

2016年06月03日

光线传媒 (300251.SZ)

王者归来：联姻猫眼抢占渠道龙头，内容王者插上互联网翅膀

■“内容+渠道”双龙头强强联合，产业链打通放大协同效应。本次交易光线控股拟以其持有的1.76亿股光线传媒股份和现金8亿元获得猫眼28.8%和9.6%股权，光线传媒拟支付现金15.83亿元获得猫眼19%股权，交易完成后光线及控股公司合计持有在线票务龙头猫眼电影57.4%股权，猫眼整体估值约为83.33亿元。

■猫眼在线票务市场份额稳居第一，打造集购票/互动社交/电影衍生品为一体的一站式电影O2O服务平台。截止15年底，猫眼已覆盖全国700个城市，影院超5000家、购票用户超1亿，日活用户超1000万，是国内最大的电影O2O平台。2015年交易额高达156亿元，占内地票房的35.4%，15年10月，猫眼电影和大众点评电影业务合并，15年Q4猫眼与大众点评合并总份额大致为34%，稳居行业首位。猫眼利用强大的大数据资源优势，在影片投资发行领域逐渐试水成功2015年猫眼联合出品发行的影片达到19部，包括《港囧》、《美人鱼》等票房冠军，累计票房达84亿，占内地总票房19%。

■猫眼在线市场份额和大数据资源优势，与光线影视制作发行业务协同效应显著。光线通过收购猫眼，可以获取过亿线上用户群体以及海量用户观影互动数据，有助于公司对投资、制作、发行的影片进行精准营销，很大程度上拉动票房增长，与猫眼强强联合，将助力光线完善整个泛娱乐生态闭环。

■投资建议：我们预计公司2016年-2018年的收入增速分别为73%、43%、34%，净利润增速分别为74%、47%、22%，成长性突出；给予买入-A投资评级，6个月目标价17.04元。

■风险提示：行业整体成长速度放缓，竞争风险，人才流失风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,218.1	1,523.3	2,638.0	3,761.1	5,043.5
净利润	329.3	402.1	698.1	1,025.3	1,246.8
每股收益(元)	0.11	0.14	0.24	0.35	0.42
每股净资产(元)	1.08	2.34	1.89	2.16	2.50

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	111.5	91.3	52.6	35.8	29.5
市净率(倍)	11.6	5.3	6.6	5.8	5.0
净利润率	27.0%	26.4%	26.5%	27.3%	24.7%
净资产收益率	10.4%	5.9%	12.6%	16.1%	17.0%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.3%	0.6%	0.7%
ROIC	23.0%	19.8%	21.9%	28.4%	25.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

广播电视

投资评级 买入-A

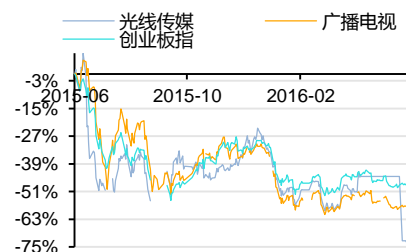
首次评级

6个月目标价：17.04元
股价(2016-06-03) 12.53元

交易数据

总市值(百万元)	36,728.78
流通市值(百万元)	34,450.30
总股本(百万股)	2,933.61
流通股本(百万股)	2,751.62
12个月价格区间	11.46/49.86元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-3.63	16.16	17.65
绝对收益	-1.3	24.63	-23.13

杨文硕

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515090001
yangws@essence.com.cn
010-83321057

王晓岩

报告联系人

wangxy2@essence.com.cn
010-83321053

相关报告

1. 对外投资方案概述

光线控股拟以其持有的 1.76 亿股光线传媒股份为对价换取三快科技持有的猫眼电影 28.8% 股权，同时向三快科技支付 8 亿元现金对价购买其持有的猫眼电影 9.60% 的股权，光线传媒拟向上海三快支付人民币 15.83 亿元现金对价购买其持有的猫眼电影 19.00% 的股权。本次交易完成后，光线控股持有猫眼电影 38.40% 股权，光线传媒持有猫眼电影 19.00% 股权，上海三快持有标的公司 32.6% 股权。投资完成后光线控股猫眼电影 57.4% 股权。

本次交易定价参考了电影在线票务行业其他企业近期私募股权融资的估值水平，2016 年 4 月“微影时代”股权融资投后估值约为 116 亿元；2016 年 5 月“淘宝电影”股权融资投前估值约为 120 亿元。根据易观智库公开数据，2015 年，全平台口径下的“猫眼电影”市场占有率位列行业第一位。考虑到猫眼电影领先的市场地位，猫眼电影较为公允的市场价值应领先于微影时代和淘宝电影等市场竞争者。通过为标的公司引入具备丰富优质业务资源及领先市场地位的重要战略股东光线传媒，标的公司原股东亦可与标的公司新股东达成深度合作，通过产业链纵向整合的方式对包括电影在内的综合娱乐产业上下游资源进行合作开发，共同探索更为广阔的市场空间。考虑到光线控股及光线传媒对于标的公司及其原有股东的战略合作意义，标的公司原股东对光线控股、光线传媒受让标的公司股权的估值水平进行了一定程度的折让。本次交易各方经友好协商，最终确定本次交易标的公司整体估值约为 83.33 亿元。这相对于猫眼在在线票务市场的份额占比，估值明显偏低。

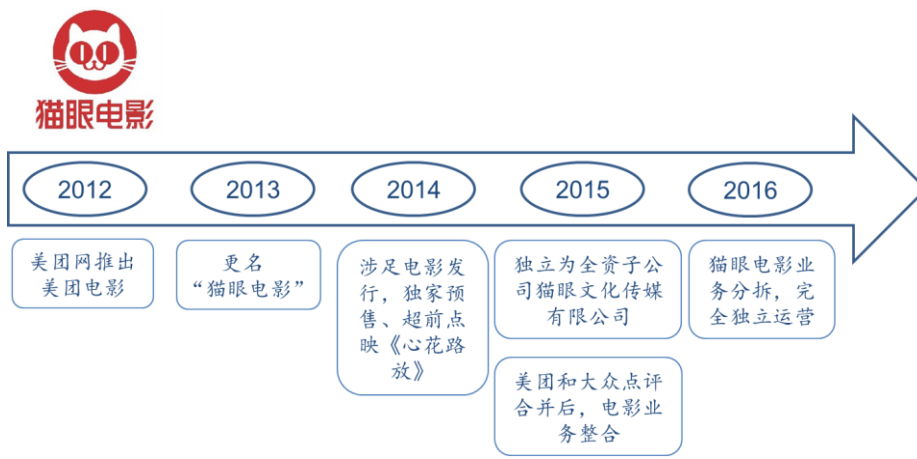
鉴于目前在线电影票务行业普遍处于市场推广投入阶段，短期内标的公司存在发生亏损状况的可能，根据行业发展态势预计未来一段时间内仍需标的公司股东进行持续的较大金额投入，因此为了减轻上市公司资金压力，避免对上市公司财务状况造成不利影响，本次交易采取公司控股股东光线控股主要投资、光线传媒参股投资的交易结构。

2. 交易标的猫眼电影基本情况介绍

2.1 基本情况

猫眼电影是美团大众点评分拆出来的一家集媒体内容、在线购票、用户互动社交、电影衍生品销售等服务为一体的的一站式电影互联网平台，覆盖全国影院超过 5000 家、购票用户超过 1 亿，是国内最大的电影 O2O 平台。

图 1：猫眼电影历史沿革

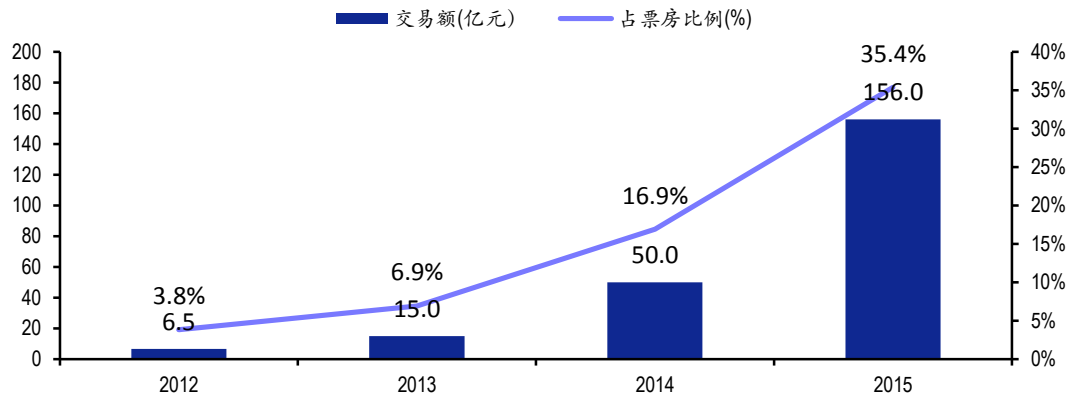


资料来源：互联网,安信证券研究中心

2.2 业绩情况

猫眼电影发展增速惊人，成立仅4年已迅速崛起为行业第一。2012年猫眼电影交易额6.5亿元，占内地票房总额的3.8%；2013年交易额15亿元，占比提升至6.9%；2014年交易额50亿元，占比16.9%；2015年仅上半年的交易额就达60亿，超过2014年全年，全年交易额更高达156亿元，占内地票房的35.4%，15年每卖出3张电影票，便有1张出自猫眼电影。

图2：2012-2015年猫眼电影交易额与内地票房占比



资料来源：互联网，安信证券研究中心

2015年，猫眼电影的在线电影票销售市场份额超过30%，根据易观智库公开数据，2015年猫眼电影市场份额位列行业第一位。15年10月，猫眼电影和大众点评电影业务合并，15年Q4猫眼电影的份额为25.87%，稳居行业首位，与大众点评的总份额大致为34%。

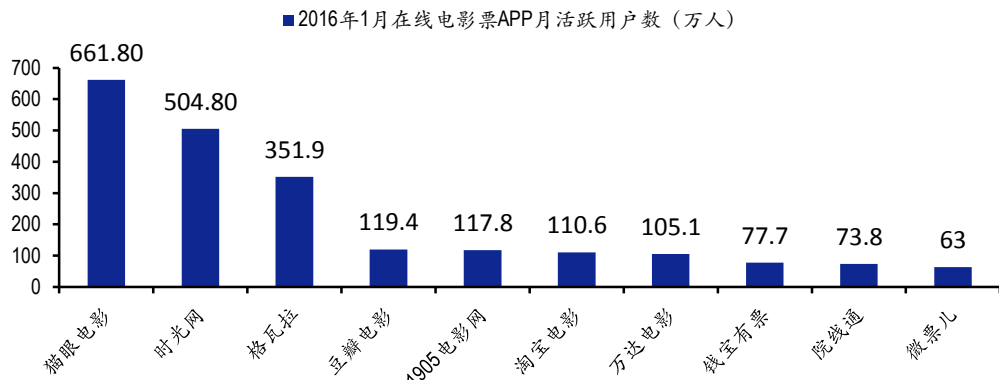
表1：2015年分季度在线票务市场份额

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
猫眼电影	35.90%	—	26.73%	25.87%
格瓦拉	21.55%	—	12.17%	7.30%
百度糯米	—	—	11.20%	15.26%
微票儿	8.45%	—	15.80%	16.30%
淘宝电影票	5.74%	—	7.49%	9.47%
时光网	5.61%	—	5.93%	5.03%
万达电影	5.07%	—	2.72%	3.49%
抠电影	3.74%	—	1.51%	1.43%
网票网	3.37%	—	—	—
蜘蛛网	2.79%	—	1.07%	0.92%
卖座电影	1.87%	—	—	—
大众点评	—	—	6.54%	8.23%
其他	5.91%	—	8.84%	6.61%

资料来源：互联网，安信证券研究中心整理

虽然猫眼电影起步晚于时光网（2006年）和格瓦拉（2009年），但是背靠美团网快速发展，在同类产品中吸引了最多的活跃用户。

图 3：2016 年 1 月在线电影票 APP 月活跃用户数



资料来源：互联网,安信证券研究中心

表 2：猫眼电影竞争能力对比

	猫眼电影	百度糯米	淘宝电影	微票儿	格瓦拉
战略规划与市场拓展	<p>独立运营的猫眼电影有 2 个发展方向：一是依托现在已经形成的电影 O2O 平台，成为综合电影巨头；二是深入电影产业上游，重点发展上游业务，打造猫眼娱乐媒体平台。</p>	<p>2015 年 6 月，百度入股星美控股，进行票务独家合作。百度糯米发布“会员+O2O”生态战略，推出影院联名会员卡。</p>	<p>2015 年 5 月，阿里宣布联手旗下淘宝电影、天猫，发力电影衍生品市场。漫威业的作《复仇者联盟 2》成为尝试这种新模式的首部进口片。</p>	<p>上海美术电影制片厂战略合作，开 300 多个动画 IP 库；推出“智慧影院”影院系统解决方案；微票儿和格瓦拉宣布合并；微影联手省广等合资成立影业；成立总规模达 40 亿元人民币的基金（含微影诺亚文化产业基金等），针对电影、演出展览体育三大领域的泛娱乐内容进行项目投资，在文化产业进行深度布局。</p>	<p>2015 年 6 月，发布独立于现有体系的全新电影升级品牌“新·放映”，该品牌致力于筛选合作影片以追求品质差异化。</p>
外部资源	<p>包括美团大众点评，微信钱包，以及光线传媒战略控股带来的业务资源支持，在优质内容资源及获取成本方面有显著领先优势，产业链布局完整性及抗风险能力显著提升，收入将来源于更加多元化的盈利模式，同时得益于业务扩展带来的规模效应和品牌提升，标的公司的获客成本和服务成本将有所下降。</p>	<p>百度糯米与百系内部资源协同，扩大效能。（案例：百度糯米与百度地图联合推出的全景地图功能、综合收银台等）。</p>	<p>淘宝+支付宝为其引流。</p>	<p>微票儿拥有信和手 Q2 大流量入口，万达等电影业内投资者源。</p>	<p>格瓦拉早期与金融系统，支付平台，流量平台，品牌商进行商务合作覆盖；在与微票儿合并后，格瓦拉的外部资源会得到相应支持。</p>

<p>创新能力</p>	<p>《心花路放》做全国性规模的预售，创新拓展了预售产业价值链；2015年猫眼整合了美团和大众点评的电影频道并开始酝酿全案发行（承包影片的所有权），影片《年兽大作战》是其首部全案发行的影片。</p>		<p>2015年1月，微票儿成为首个主发行的票务平台，影片《一切都好》其首部主发行的影片。</p>	<p>产品方面，格瓦拉一直以优良的用户体验著称。运营模式方面，2015年4月，格瓦拉与电影类节目《一票难求》合作，首次尝试T2O的营销模式。12月，主办VR电影节。</p>
<p>影院覆盖</p>	<p>2014年以来在线电影票销售市场份额快速增长并持续保持市场第一，2015年与大众点评在完成电影业务整合后，实现覆盖全国5000家影院。</p>	<p>现已覆盖了全国4000+家影院。</p>	<p>16年5月阿里影业认购大地影院10亿元可转债，目前已覆盖700+影院。</p>	<p>现已覆盖了全国5000家影院。</p> <p>与微票儿打通，现已覆盖了全国5000家影院。</p>
<p>发行能力</p>	<p>2015年猫眼电影参与出品、发行的影片数为10部，覆盖票房40.168亿元人民币。</p>	<p>2015年百度糯米参与出品、发行影片数为1部，覆盖票房66.9亿元人民币。</p>	<p>2015年淘宝电影参与出品、发行影片数为6部，覆盖票房25.7亿元人民币。</p>	<p>2015年主要参与发行影片数为19部，覆盖票房65亿元人民币。</p> <p>2015年格瓦拉参与出品、发行影片数为16部，覆盖票房40.02亿元人民币。</p>
<p>资本实力</p>	<p>2016年5月光线传媒战略控股，折价估值83.33亿。</p>	<p>2015年6月百度宣布3年内对糯米业务追加投资200亿元。</p>	<p>2016年5月15日获得17亿元人民币的A轮融资，此轮融资后淘宝电影的整体估值达到137亿元。</p>	<p>2015年2次融资，总计3.43亿美元。</p> <p>最近一次是2014年，2亿人民币，C+轮融资。</p>
<p>数据挖掘</p>	<p>拥有广大娱乐消费用户的互联网娱乐内容发行、营销及数据平台，掌握的海量用户观影互动数据，基于用户画像的强大的用户行为数据分析能力。</p>	<p>百度糯米推出“影片大数据”，该功能包括“用户画像”“营销指数口碑”等多重数据维度。</p>	<p>计划打通线上、线下全渠道销售数据（含电影票和卖品），并将线上用户数据与淘宝、天猫用户消费数据、支付宝数据打通，为影院提供用户画像和精准营销数据及分析工具。</p>	<p>利用微信朋友圈进行精准化营销，上线微票儿分APP，数据精确到影院。</p> <p>2014年签约亿客CRM管理客户大数据。</p>

资料来源：互联网公开资料，安信证券研究中心整理

2.3 业务发展情况

猫眼团队致力于将猫眼电影做成一个集媒体内容、在线购票、用户社交、电影衍生品销售等身于一身的电影O2O平台，为观影者观影提供全过程的服务，涵盖了电影的上映时间查看、影片相关介绍、影院排片、购票选座需求的满足，以及观影结束后影评分享的全过程。因此在抢占票务市场的同时，猫眼电影也在电影全产业链的上下游拓展生存空间。目前，猫眼电影的主要业务有：

(1) **票务活动**：超前点映、限时抢票、明星见面会、社区活动等。猫眼电影经过3年多的发展，不断延伸电影相关业务，目前已经成长为一集媒体内容、在线购票、用户社交、电

影衍生品销售等服务的一站式电影互联网平台。2015年12月，猫眼电影业务覆盖全国超过700个城市，影院超过5000家，购票用户超过1亿，日活跃用户数量超过1000万。2015年上半年，猫眼电影交易额突破60亿元，全年交易额（GMV）达到156亿；

(2) **精准投放**：根据影片想看人数、地域偏好定向投放至相关用户；

(3) **参与投资**：带千万级宣传资源，参投优质电影项目；猫眼电影参与投资、发行的影片达30多部，其中就包括《心花路放》、《港囧》、《美人鱼》等票房冠军；

(4) **影片发行**：互联网O2O全新发行模式，线上精准运营，锁定票房；2014年，作为国庆档影片《心花路放》的联合出品方，猫眼电影采用独家预售+超前点映的方式，极大刺激了市场需求，预售票房就达1.1亿，最终为11.67亿票房贡献近半。目前为止，猫眼电影一共参与投资、发行了30多部影片，2015年猫眼联合出品和联合发行的影片达到19部，累计票房达84亿。

表3：猫眼电影参与出品和发行的部分影片

电影名称	票房（人民币）	主要成果
《港囧》	16.13亿元	作为影片发行方，为票房做出极大贡献
《心花路放》	11.47亿元	作为联合出品方，贡献票房近半
《智取威虎山3D》	8.81亿元	作为联合发行方，贡献将近50%的票房，助力影片成为贺岁档票房冠军
《天将雄狮》	7.45亿元	联合发行方，口碑良好
《杀破狼2》	5.59亿元	与博纳联合发行，助力影片成为端午档票房冠军
《栀子花开》	3.8亿元	作为联合发行方和联合营销方，为影片举办了主题为“全明星首映观影毕业晚会”的粉丝专场观影活动
《少年班》	4800万元	作为联合出品方、联合发行方

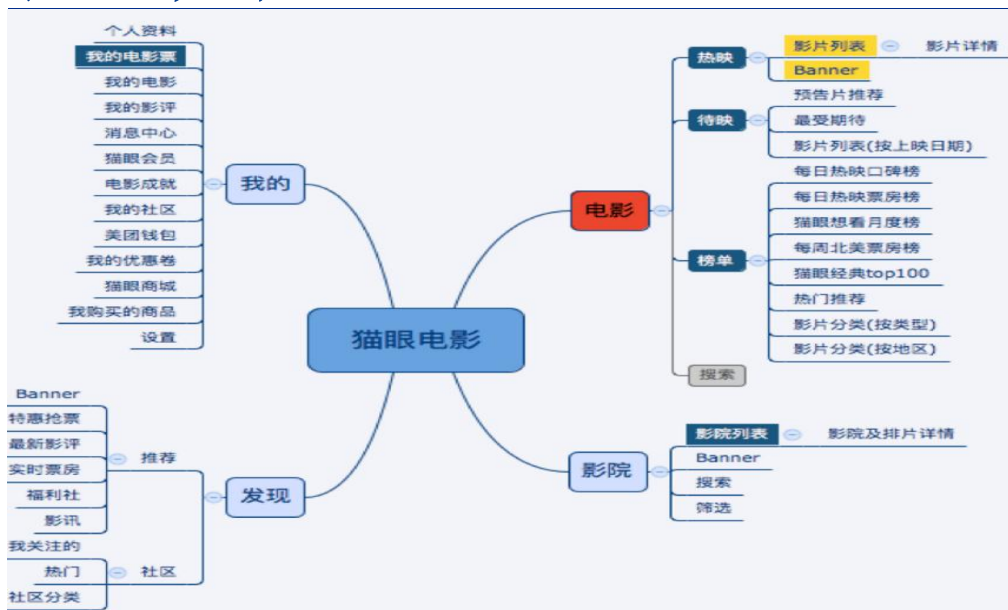
资料来源：公开资料，安信证券研究中心整理

2.4 主要竞争优势

(1) **“团购+选座”切入，猫眼APP打造电影互联网平台优势**：2012年11月，“美团电影”立项，这是“猫眼电影”的最初形式。在“美团电影”APP上线的第一版中，仅仅只提供影讯和影院信息。2013年1月，“美团电影”更名为“猫眼电影”，开始提供电影团购服务。在电影团购火热进行之后，猫眼电影准确地抓住消费者的“痛点”，开始提供“在线选座”服务，逐渐打开市场并成为中国电影票房的主要分销商。

猫眼电影APP是猫眼电影提供相关服务的主要阵地，也是影迷下载数量较多，使用频率较高的APP。猫眼电影APP产品设计已经相对来说较为成熟，2B端通过实时大数据指导院线合理排片；根据观众喜好参与电影制作与宣发。2C端猫眼电影专注于「购票需求」、「影评及影视资料需求」的满足，所分模块清晰地反映了电影产业链下游消费者的需求。

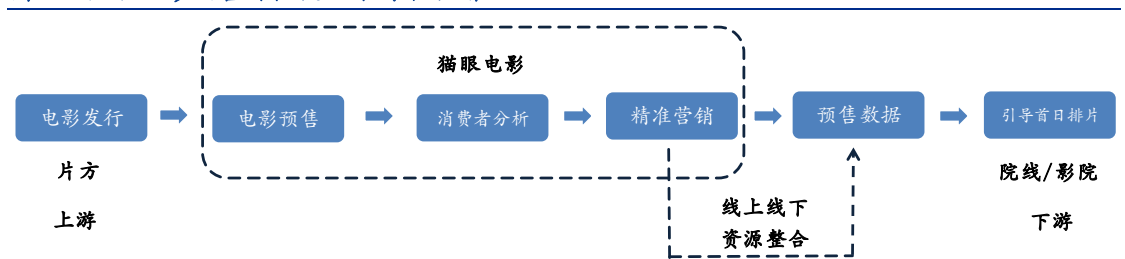
图 4：猫眼电影 APP 产品功能



资料来源：公开资料,安信证券研究中心

(2) 模式优势：精准营销锁定市场，预售价值链产生。猫眼电影利用其在大数据方面的优势，首创电影预售模式，帮助片方提前锁定票房。猫眼电影利用 APP 积累的巨大用户数据，对电影消费者的地域、偏好等进行分析，从而帮助片方进行精准营销，以最小的成本达到最大的宣传效果。电影片方和猫眼电影的强强联合，使得电影的票房得到较大保证，催生出一条预售价值链，联动电影产业链上下游。

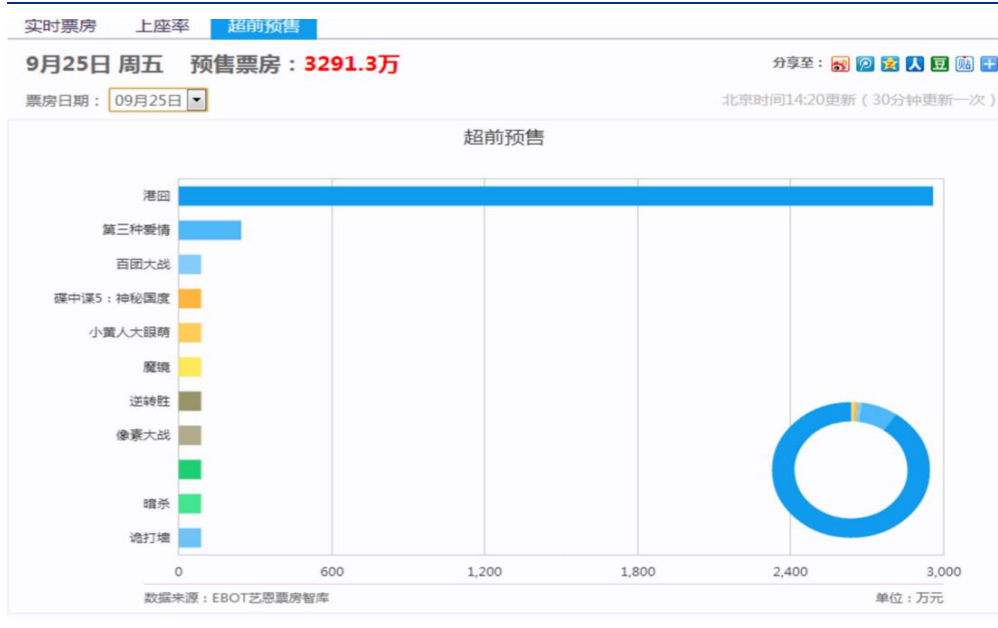
图 5：猫眼电影预售价值链上下游联动情况



资料来源：公开资料,安信证券研究中心

2015 年 9 月 15 日，作为光线出品的电影《港囧》唯一的互联网发行方的猫眼电影为其开启预售。《港囧》上映前，猫眼大数据为其提供了观影年龄、地域等参考信息，为影片的路演提供了有效的参考，使得片方在宣传方面更加有针对性地对潜力观众和潜力城市投入了相应的资源，大大地提升了影片的宣传效率，并扩大了影片的增量受众范围，为《港囧》的票房做出了很大的贡献。

图 6：猫眼电影为《港囧》预售情况



资料来源：艺恩票房,安信证券研究中心

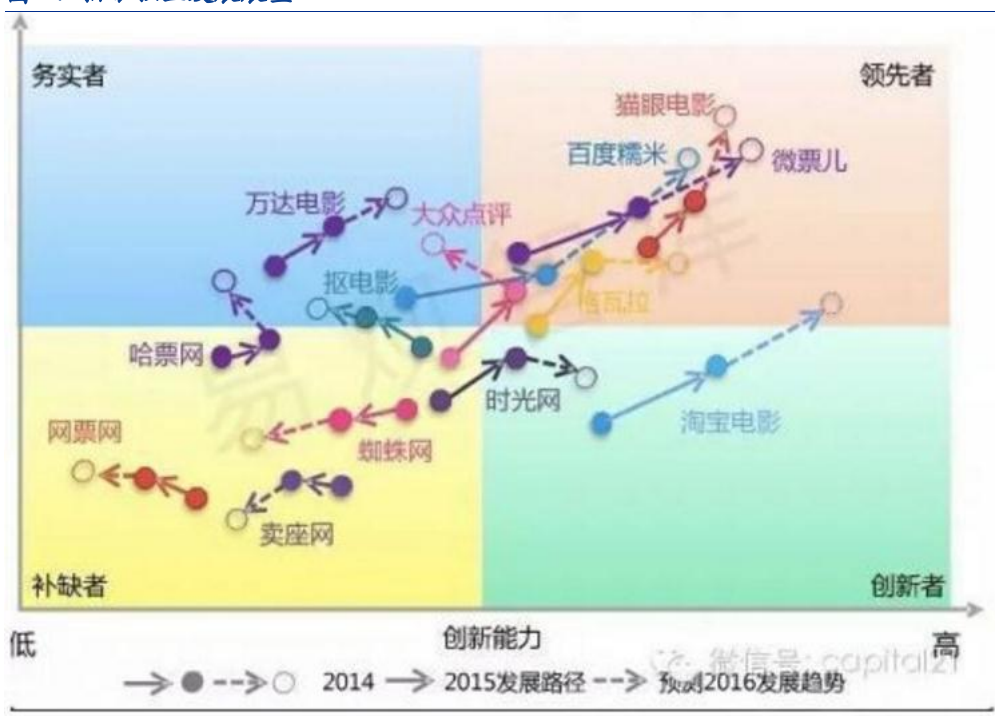
(3) 用户流量”+“大数据”优势，未来有望打造综合电影巨头。

通过本次交易，借助光线传媒的业务资源支持，猫眼电影将在优质内容资源及获取成本方面较其他竞争对手具备显著领先优势，其产业链布局完整性及抗风险能力显著提升。未来猫眼的收入将来源于更加多元化的盈利模式，同时得益于业务扩展带来的规模效应和品牌提升，获客成本和服务成本将有所下降。

本次交易完成后，光线控股将对猫眼进行持续的运营资金支持，同时猫眼与三快科技将继续保持深度战略合作关系，三快科技将继续以不低于原有的资源力度支持其业务发展。未来猫眼将持续专注于产品体验与用户服务的提升，优化在线售票系统，挖掘电影周边衍生品，提升电影营销数据服务，深度开发社区功能等将成为下阶段的发展重点。

未来猫眼将以电影市场为基础，进而进入音乐、演出等综合娱乐领域，打造领先的综合性文化娱乐入口。凭借庞大的用户基础、领先的市场份额及品牌影响力、中国领先本地生活服务平台用户流量入口资源、广泛的合作影院覆盖、丰富的用户和商户的交易及互动数据、领先的产品运营和优质的用户服务以及泛娱乐产业的综合布局，猫眼电影将逐步在多个业务领域实现商业变现，产生可观盈利。

图 7：猫眼独立发展展望



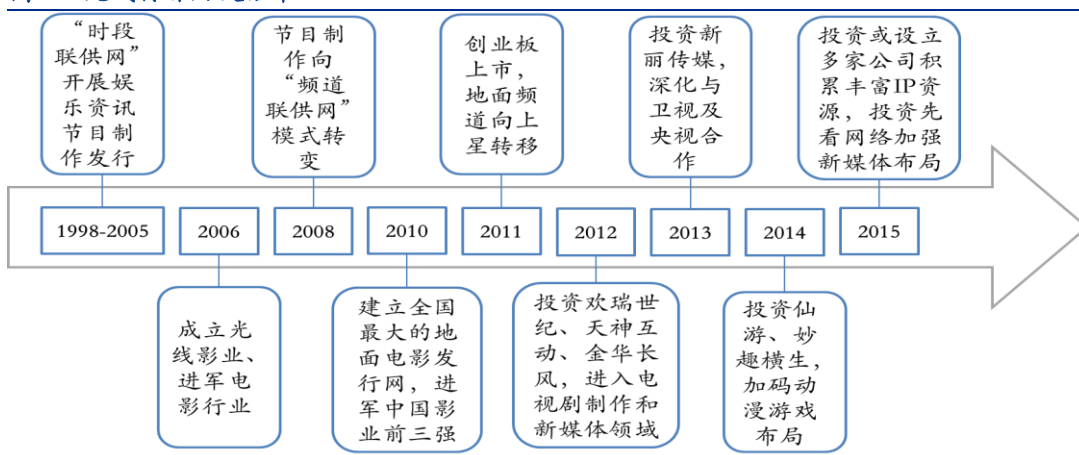
资料来源：公开资料,安信证券研究中心

3.本次交易对上市公司的影响

3.1 打通影视娱乐综合产业链，构建更加完善的泛娱乐生态

光线传媒传统优势是精品电视节目制作和综合营销，并分别在 12、13 年参股欢瑞世纪和新丽传媒，补足公司在电视剧业务。近年公司发行电影数量可观，占国产电影总票房比例持续增加，2015 年发行了《寻龙诀》、《港囧》、《左耳》等 15 部电影，累计电影票房约 55.76 亿元，占国产电影总票房的 20.6%。公司目前内容层面布局已经非常完整，如旨在优势 IP 资源的青春光线、光印影业、光威影业等和目标电影人才的十月文化等；公司在互联网在线视频、音乐和动漫领域相应布局加速。近日收购在线票务龙头猫眼电影，更是加速渠道整合，完善整个泛娱乐生态闭环。

图 8：光线传媒历史沿革



资料来源：公开资料，安信证券研究中心

电影市场发展出现了票房线上化的新趋势，在线购票的普及给受众带来观影的便利和优惠，客观上鼓励了人们的电影消费，也从一定程度上改变了原有的电影产业链模式，在线票务对购票率的影响不断增强，在线票务平台对电影产业链加快渗透。作为电影在线票务领域的领先品牌，猫眼电影具备大规模的用户基础、出众的品牌影响力，其已发展成为拥有广大娱乐消费用户的互联网娱乐内容发行、营销及数据平台，是电影行业与互联网技术的重要结合点，也是未来影视娱乐领域的重要流量入口。通过对猫眼的投资，公司可以获取庞大的线上用户群体和广泛的在线电影业务资源，公司在优质内容制作领域的优势与猫眼电影亿级精准电影用户资源优势实现有机结合，公司的互联网化程度将显著提升，标的公司与光线传媒业务形成优势互补，共同合作打通线上线下资源，光线传媒将进一步完善影视娱乐产业的全产业链布局。

图 9：中国电影产业图谱



资料来源：易观智库，安信证券研究中心

3.2 发挥协同互补效应，提升上市公司整体盈利能力和市场影响力

猫眼电影的海量用户资源及强大的数据分析能力将对光线传媒的电影投资、制作及发行形成正向信息反馈，有助于公司更好地把握市场脉络，提升影视内容产品制作的针对性及适销性，有效降低文化内容产品的市场风险。猫眼电影基于用户画像、票务营销与大数据分析而获取的营销能力将有助于公司增强对文化内容产品受众行为趋势的理解和认知，以此实现公司投资、制作及发行影片的精准营销，拉动影片票房增长。通过本次战略投资，公司在优质内容制作领域的优势与猫眼电影亿级精准电影用户资源优势实现有机结合，公司的线上综合宣传发行能力将得到显著提升。标的公司业务与光线传媒业务形成有力的协同效应，有助于进一步提升公司的综合竞争力。

本次交易是内容制作与发行领域及在线电影票务领域领先企业的强强联合。通过对标的公司的投资，光线传媒将获取泛娱乐产业的重要线上流量入口，公司的泛娱乐产品发行能力将显著提升，实现各业务链条间信息与资源的打通，在影视娱乐产品的制作、发行及票务等多个产业链关键环节都将获得更加领先的竞争优势，公司市场地位、行业影响力都将获得显著增强。

3.3 互联网化程度显著提升

猫眼电影系业内领先的互联网平台，拥有庞大的线上电影票务用户规模及领先的在线运作模

式，本次交易是光线传媒增强线上业务布局，实现与大型互联网文化娱乐平台的更深层次合作，获取移动互联网流量入口的重要举措，有利于公司拓宽移动端产业布局，提升互联网化程度及大数据能力，形成开放式泛娱乐产业生态圈，打造互联网经济体系下的综合型内容企业。

3.4 内容产品受众范围扩大

鉴于餐饮等生活服务用户与电影受众的强关联性和高转化率，标的公司凭借与美团网、大众点评等市场份额领先的本地生活服务平台的合作优势，将借助平台对亿级本地生活服务用户的高触达，实现电影消费用户的高转化。借此，光线传媒制作的电影等优质内容产品的受众范围将从影视爱好者拓展至全体综合娱乐消费群体。

3.5 收入来源更加多元化

目前我国电影行业收入主要来源于票房，非票房收入增长潜力巨大。本次交易完成后，双方将在相关领域展开深度合作。标的公司及其原有股东领先的线上商品销售能力，将有助于光线传媒影视文化内容衍生品销售业务的持续增长，有利于增加光线传媒各种形式的非票房收入，公司的营收来源将日趋多元化。

4. 盈利预测

投资建议：我们预计公司 2016 年-2018 年的收入增速分别为 73%、43%、34%，净利润增速分别为 74%、47%、22%，成长性突出；给予买入-A 投资评级，6 个月目标价 17.04 元。

风险提示：行业整体成长速度放缓，竞争风险，人才流失风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,218.1	1,523.3	2,638.0	3,761.1	5,043.5	成长性					
减:营业成本	739.1	1,010.2	1,680.6	2,456.6	3,336.8	营业收入增长率	34.7%	25.1%	73.2%	42.6%	34.1%
营业税费	8.4	1.9	24.5	18.8	25.2	营业利润增长率	7.0%	5.2%	85.8%	39.4%	23.6%
销售费用	10.1	13.0	26.4	33.9	55.5	净利润增长率	0.4%	22.1%	73.6%	46.9%	21.6%
管理费用	53.8	87.0	131.9	169.3	252.2	EBITDA 增长率	19.6%	4.2%	79.4%	37.7%	21.9%
财务费用	21.7	21.0	22.0	22.0	22.0	EBIT 增长率	18.0%	4.8%	82.1%	38.4%	23.2%
资产减值损失	29.0	32.8	2.0	3.0	4.0	NOPLAT 增长率	20.7%	16.4%	68.7%	46.8%	21.5%
加:公允价值变动收益	0.1	0.1	-0.2	0.1	0.0	投资资本增长率	35.1%	52.4%	13.4%	37.3%	-1.7%
投资和汇兑收益	55.9	75.7	55.0	65.0	40.0	净资产增长率	46.3%	114.7%	-19.2%	14.6%	15.5%
营业利润	411.9	433.3	805.3	1,122.7	1,387.8	利润率					
加:营业外净收支	14.2	20.8	16.0	14.0	13.0	毛利率	39.3%	33.7%	36.3%	34.7%	33.8%
利润总额	426.1	454.1	821.3	1,136.7	1,400.8	营业利润率	33.8%	28.4%	30.5%	29.9%	27.5%
减:所得税	74.2	37.4	123.2	111.4	154.1	净利润率	27.0%	26.4%	26.5%	27.3%	24.7%
净利润	329.3	402.1	698.1	1,025.3	1,246.8	EBITDA/营业收入	36.9%	30.7%	31.8%	30.8%	28.0%
						EBIT/营业收入	35.6%	29.8%	31.4%	30.4%	28.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	7	6	3	1	1
						流动营业资本周转天数	141	225	207	232	219
						流动资产周转天数	521	694	563	501	477
						应收帐款周转天数	168	241	130	125	120
						存货周转天数	95	100	48	46	46
						总资产周转天数	1,119	1,557	1,032	728	647
						投资资本周转天数	541	627	467	413	353
						投资回报率					
						ROE	10.4%	5.9%	12.6%	16.1%	17.0%
						ROA	7.1%	5.1%	10.1%	12.4%	12.7%
						ROIC	23.0%	19.8%	21.9%	28.4%	25.1%
						费用率					
						销售费用率	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	1.1%
						管理费用率	4.4%	5.7%	5.0%	4.5%	5.0%
						财务费用率	1.8%	1.4%	0.8%	0.6%	0.4%
						三费/营业收入	7.0%	7.9%	6.8%	6.0%	6.5%
						偿债能力					
						资产负债率	34.9%	14.9%	19.0%	22.0%	24.2%
						负债权益比	53.5%	17.5%	23.4%	28.2%	31.9%
						流动比率	1.46	3.77	4.23	5.73	3.49
						速动比率	1.15	3.37	3.94	5.11	3.19
						利息保障倍数	19.99	21.67	37.60	52.03	64.08
						分红指标					
						DPS(元)	0.04	0.05	0.04	0.07	0.08
						分红比率	34.3%	36.5%	15.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.3%	0.4%	0.3%	0.6%	0.7%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	351.9	416.6	698.1	1,025.3	1,246.8	EPS(元)	0.11	0.14	0.24	0.35	0.42
加:折旧和摊销	19.4	19.2	12.7	12.0	0.6	BVPS(元)	1.08	2.34	1.89	2.16	2.50
资产减值准备	29.0	32.8	-	-	-	PE(X)	111.5	91.3	52.6	35.8	29.5
公允价值变动损失	-0.1	-0.1	-0.2	0.1	0.0	PB(X)	11.6	5.3	6.6	5.8	5.0
财务费用	29.2	29.1	22.0	22.0	22.0	P/FCF	96.4	-30.8	219.0	84.4	38.2
投资损失	-55.9	-75.7	-55.0	-65.0	-40.0	P/S	30.2	24.1	13.9	9.8	7.3
少数股东损益	22.5	14.5	-	-	-	EV/EBITDA	50.9	87.0	41.5	30.6	24.3
营运资金的变动	1.2	-895.1	-437.5	-1,362.2	89.0	CAGR(%)	42.8%	44.1%	28.6%	42.8%	44.1%
经营活动产生现金流量	-82.9	397.7	240.1	-367.8	1,318.3	PEG	2.6	2.1	1.8	0.8	0.7
投资活动产生现金流量	-905.3	-1,182.4	2,159.0	64.8	40.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	946.4	1,715.9	-2,165.9	550.8	-628.2	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

杨文硕声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034