均活跃访问用户数为 153.30 万，非交易日日均活跃访问用户数为 64.93 万。

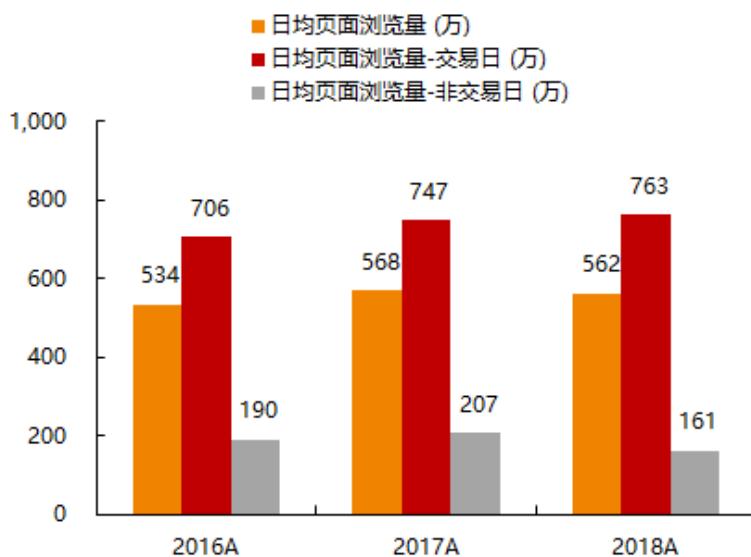
目前，国内互联网巨头已悉数进入第三方基金销售行业。以阿里腾讯为代表的头部互联网平台具有明显的流量优势，有利于推动基金代销业务快速增长，但我们强调市场空间够大，垂直平台如东财在核心用户群体有历史优势，在各大互金平台竞争中也可寻找协作机会。

图 19：天天基金日均活跃访问用户数（2016A-2018A, 1H18&1H19）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：天天基金日均页面浏览量（2016A-2018A, 1H18&1H19）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5. 财富管理：公募基金即将面世，保险、私募再获进展，实现财富管理新突破

东财基金近日获颁《经营证券期货业务许可证》，可对外开展业务，并将于未来 6 个月内发行公募基金产品，正式迈上财富管理新征途，实现继 2012 年拓展基金代销、2015 年收购券商后的又一战略级业务扩张。基于东财在互联网流量和数据等方面优势，我们认为东财基金将首先在指数基金等领域重点发力，通过基金代销龙头天天基金等渠道实现快速增长，营收贡献取决于中长期中国财富管理发展及公司发行规模。

保险及私募业务再获进展，19 年 5 月，公司完成了众心保险经纪 100% 股权收购及增资工作，间接获得保险牌照；19 年 1 月，公司发布私募基金资讯与交易平台“优优私募”，19 年 6 月，上海优优财富在协会完成私募基金管理人备案登记。

## 6. 投资建议

我们暂维持预测公司 2019-2021 年净利润分别为 15.32 亿元/21.22 亿元/26.60 亿元，同比增速分别为 59.8%/38.5%/25.4%，下半年关注市场成交量、市占率变化及东财基金发行、可转债发行等进展，不排除上调盈利预测。公司是 A 股稀缺的线上线下一体化互联网金融平台型公司，深耕垂直用户价值，金融牌照储备日趋健全，我们看好公司基于流量复用性，通过产品品类扩张及产业链延伸满足用户多样化财富管理需求，中长期有望利用金融交易数据沉淀衍生“AI+金融”的金融科技独角兽，维持买入评级。

**风险提示：**资本市场景气度波动，大金融监管政策变化，竞争环境变化，证券业务市占率提升不达预期，新业务落地不达预期。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	12,080.28	11,334.33	12,739.56	13,206.61	14,196.57	营业收入	2,546.79	3,123.45	4,293.86	5,579.60	6,881.66
应收票据及应收账款	329.33	257.91	720.10	495.80	957.83	营业成本	397.00	371.34	393.91	459.71	533.54
预付账款	56.67	64.11	71.23	79.18	97.96	营业税金及附加	26.89	31.03	45.34	58.91	72.66
存货	142.25	145.71	102.62	219.80	154.97	营业费用	315.82	259.78	385.36	457.29	584.65
其他	23,731.53	22,569.74	23,046.58	26,546.70	25,943.76	管理费用	1,101.27	1,191.61	1,643.37	2,078.15	2,469.80
<b>流动资产合计</b>	<b>36,340.06</b>	<b>34,371.79</b>	<b>36,680.09</b>	<b>40,548.09</b>	<b>41,351.09</b>	研发费用	182.04	250.33	257.63	334.78	412.90
长期股权投资	410.44	444.79	466.22	497.98	527.17	财务费用	(32.30)	156.45	117.36	108.66	157.49
固定资产	1,761.27	1,716.42	1,658.72	1,597.93	1,535.32	资产减值损失	81.45	11.91	22.52	24.31	19.58
在建工程	43.83	9.94	7.99	7.60	7.52	公允价值变动收益	(21.79)	49.21	0.00	0.00	0.00
无形资产	69.20	77.32	60.65	30.02	10.24	投资净收益	200.03	211.64	197.08	197.72	202.15
其他	3,217.06	3,175.94	3,076.39	3,021.06	2,953.73	其他	(379.99)	(540.45)	(394.16)	(395.44)	(404.30)
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,501.81</b>	<b>5,424.41</b>	<b>5,269.96</b>	<b>5,154.59</b>	<b>5,033.98</b>	<b>营业利润</b>	<b>676.38</b>	<b>1,130.60</b>	<b>1,625.44</b>	<b>2,255.51</b>	<b>2,833.18</b>
<b>资产总计</b>	<b>41,844.76</b>	<b>39,810.96</b>	<b>41,966.64</b>	<b>45,719.26</b>	<b>46,401.64</b>	营业外收入	6.18	0.17	15.51	13.85	9.84
短期借款	297.99	213.06	0.00	0.00	0.00	营业外支出	3.48	9.93	6.16	4.99	4.02
应付票据及应付账款	81.97	105.51	112.22	124.66	155.07	<b>利润总额</b>	<b>679.08</b>	<b>1,120.83</b>	<b>1,634.79</b>	<b>2,264.37</b>	<b>2,839.00</b>
其他	21,364.35	18,970.49	17,262.10	19,448.58	18,003.16	所得税	44.24	162.62	106.50	147.51	184.95
<b>流动负债合计</b>	<b>21,744.30</b>	<b>19,289.05</b>	<b>17,374.32</b>	<b>19,573.24</b>	<b>18,158.24</b>	<b>净利润</b>	<b>634.84</b>	<b>958.22</b>	<b>1,528.29</b>	<b>2,116.86</b>	<b>2,654.05</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(2.06)	(0.48)	(3.48)	(5.10)	(6.22)
应付债券	5,407.61	4,814.88	4,514.88	4,264.88	4,064.88	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>636.90</b>	<b>958.70</b>	<b>1,531.77</b>	<b>2,121.96</b>	<b>2,660.27</b>
其他	12.40	11.79	13.43	12.54	12.59	每股收益(元)	0.09	0.14	0.23	0.32	0.40
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,420.01</b>	<b>4,826.67</b>	<b>4,528.31</b>	<b>4,277.42</b>	<b>4,077.47</b>						
<b>负债合计</b>	<b>27,164.31</b>	<b>24,115.72</b>	<b>21,902.63</b>	<b>23,850.66</b>	<b>22,235.71</b>						
少数股东权益	2.58	0.00	(3.48)	(8.58)	(14.80)						
股本	4,288.78	5,168.29	6,715.61	6,715.61	6,715.61						
资本公积	6,244.20	5,504.35	8,223.80	8,223.80	8,223.80						
留存收益	9,178.63	9,311.70	13,351.87	15,161.57	17,465.13						
其他	(5,033.75)	(4,289.10)	(8,223.80)	(8,223.80)	(8,223.80)						
<b>股东权益合计</b>	<b>14,680.45</b>	<b>15,695.24</b>	<b>20,064.00</b>	<b>21,868.60</b>	<b>24,165.94</b>						
<b>负债和股东权益总</b>	<b>41,844.76</b>	<b>39,810.96</b>	<b>41,966.64</b>	<b>45,719.26</b>	<b>46,401.64</b>						
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	634.84	958.22	1,531.77	2,121.96	2,660.27	<b>成长能力</b>					
折旧摊销	216.08	247.13	126.33	131.49	125.07	营业收入	8.29%	22.64%	37.47%	29.94%	23.34%
财务费用	202.00	496.38	117.36	108.66	157.49	营业利润	1.35%	67.16%	43.77%	38.76%	25.61%
投资损失	(85.76)	(66.20)	(196.92)	(197.49)	(201.88)	归属于母公司净利润	-10.77%	50.52%	59.78%	38.53%	25.37%
营运资金变动	(12,283.64)	3,240.08	(1,909.72)	(996.74)	(1,079.68)	<b>获利能力</b>					
其它	5,156.55	(2,208.26)	(3.48)	(5.10)	(6.22)	毛利率	84.41%	88.11%	90.83%	91.76%	92.25%
<b>经营活动现金流</b>	<b>(6,159.93)</b>	<b>2,667.34</b>	<b>(334.67)</b>	<b>1,162.78</b>	<b>1,655.04</b>	净利率	25.01%	30.69%	35.67%	38.03%	38.66%
资本支出	304.52	177.91	48.36	40.57	42.55	ROE	4.34%	6.11%	7.63%	9.70%	11.00%
长期投资	104.66	34.35	21.43	31.77	29.18	ROIC	22.18%	12.97%	26.77%	27.95%	31.64%
其他	(478.82)	(1,388.13)	164.33	85.46	87.55	<b>偿债能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	<b>(69.64)</b>	<b>(1,175.87)</b>	<b>234.12</b>	<b>157.80</b>	<b>159.28</b>	资产负债率	64.92%	60.58%	52.19%	52.17%	47.92%
债权融资	5,705.59	5,634.34	4,717.02	4,534.39	4,424.23	净负债率	-22.06%	-24.10%	-31.93%	-33.40%	-35.61%
股权融资	1,390.57	(12.00)	2,934.16	(108.66)	(157.49)	流动比率	1.67	1.78	2.11	2.07	2.28
其他	1,798.13	(7,427.98)	(6,145.39)	(5,279.27)	(5,091.11)	速动比率	1.66	1.77	2.11	2.06	2.27
<b>筹资活动现金流</b>	<b>8,894.29</b>	<b>(1,805.64)</b>	<b>1,505.79</b>	<b>(853.54)</b>	<b>(824.37)</b>	<b>营运能力</b>					
汇率变动影响	(0.58)	0.41	0.16	0.23	0.27	应收账款周转率	8.40	10.64	8.78	9.18	9.47
<b>现金净增加额</b>	<b>2,664.14</b>	<b>(313.76)</b>	<b>1,405.39</b>	<b>467.28</b>	<b>990.22</b>	存货周转率	18.38	21.69	34.58	34.61	36.73
						总资产周转率	0.07	0.08	0.11	0.13	0.15
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.09	0.14	0.23	0.32	0.40
						每股经营现金流	-0.92	0.40	-0.05	0.17	0.25
						每股净资产	2.19	2.34	2.99	3.26	3.60
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	153.10	101.71	63.66	45.95	36.65
						市净率	6.64	6.21	4.86	4.46	4.03
						EV/EBITDA	46.09	29.37	44.80	33.30	26.33
						EV/EBIT	57.58	33.59	48.05	35.15	27.43

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 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 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com