

2018年03月01日

## 光线传媒 (300251.SZ)

### 携发行优势，局部垄断票务入口，公司白马属性突出

■受益于院线的持续扩张与渠道下沉以及中国电影产业的持续升级，全国票房增速明显回升。2017年全国票房在《战狼2》、《羞羞的铁拳》等优质国产片的推动下，全年同比增速达15.02%，较2016年仅3.75%的增速明显回升。随着中国电影产业的不断升级，国产影片质量持续提升，助力2018年春节档票房同比增长超60%，国产片票房号召力快速提升，国内优质电影制作、发行公司将充分受益。

■光线传媒利用自身在电影发行上的优势，以“低成本+大宣传”的模式推出《泰囧》、《致青春》等多部高票房影片，并引领类型片潮流，具备出色的电影投资、制作能力以及丰富的项目储备，随着国产片票房号召力的提升，其电影业务业绩有望快速增长。

■参股公司猫眼文化在与微影时代合并后，顺利成为市占率最高的在线票务平台并获得微信流量入口，逐渐拓展电影发行、投资业务。并且猫眼文化拥有的线上渠道及大量用户数据可与光线传媒的线下内容制作与地推团队形成互补，帮助光线参与到更多优质项目当中。

■投资建议：随着全国票房增速在优质国产片推动下明显回升，公司因在电影制作与发行，尤其在类型片上拥有深厚基础，具备打造热门影片的能力，有望充分受益；公司参股公司猫眼文化与微影时代合并，进一步扩大市占率，在向电影投资、发行转型的同时，与公司线下发行能力形成互补；在此基础上，公司加强电视剧、直播等业务，并布局游戏、音乐等领域，泛娱乐生态已成型。我们预计公司17-19年净利润分别为8.18亿元、10.78亿元、12.88亿元，对应每股收益分别为0.28元、0.37元、0.44元。考虑到公司借猫眼局部垄断线上票务平台的稀缺性，给予公司18年40X估值，对应六个月目标价14.80元，维持“买入-A”评级。

■风险提示：影视项目进度、收益低于预期，政策监管趋严等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,523.3	1,731.3	1,869.8	2,524.3	3,155.3
净利润	402.1	740.9	817.9	1,077.6	1,287.9
每股收益(元)	0.14	0.25	0.28	0.37	0.44
每股净资产(元)	2.34	2.40	1.89	2.29	2.68

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	93.2	50.6	45.8	34.8	29.1
市净率(倍)	5.5	5.3	6.7	5.6	4.8
净利润率	26.4%	42.8%	43.7%	42.7%	40.8%
净资产收益率	5.9%	10.5%	14.7%	16.0%	16.4%
股息收益率	0.4%	0.3%	0.6%	0.8%	0.8%
ROIC	19.8%	22.9%	26.9%	31.9%	32.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司动态分析

证券研究报告

广播电视

投资评级 **买入-A**

维持评级

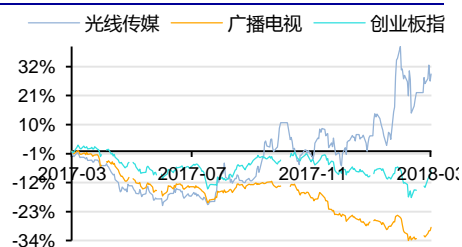
6个月目标价：**14.80元**

股价(2018-03-01) **12.77元**

### 交易数据

总市值(百万元)	37,462.18
流通市值(百万元)	35,143.39
总股本(百万股)	2,933.61
流通股本(百万股)	2,752.03
12个月价格区间	7.88/13.80元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.32	29.47	37.65
绝对收益	-1.16	30.57	30.52

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001  
jiaojuan@essence.com.cn  
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002  
wangzx2@essence.com.cn

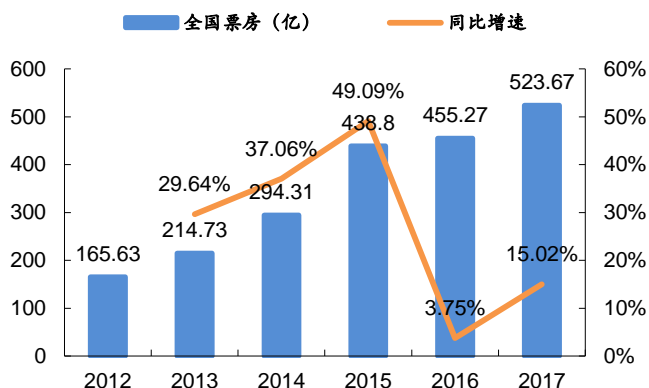
### 相关报告

- 光线传媒：精品动画电影  
领先者，泛娱乐布局初步  
完成/焦娟 2017-07-02
- 光线传媒：目标为以发行  
为龙头的综合电影公司/焦  
娟 2017-01-18

## 1. 票房回暖，国产片吸引力快速提升

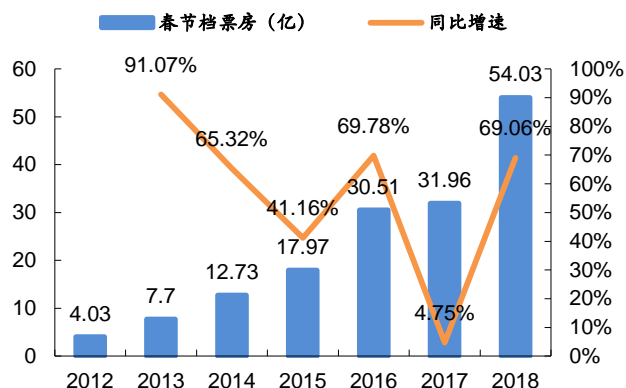
2017年全国票房在扣除服务费后为523.57亿，同比增长15.02%，较2016年仅3.75%的增速已明显回升。2017年全国票房增速回升一方面受益于影院数与银幕数的快速增长(2017年底全国银幕数已突破5万块)，且逐步覆盖更多的低线城市，从而让更多观众有机会走入影院；另一方面更多优质进口片的引入及国产片质量的提升吸引了更多的观众，且低线城市人群对娱乐需求的提升也成为助推票房提升的新动力。

图 1：2012-2017 年全国票房（扣除服务费）及增速



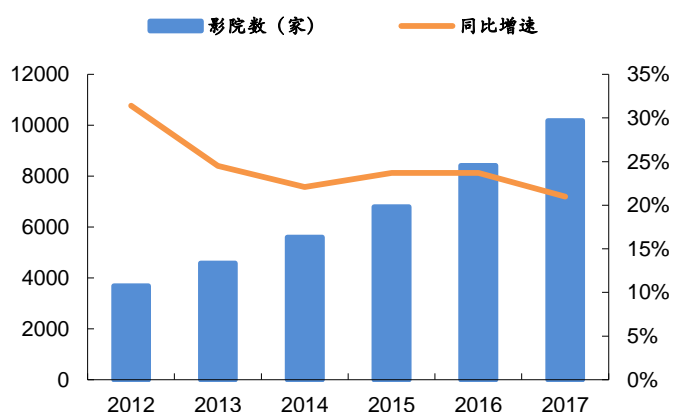
资料来源：艺恩，安信证券研究中心

图 2：2012-2018 年春节档票房（扣除服务费）及增速



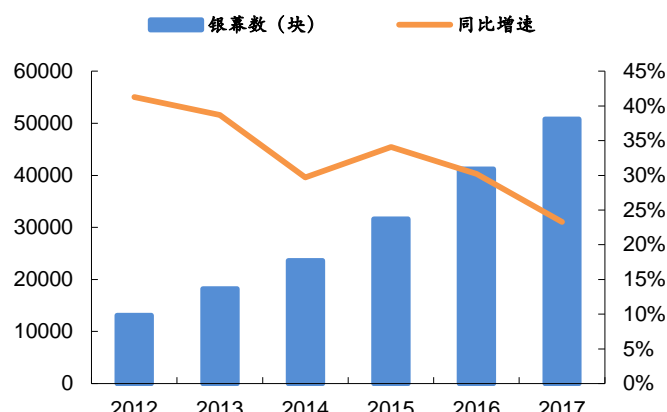
资料来源：艺恩，安信证券研究中心

图 3：2012-2017 年全国影院数及增速



资料来源：中商产业研究院，安信证券研究中心

图 4：2012-2017 年全国银幕数及增速



资料来源：中商产业研究院，安信证券研究中心

根据艺恩网数据，2017年排名前五的影片中有四部为国产片，自2012年以来数量最多，且其中出现国内历史票房最高的《战狼2》(53.07亿)以及历史票房前十的《羞羞的铁拳》(20.57亿)，充分体现国产片质量的提升对观众吸引力的加强。《战狼2》、《羞羞的铁拳》的成功展现了中国电影产业升级的三大转型点：1)《战狼2》采用了“制片人中心制”，吴京身为本片的制片人采用了最匹配当前主旋律的剧本，选取最匹配的资源并最优化的运用；2)《战狼2》、《羞羞的铁拳》都是类型片的代表，影片的明确分类帮助主创团队选择最为合适的剧本及最为专业的演员与制作人员；3)《战狼2》主创团队与海外顶尖的团队合作，打造了全球领先的特效画面，给予观众最好的感官享受。

2018年，一直由国产片构成的春节档6天全国票房合计54.03亿(扣除服务费后)，同比增长69.06%；其中《唐人街探案2》、《捉妖记2》、《红海行动》先后突破10亿大关，截至2月25日，以上三部影片票房都突破20亿大关，充分展现国产片强大的票房号召力。从春节

档的超高票房展望全年，全国票房及国产票房有望较 2017 年再度提升。

表 1：2018 年春节档票房 Top5（包含服务费）

排名	电影名	票房（亿）	票房占比
1	唐人街探案 2	18.97	33.28%
2	捉妖记 2	17.07	29.94%
3	红海行动	11.98	21.02%
4	西游记女儿国	4.29	7.53%
5	熊出没·变形记	3.66	6.42%
前 5 名合计		55.97	98.19%
春节档总计		57.00	100%

资料来源：艺恩，安信证券研究中心

## 2. “低成本”爆款领先者，类型片潮流引领者

光线传媒从最初的电视栏目到电视剧，随后在电视端衰落后转向电影市场，一直是根据市场及时调整乃至引导潮流的影视公司。光线主导的电影充分发挥自身在发行上的优势，以“小制作+大宣传”来吸引观众，主打喜剧片、青春片、动画片等题材，这种“以小博大”的方式基本保证公司影片的收益率，并成功打造《泰囧》、《致青春》、《嫌疑人 X 的献身》等多部“低成本”爆款。与此同时，光线传媒也利用自身在电影发行上的优势，参与《美人鱼》、《寻龙诀》等多部高票房影片，获取并积累更多业内优质资源，根据时光网数据，2011-2016 年光线传媒参与的影片票房一直位列全国民营电影公司前三位。

光线传媒通过近几年在电影领域的不断尝试，深耕“喜剧片”（《港囧》、《泰囧》、《分手大师》、《恶棍天使》）、“青春片”（《从你的全世界路过》、《致青春》、《匆匆那年》）、“动画片”（《你的名字》、《大鱼海棠》）等领域，不仅建立了自身的电影品牌，也为国内类型片潮流开创先河。

表 2：光线传媒参与电影票房 Top15

排名	时间	片名	类型	票房（亿）	参与方式
1	2016	美人鱼	喜剧	33.9	出品
2	2015	寻龙诀	奇幻	16.3	联合出品
3	2015	港囧	喜剧	16.1	出品
4	2012	泰囧	喜剧	12.6	出品
5	2016	从你的全世界路过	爱情	8.1	出品
6	2017	大闹天竺	喜剧	7.6	出品
7	2013	致我们终将逝去的青春	青春	7.1	联合出品
8	2014	爸爸去哪儿大电影	喜剧	6.9	联合出品
9	2014	分手大师	喜剧	6.6	出品
10	2015	恶棍天使	喜剧	6.4	出品
11	2014	匆匆那年	青春	5.8	出品
12	2016	你的名字。	动画	5.7	片方
13	2016	大鱼海棠	动画	5.6	出品
14	2013	中国合伙人	励志	5.3	联合发行
15	2015	左耳	青春	4.8	出品

资料来源：艺恩，安信证券研究中心

根据艺恩网数据，光线传媒参与的动画片《熊出没·变形记》于 2018 年春节档上映获得较高票房（春节档 6 日 3.66 亿），位列春节档第 5 位，再次证明光线传媒在动画片领域的强大实力。并且光线传媒拥有《鬼吹灯之龙岭迷窟》、《三体》、《风中有朵雨做的云》、《三重门》、

《少林寺》、《大鱼海棠2》、《阴阳师》等大量电影储备项目，预计将于2018-2019年相继上映，有望凭借在喜剧、青春、动画题材上的深厚基础以及参与奇幻等题材电影所积累的经验再次打造较高票房作品。同时公司还有《笑傲江湖》、《谁的青春不迷茫》、《左耳》、《星辰变》、《我欲封天》、《金棺陵兽》等电视剧储备项目，《东宫》、《怪医黑杰克》等网剧储备项目，有望受益于电视剧版权价格的提升及多元化变现渠道为业绩增长做出贡献。

表3：光线传媒电影储备项目

序号	电影名称(暂定)	进展	主创人员
1	鬼吹灯之龙岭迷窟	制作中	导演非行
2	三体	制作中	主演冯绍峰、张静初
3	保持沉默	制作中	主演周迅、吴镇宇
4	风中有朵雨做的云	制作中	导演娄烨
5	东北往事	制作中	导演孔二狗
6	三重门	2017年计划开始制作	导演韩寒
7	少林寺	2017年计划开始制作	待定
8	笑傲江湖	2017年计划开始制作	待定
9	鬼吹灯之云南虫谷	2017年计划开始制作	导演非行
10	深海里的星星	2017年计划开始制作	待定
11	东宫	2017年计划开始制作	待定
12	沙漏	2017年计划开始制作	待定
13	天才游戏	2017年计划开始制作	导演程亮
14	动物世界	制作中	导演韩延
15	一出好戏	制作中	导演黄渤
16	查理九世	制作中	导演王竞
17	昨日青空	制作中	导演奚超
18	哪吒之魔童降世	制作中	导演饺子
19	凤凰之千年公主	制作中	导演毛启超
20	西游记	制作中	导演胡一泊
21	姜子牙	制作中	导演李炜、程腾
22	深海	制作中	导演田晓鹏
23	悲伤逆流成河	制作中	导演落落
24	叶问外传：张天志	制作中	导演袁和平 主演张晋、托尼·贾、柳岩
25	大鱼海棠2	前期策划	导演梁旋、张春
26	暴走漫画之白日梦	前期策划	导演王尼玛
27	死亡通知单：暗黑者	前期策划	导演邱礼涛
28	西游记之大圣闹天宫	前期策划	导演田晓鹏
29	BOBO&TOTO	前期策划	待定
30	莽荒纪	前期策划	待定
31	救命，我变成了一条狗	前期策划	待定
32	十八岁，给我一个姑娘	前期策划	待定
33	阴阳师	前期策划	待定
34	浮生物语	前期策划	待定
35	美男子	前期策划	待定
36	阳光姐妹淘	前期策划	待定

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3. 猫眼微影合并，巩固线上渠道优势

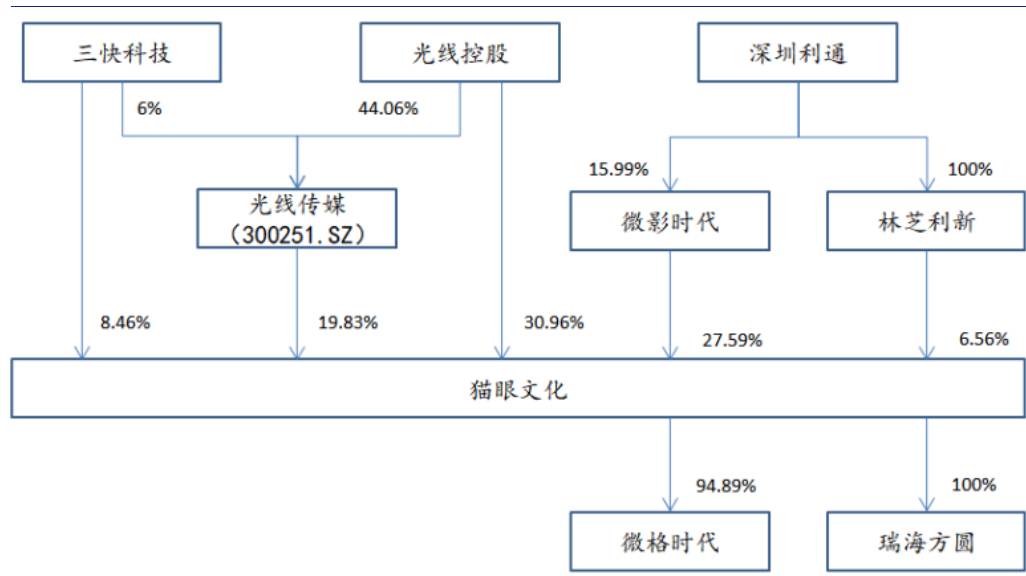
根据公司公告，2017年9月21日光线传媒参股公司猫眼文化与微影时代、林芝利新、微格时代及瑞海方圆签署《增资认购协议》。在第一次发股完成后，光线传媒持有猫眼文化19.83%



股权，光线控股直接持有猫眼文化 30.96% 股权。微影时代将其电影票务及演出业务与权益（包括娱乐儿 App、格瓦拉生活 App 及相关资产与多个独家票务入口等）与猫眼文化进行合并。

此次整合后，猫眼不仅减少了一个强大的竞争对手且获得较大的市场领先优势（根据易观智库数据，2017 年 3 季度猫眼微影、淘票票、百度糯米分别以 52.5%、34.44%、8.34% 位列在线票务市场前三位）；更重要的是猫眼获得了微信这一重要流量入口，用户通过微信搜索电影名时会自动推荐猫眼电影的微信小程序进行购票，并且猫眼也被列为微信钱包的服务之一。

图 5：猫眼文化股权结构（《增资认购协议》第一次发股完成后）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

根据艺恩网数据，2017 年全国电影票房近 80% 都来自于在线票务平台。整合后的猫眼微影作为目前市场份额最大的在线票务平台，覆盖最多的用户、影院，可借助互联网强大的宣传优势以及对海量用户的数据分析，逐渐向发行平台扩展，开始选择片源、对接影院，甚至参与投资、对赌票房。2015 年猫眼文化以电影发行为主，参与到《港囧》、《杀破狼 2》等多部高票房影片当中；2016 年其逐步开始参与出品，并推出《美人鱼》、《羞羞的铁拳》、《捉妖记 2》等超 20 亿票房的优质影片。

表 4：猫眼文化参与电影票房 Top10

排名	时间	片名	类型	票房(亿)	参与方式
1	2016	美人鱼	喜剧	33.92	联合出品/发行
2	2017	羞羞的铁拳	喜剧	22.02	联合出品/发行
3	2018	捉妖记 2	喜剧	20.25	联合出品
4	2017	前任 3: 再见前任	喜剧	19.4	联合出品
5	2017	西游伏妖篇	喜剧	16.56	联合出品
6	2015	港囧	喜剧	16.14	发行
7	2015	唐人街探案	喜剧	8.24	联合出品
8	2017	大闹天竺	喜剧	7.58	联合出品/发行
9	2016	使徒行者	警匪	6.06	发行
10	2015	杀破狼 2	动作	5.6	发行

资料来源：艺恩，安信证券研究中心

在与微影时代合并后，猫眼成为市占率最高的票务平台，并且成为最强的电影线上发行入口，拥有大量用户行为数据为光线传媒提供营销指导以及流量导入，提高光线传媒的电影发行效率。而光线传媒拥有极强的影视内容制作及地推团队，其覆盖的线下场景可对线上虚拟世界进行补充，充分发挥线下场景变现的可延展性，包括衍生品、实景娱乐等方式。从猫眼文化的参与项目可以看出，虽然光线系是猫眼文化的最大股东，但并未将猫眼限制在光线业务体系内，而是鼓励猫眼参与到其他公司的优质项目中。光线传媒也希望能够将猫眼文化打造成第二个光线，从而在未来参与到更多的优质影视动漫内容中。

根据公司公告，在 2017 年 9 月 21 日公告的微影时代与林芝利新对猫眼文化增资交易的第一次发股时，微影时代将其持有的微格时代整体估值中价值 37.71 亿元的部分认购猫眼文化发股完成后的 27.59% 股权，按照这一比例计算，整合后的猫眼文化估值约为 137 亿元，光线传媒所持有的 19.83% 股权对价约为 27 亿元。根据新浪科技数据，2017 年 11 月 11 日，猫眼确认获得腾讯 10 亿元融资，最新估值超 200 亿元；若此次融资按照 200 亿元估值计算，融资后光线传媒将持有猫眼文化 18.84% 股权，对价约为 38 亿元。

#### 4. 全面布局泛娱乐，完善全产业链

公司目前已投资近 60 家公司，对外投资业务布局初步完成。除影视、动漫外，公司在游戏、VR、在线票务、实景娱乐、网红电商等泛娱乐领域皆有所布局，构建完整泛娱乐生态，可围绕核心 IP 向电影、电视剧、游戏、音乐、实景娱乐、衍生品电商等多个方向开发、拓展，将 IP 的变现能力最大化。同时，公司布局在线票务平台、在线视频、视频直播等多个发行、放映渠道，不仅可以保证公司项目在发行、放映环节的优势，也可以发掘优质项目，为公司带来投资收益贡献。

表 5：公司影视外泛娱乐投资布局（部分）

类型	公司名	关系	主要业务/项目
游戏	大连天神娱乐股份有限公司	参股公司	游戏开发，娱乐性展示
	广州仙海网络科技有限公司	控股公司	游戏开发
	北京七彩柠檬科技有限公司	全资子公司参股公司	手游开发
	北京玄银互动科技有限公司	全资子公司参股公司	移动平台游戏的自主研发
	日本通曜	全资孙公司参股公司	游戏开发、运营、版权交易
VR	杭州热锋网络科技有限公司	全资子公司	手游开发
	北京七维视觉科技有限公司	全资子公司	VR
	北京卓研时代科技有限公司	参股公司	VR
在线票务	天津猫眼文化传媒有限公司	参股公司	在线票务、影视发行
音乐	北京多米在线科技股份有限公司	参股公司	多米音乐
实景娱乐	HERO VENTURES LLC	全资孙公司参股公司	实景娱乐业务
视频云服务	杭州当虹科技有限公司	参股公司	
网红电商	杭州缙苏电子商务有限公司	全资子公司参股公司	为网红明星量身打造个人服饰品牌
视频直播	浙江齐聚科技有限公司	控股公司	娱乐竞技视频直播平台
出版发行	湖南魅丽文化传媒股份有限公司	参股公司	出版发行
金融	上海华晟领势创业投资合作企业	参股企业	创业投资、创业投资咨询
	上海华晟股权投资管理有限公司	全资子公司参股公司	创业投资、股权投资
	上海华晟信选创业投资管理中心	全资子公司参股企业	创业投资管理、投资咨询
	经纬创腾创业投资合伙企业	参股企业	投资基金

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

根据公司公告、wind、IT 桔子数据，在光线传媒投资的公司中，天神娱乐、欢瑞世纪都已上市，新丽传媒也在等待上市，2 家公司登陆新三板；多米音乐等公司也经历多轮融资，估值

迅速增长；同时光线传媒管理的基金也投资了链家、英雄互娱、分众传媒等独角兽企业。光线传媒的对外投资不仅完善了公司的战略布局，也为公司带来资产增值的贡献。

## 5. 投资建议

随着国内影院的持续扩张与渠道下沉以及国产影片质量的持续提升，全国票房增速明显回升，公司因在电影制作与发行，尤其在类型片上拥有深厚基础，具备打造热门影片的能力，有望充分受益；公司参投公司猫眼文化与微影时代合并，进一步扩大市占率，在向电影投资、发行转型的同时，与公司线下发行能力形成互补；公司加强电视剧、直播等业务，并布局游戏、音乐等领域，泛娱乐生态初步成型。我们预计公司 17-19 年净利润分别为 8.18 亿元、10.78 亿元、12.88 亿元，对应每股收益分别为 0.28 元、0.37 元、0.44 元。考虑到公司借猫眼局部垄断线上票务平台的稀缺性，给予公司 18 年 40X 估值，对应六个月目标价 14.80 元，维持“买入-A”评级。

## 6. 风险提示

影视项目进度、收益低于预期，政策监管趋严等风险。

## 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
<b>营业收入</b>	1,523.3	1,731.3	1,869.8	2,524.3	3,155.3	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,010.2	875.2	937.7	1,263.4	1,579.2	营业收入增长率	25.1%	13.7%	8.0%	35.0%	25.0%
营业税费	1.9	5.6	7.1	7.0	10.3	营业利润增长率	5.2%	83.4%	7.0%	30.8%	19.4%
销售费用	13.0	69.3	74.8	90.9	112.0	净利润增长率	22.1%	84.3%	10.4%	31.7%	19.5%
管理费用	87.0	151.6	145.7	188.1	233.5	EBITDA 增长率	4.2%	75.3%	5.4%	30.3%	18.1%
财务费用	21.0	12.5	-	-	-	EBIT 增长率	4.8%	77.7%	5.4%	30.8%	19.4%
资产减值损失	32.8	99.6	53.8	62.1	71.8	NOPLAT 增长率	16.4%	75.7%	13.0%	30.8%	19.4%
加:公允价值变动收益	0.1	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	投资资本增长率	52.4%	-3.9%	10.1%	16.3%	2.0%
投资和汇兑收益	75.7	277.4	200.0	200.0	180.0	净资产增长率	114.7%	2.1%	-20.5%	21.0%	16.9%
<b>营业利润</b>	433.3	794.8	850.7	1,112.9	1,328.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	20.8	20.9	18.6	20.1	19.9	毛利率	33.7%	49.4%	49.9%	50.0%	50.0%
<b>利润总额</b>	454.1	815.7	869.3	1,133.0	1,348.3	营业利润率	28.4%	45.9%	45.5%	44.1%	42.1%
减:所得税	37.4	75.7	23.9	31.2	37.1	净利润率	26.4%	42.8%	43.7%	42.7%	40.8%
<b>净利润</b>	402.1	740.9	817.9	1,077.6	1,287.9	EBITDA/营业收入	30.7%	47.4%	46.3%	44.6%	42.2%
						EBIT/营业收入	29.8%	46.6%	45.5%	44.1%	42.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	6	5	3	1	0
货币资金	1,512.4	1,520.1	298.6	675.8	1,762.4	流动营业资本周转天数	225	229	205	217	210
交易性金融资产	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	流动资产周转天数	694	724	538	447	508
应收账款	1,223.1	1,078.3	1,163.3	2,088.4	1,925.5	应收账款周转天数	241	239	216	232	229
应收票据	-	-	0.2	0.0	0.1	存货周转天数	100	89	81	81	83
预付账款	139.0	124.4	281.8	188.4	393.9	总资产周转天数	1,557	1,803	1,555	1,142	1,091
存货	387.2	467.6	370.6	769.0	690.5	投资资本周转天数	627	653	623	523	454
其他流动资产	423.3	82.0	196.7	234.0	170.9	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	2,103.5	3,404.6	2,183.2	2,563.8	2,717.2	ROE	5.9%	10.5%	14.7%	16.0%	16.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.1%	8.1%	12.1%	12.2%	13.0%
长期股权投资	1,427.5	1,685.7	1,685.7	1,685.7	1,685.7	ROIC	19.8%	22.9%	26.9%	31.9%	32.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	28.0	24.6	11.5	-1.5	-3.5	销售费用率	0.9%	4.0%	4.0%	3.6%	3.6%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	5.7%	8.8%	7.8%	7.5%	7.4%
无形资产	2.5	1.9	0.8	-	-	财务费用率	1.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	941.8	759.6	806.4	809.3	775.5	三费/营业收入	7.9%	13.5%	11.8%	11.1%	11.0%
<b>资产总额</b>	8,189.2	9,149.5	6,999.6	9,013.8	10,119.0	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	14.9%	22.2%	19.1%	24.0%	20.9%
应付账款	814.0	756.2	563.2	1,328.4	1,144.9	负债权益比	17.5%	28.6%	23.7%	31.6%	26.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	3.77	3.84	2.82	2.61	3.72
其他流动负债	164.9	95.4	256.0	187.7	184.1	速动比率	3.37	3.29	2.37	2.10	3.20
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	21.67	64.46			
其他非流动负债	239.4	1,180.5	520.3	646.7	782.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,218.3	2,032.1	1,339.4	2,162.9	2,111.5	DPS(元)	0.05	0.04	0.08	0.10	0.11
少数股东权益	99.0	82.3	109.8	134.1	157.4	分红比率	36.5%	15.8%	28.9%	27.1%	23.9%
股本	1,466.8	2,933.6	2,933.6	2,933.6	2,933.6	股息收益率	0.4%	0.3%	0.6%	0.8%	0.8%
留存收益	4,107.2	3,256.3	2,616.7	3,783.3	4,916.6						
<b>股东权益</b>	6,970.9	7,117.4	5,660.1	6,851.0	8,007.5						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EPS(元)	0.14	0.25	0.28	0.37	0.44
净利润	416.6	740.0	817.9	1,077.6	1,287.9	BVPS(元)	2.34	2.40	1.89	2.29	2.68
加:折旧和摊销	19.2	22.5	14.2	13.8	2.0	PE(X)	93.2	50.6	45.8	34.8	29.1
资产减值准备	32.8	99.6	-	-	-	PB(X)	5.5	5.3	6.7	5.6	4.8
公允价值变动损失	-0.1	0.0	-0.0	0.0	-0.0	P/FCF	-31.4	21.4	-309.5	57.9	28.0
财务费用	29.1	21.4	-	-	-	P/S	24.6	21.6	20.0	14.8	11.9
投资损失	-75.7	-277.4	-200.0	-200.0	-180.0	EV/EBITDA	87.0	30.1	40.8	30.8	25.3
少数股东损益	14.5	-1.0	27.5	24.3	23.3	CAGR(%)	38.3%	21.0%	33.9%	38.3%	21.0%
营运资金的变动	-895.1	667.9	-373.4	-568.6	-46.2	PEG	2.4	2.4	1.3	0.9	1.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	397.7	746.9	286.2	347.1	1,087.0	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,182.4	-1,500.6	1,421.5	-180.6	26.6	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	1,715.9	761.6	-2,929.2	210.8	-27.0						

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、王中骁声明，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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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