



002174.SZ

买入

原评级: 买入

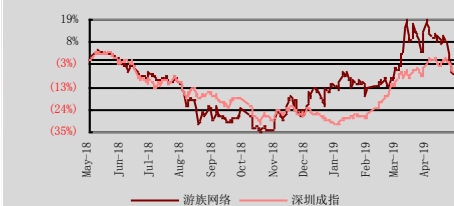
市场价格: 人民币 19.51

板块评级: 强于大市

#### 本报告要点

- 公司精品游戏上线有望贡献增量业绩。

#### 股价表现



| (%)    | 今年至今   | 1个月    | 3个月    | 12个月  |
|--------|--------|--------|--------|-------|
| 绝对     | 5.7    | (18.0) | 6.8    | (8.7) |
| 相对深证成指 | (28.9) | (15.2) | (20.6) | (1.9) |

|                  |        |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万)         | 888    |
| 流通股(%)           | 72     |
| 总市值(人民币 百万)      | 17,334 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 261    |
| 净负债比率(%) (2019E) | 净现金    |
| 主要股东(%)          |        |
| 林奇               | 35     |

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券  
以2019年4月29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

(021)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

## 游族网络

移动游戏业务稳健发展, “权游”等新品有望带来业绩增量

公司发布2018年年度报告及2019年一季度报, 2018年度实现营业收入35.81亿元(同比+10.68%), 归母净利润10.09亿元, (同比+53.85%); 2019年一季度实现营收8.33亿元(同比-4.03%, 环比-13.07%), 归母净利润1.73亿元(同比-22.20%, 环比-46.98%)。我们看好《权力的游戏》等新产品上线对公司带来的业绩增量, 维持公司买入评级。

#### 支撑评级的要点

- 整体营收稳健增长, 海外扩张拖累19年Q1毛利水平。公司2018年营业收入35.81亿元, 同比增长10.68%, 2019年一季度实现营收8.33亿元, 同比下滑4.03%; 2018年归母净利润同比增长53.85%, 一方面毛利率受移动游戏业务影响, 较上年有所提升, 另一方面报告期公司取得2.27亿元投资收益, 占利润比重超过20%; 2019年一季度净利润同比下滑主要由于公司游戏产品《权力的游戏》、《圣斗士星矢》等加大海外营销力度, 买量成本提升较快致毛利率出现一定下滑。
- 立足“精品化”, 加快全球化布局。2018年公司加大自主游戏研发投入, 《天使纪元》、《少年三国志》等长周期游戏均取得了良好的流水收益; 同时公司把握精品IP, 深挖细分领域, 2019年拟上线游戏包括《权力的游戏·凛冬将至》、《山海镜花》等多种类型。公司加大海外市场扩张, 目前已在新加坡、土耳其等国家和地区开始新公司, 整合全球化资源。
- 持续开拓优势品类, 推动自研、代理双引擎。公司将延续《少年三国志》等精品游戏的成功经验, 继续深耕MMO、卡牌、SLG三大游戏品类; 同时公司将通过代理的方式来弥补自研产品的空缺, 目前已参与代理的产品包括《荒野乱斗》(国服)、《猎魂觉醒》(海外)、《圣斗士星矢》(海外)等多款知名游戏。

#### 估值

- 我们认为公司新产品有望在下半年开始为公司带来增量收益, 假设《权力的游戏: 凛冬将至》手游暑期国内顺利上线, 预计公司2019-2021年实现净利润12.50、15.26和18.35亿元, 每股收益1.41、1.72和2.07元, 对应当前股价市盈率分别为14、11和9倍, 维持买入评级。

#### 评级面临的主要风险

- 新游戏流水不及预期, 营销推广投入过大。

#### 投资摘要

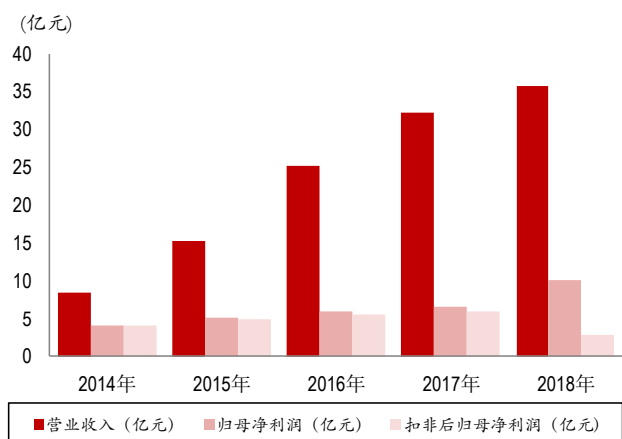
| 年结日: 12月31日     | 2017  | 2018  | 2019E  | 2020E  | 2021E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 销售收入(人民币 百万)    | 3,236 | 3,581 | 4,343  | 5,322  | 6,532 |
| 变动(%)           | 28    | 11    | 21     | 23     | 23    |
| 净利润(人民币 百万)     | 656   | 1,009 | 1,250  | 1,526  | 1,835 |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 0.738 | 1.136 | 1.407  | 1.718  | 2.066 |
| 变动(%)           | 8.2   | 53.9  | 23.9   | 22.1   | 20.3  |
| 先前预测每股收益(人民币)   |       |       | 1.459  | 1.760  |       |
| 调整幅度(%)         |       |       | (3.56) | (2.39) |       |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | 26.4  | 17.2  | 13.9   | 11.4   | 9.4   |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 23.4  | 63.4  | 14.8   | 29.3   | 8.1   |
| 每股现金流量(人民币)     | 0.83  | 0.31  | 1.32   | 0.67   | 2.41  |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 22.7  | 21.2  | 13.9   | 11.1   | 8.0   |
| 每股股息(人民币)       | 0.075 | 0.000 | 0.141  | 0.172  | 0.207 |
| 股息率(%)          | 0.4   | n.a.  | 0.7    | 0.9    | 1.1   |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 公司财务摘要:

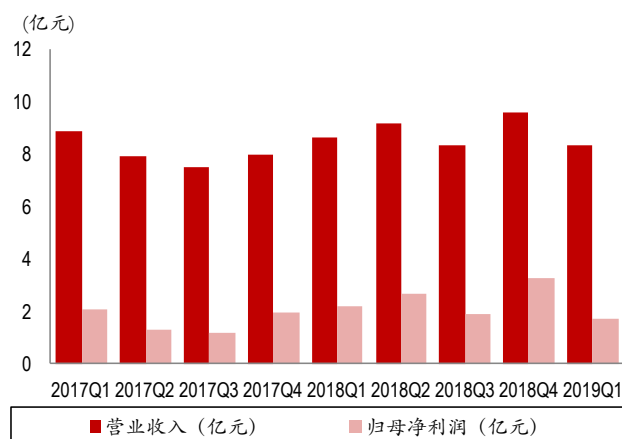
公司发布 2018 年年度报告及 2019 年一季报, 2018 年度实现营业收入 35.81 亿元, 同比增长 10.68%, 归属于母公司股东净利润 10.09 亿元, 同比增长 53.85%, 扣非后归属于母公司股东净利润 7.37 亿元, 同比增长 23.05%。第四季度实现营收 9.58 亿元, 同比增长 19.45%, 环比增长 14.61%, 归属于母公司股东净利润 3.26 亿元, 同比增长 66.02%, 环比增长 71.91%。基本每股收益 1.15 元, 同比增长 51.32%。公司 2018 年度已实施的股份回购金额 4.43 亿元视同现金分红, 不另外进行现金分红, 不转增股本、不分红股。2019 年一季度实现营收 8.33 亿元, 同比减少 4.03%, 环比减少 13.07%, 归属于母公司股东净利润 1.73 亿元, 同比减少 22.20%, 环比减少 46.98%, 基本每股收益 0.20 元/股, 同比减少 20.00%。

图表 1. 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 2. 2017Q1-2019Q1 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:

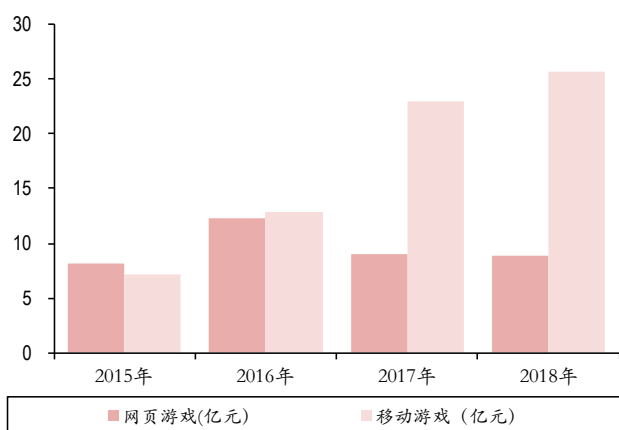
### 整体营收稳健增长, 季度利润波动较大

公司 2018 年营业收入 35.81 亿元, 同比增长 10.68%, 2019 年一季度实现营收 8.33 亿元, 同比下滑 4.03%; 单季度营收方面, 整体保持稳定, 2018 年三季度和 2019 年一季度相对较低, 2019 年一季度较 2018 年四季度环比下滑 13.09%。2018 年二、四季度归母净利润增长较多主要由于该季度确认了大额投资收益所致, 扣非后归母净利润整体在 2018 年二季度到达低谷后, 三、四季度整体明显回升。

业务结构方面, 公司网页游戏实现收入 8.94 亿元, 同比减少 1.12%, 毛利率达到 59.03%, 同比增长 0.80 个百分点, 说明网页游戏业务已经进入稳定运营阶段; 移动游戏实现收入 25.68 亿元, 同比增长 11.59%, 毛利率达到 55.64%, 同比增长 5.92 个百分点, 报告期多款经典自研手游取得良好流水使得业务毛利率有一定提升。

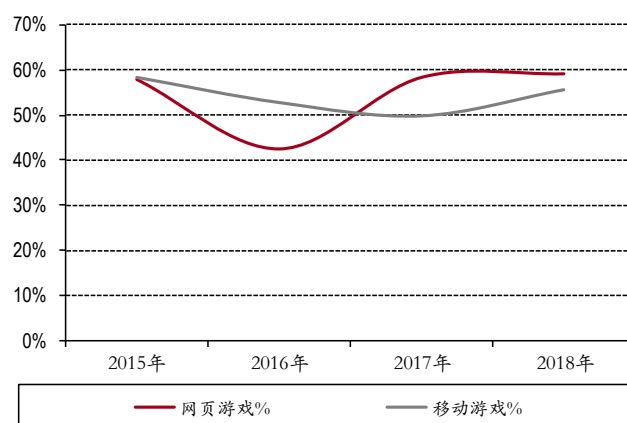
整体毛利率方面, 2018 年公司整体毛利率为 56.08%, 同比增长 3.91 个百分点, 主要受到移动游戏业务毛利率提升的影响; 2019 年一季度整体毛利率为 54.57%, 较 2018 年下滑 1.51 个百分点, 但较 2018 年一季度同比下滑 9.79 个百分点, 是公司一季度利润下滑的最主要因素, 根据公司年报里的游戏发行计划, 我们预计公司在一季度加大了海外发行中买量推广投入从而降低了公司整体毛利率水平。

图表 3. 2015-2018 年公司主要业务营收变化



资料来源：万得，中银国际证券

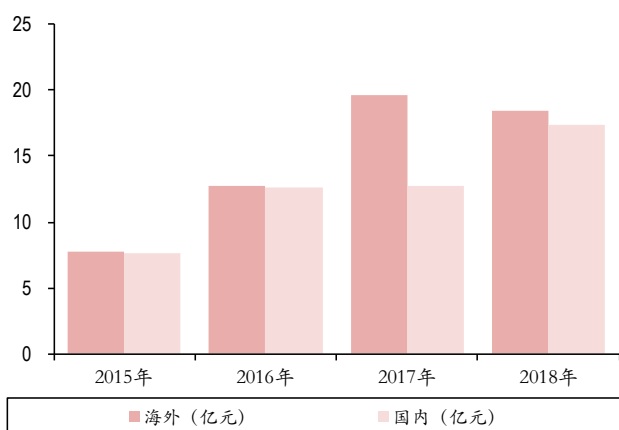
图表 4. 2015-2018 年公司主要业务毛利率变化



资料来源：万得，中银国际证券 (2018 年管理费用加回研发费用)

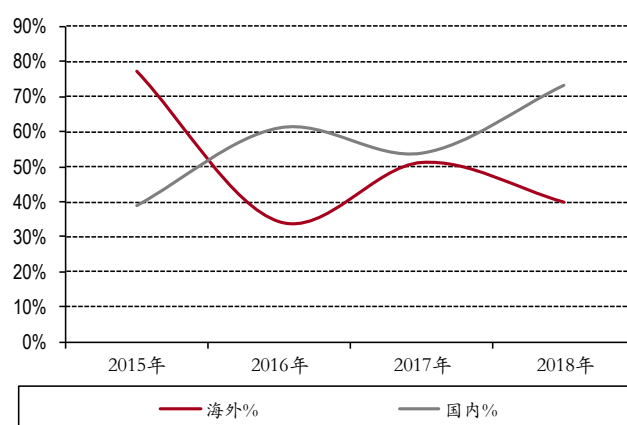
从区域划分来看，海外和国内业务毛利率波动较大，2018 年海外业务毛利率为 39.79%，同比减少 11.11 个百分点；国内业务毛利率为 73.37%，同比增加 19.56 个百分点；我们推测公司国内收入主要以成熟游戏为主，营销投入相对较少，而海外业务则营销投入相对较高。

图表 5. 2015-2018 年公司国内和海外业务收入对比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 2015-2018 年公司国内和海外业务毛利率对比

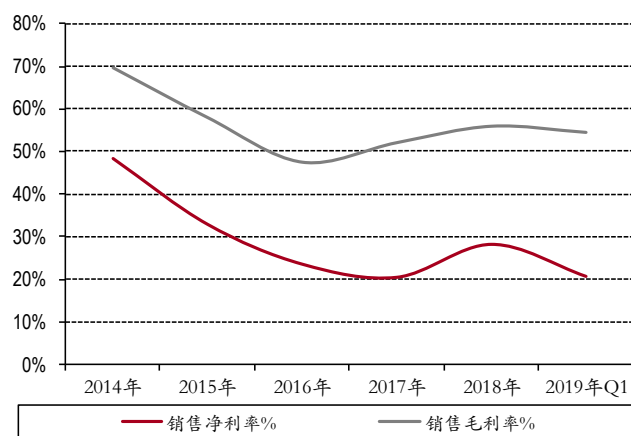


资料来源：万得，中银国际证券 (2018 年管理费用加回研发费用)

期间费用方面，2018 年公司销售费用发生额为 4.08 亿元，同比增长 38.94%，主要系游戏宣传推广方式增加和推广费用增长；管理费用发生额为 4.53 亿元，同比增长 18.34%，主要由于经营管理支出较上年同期有所增长；研发费用发生额为 3.70 亿元，同比增长 24.62%，主要系游戏研发投入较上年有较大增长；财务费用发生额为 0.80 亿元，同比减少 11.91%，主要系本期利息收入较上年有较大增长。2019 年一季度销售费用发生额为 0.87 亿元，同比减少 33.37%，主要由于宣传推广费用减少；财务费用发生额为 444.06 万元，同比减少 81.07%，主要由于利息收入和汇兑收益的增加。

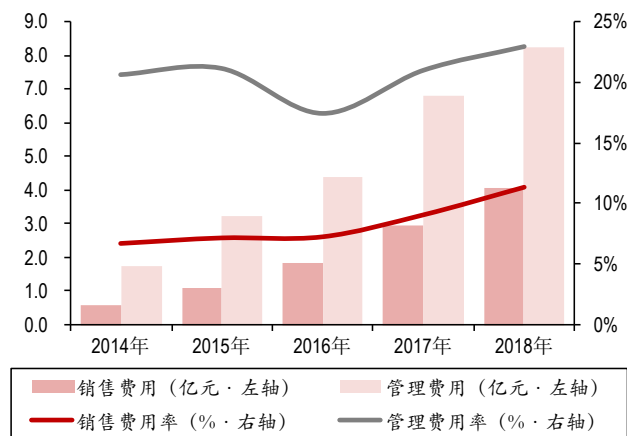
在占营收比重方面，2018 年销售费用占比为 11.39%，同比增长 2.31 个百分点；管理费用（加回研发费用）占比达到 22.98%，较 2017 年增加 1.97 个百分点；整体期间费用率为 36.60%，同比增加 3.72 个百分点，说明公司报告期内在游戏业务发展方面加大投入以保持游戏业务有稳定增速。2019 年整体期间费用率为 32.12%，较 2018 年一季度减少 5.45 个百分点，主要由于销售费用的大幅减少所致。

图表 7. 2015-2019Q1 公司毛利率和净利率变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 2015-2018 年公司销售费用和管理费用变化情况



资料来源：万得，中银国际证券 (2018 年管理费用加回研发费用)

在投资收益方面，公司 2018 年投资收益达到 2.27 亿元，占利润总额比重达到 21.53%，较 2017 年 (0.03 亿元) 大幅增长，主要由于公司在 2018 年 6 月底和 12 月底分别处置了泽禧股权投资和优亮投资的相应长期股权投资及可供出售金融资产所取得的投资收益。此外公司报告期内其他收益合计 1.67 亿元，同比增长 51.96%，主要由于增值税即征即退数额较 2017 年增加 0.40 亿元。

2018 年公司资产减值损失合计 0.17 亿元，同比减少 75.28%，主要由于坏账损失及无形资产减值损失大幅减少；2019 年一季度公司资产减值损失达到 0.29 亿元，同比增长 98.41%，主要由于坏账计提比例提升所致。

### 加大精品游戏研发投入，加快全球化、区域化布局

报告期内，公司坚持“精实增长”战略，立足“大 IP”“精品化”“全球化”三大方向，持续推出了《天使纪元》、《三十六计》、《女神联盟 2》等多款精品游戏。其中经典卡牌手游《少年三国志》上线四年累计流水超 50 亿元；手游版《天使纪元》上线 3 个月注册用户人数过 1500 万，日流水峰值过千万；《女神联盟 2》手游作为“女神联盟”IP 系列的续作，凭借出色的游戏品质收获了业界和玩家的好评。

公司报告期内加大了在精品 IP 项目的研发投入。整体研发投入达到 4.94 亿元，同比增长 53.99%，研发投入占营收比重达到 13.80%；主要投入的项目包括《权力的游戏凛冬将至》手游和网页版、《山海镜花》（手游）、《少年三国志 2》（手游）和《盗墓笔记》（手游）。其中《权力的游戏》项目是公司 2019 年最重要的游戏项目，该 IP 改编自同名小说及电视剧《权力的游戏》，是由 HBO 正版授权的战争策略类游戏。目前《权力的游戏凛冬将至》页游已经启动海外公测，获得 Facebook 全球推荐。

图表 9. 2019 年公司游戏上线计划

| 游戏名称                               | 内容简介                                                                                                                    |
|------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 《Game of Thrones Winter is Coming》 | 由 HBO 正版授权的多人战争策略类网页游戏，该游戏已于 2019 年 3 月 26 日启动海外公测。游戏在传统 SLG 模式中加入了领土拓张，双重战斗模式等多重玩法，增加游戏的可玩性，并获得 Facebook 全球推荐。         |
| 《权力的游戏凛冬将至》                        | 由华纳兄弟互动娱乐在 HBO 许可下授权，游族研发，腾讯独家代理的史诗战争策略手游，游戏采用 3D 次时代风格高度还原 IP 场景，并在玩法中加入了剧情关卡。游戏亮相 UP2019 腾讯新文创生态大会，预计于 2019 年启动公开测试。  |
| 《山海镜花》                             | 公司首款自研二次元手游，游戏以《山海经》为背景题材，特邀请中日顶级画师、明星级声优助阵。游戏将东方玄幻和二次元风格融合，以大量突破次元壁的现世交互玩法吸引了不少二次元爱好者的关注。游戏已完成首轮邀请测试，预计于 2019 年启动公开测试。 |
| 《少年三国志 2》                          | 三国题材的卡牌手游，作为《少年三国志》的正统续作，产品延续了优质的成长体验，力邀知名画师加盟，打造极致画风，更添加独创玩法，吸引更多热爱三国题材的游戏玩家。游戏预计于 2019 年启动公开测试。                       |
| 《盗墓笔记》                             | 是一款 IP 改编的高品质 MMO 手游，游戏剧情高度还原原著，将东方审美的浪漫幻想元素与魔幻视觉相结合，产品正处于研发阶段，预计于 2019 年启动测试。                                          |

资料来源：公司财报，中银国际证券

公司坚持以“本地化的思维”布局“全球化市场”，凭借数年的海外发行经验积累，公司发行版图已拓展至全球 200 多个国家和地区，积累包括育碧、微软、苹果在内的 1,000 多个合作伙伴。2018 年公司海外地区收入达 18.44 亿元，占总收入比重达到 51.49%。公司善于将旗下成名自研手游改编出海，多款经典作品《狂暴之翼》、《少年三国志》、《女神联盟》（页游）等在海外地区拥有多年稳定表现。2019 年公司将携《猎魂觉醒》、《圣斗士星矢》、《神都夜行录》等多款游戏出海继续开拓海外市场，致力于成为一家拥有全球化格局意识和强劲国际竞争力的中国游戏企业。

### **公司未来展望：持续开拓优势品类，推动自研、代理双引擎**

公司将延续《天使纪元》、《少年三国志》、《三十六计》等精品游戏的成功经验，继续深耕 MMO、卡牌、SLG 三大品类游戏项目；同时挖掘细分市场，将针对二次元、女性向、休闲类等热门细分市场设计专属产品；通过对已有爆款 IP 的深度推广和长线运营，延续 IP 的价值，提高 IP 类游戏的整体市场表现。2019 年公司将推出的新游戏包括手游及页游《权力的游戏 凛冬将至》、《少年三国志 2》、《山海镜花》等。

公司将加大代理比例，找到新增长方向。公司将通过代理方式来补充细分品类的空缺，目前已宣布参与了 Supercell 旗下《荒野乱斗》的国内发行业务以及《猎魂觉醒》、《圣斗士星矢》等多款知名游戏的海外发行。

加大全球化布局，巩固领先地位。公司将针对不同区域不同文化，精细化深耕当地市场，提升产品在海外区域市场的竞争力。继在德国、印度后，公司又在新加坡、土耳其、韩国、泰国开设了分公司，进一步整合全球化资源，深化在海外业务上的竞争优势。

### **盈利预测：**

2018 年公司归母净利润的大幅增长主要来自于移动游戏业务毛利率的提升以及确认大额投资收益。目前《权力的游戏》等新游仍未在国内上线，同时考虑到游戏上线后的培育期，我们预计若《权力的游戏》能年中在国内上线，预计将从 2019 年四季度开始逐渐贡献利润。此外，我们假设 2019 年不会继续出现大额投资收益以及《权力的游戏：凛冬将至》手游暑期国内顺利上线，预计公司 2019-2021 年实现净利润 12.50、15.26 和 18.35 亿元，每股收益 1.41、1.72 和 2.07 元，对应当前股价市盈率分别为 14、11 和 9 倍，维持**买入**评级。

### **风险提示：**

广告行业增速持续下滑，公司营业成本控制不当。

图表 12. 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        | 867.8 | 919.0 | 836.2 | 958.3 | 3,581.3 |
| 二、营业总成本        | 654.5 | 816.8 | 695.2 | 759.1 | 2,702.1 |
| 其中：营业成本        | 309.3 | 448.8 | 419.4 | 395.5 | 1,572.9 |
| 营业税金及附加        | 4.6   | 8.1   | 4.0   | 7.8   | 24.5    |
| 销售费用           | 131.3 | 144.0 | 105.3 | 27.5  | 408.1   |
| 管理费用           | 171.3 | 219.3 | 93.2  | 146.4 | 453.4   |
| 财务费用           | 23.5  | 3.2   | 24.5  | 28.7  | 79.7    |
| 资产减值损失         | 14.6  | (6.6) | (3.9) | 13.4  | 17.4    |
| 三、其他经营收益       | (4.8) | 111.5 | 14.2  | 106.4 | 227.4   |
| 公允价值变动收益       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     |
| 投资收益           | (4.8) | 111.5 | 14.2  | 106.4 | 227.4   |
| 四、营业利润         | 232.4 | 278.6 | 191.2 | 347.9 | 1,050.0 |
| 加：营业外收入        | 4.1   | 2.1   | 5.6   | (5.0) | 6.8     |
| 减：营业外支出        | 0.2   | (0.1) | 0.1   | 0.4   | 0.7     |
| 五、利润总额         | 236.3 | 280.7 | 196.6 | 342.5 | 1,056.1 |
| 减：所得税          | 13.1  | 9.2   | 7.0   | 15.5  | 44.7    |
| 六、净利润          | 223.2 | 271.5 | 189.6 | 327.0 | 1,011.4 |
| 减：少数股东损益       | 1.1   | 0.6   | (0.2) | 0.7   | 2.2     |
| 七、归属母公司净利润     | 222.1 | 270.9 | 189.8 | 326.3 | 1,009.1 |
| EPS(元)         | 0.3   | 0.3   | 0.2   | 0.4   | 1.2     |
| <b>主要比率(%)</b> |       |       |       |       |         |
| 毛利率            | 64.4  | 51.2  | 49.8  | 58.7  | 56.1    |
| 主营税金率          | 0.5   | 0.9   | 0.5   | 0.8   | 0.7     |
| 销售费率           | 15.1  | 15.7  | 12.6  | 2.9   | 11.4    |
| 管理费率           | 19.7  | 23.9  | 17.5  | 29.9  | 23.0    |
| 营业利润率          | 26.8  | 30.3  | 22.9  | 36.3  | 29.3    |
| 实际税率           | 5.5   | 3.3   | 3.6   | 4.5   | 4.2     |
| 净利率            | 25.7  | 29.5  | 22.7  | 34.1  | 28.2    |
| <b>YoY(%)</b>  |       |       |       |       |         |
| 收入增长率          | (2.2) | 16.0  | 10.9  | 19.5  | 10.7    |
| 营业利润增长率        | 34.0  | 65.9  | 66.7  | 82.9  | 62.5    |
| 净利润增长率         | 8.9   | 102.9 | 53.5  | 62.0  | 52.3    |

资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 13. 公司一季报财务摘要

| (百万元)           | 18Q1  | 18Q2  | 18Q3  | 18Q4  | 19Q1   |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 一、营业总收入         | 867.8 | 919.0 | 836.2 | 958.3 | 832.8  |
| 二、营业总成本         | 654.5 | 816.8 | 695.2 | 759.1 | 682.3  |
| 其中：营业成本         | 309.3 | 448.8 | 419.4 | 395.5 | 378.4  |
| 营业税金及附加         | 4.6   | 8.1   | 4.0   | 7.8   | 7.4    |
| 销售费用            | 131.3 | 144.0 | 105.3 | 27.5  | 87.5   |
| 管理费用            | 171.3 | 219.3 | 93.2  | 146.4 | 109.9  |
| 财务费用            | 23.5  | 3.2   | 24.5  | 28.7  | 4.4    |
| 资产减值损失          | 14.6  | (6.6) | (3.9) | 13.4  | 28.9   |
| 三、其他经营收益        | (4.8) | 111.5 | 14.2  | 106.4 | (2.3)  |
| 公允价值变动收益        | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0    |
| 投资收益            | (4.8) | 111.5 | 14.2  | 106.4 | (2.3)  |
| 四、营业利润          | 232.4 | 278.6 | 191.2 | 347.9 | 179.9  |
| 加：营业外收入         | 4.1   | 2.1   | 5.6   | (5.0) | 1.0    |
| 减：营业外支出         | 0.2   | (0.1) | 0.1   | 0.4   | 0.0    |
| 五、利润总额          | 236.3 | 280.7 | 196.6 | 342.5 | 180.9  |
| 减：所得税           | 13.1  | 9.2   | 7.0   | 15.5  | 8.2    |
| 六、净利润           | 223.2 | 271.5 | 189.6 | 327.0 | 172.7  |
| 减：少数股东损益        | 1.1   | 0.6   | (0.2) | 0.7   | (0.0)  |
| 七、归属母公司净利润      | 222.1 | 270.9 | 189.8 | 326.3 | 172.8  |
| EPS             | 0.3   | 0.3   | 0.2   | 0.4   | 0.2    |
| <b>主要比率 (%)</b> |       |       |       |       |        |
| 毛利率             | 64.4  | 51.2  | 49.8  | 58.7  | 54.6   |
| 主营税金率           | 0.5   | 0.9   | 0.5   | 0.8   | 0.9    |
| 销售费率            | 15.1  | 15.7  | 12.6  | 2.9   | 10.5   |
| 管理费率            | 19.7  | 23.9  | 17.5  | 29.9  | 21.1   |
| 营业利润率           | 26.8  | 30.3  | 22.9  | 36.3  | 21.6   |
| 实际税率            | 5.5   | 3.3   | 3.6   | 4.5   | 4.5    |
| 净利率             | 25.7  | 29.5  | 22.7  | 34.1  | 20.7   |
| <b>YoY (%)</b>  |       |       |       |       |        |
| 收入增长率           | (2.2) | 16.0  | 10.9  | 19.5  | (4.0)  |
| 营业利润增长率         | 34.0  | 65.9  | 66.7  | 82.9  | (22.6) |
| 净利润增长率          | 8.9   | 102.9 | 53.5  | 62.0  | (22.6) |

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         | 3,236   | 3,581   | 4,343   | 5,322   | 6,532   |
| 销售成本         | (1,568) | (1,597) | (1,970) | (2,425) | (2,988) |
| 经营费用         | (934)   | (1,130) | (1,198) | (1,475) | (1,844) |
| 息税折旧前利润      | 734     | 854     | 1,175   | 1,423   | 1,701   |
| 折旧及摊销        | (110)   | (118)   | (178)   | (178)   | (178)   |
| 经营利润(息税前利润)  | 624     | 735     | 996     | 1,244   | 1,522   |
| 净利息收入/(费用)   | (91)    | (80)    | (31)    | (1)     | 84      |
| 其他收益/(损失)    | 140     | 400     | 340     | 350     | 310     |
| 税前利润         | 674     | 1,056   | 1,305   | 1,593   | 1,916   |
| 所得税          | (9)     | (45)    | (52)    | (64)    | (77)    |
| 少数股东权益       | (8)     | (2)     | (3)     | (3)     | (4)     |
| 净利润          | 656     | 1,009   | 1,250   | 1,526   | 1,835   |
| 核心净利润        | 656     | 1,009   | 1,250   | 1,526   | 1,835   |
| 每股收益(人民币)    | 0.738   | 1.136   | 1.407   | 1.718   | 2.066   |
| 核心每股收益(人民币)  | 0.739   | 1.136   | 1.407   | 1.718   | 2.066   |
| 每股股息(人民币)    | 0.075   | 0.000   | 0.141   | 0.172   | 0.207   |
| 收入增长(%)      | 28      | 11      | 21      | 23      | 23      |
| 息税前利润增长(%)   | 18      | 18      | 35      | 25      | 22      |
| 息税折旧前利润增长(%) | 21      | 16      | 38      | 21      | 20      |
| 每股收益增长(%)    | 8       | 54      | 24      | 22      | 20      |
| 核心每股收益增长(%)  | 8       | 54      | 24      | 22      | 20      |

资料来源: 公司公告, 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        | 674   | 1,056 | 1,305 | 1,593   | 1,916   |
| 折旧与摊销       | 110   | 118   | 178   | 178     | 178     |
| 净利息费用       | 91    | 80    | 31    | 1       | (84)    |
| 运营资本变动      | (255) | (843) | 447   | (970)   | 323     |
| 税金          | (1)   | (42)  | (52)  | (64)    | (77)    |
| 其他经营现金流     | 124   | (95)  | (739) | (147)   | (120)   |
| 经营活动产生的现金流  | 742   | 273   | 1,170 | 592     | 2,137   |
| 购买固定资产净值    | (25)  | 90    | 0     | 0       | 0       |
| 投资减少/增加     | (159) | 235   | 170   | 170     | 120     |
| 其他投资现金流     | (480) | (884) | 1     | 925     | 0       |
| 投资活动产生的现金流  | (664) | (559) | 171   | 1,095   | 120     |
| 净增权益        | (67)  | 0     | (125) | (153)   | (184)   |
| 净增债务        | 259   | 246   | (252) | (22)    | (1,433) |
| 支付股息        | 67    | 0     | 125   | 153     | 184     |
| 其他融资现金流     | 614   | (708) | 360   | (1,078) | (99)    |
| 融资活动产生的现金流  | 873   | (462) | 109   | (1,099) | (1,531) |
| 现金变动        | 951   | (747) | 1,450 | 588     | 726     |
| 期初现金        | 650   | 1,938 | 1,156 | 2,606   | 3,193   |
| 公司自由现金流     | 78    | (285) | 1,341 | 1,687   | 2,257   |
| 权益自由现金流     | 427   | 41    | 1,120 | 1,666   | 740     |

资料来源: 公司公告, 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        | 2,226  | 1,508 | 3,046  | 3,633  | 4,359  |
| 应收帐款            | 548    | 978   | 711    | 1,359  | 1,181  |
| 库存              | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动资产          | 360    | 698   | 378    | 947    | 686    |
| 流动资产总计          | 3,134  | 3,184 | 4,135  | 5,939  | 6,226  |
| 固定资产            | 699    | 715   | 572    | 429    | 286    |
| 无形资产            | 264    | 354   | 319    | 283    | 248    |
| 其他长期资产          | 656    | 883   | 1,598  | 1,598  | 1,598  |
| 长期资产总计          | 1,620  | 1,953 | 2,489  | 2,311  | 2,132  |
| 总资产             | 6,636  | 7,333 | 8,780  | 9,458  | 9,566  |
| 应付帐款            | 176    | 177   | 38     | 227    | 99     |
| 短期债务            | 1,274  | 1,890 | 1,638  | 1,616  | 183    |
| 其他流动负债          | 688    | 326   | 524    | 582    | 594    |
| 流动负债总计          | 2,139  | 2,393 | 2,200  | 2,425  | 876    |
| 长期借款            | 398    | 399   | 400    | 401    | 402    |
| 其他长期负债          | 31     | 34    | 30     | 30     | 30     |
| 股本              | 888    | 888   | 888    | 888    | 888    |
| 储备              | 3,174  | 4,028 | 5,262  | 5,710  | 7,362  |
| 股东权益            | 4,062  | 4,917 | 6,150  | 6,599  | 8,251  |
| 少数股东权益          | 17     | (3)   | (1)    | 3      | 7      |
| 总负债及权益          | 6,636  | 7,333 | 8,780  | 9,458  | 9,566  |
| 每股帐面价值(人民币)     | 4.57   | 5.53  | 6.92   | 7.43   | 9.29   |
| 每股有形资产(人民币)     | 4.27   | 5.14  | 6.56   | 7.11   | 9.01   |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (0.75) | 0.83  | (1.09) | (1.78) | (4.20) |

资料来源: 公司公告, 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(%)     | 22.7 | 23.8 | 27.1  | 26.7    | 26.0  |
| 息税前利润率(%)       | 19.3 | 20.5 | 22.9  | 23.4    | 23.3  |
| 税前利润率(%)        | 20.8 | 29.5 | 30.1  | 29.9    | 29.3  |
| 净利率(%)          | 20.3 | 28.2 | 28.8  | 28.7    | 28.1  |
| 流动性             |      |      |       |         |       |
| 流动比率(倍)         | 1.5  | 1.3  | 1.9   | 2.4     | 7.1   |
| 利息覆盖率(倍)        | 6.9  | 9.2  | 31.9  | 1,223.2 | n.a.  |
| 净权益负债率(%)       | 净现金  | 23.1 | 净现金   | 净现金     | 净现金   |
| 速动比率(倍)         | 1.5  | 1.3  | 1.9   | 2.4     | 7.1   |
| 估值              |      |      |       |         |       |
| 市盈率(倍)          | 26.4 | 17.2 | 13.9  | 11.4    | 9.4   |
| 核心业务市盈率(倍)      | 26.4 | 17.2 | 13.9  | 11.4    | 9.4   |
| 市净率(倍)          | 4.3  | 3.5  | 2.8   | 2.6     | 2.1   |
| 价格/现金流(倍)       | 23.4 | 63.4 | 14.8  | 29.3    | 8.1   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 22.7 | 21.2 | 13.9  | 11.1    | 8.0   |
| 周转率             |      |      |       |         |       |
| 存货周转天数          | 0.0  | 0.0  | 0.0   | 0.0     | 0.0   |
| 应收帐款周转天数        | 71.1 | 77.8 | 71.0  | 71.0    | 71.0  |
| 应付帐款周转天数        | 22.7 | 18.0 | 9.0   | 9.1     | 9.1   |
| 回报率             |      |      |       |         |       |
| 股息支付率(%)        | 10.2 | 0.0  | 10.0  | 10.0    | 10.0  |
| 净资产收益率(%)       | 19.4 | 22.5 | 22.6  | 23.9    | 24.7  |
| 资产收益率(%)        | 10.9 | 10.1 | 11.9  | 13.1    | 15.4  |
| 已运用资本收益率(%)     | 3.5  | 3.9  | 4.1   | 4.5     | 5.3   |

资料来源: 公司公告, 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