



000802.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 13.53

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 推出多部口碑票房双收的精品电影。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	23.1	0.1	21.0	16.6
相对深证成指	(14.9)	(16.6)	(13.5)	26.8

发行股数(百万)	716
流通股(%)	54
流通股市值(人民币 百万)	5,245
3个月日均交易额(人民币 百万)	292
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
中国华力控股集团有限公司	16

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2019年3月21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: 文化传媒

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

(8621)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080006

北京文化

主营业务发展稳定, 精品电影推动公司跻身行业一线

公司发布2018年年度报告, 实现营业收入12.05亿元, 同比减少8.78%, 归属于母公司股东净利润3.26亿元, 同比增长4.99%, 扣非后归属于母公司股东净利润3.1亿元, 同比增长3.27%。公司2018年整体业务发展稳定, 推出了《我不是药神》、《无名之辈》等票房和口碑双丰收的精品项目, 我们认为公司的制作、发行能力已经跻身行业一线, 维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 影视业务表现平稳, 爆款电影取得票房和口碑的双丰收。报告期公司电影业务实现营业收入5.16亿元, 同比增长0.47%, 电视剧网剧业务实现营业收入5.18亿元, 同比增长6.84%。其中由公司出品并主控宣发的电影《我不是药神》和《无名之辈》创造了票房和口碑的双丰收, 体现了公司全面且独到的电影制作及发行能力。
- 艺人经纪收入有所下滑, 综艺业务无收入贡献。报告期内由于行业政策等因素影响, 公司业务有所调整, 虽持续加大艺人培养力度, 但艺人经纪业务有所收缩, 实现营收0.76亿元, 同比下滑44.65%; 同时与去年同期相比, 公司无综艺业务收入。因此全年营业收入同比下滑主要由于艺人经纪业务和综艺业务的收缩调整。
- 旅游、酒店服务处于平稳交接过渡中。报告期内, 公司旅游景区业务实现营业收入0.85亿元, 同比减少4.75%。潭拓寺、戒台寺景区目前处于过渡管理阶段(2016.7.1-2019.5.31), 若2019年下半年停止运营, 对公司全年收入及利润影响预计不大。此外, 结合在公司影视文化领域的品牌和流量优势, 旅游业务团队开展了多方面的尝试和探索, 未来多板块的协同效应势必会为公司创造更稳定的收益来源。

评级面临的主要风险

- 所制作的电影、电视剧收入不达预期, 行业政策发生重大变化。

估值

- 公司2019年已经有《来电狂响》、《流浪地球》两部电影上映, 其中《流浪地球》票房超46亿元, 预计能大幅提升公司盈利水平; 假设公司其他业务平稳运营, 小幅下调盈利预测, 预计公司2019-2021年实现每股收益0.56、0.64和0.72元, 对应当前股价市盈率为24倍、21倍和19倍, 维持公司买入评级。

投资摘要

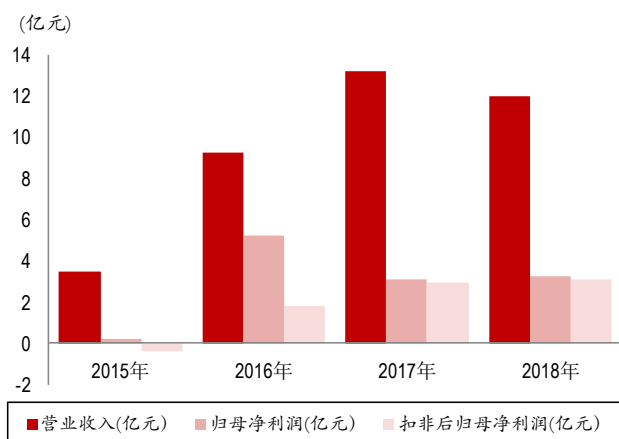
年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,321	1,205	1,371	1,563	1,789
变动(%)	43	(9)	14	14	14
净利润(人民币 百万)	310	326	399	458	518
全面摊薄每股收益(人民币)	0.428	0.455	0.557	0.639	0.724
变动(%)	(40.5)	6.4	22.4	14.7	13.2
先前预测每股收益(人民币)			0.573	0.677	
调整幅度(%)			(2.8)	(5.6)	
全面摊薄市盈率(倍)	31.6	29.7	24.3	21.2	18.7
价格/每股现金流量(倍)	(24.9)	107.7	7.8	(18.9)	8.9
每股现金流量(人民币)	(0.54)	0.13	1.74	(0.71)	1.52
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.0	22.4	15.9	14.7	11.0
每股股息(人民币)	0.041	0.000	0.056	0.064	0.072
股息率(%)	0.3	n.a.	0.4	0.5	0.5

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

业绩摘要

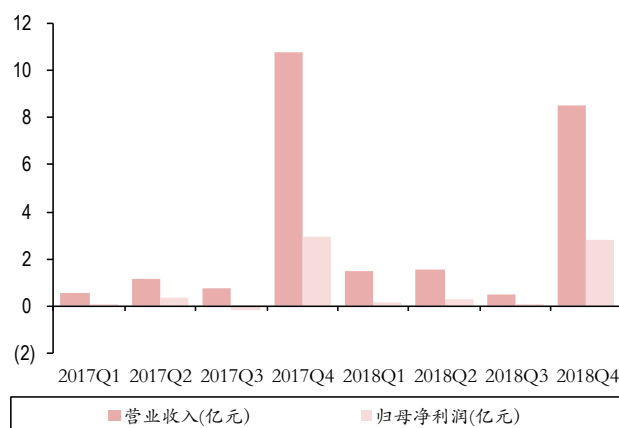
公司发布 2018 年业绩报告,实现营业收入 12.05 亿元,同比减少 8.78%,归属于母公司股东净利润 3.26 亿元,同比增长 4.99%,扣非后归属于母公司股东净利润 3.1 亿元,同比增长 3.27%。第四季度实现营收 8.52 亿元,同比减少 21.03%,归属于母公司股东净利润 2.80 亿元,同比减少 4.07%。基本每股收益 0.45 元,同比增长 5.85%。公司拟以 7.16 亿股为基数,每 10 股派发现金红利 0.6 元(含税),合计 0.43 亿元。

图表 4. 2015-2018 年公司营业收入和净利润变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 5. 2017Q1-2018Q4 单季度营收及净利润变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

点评

影视业务表现平稳, 爆款电影取得票房和口碑的双丰收

报告期内, 公司电影业务实现营业收入 5.16 亿元, 同比增长 0.47%, 电视剧网剧业务实现营业收入 5.18 亿元, 同比增长 6.84%。子公司北京世纪伙伴取得营收 5.19 亿元, 同比增长 15.8%, 净利润 1.45 亿元, 同比减少 3.3%; 浙江星河文化实现营收 1.06 亿元, 同比下滑 23.2%, 净利润 0.7 亿元, 同比 17.6%。

图表 1. 主要参控股公司 2017 年和 2018 年业绩对比

公司名称 单位 (亿元)	2018 年			2017 年		
	营业收入	营业利润	净利润	营业收入	营业利润	净利润
北京世纪伙伴	5.19	1.94	1.45	4.48	2.00	1.50
浙江星河文化	1.06	0.75	0.70	1.38	0.87	0.85

资料来源: 公司财报, 中银国际证券

报告期内, 公司取得收入的主要影视剧项目分别为《倩女幽魂》(电视剧, 3.58 亿元)、《大宋宫词》(电视剧, 1.02 亿元)、《我不是药神》(电影, 2.55 亿元)、《无名之辈》(电影, 0.99 亿元)以及《英雄本色 4》(0.41 亿元)。

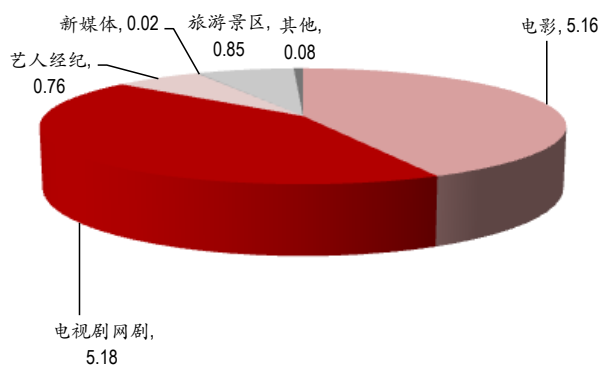
其中, 由公司出品并主控宣发的电影《我不是药神》, 在创造票房 31 亿佳绩的同时, 影片对现实社会的关照和探讨也引发社会各界热议和赞扬; 由公司出品并主控宣发的小成本喜剧电影《无名之辈》, 依靠良好的内容制作及公司针对性的宣发策略, 最终获得了 7.94 亿元的票房呈现, 体现了公司全面且独到的电影发行能力。

2019 年春节档期, 公司承制并主控宣发的国内第一部硬科幻电影《流浪地球》在上映后, 引发了全社会对中国科幻电影的热烈讨论, 在公司全方位的宣发配合下, 影片最终获得春节档票房冠军, 目前票房总额超过 46 亿元, 位列国产电影票房榜第二名。

艺人经纪收入有所下滑，综艺业务无收入贡献

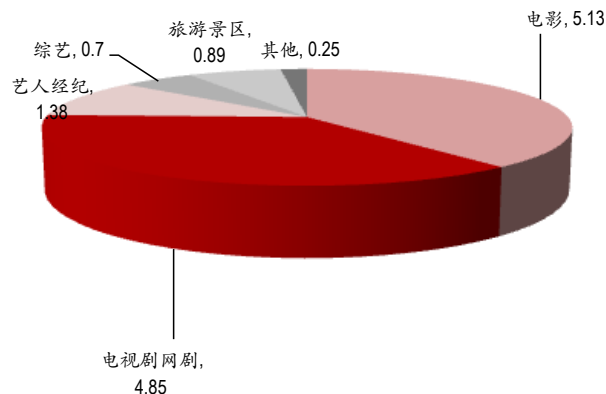
收入结构方面，电影和电视剧业务营收占比分别为 42.8%和 42.98%，较上年同比分别提升了 3.94 和 6.28 个百分点。报告期内由于行业政策等因素影响，公司业务有所调整，虽持续加大艺人培养力度，但艺人经纪业务有所收缩，实现营收 0.76 亿元，同比下滑 44.65%，占比减少 4.1 个百分点。报告期内，公司无相关综艺收入，因此全年收入同比下滑主要由于艺人经纪业务和综艺业务的收缩调整。

图表 2. 2018 年公司主营业务结构



资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 2017 年公司主营业务结构



资料来源：万得，中银国际证券

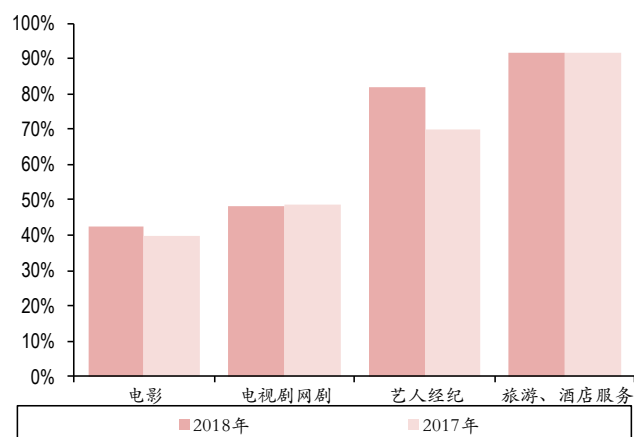
旅游、酒店服务处于平稳交接过渡中

报告期内，公司旅游景区业务实现营业收入 0.85 亿元，同比减少 4.75%，营业利润 0.78 亿元，同比下滑 3.7%。目前公司不断加强完善对景区分子公司的管理，潭拓寺、戒台寺景区目前处于过渡管理阶段（2016.7.1-2019.5.31）。从收入占比来看，旅游景区业务的收入占比为 7.06%，毛利占比为 12.6%，若 2019 年下半年停止运营，对公司全年收入及利润影响预计不大，此外，公司依托现有旅游景区业务经验及团队，结合在公司影视文化领域的品牌和流量优势，开展了多方面的尝试和探索，未来多板块的协同效应势必会为公司创造更稳定的收益来源。

毛利率波动较小，期间费用整体占比减少

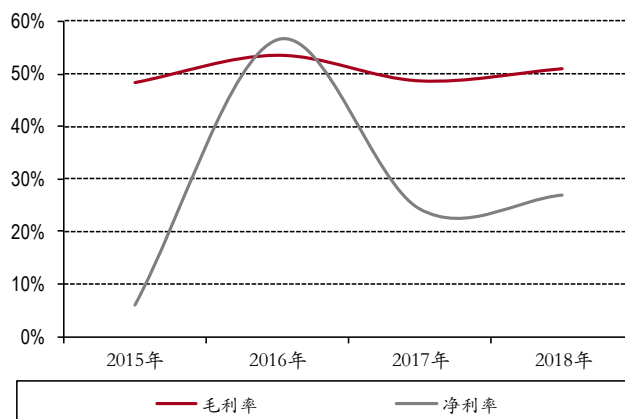
毛利率方面，公司电影、电视剧业务稳定发展，因此毛利率波动较小，电影业务毛利率较 2017 年增长 2.59 个百分点，电视剧网剧业务则减少 0.73 个百分点。艺人经纪业务由于报告期内有所收缩，因此毛利率上升幅度较大，同比增长 12 个百分点。

图表 4. 2017 年和 2018 年主要业务毛利率对比



资料来源：万得，中银国际证券

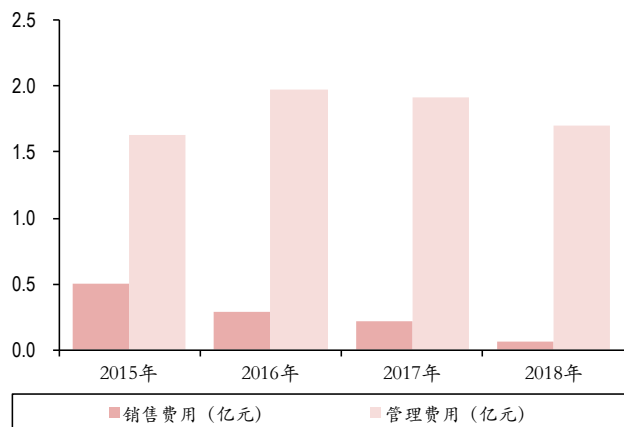
图表 5. 2015-2018 年公司毛利率和净利率变化



资料来源：万得，中银国际证券

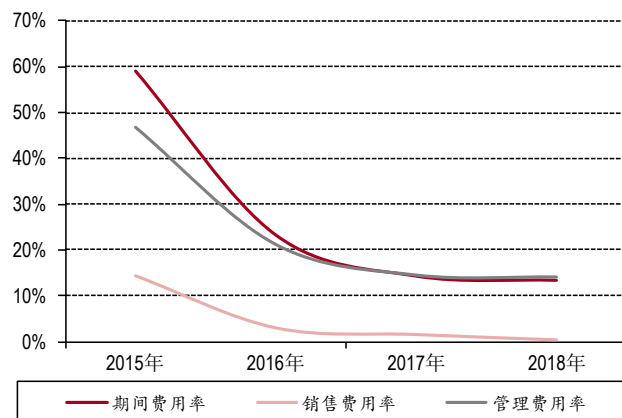
期间费用方面，2018 年销售费用发生额为 592.4 万元，同比下滑 72.59%，主要由于上年同期销售费用中的宣发费用部分为代垫宣发费，不产生宣发收益；本期宣发工作为公司主营业务，计入公司相关项目的营业成本，是一种营收结构的会计处理。财务费用为-0.15 亿元，同比减少 39.34%，是由于公司本期利息收入减少所致。

图表 6.2015-2018 年公司销售费用和管理费用变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 7.2015-2018 年期间费用率变化



资料来源：万得，中银国际证券

现金流方面，公司经营性活动现金流入额同比增长 70.52%，主要由于本期影视业务收入回款增加 7.76 亿元，联合摄制费用增加 334 万元；经营活动现金流出额方面，支付应会项目投入增长 5.1 亿元，所支付的联合摄制款减少 1.88 亿元，因此整体经营性现金流净额在 2018 年为 0.9 亿元，较 2017 年由亏转盈。

投资活动现金流中，由于报告期内公司支付了深定格股权投资款 2,800 万元及舟山嘉文喜乐股权基金投资款 2.35 亿元，因此投资活动现金流出达到 2.97 亿元，同比增长 214.94%。筹资活动现金流方面，由于报告期内支付回购二期股权激励款 1.1 亿元、支付股利分红款 2,965 万元等项目，筹资活动现金流出额合计 1.45 亿元，同比增长 134.85%；整体现金及现金等价物净增加额为-3.01 亿元，较上年同期-5.24 亿元有明显收窄。

未来展望：公司已正式成为国内影视领域龙头企业

公司自 2014 年转型影视内容制作以来，不断创造着行业内一个又一个里程碑。2014 年公司对电影《心花路放》进行票房保底取得成功，开创了中国电影保底发行的先河；2017 年，公司保底发行《战狼 2》，电影取得了 56.8 亿元票房，成为国产电影票房冠军；2018 年，公司实现了全项目主控加发行的转型，主控制作并发行的《我不是药神》取得了 31 亿的票房，是首部取得高票房的社会现实题材电影；2018 年下半年主控发行的《无名之辈》取得了低成本高票房的优秀成绩，体现了公司成熟高效的电影发行能力。

2019 年春节档，中国第一部硬科幻电影《流浪地球》由公司承制出品并主控宣发，开启了国产高水准科幻电影发展之路，取得了国产电影票房历史第二的成绩。公司在近几年的业务发展过程中，已经打磨和历练了一支优秀的影视业务团队，与行业最杰出的导演、编剧等取得了良好的合作，充分掌握了影视产业链的核心优势和竞争力，从制作能力及发行能力等多个方面证明了公司已经跻身影视行业第一梯队。

从公司已经公布的 2019 年经营计划中，电影业务除《来电狂响》和《流浪地球》已经上映外，《跳舞吧！大象》、《诗眼倦天涯》、《妈阁是座城》等已经处于后期制作或发行阶段，有望在年内上映；电视剧业务方面，《天涯明月刀》、《江山不悔》、《燃情父子》等正在有序推进中，《勇敢的心 2》、《倩女幽魂》、《大宋宫词》等将陆续播出。

图表 8. 公司主要电影项目拍摄制作情况

作品名称	(计划) 开拍 时间	(预计) 发行 档期	许可资质取得情况	合作方式	主要演职人员	项目进度
《来电狂响》		2018.12.28	取得公映许可证	投资	导演：于淼；主演：佟大为、马丽	已公映
《流浪地球》	2017.05	2019.2.5	取得公映许可证	投资、宣发	导演：郭帆；主演：屈楚萧、吴京	已公映
《你是凶手》	2016.05	2019	取得公映许可证	投资、宣发	导演：王昱；主演：宋佳、王千源	后期制作
《全民直播》	2017.02	2019	取得拍摄许可证	投资、宣发	导演：胡茹；主演：张子贤	后期制作
《成长在明天》	2018	2019	取得拍摄许可证	投资、宣发	导演/编剧：叶京	后期制作
《刺猬小子 2》	待定	待定	待定	投资、宣发	导演：黄健明	筹备中
《时间之外》	2018	待定	待定	投资、宣发	导演：刘晓世；主演：待定	筹备中
《跳舞吧！大象》	2018	2019	取得拍摄许可证	投资、宣发	导演：林育贤；主演：艾伦、金春花	后期制作
《让我留在你身边》	2018	待定	待定	投资、宣发	编剧：张嘉佳	筹备中
《热带往事》	2018.7.30	2019	取得拍摄许可证	投资、宣发	导演：温世培；主演：彭于晏、张艾嘉	后期制作
《爆水管》	2019.4	待定	待定	投资、宣发	导演：杨树鹏	筹备中
《妈阁是座城》	2017.08	2019	取得公映许可证	投资	导演：李少红；主演：白百何、吴刚	发行中
《刀背藏身》	2016.07	待定	取得公映许可证	投资、宣发	导演/编剧：徐浩峰；主演：许晴	发行中
《两只老虎》	待定	待定	取得拍摄许可证	投资	导演/编剧：李非	筹备中
《诗眼倦天涯》	2018.05	2019	取得拍摄许可证	投资	导演/编剧：徐浩峰；主演：陈坤、周迅	后期制作
《岁月忽已暮》	2016.04	待定	取得拍摄许可证	投资、宣发	导演：秦小珍；主演：张子枫、姜潮	后期制作
《封神三部曲》	2018.09	2020-2022	取得拍摄许可证	投资、宣发	导演：乌尔善	拍摄中
《琴操》	待定	待定	取得拍摄许可证	投资、宣发	监制：乌尔善	筹备中
《大漠行》	待定	待定	取得拍摄许可证	投资、宣发	监制：乌尔善	筹备中
《封神演义：龙之战》	待定	待定	取得拍摄许可证	投资、宣发	导演：乌尔善	筹备中

资料来源：公司财报，中银国际证券

图表 9. 公司主要电视剧项目拍摄制作情况

作品名称	(计划) 开 拍时间	(预计) 发行 档期	许可资质取得情况	合作方式	主要演职人员	项目进度
《江山不悔》	待定	待定	取得拍摄许可证	投资	原著：丁墨；编剧：关展博、刘伽茵	筹备中
《羽传说》	待定	待定	正在办理拍摄许可证	投资	总监制：张黎	筹备中
《天涯明月刀》	待定	待定	正在办理拍摄许可证	投资	编剧：钱雁秋、刘伽茵	筹备中
《爱归来》	2016.03	待定	取得拍摄许可证	投资	导演：王梦继；主演：权相佑、李念	后期制作
《极品一家人》	2016.03	待定	取得发行许可证	摩登视界投资	导演：孙皓；编剧：赵犇	发行中
《谢家皇后》	待定	待定	正在办理拍摄许可证	投资	原著：越人歌 编剧：墨舞碧歌	筹备中
《欢喜猎人》	2016.12	2019	取得发行许可证	投资、发行	导演：沈煜杰；主演：包贝尔、贾玲	发行中
《大明皇妃孙若微传》	2017.12	待定	取得拍摄许可证	投资、策划	制片人：姚昱竹；主演：汤唯、朱亚文	后期制作
《我爱你，这是最好的安排》	2017.09	待定	取得发行许可证	投资	导演：陈林海；主演：张彬彬、郑合惠子	发行中
《爱我就别想太多》		2019	取得发行许可证	发行	导演：曹会生；主演：陈建斌、李一桐	发行中
《爱无痕》		待定	取得发行许可证	发行	导演：尹涛；主演：佟丽娅、杨烁	发行中
《模范生》	待定	待定	正在办理拍摄许可证	投资	编剧：夏添工作室剧本顾问：蒋雨航	筹备中
《澳门故事》	待定	待定	正在办理拍摄许可证	投资	原著：严歌苓 导演：李少红	筹备中
《洪武风云》	待定	待定	取得拍摄许可证	投资	编剧：夏添工作室剧本顾问：蒋雨航	筹备中
《烟花易冷》		2019	取得发行许可证	发行	导演：谢涛；主演：张雯、刘恩佑	发行中
《燃情父子》	待定	待定	取得拍摄许可证	投资	导演/编剧：刘伽茵	剧本创作
《大宋宫词》	2018.06	待定	取得拍摄许可证	投资	导演：李少红；主演：刘涛、周渝民等	后期制作
《无忧之地》	2018.1	2019	取得拍摄许可证	投资	导演：孙恺凯；主演：刘恩尚、杨皓宇	拍摄中
《天使的眼睛》	2017.05	2019		投资、发行	导演：张族权；主演：宣璐、王羽铮	发行中
《人皇纪》	待定	待定		投资	原著：黄埔奇	筹备中
《大收藏家》	待定	待定		投资	原著：小石浪	筹备中
《逆袭者》	待定	待定		投资	原著：罗晓	筹备中
《神盾的荣耀》	待定	待定		投资	总策划：刘伽茵、刘海英青年导演团队	筹备中

资料来源：公司财报，中银国际证券

盈利预测

2018 年公司整体经营业务稳定，虽然营收较去年同期有所下滑，但由于公司业务毛利率整体有所回升，且期间费用占比减少，因此整体净利润同比仍有增长。2018 年由于影视行业政策及环境有重大变化，公司能推出精品影视作品并取得良好的盈利情况，体现出公司强有力的经营能力。因此，我们对公司 2019-2021 年盈利做如下假设：

- 1) 公司电影业务由于《流浪地球》的票房表现超预期，以及公司已有超过 10 部主控电影处于后期制作或发行阶段，因此预计公司 2019 年电影业务收入较 2018 年将大幅增长；
- 2) 公司电视剧网剧业务保持稳定经营，业绩不出现明显波动情况；
- 3) 艺人经纪业务保持稳定，业绩情况不再大幅回撤；
- 4) 旅游、酒店服务由于 2019 年 5 月底景区过渡将到期，预计 2019 年业绩较 2018 年将有所下滑。

因此，我们预计公司 2019-2021 年实现每股收益 0.56、0.64 和 0.72 元，对应当前股价市盈率为 24 倍、21 倍和 19 倍，维持公司 **买入** 评级。

图表 10. 公司年度报告财务摘要

(百万元)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	2018 全年
一、营业总收入	149.61	153.90	49.63	851.91	1205.05
二、营业总成本	133.91	110.46	52.47	505.39	935.34
其中：营业成本	95.40	66.48	15.19	412.35	589.42
营业税金及附加	1.19	0.25	0.25	5.31	7.01
销售费用	1.28	3.21	3.28	(1.84)	5.92
管理费用	45.11	40.66	40.64	44.03	170.45
财务费用	(1.64)	(4.66)	(5.91)	(3.00)	(15.21)
资产减值损失	(7.43)	4.52	(0.98)	48.54	44.65
三、其他经营收益	(0.21)	0.01	6.14	0.74	6.68
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	(0.21)	0.01	6.14	0.74	6.68
四、营业利润	15.49	43.63	3.46	354.72	417.31
加：营业外收入	0.01	0.53	0.11	(0.02)	0.63
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	1.51	1.51
五、利润总额	15.50	44.16	3.57	353.19	416.43
减：所得税	2.80	12.77	1.62	75.02	92.21
六、净利润	12.71	31.39	1.95	278.17	324.21
减：少数股东损益	(0.05)	(0.09)	(0.08)	(1.39)	(1.60)
七、归属母公司净利润	12.75	31.48	2.02	279.56	325.82
EPS	0.02	0.04	0.00	0.39	0.45
主要比率(%)					
毛利率	36.2	56.8	69.4	51.6	51.1
主营税金率	0.8	0.2	0.5	0.6	0.6
销售费率	0.9	2.1	6.6	-0.2	0.5
管理费率	30.2	26.4	81.9	5.2	14.1
营业利润率	10.4	28.4	7.0	41.6	34.6
实际税率	18.0	28.9	45.5	21.2	22.1
净利率	8.5	20.4	3.9	32.7	26.9
YoY(%)					
收入增长率	178.5	36.2	(34.2)	(21.0)	(8.8)
营业利润增长率	166.3	51.0	118.7	(5.9)	6.2
净利润增长率	186.9	(5.4)	109.6	(8.2)	1.2

资料来源：公司公告，中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,321	1,205	1,371	1,563	1,789
销售成本	(681)	(596)	(647)	(744)	(857)
经营费用	(271)	(213)	(245)	(266)	(290)
息税折旧前利润	369	395	478	553	642
折旧及摊销	(8)	(8)	(10)	(10)	(10)
经营利润(息税前利润)	361	388	468	543	631
净利息收入/(费用)	25	15	24	24	13
其他收益/(损失)	11	14	20	20	20
税前利润	397	416	512	587	664
所得税	(77)	(92)	(113)	(129)	(146)
少数股东权益	(10)	2	0	0	0
净利润	310	326	399	458	518
核心净利润	311	326	399	458	518
每股收益(人民币)	0.428	0.455	0.557	0.639	0.724
核心每股收益(人民币)	0.429	0.455	0.557	0.639	0.724
每股股息(人民币)	0.041	0.000	0.056	0.064	0.072
收入增长()	43	(9)	14	14	14
息税前利润增长()	48	7	21	16	16
息税折旧前利润增长()	37	7	21	16	16
每股收益增长()	(41)	6	22	15	13
核心每股收益增长()	(41)	6	23	15	13

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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	397	416	512	587	664
折旧与摊销	8	8	10	10	10
净利息费用	(25)	(15)	(24)	(24)	(13)
运营资本变动	(436)	(118)	263	(383)	126
税金	(67)	(94)	(113)	(129)	(146)
其他经营现金流	(272)	(107)	595	(572)	447
经营活动产生的现金流	(394)	90	1,244	(512)	1,089
购买固定资产净值	(1)	(1)	0	0	0
投资减少/增加	(0)	7	10	10	10
其他投资现金流	(66)	(302)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(68)	(296)	10	10	10
净增权益	(30)	0	(40)	(46)	(52)
净增债务	25	25	(50)	0	0
支付股息	30	0	40	46	52
其他融资现金流	(87)	(120)	(16)	(22)	(39)
融资活动产生的现金流	(62)	(95)	(66)	(22)	(39)
现金变动	(524)	(301)	1,188	(524)	1,060
期初现金	1,729	1,205	904	2,092	1,568
公司自由现金流	(462)	(207)	1,254	(502)	1,099
权益自由现金流	(462)	(197)	1,181	(525)	1,086

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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,220	917	2,105	1,581	2,641
应收帐款	936	1,108	796	1,289	997
库存	631	825	248	821	363
其他流动资产	842	1,562	715	929	965
流动资产总计	3,629	4,411	3,864	4,620	4,966
固定资产	40	31	25	19	13
无形资产	42	41	37	33	29
其他长期资产	153	420	420	420	420
长期资产总计	235	493	482	472	462
总资产	5,640	6,640	6,054	6,790	7,126
应付帐款	254	814	179	27	210
短期债务	0	50	0	0	0
其他流动负债	460	665	404	880	567
流动负债总计	714	1,528	583	907	777
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	117	4	4	4	4
股本	726	716	716	716	716
储备	4,173	4,373	4,732	5,144	5,610
股东权益	4,898	5,089	5,448	5,859	6,326
少数股东权益	21	20	20	20	20
总负债及权益	5,640	6,640	6,054	6,790	7,126
每股帐面价值(人民币)	6.75	7.11	7.61	8.18	8.84
每股有形资产(人民币)	6.69	7.05	7.56	8.14	8.80
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.66)	(1.19)	(2.92)	(2.19)	(3.67)

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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率()	27.9	32.8	34.9	35.4	35.9
息税前利润率()	27.3	32.2	34.1	34.7	35.3
税前利润率()	30.0	34.6	37.3	37.5	37.1
净利率()	23.5	27.0	29.1	29.3	29.0
流动性					
流动比率(倍)	5.1	2.9	6.6	5.1	6.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率()	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.2	2.3	6.2	4.2	5.9
估值					
市盈率(倍)	31.6	29.7	24.3	21.2	18.7
核心业务市盈率(倍)	31.6	29.7	24.3	21.2	18.7
市净率(倍)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	(24.9)	107.7	7.8	(18.9)	8.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.0	22.4	15.9	14.7	11.0
周转率					
存货周转天数	240.5	445.3	302.6	262.2	252.1
应收帐款周转天数	210.9	309.6	253.5	243.3	233.2
应付帐款周转天数	39.9	161.7	132.1	24.0	24.2
回报率					
股息支付率()	9.6	0.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率()	6.5	6.5	7.6	8.1	8.5
资产收益率()	5.3	4.9	5.8	6.6	7.1
已运用资本收益率()	1.6	1.6	1.9	2.0	2.1

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得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。所有本报告期内使用的商标、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