

2018年04月22日

光线传媒 (300251.SZ)

动态分析

2017 年年报点评：电影稳健电视剧成新增长极，猫眼数据价值具备赛道优势

投资要点

- ◆ 公司于 2018 年 4 月 20 日晚发布 2017 年年报。报告期内，公司实现营业收入 184,345.28 万元，同比增长 6.48%；净利润 82,121.42 万元，同比增长 10.98%；归属于母公司所有者的净利润 81,515.69 万元，同比增长 10.02%，实现扣非净利润 4.61 亿元，YoY-11.1%，基本符合我们此前预期。
- ◆ 毛利率略走低，净利率稳健。公司在 2017 年毛利率为 41.3%，较 2016 年下降 8.2pct。净利率为 44.2%，较 2016 年上升 1.4pct。公司在 2017 年实现 3.7 亿投资收益（其中 1.27 亿来自增持猫眼转投资收益、8009 万来自于丧失浙江齐聚后的投资收益结转、1.41 亿来自于杭州热锋业绩对赌未完成的补偿收入）、1.6 亿营业外收入（会计政策调整增加原计入 2016 年度 1.13 亿政府补助所致），尽管计提 1.75 亿资产减值损失，仍然保障了净利率的持续稳健。
- ◆ 电影依然稳健，动画迎来开花时节。2017 年度，公司实现电影业务营业收入 12.38 亿，占比 67%，视频直播业务 4.91 亿元，占比 27%，电视剧 5051 万，占比 3%，游戏及其他业务 6332 万，占比 3%。
- ◆ 5.86 亿分红 10 派 2 回馈股东，公司分红率达 72%。公司在 2017 年年报中称，在符合利润分配原则、保证公司正常经营和长远发展的前提下，为回报股东，公司 2017 年度利润分配预案为：以公司总股本 2,933,608,432 股为基数，拟每 10 股派发现金股利人民币 2.00 元（含税），共计派发人民币 586,721,686.40 元。公司现金分红/净利润比达到 72%。
- ◆ 电影项目储备稳健充沛，电视剧项目蓄势待发。公司在年报中，公布了 2018 年预计上映的 18 个项目（其中 5 部已上映），预计制作项目 20 部。我们继续看好公司低成本+高收益的电影投资能力以及强发行能力，以及在猫眼投资上取得的业务合力。
- ◆ 投资建议：考虑出售新丽传媒带来的投资收益（22.66 亿），预测公司 2018-2020 年每股收益为 0.99/0.30/0.32 元，对应 PE 11.0/36.4/33.8，不考虑出售新丽的投资收益，则备考每股收益为 0.23/0.31/0.33 元，假设公司净利润对应 27XPE，则目标市值 180 亿，考虑到猫眼的市值部分（假设猫眼上市，市值 600 亿则公司股份计算约 180 亿），则公司目标市值 360 亿，我们继续看好公司猫眼的大数据+强宣发能力，以及通过大数据带来的跨越式想象力，上调评级，买入-B 评级。
- ◆ 风险提示：影视项目票房不达预期的风险，影视项目完成时间不达预期的风险，政策风险，市场震荡的风险。

传媒 | 广播电视 III

投资评级

买入-B(上调)

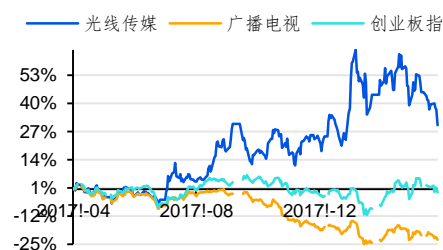
股价(2018-04-20)

10.89 元

交易数据

总市值（百万元）	31,947.00
流通市值（百万元）	29,969.58
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	7.81/13.97 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.74	2.36	33.31
绝对收益	-12.32	5.52	30.25

分析师

付宇娣

SAC 执业证书编号：S0910517090002

fuyudi@huajinsec.cn

021-20377039

相关报告

光线传媒：向腾讯出售新丽获 22.66 亿税前投资收益，绑定优质内容战略合作可期
2018-03-12

光线传媒：发行债券夯实资本实力，增持猫眼获得大幅收益
2017-10-24

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	1,731.3	1,843.5	1,679.7	2,225.1	2,693.1
同比增长(%)	13.7%	6.5%	-8.9%	32.5%	21.0%
营业利润(百万元)	794.8	672.0	2,879.5	856.9	907.0
同比增长(%)	83.4%	-15.4%	328.5%	-70.2%	5.9%
净利润(百万元)	740.9	815.2	2,913.4	878.8	944.0
同比增长(%)	84.3%	10.0%	257.4%	-69.8%	7.4%
每股收益(元)	0.25	0.28	0.99	0.30	0.32
PE	43.1	39.2	11.0	36.4	33.8
PB	4.5	3.8	3.2	3.0	2.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、公司年报概览：营收同比 6.48%，归母净利润同比 10.02%。	4
1、营收稳中有升+10.98%，净利润稳健 10.02%，扣非下降-11.1%.....	4
2、公司主营情况：电影依然稳健，动画迎来开花时节，	5
二、2018 年：出售新丽获得投资收益有望加码业务投资，主营业务稳健并培植新一极增长	6
三、盈利预测与投资建议	9
四、风险提示	9

图表目录

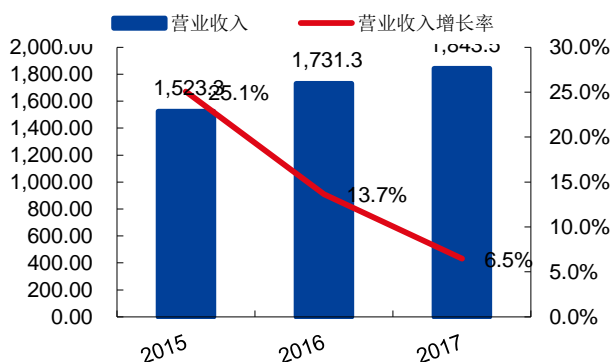
图 1：公司 2015-2017 营业收入及增长率	4
图 2：公司 2015-2017 净利润及增长率	4
图 3：公司毛利率略降，净利率略升	5
图 4：公司三费情况	5
图 5：公司 2017 年度各业务主营收入及占比（百万元）	6
图 6：公司 2015-2017 年度主营情况	6
表 1：公司 2015-2017 分红金额及分红率	6
表 2：公司 2018 年预计上映电影项目	7
表 3：公司预计制作电影项目	8
表 4：预计制作、播出电视剧/网剧（含网络大电影）项目	8

一、公司年报概览：营收同比 6.48%，归母净利润同比 10.02%。

1、营收稳中有升+10.98%，净利润稳健 10.02%，扣非下降-11.1%

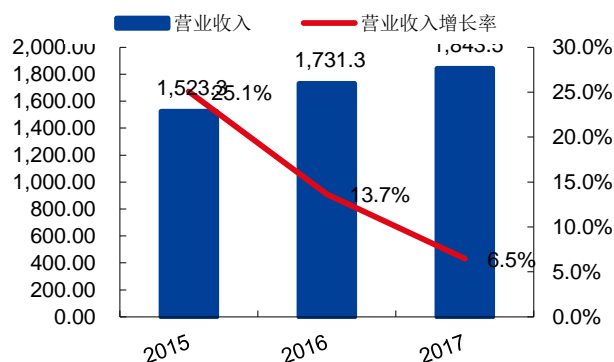
公司于 2018 年 4 月 20 日晚发布 2017 年年报。报告期内，公司实现营业收入 184,345.28 万元，同比增长 6.48%；净利润 82,121.42 万元，同比增长 10.98%；归属于母公司所有者的净利润 81,515.69 万元，同比增长 10.02%，实现扣非净利润 4.61 亿元，YoY-11.1%，基本符合我们此前预期。

图 1：公司 2015-2017 营业收入及增长率



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

图 2：公司 2015-2017 净利润及增长率



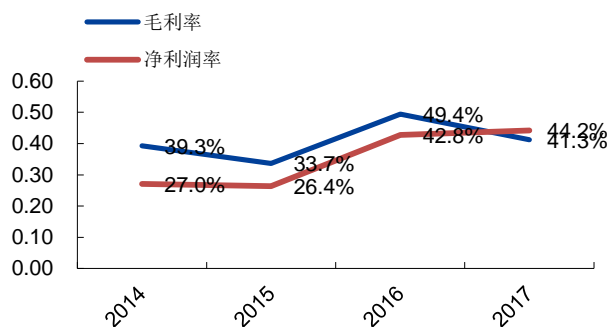
资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

毛利率略走低，净利率稳健。公司在 2017 年毛利率为 41.3%，较 2016 年下降 8.2pct。净利率为 44.2%，较 2016 年上升 1.4pct。公司在 2017 年实现 3.7 亿投资收益（其中 1.27 亿来自增持猫眼转投资收益、8009 万来自于丧失浙江齐聚后的投资收益结转、1.41 亿来自于杭州热锋业绩对赌未完成的补偿收入）、1.6 亿营业外收入（会计政策调整增加原计入 2016 年度 1.13 亿政府补助所致），尽管计提 1.75 亿资产减值损失，仍然保障了净利率的持续稳健。

增持猫眼获得投资收益明显。2017 年 9 月，公司以 9.999 亿元受让光线控股持有的猫眼 11.11% 股权，公司自此持有猫眼 30.11% 股权，2017 年 9 月 21 日，微影时代以其持有的微格时代 100% 股权作价 39.74 亿元、林芝利新以其持有的瑞海方圆 100% 股权作价 8.97 亿元对猫眼文化增资，交易完成后，公司持有 19.83% 猫眼股权，光线系继续主导猫眼。通过增持，公司在 2017 报年内获得 1.27 亿投资收益。

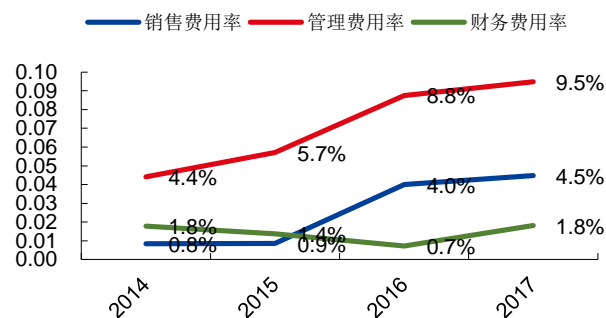
三费略升，仍占比重较小。公司 2017 年度销售费用率 9.5%，管理费用率 4.5%，财务费用率 1.8%，较 2016 年度分别上升 0.7/0.5/0.9pct。

图 3：公司毛利率略降，净利率略升



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

图 4：公司三费情况



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

2、公司主营情况：电影依然稳健，动画迎来开花时节，

2017 年度，公司实现电影业务营业收入 12.38 亿，占比 67%，视频直播业务 4.91 亿元，占比 27%，电视剧 5051 万，占比 3%，游戏及其他业务 6332 万，占比 3%。

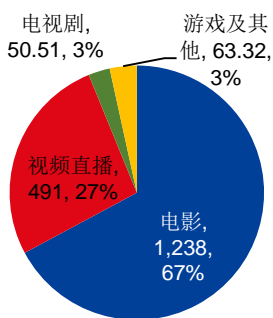
公司主营业务依然稳健。2017 年对于公司电影业务并不算大年，除《大闹天竺》在全国票房为 7.57 亿、排名 17 位之外，公司并无前二十票房入账，但从营收规模而言，公司投资电影回报愈发稳健。报告期内，公司完成电影业务营业收入 12.38 亿，与上一年度（12.34 亿）基本持平。公司电影业务平稳健康发展，参与投资、发行并计入 2017 年度票房收入的影片共十五部，其中：报告期内上映了《大闹天竺》《嫌疑人 X 的献身》《春娇救志明》《重返·狼群》《秘果》《三生三世十里桃花》《缝纫机乐队》及《心理罪之城市之光》等十三部影片；2016 年上映并有部分票房结转至本报告期的影片两部，包括《少年》《你的名字》。

直播业务增速迅猛，但在 2018 年度不再纳入合并范围。公司视频直播完成营收 4.91 亿元，占总营业收入 26.66%，YoY96.09%。视频直播浙江齐聚科技有限公司（以下简称“浙江齐聚”）表决权合计按照公司章程规定不再达到控制该公司的表决条件而丧失对该公司的控制权，根据浙江齐聚的章程规定，掌握四分之三以上投票权就可以对公司股东会进行控制，掌握五名董事的三分之二也就是四名董事表决权就可以对董事会进行控制，由于原授权方终止对董事长王长田先生及公司在浙江齐聚北京光线传媒股份有限公司董事会、股东会上的表决权授权，于 2017 年 12 月 29 日出具了《终止授权书》，公司在浙江齐聚的董事会上的表决权恢复至五席中的两席、股东会上的表决权的比例为 53.2103%，根据终止授权书，公司将不再拥有对浙江齐聚股东会和董事会的控制权。根据《企业会计准则》的相关规定，自授权终止之日起，浙江齐聚将不再纳入公司财务报表的合并范围。因此公司获得 1.25 亿元投资收益。

乘全民动画东风，动画迎来开花时节。公司从 2016 年起公司出品、发行了 3 部动画电影，包括《大护法》《西游记之风暴法米拉》《烟花》。同时，公司继续投资了多家动漫领域的优质公司，有效地整合了上下游资源，继续完善公司在动漫领域的产业布局，巩固公司在动漫领域的优势地位。

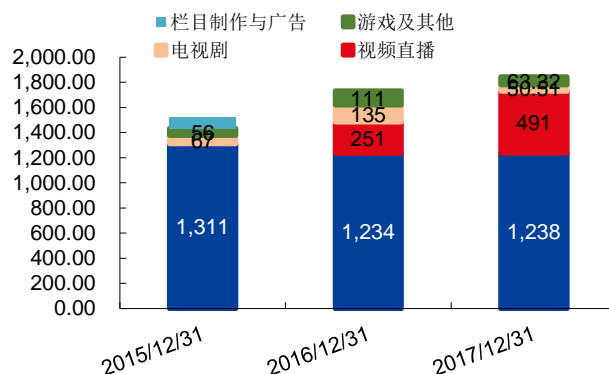
电视剧开始蓄势。公司公告称，报告期内，公司加大了在电视剧（含网剧）业务方面的投入和布局，确认了《嘿，孩子》《最好的安排》《青云志 2》的电视剧发行收入，同时积极筹备和制作主投主控电视剧（网剧）《新笑傲江湖》《我在未来等你》等剧集，其中，《新笑傲江湖》已于 2018 年 2 月起在优酷视频、腾讯视频联合播出。

图 5：公司 2017 年度各业务主营收入及占比（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：公司 2015-2017 年度主营情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

5.86 亿分红 10 派 2 回馈股东，公司分红率达 72%。公司在 2017 年年报中称，在符合利润分配原则、保证公司正常经营和长远发展的前提下，为回报股东，公司 2017 年度利润分配预案为：以公司总股本 2,933,608,432 股为基数，拟每 10 股派发现金股利人民币 2.00 元（含税），共计派发人民币 586,721,686.40 元。公司现金分红/净利润比达到 72%。

表 1：公司 2015-2017 分红金额及分红率

分红年度	现金分红金额 (含税)	归母净利润	分红率	以其他方式现金分红的金额	以其他方式现金分红的比例
2017 年	5.87 亿元	8.15 亿元	71.98%	0.00	0.00%
2016 年	1.17 亿元	7.41 亿元	15.84%		
2015 年	1.47 亿元	4.02 亿元	36.48%		

资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、2018 年：出售新丽获得投资收益有望加码业务投资，主营业务稳健并培植新一极增长

出售新丽股权，有望确认 22.66 亿元投资收益。公司 3 月 11 日晚公告，公司于 2018 年 3 月 10 日与林芝腾讯科技有限公司签署了《股份转让协议》，公司以人民币 33.1704 亿元的对价将持有的新丽传媒 27.6420% 的股份出售给林芝腾讯，本次交易后，公司将不再持有新丽传媒的股份。经初步测算，就本次交易公司将取得的投资收益约为 22.66 亿元（未扣除所得税）。

与新丽绑定 5 年战略合作，优质内容+超强宣发强强联合。公司 3 月 10 日与新丽传媒签署《电影及电视剧项目战略合作协议》，双方同意结成战略合作伙伴关系，利用各自优势资源共同开发电影、电视剧项目。战略合作期限为 5 年，在战略合作期限内，双方将在 IP 开发、影视制

作、宣传发行等多领域开展深度业务合作，双方开展影视剧项目合作的数量为每年电影及电视剧各 1 部，一方可在另一方提供的影视剧项目中享有不低于 10% 的投资权。具体合作形式由双方依据共同确认的应根据项目的实际情况商定。

电影项目储备稳健充沛。公司在年报中，公布了 2018 年预计上映的 18 个项目（其中 5 部已上映），预计制作项目 20 部。我们继续看好公司低成本+高收益的电影投资能力以及强发行能力，以及在猫眼投资上取得的业务合力。

表 2：公司 2018 年预计上映电影项目

序号	电影名称（暂定）	（预计）上映时间	合作方式	制作进度	主要演职员
1	大世界	2018 年 1 月 12 日	投资+发行	已上映	导演：刘健
2	英雄本色 2018	2018 年 1 月 18 日	发行	已上映	导演：丁晟 主演：王凯、马天宇、王大陆
3	熊出没·变形记	2018 年 2 月 16 日	投资+发行	已上映	导演：丁亮、林汇达
4	唐人街探案 2	2018 年 2 月 16 日	投资	已上映	导演：陈思诚 主演：王宝强、刘昊然
5	金钱世界	2018 年 3 月 2 日	投资+发行	已上映	导演：雷德利·斯科特 主演：迈克尔·威廉姆斯、马克·沃尔伯格
6	超时空同居	2018 年 5 月 18 日	投资+发行	制作中	导演：苏伦 主演：雷佳音、佟丽娅、张衣
7	阳台上	2018 年 6 月 1 日	投资+发行	制作中	导演：张猛 主演：周冬雨、王锵
8	动物世界	2018 年 6 月 29 日	投资+发行	制作中	导演：韩延 主演：李易峰、周冬雨、迈克尔·道格拉斯
9	查理九世	2018 年 7 月 13 日	投资+发行	制作中	导演：王竞 主演：秦昊、蔡国庆
10	昨日青空	2018 年 8 月 10 日	投资+发行	制作中	导演：奚超
11	一出好戏	2018 年 8 月 10 日	投资+发行	制作中	导演：黄渤 主演：黄渤、王宝强、舒淇、张艺兴
12	三体	待定	投资+发行	制作中	主演：冯绍峰、张静初
13	保持沉默	待定	投资+发行	制作中	主演：周迅、吴镇宇
14	风中有朵雨做的云	待定	投资+发行	制作中	导演：娄烨
15	悲伤逆流成河	待定	投资+发行	制作中	导演：落落
16	叶问外传：张天志	待定	投资+发行	制作中	导演：袁和平 主演：张晋、托尼·贾、柳岩
17	雪暴	待定	投资+发行	制作中	导演：崔斯韦 主演：张震、廖凡、倪妮
18	无名之辈	待定	投资+发行	制作中	导演：饶晓志 主演：陈建斌、任素汐

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 3：公司预计制作电影项目

序号	电影名称（暂定）	进展	主创人员
1	深海里的星星	2018 年制作	待定
2	东宫	2018 年制作	待定
3	沙漏	2018 年制作	待定
4	哪吒之魔童降世	制作中	导演：饺子
5	凤凰之千年公主	制作中	导演：毛启超
6	星游记	制作中	导演：胡一泊
7	姜子牙	制作中	导演：李炜、程腾
8	深海	制作中	导演：田晓鹏
9	死亡通知单：暗黑者	制作中	导演：邱礼涛
10	荞麦疯长	制作中	导演：徐展雄
11	大鱼海棠 2	前期策划	导演：梁旋、张春
12	西游记之大圣闹天宫	前期策划	导演：田晓鹏
13	BOBO&TOTO	前期策划	待定
14	救命，我变成了一条狗	前期策划	待定
15	十八岁，给我一个姑娘	前期策划	待定
16	阴阳师	前期策划	待定
17	浮生物语	前期策划	待定
18	阳光姐妹淘	前期策划	待定
19	魁拔	前期策划	导演：王川
20	冰海陷落	引进中	导演：Donovan Marsh 主演：杰拉德·巴特勒、加里·奥德曼

资料来源：公司公告，华金证券研究所

电视剧项目蓄势待发。公司预计制作、播出电视剧/网剧（含网大）22 部，电视剧项目蓄势待发。

表 4：预计制作、播出电视剧/网剧（含网络大电影）项目

电视剧/网剧名称	主要演职人员
长河落日	导演：韩三平
爱国者	导演：安建 主演：张鲁一、佟丽娅、芦芳生
深海里的星星	待定
左耳	导演：陈慧翎
星辰变	待定
我欲封天	待定
金棺陵兽	待定
我在未来等你	导演：薛凌 主演：李光洁、费启鸣、孙千
无法直视	导演：任钊萱
八分钟的温暖	导演：嵇政
东宫	待定
怪医黑杰克	待定
茶啊二中	导演：阎凯
星海镖师	待定
盗墓笔记 2	待定

电视剧/网剧名称	主要演职人员
流星花园	待定
听雪楼	待定
后来我们都哭了	待定
大女子前程	待定
时擦	待定
田螺有妇男	待定
爱你，是我做过最好的事	待定

资料来源：公司公告 华金证券研究所

三、盈利预测与投资建议

我们对公司 2018/19 年预测如下：

1、电影业务，考虑到公司的电影储备及强宣发能力，以及与猫眼产生的合力，猫眼发行的想象力，我们预测电影业务 2018/2019 年营业收入增速 15%/24%。

2、电视剧业务，考虑到公司预计在电视剧业务上进一步发力，以及电视剧当前的低基数，预测电视剧业务 2018/2019 营业收入增速为 300%/100%。

3、考虑出售新丽传媒带来的投资收益（22.66 亿），预测公司 2018-2020 年每股收益为 0.99/0.30/0.32 元，对应 PE 11.0/36.4/33.8，不考虑出售新丽的投资收益，则备考每股收益为 0.23/0.31/0.33 元，假设公司净利润对应 27XPE，则目标市值 180 亿，考虑到猫眼的市值部分（假设猫眼上市，市值 600 亿则公司股份计算约 180 亿），则公司目标市值 360 亿，我们继续看好公司猫眼的大数据+强宣发能力，以及通过大数据带来的跨越式想象力，上调评级，买入-B 评级。

四、风险提示

影视项目票房不达预期的风险；影视项目完成时间不达预期的风险；政策风险；市场震荡的风险；猫眼上市时间不达预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,731.3	1,843.5	1,679.7	2,225.1	2,693.1	年增长率					
减:营业成本	875.2	1,082.5	1,199.6	1,306.4	1,585.5	营业收入增长率	13.7%	6.5%	-8.9%	32.5%	21.0%
营业税费	5.6	5.0	4.5	6.0	7.3	营业利润增长率	83.4%	-15.4%	328.5%	-70.2%	5.9%
销售费用	69.3	82.4	99.8	121.7	144.8	净利润增长率	84.3%	10.0%	257.4%	-69.8%	7.4%
管理费用	151.6	174.9	213.4	254.0	294.6	EBITDA 增长率	75.3%	-14.2%	297.8%	-67.9%	12.3%
财务费用	12.5	33.4	-87.1	25.0	75.8	EBIT 增长率	77.7%	-14.0%	302.3%	-68.4%	11.4%
资产减值损失	99.6	174.6	120.0	80.0	86.0	NOPLAT 增长率	75.7%	-4.0%	295.8%	-70.0%	11.4%
加:公允价值变动收益	-0.0	-0.1	0.1	-0.0	-0.0	投资资本增长率	-3.9%	115.8%	-43.1%	43.1%	-14.8%
投资和汇兑收益	277.4	370.3	2,750.0	424.9	407.9	净资产增长率	2.1%	18.8%	17.3%	7.1%	6.3%
营业利润	794.8	672.0	2,879.5	856.9	907.0	盈利能力					
加:营业外净收支	20.9	151.6	64.4	79.0	98.3	毛利率	49.4%	41.3%	28.6%	41.3%	41.1%
利润总额	815.7	823.6	2,943.9	935.8	1,005.3	营业利润率	45.9%	36.5%	171.4%	38.5%	33.7%
减:所得税	75.7	2.4	8.8	50.5	54.3	净利润率	42.8%	44.2%	173.4%	39.5%	35.1%
净利润	740.9	815.2	2,913.4	878.8	944.0	EBITDA/营业收入	47.4%	38.2%	166.8%	40.4%	37.5%
						EBIT/营业收入	46.6%	37.7%	166.2%	39.6%	36.5%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	22.2%	28.9%	25.3%	20.9%	23.8%
货币资金	1,520.1	1,923.5	6,548.6	5,063.7	6,360.8	负债权益比	28.6%	40.6%	33.9%	26.4%	31.3%
交易性金融资产	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8	流动比率	3.84	2.83	5.93	10.04	5.84
应收帐款	1,078.3	506.8	952.0	999.8	1,386.1	速动比率	3.29	1.99	5.90	8.37	5.61
应收票据	-	-	0.4	0.1	0.5	利息保障倍数	64.46	20.80	-32.07	35.27	12.97
预付帐款	124.4	150.3	322.9	206.9	453.7	营运能力					
存货	467.6	1,150.7	35.6	1,278.1	333.8	固定资产周转天数	5	6	6	5	5
其他流动资产	82.0	153.0	102.0	112.2	123.4	流动营业资本周转天数	229	146	120	203	201
可供出售金融资产	3,404.6	1,759.8	1,935.8	2,129.3	2,342.3	流动资产周转天数	724	699	1,270	1,264	1,091
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	239	155	156	158	159
长期股权投资	1,685.7	5,884.9	3,034.9	2,913.5	2,797.0	存货周转天数	89	158	127	106	108
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,803	2,054	2,697	2,160	1,888
固定资产	24.6	33.1	25.6	33.8	36.9	投资资本周转天数	653	950	1,118	744	670
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	1.9	0.8	1.7	1.3	0.5	销售费用率	4.0%	4.5%	5.9%	5.5%	5.4%
其他非流动资产	759.6	320.8	321.9	683.5	989.1	管理费用率	8.8%	9.5%	12.7%	11.4%	10.9%
资产总额	9,149.5	11,884.5	13,282.2	13,422.8	14,824.8	财务费用率	0.7%	1.8%	-5.2%	1.1%	2.8%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	13.5%	15.8%	13.5%	18.0%	19.1%
应付帐款	756.2	1,205.4	835.3	536.0	1,198.2	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	10.5%	9.7%	29.5%	8.3%	8.4%
其他流动负债	95.4	165.4	507.3	226.9	285.1	ROA	8.1%	6.9%	22.1%	6.6%	6.4%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	22.9%	22.8%	41.9%	22.1%	17.2%
其他非流动负债	1,180.5	2,058.9	2,022.0	2,042.0	2,052.0	分红指标					
负债总额	2,032.1	3,429.7	3,364.5	2,804.9	3,535.3	DPS(元)	0.04	0.20	0.41	0.13	0.17
少数股东权益	82.3	35.2	56.8	63.3	70.3	分红比率	15.8%	72.0%	41.4%	43.1%	52.2%
股本	2,933.6	2,933.6	2,933.6	2,933.6	2,933.6	股息收益率	0.4%	1.8%	3.8%	1.2%	1.5%
留存收益	3,256.3	5,044.9	6,927.2	7,621.0	8,285.5						
股东权益	7,117.4	8,454.8	9,917.6	10,617.9	11,289.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	740.0	821.2	2,913.4	878.8	944.0	EPS(元)	0.25	0.28	0.99	0.30	0.32
加:折旧和摊销	22.5	15.8	9.4	17.9	28.1	BVPS(元)	2.40	2.87	3.36	3.60	3.82
资产减值准备	99.6	174.6	-	-	-	PE(X)	43.1	39.2	11.0	36.4	33.8
公允价值变动损失	0.0	0.1	0.1	-0.0	-0.0	PB(X)	4.5	3.8	3.2	3.0	2.8
财务费用	21.4	50.1	-87.1	25.0	75.8	P/FCF	18.2	-18.0	5.1	-30.3	17.8
投资损失	-277.4	-370.3	-2,750.0	-424.9	-407.9	P/S	18.5	17.3	19.0	14.4	11.9
少数股东损益	-1.0	6.1	21.6	6.5	7.0	EV/EBITDA	34.1	42.8	9.2	29.8	25.1
营运资金的变动	667.9	-931.4	6.0	-1,498.5	965.1	CAGR(%)	6.2%	5.0%	91.7%	6.2%	5.0%
经营活动产生现金流量	746.9	-31.9	113.5	-995.2	1,612.1	PEG	7.0	7.8	0.1	5.9	6.7
投资活动产生现金流量	-1,500.6	-419.6	5,421.1	23.6	-10.3	ROIC/WACC	2.2	2.2	4.1	2.1	1.7
融资活动产生现金流量	761.6	855.0	-909.5	-513.3	-304.7						

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.huajinsc.cn