

2017年01月18日

光线传媒 (300251.SZ)

目标为以发行为龙头的综合电影公司

- 光线传媒今日公告业绩预告, 2016年归母净利润7亿-7.5亿, 同比增长74.09%-86.53%。扣非净利润同比增长38%-44%。扣除非经常损益2亿-2.3亿, 5亿以上的利润主要来源于票房、电视剧: 1) 2016年参投、发行且计入16年票房收入的电影15部, 票房64.2亿(15年55.76亿); 2) 电视剧2部、网络剧1部的发行收入(15年分别确认了3部、1部); 分季度来看, 2015年各季度收入分别为1.8亿、2.3亿、4.2亿、6.9亿; 净利润分别为474万元、7744万、1亿、2.2亿; 扣非净利润分别为146万元、6101万、9521万、2.1亿; 16年各季度利润为2.13亿、1.08亿、2.59亿、1.2-1.7亿, 考虑到三、四季度减持天神1.6亿、1.2亿, 16年主营利润主要体现在一、二、三季度(15年主营主要体现在三、四季度); 2016年7月、11月共计减持天神娱乐股票2.8亿, 目前公司仍持有1247万股(7.8亿市价)。
- 投资+发行的模式带来较低的影片投资成本, 16年票房毛利率预计明显提升; 商誉减值4300万-5300万; 动漫游戏、电视节目制作及广告去年同期收入占比10%, 16年预计比例明显下降。
- 公司目标为以发行委龙头的综合电影公司; 公司发行实力强, 以投资、收购的方式, 公司着力布局内容、渠道。内容方面以投资的方式, 布局从上游IP内容生成到中间影视剧, 下游发行、播放平台和线下衍生品类的优质企业(预计50-70家); 渠道方面, 16年5月公告, 上市公司及光线控股共同控股猫眼57.4%。
- 短期来看, 我们看好17年票房表现, 公司作为影视龙头将充分受益; 中长期来看, 我们看好电影市场上, 依托发行优势, 向上下游产业延伸的娱乐集团模式, 上市公司、猫眼将发挥协同作用, 未来则有望以上市公司、猫眼为两个主体, 协同做大成两个发行巨头。1) 发行会是未来电影行业竞争主战场。原有的发行方领先者将面对较强的竞争压力, 同时, 发行能力是有志于成为娱乐集团的公司的必备素质; 2) 从产业链细分来看, 内容制作方受制于规模化难度大(难以批量复制), 做大规模成为娱乐集团更大概率从发行方、渠道方中诞生; 发行方中, 我们看好发行实力雄厚、成功率高的传统发行公司, 同时看好票务平台, 其兼具发行能力、对渠道的影响力; 3) 猫眼大概率发行规模将较快超过光线, 票务平台的发行模式是变现积累的观众为用户, 具备长线运营、有数据分析的价值, 猫眼若协同了光线对电影本身更专业化的理解, 滚雪球、自我加强的模式, 一方面快速做大发行规模, 另一方面对渠道的影响力有望进一步增强。
- 预计公司2016-2018年归母净利润分别为7.3亿、8.8亿、11.1亿,

公司快报

证券研究报告

广播电视

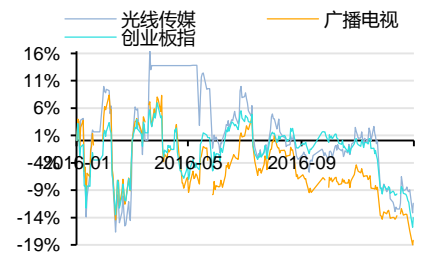
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价: **12元**
股价(2017-01-17) **9.88元**

交易数据

总市值(百万元)	28,984.05
流通市值(百万元)	27,186.02
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	9.68/26.05元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.72	5.74	-2.4
绝对收益	-3.8	-8.09	-14.0

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

相关报告

光线传媒: 光线传媒公司

快报

2016-06-04

考虑到公司的龙头地位、受益于票房向好、猫眼潜在的发行实力快速提升，给予公司 2017 年 40 倍 PE 估值，对应目标价 12 元，买入 -A 投资评级。

- **风险提示：电影票房不达预期风险、政策风险、并购项目商誉减值风险。**

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,218.1	1,523.3	2,535.5	3,636.5	4,888.7
净利润	329.3	402.1	730.9	878.7	1,107.4
每股收益(元)	0.11	0.14	0.25	0.30	0.38
每股净资产(元)	1.08	2.34	1.89	2.13	2.44

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	88.0	72.1	39.7	33.0	26.2
市净率(倍)	9.2	4.2	5.2	4.6	4.1
净利润率	27.0%	26.4%	28.8%	24.2%	22.7%
净资产收益率	10.4%	5.9%	13.1%	14.0%	15.5%
股息收益率	0.4%	0.5%	0.4%	0.6%	0.8%
ROIC	23.0%	19.8%	23.0%	25.5%	21.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 16 年扣非净利润同比增长 38%-44%	3
附录一：2016 北美电影市场概要	3
附录二：迪士尼称霸六大	4

图表目录

图 1：2016 年北美各月票房及同比变化（单位：亿人民币）	4
图 2：2016 年美国六大厂牌北美、海外票房及发行电影数量	4
图 3：2016 年迪士尼代表电影作品	4
图 4：2016 年华纳兄弟代表电影作品	4
图 5：2016 年二十世纪福斯影业代表电影作品	4
表 1：2016 年中美电影市场数据对比	4
表 2：2016 年北美分月票房概况	4
表 3：2016 年前十美国各厂牌票房表现	4
表 4：2016 年北美票房前 20 影片信息汇总	4
表 5：2017 年片单列表	4

1. 16 年扣非净利润同比增长 38%-44%

光线传媒今日公告业绩预告，2016 年归母净利润 7 亿-7.5 亿，同比增长 74.09%-86.53%。扣非净利润同比增长 38%-44%。

扣除非经常损益 2 亿-2.3 亿，5 亿以上的利润主要来源于票房、电视剧：1) 2016 年参投、发行且计入 16 年票房收入的电影 15 部，票房 64.2 亿（15 年 55.76 亿）；2) 电视剧 2 部、网络剧 1 部的发行收入（15 年分别确认了 3 部、1 部）；分季度来看，2015 年各季度收入分别为 1.8 亿、2.3 亿、4.2 亿、6.9 亿；净利润分别为 474 万元、7744 万、1 亿、2.2 亿；扣非净利润分别为 146 万元、6101 万、9521 万、2.1 亿；16 年各季度利润为 2.13 亿、1.08 亿、2.59 亿、1.2-1.7 亿，考虑到三、四季度减持天神 1.6 亿、1.2 亿，16 年主营利润主要体现在一、二、三季度（15 年主营主要体现在三、四季度）；2016 年 7 月、11 月共计减持天神娱乐股票 2.8 亿，目前公司仍持有 1247 万股（7.8 亿市价）。

投资+发行的模式带来较低的影片投资成本，16 年票房毛利率预计明显提升；商誉减值 4300 万-5300 万；动漫游戏、电视节目制作及广告去年同期收入占比 10%，16 年预计比例明显下降。

公司目标为以发行委龙头的综合电影公司；公司发行实力强，以投资、收购的方式，公司着力布局内容、渠道。内容方面以投资的方式，布局从上游 IP 内容生成到中间影视剧，下游发行、播放平台和线下衍生品类的优质企业（预计 50-70 家）；渠道方面，16 年 5 月公告，上市公司及光线控股共同控股猫眼 57.4%。

短期来看，我们看好 17 年票房表现，公司作为影视龙头将充分受益；中长期来看，我们看好电影市场上，依托发行优势，向上下游产业延伸的娱乐集团模式，上市公司、猫眼将发挥协同作用，未来则有望以上市公司、猫眼为两个主体，协同做大成两个发行巨头。

- 1) 发行会是未来电影行业竞争主战场。原有的发行方领先者将面对较强的竞争压力，同时，发行能力是有志于成为娱乐集团的公司的必备素质；
- 2) 从产业链细分来看，内容制作方受制于规模化难度大（难以批量复制），做大规模成为娱乐集团更大概率从发行方、渠道方中诞生；发行方中，我们看好发行实力雄厚、成功率高的传统发行公司，同时看好票务平台，其兼具发行能力、对渠道的影响力；
- 3) 猫眼大概率发行规模将较快超过光线，票务平台的发行模式是变现积累的观众为用户，具备长线运营、有数据分析的价值，猫眼若协同了光线对电影本身更专业化的理解，滚雪球、自我加强的模式，一方面快速做大发行规模，另一方面对渠道的影响力有望进一步增强。

预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 7.3 亿、8.8 亿、11.1 亿，考虑到公司的龙头地位、受益于票房向好、猫眼潜在的发行实力快速提升，给予公司 2017 年 40 倍 PE 估值，对应 12 元目标价，买入评级。

附录一：2016 北美电影市场概要

2016 年，北美地区共上映影片 728 部，累计观影人次 13.2 亿，累计票房 113.7 亿美元，人次和票房分别较去年上涨 0.1%和 2.2%，2016 年总票房刷新了北美年票房纪录。迪士尼排名第一，其出品并发行的《海底总动员 2：寻找多莉》成为 2016 年票房最高的影片。对比中国电影市场，北美电影市场票房是中国电影市场票房的 1.73 倍，但北美市场观影人数比中国少大约 5.3%。

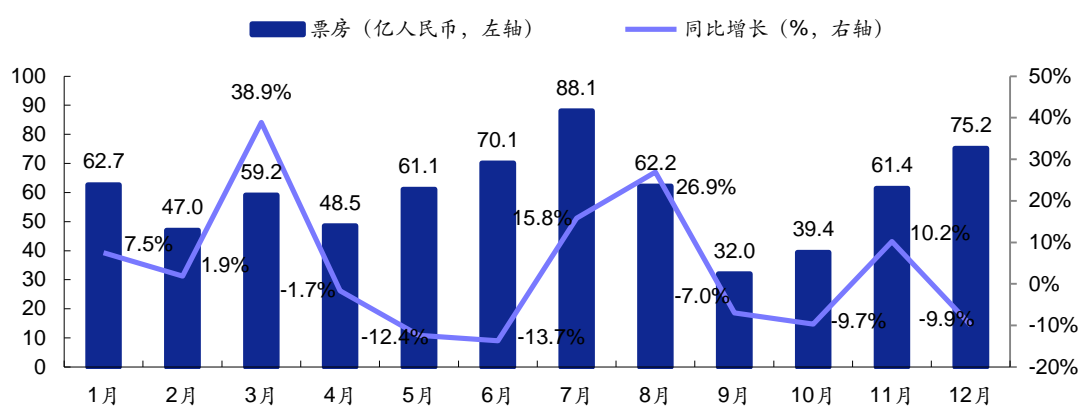
表 1：2016 年中美电影市场数据对比

	票房 (亿美元)	票房 (亿人民币)	影片数量 (部)	观影人次 (亿)	银幕数量 (块)	人均票价 (元/张)
中国	68	470	466	13.9	41179	32.84
美国	114	788	728	13.2	40759	59.67
美国/中国	172.7%	172.7%	156.2%	94.7%	99.0%	181.7%

资料来源：微影数据研究院、安信证券研究中心

票房最为突出的是 7 月份, 单月票房 12.7 亿美元, 约 88.1 亿人民币, 占全年票房的 12.5%。暑期档的最大贡献者是《海底总动员 2》、《爱宠大机密》等。6、7、8 三各月累计票房超过 30 亿美元, 约 220 亿人民币, 创北美暑期档票房历史。

图 1：2016 年北美各月票房及同比变化 (单位：亿人民币)



资料来源：微影数据研究院、安信证券研究中心

表 2：2016 年北美分月票房概况

月份	新片数量	票房 (亿美元)	票房 (亿人民币)	占全年比例	同比变化	冠军影片
1月	42	9.1	62.7	8.9%	7.5%	星球大战 7: 原力觉醒
2月	46	6.8	47.0	6.6%	1.9%	死侍
3月	68	8.6	59.2	8.4%	38.9%	疯狂动物城
4月	79	7.0	48.5	6.9%	-1.7%	奇幻森林
5月	52	8.8	61.1	8.6%	-12.4%	美国队长 3
6月	60	10.1	70.1	9.9%	-13.7%	海底总动员 2: 寻找多莉
7月	61	12.7	88.1	12.5%	15.8%	爱宠大机密
8月	66	9.0	62.2	8.8%	26.9%	自杀小队
9月	88	4.6	32.0	4.5%	-7.0%	萨利机长
10月	63	5.7	39.4	5.6%	-9.7%	会计刺客
11月	56	8.9	61.4	8.7%	10.2%	奇异博士
12月	47	10.9	75.2	10.6%	-9.9%	星球大战: 侠盗一号

资料来源：微影数据研究院、安信证券研究中心

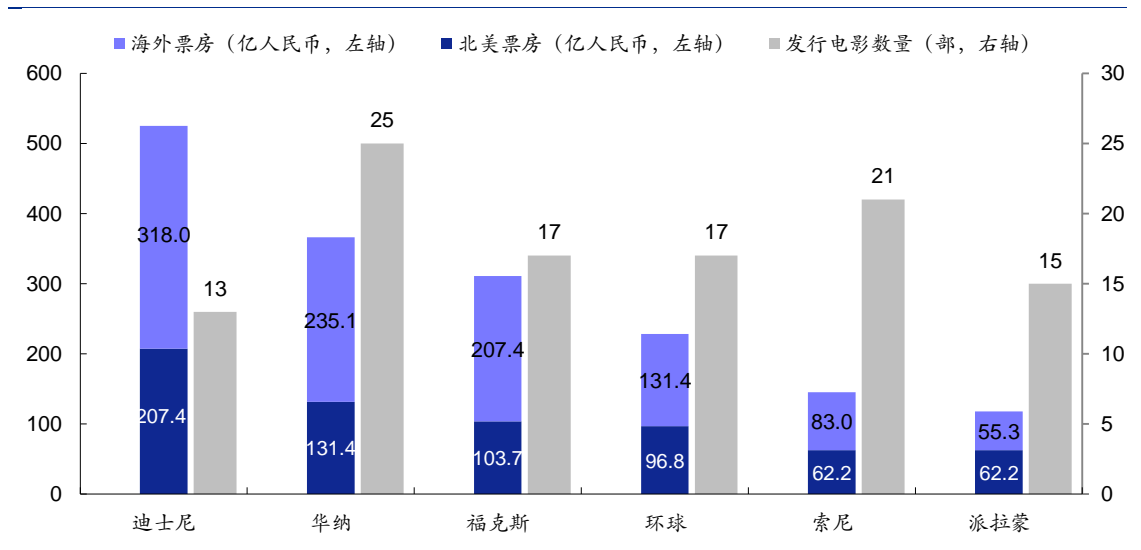
附录二：迪士尼称霸六大

2016 年, 排名前十的厂牌发行的 155 部电影占据了 95% 的市场份额, 市场集中度高。其中排名前六的仍然是传统的“六大”。

迪士尼海外票房 46 亿美元、北美票房 30 亿美元, 折合人民币分别为 318 亿元和 207 亿元, 海外票房和北美票房均排第一, 但发行电影数量在六大厂牌中最少, 仅有 13 部。

华纳兄弟的海外票房、北美票房排第二，发行电影数量在六大厂牌中最多，共有 25 部。

图 2：2016 年美国六大厂牌北美、海外票房及发行电影数量



资料来源：微影数据研究院、安信证券研究中心

表 3：2016 年前十美国各厂牌票房表现

发行厂牌	中文名称	票房占比	总票房 (亿美元)	总票房 (亿人民币)	影片数量	票房最高作品
Buena Vista	博伟影业 (迪士尼)	26.4%	30.00	207.5	13	海底总动员 2: 寻找多莉
Warner Bros	华纳兄弟	16.7%	19.07	131.8	25	蝙蝠侠大战超人: 正义黎明
20th Century Fox	20 世纪福克斯	12.9%	14.69	101.6	17	死侍
Universal	环球影业	12.3%	14.05	97.2	17	爱宠大机密
Sony/Columbia	索尼哥伦比亚	8.0%	9.11	63.0	21	捉鬼敢死队
Paramount	派拉蒙	7.7%	8.77	60.6	15	星际迷航: 超越星辰
Lionsgate	狮门影业	5.8%	6.65	46.0	24	黑疯婆子万圣节
Focus Features	焦点影业	1.7%	1.96	13.6	10	伦敦陷落
STX Entertainment	STX 娱乐	1.7%	1.96	13.5	6	坏妈妈
Open Road Films	开路影业	0.9%	1.07	7.4	7	母亲节
合计		95.0%	108.41	749.6	155	

资料来源：微影数据研究院、安信证券研究中心

迪士尼以压倒性优势成为总票房冠军，并刷新迪士尼年度总发行票房的记录。迪士尼仅用 13 部影片取得这一瞩目的成绩，在六大厂牌中发行数量最少。其中 8 部影片票房超过 2 亿美元，片片爆款。2016 年，皮克斯工作室、漫威影业、卢卡斯影业以及迪士尼本部同时发力，共同创造了今年迪士尼瞩目的成绩。

迪士尼旗下皮克斯工作室出品的《海底总动员 2: 寻找多莉》表现最为亮眼。这部续作时隔十三年推出，刷新了北美最卖座动画电影记录，成为第一部票房进入北美历史前十的动画影片（排名第七）。

2016 年末，迪士尼旗下卢卡斯影业的《星球大战：侠盗一号》同样刷破多项记录，延续了《星球大战 7：原力觉醒》的热度。同时，漫威系列持续发力，《美国队长 3：英雄内战》和《奇异博士》两部漫威宇宙作品分别夺得 5 月和 11 月票房冠军。

迪士尼本部的原创动画《疯狂动物城》、《海洋奇缘》以及奇幻童话作品《神奇森林》等也都表现出色。

图 3：2016 年迪士尼代表电影作品



资料来源：百度百科，安信证券研究中心

华纳兄弟靠数量取胜，总票房排名第二。2016 年，华纳兄弟影业发行了 25 部影片，在六大厂牌中发行量最多。其中，DC 漫画系列的《蝙蝠侠大战超人》和《自杀小队》两部超级英雄电影贡献最大。华纳另一部票房超过 2 亿的电影是哈利波特系列衍生作品《神奇动物在哪里》。华纳兄弟推出的影片电影类型丰富，包括《泰山归来：险战丛林》、《萨利机长》、《会计刺客》、《逗鸟外传》等影片。

图 4：2016 年华纳兄弟代表电影作品



资料来源：百度百科，安信证券研究中心

二十世纪福斯影业在 2016 年排名第三。发行影片数量和总票房均位列六大厂牌的中游。福斯的片单直接反映了 2016 年北美电影市场的核心特点：两幻（科幻、奇幻）和动画齐飞。福斯 2016 年发行的作品中仅有 1 部票房超过 2 亿美元，是年初最受关注的超级英雄喜剧《死侍》。《荒野猎人》斩获奥斯卡大奖，表现不俗，对福斯去年的票房贡献排在第二。《X 战警：天启》来源于 X 战警 IP，对福斯去年的票房贡献排名第三。福斯旗下的梦工厂 2016 年相当高产，推出了《功夫熊猫 3》、《冰川时代 5：星级碰撞》以及《魔发精灵》三部作品。此外，福斯还发行了《独立日 2》、《佩小姐的奇幻城堡》等影片。

图 5：2016 年二十世纪福斯影业代表电影作品



资料来源：百度百科，安信证券研究中心

环球影业是 2015 年的冠军，16 年滑落至第四，未能依靠数量取胜。20 部影片中只有《爱宠大机密》超过 2 亿美元。除《爱宠大机密》贡献了超多 1/4 的 2016 环球年票房，焦点作品《魔兽》、《白雪公主与猎人：冬日之战》、老牌 IP 电影《谍影重重 5》均低于预期。

2016 年索尼和派拉蒙分别排名第五、第六，市场占比均低于 10%，逐渐被其他“六大”厂牌拉开差距。

索尼 2016 年片单缺少超级头部作品，重启的《捉鬼敢死队》表现一般，两部中等成本动画《愤怒的小鸟》、《香肠派对》略有惊喜，其余如《豪勇七蛟龙》、《屏住呼吸》、《鲨滩》等类型片表现不俗。但缺少顶级大片使索尼处于六大厂牌的下游位。派拉蒙仅有《星际迷航：超越星辰》一部作品票房过亿，其他诸如《降临》、《科洛弗道 10 号》等类型片表现较为较好。《忍者神龟 2：破影而出》和《宾虚》投入成本较大，但票房一般，关注 2017 年派拉蒙推出的《变形金刚 5》、《攻壳机动队》。

此外，主攻青少年影片和类型片的狮门影业近年表现优异，正向六大阵营靠拢。其发行的《黑疯婆子万圣节》、《血战钢锯岭》、《深海浩劫》等类型片都取得口碑票房双赢，但续集影片《分歧者 3：忠诚世界》、《惊天魔盗团 2》等表现欠佳。

表 4：2016 年北美票房前 20 影片信息汇总

排名	影片名	北美票房(美元)	北美票房(亿人民币)
1	海底总动员 2：寻找多莉	\$486,295,561	¥33.62
2	星球大战：侠盗一号	\$447,170,302	¥30.92
3	美国队长 3：内战	\$408,084,349	¥28.22
4	爱宠大机密	\$368,384,330	¥25.47
5	奇幻森林	\$364,001,123	¥25.17
6	死侍	\$363,070,709	¥25.10
7	疯狂动物城	\$341,268,248	¥23.60
8	蝙蝠侠大战超人：正义黎明	\$330,360,194	¥22.84
9	自杀小队	\$325,100,054	¥22.48
10	奇异博士	\$230,436,806	¥15.93
11	神奇动物在哪里	\$226,346,236	¥15.65
12	海洋奇缘	\$216,354,281	¥14.96
13	欢乐好声音	\$187,037,310	¥12.93

14	谍影重重 5	\$162,192,920	¥11.21
15	星际迷航: 超越星辰	\$158,848,340	¥10.98
16	X 战警: 天启	\$155,442,489	¥10.75
17	魔发精灵	\$150,700,537	¥10.42
18	功夫熊猫 3	\$143,528,619	¥9.92
19	捉鬼敢死队	\$128,350,574	¥8.87
20	乌龙特工	\$127,440,871	¥8.81

资料来源: 微影数据研究院、安信证券研究中心

表 5: 2017 年片单列表

发行厂牌	数量	代表	关键词
博伟影业 (迪士尼)	9	美女与野兽、我们诞生在中国、雷神: 诸神黄昏、银河护卫队 2、加勒比海盗: 死无对证、星球大战 8	续作、改编、漫威
华纳兄弟影业	14	乐高蝙蝠侠、金刚: 骷髅岛、敦刻尔克、神奇女侠、正义联盟、银翼杀手 2049	改编、片海、DC、诺兰
环球影业	15	五十度黑、长城、速度与激情 8、卑鄙的我 3、新木乃伊、完美音调 3	改编、片海、长城
20 世纪福斯影业	16	金刚狼 3: 殊死一战、内裤队长、王牌特工 2: 黄金圈、异形: 契约、猩球崛起 3: 终极之战、东方快车谋杀案	续作、改编、片海
索尼哥伦比亚	9	蓝精灵 3: 失落的村庄、蜘蛛侠: 归来、宝贝司机、星球	续作、改编、类型片
派拉蒙影业	11	攻壳机动队、上帝粒子、僵尸世界大战 2、变形金刚 5: 最后的骑士、黑色星期五	续作、改编、类型片
狮门影业	7	恐龙战队、疾速特攻	改编
新线 (华纳)	5	安娜贝尔 2、小丑回魂	惊悚
韦恩斯坦	2	创始人、狂热郁金香	事件改编

资料来源: 微影数据研究院、安信证券研究中心

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	2,535.5	3,636.5	4,888.7	成长性					
减:营业成本	739.1	1,010.2	1,546.7	2,501.9	3,348.8	营业收入增长率	34.7%	25.1%	66.4%	43.4%	34.4%
营业税费	8.4	1.9	23.6	18.2	24.4	营业利润增长率	7.0%	5.2%	94.8%	13.8%	28.2%
销售费用	10.1	13.0	25.4	32.7	53.8	净利润增长率	0.4%	22.1%	81.8%	20.2%	26.0%
管理费用	53.8	87.0	126.8	163.6	244.4	EBITDA 增长率	19.6%	4.2%	87.6%	13.2%	26.1%
财务费用	21.7	21.0	22.0	22.0	22.0	EBIT 增长率	18.0%	4.8%	90.6%	13.4%	27.6%
资产减值损失	29.0	32.8	2.0	3.0	4.0	NOPLAT 增长率	20.7%	16.4%	76.6%	20.4%	25.9%
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%	8.5%	46.6%	-7.5%
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%	-18.8%	12.4%	13.9%
营业利润	411.9	433.3	843.9	960.2	1,231.3	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%	39.0%	31.2%	31.5%
利润总额	426.1	454.1	859.9	974.2	1,244.3	营业利润率	33.8%	28.4%	33.3%	26.4%	25.2%
减:所得税	74.2	37.4	129.0	95.5	136.9	净利润率	27.0%	26.4%	28.8%	24.2%	22.7%
净利润	329.3	402.1	730.9	878.7	1,107.4	EBITDA/营业收入	36.9%	30.7%	34.7%	27.3%	25.6%
						EBIT/营业收入	35.6%	29.8%	34.2%	27.0%	25.6%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	7	6	3	1	1
货币资金	580.8	1,512.4	1,932.8	1,927.4	2,639.9	流动营业资本周转天数	141	225	205	237	223
交易性金融资产	0.7	0.8	0.6	0.7	0.7	流动资产周转天数	521	694	581	523	484
应收账款	812.8	1,223.1	608.1	1,917.3	1,341.9	应收账款周转天数	168	241	130	125	120
应收票据	-	-	0.5	0.0	0.6	存货周转天数	95	100	46	48	48
预付账款	247.4	139.0	1,278.8	1,084.2	2,078.6	总资产周转天数	1,119	1,557	1,070	758	658
存货	456.8	387.2	257.3	715.7	586.6	投资资本周转天数	541	627	474	424	361
其他流动资产	84.9	423.3	423.3	423.3	423.3	投资回报率					
可供出售金融资产	1,041.5	2,103.5	-	-	-	ROE	10.4%	5.9%	13.1%	14.0%	15.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.1%	5.1%	10.6%	10.4%	11.7%
长期股权投资	1,250.2	1,427.5	1,427.5	1,427.5	1,427.5	ROIC	23.0%	19.8%	23.0%	25.5%	21.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	22.8	28.0	11.0	11.7	22.8	销售费用率	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	1.1%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	4.4%	5.7%	5.0%	4.5%	5.0%
无形资产	2.2	2.5	1.6	0.6	-	财务费用率	1.8%	1.4%	0.9%	0.6%	0.5%
其他非流动资产	483.8	941.8	935.6	929.3	923.1	三费/营业收入	7.0%	7.9%	6.9%	6.0%	6.6%
资产总额	4,983.8	8,189.2	6,877.1	8,437.8	9,444.9	偿债能力					
短期债务	500.0	-	-	197.7	341.7	资产负债率	34.9%	14.9%	17.8%	24.6%	23.1%
应付账款	489.8	814.0	895.4	842.1	1,483.5	负债权益比	53.5%	17.5%	21.6%	32.6%	30.1%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.46	3.77	4.57	5.40	3.64
其他流动负债	507.8	164.9	89.9	83.5	116.3	速动比率	1.15	3.37	4.31	4.77	3.34
长期借款	98.5	-	-	707.9	-	利息保障倍数	19.99	21.67	39.36	44.64	56.97
其他非流动负债	140.9	239.4	239.4	239.4	239.4	分红指标					
负债总额	1,736.9	1,218.3	1,224.7	2,070.7	2,180.9	DPS(元)	0.04	0.05	0.04	0.06	0.08
少数股东权益	84.0	99.0	99.0	99.0	99.0	分红比率	34.3%	36.5%	15.0%	20.0%	20.0%
股本	1,012.7	1,466.8	2,933.6	2,933.6	2,933.6	股息收益率	0.4%	0.5%	0.4%	0.6%	0.8%
留存收益	1,486.6	4,107.2	2,625.0	3,328.0	4,213.9						
股东权益	3,246.9	6,970.9	5,652.4	6,367.1	7,264.0						
						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	0.11	0.14	0.25	0.30	0.38
净利润	351.9	416.6	730.9	878.7	1,107.4	BVPS(元)	1.08	2.34	1.89	2.13	2.44
加:折旧和摊销	19.4	19.2	12.7	12.0	0.6	PE(X)	88.0	72.1	39.7	33.0	26.2
资产减值准备	29.0	32.8	-	-	-	PB(X)	9.2	4.2	5.2	4.6	4.1
公允价值变动损失	-0.1	-0.1	-0.2	0.1	0.0	P/FCF	76.1	-24.3	80.5	190.1	31.6
财务费用	29.2	29.1	22.0	22.0	22.0	P/S	23.8	19.0	11.4	8.0	5.9
投资损失	-55.9	-75.7	-55.0	-65.0	-40.0	EV/EBITDA	50.9	87.0	30.6	28.0	21.2
少数股东损益	22.5	14.5	-	-	-	CAGR(%)	35.7%	38.5%	30.6%	35.7%	38.5%
营运资金的变动	1.2	-895.1	-278.2	-1,626.0	390.0	PEG	2.5	1.9	1.3	0.9	0.7
经营活动产生现金流量	-82.9	397.7	432.2	-778.1	1,480.0	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-905.3	-1,182.4	2,159.0	64.8	40.0	REP					
融资活动产生现金流量	946.4	1,715.9	-2,170.8	707.9	-807.4						

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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	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
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	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

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