



强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
完美世界	002624.SZ	29.8	买入
视觉中国	000681.SZ	26.7	买入
长江传媒	600757.SH	7.1	买入
中国电影	600977.SH	15.9	买入
游族网络	002174.SZ	20.3	买入
吉比特	603444.SH	172	买入
芒果超媒	300413.SZ	41.8	买入
北京文化	000802.SZ	13.09	买入

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年3月1日当地货币收市价为标准

主要催化剂/事件

部分板块政策面开始放宽，国有传媒企业得到政府支持

相关研究报告

《传媒行业2019年年度策略》20190102

《传媒互联网2018年三季度综述》20181102

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

方光照

(8621)20328348

guangzhao.fang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519010001

刘昊涯

(021)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

传媒行业2018年报前瞻

不破不立，回暖之势下拥抱业绩确定性

截至2019年2月底，中信传媒板块年初至今涨幅达到20.9%，表现排名全行业前列，估值方面，行业整体市盈率(TTM)为39.9倍，处于相对较高水平。受资产减值风险影响，预计2018年全行业归母净利润较2017年同期将大幅下滑。从市场环境和年报业绩综合分析，我们认为2018年是传媒行业市场行情和业绩的“双触底”，2019年无论是业绩还是板块走势有望明显回升，维持年度策略中对行业整体2019年“强于大市”的板块评级。

支撑评级的要点

- 影视板块：2018年影视行业受到薪酬、税收、题材内容等方面的政策影响，整体业绩预计出现大幅下滑，重点影视类上市公司均计提了一定比例的资产减值准备。行业政策的收紧使得部分上市公司的影视剧项目制作及收入确认延迟是行业整体业绩下滑的最主要原因。
- 院线板块：2018年院线板块整体营收预计略有增长，但由于行业竞争加剧，板块净利润预计出现明显下滑。2018年国内电影总票房同比增长9%，单银幕产出同比下滑约10%，银幕扩张增速仍高于票房增速。预计2019年随着院线扩张的放缓，上市公司成本端的增长将得以控制，行业业绩增速有望回升。
- 游戏板块：2018年游戏板块整体营收增长预计与行业增速基本趋同。由于游戏版号审批的暂停，部分上市公司由于子公司业绩不达预期，计提了一定比例的商誉减值。海外市场业务突出的上市公司依靠海外游戏业务的扩张对冲了国内游戏政策收紧所带来的业绩风险。我们认为重点游戏类上市公司的核心竞争力依旧稳定，部分上市公司计提减值准备并不影响未来业绩发展，2019年公司净利润增速有望回升。
- 出版板块：国有出版上市公司2018年整体业绩预计明显回暖，长江传媒、凤凰传媒等大型国有出版上市公司营收及净利润增速预计均明显上升。国有出版公司对所在省区教材教辅出版及发行的相对垄断是其业绩维持稳定的护城河，2018年在校学生人数的回升及图书价格的增长是板块业绩回暖的最主要原因，由于四季度（年底费用计提结算）是国有出版公司成本集中发生期，预计全年增速将略低于前三季度水平。
- 营销板块：营销板块2018年整体业绩预计继续下滑，部分上市公司集中计提商誉减值等资产减值准备。行业方面，全行业广告刊例花费同比增速在2018年一季度达到高点后，逐渐下滑，基于广告的经济后周期效应，预计2019年将保持缓慢下滑趋势；2018年增速相对较高的电梯媒介，基于“品效合一”优势，2019年有望在全行业增速放缓背景下保持稳定增速。

评级面临的主要风险

- 行业政策环境趋严，公司业绩不达预期，解禁及重要股东减持风险。

重点推荐

- 游戏板块：游族网络、吉比特、完美世界；影视板块：中国电影、北京文化、芒果超媒；出版板块：长江传媒。



目录

行业概况.....	5
重点行业解析：个股基本面加速分化，并购重组风险完全暴露	7
总结.....	19
完美世界.....	21



图表目录

图表 1.2019 年至今中信行业指数涨幅情况	5
图表 2. 2019 年至今中信子行业市盈率 (TTM) 情况	5
图表 3.2018 年已发布业绩预告的重点上市公司归母净利润中位数 分布	6
图表 4. 影视行业重点上市公司业绩情况.....	7
图表 5. 2018 年已公告上市公司归母净利润情况.....	7
图表 6. 2018 年已公告上市公司业绩情况 (剔除减值影响)	7
图表 7.艺人薪酬方面政策.....	8
图表 8.网络视听内容政策.....	8
图表 9.2016-2018 年四季度主要电视剧上市公司四季度净利润变化 (剔除资产减值影响)	9
图表 10. 院线行业重点上市公司业绩情况.....	9
图表 11.2016Q1-2018 Q4 院线类上市公司单季度归母净利润变化 (剔 除中影巴可投资收益影响)	9
图表 12. 2012-2018 年国内票房变化情况.....	10
图表 13. 2012-2018 年国内观影人数变化.....	10
图表 14. 2012-2018 年国内放映场次变化.....	10
图表 15. 2012-2018 年国内电影市场平均票价	10
图表 16. 2012-2018 年国内银幕建设数量.....	11
图表 17. 2012-2018 年国内影院建设数量.....	11
图表 18. 2012-2018 年国内单银幕产出	11
图表 19. 2012-2018 年国内单影院平均银幕数.....	11
图表 20. 2016-2018 年前三季度营收同比增速对比	11
图表 21. 2016-2018 年前三季度归母净利润同比增速对比	11
图表 22. 游戏行业重点上市公司业绩情况.....	12
图表 23. 2018 年已公告上市公司归母净利润情况.....	12
图表 24. 2018 年已公告上市公司业绩情况 (剔除减值影响)	12
图表 25. 中国游戏市场实际销售收入	13
图表 26. 国内自主研发网络游戏实际销售收入.....	13
图表 27. 中国移动游戏市场实际销售收入.....	13
图表 28. 中国移动游戏实际销售收入占全市场比例	13
图表 20.主要游戏类上市公司游戏版号获得情况.....	14
图表 30. 中国自研网络游戏海外市场实际收入.....	14

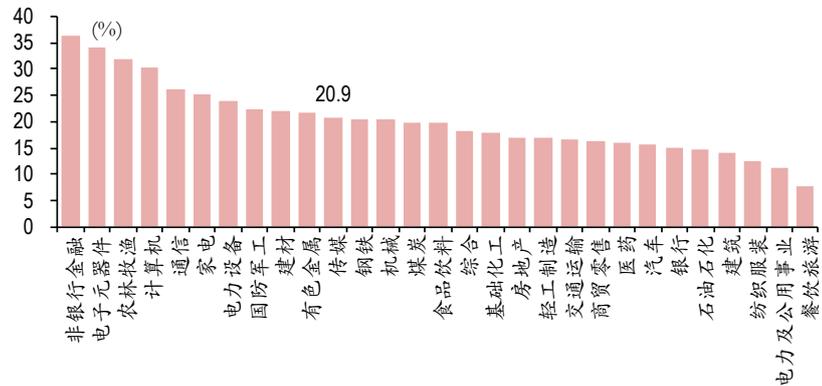


图表 31. 出口游戏收入前 50 玩法类型分布	14
图表 32. 2018 年游戏出海排名情况	15
图表 33. 行业 2016-2018 年前三季度营收和净利润增速	15
图表 34. 行业 2016Q1-2018Q3 单季度季度营收和净利润增速	15
图表 35. 2013-2017 年全国初中、高中在校人数情况	16
图表 36. 2003-2017 年出生人口变化	16
图表 37. 2016、2017 和 2018 年图书定价比较	16
图表 38. 营销行业重点上市公司业绩情况	17
图表 39. 2016Q1-2018Q4 单季度归母净利润情况	17
图表 40. 2017-2018 年全媒体广告和传统广告刊例花费同比变化情况	17
图表 41. 2017 和 2018 年各媒介广告刊例花费变化	18
图表 42. 2017-2018 年电梯电视、电梯海报、影院视频刊例花费同比 变化情况	18
附录图表 43. 报告中提及上市公司估值表	20

行业概况

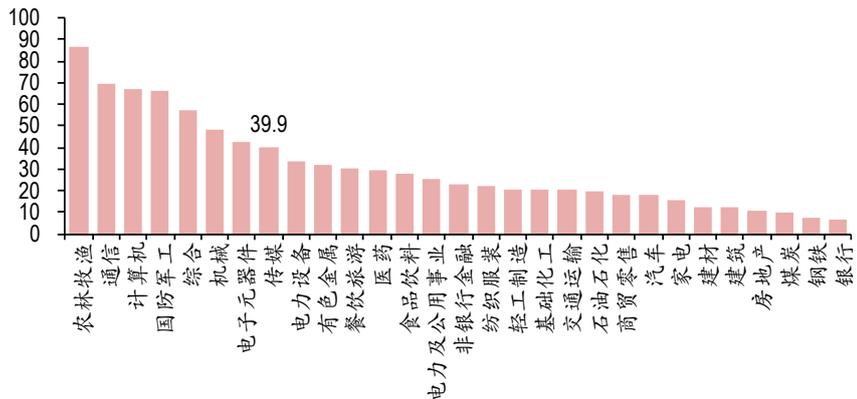
截至 2019 年 2 月底，传媒板块年初至今涨幅达到 20.9%，表现排名全行业第 11 位，板块表现强于上证综指 (+17.93%)，弱于创业板指 (+22.80%)，并弱于电子元器件、计算机和通信 TMT 相关子领域。估值方面，行业整体市盈率 (TTM) 为 39.9，排名全行业第 8 位，处于较高水平。

图表 1.2019 年至今中信行业指数涨幅情况



资料来源：万得，中银国际证券

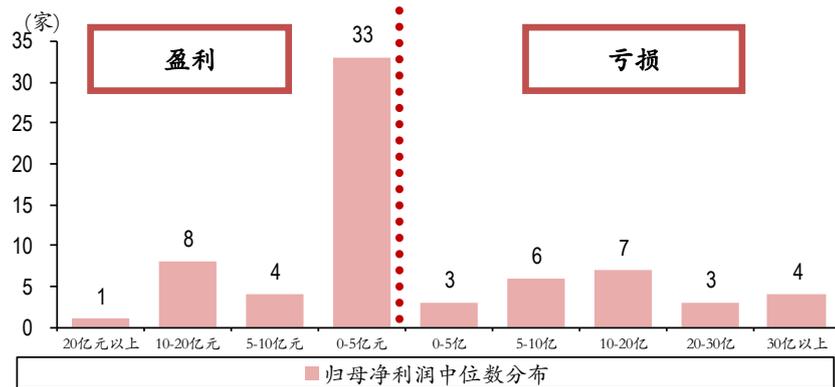
图表 2.2019 年至今中信子行业市盈率 (TTM) 情况



资料来源：万得，中银国际证券

截至 2019 年 1 月底，在已发布业绩预告或业绩快报的传媒板块重点上市公司中（我们统计了 69 家），有 46 家上市公司取得正盈利，23 家上市公司年度经营情况为亏损。大部分亏损企业的亏损原因主要来自于计提资产减值准备。在 69 家公布业绩预告或业绩快报的重点上市公司中，有 10 家由于年末计提资产减值而发布了业绩修正预告。

图表 3.2018 年已发布业绩预告的重点上市公司归母净利润中位数分布



资料来源：万得，中银国际证券

全行业预计全年归母净利润增速呈下滑态势。在归母净利润增速方面，26 家上市公司预计全年净利润增速同比上升，43 家上市公司增速同比下滑，部分上市公司虽然预计全年净利润为正，但增速下滑较为明显。在业绩增速预计下滑的公司中，有 22 家公司业绩下滑达 100% 以上，这 22 家公司均出现大额资产减值情况，我们预计全行业上市公司 2018 年合计净利润增速为负。

重点行业解析：个股基本面加速分化，并购重组风险完全暴露

影视制作板块：行业政策收紧导致业绩增速大幅下滑

2018年影视行业上市公司业绩预计将出现负增长。目前已经披露业绩情况的上市公司中，除光线传媒和欢瑞世纪预计年度归母净利润呈正增长外，其余均出现明显下滑。当代东方、华录百纳、华谊兄弟、唐德影视、慈文传媒等由于项目不达预期、应收账款回款等因素计提大额减值准备；光线传媒虽然预计全年归母净利润增长12.6至15亿元，但由于在前三季度因转让新丽传媒股权所带来的非经常性损益约18.9亿元，因此全年利润方面仍然计提了部分资产减值准备。

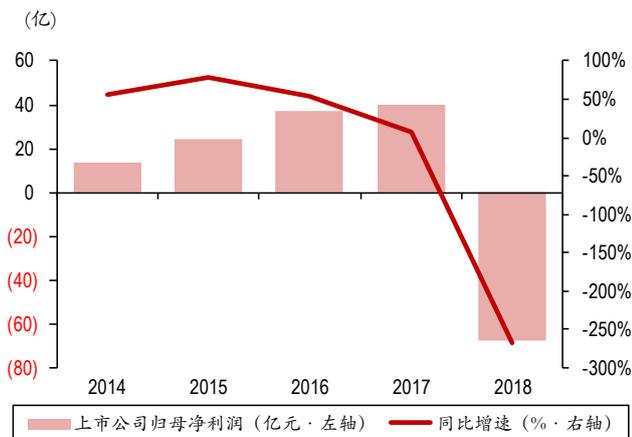
图表4. 影视行业重点上市公司业绩情况

公司简称	营业总收入 (亿元)	营业总收入同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增速 (%)
欢瑞世纪	归母净利润 4-4.8 亿元，同比增长-5%-14%			
新文化	8.13	(34.06)	0.30	(87.67)
华谊兄弟	38.98	(1.23)	(9.86)	(219.00)
当代东方	归母净利润亏损 12-14 亿元，同比下滑 1194.19%-1376.56%			
华录百纳	6.25	(72.19)	(33.69)	(3,157.61)
华策影视	58.75	12.00	2.13	(66.44)
骅威文化	7.45	2.55	(12.04)	(429.73)
鹿港文化	归母净利润 0.6-1 亿元，同比下滑 79.54%-65.89%			
光线传媒	15.26	(17.23)	14.10	72.93
慈文传媒	12.69	(23.81)	(10.84)	(365.48)
捷成股份	53.54	22.63	1.02	(90.50)
长城影视	15.01	20.53	(3.55)	(309.08)
唐德影视	7.68	(34.95)	(5.65)	(393.11)
北京文化	11.83	(10.46)	3.27	5.51
幸福蓝海	16.55	9.08	(5.33)	(573.97)

资料来源：万得，中银国际证券

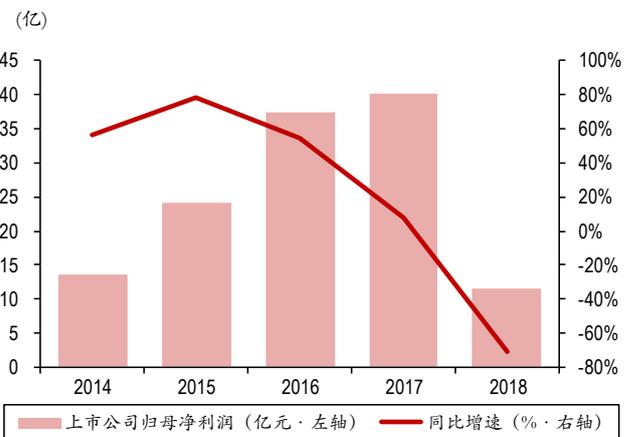
我们假设上市公司未进行资产减值，将已公告的资产减值准备（包括商誉减值、长期股权投资等）加回（由于光线传媒、华谊兄弟、幸福蓝海并未公告资产减值情况因此剔除），预计行业整体上市公司全年归母净利润同比下滑70%左右。

图表5. 2018年已公告上市公司归母净利润情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表6. 2018年已公告上市公司业绩情况（剔除减值影响）



资料来源：万得，中银国际证券

行业政策收紧是公司业绩下滑最主要因素。2018年也是影视内容领域政策最严苛的一年。从2018年初开始，监管层针对影视行业出台了一系列行业政策及补充，覆盖领域涉及艺人薪酬税收、网络视听内容审查、网络自媒体内容传播等行业重点发展领域。

图表 7. 艺人薪酬方面政策

发布时间	文件、事件名称	内容概要
6月27日	中宣部等部门联合印发通知，治理天价片酬“阴阳合同”偷逃税等问题	控制不合理片酬，推进依法纳税，明确演员和节目嘉宾最高片酬限额。严格落实已有规定：每部电影、电视剧、网络视听节目全部演员、嘉宾的总片酬不得超过制作总成本的40%，主要演员片酬不得超过总片酬的70%。
7月13日	国家税务总局总局要求各级税务机关加强影视行业税收征管	为贯彻落实中宣部等五部门对于治理影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题的有关要求，国家税务总局总局再发《通知》，规范税收秩序，营造影视行业良好税收环境。
8月11日	视频网站联合制片公司发出声明	声明中表示，三家视频网站和六大影视制作公司即日起将严格执行影视作品明星总片酬不超过制作总成本40%，主要演员片酬不超过总片酬70%的限额制度，并对不合理的演员片酬进行控制。另外，平台采购和制作的所有影视剧，演员的单集片酬（含税）不得超过100万元人民币，总片酬（含税）不得超过5000万元人民币。
10月2日	国家税务总局下发通知，部署开展规范影视行业税收秩序工作	从2018年10月开始，影视制作公司、经纪公司、演艺公司、明星工作室等企业及影视行业高收入从业人员，对2016年以来的申报纳税情况进行自查自纠。凡在2018年12月底前认真自查自纠、主动补缴税款的影视企业及从业人员，免于行政处罚，不予罚款。查纠行动一直到2019年7月底前结束。
11月9日	广电总局发布《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	各电网上星综合频道19:30-22:30播出的综艺节目要提前向总局报备嘉宾姓名、片酬、成本占比等信息，每个节目嘉宾总片酬不得超过节目总成本的40%，主要嘉宾片酬不得超过总嘉宾片酬的70%。具体到电视剧而言，每部电视剧（含网络电影）全部演员片酬不超过制作总成本的40%，其中主要演员不超过总片酬70%。
11月29日	广电总局与国家税务总局相关领导进行会谈	国家对影视行业的扶持政策不变，只会更好，关于这三年补缴应纳未纳税款对编剧行业已明确答复，按2002年国税字52号文件缴纳16%税款，未足16%补足即可。

资料来源：广电总局文件，艺恩网，中银国际证券

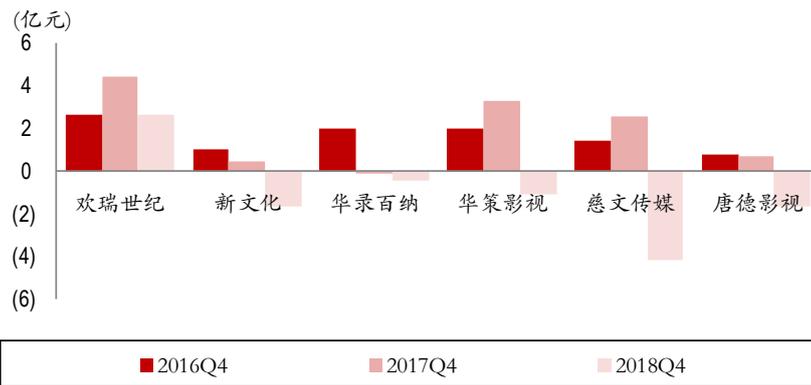
图表 8. 网络视听内容政策

发布时间	文件、事件名称	内容概要
2月8日	广电总局整治网上低俗炒作，不良有害视听节目	严肃整治网上近期出现的歪曲演绎红色经典、恶意拼接经典卡通形象散布血腥暴力、低俗炒作明星绯闻隐私和炫富享乐类视听节目。优酷、爱奇艺、腾讯、百度等持证视听网站认真贯彻落实，密集清查删除相关视听节目及链接，关停涉事帐号节目上传功能。
3月16日	广电总局关于进一步规范网络视听节目的通知	国家新闻出版广电总局再发通知，禁止非法抓取、剪辑改编视听节目，加强网上片花、预告片等视听节目管理，加强对各类节目接受冠名、赞助的管理，严格落实属地管理责任。
6月30日	中国网络视听节目服务协会发布《网络视听节目内容审核通则》	对网络剧、网络电影、微电影、影视类动画片、纪录片等网络视听节目进行了明确规范，并试图让网络视听节目有据可依，明确什么能拍，什么不能拍。
7月10日	广电总局发布暑期网络视听节目播出工作通知	对于偶像养成类节目、社会广泛参与选拔的歌唱才艺竞秀类节目，要组织专家从主题立意、价值导向、思想内涵、环节设置等方面进行严格评估，确保节目导向正确、内容健康向上方可播出。
7月10日	广电总局发布关于英雄烈士保护法的通知	鼓励和支持创作以英雄烈士事迹为题材、弘扬英雄烈士精神的节目。鼓励英雄烈士题材的剧目积极申报电视剧选题规划、网络原创视听节目规划。禁止歪曲、丑化、亵渎、否定英雄烈士事迹和精神，禁止宣扬、美化侵略战争和侵略行为，禁止以侮辱、诽谤或者其他方式侵害英雄烈士的姓名、肖像、名誉、荣誉；不得将英雄烈士的姓名、肖像用于或者变相用于商标、商业广告，损害英雄烈士的名誉、荣誉。
11月9日	广电总局发布加强网络视听管理通知	加大电视各广播电视主管部门要进一步加强结构化管理和宏观调控，减少影视明星参与的娱乐游戏、真人秀、歌唱类选拔等节目播出量。剧网络剧（含网络电影）治理力度，加强收视率（点击率）调查数据使用管理，坚决打击收视率（点击率）造假行为。

资料来源：广电总局文件，艺恩网，中银国际证券

受此影响，华策影视、慈文传媒、唐德影视等以电视剧制作为主营业务的上市公司均出现了电视剧收入确认延期的情况，影视业务在第四季度发生了较多未预见、未充分预计或未达预期的情况。因此与以往第四季度集中确认收入相比，2018年影视板块第四季度业绩出现重点变化。

图表 9.2016-2018 年四季度主要电视剧上市公司四季度净利润变化 (剔除资产减值影响)



资料来源: 万得, 中银国际证券

院线板块: 行业竞争加剧, 经营业绩承压明显

截至一月底, 院线行业上市公司中, 万达电影、中国电影、金逸影视已经公布业绩预告; 其中纯院线放映标的, 万达电影和金逸影视, 业绩均出现不同幅度下滑; 中国电影由于确认了中影巴可的投资收益, 预计归母净利润同比增长 45%-60%, 扣非后归母净利润同比增长则为 0-15%; 文投控股由于计提收购标的的商誉减值及新影院收入未达预期, 预计归母净利润同比减少 97%。

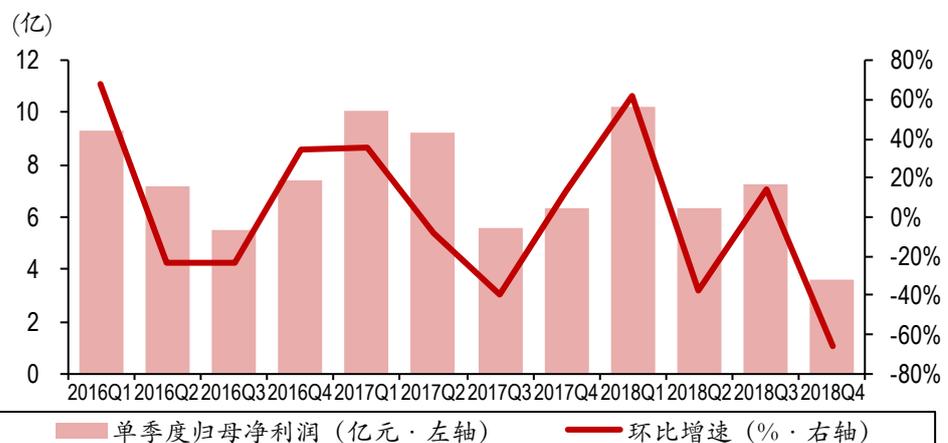
图表 10. 院线行业重点上市公司业绩情况

公司简称	营业总收入 (亿元)	营业总收入同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增速 (%)
万达电影	141.01	6.59	12.93	(14.72)
中国电影		归母净利润 13.99-15.44 亿元, 同比增长 45%-60%		
文投控股		归母净利润 0.12-0.14 亿元, 同比减少 97.23%-96.77%		
金逸影视	20.10	(8.24)	1.59	(24.64)

资料来源: 万得, 中银国际证券

单季度业绩方面, 已公告业绩预告的上市公司整体四季度归母净利润较三季度大幅减少; 若剔除中国电影在三季度确认的 4.54 亿投资收益影响, 整体归母净利润三季度略高于二季度表现; 2018 年一季度为上市公司业绩高点, 而之后逐渐下滑。

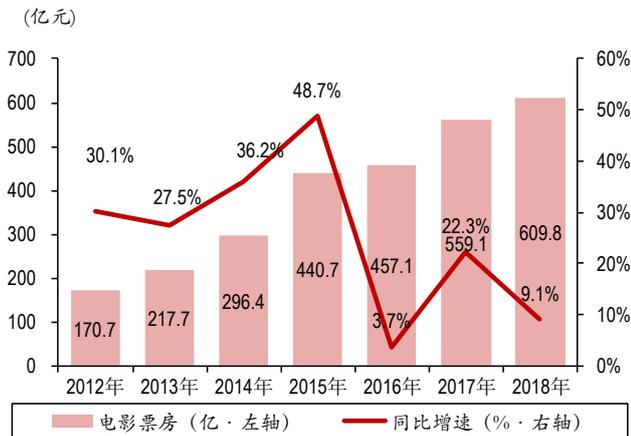
图表 11.2016Q1-2018 Q4 院线类上市公司单季度归母净利润变化 (剔除中影巴可投资收益影响)



资料来源: 万得, 中银国际证券

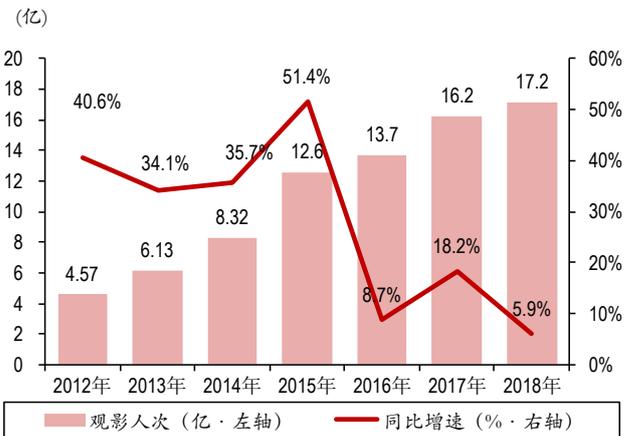
票房增速放缓和行业竞争加剧是上市公司业绩增速下滑的主要原因。2018 年国内电影票房总额为 609.8 亿元，同比增长 9.06%，增长率低于 2017 年的 13.45%，是 2016 年（3.73%）之后第二次回到个位数增速；观影人次达到 17.16 亿，同比增长 5.93%，略低于票房增速水平；放映场次达到 1.1 亿场，同比增长 17.1%，首次突破一亿场。

图表 12. 2012-2018 年国内票房变化情况



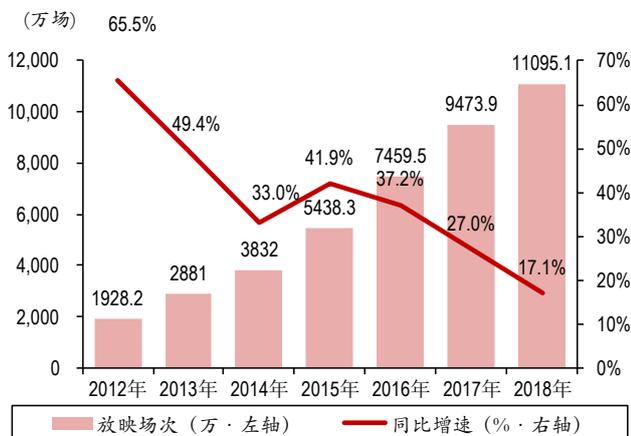
资料来源：猫眼电影，中银国际证券

图表 13. 2012-2018 年国内观影人数变化



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

图表 14. 2012-2018 年国内放映场次变化



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

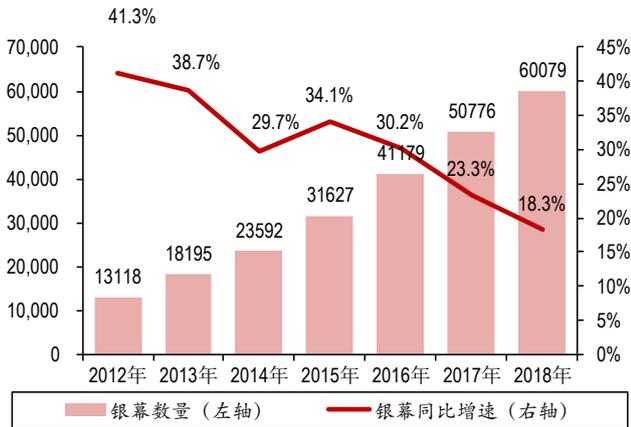
图表 15. 2012-2018 年国内电影市场平均票价



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

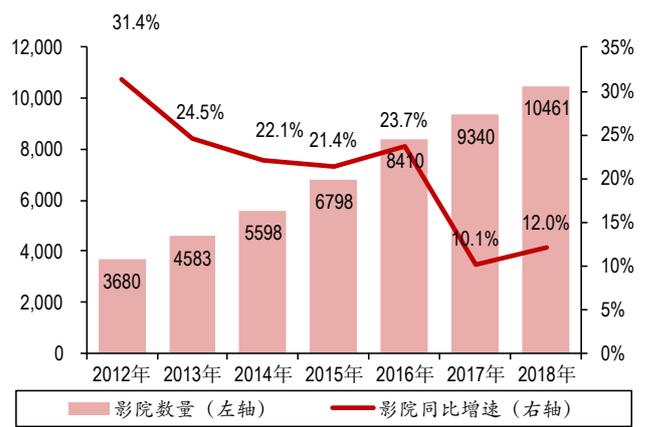
院线扩张速度近年来逐步放缓，但仍高于票房增速。2018 年国内银幕数量突破 6 万块，同比增长 18.3%；影院数量突破 1 万家，同比增长 12.0%，自 2016 年以来稳居全球第一。从 2016 年开始，国内院线扩张增速开始逐年放缓，但从 2013 到 2018 年，国内银幕建设的复合增速为 28.9%，高于票房增速表现。

图表 16. 2012-2018 年国内银幕建设数量



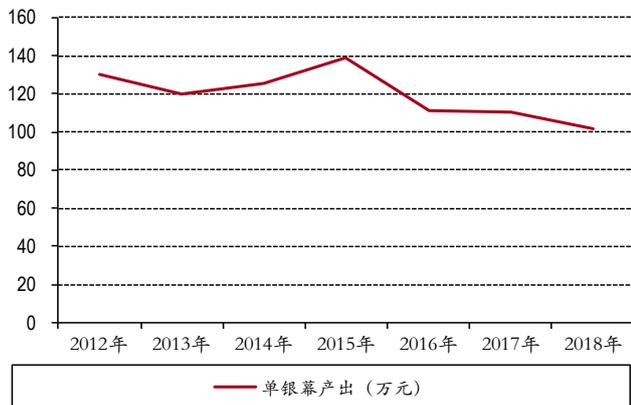
资料来源：猫眼电影，中银国际证券

图表 17. 2012-2018 年国内影院建设数量



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

图表 18. 2012-2018 年国内单银幕产出



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

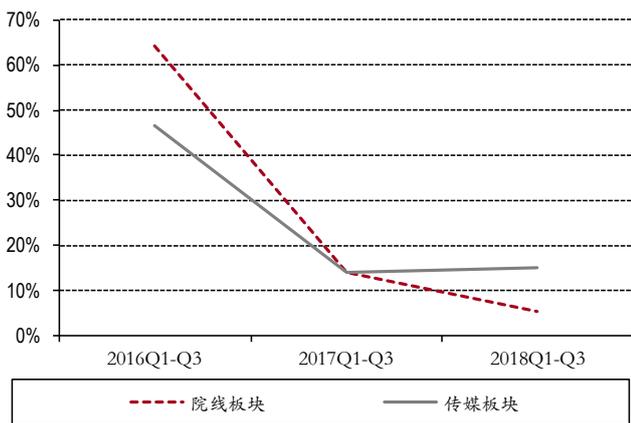
图表 19. 2012-2018 年国内单影院平均银幕数



资料来源：猫眼电影，中银国际证券

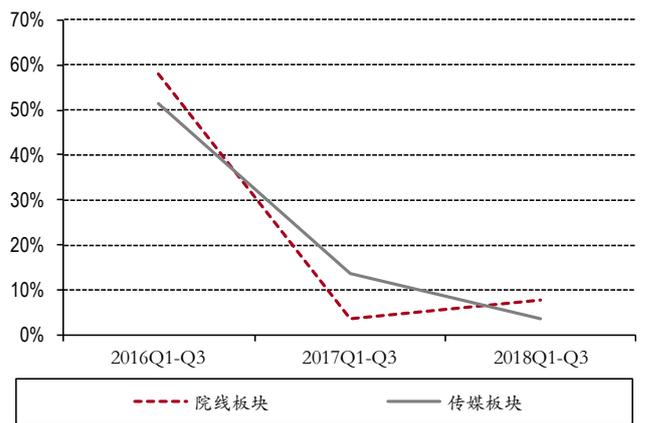
2018 年全年单银幕产出较 2017 年下降约 10%，同时新建银幕达到 9303 个，比 2017 年新建数增加约 200 个，因此从投入产出比来看，预计全行业 2018 年院线放映收入的增长区间在-10%至 5%。2018 年前三季度整体营收同比增长 5.1%，归母净利润同比增长 7.8%；由于四季度国内电影票房少于 2017 年同期水平，因此全年营收增速预计低于前三季度情况。

图表 20. 2016-2018 年前三季度营收同比增速对比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 2016-2018 年前三季度归母净利润同比增速对比



资料来源：万得，中银国际证券

游戏板块：整体营收增速与行业增速基本趋同，出海发展对冲国内政策风险

游戏板块业绩增速下滑明显，部分公司逆势增长。受 2018 年版号停审影响，大部分游戏类上市公司在 2018 年经营业绩出现了不同程度下滑；但作为高毛利、现金流质量较好的行业之一，大部分行业上市公司依旧取得了盈利。三七互娱虽然由于墨鹍科技业绩不达预期计提 9.6 亿减值准备，但归母净利润预告值依旧超过 10 亿元；掌趣科技虽然计提减值准备 36.6 亿元，但年度营业收入预计 20 亿元，年末货币资金 12 亿元，基本面较为稳定。

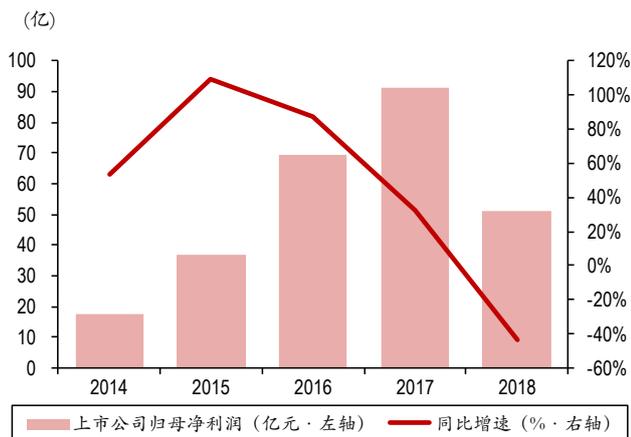
图表 22. 游戏行业重点上市公司业绩情况

公司简称	营业总收入 (亿元)	营业总收入同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增速 (%)
游族网络	36.50	12.80	10.17	55.12
三七互娱	76.33	23.33	10.48	(35.35)
完美世界	80.36	1.34	17.03	13.16
恺英网络	22.85	(27.09)	1.65	(89.75)
众应互联	7.96	57.55	1.01	(47.32)
电魂网络	归母净利润预计 1.25-1.35 亿元，同比增长-24.3%-0%			
美盛文化	7.87	(13.77)	1.36	(28.86)
巨人网络	37.80	30.03	12.02	(6.87)
掌趣科技	20.04	13.31	(31.68)	(1,300.49)
艾格拉斯	9.07	7.30	7.33	77.15
星辉娱乐	28.29	2.66	2.38	3.66
昆仑万维	35.49	3.28	10.01	0.19
宝通科技	21.55	36.43	2.77	25.11
金科文化	27.20	94.83	8.32	111.31
冰川网络	2.90	(2.02)	0.97	0.12

资料来源：万得，中银国际证券

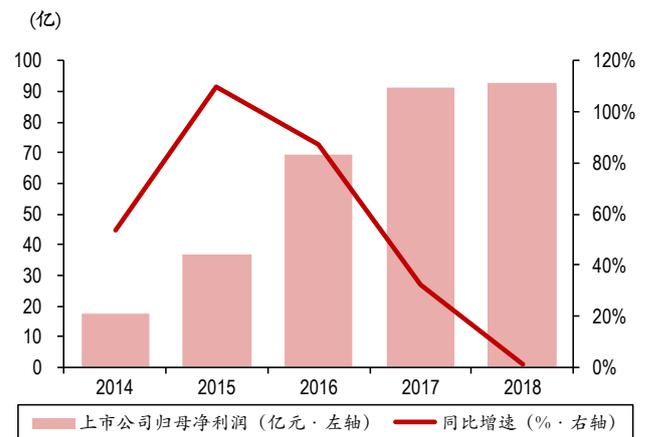
我们通过对经营持续性的分析，在板块统计中剔除了天神娱乐、聚力文化和游久游戏的业绩影响，同时加回三七互娱、掌趣科技的资产减值准备，目前已公告业绩快报或业绩预告的上市公司 2018 年整体归母净利润同比增长 1.36%，表现好于影视行业整体水平。

图表 23. 2018 年已公告上市公司归母净利润情况



资料来源：万得，中银国际证券

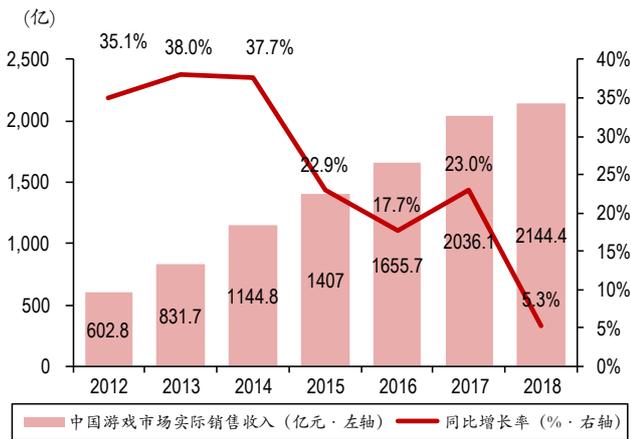
图表 24. 2018 年已公告上市公司业绩情况 (剔除减值影响)



资料来源：万得，中银国际证券

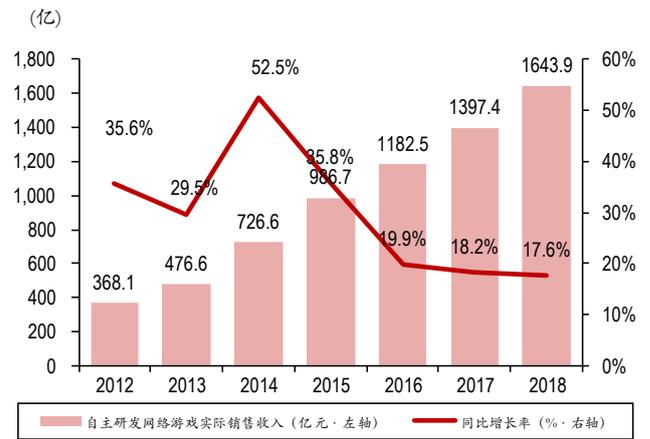
游戏市场整体增速与上市公司业绩增速基本趋同。2018 年中国游戏市场实际销售收入达 2144.4 亿元，同比增长 5.3%，该增速与剔除资产减值后的上市公司业绩增速基本趋同。自主研发网络游戏实际销售收入达到 1643.9 亿元，同比增长 17.6%。因此我们预计 2018 年全行业上市公司的整体营收增速区间在 5%-15%，若扣除资产减值因素影响，净利润增速预计在 0-5%。

图表 25. 中国游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据，中银国际证券

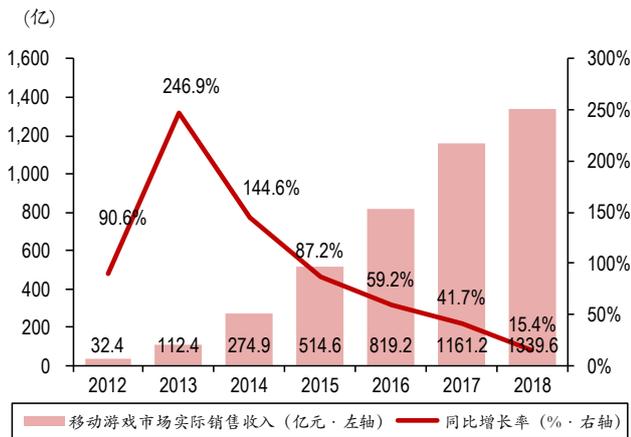
图表 26. 国内自主研发网络游戏实际销售收入



资料来源：伽马数据，中银国际证券

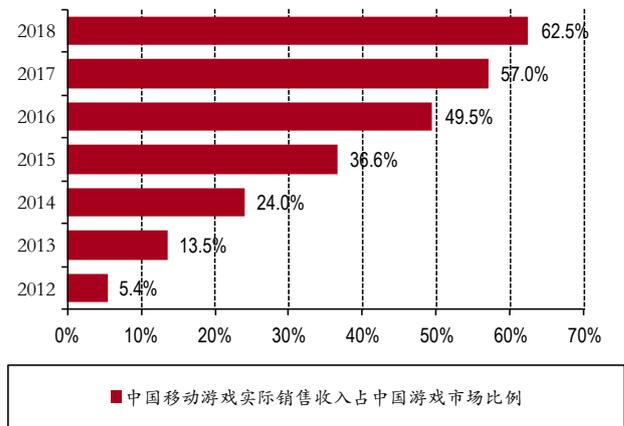
移动游戏市场的占比仍在逐渐扩大。2018 年中国移动游戏实际销售收入达到 1339.6 亿元，同比增长 15.4%，增速较 2017 年同期大幅放缓；实际销售收入占全市场收入比重已经超过 60%，自 2012 年以来持续提升，因此，移动游戏收入增速大幅放缓是 2018 年全市场收入增速下滑的最主要原因。

图表 27. 中国移动游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据，中银国际证券

图表 28. 中国移动游戏实际销售收入占全市场比例



资料来源：伽马数据，中银国际证券

版号重启将带来行业整体回暖。2018 年游戏行业整体收入下滑的主要原因是 2018 年 3 月由于职能部门的调整，游戏版号审批工作暂停，导致部分公司无法上线新游戏从而收入大幅下滑。而在 2018 年 12 月 29 日，国家广电总局公布新一批游戏版号发放结果，标志着游戏版号审批的再度放开。从最新版号发放的结果来看，以往前几年占比最大的棋牌类游戏版号仍处于被暂停阶段，仅发放非棋牌类游戏版号，意味着监管部门对游戏行业发展的态度是“总量控制、鼓励精品游戏”。

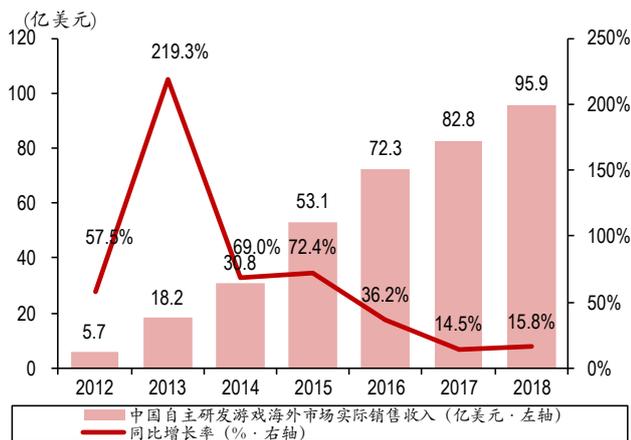
图表 20. 主要游戏类上市公司游戏版号获得情况

公司名称	游戏名称	游戏类型	获批时间	公司名称	游戏名称	游戏类型	获批时间
三七互娱	大唐文明	RPG	2019年1月7日	游族网络	一球超神	SPT	2019年1月13日
	钛金战士	MMORPG	2019年1月7日		电魂网络	野蛮人大作战	ETC
	不思议地下城	SLG	2019年1月7日	吉比特		失落城堡	ARPG
	怪兽纪元	SLG	2019年1月7日		美食兄妹—海岛餐厅	SLG	2019年1月22日
	远征三国	SLG	2019年1月7日	东方明珠		异化之地	ACT
文投控股	风暴之光	FPS	2019年1月7日		子弹军团	STG	2019年1月22日
	龙战苍穹	RPG	2019年1月13日	糖糖机场		PUZ	2019年1月22日
	泣神曲	RPG	2019年1月13日		糖糖蛋糕店	SLG	2019年2月11日
	魔龙王座	RPG	2019年1月13日	幽冥封魔录		ARPG	2019年1月7日
	神魔终结	MMORPG	2019年2月11日		符石守护者	ARPG	2019年2月11日
掌趣科技	幻世之翼	RPG	2019年2月11日	萌萌小笨龙		PUZ	2019年1月22日
	冷械岛	RPG	2018年12月29日		神谕传奇	ARPG	2019年1月22日
骅威文化	恋之农场	SLG	2019年2月11日	史小坑爆笑逃脱2		ECT	2019年2月11日
	少年神将传	RPG	2019年1月13日		王者弹珠	PUZ	2019年2月11日
艾格拉斯	路人超能100	RPG	2019年1月22日	欢趣切水果		PUZ	2019年2月11日
	榫接卯和	ETC	2019年1月13日		全民列车比赛	RAC	2019年2月11日
腾讯	折扇	ETC	2019年1月13日	密室逃脱绝境系列4 迷失森林		PUZ	2019年2月11日
	浪漫玫瑰园	SLG	2019年1月22日		欢乐糖果乐消消	PUZ	2019年2月11日
网易	战春秋	RPG	2019年1月13日	巨人网络		征途世界	RPG
完美世界	完美世界	RPG	2019年1月13日		迅游科技	云墨剑舞	ARPG
	天地战神	MMORPG	2019年1月7日	金科文化		异域争霸	SLG
奥飞娱乐	风暴岛	MMORPG	2019年1月13日		枪神破甲	MMORPG	2019年2月11日

资料来源：国家版权局，中银国际证券

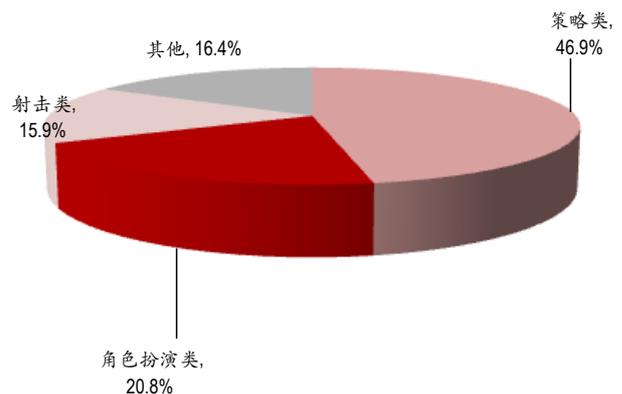
游戏出海成为上市公司抵御国内游戏市场风险的有效战略。2018年国内自研游戏出海的实际销售收入达到95.9亿美元，同比增长15.8%，较2017年略有上升。在海外游戏收入排名中，策略类、角色扮演类和射击类是出口收入最高的三种游戏类型，分别占到47%、21%和16%。

图表 30. 中国自研网络游戏海外市场实际收入



资料来源：伽马数据，中银国际证券

图表 31. 出口游戏收入前 50 玩法类型分布



资料来源：伽马数据，中银国际证券

从 APP Annie 的中国发行商“出海”收入排行榜来看，智明星通（中文传媒子公司）、易幻网络（宝通科技子公司）、游族网络、昆仑游戏（昆仑万维）、三七互娱等均有上榜；游族网络、宝通科技、金科文化依靠海外游戏市场的收入增长逆势取得良好的盈利增速。

图表 32.2018 年游戏出海排名情况

2018 年中国发行商“出海”收入前 30					2018 年全年中国手游海外收入前 30				
排名	公司名称	排名	公司名称	排名	游戏名称	发行商	排名	游戏名称	发行商
1	FunPlus	16	三七互娱	1	王国纪元	IGG	16	末日争霸：丧尸之战	龙创悦动
2	IGG	17	神州泰岳	2	荒野行动	网易	17	战火与秩序	壳木游戏
3	网易	18	米哈游	3	火枪纪元	FunPlus	18	少女前线	心动网络
4	智明星通	19	猎豹移动	4	列王的纷争	智明星通	19	拳皇 98 终极之战 OL	掌趣科技
5	腾讯	20	莉莉丝游戏	5	阿瓦隆之王	FunPlus	20	偶像梦幻祭 (日语版)	乐元素
6	龙创悦动	21	乐元素	6	PUBG Mobile	腾讯	21	狂暴之翼	游族网络
7	友塔游戏	22	心动网络	7	无尽对决	沐瞳科技	22	兵人大战	原力棱镜
8	龙腾简合	23	掌趣科技	8	黑道风云	友塔游戏	23	末日孤城	龙创悦动
9	易幻网络	24	绝地科技	9	放置奇兵	卓杭网络	24	海战游戏	奇酷工厂
10	卓杭网络	25	原力棱镜	10	城堡争霸	IGG	25	朕的江山	绝地科技
11	游族网络	26	百度	11	碧蓝航线	Yostar	26	终结者 2 (国际版)	网易
12	Tap4Fun	27	英雄互娱	12	苏丹的复仇	ONEMT	27	战地风暴	Tap4Fun
13	昆仑游戏	28	奇酷工厂	13	崩坏 3	米哈游	28	永恒纪元	三七互娱
14	沐瞳科技	29	盖娅互娱	14	王者荣耀	腾讯	29	文明觉醒	莉莉丝游戏
15	创酷互动	30	创智优品	15	奇迹暖暖	Nikki Games	30	神魔之塔	Mad Head

资料来源: APPAnnie, 中银国际证券

国有出版：书价上涨和学生人数回升带来业绩回暖

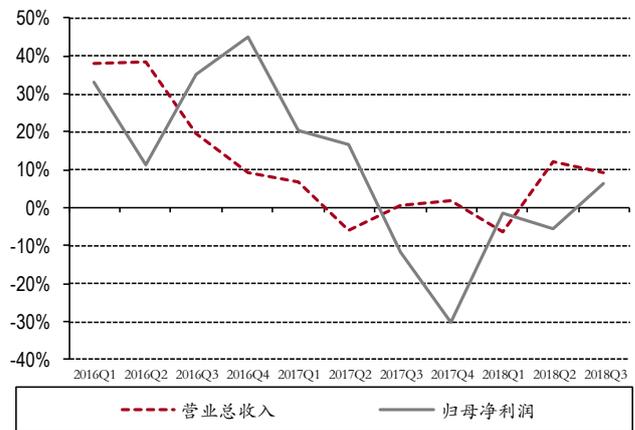
国有出版类上市公司 2018 年预计营收及净利润均呈现回暖趋势。前三季度国有出版上市公司整体营收同比增速为 5.0%，较 2017 年同期由负转正；单季度营收方面，2018 年国有出版上市公司的营收及净利润的单季同比增速整体呈现回升趋势。其中凤凰传媒前三季度归母净利润同比增长 26.4%，长江传媒前三季度同比增长 21.4%，盈利增长较快且超市场预期。

图表 33. 行业 2016-2018 年前三季度营收和净利润增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

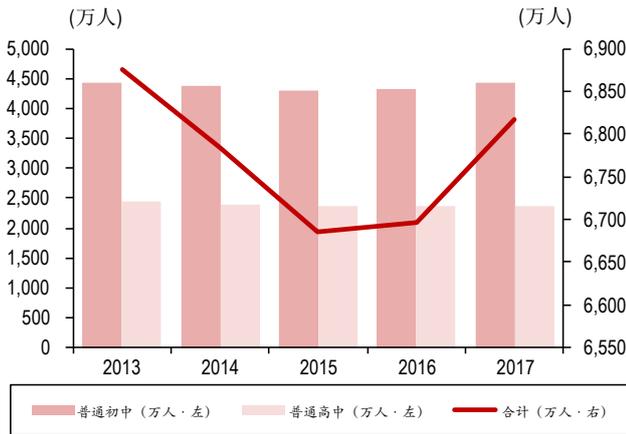
图表 34. 行业 2016Q1-2018Q3 单季度季度营收和净利润增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

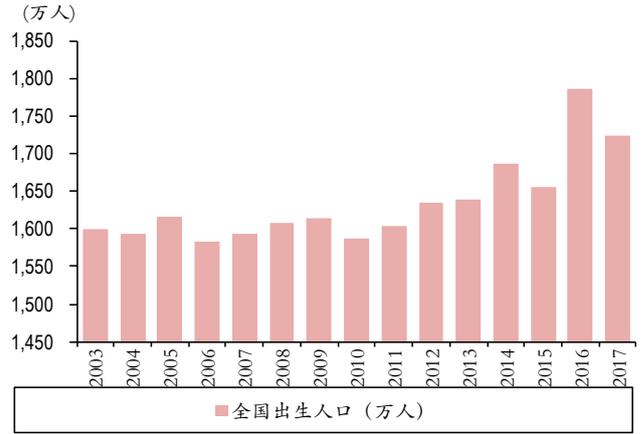
我国在校人数的起底回升以及书号收紧将带动国有出版公司教材教辅业务营收增长和部分公司在本省的市占率提升。我国初中、高中在校人数在 2017 年呈现缓慢回升趋势，2017 年全国普通高中在校人数达到 2374.5 万，同比增长 0.3%，初中在校人数达到 4442.1 万人，同比增长 2.6%。初、高中学生是教材教辅的主要使用人群，人数的回升将带动国家教育经费投入增长，为出版企业营收增长打开空间。另一方面，由于书号收紧，民营教辅商供给受到影响，在一些省份如湖北，国有出版公司的教辅在省内市占率不断提升。

图表 35.2013-2017 年全国初中、高中在校人数情况



资料来源：万得，中银国际证券

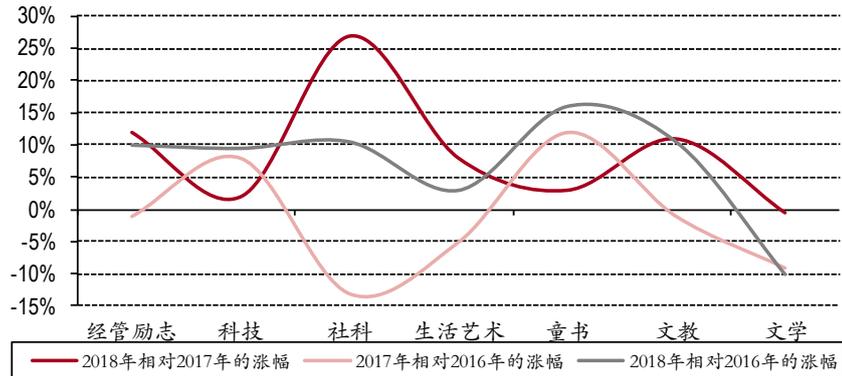
图表 36.2003-2017 年出生人口变化



资料来源：万得，中银国际证券

新书定价上涨也是出版公司业绩增长的重要原因。根据京东与开卷信息联合发布的《图书市场年度报告》显示，2018 年新书平均定价达到 68.5 元，较 2017 年的 62 元有明显增长。在所有图书品类中，除文学图书外，其余分类新书定价均有增加，文教、童书、社科等同比增长均超过 10%。

图表 37.2016、2017 和 2018 年图书定价比较



资料来源：京东开卷图书报告，中银国际证券

营销板块：行业下滑趋势未变，分众传媒业绩增速放缓

营销板块预计继续呈行业性下滑趋势。2018 年营销板块大部分上市公司业绩并未得到改善，在已发布业绩预告的上市公司中，华谊嘉信、麦达数字和利欧股份因为计提大额资产减值准备，全年业绩预计为亏损；腾信股份和省广集团在 2017 年计提了资产减值准备而 2018 年资产减值情况得到有效控制，因此预计全年扭亏为盈。分众传媒由于二季度开始扩张电梯媒体资源，全年成本增幅较大，因此业绩快报显示 2018 年预计营业收入同比增长 21.12%，归母净利润和利润总额均略有下滑。



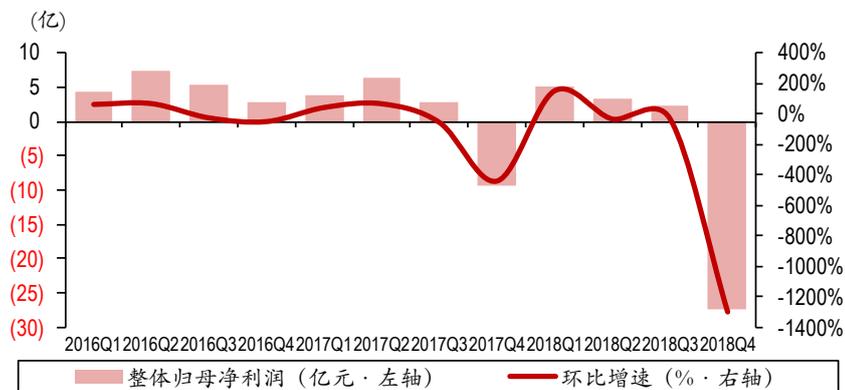
图表 38. 营销行业重点上市公司业绩情况

公司简称	营业总收入 (亿元)	营业总收入同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增速 (%)
腾信股份	13.95	(14.13)	0.20	114.80
华谊嘉信	34.34	(1.98)	(7.72)	(178.59)
省广集团	121.43	7.51	1.90	203.30
麦达数字	10.35	10.58	(3.93)	(622.13)
蓝色光标	232.60	52.72	4.00	80.08
思美传媒	52.04	24.29	2.35	1.52
分众传媒	145.51	21.12	58.28	(2.95)
利欧股份	114.79	8.57	(15.85)	(476.38)

资料来源: 万得, 中银国际证券

在单季度归母净利润 (剔除分众传媒) 方面, 继 2017 年行业上市公司由于四季度计提大额资产减值准备从而环比盈利转亏之后, 2018 年四季度预计再次转亏, 且整体亏损额度大于 2017 年同期水平。此外, 2018 年其他季度盈利水平也弱于 2017 年, 上市公司整体业绩呈下滑趋势。

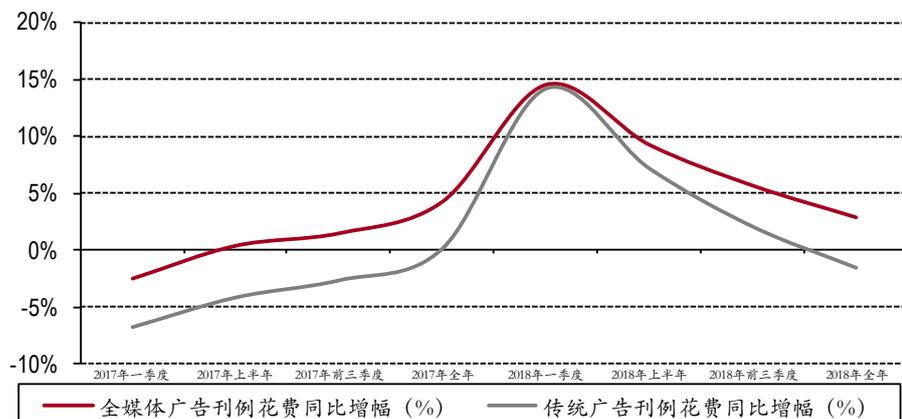
图表 39. 2016Q1-2018Q4 单季度归母净利润情况



资料来源: 万得, 中银国际证券

广告行业整体增速呈放缓趋势。根据 CTR 数据显示, 2018 年全媒体广告刊例花费同比增幅为 2.9%, 传统广告刊例花费同比增幅为 -1.5%, 两项指标较 2017 年均有所减少。在 2018 年季度数据方面, 2018 年一季度广告刊例价花费同比增幅达到 14.6%, 此后逐渐下滑。基于广告的经济后周期效应, 我们预计 2019 年全行业广告花费同比增速将继续放缓。

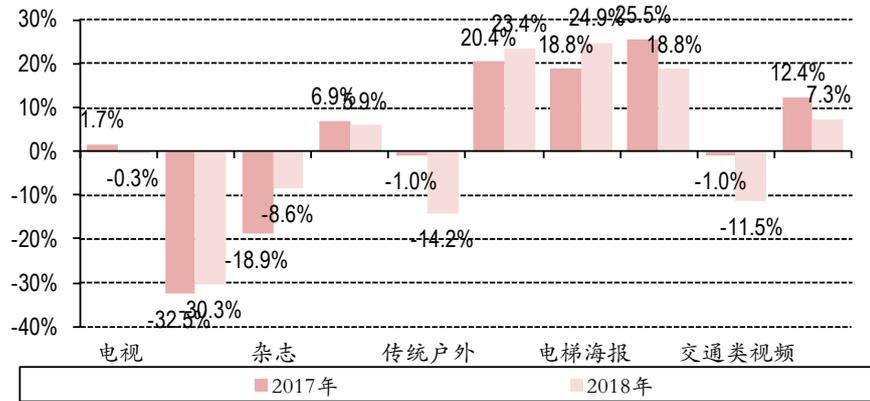
图表 40. 2017-2018 年全媒体广告和传统广告刊例花费同比变化情况



资料来源: CTR 媒介动量, 中银国际证券

各类媒介刊例花费增幅方面，电梯电视、电梯海报、影院视频是增幅最高的三个子类别，分别达到23.4%、24.9%和18.8%。影院广告增幅较2017年有所下降，在一定程度上也是院线类上市公司业绩增长放缓的原因，户外、互联网、电视等与营销类上市公司相关的媒介刊例花费增速的放缓，也表明营销公司业绩下滑是由行业整体因素所导致。

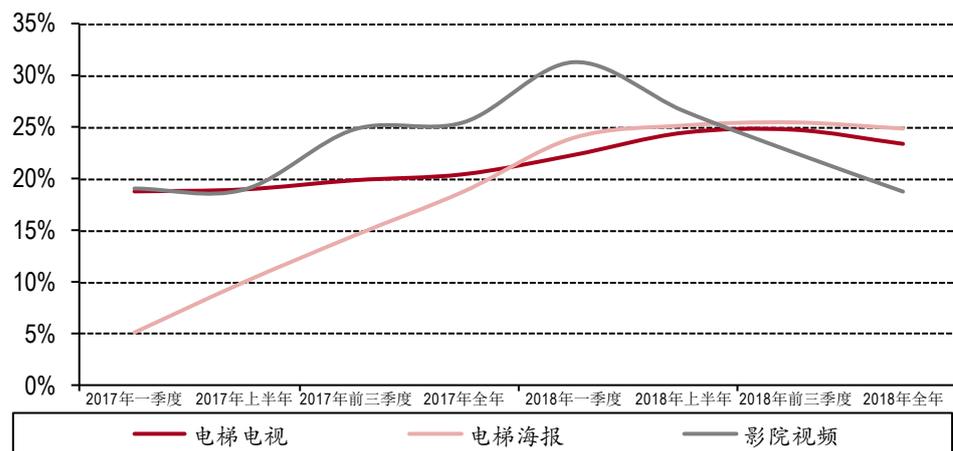
图表 41.2017 和 2018 年各媒介广告刊例花费变化



资料来源：CTR 媒介动量，中银国际证券

影院视频领域放缓明显，电梯媒介整体刊例花费增速稳定。在梯媒和影媒两大增速较高的子领域，2017年以来，影院视频刊例花费增速波动较为明显，而电梯媒介刊例花费增速则较为稳定，2019年影院视频刊例花费增速我们认为将取决于观影人次和票房表现，而电梯媒介基于其兼顾广告主品牌形象传播和针对有效人群精准到达的“品效合一”优势，尽管整体广告增速预计仍将放缓，但电梯媒介在各媒介中的份额有望上升，其刊例花费增速有望保持稳定。

图表 42.2017-2018 年电梯电视、电梯海报、影院视频刊例花费同比变化情况



资料来源：CTR 媒介动量，中银国际证券



总结

截至 2019 年 2 月底，中信传媒板块年初至今涨幅达到 20.9%，表现排名全行业前列，估值方面，行业整体市盈率 (TTM) 为 39.9，处于较高水平。业绩方面，69 家板块重点上市公司公布业绩预告，其中 56 家上市公司发布业绩快报，22 家上市公司计提大额资产减值，因此，受资产减值风险影响，我们预计 2018 年全行业归母净利润较 2017 年同期将大幅下滑。从市场环境和年报业绩综合分析，我们认为 2018 年是传媒行业市场行情和业绩的“双触底”，2019 年无论是业绩还是板块走势将明显回升。从目前行情展望，我们维持年度策略中对行业整体 2019 年“强于大势”的板块评级。

影视板块：2018 年影视行业受到薪酬、税收的政策影响，整体业绩预计出现大幅下滑。重点影视类上市公司包括慈文传媒、华谊兄弟、华策影视、光线传媒等均计提了一定比例的资产减值准备。行业政策的收紧使得部分上市公司的影视剧项目收入确认延迟是行业整体业绩下滑的最主要原因，目前行业政策情况仍未明了，影视行业整体发展仍处于观望中。公司方面，我们看好国有影视传媒公司及有望持续推出爆款作品的公司，推荐：**芒果超媒、中国电影、北京文化。**

院线板块：2018 年院线板块整体营收预计略有增长，但行业竞争加剧，板块净利润预计出现明显下滑。行业方面，2018 年国内电影总票房同比增长 9%，单银幕产出同比下滑约 10%，银幕扩张增速仍高于票房增速。2018 年是行业影院数量增长的高峰期，预计 2019 年随着院线扩张的放缓，上市公司成本端的增长将得以控制，行业业绩增速有望回升。

游戏板块：2018 年游戏板块整体营收增速预计与行业增速基本趋同。由于游戏版号审批的暂停，部分上市公司由于新游戏上线延期等因素，子公司业绩不达预期，计提了一定比例的资产减值。游戏板块上市公司在 2018 年业绩出现进一步分化，海外市场业务突出的上市公司依靠在海外游戏业务的扩张对冲了国内游戏政策收紧所带来的业绩风险。我们认为重点游戏类上市公司的核心竞争力依旧稳定，部分上市公司计提减值准备并不影响未来业绩发展，预计未来板块增速将保持在 10%-20%，公司净利润增速有望回升。看好 2019 拳头产品有望上线、业绩弹性较大的精品游戏研发运营，推荐：**游族网络、完美世界、吉比特。**

出版板块：国有出版上市公司 2018 年预计整体业绩呈回暖趋势。长江传媒、凤凰传媒等大型国有出版上市公司营收及净利润增速均有上升。国有出版对所在省区教育类图书发行及销售的相对垄断是其业绩维持稳定的护城河，2018 年在校学生人数的回升及图书价格的增长是板块业绩回暖的最主要原因，由于四季度（开学阶段）是国有出版公司成本集中发生期，预计全年增速将略低于前三季度整体水平。看好教育资源丰富，省内教辅市占率有望提升的国有出版公司，推荐：**长江传媒。**

营销板块：营销板块 2018 年整体业绩预计继续下滑。继 2017 年部分上市公司由于并购标的业绩不及预期计提商誉减值后，2018 年仍有部分上市公司集中计提资产减值准备。行业方面，全行业及传统领域广告刊例花费同比增速在 2018 年一季度达到高点后，逐渐下滑，基于广告的经济后周期效应，预计 2019 年将保持缓慢下滑趋势；2018 年增速相对较高的电梯媒介，基于“品效合一”优势，2019 年有望在全行业增速放缓背景下保持稳定增速。

附录图表 43. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
002624.SZ	完美世界	买入	29.8	392	1.14	1.29	26.1	23.1	6.50
000681.SZ	视觉中国	买入	26.7	187	0.42	0.55	64.3	48.6	3.83
600757.SH	长江传媒	买入	7.1	87	0.51	0.61	14.1	11.7	5.30
600977.SH	中国电影	买入	15.9	296	0.52	0.81	30.7	19.7	5.55
002174.SZ	游族网络	买入	20.3	181	0.74	1.13	27.6	18.0	4.65
603444.SH	吉比特	买入	172.0	124	8.50	9.81	20.2	17.5	34.78
300413.SZ	芒果超媒	买入	41.8	413	0.07	1.16	571.9	35.9	5.40
000802.SZ	北京文化	买入	13.09	94	0.43	0.50	30.6	26.2	6.71

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 3 月 1 日



002624.SZ

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 29.80

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 公司游戏影视业务均稳健发展。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9.0	17.5	23.5	(9.7)
相对深证成指	(19.2)	(1.8)	4.2	6.5

发行股数(百万)	1,315
流通股(%)	37
流通股市值(人民币 百万)	14,526
3个月日均交易额(人民币 百万)	141
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
完美世界控股集团有限公司	35

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2019年3月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒: 互联网传媒

方光照

(8621)20328348

guangzhao.fang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519010001

刘昊涯

(021)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080006

完美世界

游戏影视业务稳健发展, 新项目产品不断推出

公司发布 2018 业绩快报, 报告期内实现营业收入 80.4 亿元, 同比增长 1.34%, 四季度营业收入 25.23 亿元, 同比增长 4.9%, 环比增长 36.7%; 归母净利润 17.03 亿元, 同比增长 13.16%, 四季度归母净利润 3.85 亿元, 同比下滑 9.6%, 环比下滑 28.2%; 基本每股收益 1.30 元, 同比增长 14.04%。我们看好公司精品手游《完美世界》上线流水表现, 给予公司“买入”评级。

支撑评级的要点

- 营业收入稳健增长, 各项业务表现良好。公司 2018 年营业收入同比增长 1.34%, 主要由于公司优化资产结构, 处置了院线业务; 剔除院线业务影响, 营业收入同比增长 6.24%。
- 成熟游戏稳健运营, 新游戏持续上线。公司报告期内《诛仙》系列、《完美世界国际版》、《DOTA2》等端游大作延续稳定表现; 移动游戏方面, 公司推出了《武林外传手游》、《烈火如歌》、《轮回决》、《神雕侠侣 2》等新产品, 是饿的公司移动游戏业务稳健发展。同时, 公司正在研发《云梦四时歌》、《梦间集》、《新笑傲江湖》等多款各类型移动游戏; 《完美世界》手游版将于近日上线。
- 影视项目不断上线, 电影业务树立良好口碑。电视剧方面, 公司推出了《娘道》、《烈火如歌》等超过十部电视剧作品; 《不婚女王》、《西夏死书》、《半生缘》等十七部作品正在拍摄或储备中, 对公司电视剧业务的稳定发展起到积极作用。电影方面, 公司投资的《影》(张艺谋导演)及网络大电影《灵魂摆渡·黄泉》取得了良好的口碑及市场效益。

评级面临的主要风险

- 新游戏上线流水不达预期, 影视项目推迟确认收入。

估值

- 由于影视剧业务和游戏业务均有良好的项目储备, 我们预计公司未来业务发展不会受到明显的政策影响; 公司明星手游《完美世界》手游版将于近日上线, 预计对公司业绩产生积极影响。我们预计公司 2019-2020 实现净利润 20.7 和 25.2 亿元, 对应当前股价市盈率 19 倍和 15.6 倍, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	6,159	7,930	8,036	9,091	10,409
变动(%)	445	29	1	13	14
净利润(人民币 百万)	1,166	1,506	1,702	2,068	2,518
全面摊薄每股收益(人民币)	0.887	1.144	1.294	1.573	1.915
变动(%)	304.3	29.0	13.1	21.5	21.8
全面摊薄市盈率(倍)	33.6	26.0	23.0	18.9	15.6
价格/每股现金流量(倍)	33.9	48.7	19.2	26.7	12.7
每股现金流量(人民币)	0.88	0.61	1.55	1.12	2.35
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.1	21.3	20.1	14.6	10.7
每股股息(人民币)	0.089	0.170	0.194	0.236	0.287
股息率(%)	0.3	0.6	0.7	0.8	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	6,159	7,930	8,036	9,091	10,409
销售成本	(2,458)	(3,445)	(3,499)	(3,740)	(4,131)
经营费用	(2,505)	(2,747)	(2,791)	(3,021)	(3,359)
息税折旧前利润	1,196	1,738	1,746	2,330	2,919
折旧及摊销	(186)	(206)	(142)	(161)	(180)
经营利润(息税前利润)	1,010	1,531	1,604	2,169	2,739
净利息收入/(费用)	(1)	(190)	(135)	(116)	(84)
其他收益/(损失)	347	309	428	254	154
税前利润	1,356	1,650	1,897	2,307	2,810
所得税	(223)	(189)	(169)	(208)	(253)
少数股东权益	33	45	(26)	(31)	(38)
净利润	1,166	1,506	1,702	2,068	2,518
核心净利润	1,192	1,513	1,707	2,073	2,523
每股收益(人民币)	0.887	1.144	1.294	1.573	1.915
核心每股收益(人民币)	0.906	1.150	1.298	1.577	1.919
每股股息(人民币)	0.089	0.170	0.194	0.236	0.287
收入增长(%)	445	29	1	13	14
息税前利润增长(%)	191	52	5	35	26
息税折旧前利润增长(%)	240	45	0	33	25
每股收益增长(%)	304	29	13	22	22
核心每股收益增长(%)	296	27	13	21	22

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	8,209	6,001	9,255	10,396	13,024
应收帐款	2,020	1,818	2,061	2,334	2,708
库存	496	1,576	1,280	1,566	1,350
其他流动资产	483	852	481	942	628
流动资产总计	11,208	10,246	13,077	15,238	17,710
固定资产	527	491	462	414	347
无形资产	132	114	118	105	92
其他长期资产	1,043	1,709	1,708	1,708	1,708
长期资产总计	1,702	2,314	2,288	2,227	2,147
总资产	16,297	16,585	19,262	21,260	23,652
应付帐款	727	489	748	573	885
短期债务	441	618	418	418	418
其他流动负债	3,055	4,108	3,749	4,132	4,034
流动负债总计	4,223	5,215	4,915	5,123	5,336
长期借款	2,033	500	2,033	2,033	2,033
其他长期负债	1,589	2,083	2,041	2,041	2,041
股本	1,386	1,386	1,315	1,315	1,315
储备	5,880	6,664	8,110	9,868	12,008
股东权益	7,267	8,050	9,425	11,183	13,323
少数股东权益	1,238	823	848	880	918
总负债及权益	16,297	16,585	19,262	21,260	23,652
每股帐面价值(人民币)	5.53	6.12	7.17	8.51	10.13
每股有形资产(人民币)	5.43	6.04	7.08	8.43	10.06
每股净负债/(现金)(人民币)	0.29	(1.61)	(3.07)	(3.94)	(5.94)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,356	1,650	1,897	2,307	2,810
折旧与摊销	186	206	142	161	180
净利息费用	1	190	135	116	84
运营资本变动	43	(123)	28	(525)	153
税金	(256)	(235)	(169)	(208)	(253)
其他经营现金流	(176)	(884)	7	(384)	116
经营活动产生的现金流	1,155	804	2,040	1,467	3,089
购买固定资产净值	130	(47)	117	100	100
投资减少/增加	(1,603)	(1,075)	374	200	100
其他投资现金流	(7,138)	2,837	(233)	(200)	(200)
投资活动产生的现金流	(8,611)	1,715	258	100	0
净增权益	(117)	(223)	(255)	(310)	(378)
净增债务	1,417	(359)	1,332	0	0
支付股息	117	223	255	310	378
其他融资现金流	6,745	(1,092)	(377)	(426)	(461)
融资活动产生的现金流	8,162	(1,451)	955	(426)	(461)
现金变动	706	1,068	3,253	1,141	2,628
期初现金	1,098	2,097	3,236	6,490	7,631
公司自由现金流	(7,456)	2,519	2,298	1,567	3,089
权益自由现金流	(6,037)	2,351	3,765	1,682	3,173

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.4	21.9	21.7	25.6	28.0
息税前利润率(%)	16.4	19.3	20.0	23.9	26.3
税前利润率(%)	22.0	20.8	23.6	25.4	27.0
净利率(%)	18.9	19.0	21.2	22.7	24.2
流动性					
流动比率(倍)	2.7	2.0	2.7	3.0	3.3
利息覆盖率(倍)	822.5	8.1	11.9	18.8	32.7
净权益负债率(%)	4.4	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.5	1.7	2.4	2.7	3.1
估值					
市盈率(倍)	33.6	26.0	23.0	18.9	15.6
核心业务市盈率(倍)	32.9	25.9	23.0	18.9	15.5
市净率(倍)	5.4	4.9	4.2	3.5	2.9
价格/现金流(倍)	33.9	48.7	19.2	26.7	12.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.1	21.3	20.1	14.6	10.7
周转率					
存货周转天数	62.4	109.7	148.9	138.8	128.8
应收帐款周转天数	83.3	88.3	88.1	88.2	88.4
应付帐款周转天数	22.1	28.0	28.1	26.5	25.6
回报率					
股息支付率(%)	10.0	14.8	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	28.1	19.7	19.5	20.1	20.6
资产收益率(%)	8.7	8.2	8.2	9.7	11.1
已运用资本收益率(%)	4.5	3.6	3.7	3.8	4.0

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371