



东兴证券
DONGXING SECURITIES

打造创新型影视作品,开启发展新格局

——北京文化（000802）深度报告

2018年12月14日

强烈推荐/首次

北京文化 深度报告

报告摘要:

1. 成功转型影视文化,开启发展新格局

公司主营业务逐步由旅游景区业务转型为影视文化业务。2017年,公司影视业务实现营业收入12.32亿元,旅游业务实现营业收入0.89亿元。从营收占比角度,影视文化业务已经公司核心主营,公司已经发展成为涵盖电影、电视剧网剧、艺人经纪、综艺、新媒体及旅游文化的文化集团。

2. 立足优质内容,推进影视项目工业化和产业化

公司持续推进影视项目工业化和产业化。2013-2018年,公司实现影视项目由零到一,并实现品质与数量齐头并进格局,出品《同桌的你》《心花怒放》《师父》《我不是潘金莲》《战狼II》《不成问题的问题》《芳华》《我不是药神》《无名之辈》等品质优异的作品,每年出品电影及电视剧数量也逐年增长,立足优质内容逐步推进影视项目工业化与产业化。

3. 电影电视剧项目储备丰富,《流浪地球》定档2019年春节档,值得期待

根据公司2018年三季报,目前公司储备电影项目超过20部,其中2019年预计发行7部,电视剧、网剧项目储备项目超过20部。公司出品的《流浪地球》电影定档2019年春节档,改编自中国著名科幻作家刘慈欣的同名作品,郭帆导演,吴京主演的国产科幻片,电影票房值得期待。

公司盈利预测及投资评级。我们预计2018-2020年公司净利润分别为3.98亿元、4.57亿元、5.15亿元,对应PE分别为19X、17X、15X。基于公司具有持续投资及宣发爆款电影的属性,我们看好公司发展潜力,因此我们给予公司2019年20倍PE估值,对应目标价12.77元,给予“强烈推荐”评级。

风险提示: 电影行业增速低于预期、影视政策监管趋严等风险。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	926.55	1,321.00	1,540.00	1,650.00	1,850.00
增长率(%)	165.22%	42.57%	16.58%	7.14%	12.12%
净利润(百万元)	524.11	320.30	397.62	457.28	514.76
增长率(%)	2447.14	-38.89%	24.14%	15.00%	12.57%
净资产收益率(%)	11.84%	6.48%	7.56%	8.05%	8.35%
每股收益(元)	0.86	0.43	0.56	0.64	0.72
PE	12.52	25.27	19.44	16.91	15.02
PB	1.78	1.64	1.47	1.36	1.25

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

石伟晶

010-66554067

shi_wj@dxzq.net.cn

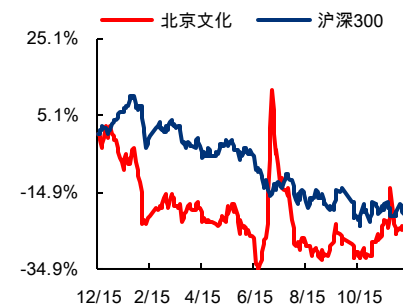
执业证书编号:

S1480518080001

交易数据

52周股价区间(元)	10.8-13.7
总市值(亿元)	77.32
流通市值(亿元)	41.67
总股本/流通A股(万股)	71590/38579
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.89

52周股价走势图



资料来源:东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 成功转型影视文化，开启发展新格局	3
1.1 借力资本，进军影视行业	3
1.2 转型效果显著，收入及净利润快速增长	4
1.3 影视文化成为公司核心主营	5
2. 爆款内容提升公司品牌影响力，持续推进大娱乐产业模型	6
2.1 以人为本，夯实内生发展基础	6
2.2 立足优质内容，推进影视项目工业化和产业化	7
3. 专注影视主营，逐步剥离非核心业务	10
3.1 整合旅游业务，平稳运营现有旅游景区	10
3.2 优化资产结构，出售艾美院线	11
4. 盈利预测及估值	12
4.1 盈利预测	12
4.2 估值	12
5. 风险提示	12

表格目录

表 1：公司旗下积累丰富产业资源及影视人才资源	7
表 2：公司计划投资及宣发的电影项目（截至 2018 年 3 季度）	8
表 3：公司计划投资及宣发的电视剧及网剧项目（截至 2018 年 3 季度）	9
表 4：2016-2020E 公司营收及净利润预测	12
表 5：电影行业各公司 PE 比较	12
表 6：公司盈利预测表	13

插图目录

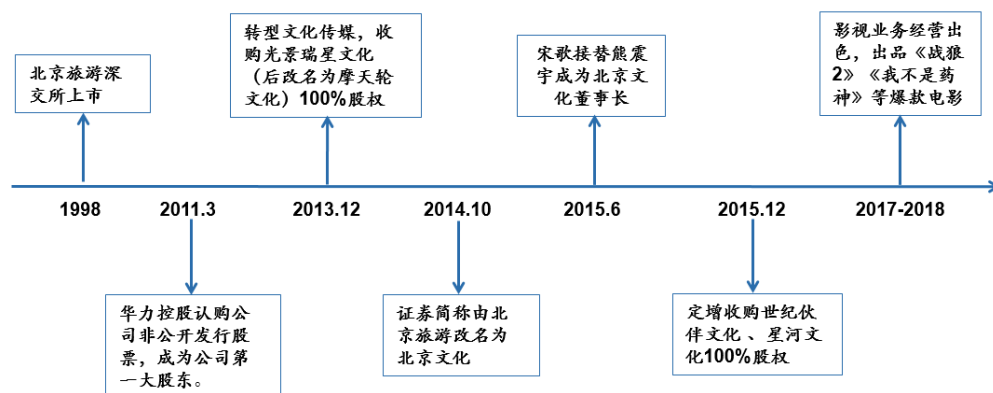
图 1：公司发展历程	3
图 2：公司股权结构	3
图 3：2014 年-2018 年 3 季度公司主营收入	4
图 4：2014 年-2018 年 3 季度公司归母净利润	4
图 5：2014 年-2017 年 3 季度公司毛利率及三费率	4
图 6：2014-2018 年上半年公司分业务营业收入	5
图 7：2014-2018 年上半年公司分业务毛利率	5
图 8：公司文娱板块业务架构	6
图 9：公司历年已确认收入的电影及电视剧（亿元）	7
图 10：公司连续出品《战狼 2》及《我不是药神》等爆款电影	8
图 11：2013-2018 年上半年公司旅游酒店业务收入及毛利率	11

1. 成功转型影视文化，开启发展新格局

1.1 借力资本，进军影视行业

积极进军影视行业，行业地位持续提升。公司是一家影视娱乐传媒集团，1998 年登陆深交所上市，背靠优质旅游文化资源。自 2013 年起，公司向影视娱乐业转型，先后收购摩天轮文化传媒、世纪伙伴文化传媒、星河文化经纪等公司。2016 年 4 月，随着世纪伙伴和星河文化正式并表，公司泛娱乐产业布局基本成型，通过整合娱乐产业上下游资源，完成搭建多位一体的泛娱乐产业链，致力于成为泛娱乐产业的领导者。

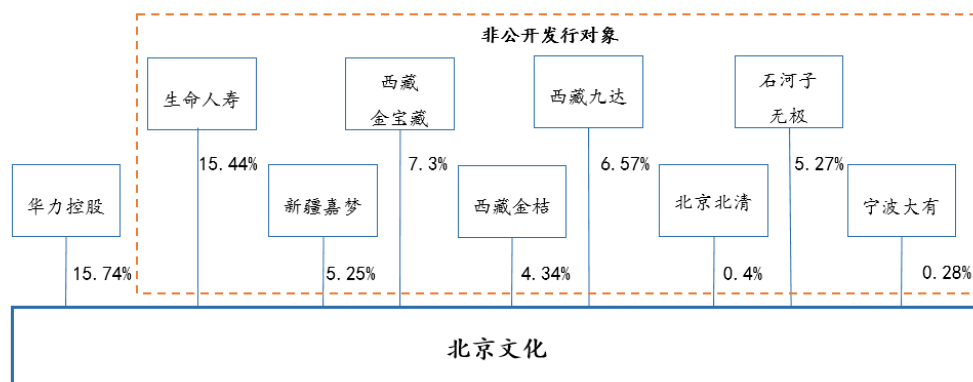
图 1：公司发展历程



资料来源：公告，东兴证券研究所

截至 2018 年 11 月 30 日，公司总股本 7.16 亿，华力控股为公司第一大股东，持有 15.74% 股权。2015 年，公司向生命人寿、西藏金宝藏、西藏九达、石河子无极、新疆嘉梦、西藏金桔、北京北清、宁波大有共计 8 名特定投资者发行股份，募集资金购买标的公司世纪伙伴、浙江星河之 100% 股权。目前生命人寿、西藏金宝藏、西藏九达、石河子无极、新疆嘉梦、西藏金桔均处于公司前十大股东之列。

图 2：公司股权结构

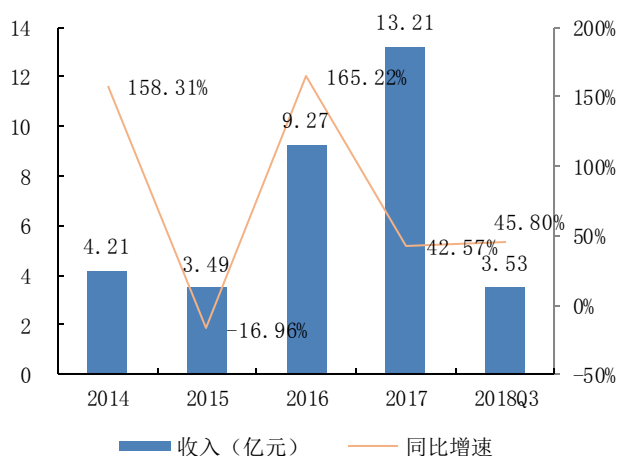


资料来源：公告，东兴证券研究所

1.2 转型效果显著, 收入及净利润快速增长

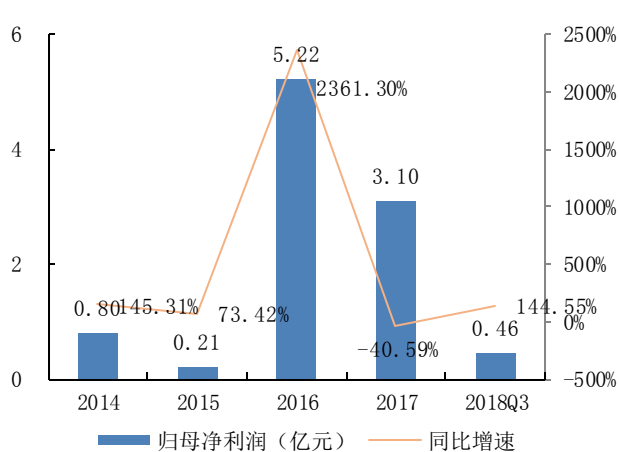
成功转型影视行业, 营收及利润快速增长。2014 年 1 月, 摩天轮文化完成并表; 2016 年 4 月, 世纪伙伴和星河文化完成并表。目前公司主营收入及净利润保持快速增长趋势, 2018 年三季度实现主营收入 3.53 亿元, 同比增长 45.80%, 实现净利润 0.46 亿元, 同比增长 144.55%。

图 3: 2014 年-2018 年 3 季度公司主营收入



资料来源: 公告, 东兴证券研究所

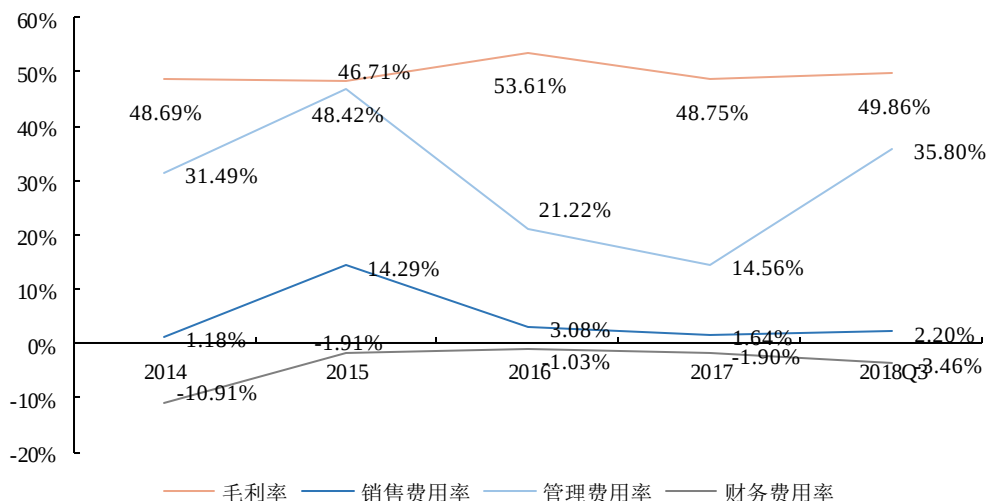
图 4: 2014 年-2018 年 3 季度公司归母净利润



资料来源: 公告, 东兴证券研究所

公司主营业务毛利率较为稳定, 2018 年前三季度毛利率达到 49.86%; 公司管理费用率较高, 销售费用率及财务费用率较低, 2018 年前三季度管理费用率 35.8%, 季度性波动主要受影视项目收入集中在四季度确认影响; 销售费用率 2.2%, 较为稳定; 财务费用率-3.46%, 显示公司账上资金较为充沛。

图 5: 2014 年-2017 年 3 季度公司毛利率及三费率

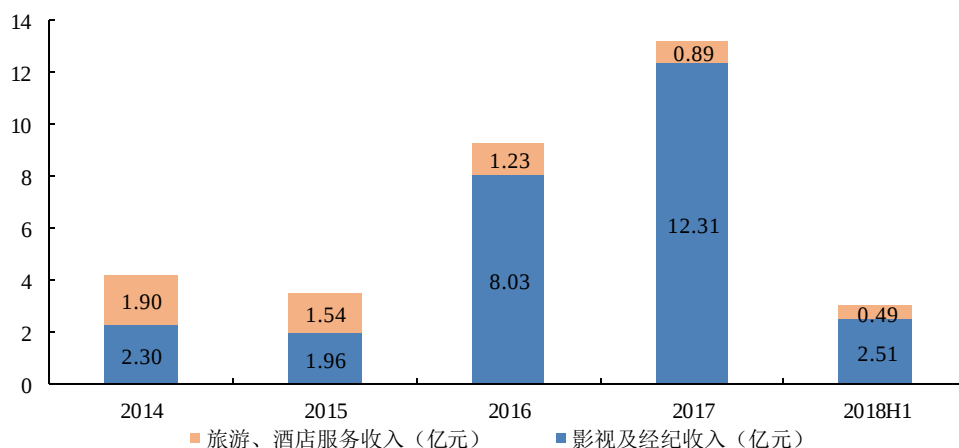


资料来源: 公告, 东兴证券研究所

1.3 影视文化成为公司核心主营

公司主营业务逐步由旅游景区业务转型为影视文化业务。其中影视文化业务主要涵盖电影、电视剧网剧、艺人经纪、综艺、新媒体等，旅游业务保持对原有景区管控和服务。2017 年，公司影视业务实现营业收入 12.31 亿元，旅游业务实现营业收入 0.89 亿元。从营收占比角度，影视文化业务已经公司核心主营，公司已经发展成为涵盖电影、电视剧网剧、艺人经纪、综艺、新媒体及旅游文化的文化集团。

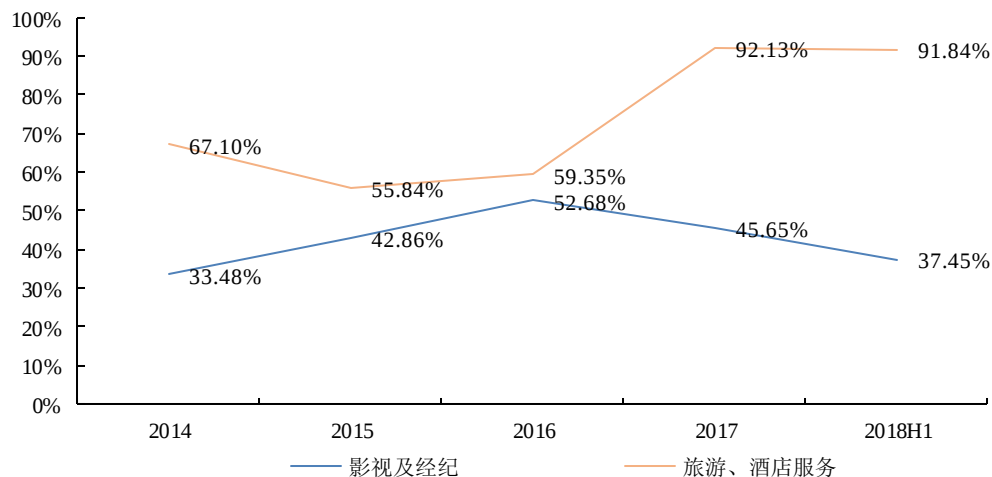
图 6：2014-2018 年上半年公司分业务营业收入



资料来源：公告，东兴证券研究所

影视业务毛利率保持稳定，旅游业务毛利率较高。2017 年，公司影视业务毛利率 45.65%，较为稳定；旅游业务毛利率 92.13%，相比过去有较大提升，主要源于公司剥离一部分旅游资产，现有旅游景区新建项目较少，处于平稳运营阶段。

图 7：2014-2018 年上半年公司分业务毛利率



资料来源：公告，东兴证券研究所

2. 爆款内容提升公司品牌影响力，持续推进大娱乐产业模型

2.1 以人为本，夯实内生发展基础

公司通过并购摩天轮文化、世纪伙伴和浙江星河三家公司，实现电影、电视剧网剧、艺人经纪、综艺业务布局。

1) 2014 年，公司通过 1.5 亿元现金收购光景瑞星（改名为摩天轮文化）100%股权，光景瑞星承诺 2014-2017 年净利润分别不低于 1537 万元、2442 万元、3043 万元和 4022 万元；

2) 2015 年公司通过非公开发行以 13.5 亿收购世纪伙伴 100%股份及 7.5 亿收购浙江星河 100%股权，其中世纪伙伴承诺其 2014-2017 年净利润分别不低于 9000 万元、11000 万元、13000 万元和 15000 万元；浙江星河承诺 2014-2017 年净利润分别不低于 4970 万元、6530 万元、8430 万元和 10040 万元。

图 8：公司文娱板块业务架构



资料来源：官网，东兴证券研究所

以人为本，公司积累大量影视人才。公司为驱动影视文化业务更快发展，通过调整经营管理团队，让专业人才负责专业业务。其中，摩天轮文化董事长宋歌出任公司董事长兼总裁，世纪伙伴董事长娄晓曦为公司副董事长，摩天轮文化总经理杜扬女士担任公司副总裁、董事。

另一方面，公司通过设立合资公司、建立工作室、顾问等形式，聚集丰富影视人才，为公司发展奠定人才基础，包括陈国富、刘震云、严歌苓等顾问，张黎、乌尔善、徐浩峰、吴京、宁浩、丁晟、郭帆等导演，刘震云、舒心、刘伽茵、邢爱娜等编剧，杜扬、胡晓峰、边晓军、胡凡等制片人，白百何、耿乐、郭京飞、黄志忠、焦俊艳、柯蓝、陆毅、印小天、尤靖茹、左小青、朱雨辰等演员。

表 1：公司旗下积累丰富产业资源及影视人才资源

产业资源	人员情况
管理层	宋歌：董事长兼总裁
	娄晓曦：副董事长
	杜扬：副总裁、董事
顾问	陈国富、刘震云、严歌苓
导演	张黎、乌尔善、徐浩峰、吴京、宁浩、丁晟、郭帆、沈严、李非、刘海波、潘成午、周海舸等
编剧	刘震云、严歌苓、舒心、刘伽茵、邢爱娜等
制片人	杜扬、胡晓峰、边晓军、胡凡等
明星演员	白百合、耿乐、郭京飞、黄志忠、焦俊艳、柯蓝、陆毅、印小天、尤靖茹、左小青、朱雨辰等

资料来源：公告，官网，东兴证券研究所

2.2 立足优质内容，推进影视项目工业化和产业化

公司持续推进影视项目工业化和产业化。目前公司已经建立专业影视项目管理流程体系，实现项目战略规划、IP 孵化和采购、开发规划、立项管理、制片管理等各个环节的流水线化管理。2013-2018 年，公司实现影视项目由零到一，并实现品质与数量齐头并进格局，出品《同桌的你》《心花路放》《师父》《我不是潘金莲》《战狼 II》《不成问题的问题》《芳华》《我不是药神》《无名之辈》等品质优异的作品，每年出品电影及电视剧数量也逐年增长，逐步推进影视项目工业化与产业化。

图 9：公司历年已确认收入的电影及电视剧（亿元）


资料来源：公告，东兴证券研究所，图中数字为作品贡献票房/收入

从《战狼2》到《我不是药神》，奠定公司在影视行业新贵地位。2017年，公司主控营销及发行《战狼2》电影，最终《战狼2》以57亿票房成为迄今为止最高的国产电影；2018年，公司参投并作为《我不是药神》主控宣发方，《我不是药神》成为又一现象级爆款。两部作品的成功，体现公司专业的影视项目投资能力以及营销与发行实力。

图10：公司连续出品《战狼2》及《我不是药神》等爆款电影



资料来源：公告，东兴证券研究所

公司电影项目储备丰富，《流浪地球》定档2019年春节值得期待。根据公司2018年三季报，目前公司储备电影项目超过20部，其中2019年预计发行7部。公司出品的《流浪地球》电影定档2019年春节档，改编自中国著名科幻小说作家刘慈欣的同名作品，郭帆导演，吴京主演的国产科幻片，电影票房值得期待。另外，公司投资乌尔善执导的魔幻史诗电影《封神》三部曲，第一部预计于2020年在中国内地地上映，第二、第三部依次于2021、2022年上映，再次体现公司推进电影工业制作体系的发展路径。

表2：公司计划投资及宣发的电影项目（截至2018年3季度）

作品	发行档期 (预计)	合作方式	主要演职人员	项目进度
《你是凶手》	2019	投资、宣发	导演：王昱；主演：宋佳、王千源、冯远征、李九霄	后期制作
《全民直播》	2019	投资、宣发	导演：胡茄	后期制作
《流浪地球》	2019	投资、宣发	导演：郭帆；主演：屈楚萧、吴京	后期制作
《西游日记：天蓬传》	待定	投资、宣发	监制：许月珍；原著：今何在	筹备中
《成长在明天》	2018	投资、宣发	导演/编剧：叶京	后期制作
《刺猬小子2》	待定	投资、宣发	导演：黄健明	筹备中
《时间之外》	待定	投资、宣发	导演：刘晓世；监制：宁浩、张一白	筹备中
《七年之痒》	待定	投资、宣发	导演：刘杰	筹备中

《跳舞吧！大象》	2019	投资、宣发	导演：林育贤；编剧：陈舒；主演：艾伦、金春花	后期制作
《让我留在你身边》	待定	投资、宣发	编剧：张嘉佳	筹备中
《特警队》	2019	投资、宣发	编剧：丁晟	拍摄中
《无名之辈》	2018.11	投资、宣发	导演：饶晓志；主演：陈建斌、任素汐、章宇、潘斌龙	已公映
《妈阁是座城》	2019	投资	导演：李少红；编剧：严歌苓、陈文强；主演：白百何、姜武、耿乐、曾志伟、刘嘉玲、易烊千玺、闫妮、梁天	后期制作
《刀背藏身》	待定	投资、宣发	导演/编剧：徐浩峰	后期制作
《傻瓜照相机》	待定	投资	导演/编剧：李非；监制：姜文；艺术顾问：张黎	筹备中
《两只老虎》	待定	投资	导演/编剧：李非；监制：严歌苓	筹备中
《诗眼倦天涯》	2019	投资	导演/编剧：徐浩峰；主演：陈坤、周迅、宋佳等	后期制作
《岁月忽已暮》	待定	投资、宣发	导演：秦小珍；监制：张嘉辉；主演：张子枫、姜潮、宋威龙	后期制作
《封神三部曲》	2020-2022	投资、宣发	导演：乌尔善；编剧：冉平、冉甲男、乌尔善	拍摄中
《下班》	待定	投资	导演：田友良；编剧：赖宝	筹备中

资料来源：公告，东兴证券研究所

公司电视剧、网剧项目储备丰富。2017 年，公司出品的电视剧《九州·海上牧云记》获得市场认可，最高单集播放量 5.7 亿、最高单日播放量 2.4 亿；2018 年上半年，公司出品的电视剧《云巅之上》《武动乾坤》《素手遮天》均已播出。目前公司电视剧、网剧项目储备充足，储备项目超过 20 部，《倩女幽魂》《澳门故事》计划 2019 年播出。

表 3：公司计划投资及宣发的电视剧及网剧项目（截至 2018 年 3 季度）

作品	发行档期 (预计)	合作方式	主要演职人员	项目进度
《云巅之上》	2018	发行	导演：李慧珠；编剧：尔笛；主演：陈晓、袁姗姗、郭晓东、蒋梦婕、张哲瀚等	已播出
《高兴遇见你》	2018.08	投资	导演：姜信孝、金亨植；主演：徐璐、杨玏、王阳、曹卫宇、张佑天	已播出
《极品一家人》	待定	摩登视界投资	导演：孙皓；编剧：赵犇、黄苇、平平、沈嵘	发行中
《江山不悔》	待定	投资	总导演：张黎；编剧：刘伽茵	筹备中
《沧海丝路》	2018	投资、承制	总导演：张黎；导演：刘国权	送审中
《羽传说》	待定	投资	总监制：张黎	筹备中
《天涯明月刀》	待定	投资	总导演：张黎；编剧：钱雁秋、刘伽茵	筹备中
《爱归来》	待定	投资	导演：王梦继；编剧：张晓芸、李慧善[韩]；主演：权相佑、李念、王耀庆	后期制作
《谢家皇后》	待定	投资	原著：越人歌；编剧：墨舞碧歌	筹备中
《欢喜猎人》	2018	投资、发行	导演：沈煜杰；编剧：包贝尔、张鹏；主演：包贝尔、贾玲、包文婧	发行中
《大明皇妃孙若微传》	2020	投资、策划服务	监制：张黎；制片人：姚昱竹；编剧：安建、张挺、戴津；导演：张挺；主演：汤唯、朱亚文	后期制作
《我爱你，这是最好的》	2018	投资	导演：陈林海；监制：董波；编剧：王莉莹；主演：张彬彬、	发行中

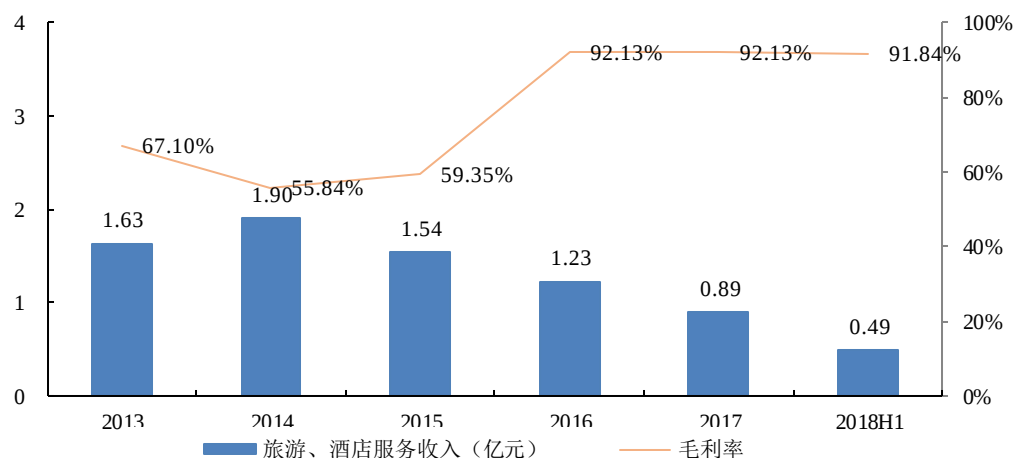
安排》			郑合惠子	
《爱我就别想太多》	2018	发行	导演：曹会生、韩杰；编剧：胡平、韩杰；主演：陈建斌、李一桐、潘粤明、张姝、曹然然、孔千千	发行中
《爱无痕》	2018	发行	导演：尹涛；编剧：马广源	发行中
《倩女幽魂》	2019	投资	编剧：阮继志、祝明；主演：郑爽等	筹备中
《模范生》	待定	投资	编剧：夏添工作室；剧本顾问：蒋雨航	筹备中
《澳门故事》	2019	投资	原著：严歌苓；监制：李少红	筹备中
《洪武风云》	待定	投资	编剧：夏添工作室；剧本顾问：蒋雨航	筹备中
《烟花易冷》	2018	发行	导演：谢涛；主演：张雯、刘恩佑、李雅男、秦焰、李天柱、俞小凡	发行中
《燃情父子》	待定	投资	导演/编剧：刘伽茵	剧本创作中
《大宋宫词》	待定	投资	编剧：张永琛及其团队；导演：李少红；主演：刘涛、周渝民等	拍摄中
《素手遮天》	2018.07	投资	导演：于敏；监制：张纪中；制片人：陈紫函	已播出
《穿过沧海只为见到你》	2018	投资、发行	导演：张族权 总制片人：彭晓菁、刘海英；主演：宣璐、王羽铮、杨奇鸣	发行中
《人皇纪》	待定	投资	原著：黄埔奇	筹备中
《大收藏家》	待定	投资	原著：小石浪	筹备中
《逆袭者》	待定	投资	原著：罗晓	筹备中
《神盾的荣耀》	待定	投资	刑侦顾问：李昌钰；文学顾问：阿城；总策划：刘伽茵、刘海英	筹备中

资料来源：公告，东兴证券研究所

3. 专注影视主营，逐步剥离非核心业务

3.1 整合旅游业务，平稳运营现有旅游景区

公司逐步整合旅游业务，平稳运营现有旅游景区。公司转型影视前以潭柘寺、戒台寺、灵山、妙峰山两山两寺核心景区为经营中心，兼营酒店餐饮服务等业务。2016年，公司将灵山景区经营权归还北京市门头沟区旅游发展委员会和北京市门头沟区清水镇政府，并转让灵山景区相关资产；同时出售龙泉宾馆子公司形成投资收益3.63亿元；出售京西风光旅行社形成投资收益23万元。公司现有的旅游业务以潭柘寺、戒台寺、妙峰山等景区为主，主要提供景区游览服务，包括购买商品、休闲活动、餐饮、导游、咨询、停车管理等诸多服务。其中，潭柘寺和戒台寺已进入过渡经营状态（2016.7.1—2019.5.31）。

图 11：2013-2018 年上半年公司旅游酒店业务收入及毛利率


资料来源：公告，东兴证券研究所

3.2 优化资产结构，出售艾美院线

优化资产结构，出售艾美院线。2018 年 8 月，公司与嘉凯城签署《关于艾美（北京）影院投资有限公司之股权转让协议》，同意将公司持有的艾美影院 100% 股权及其附带之全部权益转让给嘉凯城，其中股权转让价款 11 万元，债权安排款项 2989 万元，共计 3000 万元。本次转让将导致公司合并报表范围发生变更，转让完成后，公司将不再持有艾美影院任何股份。本次转让完成后，公司预计获得税前收益 1300 万元左右，对公司的财务状况产生积极影响。

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

假设：1）影视及经纪业务保持稳定增长趋势；2）潭柘寺和戒台寺 2019 年过渡经营到期后，不再经营。

因此，我们预计 2018-2020 年公司营收分别为 15.4 亿元、16.5 亿元、18.5 亿元，净利润分别为 3.98 亿元、4.57 亿元、5.15 亿元，同比增长 24%、15%、13%。

表 4：2016-2020E 公司营收及净利润预测

单位：亿元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	9.27	13.21	15.4	16.5	18.5
增长率（%）	166%	43%	17%	7%	12%
旅游服务业务	1.23	0.89	0.9	0.5	0
影视及经纪业务	8.03	12.32	14.5	16.0	18.5
净利润	5.24	3.20	3.98	4.57	5.15
增长率（%）	2386%	-41%	24%	15%	13%

资料来源：东兴证券研究所

4.2 估值

我们预计 2018-2020 年公司净利润分别为 3.98 亿元、4.57 亿元、5.15 亿元，对应 PE 分别为 19X、17X、15X。基于公司具有持续投资及宣发爆款电影的属性，我们看好公司发展潜力，因此我们给予公司 2019 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 12.77 元，给予“强烈推荐”评级。

表 5：电影行业各公司 PE 比较

公司	市值(亿元)	营收(亿元)			净利润(亿元)			PE		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
光线传媒	231	18.95	24.24	30.21	24.89	10.95	13.15	9	21	18
中国电影	272	106.05	126.81	152.4	13.53	15.33	18.68	20	7	7
万达电影	423	148.81	168.57	192.07	17.28	20.14	23.52	25	21	18
北京文化	77	15.4	16.5	18.5	3.98	4.57	5.15	19	17	15
华谊兄弟	142	45.27	54.32	64.33	7.44	8.99	10.95	19	16	13

资料来源：Wind，东兴证券研究所，20181214

5. 风险提示

电影行业增速低于预期、影视政策监管趋严等风险。

表 6：公司盈利预测表

资产负债表						单位: 百万元		利润表		单位: 百万元			
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	3314	3629	4128	4520	5043	营业收入	927	1321	1540	1650	1850		
货币资金	1729	1205	1405	2258	2576	营业成本	430	677	799	837	962		
应收账款	439	726	847	316	355	营业税金及附加	8	4	5	5	6		
其他应收款	151	210	245	262	294	营业费用	29	22	23	25	28		
预付款项	725	842	858	875	894	管理费用	197	192	231	228	231		
存货	266	631	745	780	897	财务费用	-10	-25	-15	-20	-20		
其他流动资产	4	14	28	28	28	资产减值损失	20.03	65.85	10.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	1962	2011	1897	1888	1878	公允价值变动收益	-4.48	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	3	3	3	3	投资净收益	375.77	2.83	10.00	0.00	0.00		
固定资产	45	39	37	48	76	营业利润	624	392	497	576	643		
无形资产	43	42	38	33	29	营业外收入	37.54	4.72	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	63	63	63	63	63	营业外支出	0.15	0.18	0.00	4.00	0.00		
资产总计	5277	5640	6025	6408	6921	利润总额	662	397	497	572	643		
流动负债合计	557	714	731	689	724	所得税	138	77	99	114	129		
短期借款	0	0	52	0	0	净利润	524	320	398	457	515		
应付账款	34	254	219	229	264	少数股东损益	2	10	0	0	0		
预收款项	45	236	236	237	237	归属母公司净利润	522	310	398	457	515		
一年内到期的非	0	25	25	25	25	EBITDA	682	416	489	564	634		
非流动负债合计	292	117	56	56	56	EPS (元)	0.86	0.43	0.56	0.64	0.72		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0								
						2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
负债合计	850	831	788	746	780	成长能力							
少数股东权益	14	21	21	21	21	营业收入增长	165.22%	42.57%	16.58%	7.14%	12.12%		
实收资本 (或股	726	726	716	716	716	营业利润增长	12271.46%	-37.15%	26.67%	15.81%	11.79%		
资本公积	3268	3273	3273	3273	3273	归属于母公司净利	2361.30%	-40.59%	28.13%	15.00%	12.57%		
未分配利润	604	851	1142	1476	1851	获利能力							
归属母公司股东	4413	4787	5258	5684	6162	毛利率(%)	53.64%	48.78%	48.10%	49.27%	48.00%		
负债和所有者权	5277	5640	6067	6451	6964	净利率(%)	56.57%	24.25%	25.82%	27.71%	27.82%		
现金流量表						单位: 百万元							
						总资产净利润 (%)	9.90%	5.50%	6.60%	7.14%	7.44%		
						ROE (%)	11.84%	6.48%	7.56%	8.05%	8.35%		
经营活动现金流	0	-394	55	917	334	偿债能力							
净利润	524	320	398	457	515	资产负债率(%)	16%	15%	13%	12%	11%		
折旧摊销	67	49	0	8	11	流动比率	5.95	5.08	5.65	6.56	6.97		
财务费用	-10	-25	-15	-20	-20	速动比率	5.47	4.20	4.63	5.42	5.73		
应收账款减少	0	0	-120	530	-38	营运能力							
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.28	0.24	0.26	0.26	0.28		
投资活动现金流	-1404	-68	108	0	0	应收账款周转率	3	2	2	3	6		
公允价值变动收	-4	0	0	0	0	应付账款周转率	21.69	9.16	6.51	7.36	7.51		
长期股权投资减	0	0	108	0	0	每股指标 (元)							
投资收益	376	3	10	0	0	每股收益(最新摊	0.86	0.43	0.56	0.64	0.72		
筹资活动现金流	2902	-62	37	-64	-16	每股净现金流(最新	2.06	-0.72	0.28	1.19	0.44		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.08	6.60	7.35	7.94	8.61		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	338	-1	-10	0	0	P/E	12.52	25.27	19.44	16.91	15.02		
资本公积增加	2708	5	0	0	0	P/B	1.78	1.64	1.47	1.36	1.25		
现金净增加额	1499	-524	200	853	318	EV/EBITDA	8.96	15.99	13.10	9.75	8.17		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

石伟晶

上海交通大学工学硕士。曾任华创证券、安信证券传媒互联网行业分析师，2018 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。