

2017年10月08日

# 星辉娱乐 (300043.SZ)

## 动态分析

### 进军 SLG 市场表现优良，后续游戏厚积薄发

#### 投资要点

- ◆ **事件：《三国群英传-霸王之业》15天流水过亿。**由星辉互动娱乐股份有限公司全资控股子公司广东星辉天拓互动娱乐有限公司（简称星辉天拓）自主研发、腾讯游戏独家代理发行的正版三国战争策略手游《三国群英传-霸王之业》已于9月12日正式上线。根据9月26日统计数据显示，仅用15天时间《三国群英传-霸王之业》的流水已突破1亿人民币，峰值日流水达到1000万人民币。
- ◆ **点评：保守估计该款游戏长期能够维持3000万的月流水。**游戏获得腾讯独代，开服之日全平台服务器爆满。强IP、高精度美工、以及新颖数值算法，使得游戏有望在SLG游戏中脱颖而出。我们预测，该游戏在高峰期能够有2.5亿流水，高峰期结束后预计会有稳定3000万月均流水，预计在2018年贡献。
- ◆ **“研运一体，流量经营”，打造全方位游戏自研+发行平台。**公司已经形成了以星辉游戏为核心的游戏体系，拥有包括《雪鹰领主》、《盛唐幻夜》、《长歌行》、《三国群英传》、《热血传奇》、《雄兵连》、《末世之战》、《超神学院》、《莽荒纪》、《书剑恩仇录》、《侠客行》、《蜀山传》、《不良人》等丰厚的游戏IP储备。我们预计，公司2017年游戏业务净利润达1.6亿，2018年游戏业务净利润有望接近3亿（增速超80%），考虑到公司后续强大IP储备，以及研运一体的自研+发行能力，看好公司在后续3年中游戏持续保持内生增长。
- ◆ **投资建议：**我们公司预测2017年至2019年每股收益分别为0.37、0.49和0.81元。净资产收益率分别为17.1%、18.6%和24.4%，给予买入-A建议，6个月目标价为11.1元，相当于2017年30倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：游戏不达预期的风险，体育事业亏损需要注资的风险**

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 1,672.7 | 2,393.3 | 3,403.3 | 4,858.3 | 7,031.2 |
| 同比增长(%)   | -33.6%  | 43.1%   | 42.2%   | 42.8%   | 44.7%   |
| 营业利润(百万元) | 444.0   | 422.1   | 545.0   | 717.9   | 1,186.1 |
| 同比增长(%)   | 48.1%   | -4.9%   | 29.1%   | 31.7%   | 65.2%   |
| 净利润(百万元)  | 351.9   | 458.0   | 461.2   | 604.3   | 1,009.5 |
| 同比增长(%)   | 36.9%   | 30.1%   | 0.7%    | 31.0%   | 67.1%   |
| 每股收益(元)   | 0.28    | 0.37    | 0.37    | 0.49    | 0.81    |
| PE        | 26.3    | 20.2    | 20.1    | 15.3    | 9.2     |
| PB        | 4.4     | 3.9     | 3.4     | 2.8     | 2.2     |

数据来源：贝格数据华金证券研究所

轻工制造 | 其他轻工 III

投资评级

**买入-A(首次)**

6个月目标价

11.1元

股价(2017-10-06)

7.85元

#### 交易数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元)  | 9,766.96    |
| 流通市值(百万元) | 6,467.38    |
| 总股本(百万股)  | 1,244.20    |
| 流通股本(百万股) | 823.87      |
| 12个月价格区间  | 7.05/12.97元 |

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

|      | 1M   | 3M    | 12M    |
|------|------|-------|--------|
| 升幅%  |      |       |        |
| 相对收益 | 1.62 | -7.59 | -19.06 |
| 绝对收益 | 0.38 | -5.88 | -32.22 |

分析师

付宇娣

SAC 执业证书编号：S0910517090002

fuyudi@huajinsec.cn

021-20377039

#### 相关报告

## 内容目录

|   |   |
|---|---|
| 一、《三国群英传-霸王之业》15天流水过亿，有望在SLG游戏中脱颖而出 ..... | 3 |
| 二、“研运一体，流量经营”，打造全方位游戏自研+发行平台 .....        | 5 |
| 三、投资建议：玩具为盾，游戏为矛，体育盈利，给予公司买入评级 .....      | 6 |
| 四、风险提示 .....                              | 8 |
| 1、游戏不达预期的风险；2、体育事业亏损需要注资的风险。 .....        | 8 |

## 图表目录

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| 图 1：三国群英传-霸王之业宣传图 .....             | 3 |
| 图 2：星辉天拓是腾讯开发平台三星合作伙伴 .....         | 4 |
| 图 3：《三国群英传-霸王之业》在苹果畅销榜上排名稳中有升 ..... | 5 |
| 表 1：公司 2017-2018 储备自研+发行项目 .....    | 6 |
| 表 2：公司股权激励情况一览 .....                | 7 |
| 表 3：可比公司预测 PE .....                 | 8 |

## 一、《三国群英传-霸王之业》15 天流水过亿，有望在 SLG 游戏中脱颖而出

### 事件：《三国群英传-霸王之业》15 天流水过亿

由星辉互动娱乐股份有限公司全资控股子公司广东星辉天拓互动娱乐有限公司(简称星辉天拓)自主研发、腾讯游戏独家代理发行的正版三国战争策略手游《三国群英传-霸王之业》已于 9 月 12 日正式上线。根据 9 月 26 日统计数据显示, 仅用 15 天时间《三国群英传-霸王之业》的流水已突破 1 亿人民币, 峰值日流水达到 1000 万人民币。

图 1：三国群英传-霸王之业宣传图



资料来源：游戏官网，华金证券研究所

### 点评：

**获得腾讯独代，全平台服务器爆满。**《三国群英传-霸王之业》由腾讯独家代理，腾讯的游戏、社交入口优势有利于游戏宣发与拓展。腾讯开放平台自上线以来，凭借其海量用户背后蕴藏的巨大市场和商业价值，成为了国内互联网知名研发商和个人开发者最受追捧的开放平台，每周收到的应用申请接入就超过上千款。而该游戏研发商星辉天拓(系公司全资子公司)是腾讯开放平台最高级三星合作伙伴，据腾讯开放平台统计分析显示，星级越高的研发商推出的产品的平均寿命、欢迎度、经济贡献度越高，新产品也更易受到玩家的青睐。

游戏 9 月 12 日不删档公测，服务器开放之时，全平台服务器爆满，开服仅 30 分钟时已经开启排队；官方随即紧急加开多组服务器响应玩家热情。

图 2：星辉天拓是腾讯开发平台三星合作伙伴



资料来源：星辉天拓官网，华金证券研究所

**手游后红利时代，大厂商纷纷抢占 SLG 蓝海。**在手游具有快消属性的今天，SLG 品类具有长线经营的特点，符合手游后红利时代对于产品的要求，由于 SLG 游戏以核心向玩家为主要用户，用户对于游戏的忠诚度更高，游戏的生命周期更长，有利于游戏生态环境的打造。而页游和手游共同培养起来的用户付费习惯，使得该领域下的用户付费能力具有保证，具有较强的市场竞争力。

此外，SLG 手游的分段式游戏体验流程，也正嵌合当前玩家市场的碎片化需求。与其他品类手游相比，策略类产品的游戏时间能够更加灵活，玩家可以按照自我意愿进行调整，而不用拘泥于游戏的设定。这些原因使得 SLG 手游完美对应了新时代玩家市场的需求，有望接下头部产品的大盘。由 Supercell 推出的 SLG 游戏部落冲突、皇室战争使得其 2016 年净利润超过 10 亿美元，腾讯也已经趁势推出了自研 SLG 手游《乱世王者》。根据《乱世王者》目前的市场表现，伽马数据测算其 8 月流水约为 2.6 亿元，9 月流水预计将突破 6 亿元，超过《列王的纷争》在国内上线时的流水水平。

**深入人心 IP，3D 建模美工精良，具有 SLG 大作潜力。**《三国群英传-霸王之业》由台湾宇骏奥汀 (Odin) 正版授权，以风靡全球近 20 年的著名策略类游戏《三国群英传》正版授权打造，以 SLG 策略类玩法为基础，为玩家再现恢弘的三国乱世。玩家可通过内城建设、招兵买马提升实力，打造属于自己的军队，演绎一方诸侯的崛起之路。游戏拥有独特的写实画风、立体全面的策略维度、丰富的沙盘模拟经营方式、特色的武将派遣玩法，带给玩家真实的历史代入感和全面的策略类游戏体验。

游戏在保留原有美术风格的基础之上，用 2D 视角呈现 3D 化画面，1440000 大格子的地图充分参考历史典籍进行精细的地形描绘。在数值算法中，通过对游戏规则作出一定限制，使得玩家在游戏中将面临更多选择，来提高玩家行为的多元化，从更深的层面延伸了游戏的策略性。

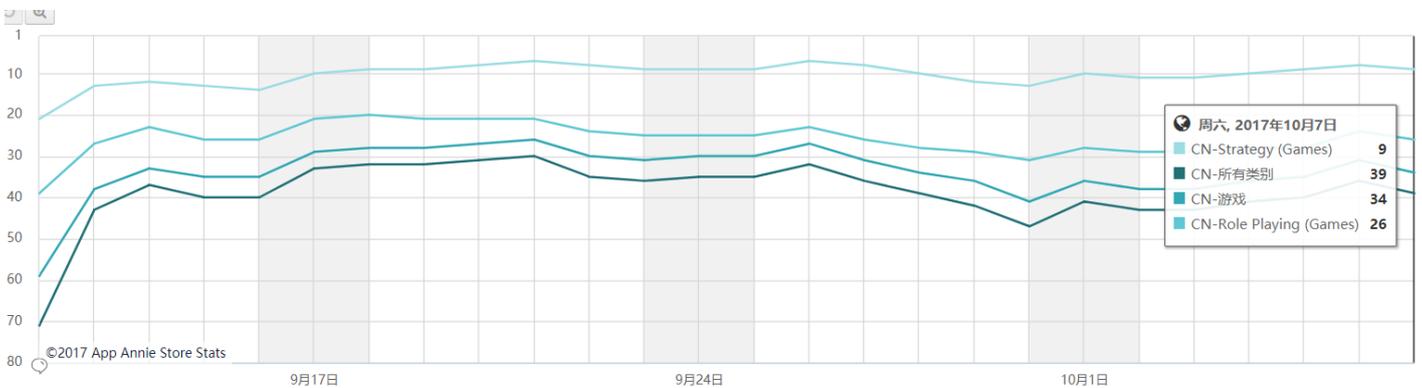
**社交属性延展，实现玩家配合。**传统的 SLG 产品游戏中，GVG (Group versus group) 更多只是玩家私下的合作，玩家在游戏中更多仍旧只是单打独斗，社交合作无法在游戏内容上体现出来。而《三国群英传-霸王之业》通过引入安全资源这一概念，安全资源无法被掠夺的设定，

使得玩家能够更加放心的实现深度合作。联盟统一调度的攻城战玩法，也使得游戏中出现了“分工”的概念，玩家不再只是独打独斗，而是各有分工的团队合作，玩家之间合作需求提高。

强 IP、高精度美工、以及新颖数值算法，使得游戏有望在 SLG 游戏中脱颖而出。

**保守估计该款游戏长期能够维持 3000 万的月流水。**截止 2017 年 10 月 7 日 根据 APP annie 的数据,《三国群英传-霸王之业》在策略类游戏畅销排名排名第 9, 而且有逐渐上升之势。由于结算等原因,自研游戏对公司的净利润影响会有 2-3 个月滞后,我们预测公司本年度会享受三国群英传-霸王之业 2 个月的利润贡献,我们预测,该游戏在高峰期能够有 2.5 亿流水,高峰期结束后预计会有稳定 3000 万月均流水,考虑到公司作为三星研发商能够获得有溢价的腾讯的游戏分成,为根据 SLG 游戏相较于其他游戏生命周期更长的特点,扣除宣发、平台方分成、渠道费预计在 2018 年向公司贡献利润。

图 3：《三国群英传-霸王之业》在苹果畅销榜上排名稳中有升



资料来源：AppAnnie，华金证券研究所

## 二、“研运一体，流量经营”，打造全方位游戏自研+发行平台

**公司已经形成了以星辉游戏为核心的游戏体系。**公司于 2017 年 5 月成立了星辉游戏事业群，旗下涵盖星辉天拓（自研+发行）、星辉畅娱（创新品类）、星辉趣游（发行）及多家控股参股的游戏研发、发行及平台公司，曾先后开发与发行运营《倚天》、《龙骑士传》、《枪林弹雨》、《刀锋无双》、《大圣之怒》、《戮仙战纪》、《盗墓笔记》等多款精品游戏，重度手游社区“TT 游戏”平台日活跃人数超过 40 万。作为领先的游戏研发发行机构与运营平台，星辉游戏以“让快乐无处不在”为核心理念，借助自身游戏全产业链体系优势，进行多层次的游戏 IP 泛娱乐开发，为玩家提供综合深度娱乐体验。全资控股子公司星辉天拓具有强研发能力，同时擅长进行渠道发行，2017 年上半年，公司游戏业务实现营业收入 64,266.35 万元，同比增长 60.79%。参股公司苏州仙峰研发、星辉天拓联合运营的手游产品《烈焰龙城》月流水维持在亿元水平；页游产品《龙骑士传》、手游产品《大圣之怒》、《刀锋无双》、《烈火荣耀》持续保持千万以上的月流水水平。

**公司拥有丰厚的游戏 IP 储备。**目前公司已取得《雪鹰领主》、《盛唐幻夜》、《长歌行》、《三国群英传》、《热血传奇》、《雄兵连》、《末世之战》、《超神学院》、《莽荒纪》、《书剑恩仇录》、《侠客行》、《蜀山传》、《不良人》等优质 IP 的相应授权，为后续游戏研发提供较为深厚的 IP 储备。

**下半年到明年公司优质储备项目繁多，预计游戏业务将迎来更快增长。**2017 年下半年，公司的多款重点手游产品将陆续密集上线运营，包括腾讯游戏独家代理的正版授权三国军争策略变革手游《三国群英传-霸王之业》、韩国娱美德 Wemade 经典 IP 游戏《热血传奇》正版授权 RPG 动作手游《烈火雷霆》、日式魔幻放置类 RPG 手游《苍之纪元》、全景 3D 武侠次世代 MMO 手游《逍遥诀》、动漫正版授权 ARPG 手游《超神学院》、玄幻 MMORPG 手游《莽荒纪 3D》、枪战 MOBA 卡牌手游《枪灵学院》、三国 3D 炫战动作手游《刀锋无双 2》、休闲竞技手游《疯狂碰碰车》等，产品覆盖 SLG、RPG、MMO、IO、卡牌等多个畅销游戏品类。

其中，烈火雷霆是韩国娱美德 (Wemade) 端游《热血传奇》授权正版 RPG 热血传奇手游，有望打开当前传奇私服多且乱的局面，我们预计此款产品有望形成 2018 年公司游戏的新引擎。

表 1：公司 2017-2018 储备自研+发行项目

| 名称         | 类型              | 发行时间        | 备注                                  |
|------------|-----------------|-------------|-------------------------------------|
| 三国群英传-霸王之业 | SLG             | 2017/9/12   | 腾讯独家代理，奥汀 (Odin) 正版授权               |
| 烈火雷霆       | RPG 动作手游        | 2017 年 11 月 | 韩国娱美德 (Wemade) 端游《热血传奇》授权正版 RPG     |
| 苍之纪元       | 日式魔幻放置类 RPG     | 2017 年 10 月 | 易帆互动研发，星辉天拓发行                       |
| 逍遥诀        | 全景 3D 武侠 MMO 手游 | 逍遥诀         | 自研                                  |
| 超神学院       | ARPG            | 2017 年 10 月 | 动画 IP 正版手游，星辉趣游出品，10 月 19 日全平台公测    |
| 枪灵学院       | 枪战 MOBA 卡牌      |             | 2017 年下半年                           |
| 刀锋无双 2     | 三国 3D 动作手游      | 2017 年下半年   | 易帆互动研发，星辉天拓发行，《刀锋无双 1》高峰期月流水 3000 万 |
| 疯狂碰碰车      | 休闲竞技手游          |             | 2017 年下半年                           |

资料来源：公司公告，游戏宝，华金证券研究所

我们预计公司 2017 年游戏业务净利润达 1.6 亿，2018 年游戏业务净利润有望接近 3 亿 (增速超 80%)，考虑到公司后续强大 IP 储备，以及研运一体的自研+发行能力，看好公司在后续 3 年中游戏持续保持内生增长。

### 三、投资建议：玩具为盾，游戏为矛，体育盈利，给予公司买入评级

**公司的玩具及衍生品已经形成自循环体系。**公司车模具有品牌溢价优势和高品质，毛利率均在 30%以上，70%左右均外销，去年车模+婴童营收为 6.69 亿，已经形成自循环体系。结合近

年来玩具产品日用化、运动化、智能化的发展趋势，公司正有序地拓展母婴玩具的新品类，针对二胎政策开放所带来的市场机会布局婴童和车模新品线，为接下来的市场竞争提供产品发力点。2017年上半年，公司先后研制上市了法拉利 LaFerrari 开门款童车、合金变形帕加尼战警、太空 1 号机器人、宝马 S1000XR 摩托车等重点新产品，凭借创新的产品形态、出色的仿真设计、精良的制作工艺获得市场的青睐。

2017 年 H1，公司玩具及衍生品业务实现营业收入 29,389.48 万元，YoY 减少 1.29%。其中车模玩具业务实现营业收入 20,687.27 万元，YoY 减少 6.19%；婴童用品业务实现营业收入人民币 8,702.21 万元，YoY 增长 12.70%。预计受益于二胎爆发与母婴持续增长，公司 2017 年车模+婴童用品净利润约 1.2 亿。

**体育板块公司受益于西班牙甲级联赛电视转播收入分配的普惠制改革。**从 2016-2017 赛季开始，西班牙职业足球联盟对电视转播收入的分配办法进行改革：根据新的方法，联盟将西甲联赛电视转播权整体收入的 50% 将平均分给 20 支球队，另外 50% 则根据过去 5 个赛季的成绩以及俱乐部会员、季票销售量等进行分配。皇家西班牙人的比赛成绩得到进一步提高，则得到的电视转播权分配收入就越高。2016-17 赛季皇家西班牙人在西甲联赛排名的大幅提高，将会为俱乐部带来下一赛季电视转播收入的显著提升。

2017H1，公司的体育业务实现营业收入 28,910.27 万元，其中来自电视转播权收入为 18,292.13 万元，来自赞助及广告收入为 2,588.47 万元，来自票务收入为 3,638.22 万元，来自球员转让收入为 3,293.74 万元，来自足球衍生品收入为 1,097.71 万元。2017 年 1-6 月，皇家西班牙人实现净利润 4,216.95 万元。预计 2017 年能够给公司带来 8000 万左右的净利润。

**股权激励与核心人员形成深度绑定。**公司已经完成了第二期股权激励。深度绑定公司人才，特别是优秀游戏人才，共授权 3806 万分期权给公司 306 位员工，价格为 7.86 元/份。其中授予公司总经理（星辉天拓创始人及董事长）郑泽峰 384 万份，占授予股票期权总数比例 10.09%，授予核心管理人员、核心技术（业务）人员（298 人）2975 万份，占授予股票期权总数比例 78.15%。根据股权激励计划，公司 2018-2019 年以 2017 年为基数，净利润年均复合增长率不得低于 20%。

表 2：公司股权激励情况一览

| 行权期    | 业绩考核目标                             |
|--------|------------------------------------|
| 第一个行权期 | 以 2017 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 20% |
| 第二个行权期 | 以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 40% |

资料来源：公司公告，华金证券研究所

我们预测公司全年营业收入增速有望突破 40% (2017H1 为 45%)，其中游戏占营收比重超过 50%。考虑到 2016Q1 大额投资收益 (出售春天融和影视 29.23037% 股权，获得 3.89 亿投资收益) 的影响，预计公司今年净利润规模同比微增，其中预计游戏带来净利润规模为 1.6 亿元，玩具及衍生品 1.2 亿元，体育 7000 万元，此外，还有投资收益 1.1 亿元，其中因退出爱酷游 (出售 8.91% 股权) 获得 7217 万元，共计净利润规模为 4.6 亿元。不考虑配股的影响，预计公司 2017/18/19EPS 分别为 0.37/0.49/0.81 元，通过对同类型手游公司 PE 的比较，给予公司 2017/2018 年 30X/24X 估值，6 个月目标价 11.1 元。

表 3：可比公司预测 PE

| 证券简称 | 总市值 (万元)   | 流通市值 (万元)  | TTM   | 市盈率 PE              |                     |
|------|------------|------------|-------|---------------------|---------------------|
|      |            |            |       | 17E(除星辉外来自 wind 数据) | 18E(除星辉外来自 wind 数据) |
| 三七互娱 | 4790287.18 | 4790287.18 | 33.39 | 27.44               | 22.75               |
| 完美世界 | 4306914.2  | 4306914.2  | 29.59 | 29.14               | 23.28               |
| 昆仑万维 | 3062776.65 | 3062776.65 | 45.59 | 31.66               | 24.95               |
| 均值   | 4053326.01 | 4053326.01 | 36.19 | 29.41               | 23.66               |
| 星辉娱乐 | 976695.74  | 422536.54  | 27.63 | 30 (预测值)            | 24 (预测值)            |

资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

## 四、风险提示

- 1、游戏不达预期的风险；
- 2、体育事业亏损需要注资的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表          |         |         |         |         |         | 财务指标           |        |        |        |        |       |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| (百万元)        | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   | (百万元)          | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E |
| 营业收入         | 1,672.7 | 2,393.3 | 3,403.3 | 4,858.3 | 7,031.2 | 年增长率           |        |        |        |        |       |
| 减:营业成本       | 950.8   | 1,587.5 | 2,213.5 | 3,284.3 | 4,746.4 | 营业收入增长率        | -33.6% | 43.1%  | 42.2%  | 42.8%  | 44.7% |
| 营业税费         | 12.7    | 12.8    | 18.1    | 25.9    | 37.5    | 营业利润增长率        | 48.1%  | -4.9%  | 29.1%  | 31.7%  | 65.2% |
| 销售费用         | 194.3   | 257.1   | 354.8   | 425.8   | 532.2   | 净利润增长率         | 36.9%  | 30.1%  | 0.7%   | 31.0%  | 67.1% |
| 管理费用         | 133.9   | 241.3   | 337.8   | 439.1   | 570.9   | EBITDA 增长率     | 29.9%  | 13.6%  | 30.5%  | 32.3%  | 46.9% |
| 财务费用         | 40.1    | 82.3    | 64.4    | 58.3    | 26.8    | EBIT 增长率       | 45.6%  | 4.2%   | 20.8%  | 27.4%  | 56.2% |
| 资产减值损失       | 47.7    | 114.9   | 28.9    | 41.3    | 59.7    | NOPLAT 增长率     | 43.5%  | 21.0%  | 4.0%   | 27.4%  | 56.2% |
| 加:公允价值变动收益   | 0.9     | -1.5    | -0.7    | -0.0    | 0.3     | 投资资本增长率        | -3.7%  | 73.5%  | 28.2%  | -2.8%  | -0.8% |
| 投资和汇兑收益      | 150.0   | 326.2   | 159.9   | 134.3   | 128.0   | 净资产增长率         | 8.2%   | 15.1%  | 15.1%  | 21.8%  | 27.3% |
| 营业利润         | 444.0   | 422.1   | 545.0   | 717.9   | 1,186.1 |                |        |        |        |        |       |
| 加:营业外净收支     | 20.7    | 31.1    | 20.2    | 24.0    | 25.1    | <b>盈利能力</b>    |        |        |        |        |       |
| 利润总额         | 464.7   | 453.2   | 565.2   | 741.9   | 1,211.2 | 毛利率            | 43.2%  | 33.7%  | 35.0%  | 32.4%  | 32.5% |
| 减:所得税        | 62.6    | -2.3    | 76.2    | 100.0   | 163.3   | 营业利润率          | 26.5%  | 17.6%  | 16.0%  | 14.8%  | 16.9% |
| 净利润          | 351.9   | 458.0   | 461.2   | 604.3   | 1,009.5 | 净利润率           | 21.0%  | 19.1%  | 13.6%  | 12.4%  | 14.4% |
|              |         |         |         |         |         | EBITDA/营业收入    | 32.0%  | 25.4%  | 23.3%  | 21.6%  | 21.9% |
|              |         |         |         |         |         | EBIT/营业收入      | 28.9%  | 21.1%  | 17.9%  | 16.0%  | 17.2% |
| <b>资产负债表</b> |         |         |         |         |         | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |       |
|              | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   | 资产负债率          | 36.6%  | 53.0%  | 56.3%  | 53.4%  | 48.5% |
| 货币资金         | 708.7   | 440.7   | 646.6   | 923.1   | 1,335.9 | 负债权益比          | 57.8%  | 112.7% | 128.7% | 114.8% | 94.1% |
| 交易性金融资产      | -       | -       | -       | -       | -       | 流动比率           | 2.91   | 0.92   | 0.88   | 0.91   | 1.08  |
| 应收帐款         | 313.3   | 474.4   | 589.7   | 853.3   | 1,130.6 | 速动比率           | 2.53   | 0.82   | 0.72   | 0.78   | 0.89  |
| 应收票据         | 0.5     | -       | 0.8     | 0.3     | 1.2     | 利息保障倍数         | 12.07  | 6.13   | 9.46   | 13.31  | 45.28 |
| 预付帐款         | 52.1    | 146.7   | 160.7   | 295.5   | 363.8   | <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |       |
| 存货           | 167.6   | 125.8   | 316.9   | 339.9   | 609.3   | 固定资产周转天数       | 98     | 110    | 109    | 105    | 92    |
| 其他流动资产       | 27.6    | 15.9    | 22.6    | 32.3    | 46.7    | 流动营业资本周转天数     | 59     | 17     | -1     | -6     | -11   |
| 可供出售金融资产     | 62.1    | 110.3   | 57.5    | 76.6    | 81.5    | 流动资产周转天数       | 239    | 186    | 156    | 155    | 152   |
| 持有至到期投资      | -       | -       | -       | -       | -       | 应收帐款周转天数       | 77     | 59     | 56     | 53     | 51    |
| 长期股权投资       | 454.7   | 444.2   | 479.7   | 556.5   | 673.3   | 存货周转天数         | 37     | 22     | 23     | 24     | 24    |
| 投资性房地产       | 22.4    | 24.8    | 24.8    | 24.8    | 24.8    | 总资产周转天数        | 661    | 633    | 606    | 503    | 399   |
| 固定资产         | 459.7   | 996.9   | 1,068.9 | 1,766.7 | 1,816.7 | 投资资本周转天数       | 434    | 407    | 414    | 322    | 218   |
| 在建工程         | 24.9    | 17.7    | 858.5   | 176.7   | 132.8   |                |        |        |        |        |       |
| 无形资产         | 76.2    | 648.9   | 725.0   | 783.9   | 816.2   | <b>费用率</b>     |        |        |        |        |       |
| 其他非流动资产      | 931.3   | 1,675.4 | 1,383.3 | 1,413.8 | 1,304.1 | 销售费用率          | 11.6%  | 10.7%  | 10.4%  | 8.8%   | 7.6%  |
| 资产总额         | 3,301.1 | 5,121.7 | 6,334.9 | 7,243.4 | 8,337.0 | 管理费用率          | 8.0%   | 10.1%  | 9.9%   | 9.0%   | 8.1%  |
| 短期债务         | 116.0   | 523.0   | 437.8   | 838.5   | 631.1   | 财务费用率          | 2.4%   | 3.4%   | 1.9%   | 1.2%   | 0.4%  |
| 应付帐款         | 210.3   | 435.4   | 615.1   | 994.1   | 1,408.2 | 三费/营业收入        | 22.0%  | 24.3%  | 22.2%  | 19.0%  | 16.1% |
| 应付票据         | -       | -       | -       | -       | -       | <b>投资回报率</b>   |        |        |        |        |       |
| 其他流动负债       | 109.6   | 348.7   | 932.6   | 849.8   | 1,196.6 | ROE            | 16.8%  | 19.4%  | 17.1%  | 18.6%  | 24.4% |
| 长期借款         | 4.3     | 625.1   | 803.3   | 392.4   | -       | ROA            | 12.2%  | 8.9%   | 7.7%   | 8.9%   | 12.6% |
| 其他非流动负债      | 768.7   | 782.0   | 776.0   | 796.0   | 806.0   | ROIC           | 20.4%  | 25.6%  | 15.4%  | 15.3%  | 24.5% |
| 负债总额         | 1,208.8 | 2,714.1 | 3,564.8 | 3,870.7 | 4,041.9 | <b>分红指标</b>    |        |        |        |        |       |
| 少数股东权益       | -1.9    | 51.7    | 79.5    | 117.1   | 155.6   | DPS(元)         | -      | 0.06   | 0.05   | 0.05   | 0.10  |
| 股本           | 1,244.2 | 1,244.2 | 1,244.2 | 1,244.2 | 1,244.2 | 分红比率           | 0.0%   | 16.3%  | 12.8%  | 9.7%   | 12.9% |
| 留存收益         | 846.3   | 1,097.0 | 1,446.5 | 2,011.4 | 2,895.3 | 股息收益率          | 0.0%   | 0.8%   | 0.6%   | 0.6%   | 1.4%  |
| 股东权益         | 2,092.3 | 2,407.6 | 2,770.2 | 3,372.7 | 4,295.1 |                |        |        |        |        |       |
|              |         |         |         |         |         | <b>业绩和估值指标</b> |        |        |        |        |       |
| <b>现金流量表</b> |         |         |         |         |         |                |        |        |        |        |       |
|              | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   | EPS(元)         | 0.28   | 0.37   | 0.37   | 0.49   | 0.81  |
| 净利润          | 402.1   | 455.6   | 461.2   | 604.3   | 1,009.5 | BVPS(元)        | 1.68   | 1.89   | 2.16   | 2.62   | 3.33  |
| 加:折旧和摊销      | 80.4    | 132.2   | 184.3   | 273.7   | 329.1   | PE(X)          | 26.3   | 20.2   | 20.1   | 15.3   | 9.2   |
| 资产减值准备       | 47.6    | 114.9   | -       | -       | -       | PB(X)          | 4.4    | 3.9    | 3.4    | 2.8    | 2.2   |
| 公允价值变动损失     | -0.9    | 1.5     | -0.7    | -0.0    | 0.3     | P/FCF          | 10.9   | 292.0  | 234.3  | 22.4   | 18.7  |
| 财务费用         | 48.1    | 85.1    | 64.4    | 58.3    | 26.8    | P/S            | 5.5    | 3.9    | 2.7    | 1.9    | 1.3   |
| 投资损失         | -150.0  | -326.2  | -159.9  | -134.3  | -128.0  | EV/EBITDA      | 17.1   | 17.0   | 13.8   | 9.8    | 6.1   |
| 少数股东损益       | 50.1    | -2.5    | 27.8    | 37.7    | 38.4    | CAGR(%)        | 16.9%  | 32.0%  | 21.8%  | 16.9%  | 32.0% |
| 营运资金的变动      | -433.9  | -83.2   | 188.4   | 71.7    | 99.3    | PEG            | 1.6    | 0.6    | 0.9    | 0.9    | 0.3   |
| 经营活动产生现金流量   | 99.5    | 192.9   | 765.5   | 911.3   | 1,375.4 | ROIC/WACC      | 2.2    | 2.7    | 1.6    | 1.6    | 2.6   |
| 投资活动产生现金流量   | 54.0    | -589.5  | -915.9  | -224.0  | -260.9  |                |        |        |        |        |       |
| 融资活动产生现金流量   | 321.0   | 72.0    | 356.4   | -410.9  | -701.6  |                |        |        |        |        |       |

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 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

付宇娣声明，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**

华金证券股份有限公司（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：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn