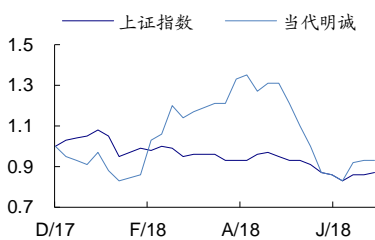


证券研究报告—动态报告
传媒
体育教育
当代明诚(600136)
增持
2018年半年报点评

(维持评级)

2018年07月31日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	487/344
总市值/流通(百万元)	6,241/4,411
上证综指/深圳成指	2,869/9,182
12个月最高/最低(元)	19.59/10.80

相关研究报告:

《当代明诚-600136-重大事件快评:世界杯赞助代理改善公司业绩,十年空间可期》——2018-07-14

《当代明诚-600136-当盛世之夏,代亚界之功,明神杯之志,诚我辈之机》——2018-05-14

证券分析师:张衡

电话: 021-60875160

E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

联系人:董博雄

电话: 010-88005318

E-MAIL: dongboxiong@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评
业绩高增速为十年空间之始,看好公司行业地位持续上行
● 体育业务亮眼表现带动业绩高增长,财务状况逐步好转

1) 2018H1 公司实现营收 8.73 亿元,同比增长 299%,归母净利润 1.08 亿元,同比增长 414%,其中主要为世界杯赞助商代理业务带来 6000 万美金收入以及影视剧《猎毒人》完成发行工作确认收入。公司影视业务占比为 2016 年以来最低,体育业务收入大幅上升,下半年仍有西甲及欧洲国家联赛版权分销业务亟待开展,前景可期。2) 2018H1 前五供应商预付款占比为 77.34%,供应商集中度较高,验证公司所持优质体育资源。3) 公司经营现金流状况不断改善,2018H1 收现比达 95%,经营现金流净额负值同期减少 2.83 亿元,现金流状况显著提高。

● 全球顶级足球赛事资源在手,先发优势显著

1) 公司与合作方拥有多个世界顶级足球赛事五年国内媒体分销权,包括 2017-2022 年英超、2017-2022 年西甲、2018-2023 年德甲。2) 双刃剑体育成为 FIFA 制定俄罗斯世界杯亚洲区独家销售代理,开创中国体育营销界先河,世界杯热度催化下公司市场地位不断抬升,国际化进程显著。3) 对新英体育的收购取得重大进展,当前已交付全部对价,公司有望利用新英体育逐渐开拓 to C 业务,实现内容端上游资源与 to C 端变现渠道的有效协同。

● 斩获 AFC2021-2028 年运营权,业务模式升级,百炼成钢

1) 公司联合 Fortis 以“非买断”形式与亚足联签下 2021-2028 全部商业权益,作为国内唯一一家投标体育营销公司,击败拉加代尔等世界顶级体育集团,多评比维度均排第一,验证公司体育运营综合实力;2) 双方合作内容包括赛事产品设计、赞助结构规划等工作,将为公司带来 8 年稳定现金流与收益,公司实现业务模式升级,完成从游戏参与者到游戏规则制定者的角色转换,百炼成钢。

● 投资建议

收购强视传媒成功转型,体育板块布局持续加重,新英体育并购在即,公司市场地位持续优化,我们预测 18-20 年备考 EPS 分别为 0.69/0.94/1.20 元,对应 PE 分别为 19/14/11 倍。考虑到公司赛事版权布局先发优势显著,中标 AFC 项目锁定未来 10 年权益,有望充分享受亚洲足球市场红利。我们认为公司 2018 年 PE 合理区间为 30-35 倍,对应合理估值区间为 20.55-23.98 元,“增持”评级。

● 风险提示

政策风险、商誉减值风险、版权运营风险等。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	569	912	2,058	2,537	3,139
(+/-%)	32.0%	60.3%	125.7%	23.3%	23.7%
净利润(百万元)	122	128	400.36	550.13	700.75
(+/-%)	128.5%	4.9%	212.5%	37.4%	27.4%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.26	0.69	0.94	1.20
EBIT Margin	36.9%	36.1%	37.1%	34.7%	31.8%
净资产收益率(ROE)	5.1%	5.1%	15.3%	20.1%	24.1%
市盈率(PE)	104.0	44.4	18.8	13.7	10.8
EV/EBITDA	31.3	24.3	13.6	15.0	14.2
市净率(PB)	6.4	2.3	2.9	2.8	2.6

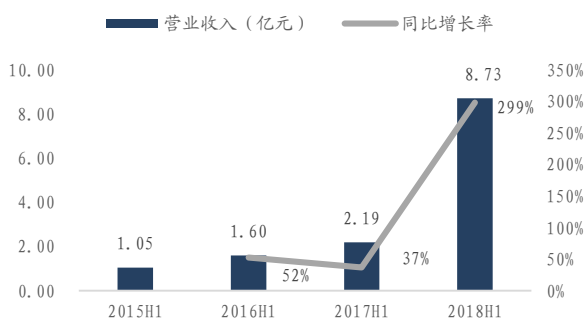
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

世界杯赞助分销业务与《猎毒人》制作发行带动业绩大幅增长

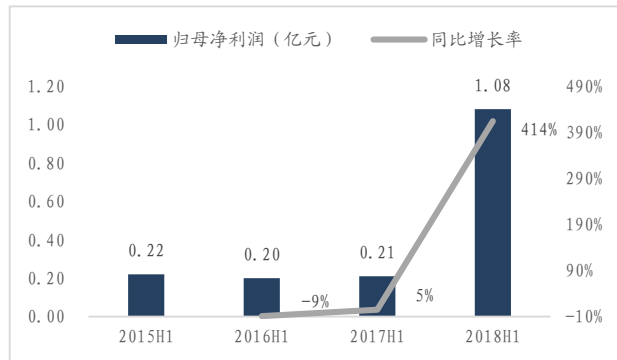
2018H1 公司实现营业收入 8.73 亿元, 同比增长 299%, 归母净利润 1.08 亿元, 同比增长 414%。业绩主要贡献点有二, 一为世界杯赞助商代理业务带来 6000 万美金收入; 二为子公司当代时光投资拍摄的影视剧《猎毒人》完成发行工作确认收入。世界杯赞助商代理业务收入方面, 公司全资子公司双刃剑(香港)关于 2018 俄罗斯世界杯亚洲区独家市场销售代理工作已全部完成, 双刃剑香港本次合计共确认雅迪科技集团有限公司、指点艺境(天津)科技有限公司、帝牌国际有限公司 3 家支付的收入 6,000 万美元(非业务净收入), 其中双刃剑香港取得 2018 俄罗斯世界杯亚洲区独家市场销售代理所支付的成本约为 4400 万美元, 毛利率约为 20-30%。影视剧制作业务收入方面, 公司及公司控股子公司当代时光投资拍摄的影视剧《猎毒人》等完成发行工作。

图 1: 2015H1-2018H1 公司营收及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

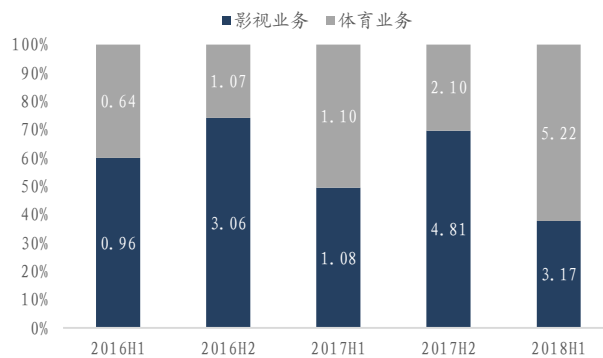
图 2: 2015H1-2018H1 公司归母净利润及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

影视业务稳中有升, 体育业务规模快速上升提振公司业绩。公司营业收入主要来自于公司全资或控股子公司强视传媒、双刃剑体育、耐丝国际、汉为体育的主营业务收入, 其中强视传媒营业收入作为影视业务收入, 相比去年同期增长 194%, 2018H1 体育业务收入为 5.22 亿元, 同比增长 375%, 环比增长 149%。在影视业务方面, 公司预计 2018 年下半年完成的影视剧项目有《如果岁月可回头》、《西游记之女儿国》、《许你浮生若梦》、《我们的四十年》等, 这些作品有一定讨论热度, 下半年公司可能将迎来影视剧业务的丰收。

体育业务方面, 世界杯赞助分销业务收入于上半年确认完毕, 体育营销、球员经纪等主要运作项目均在进行中, 下半年仍有西甲及欧洲国家联赛版权分销业务亟待开展, 前景可期。

图 3: 2016H1-2018H1 公司营收结构 (亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 公司下半年上线的主要影视剧

序号	项目名称	完成时间	投资比例	完成进度
1	如果岁月可回头	预计 2018 年 12 月	50%	已完成现场拍摄, 后期制作中
2	西游记之女儿国	预计 2018 年 10 月	49.16%	已完成现场拍摄, 后期制作中
3	许你浮生若梦	2018 年下半年	50%	后期制作中
4	我们的四十年	预计 2018 年下半年	20%	后期制作中

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

强视传媒与双刃剑为业绩主要贡献子公司, 分别为公司 2018H1 营业收入贡献了 36% 和 51%。强视传媒上半年主营业务收入 3.17 亿, 相比去年同期增长 210%, 主因系《猎毒人》制作发行工作完成; 2018H1 净利润 1.25 亿元, 同比增长 387%, 并接近其 2017 年全年净利润 1.27 亿元; 净利润率为 39.33%, 高于去年同期净利润率 25.06% 近 14 个百分点。

双刃剑上半年主营业务收入为 4.4 亿元, 相比去年同期增长 7 倍, 主因系确认世界杯赞助分销收益; 净利润 0.75 亿元, 同比增长 145%; 净利润率为 16.81%, 相较去年同期 56.41% 有所下降。

表 2: 公司主要控股或参股子公司主营业务收入及利润情况 (万元)

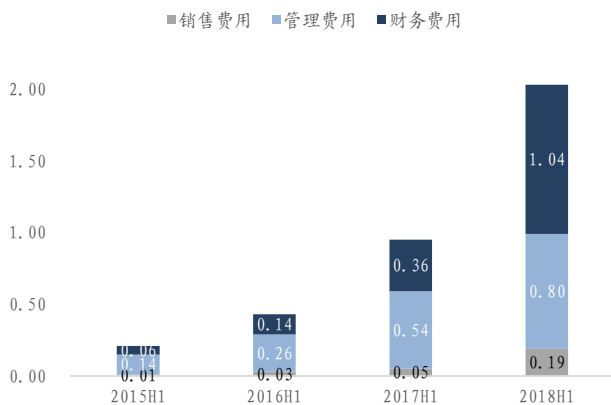
公司名称	业务性质	主要产品或服务	主营业务收入	营业利润	净利润
强视传媒	影视剧拍摄、制作、发行	影视剧	31,722.70	12,051.66	12,477.84
双刃剑	体育营销、球员经纪、	体育	44,352.35	9,276.61	7,456.91
耐丝国际	球员经纪、体育文化咨询、 体育赛事策划	体育	2,221.66	414.14	257.35
汉为体育	体育场馆运营	体育	5,641.35	-839.57	-860.15

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

业务快速发展、收购新英体育融资致三费显著上升。随着公司收购新英体育等子公司以及业务范围不断扩大，公司销售费用、管理费用和财务费用也在快速上升，分别同比增加了 280%、48%和 189%。其中 2018H1 公司财务费用占比最高，约 51%，财务费用增加主要因素是公司为收购新英体育而融资规模扩大，长期借款和应付债券增加导致利息支出增加。除去这一因素，公司管理费用占比较高，其中主要管理费用项目是职工薪酬、中介机构费用、租赁费等。

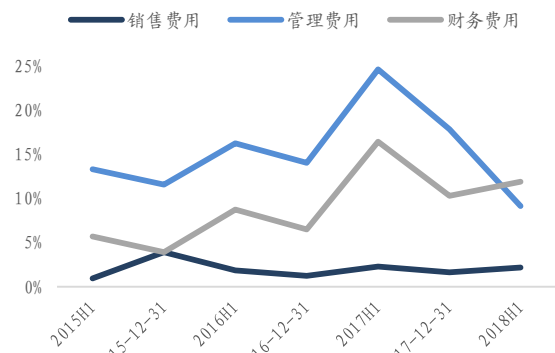
但同时随着公司规模扩大，2018H1 和 2017H1 相比，销售费用占营收比变化不大，财务费用略有下降，管理费用大幅下降。管理费用由 2017H1 的 25%以及 2017 年全年的 18%降至 2018H1 的 9%，这表明公司的规模效应正在逐渐显现，未来公司将进一步发挥规模效益，降低费用占比。

图 4: 2016H1-2018H1 公司三费情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 2015H1-2018H1 公司三费占营收比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

前五供应商、客户占比高，合作关系良好，公司体育资源强大

2016 年至 2018 年 H1 公司前五大供应商采购金额占比均较高，在 35%至 80% 之间，其中 2018H1 数据采用供应商预付款占比计算。2016 年至 2017 年前五客户销售金额占比在 35%-50%之间，也处于较高水平。公司高供应商集中度以及高客户集中度显示出公司强合作能力、强体育资源获取能力以及较强的版权销售能力。

表 3: 公司前五供应商与前五客户占比

	前五供应商金额 (亿元)	前五供应商占比	前五客户金额 (亿元)	前五客户占比
2016	2.5	63.70%	2.22	36.77%
2017	1.5	37.42%	4.56	49.97%
2018H1	6.46	77.34%	-	-

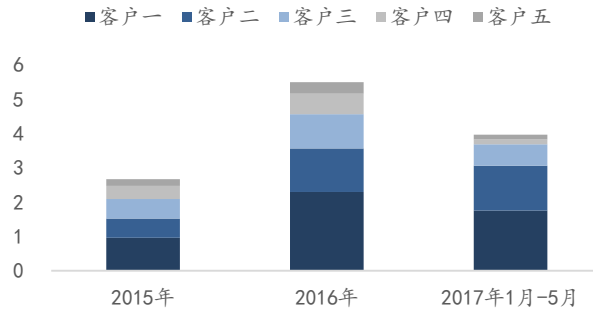
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

当前公司的下游合作客户主要包括鸿星尔克、361°、乔丹体育、网易彩票、海康威视、VIVO、能量王、蓝剑饮品、捷信金融、中石化等，双方形成战略合作，在体育商业赞助权益开发基础上，提供一体化营销落地执行服务，例如公司帮助捷信金融开展全国范围线上线下相结合的营销活动，帮助中石化开展线下营

销活动、全媒体宣传及宣传片制作投放等。

此外，公司报告期收购的新英体育主要业务为英超版权分销，其前五大客户 2015 年至 2017 年 1-5 月销售收入占比分别为 69.26%、77.86%、84.21%，客户集中度很高。同时，新英主要供应商为欧足协和英格兰足协，两者占其 2016 年、2017 年 1-5 月 76%-79% 的采购额，验证新英体育对于国际知名足球赛事版权强获取能力。

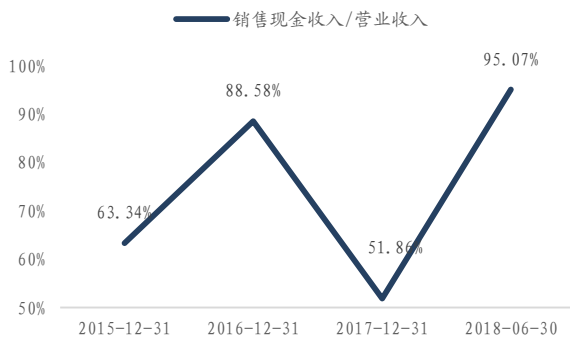
图 6：2015-2017 英超版权分销前五大客户收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

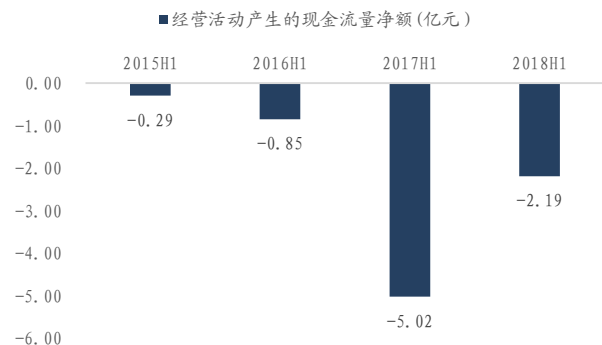
经营现金流改善。公司 2018H1 销售收现比达 95.07%，为近四个期间最高水平，公司资金回流能力增强；经营活动净现金流为-2.19 亿元，影视业务开展对现金流占用时间较长，但该水平已显著优于去年同期水平，主因系世界杯赞助分销业务带来的现金流快速回收，进而可验证体育营销业务其现金流的高流转性。

图 7：2015-2018H1 公司收现比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：2015H1-2018H1 公司经营现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

版权资源在手，卡位优势明显，有望享受国内体育市场发展红利

市场份额优势明显，当代明诚稳居行业龙头。国内版权市场主要参与主体有两类：向 C 端客户播放赛事视频的媒体平台（传统媒体央视体育频道、新媒体 PPTV 和苏宁等）和取得上游资源从事版权运营及分销业务的主体（主要为新英体育、体奥动力），而体奥动力目前主要以运营和分销中超赛事版权为主，极少参与国际版权尤其是欧洲足球版权竞争，因此保守估计新英长期市场份额约达 20%；公司旗下双刃剑体育深耕体育行业多年，在取得世界杯商务权益后，又成为第一个得到 FIFA 独家销售代理的中国公司。可以看出，当前世界顶级足球赛事里，当代明诚及其子公司已掌握了未来五年中的大部分版权，资源优势明显，成本锁定下版权分销价格呈现逐年高速提升趋势。随着未来成本和收入的逐年确认，当代明诚未来预期收益将十分可观。

表 4：2017-2027 年当代明诚及相关方足球头部赛事版权布局

顶级足球赛事	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
英超	新英体育			苏宁体育								
西甲			当代明诚									
德甲				苏宁体育								
意甲												
法甲												
中超												
欧洲杯			新英体育									
世界杯				新英体育（欧洲预选赛）								
亚足联相关赛事		苏宁体育						当代明诚				
欧洲冠军联赛												

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新英体育收购对价已全部交割完毕，当代明诚“2B+2C”生态闭环落成在即。新英体育是我国领先的体育版权运营商，重点业务为体育赛事版权的整合运营及面向用户的视频直播平台。新英体育整合电视、数字新媒体和移动等各种传播方式的特点与优势，形成全媒体覆盖形式，使观众以全新体验享受顶级赛事。当前，新英体育主要业务包括版权分销、产品订阅和广告赞助，其中版权分销是核心业务，具体分为互联网版权分销、传统版权分销、IPTV 业务、互联网电视业务四种模式；产品订阅业务分为有线电视业务和视频网站订阅业务两类，结合新英体育的付费模式提供直播和转播服务。

表 5: 新英体育主要业务类型及内容

序号	业务类型	产品服务	主要内容
1	版权分销 (核心业务)	向分销对象提供国际信号, 由其自行制作视频节目播出; 由新英体育直接提供经制作的赛事节目内容, 包括赛事前瞻、普通话/粤语直播解说、赛后回顾等板块	英超联赛 2013/2014-2018 /2019 年 6 个赛季在中国大陆和澳门地区的英超赛事的独家转播权以及相关节目版权, 包括直播、延播、重播、点播等多种形式, 并允许在电视、互联网电视、IPTV、互联网及移动设备上播出。 2018 年 1 月 1 日到 2022 年 11 月 30 日欧足联国家队系列赛事 (包括 2020 年欧洲杯正赛及预选赛、2022 年世界杯欧洲预选赛等) 的新媒体独家版权以及上述赛事的全球赞助商权益。
2	产品订阅	在线付费电视服务以及视频网站付费服务	新英体育通过与上海文广互动电视有限公司合作, 将英超直播节目加入“新视觉”频道, 由全国 20 余个地方有线网络购买, 从而收取地方有线网络支付的节目收视费
3	广告赞助	电视广告、互联网广告、移动终端媒体广告	“以节目换广告”模式: 新英体育联合上海五星体育频道, 自制赛事直播节目 (赛事前瞻、演播室、普通话解说、赛后回顾等), 随后统一向全国签约各地方台发送, 以换取节目播放的植入广告及贴片广告的收益权。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

新英体育推动体育付费模式转变, 已成长为国内体育版权头部企业。新英体育于 2017 年 6 月通过推出新会员体系, 按照“免费+付费+增值服务”的差异化模式运行。新模式上线短短 20 天内, 会员购买力出现显著提升, 付费会员数迅速超过去年休赛期 3 个月综合。2016-17 赛季, 新英体育付费用户共计 208 万, 同比增长超过 100%, 其中单场用户占比近 50%, 去掉单场外的付费会员数为 109 万。新英体育依托其丰富的赛事资源、用户服务和管理经验, 有望持续扩大体育赛事付费订阅的用户数量和消费额度, 在体育赛事付费市场中占据优势地位。

表 6: 新英体育会员权益

权益类型	权益项目	会员	非会员
内容特权	全赛季球票折扣	✓	×
	单场免费球票	✓	×
	专属观赛场次	✓	×
功能特权	多路解说	国粤英	国语 (单场)
	1080P	✓	超清 (单场)
	广告勿扰	✓	×
专属福利	实体球票代购	✓	×
	英伦朝圣之旅	✓	×
	球星见面会	✓	×
	特价周边产品	✓	×
	酒吧影院看球	免费或折扣优惠	全付费

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

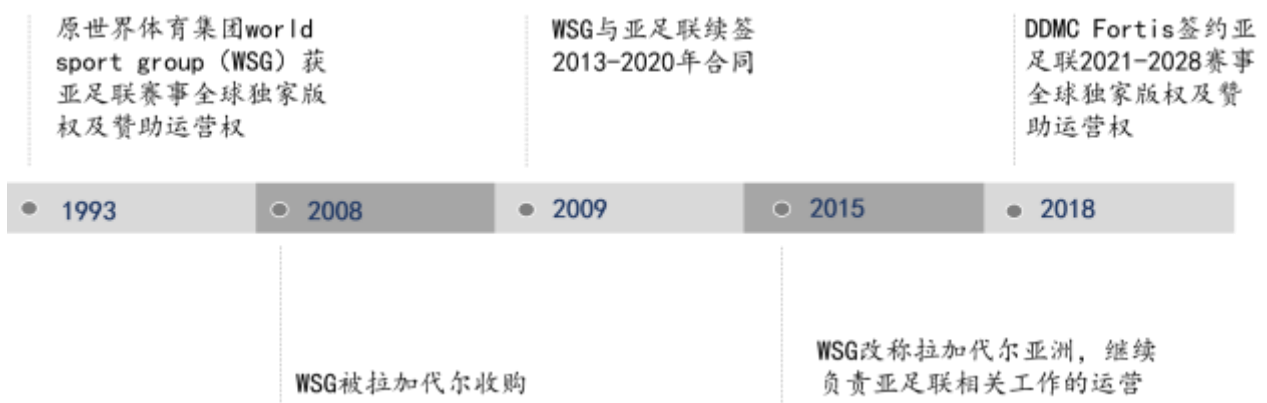
世界杯后再下一城，中标亚足联 8 年商业权益

1、DDMC 携手 Fortis，完美配合签约亚足联

DDMC Fortis 是当代明诚联合 Fortis Sports AG 专为与 AFC 合作而成立的商业运营机构，兼顾国际化与亚洲本土化。Fortis 是一家总部位于瑞士的体育营销公司，其创始人帕特里克曾是欧冠联赛独家营销机构的市场部负责人。合资公司未来将独立运营，核心管理团队由双方高管担任：Fortis 方负责人 Patrick Murphy 在体育行业中拥有超过 25 年的从业经验，负责销售欧冠及欧洲国家联赛版权及赞助权达十年之久，20 世纪 90 年代协助福克斯开发亚洲体育业务；另一负责人 David Tyler 曾担任 Relevant Sports 的首席执行官，领导全球国际冠军杯赛事的营销工作；当代明诚体育集团董事长特别助理于航也会在合资公司中担任职务。

“虎口夺肉”打破拉加代尔 27 年垄断，当代明诚开始体育营销泛亚洲化。本次投标当代明诚击败拉加代尔、IMG、盈方、MP&SILVA, MEDIAPRO, PERFORM, 电通等公司的竞标，其中拉加代尔从 1993 年就开始拥有亚足联赛事相关权益。本次中标将赋予当代明诚“对话”海外的基础，一方面能够协助正在走出去的中国企业利用体育载体融入市场；另一方面体育营销业务将走向国门，进军亚洲、全球市场。

图 9：1993-2018 年亚足联全球独家版权及赞助运营权归属情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

非“一刀切”合作模式收益空间更大，未来 8-10 年现金流与利润稳定。本次合作并非英超买断经营模式，而是由当代明诚方预付少量定金，随后与 AFC 共同运营赛事，未来双方再进行利益的分配。在保障收益的基础上，双方配合进行赛事产品升级、赞助商分层规划、决策流程优化等工作，以期获得超额收益。

2、携手 AFC 运营亚洲头部足球赛事，实现商业共赢

“亚洲足球是世界足球的未来”。亚洲经济总量居世界第一，人口占全球人口的 60%，拥有 46 个亚足联成员国，以及包括中韩日在内的 5 个世界最大

足球市场。旗下头部顶级 IP 赛事有三项，分别是世界杯亚洲区预选赛、亚冠联赛、亚洲杯。

亚足联营业收入在过去的 25 年里，在 Lagardere 的协助下提升超过 50 倍。随着越来越多顶级球星来到亚洲，提升亚洲关注度解锁更多市场；巨头企业纷纷进入体育赛事直播领域，大幅提升了头部稀缺体育 IP 得媒体版权价值。即使在更成熟的欧洲市场，过去的 25 年里，Team Marketing 的专业运营也帮助欧洲足球冠军联赛增长超过 42 倍，由此看来亚洲市场更具发展潜力。

表 7：2021-2028 年亚足联旗下重要赛事

亚足联比赛
2023、2027 年亚洲杯
2022、2026 年世界杯亚洲区预选赛
2021-2028 年亚冠联赛
2021-2028 年亚洲足协杯
2022、2026 年女子亚洲杯
其他 AFC 赛事：
•2022、2024、2026、2028 年的 AFC U-19 锦标赛决赛
•2022、2024、2026、2028 年的 AFC U-16 锦标赛决赛
•2022、2024、2026、2028 年亚足联 U-23 锦标赛总决赛（2024 年奥运亚洲区决赛）
•2021、2023、2025、2027 年的 AFC U-19 女子锦标赛决赛
•2021、2023、2025、2027 年的 AFC U-16 女子锦标赛决赛
•2022、2024、2026、2028 年亚足联室内足球锦标赛决赛（2024 年举办 2024 年世界室内五人制足球锦标赛-亚洲区资格赛）
•2021, 2022, 2023, 2024, 2025, 2026, 2027, 2028 年的亚足联五人制足球俱乐部锦标赛总决赛
•AFC 团结杯决赛

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3、新增长点增厚转播收入，精准产品设计满足赞助需求

世界杯扩容增厚收入，OTT 平台开发深挖亚洲市场。2026 年起世界杯参赛球队总数增至 48 支，亚洲出线球队由 5 支增至 8 支，赛事扩容，可卖的赞助权益（曝光场次、时间等）也会更多，增厚转播收入。同时利用中国发展相对成熟的 OTT 平台经验，搭建亚足联自营数字平台，挖掘包括中日韩在内的巨大体育市场。

中国制造 2025 推动本土企业出海，“先抑后扬”借助体育 IP 走向世界。从需求端看，一是赞助体育赛事是最通用的品牌传播途径，体育作为世界语言是很好的媒介与平台；二是中国制造 2025 推动中国制造业走向世界，世界杯对于中国大部分企业为时尚早，而亚洲市场将是一个很好的过渡市场（丰田、松下就是通过赞助体育赛事走出本土市场）。从供给端看，本次亚足联赞助权益将针对不同客户赞助需求采用 4 层赞助模式（目前仍在与亚足联沟通），这将有效增多亚足联赞助商数量；新技术革新将增加更多销售席位，满足更多区域赞助商要求。而目前，赞助亚足联的中国企业只有青岛啤酒与怡宝。

图 10: 精准产品设计满足不同赞助商需求



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议及风险提示

投资建议: 收购强视传媒成功转型, 后收购双刃剑体育丰富大文化产业布局, 转型三年以来“影视+体育”双轮驱动战略收效显著。后续体育业务板块布局持续加重, 新英体育并购在即, 公司市场地位将持续优化, 我们预测公司 18-20 年备考 EPS 分别为 0.69/0.94/1.20 元, 对应当前 PE 分别为 19/14/11 倍。考虑到公司足球赛事版权布局先发优势显著, 中标 AFC 项目锁定未来 10 年权益, 有望充分享受亚洲足球市场红利。我们认为公司 2018 年 PE 合理区间为 30-35 倍, 对应合理估值区间为 20.55-23.98 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 政策风险、商誉减值风险、版权运营风险等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	560	2706	5501	6305	营业收入	912	2058	2537	3139
应收款项	1102	451	535	636	营业成本	401	914	1187	1505
存货净额	1247	0	0	0	营业税金及附加	4	11	13	21
其他流动资产	360	812	1001	1239	销售费用	15	31	38	96
流动资产合计	3269	3969	7038	8181	管理费用	163	340	419	518
固定资产	29	27	30	29	财务费用	94	162	71	(10)
无形资产及其他	2	2	2	2	投资收益	12	12	12	12
投资性房地产	1826	1826	1826	1826	资产减值及公允价值变动	(70)	(46)	(58)	(52)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	16	0	0	0
资产总计	5126	5824	8895	10037	营业利润	192	567	763	969
短期借款及交易性金融负债	842	411	514	589	营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)
应付款项	142	323	421	537	利润总额	190	565	762	968
其他流动负债	192	427	545	705	所得税费用	42	104	130	163
流动负债合计	1176	1161	1480	1831	少数股东损益	21	61	82	104
长期借款及应付债券	597	597	2597	2597	归属于母公司净利润	128	400	550	701
其他长期负债	608	1214	1820	2427					
长期负债合计	1204	1811	4417	5023	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2380	2972	5898	6855	净利润	128	400	550	701
少数股东权益	222	236	255	279	资产减值准备	51	(1)	(22)	(15)
股东权益	2524	2616	2742	2903	折旧摊销	4	11	14	17
负债和股东权益总计	5126	5824	8895	10037	公允价值变动损失	70	46	58	52
					财务费用	94	162	71	(10)
					营运资本变动	(523)	2466	528	529
					其它	(46)	15	40	39
					经营活动现金流	(316)	2937	1169	1323
					资本开支	(4)	(53)	(53)	(53)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(4)	(53)	(53)	(53)
					权益性融资	66	0	0	0
					负债净变化	0	0	1000	0
					支付股利、利息	(99)	(308)	(424)	(540)
					其它融资现金流	685	(430)	103	75
					融资活动现金流	554	(739)	1679	(465)
					现金净变动	234	2145	2795	805
					货币资金的期初余额	326	560	2706	5501
					货币资金的期末余额	560	2706	5501	6305
					企业自由现金流	(267)	3046	1220	1324
					权益自由现金流	419	2484	2264	1407

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.26	0.69	0.94	1.20
每股红利	0.20	0.53	0.72	0.92
每股净资产	5.18	4.48	4.69	4.97
ROIC	7%	21%	54%	101%
ROE	5%	15%	20%	24%
毛利率	56%	56%	53%	52%
EBIT Margin	36%	37%	35%	32%
EBITDA Margin	36%	38%	35%	32%
收入增长	60%	126%	23%	24%
净利润增长率	5%	212%	37%	27%
资产负债率	51%	55%	69%	71%
股息率	1.6%	5.0%	6.8%	8.7%
P/E	44.4	18.8	13.7	10.8
P/B	2.3	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	24.3	13.6	15.0	14.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032