

2018年07月29日

昆仑万维 (300418.SZ)

公司动态分析

证券研究报告

互联网

昆仑万维: 预计将受益于 Opera 变现维度的拓宽

事件:

■美东时间7月27日,全球最大第三方浏览器 Opera(公司持股 43.6%) 在纳斯达克挂牌上市,定价 12 美元(对应市值 13.2 亿美元),募集资金 1.15 亿美元。

点评:

■昆仑万维收购 Opera 后,其广告变现能力持续提升。作为全球范围覆盖、非洲地区领先的搜索引擎及资讯平台,Opera 平台总 MAU 3.22 亿(约占全球互联网用户 10%),2018 年 Q1 Opera 实现净利润 987 万美元(同增近 12 倍): 1) Opera 主要产品为桌面端浏览器(主要客户来自欧洲,MAU 0.57 亿)、移动端浏览器(主要客户来自非洲及东南亚,MAU 2.64 亿)、Opera news App(MAU 1 亿,日均用户浏览时长 32 分钟); 2) 公司于 2016 年收购 Opera 后持续加强 AI、大数据等技术研发,信息流广告业务收入快速上升(2018 Q1 同增 79%至 1292 万美元),预计 2018 Q2 广告业务收入占比将进一步提升,推动全年业绩持续向好,有望超额完成业绩对赌(4235 万美元)。

■广告变现之外,Opera 将探索电商业务。Opera 已推出加密钱包功能,未来有望对标东南亚电商独角兽 SEA(前身是东南亚游戏平台 Garena,2017 年 10 月携东南亚最大移动支付平台 Airpay 与最大电商平台 Shopee 在纽交所上市)。一方面,我们认为 Opera 与 SEA 的变现逻辑相似: 1) 前期利用庞大用户基础实现流量变现(广告/游戏); 2) 主要用户植根于发展中国家(非洲/东南亚); 3) 后期渗入移动支付等电商金融服务实现深度绑定(2018 年 7 月 Opera 推出“加密货币钱包”Crypto Wallet 功能,成为首个引入嵌入式加密货币钱包的主流浏览器)。另一方面,Opera 有别于 SEA: 1) 从市场规模角度,全球广告市场容量数倍于游戏市场,Opera 的广告业务理论上能够给予其更大的资金支持完成电商业务前期投入; 2) 从业务协同性角度,Opera 搜索引擎及新闻浏览器两大流量平台面对的用户群体的绝对数量更大、用户类型更贴合,二者为 Opera 电商业务能够带来的导流功效预计将优于 Garena 游戏为 SEA 所提供的支持; 3) 从区域性竞争角度,非洲整体的信息化发展落后于东南亚,相对而言竞争热度与营销成本都低于东南亚(腾讯为 SEA 第二大股东,阿里巴巴为 SEA 主要竞争对手 Lazada 最大股东)。

基于 Opera 的强用户基础及粘性、AI 及加密支付技术的落地应用、以及在非洲区域的先发优势,Opera 上市后有望加速其在电商领域的布

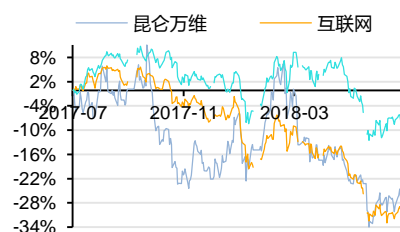
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价: **27.3 元**
股价 (2018-07-27) **20.02 元**

交易数据

总市值(百万元)	23,061.96
流通市值(百万元)	12,347.24
总股本(百万股)	1,151.95
流通股本(百万股)	616.75
12 个月价格区间	17.36/29.32 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.49	3.96	-5.03
绝对收益	10.79	-7.73	-13.08

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

昆仑万维: 昆仑万维一季报点评: 业绩符合预期, 期待 Opera、Grindr 发力/焦娟	2018-04-27
昆仑万维: 昆仑万维年报点评: 独角兽属性逐步凸显, 预计公司业绩持续高速增长/焦娟	2018-04-23
昆仑万维: 昆仑万维: 升级为平台型公司, 有望持续迭代自身成长曲线/焦娟	2018-03-19
昆仑万维: 昆仑万维业绩快报点评: 业绩基本符合预期, 关注 Opera 2018 年的变现能力/焦娟	2018-03-01

局,未来 2-3 年快速抢占非洲地区电商市场,进一步拓展多维变现能力。

■公司整体 H1 业绩表现符合预期,此前公司预告净利润 5-6.15 亿元,同增 30.11%-60.04%,其中闲徕互娱表现超预期,公告预计 H1 归母净利润 2.94 亿元; Grindr 持续盈利,注册用户数、活跃用户数、付费用户转化率稳步增长。1) 根据此前调研数据,2018 年 Q1 闲徕 DAU 约 360-400 万,月流水稳定在 1.5 亿左右,以三个月流水 4.5 亿及闲徕 2017 年上半年度净利润率 54% (债券募集说明书数据) 进行简单测算,预计 Q1 贡献净利润约 1.2 亿元 (51% 股权并表),由此我们进一步测算 Q2 闲徕净利润环比增速约为 40%,高增长态势延续,市场优势得到进一步巩固; 2) 公告预计 2018H1 公司其他主营业务 (含移动游戏平台昆仑游戏及社交平台 Grindr 等) 净利润约为 0.46 亿元,我们预判 Grindr 贡献 2000-3000 万 (Q1 为投入季),且下半年 Grindr 的变现能力及经营效率预计将有明显提升; 3) 公司处置部分 Qudian.Inc 股份等产生投资收益 2.13 亿元。

■盈利预测: 若 Opera 上市后能并入上市公司报表,我们将 Opera 单独估值: 1) Opera 定价 12 美元对应 13.2 亿美元市值,公司持有 43.6% 则对应 39.2 亿人民币; 2) 闲徕、Grindr、其他游戏、投资业务预计 2018-2020 年净利润分别为 11 亿、12.65 亿、14.5 亿,考虑到闲徕的稳定性、Grindr 的成长性,给予 2018 年 25 倍 PE,对应 275 亿市值。对应 6 个月目标价 27.3 元,维持“买入-A”评级。

■风险提示: Opera 平台技术风险、加密货币推广政策风险、游戏监管趋严。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	2,424.7	3,436.4	4,982.7	6,477.6	7,917.0
净利润	531.5	998.7	1,450.2	1,884.5	2,289.6
每股收益(元)	0.46	0.82	1.25	1.63	1.98
每股净资产(元)	2.74	7.56	2.74	4.59	6.71

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	43.4	24.4	16.0	12.3	10.1
市净率(倍)	7.3	2.6	7.3	4.4	3.0
净利润率	21.9%	29.1%	29.1%	29.1%	28.9%
净资产收益率	16.9%	11.5%	45.6%	35.4%	29.4%
股息收益率	0.5%	0.4%	1.3%	1.5%	1.6%
ROIC	124.6%	98.7%	74.1%	84.8%	156.8%

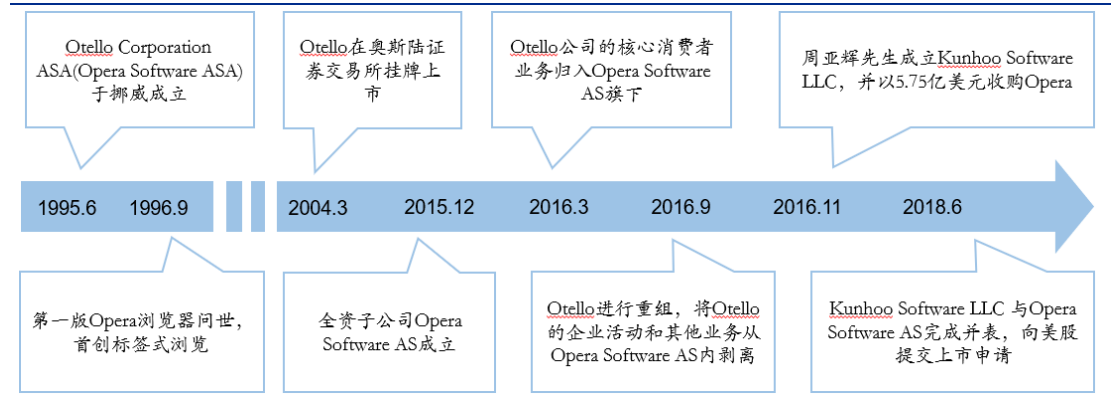
数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

1. Opera: 引入信息流广告业务, 独立搜索引擎焕发新生

1.1. Opera 历史沿革及股权结构

Opera 成立于 1995 年, 首创标签式浏览、快速拨号、鼠标手势等多种标志性浏览器功能, 以其快速、小巧及高兼容性的特点在全球范围获得用户认可。

图 1: Opera 历史沿革



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

目前公司为 Opera 第一大机构股东, 持有 48% 股份 (9600 万股股份)。公司董事长、实际控制人周亚辉为 Opera CEO, 其通过名下企业 Keeneyes Future Holding Inc 及公司合计持有 Opera 67.5% 股份。

表 1: Opera 主要控股机构

控股机构	股数 (万)	股权
Kunlun Tech Limited	9600	48.00%
Keeneyes Future Holding Inc.	3900	19.50%
Qifei International Development Co., Ltd	5500	27.50%
Golden Brick Capital Private Equity Fund I L.P.	1000	5.00%

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

表 2: Opera 主要控股人

控股人	股数 (万)	股权
Yahui Zhou	13500	67.50%
Hongyi Zhou	4645	23.40%
Han Fafng		<1%

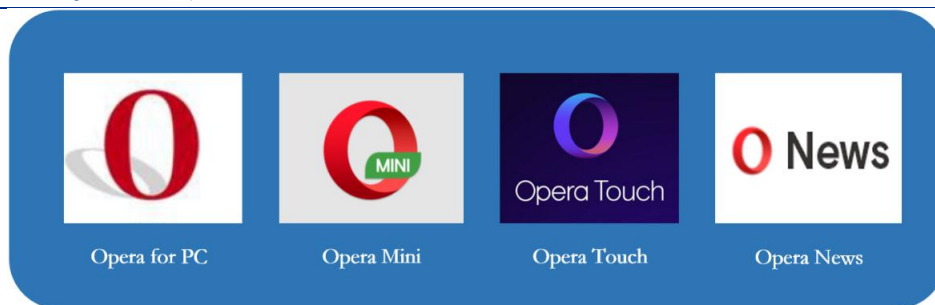
资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

1.2. Opera 产品简介: 搜索+资讯+支付

产品覆盖 60+ 国家, 30+ 语言版本, 主要包括:

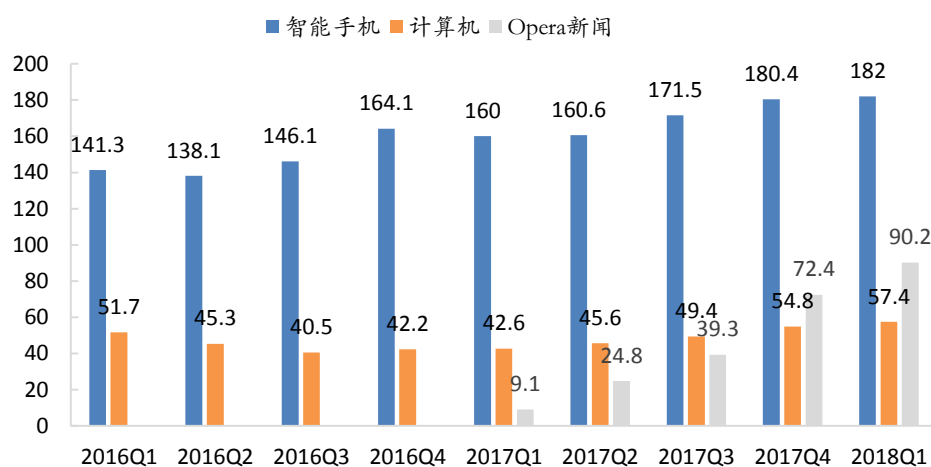
- 1) 桌面端浏览器, 主要客户来自欧洲, 2018Q1 MAU 0.57 亿;
- 2) 移动端浏览器, 包括 Opera mini、Opera for Android 及 Opera Touch, 主要客户来自非洲及东南亚, 2018Q1 MAU 2.64 亿, 其中智能手机 1.82 亿、功能机 0.82 亿;
- 3) 新闻浏览器 Opera news App, 2018Q2 MAU 1 亿, 日均用户浏览时长 32 分钟。(数据来自 Opera 官网及招股说明书)

图 2：Opera 主要产品



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 3：Opera 主要产品 MAU



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

移动端浏览器：Opera Mini、Opera for Android、Opera Touch

Opera Mini 于 2006 年首发，具有内容精简、占存储空间少，安装快捷等特点，使用时数据流通过 opera 服务器，转化成原先 10% 大小的数据，节省流量的同时提升速度；Opera for Android 始于 2013 年，其在原版 Opera Mini 的基础上进行了大屏幕界面的优化，使之更适合智能手机；Opera Touch 于 2018Q3 发布，专门为移动电话设计，优化了单手使用功能，并添加云技术，用于分享 Opera Touch 中的数据到其他设备中。

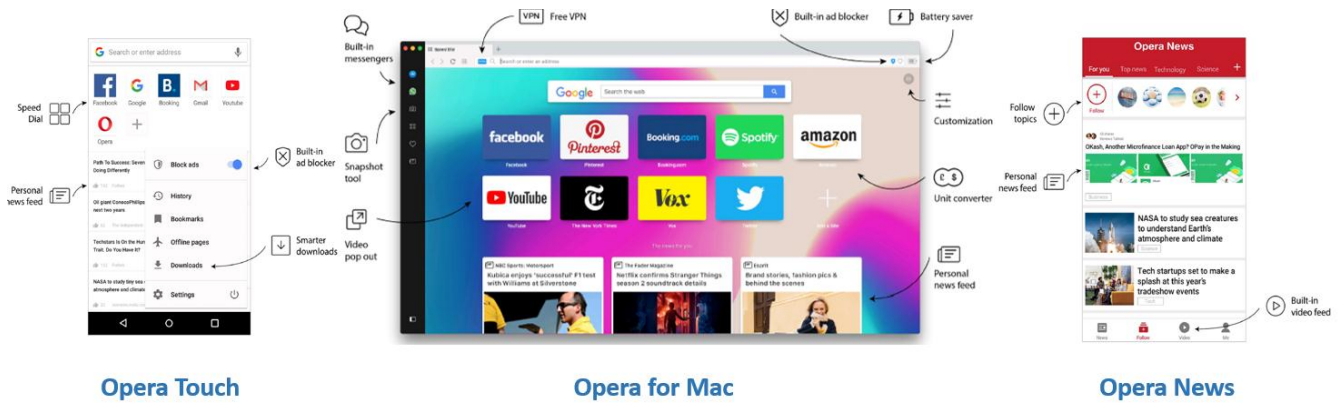
桌面端浏览器：Opera for PC

Opera for PC 可同时安装在 Windows 系统与 MacOS 系统中，且完全免费。用户使用 Opera 可自动调节性能以适应速度及笔记本电池消耗的最优选择。Opera for PC 内置 VPN，并对 Facebook、Messenger、WhatsApp、Telegram、VKontakte 等受欢迎的社交软件专门设有侧按键。

基于 AI 和大数据技术的新闻浏览器：Opera News

Opera 于 2017 年开始新闻推送业务，其核心竞争力是基于 AI 技术算法及大数据支持的高定制化体验，其通过诸多 AI 领域技术，为用户推送最适合用户、用户最感兴趣的新闻内容，并具有预测用户喜好的功能，推出后受到广泛好评。2018Q1 Opera News 用户平均每天使用约 32 分钟，较 2017 年同期的 23 分钟增长 40.4%。

图 4: Opera 主要产品界面



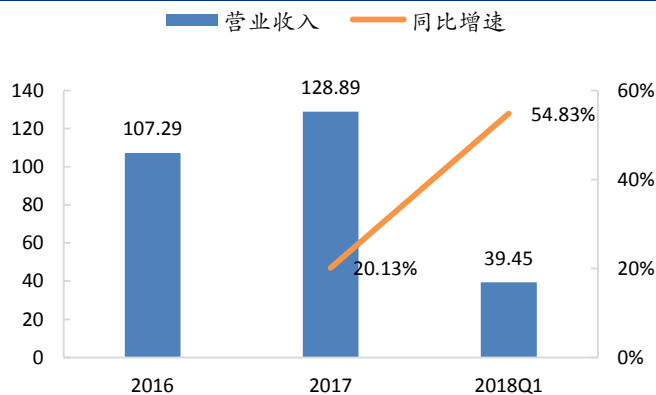
资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

1.3. Opera 业绩概况: 广告业务大幅增长, 业绩迎来量级质变

2016 年 Opera 净利润亏损 927 万美元; 2017 年扭亏为盈利, 实现净利润 1777 万美元; 2018Q1 实现净利润 987 万美元, 同比增长近 12 倍, 同时净利润率显著提升至 25%。

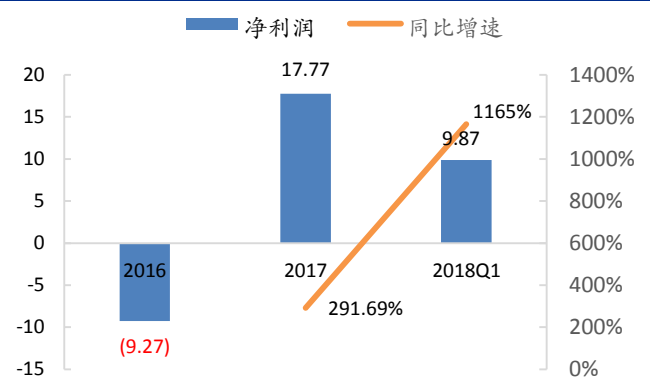
Opera 业绩大幅提升主要原因为 Opera news 新业务成熟, 用户基数由 2017 年初的 340 万上升至 2018Q1 的 9000 万, 带动 2018Q1 广告收入同增 79% 至 1292 万美元, 同时广告业务在主营业务收入中的占比由 2017Q1 的 28.3% 上升至 2018Q1 的 32.7%。

图 5: 2016-2018Q1 Opera 营业收入 (百万美元)



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 6: 2016-2018Q1 Opera 净利润 (百万美元)



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

表 3: 2016-2018Q1 Opera 各主营业务收入及占比 (百万美元)

营业收入	2016	占比	2017	占比	2017Q1	占比	2018Q1	占比
搜索引擎	54.56	50.9%	68.19	52.9%	15.39	60.4%	20.22	51.3%
广告	33.18	30.9%	41.05	31.8%	7.21	28.3%	12.92	32.7%
技术授权及其他	19.54	18.2%	19.65	15.2%	2.88	11.3%	6.31	16.0%
总收入	107.29	100%	128.89	100%	25.43	100%	39.45	100%

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

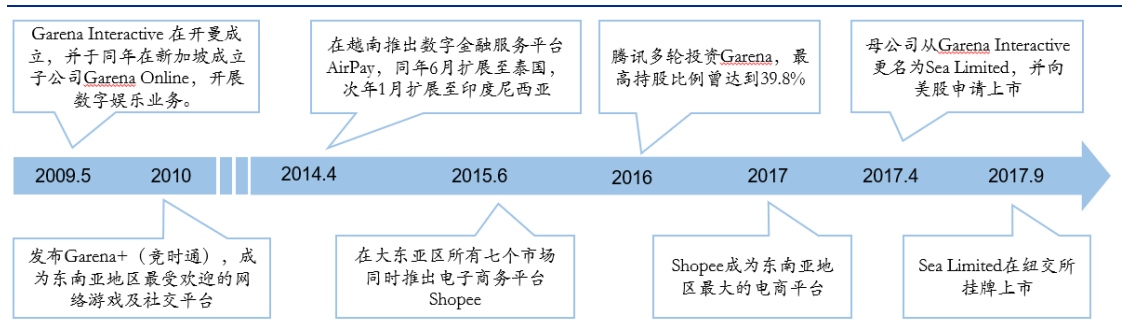
2. 可比公司 SEA: 游戏起家反哺电商业务, 短期内仍处于亏损状态

2.1. SEA 历史沿革及股权结构

SEA 成立于 2009 年, 前身是著名东南亚游戏平台 Garena, 并分别于 2014 年开启线上支付业务 AirPay, 于 2015 年创办电子商务平台 Shopee。2017 年 10 月 SEA 在纽交所上市, 成

为一家以游戏娱乐及电商金融为主要业务的东南亚科技独角兽。目前 SEA 控股股东为其创始人李晓东，第二大股东为腾讯。

图 7: SEA 历史沿革



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

表 4: SEA 主要股东持股比例

名称	占比
Forrest Xiaodong Li	44.7%
Tencent entities	29.5%
Blue Dolphins Venture Inc	18.4%
Gang Ye	3.9%
Hillhouse entities	2.8%
David Jingye Chen	1.3%
Khoon Hua Kuok	1.0%

资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

2.2. SEA 产品简介: 游戏+支付+电商

- 1) 游戏平台 Garena: 东南亚著名游戏平台, 季活跃用户 1.27 亿, 付费用户 720 万;
- 2) 电子金融平台 AirPay: 东南亚最大移动支付平台, 2018Q1 交易额 17 亿美元, 同增 429%;
- 3) 电商平台 Shopee: 东南亚最大电商平台, 2017 年 GMV 超 30 亿美元, 2018Q1 GMV 19.43 亿美元, 同增 200%。

图 8: SEA 主营业务



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

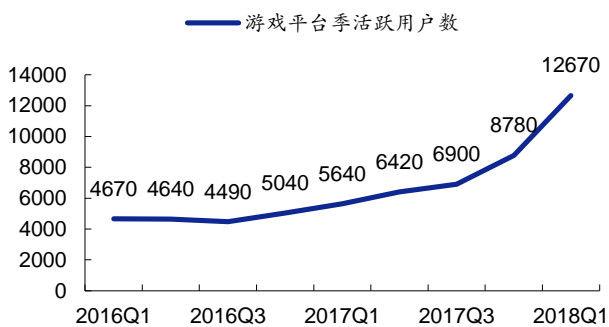
游戏平台 Garena

Garena 平台支持移动及 PC 端的在线游戏、在线直播, 内置社交系统, 并为每个市场实现

独立策划和本地化。Garena 同时举办大型电子竞技赛事，在东南亚国家电竞市场份额中排名第一，2018 年 4 月在泰国举办的 Garena World 2018 约有 24 万人参加，吸引在线观众人次 1060 万。Garena 平台收入通常占 SEA 总收入的 65%-80%。2018Q1 Garena 平台 QAU 达 1.27 亿人，QPU 达 720 万人，玩家平均每天使用时长 2.3 小时。

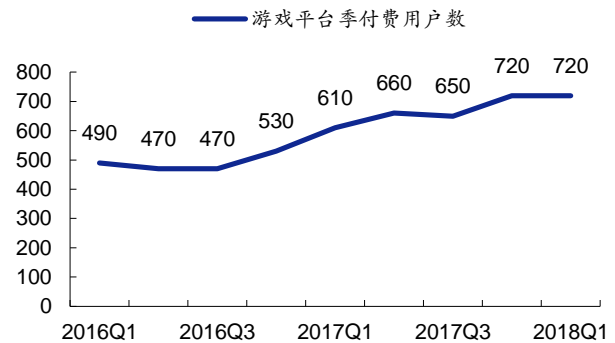
此外，SEA 于 2017Q4 推出了第一款自研游戏《Free Fire》（大逃杀类型 FPS 手游）。《Free Fire》一经上市即占据港澳台地区 iOS 与 Android 双榜冠军一个月，下载量突破百万，同时在韩国等 22 个国家手游热门榜排名第一，在 50+ 国家应用商店稳居前五。

图 9: Garena 季活跃用户数 (万人)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 10: Garena 季付费用户数 (万人)

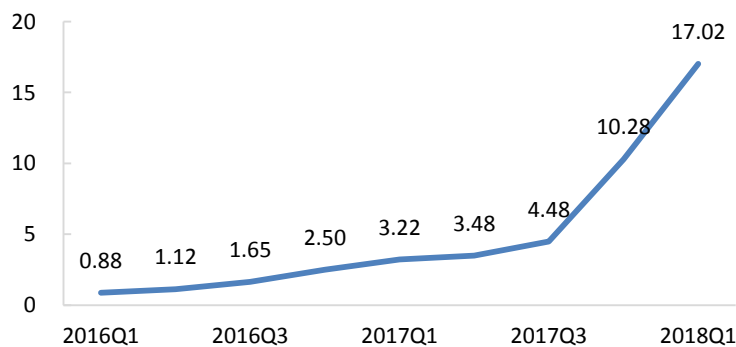


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

电子金融平台 AirPay

AirPay 是 SEA 打造的移动支付应用，主要市场是泰国、越南、印尼等东南亚国家及中国台湾地区。目前 AirPay 已成为东南亚第一大移动数字支付提供商，2018Q1 AirPay 平台总支付量为 17.03 亿美元，同比增长 429%。

图 11: 2016Q1-2018Q1 AirPay 付款总额 (亿美元)

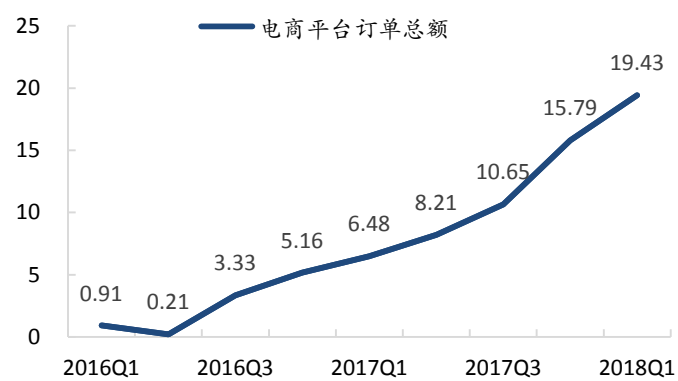


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

电商平台 Shopee

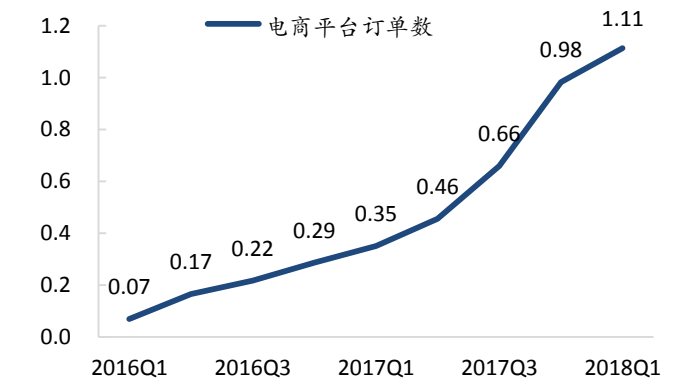
根据 Frost&Sullivan 统计，shopee 在东南亚国家及中国台湾地区总订单量排名第一，并持续高速增长。2018Q1 SEA 电商收入 3.3 亿美元，GMV 达到 19.43 亿美元。2017 年，SEA 获得腾讯 5.5 亿美元融资，意图抗衡最大竞争对手 Lazada，而阿里巴巴此前多轮投资 Lazada，已占其 80% 以上的股份。

图 12: Shopee 订单总额 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 13: Shopee 订单数 (亿笔)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.3. SEA 业绩概况: 支付及电商业务短期仍处于投入期

2017 年 SEA 收入增加 19.8%，成本增加 40.5%，合计亏损 5.61 亿美元。主要成本增长分布于 1) 营销费用增长 127.3%，至 4.26 亿美元，主要用于为占领市场份额所增加的运营及促销费用；2) 行政开支增长 22.7%，主要由于员工人数尤其是研发人员人数的增加；3) 研发费用增加 40.9%，主要因为产品数量的扩大及丰富。

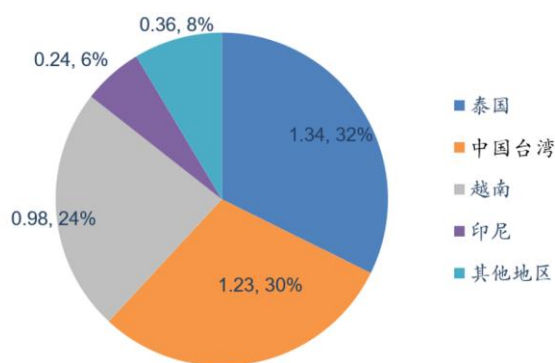
表 5: 2014-2018Q1 SEA 经营业绩

		2014	2015	2016	2017	2017Q1	2018Q1
营业收入	数字娱乐	1.55	2.82	3.28	3.65	0.88	1.11
	增长%	—	81.82%	16.32%	11.34%	—	26.34%
	其他	0.06	0.10	0.18	0.49	0.06	0.44
总收入	增长%	—	78.86%	74.05%	177.20%	—	598.00%
	总收入	1.61	2.92	3.46	4.14	0.94	1.55
	增长%	—	81.72%	18.33%	19.82%	—	65.04%
营业成本	数字娱乐	1.14	1.60	1.85	2.18	0.49	0.64
	增长%	—	40.90%	15.63%	17.63%	—	29.01%
	其他	0.11	0.24	0.47	1.09	0.18	0.83
总成本	增长%	—	121.93%	96.76%	130.29%	—	372.34%
	总成本	1.25	1.84	2.33	3.27	0.67	1.47
	增长%	—	47.94%	26.21%	40.53%	—	119.22%
毛利	毛利	0.36	1.08	1.13	0.87	0.27	0.09
	增长%	—	198.00%	4.87%	-22.78%	—	-68.55%
净亏损	净亏损	-0.91	-1.07	-2.25	-5.61	-0.73	-2.16

资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

从区域分布来看，泰国及中国台湾作为经济发达地区是 SEA 最大的市场，泰国市场收入从 2015 年的 1.056 亿美元增加到 2017 年的 1.338 亿美元，复合年增长率为 12.6%；中国台湾市场收入从 2015 年的 1.017 亿美元增加到 2017 年的 1.226 亿美元，复合年增长率为 9.8%。同时，越南及印度尼西亚市场增长迅速，越南市场收入从 2015 年的 4580 万美元增加到 2017 年的 9800 万美元，复合年增长率为 46.3%；印度尼西亚市场收入从 2015 年的 960 万美元增加到 2017 年的 2410 万美元，复合年增长率为 58.5%。上述三个国家及中国台湾地区构成了 SEA 90% 以上收入来源。

图 14: 2017 年 SEA 各地区收入及占比 (亿美元)



资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

图 15: 2017 年 Shopee 各地区订单占比

地区	订单占比
印度尼西亚	40%-42%
中国台湾	25%-27%
越南	11%-13%
泰国	7%-9%
菲律宾	6%-8%
新加坡和马来西亚	6%-8%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3. Opera 的变现之道与发展路径分析

3.1. Opera 与 SEA 变现之道相似

1) 前期利用庞大用户基础实现流量变现

基于 AI 与大数据的信息流广告助力 Opera 这一优质独立搜索引擎将长期积累的忠实用户变现; 而游戏作为泛娱乐领域变现力最好的子版块则帮助 SEA 快速完成了前期的资本与用户积累。

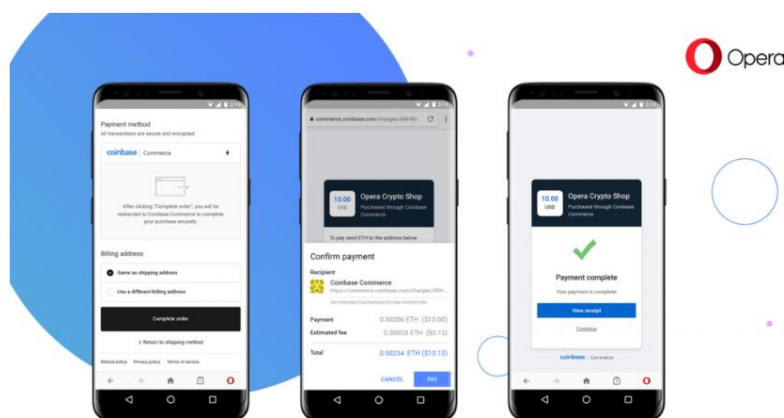
2) 主要植根于发展中国家

Opera 用户中亚洲占 50% (南亚、东南亚)、非洲 30%、欧洲 20%; SEA 主营业务收入 90% 来自东南亚国家及中国台湾地区。

3) 后期渗入移动支付等电商金融服务实现深度绑定

2018 年 7 月 Opera 推出“加密货币钱包”Crypto Wallet 功能, 成为首个引入嵌入式加密货币钱包的主流浏览器; 而 SEA 则在 2014、2015 年推出移动支付及电商平台, 通过圈地营销成为东南亚电商金融独角兽。

图 16: Crypto Wallet 支付界面



资料来源: 公司官网

3.2. Opera 与 SEA 发展策略存在差异

1) Opera 现金牛业务成长空间更大

从市场规模角度，全球广告市场容量（2017年5180亿美元，MAGNA数据）数倍于游戏市场（2017年1160亿美元，Newzoo数据），Opera的广告业务理论上未来能够给予其更大的资金支持完成电商业务前期投入。

2) Opera 业务协同性更好

opera浏览器及opera news两大流量平台面对的用户群体的绝对数量更大(MAU3.22亿)、用户类型更贴合，二者为Opera电商业务能够带来的导流功效都将优于Garena游戏(QAU1.27亿)为SEA所提供的支持。

3) Opera 占据蓝海市场

非洲整体信息化发展落后于东南亚（根据谷歌数据2017年非洲互联网渗透率约30%，东南亚超过50%），相对而言非洲互联网企业的竞争压力与营销成本都低于东南亚。同时值得关注的是，腾讯为SEA第二大股东，阿里巴巴为SEA主要竞争对手Lazada最大股东，巨头参与使得东南亚电商市场竞争趋于白热化。

图 17：东南亚电商林立



资料来源：各公司官网，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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,424.7	3,436.4	4,982.7	6,477.6	7,917.0	成长性					
减:营业成本	1,139.9	694.5	996.5	1,360.3	1,741.7	营业收入增长率	35.5%	41.7%	45.0%	30.0%	22.2%
营业税费	4.0	10.6	14.9	19.4	24.0	营业利润增长率	38.5%	162.5%	47.5%	21.4%	16.0%
销售费用	638.9	953.9	1,218.8	1,554.6	1,900.1	净利润增长率	31.1%	87.9%	45.2%	29.9%	21.5%
管理费用	443.5	666.7	799.7	1,043.5	1,314.2	EBITDA 增长率	82.3%	144.5%	47.7%	21.6%	16.0%
财务费用	55.1	96.4	99.7	129.6	158.3	EBIT 增长率	87.2%	148.7%	48.2%	21.8%	16.2%
资产减值损失	78.5	31.7	40.0	50.0	40.6	NOPLAT 增长率	84.0%	157.6%	37.5%	20.5%	18.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	225.3%	83.1%	5.2%	-35.7%	-20.4%
投资和汇兑收益	492.6	444.0	345.0	300.0	300.0	净资产增长率	18.7%	178.6%	-58.1%	56.6%	42.9%
营业利润	557.4	1,463.4	2,158.1	2,620.1	3,038.1	利润率					
加:营业外净收支	12.0	1.6	1.3	1.3	1.3	毛利率	53.0%	79.8%	80.0%	79.0%	78.0%
利润总额	569.4	1,464.9	2,159.4	2,621.4	3,039.4	营业利润率	23.0%	42.6%	43.3%	40.4%	38.4%
减:所得税	24.1	46.3	172.8	235.9	212.8	净利润率	21.9%	29.1%	29.1%	29.1%	28.9%
净利润	531.5	998.7	1,450.2	1,884.5	2,289.6	EBITDA/营业收入	26.0%	44.8%	45.7%	42.7%	40.5%
						EBIT/营业收入	25.3%	44.3%	45.3%	42.4%	40.4%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	4	3	1	0	0
货币资金	1,076.4	2,033.7	2,948.8	3,833.5	4,685.4	流动营业资本周转天数	-40	-18	12	2	-6
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	291	266	292	294	296
应收账款	733.3	597.0	1,668.7	1,273.0	2,147.0	应收账款周转天数	94	70	82	82	78
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	-	-	-	-	-
预付账款	206.7	117.5	320.6	256.7	516.0	总资产周转天数	757	962	839	650	614
存货	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	149	227	208	135	77
其他流动资产	45.4	260.3	125.7	143.8	176.6	投资回报率					
可供出售金融资产	1,855.8	5,707.4	2,897.2	3,486.8	4,030.5	ROE	16.9%	11.5%	45.6%	35.4%	29.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.6%	11.8%	17.8%	19.5%	19.1%
长期股权投资	1,327.3	1,331.6	1,331.6	1,331.6	1,331.6	ROIC	124.6%	98.7%	74.1%	84.8%	156.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	25.9	23.0	12.6	2.2	-3.0	销售费用率	26.3%	27.8%	24.5%	24.0%	24.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	18.3%	19.4%	16.1%	16.1%	16.6%
无形资产	36.3	31.3	24.3	17.3	10.3	财务费用率	2.3%	2.8%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	998.9	1,959.7	1,833.9	1,882.9	1,881.5	三费/营业收入	46.9%	50.0%	42.5%	42.1%	42.6%
资产总额	6,306.1	12,061.4	11,163.5	12,227.9	14,775.9	偿债能力					
短期债务	982.9	1,144.4	4,818.8	2,999.1	1,499.6	资产负债率	49.6%	26.5%	66.3%	49.6%	38.8%
应付账款	995.5	389.3	1,209.2	1,097.4	1,975.9	负债权益比	98.2%	36.1%	196.3%	98.4%	63.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	0.87	1.46	0.76	1.13	1.71
其他流动负债	404.6	520.6	629.8	783.6	920.3	速动比率	0.87	1.46	0.76	1.13	1.71
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	11.12	15.80	22.66	21.22	20.19
其他非流动负债	742.0	1,144.7	637.2	841.3	874.4	分红指标					
负债总额	3,125.0	3,199.0	7,295.0	5,721.4	5,270.3	DPS(元)	0.11	0.09	0.26	0.29	0.32
少数股东权益	29.0	152.7	536.4	500.9	537.1	分红比率	22.9%	10.0%	20.7%	17.9%	16.2%
股本	1,126.9	1,126.9	1,159.0	1,159.0	1,159.0	股息收益率	0.5%	0.4%	1.3%	1.5%	1.6%
留存收益	2,346.6	3,680.7	2,020.3	4,157.4	6,619.5						
股东权益	3,181.0	8,862.4	3,715.7	5,817.4	8,315.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	545.3	1,418.7	1,450.2	1,884.5	2,289.6	EPS(元)	0.46	0.82	1.25	1.63	1.98
加:折旧和摊销	105.9	62.5	17.4	17.4	12.2	BVPS(元)	2.74	7.56	2.74	4.59	6.71
资产减值准备	78.5	31.7	-	-	-	PE(X)	43.4	24.4	16.0	12.3	10.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.3	2.6	7.3	4.4	3.0
财务费用	62.6	99.6	99.7	129.6	158.3	P/FCF	24.9	176.5	5.2	30.1	33.9
投资损失	-492.6	-444.0	-345.0	-300.0	-300.0	P/S	9.5	6.7	4.7	3.6	2.9
少数股东损益	13.8	420.0	536.4	500.9	537.1	EV/EBITDA	36.1	11.2	10.1	7.1	5.3
营运资金的变动	-153.2	-169.1	-202.8	447.4	-118.9	CAGR(%)	63.6%	25.8%	69.9%	63.6%	25.8%
经营活动产生现金流量	357.1	1,045.8	1,555.8	2,679.8	2,578.2	PEG	0.7	0.9	0.2	0.2	0.4
投资活动产生现金流量	-1,956.5	65.0	3,155.2	-289.6	-243.7	ROIC/WACC	12.0	9.5	7.1	8.2	15.1
融资活动产生现金流量	1,648.0	-112.0	-3,795.9	-1,505.5	-1,482.7	REP	1.2	0.6	1.1	1.3	0.7

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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

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
	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
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@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
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@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