

光线传媒 (300251)

证券研究报告
2019年05月16日

内容平稳发展, 投资补充马力, 根据后续项目上映节奏关注

光线传媒 2018 年实现营收 14.92 亿元, 同比下降 19.1%, 归母净利润 13.73 亿元, 同比增长 68.5%, 扣非后净利润-2.85 亿元, 同比下降 161.7%, 年底计提商誉、存货、应收等减值后轻装上阵。2019Q1 公司实现营收 9.16 亿元, 同比增长 128.6%, 归母净利润 9160 万元, 同比下降 95.4%, 扣非后净利润 6070 万元, 同比下降 31.0%。公司 18 年净利润增厚主要来自出售新丽传媒股权的投资收益, 19 年 Q1 业绩平淡但符合预期。由于影视项目尤其主控大体量项目票房未超预期, 公司 18 年及 19Q1 毛利率下降; 费用率持续保持较好控制, 18 年及 19Q1 均有下降。

分业务看, 18 年公司电影收入同比下降, 电视剧收入同比有大幅增长, 影视剧收入前五名分别为《一出好戏》《超时空同居》《新笑傲江湖》《悲伤逆流成河》以及《动物世界》, 收入为 9.74 亿元, 占全部收入比 65.33%。19 年一季度电影和电视剧收入均同比下降, 期待后续项目表现。2018 年公司电影及衍生品业务实现营收 10.77 亿元, 比去年同期减少 13.0%, 营收占比 72.2%, 同比增长 5.1pct, 营业成本 7.31 亿元, 比去年同期减少 5.4%; 2018 年电视剧业务实现营收 3.82 亿元, 比去年同期增长 656.4%, 营收占比 25.6%, 同比增长 22.9pct, 营业成本 2.51 亿元, 比去年同期增长 787.0%; 18 年确认了《新笑傲江湖》《爱国者》《我的保姆手册》《盗墓笔记 2》的电视剧投资收入, 电视剧收入较上年同期大幅增长。19Q1 确认了《八分钟的温暖》《逆流而上的你》《听雪楼》。2018 年游戏及其他业务实现营收 0.32 亿元, 比去年同期减少 49.2%, 营收占比 2.2%, 同比下降 1.3pct, 营业成本 0.29 亿元, 比去年同期减少 13.2%。

公司后续将始终坚持“内容为王”的发展战略。公司将在巩固已有厂牌的基础上, 签约、扶植新导演、编剧, 并开拓新题材如军旅题材电影, 开拓新领域如网络剧业务等; 从项目看, 公司具备大量题材多样、类型多元的优质电影项目, 储备电影 29 部; 计划拍摄电影 25 部。

投资建议: 19 年电影市场开局平淡, 一季度票房同比下降, 《复联 4》上映后 4 月有所回暖, 但市场依然需要优质项目带来持续增量。春节档高票价下, 一线城市相对价格不敏感观影人次保持增长, 但三到五线观影需求影响明显, 在观影需求被高票价限制下, 马太效应会更加明显, 优质内容的重要性越发凸显。

光线 18 年整体缺乏大体量爆款产品, 但《超时空同居》《悲伤逆流成河》均以小成本获得较好票房, 《动物世界》和《一出好戏》获得优质口碑, 也体现出公司眼光和积淀。同时公司在投资领域继续向好, 猫眼在 19Q1 开始进行正向贡献, 19Q1 受让了控股股东持有的上海华晟领飞 6.46% 份额(华晟领飞已投资二十余个项目, 如美团点评、三六零、乐信、找钢网、京东数科等)。19 年影视项目储备依然充沛, 如《八佰》《银河补习班》已定档 7 月上映。考虑电影市场整体增速放缓, 以及公司 19 年已上映电影表现和后续储备, 我们下调公司 19-20 年净利润(前值 9.5 亿/11.4 亿元), 预计公司 2019-2021 年净利润为 7.51 亿元/8.86 亿元/10.20 亿元, 维持买入评级。

风险提示: 电影市场波动, 影视项目上线延期, 票房不达预期, 行业监管从严

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	7.03 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,933.61
流通 A 股股本(百万股)	2,742.92
A 股总市值(百万元)	20,623.27
流通 A 股市值(百万元)	19,282.75
每股净资产(元)	2.93
资产负债率(%)	16.42
一年内最高/最低(元)	11.76/6.22

作者

文浩	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110516050002
wenhao@tfzq.com	
张爽	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《光线传媒-季报点评:18Q3 季报点评: 电影驱动单季度扣非大幅提升, 关注猫眼上市节点》2018-10-28
- 《光线传媒-公司点评:18 年中报预告: 出售新丽增厚利润, 扣非后下降, 结合暑期档重点项目表现把握》2018-07-17
- 《光线传媒-年报点评报告: 影视业务稳健, 储备颇丰, 围绕内容生态持续布局》2018-05-01

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,843.45	1,491.53	2,074.88	2,458.60	2,794.34
增长率(%)	6.48	(19.09)	39.11	18.49	13.66
EBITDA(百万元)	704.31	1,959.00	861.10	1,022.96	1,143.69
净利润(百万元)	815.16	1,373.29	751.38	885.73	1,019.81
增长率(%)	10.02	68.47	(45.29)	17.88	15.14
EPS(元/股)	0.28	0.47	0.26	0.30	0.35
市盈率(P/E)	25.26	15.00	27.41	23.25	20.19
市净率(P/B)	2.45	2.38	2.19	2.01	1.84
市销率(P/S)	11.17	13.81	9.93	8.38	7.37
EV/EBITDA	41.01	10.29	18.57	17.55	12.42

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 财报解读.....	3
2. 2018 年业务回顾.....	6
2.1. 电影业务.....	6
2.2. 动漫业务.....	7
2.3. 电视剧（含网剧）业务.....	7
2.4. 艺人经纪及内容相关业务.....	7
2.5. 产业投资业务.....	7
3. 2019 年经营计划.....	7
4. 投资建议.....	10

图表目录

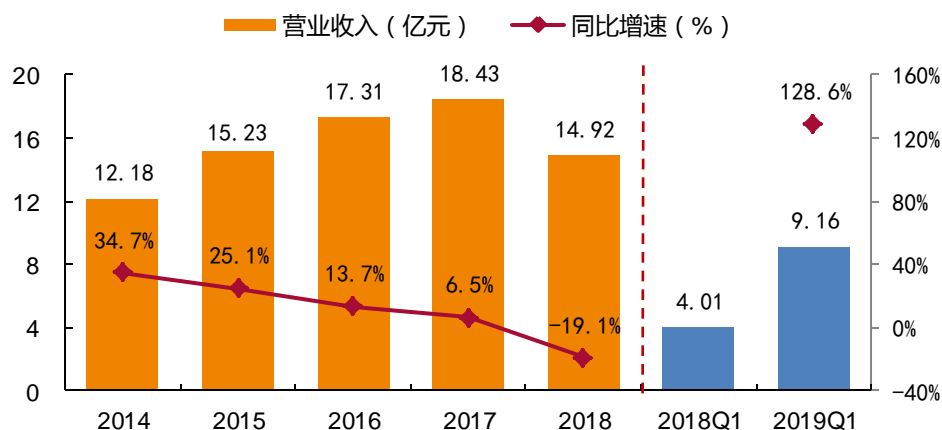
图 1：光线传媒 2014-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 营业收入及增速.....	3
图 2：光线传媒 2014-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 归母净利润及增速.....	3
图 3：光线传媒 2017Q1-2019Q1 单季度营业收入.....	4
图 4：光线传媒 2017Q1-2019Q1 单季度归母净利润.....	4
图 5：光线传媒 2014-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 整体业务毛利率变化情况.....	4
图 6：光线传媒 2017-2018 年分项业务收入比重（分产品）.....	5
图 7：光线传媒 2013-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 三项费用率变化情况.....	6
表 1：光线传媒 2018 年计提资产减值准备情况.....	3
表 2：光线传媒 2018 年分业务营业收入、营业成本及变动情况.....	5
表 3：2018 年和 2019Q1 光线传媒电影票房情况.....	6
表 4：2019 年光线传媒预计上映电影情况.....	7
表 5：2019 年光线传媒预计制作电影项目.....	8
表 6：光线传媒预计制作电视剧、网剧项目（包括网络大电影）.....	9

1. 财报解读

光线传媒 2018 年实现营收 14.92 亿元，比上年同期下降 19.1%，归属于上市公司股东净利润 13.73 亿元，比上年同期增长 68.5%，扣非后归母净利润 -2.85 亿元，比上年同期下降 161.7%。

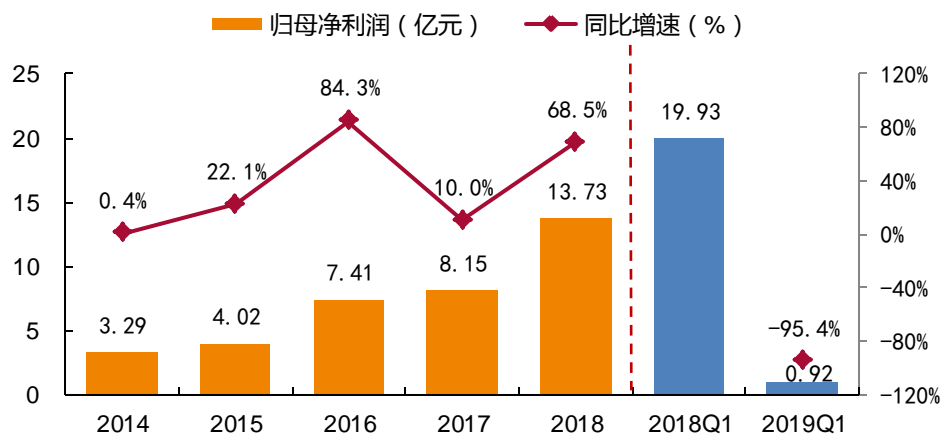
2019 年一季度实现营收 9.16 亿元，比上年同期增长 128.6%，归属于上市公司股东净利润 0.92 亿元，比上年同期下降 95.4%，扣非后归母净利润 0.61 亿元，比上年同期下降 31.0%。

图 1：光线传媒 2014-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 营业收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：光线传媒 2014-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

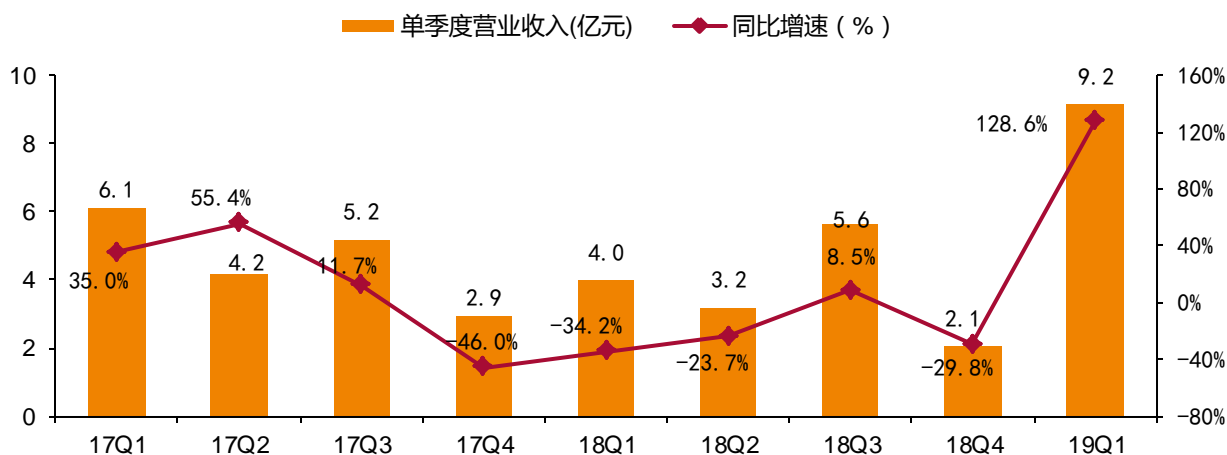
表 1：光线传媒 2018 年计提资产减值准备情况

项目	金额 (亿元)
坏账损失	1.78
存货跌价损失	0.58
可供出售金融资产减值损失	0.47
长期股权投资减值损失	2.17
商誉减值损失	2.26
合计	7.26

资料来源：公司公告，天风证券研究所

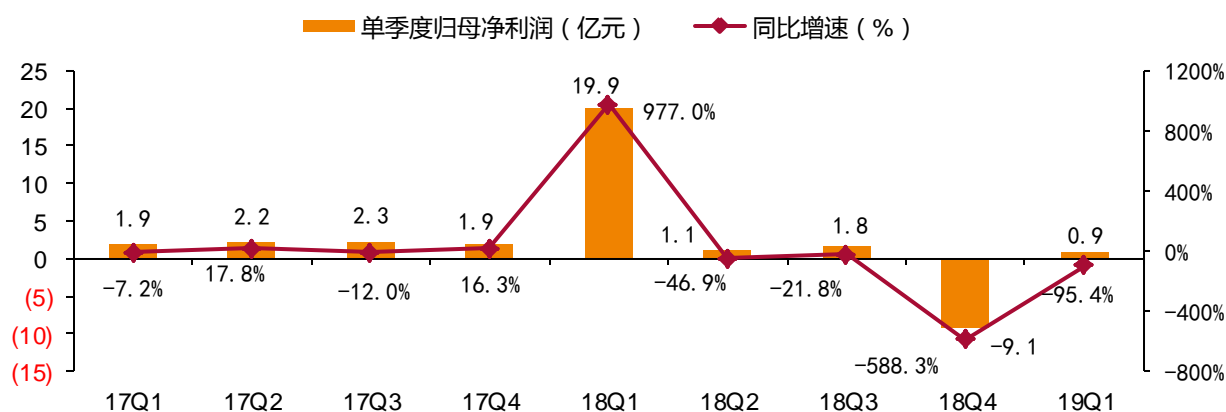
分季度看，2018 年各季度和 2019 年一季度分别实现营收 4.0 亿元、3.2 亿元、5.6 亿元、2.1 亿元和 9.2 亿元，分别实现归母净利润 19.9 亿元、1.1 亿元、1.8 亿元、-9.1 亿元和 0.9 亿元。

图 3：光线传媒 2017Q1-2019Q1 单季度营业收入



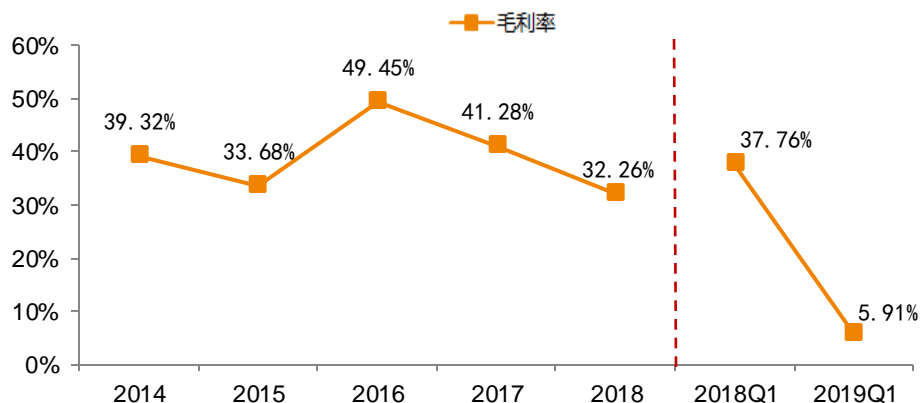
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：光线传媒 2017Q1-2019Q1 单季度归母净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：光线传媒 2014-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 整体业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务来看，

2018 年公司电影及衍生品业务实现营收 10.77 亿元，比去年同期减少 13.0%，营收占比 72.2%，同比增长 5.1pct，营业成本 7.31 亿元，比去年同期减少 5.4%；

电视剧业务实现营收 3.82 亿元，比去年同期增长 656.4%，营收占比 25.6%，同比增长 22.9pct，营业成本 2.51 亿元，比去年同期增长 787.0%；

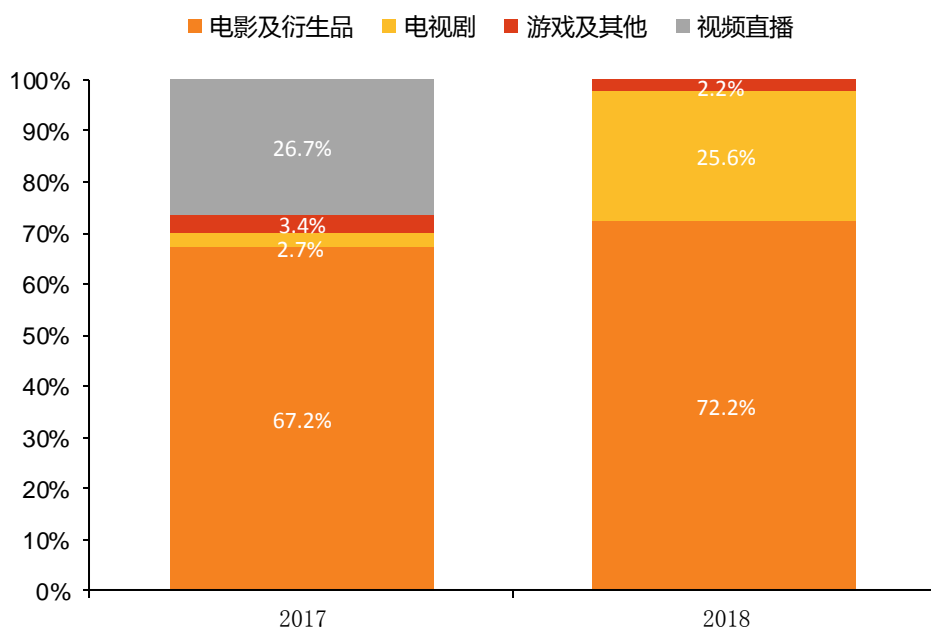
游戏及其他业务实现营收 0.32 亿元，比去年同期减少 49.2%，营收占比 2.2%，同比下降 1.3pct，营业成本 0.29 亿元，比去年同期减少 13.2%。

表 2：光线传媒 2018 年分业务营业收入、营业成本及变动情况

分产品或服务	营业收入（亿元）	营业成本（亿元）	营业收入 同比增减	营业成本 同比增减
电影及衍生品	10.77	7.31	0.13	0.05
电视剧	3.82	2.51	6.56	7.87
游戏及其他	0.32	0.29	0.49	-0.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：光线传媒 2017-2018 年分业务收入比重（分产品）

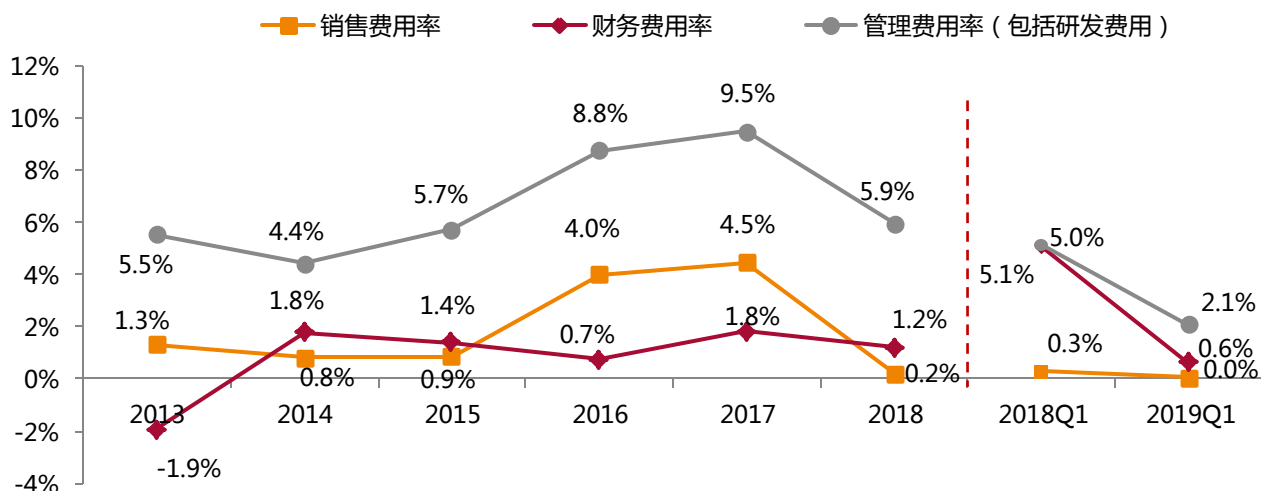


资料来源：公司公告，天风证券研究

2018 年公司销售费用 300 万元，同比减少 96.36%，销售费用率 0.2%，同比下降 4.3pct；管理费用（包括研发费用）7885 万元，同比减少 49.3%，管理费用率 5.9%，同比下降 3.6pct；财务费用 1789 万元，同比减少 46.39%，财务费用率 1.2%，同比下降 0.6pct。其中销售费用、管理费用、研发费用下降均为报告期内不再合并浙江齐聚，相关视频直播费用减少所致。

2019Q1 公司销售费用 44 万元，同比减少 57.87%，销售费用率 0.0%，同比下降 0.3pct；管理费用+研发费用 1900 万元，同比减少 7.5%，管理费用率 2.1%，同比下降 3.0pct；财务费用 577 万元，同比减少 71.36%，财务费用率 0.6%，同比下降 4.4pct。

图 7：光线传媒 2013-2018 年、2018Q1 和 2019Q1 三项费用率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 2018 年业务回顾

公司依托多年来的稳扎稳打、谨慎布局，各项业务均平稳健康发展。公司投资业务不仅能够强有力的辅助公司主营业务，也为公司带来可观的投资回报。

2.1. 电影业务

2018 年，公司参与投资、发行并计入 2018 年度票房收入的影片共十五部，影片数量与上年持平，质量明显提升，总票房为 73.8 亿元，较去年同期大幅上涨。报告期内上映了《熊出没·变形记》《唐人街探案 2》《大世界》《英雄本色 2018》《金钱世界》《超时空同居》《动物世界》《一出好戏》《悲伤逆流成河》《狗十三》《二十岁》《昨日青空》《叶问外传：张天志》等十三部影片；2017 年上映并有部分票房结转至本报告期的影片两部，包括《圣诞奇妙公司》《心理罪之城市之光》。

表 3：2018 年和 2019Q1 光线传媒电影票房情况

序号	电影名称	上映时间	票房 (亿元)	票房 (亿元) (剔除服务费)
1	大世界	2018 年 1 月 12 日	0.03	0.02
2	英雄本色 2018	2018 年 1 月 18 日	0.63	0.60
3	唐人街探案 2	2018 年 2 月 16 日	33.98	31.89
4	熊出没·变形记	2018 年 2 月 16 日	6.06	5.68
5	金钱世界	2018 年 3 月 2 日	0.11 (中国)	0.10 (中国)
6	超时空同居	2018 年 5 月 18 日	9.00	8.33
7	动物世界	2018 年 6 月 29 日	5.09	4.76
8	一出好戏	2018 年 8 月 10 日	13.54	12.57
9	悲伤逆流成河	2018 年 9 月 21 日	3.51	3.23
10	昨日青空	2018 年 10 月 26 日	0.84	0.77
11	二十岁	2018 年 11 月 30 日	0.33	0.29
12	狗十三	2018 年 12 月 7 日	0.51	0.47
13	叶问外传：张天志	2018 年 12 月 21 日	1.31	1.21
14	四个春天	2019 年 1 月 4 日	0.10	0.10
15	疯狂的外星人	2019 年 2 月 5 日	22.01	20.45

16	夏目友人帐	2019年3月7日	1.15	1.03
17	阳台上	2019年3月15日	0.04	0.04
18	风中有朵雨做的云	2019年4月4日	0.65	0.59

资料来源：猫眼电影，天风证券研究所

2.2. 动漫业务

公司出品、发行了3部动画电影，包括《熊出没·变形记》《大世界》《昨日青空》。《大世界》获得第54届台湾电影金马奖最佳动画长片、入围第67届柏林国际电影节金熊奖。同时，公司储备的多个重量级动画电影项目在报告期内取得了实质性的进展。得益于前期丰富的项目储备、完善的动漫产业链布局，公司在2019年有望迎来多部优质动画电影的上映。

2.3. 电视剧（含网剧）业务

公司在电视剧（含网剧）业务方面的投入和布局初见成效，确认了《新笑傲江湖》《爱国者》《我的保姆手册》《盗墓笔记2》的电视剧投资、发行收入，电视剧业务收入大幅提升。同时积极筹备和制作主投、主控的电视剧（网剧）《我在未来等你》《八分钟的温暖》等剧集，其中，《八分钟的温暖》已于2019年1月30日在腾讯视频独家播出；《我在未来等你》已进入后期制作完善阶段，有望于2019年播出。公司拥有丰富的电视剧（含网剧）项目储备，多部优质剧集在开发、制作阶段。

2.4. 艺人经纪及内容相关业务

公司借助影视剧项目新签约了一批优质艺人，与已有艺人共同加入到主投、主控的影视剧项目中，如《悲伤逆流成河》《我在未来等你》《八分钟的温暖》等项目，均在艺人经纪和影视剧业务上进行了紧密的互动。部分艺人成长迅速，在提升艺人价值的同时，也将反哺公司其他业务。

公司成立了编剧导演事务部，加强了对年轻代导演、优质编剧的挖掘和培养，截至报告期末，公司已签约多名优秀导演、编剧，建立了长期合作关系。

2.5. 产业投资业务

公司在报告期内出售了持有的新丽传媒的全部股权，取得了良好的投资回报，有效补充了公司的现金流。公司投资了蓝白红影业及大千阳光等优质公司，能够有效整合内容行业的上下游资源、完善公司产业布局。此外，公司的参股公司Maoyan Entertainment在报告期内筹划于香港上市事宜，其已于2019年2月4日顺利登陆联交所。

3. 2019年经营计划

2019年，公司影视剧项目储备依然充足。同时，公司还有多个自有IP或原创剧本项目在策划、开发中。

表4：2019年光线传媒预计上映电影情况

序号	电影名称（暂定）	（预计）上映时间	合作方式	制作进度	主要演职员
1	四个春天	2019年1月4日	投资+发行	已上映	导演：陆庆屹
2	疯狂的外星人	2019年2月5日	发行	已上映	导演：宁浩 主演：黄渤、沈腾
3	夏目友人帐	2019年3月7日	协助推广	已上映	导演：大森贵弘
4	阳台上	2019年3月15日	投资+发行	已上映	导演：张猛 主演：周冬雨、王锵
5	风中有朵雨做的云	2019年4月4日	投资+发行	已上映	导演：娄烨

主演：井柏然、宋佳、马思纯、秦昊、陈妍希

导演：崔斯韦

主演：张震、廖凡、倪妮

导演：管虎

主演：张译、李卓航、刘云龙

导演：邓超

主演：邓超

导演：孔二狗

主演：夏雨、胡军、张静初

导演：王竞

主演：秦昊、蔡国庆

主演：冯绍峰、张静初

主演：周迅、吴镇宇

导演：甘剑宇

主演：大鹏、欧豪

导演：刁亦男

主演：胡歌、桂纶镁、廖凡、万茜

导演：闵奎东

导演：Tanujan Chandra

导演：翁子光

导演：Donovan Marsh

导演：程腾、李炜

导演：饺子

导演：李凌霄

导演：徐展雄

主演：马思纯、黄景瑜、钟楚曦

监制：陈思诚

主演：肖央、谭卓

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：2019 年光线传媒预计制作电影项目

序号	电影名称（暂定）	进展	主创人员
1	两只老虎	制作中	导演：李非
2	坚如磐石	制作中	导演：张艺谋
3	如果声音不记得	制作中	导演：落落
4	破阵子	制作中	导演：董天翼
5	西晒	制作中	导演：袁媛
6	深海	制作中	导演：田晓鹏
7	星游记之冲出地球	制作中	导演：胡一泊
8	莫尔道嘎	制作中	导演：曹金玲
9	后来我们都哭了	前期策划	待定
10	照明商店	前期策划	待定
11	深海里的星星	前期策划	待定
12	东宫	前期策划	待定
13	大鱼海棠 2	前期策划	待定
14	西游记之大圣闹天宫	前期策划	待定

15	BOBO&TOTO	前期策划	待定
16	救命，我变成了一条狗	前期策划	待定
17	阴阳师	前期策划	待定
18	浮生物语	前期策划	待定
19	凤凰	制作中	待定
20	魁拔	前期策划	待定
21	你的孤独，虽败犹荣	前期策划	待定
22	五个扑水的少年	前期策划	待定
23	贝加尔湖畔	前期策划	待定
24	刀锋上的救赎	前期策划	待定
25	永失我爱	前期策划	待定

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：光线传媒预计制作电视剧、网剧项目（包括网络大电影）

电视剧/网剧名称	主要演职人员
八分钟的温暖（已播出）	导演：嵇政
逆流而上的你（已播出）	主演：马丽、潘粤明
长河落日	监制：韩三平；导演：赵一龙 主演：张鲁一、张钧甯、木幡龙
新世界	导演：徐兵； 主演：孙红雷、张鲁一、尹昉、万茜、李纯、胡静、秦汉、赵峥
我在未来等你	导演：薛凌 主演：李光洁、费启鸣、孙千
无法直视	导演：任钊萱
第十二秒	主演：任重、万茜
也平凡	主演：郑恺、林峯
盗墓笔记 2	导演：刘国辉、李昂
听雪楼	总导演：尹涛
江山纪	导演：高希希
我的健身教练	导演：赵晨阳
恨君不似江楼月	导演：何澍培
对的时间对的人	导演：周晓鹏
爱你，是我做过最好的事	待定
茶啊二中	导演：阎凯
左耳	导演：陈慧翎
星游记之风暴法米拉 2、星游记之风暴法米拉 3	导演：胡一泊
我们这些年	导演：梦继
深海里的星星	待定
怪医黑杰克	待定
后来我们都哭了	待定
时擦	待定
田螺有妇男	待定
救命，我变成了一条狗	待定
剩斗士郡主	待定
君生我已老	待定
候鸟	待定

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 投资建议

19 年电影市场开局平淡，一季度票房同比下降，《复联 4》上映后 4 月有所回暖，但市场依然需要优质项目带来持续增量。春节档高票价下，一线城市相对价格不敏感观影人次保持增长，但三到五线观影需求影响明显，在观影需求被高票价限制下，马太效应会更加明显，优质内容的重要性越发凸显。

光线 18 年整体缺乏大体量爆款产品，但《超时空同居》《悲伤逆流成河》均以低成本获得较好票房，《动物世界》和《一出好戏》获得优质口碑，也体现出公司眼光和积淀。同时公司在投资领域继续向好，猫眼在 19Q1 开始进行正向贡献，19Q1 受让了控股股东持有的上海华晟领飞 6.46% 份额（华晟领飞已投资二十余个项目，如美团点评、三六零、乐信、找钢网、京东数科等）。19 年影视项目储备依然充沛，如《八佰》《银河补习班》已定档 7 月上映。考虑电影市场整体增速放缓，以及公司 19 年已上映电影表现和后续储备，我们下调公司 19-20 年净利润（前值 9.5 亿/11.4 亿元），预计公司 2019-2021 年净利润为 7.5 亿元/8.4 亿元/9.5 亿元，维持买入评级。

风险提示：电影市场波动，影视项目上线延期，票房不达预期，行业监管从严

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,923.54	1,869.57	4,347.89	2,458.60	6,149.94
应收票据及应收账款	340.27	281.55	582.98	441.43	722.87
预付账款	150.25	555.84	127.83	849.32	144.38
存货	1,150.69	1,547.11	1,442.31	2,509.66	1,655.21
其他	320.34	580.46	706.71	668.31	785.00
流动资产合计	3,885.09	4,834.53	7,207.73	6,927.33	9,457.40
长期股权投资	5,884.90	4,699.73	4,699.73	4,699.73	4,699.73
固定资产	33.14	38.01	32.49	26.96	21.44
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.75	1.19	27.67	31.16	31.06
其他	2,080.57	1,272.64	1,266.03	1,259.41	1,252.80
非流动资产合计	7,999.37	6,011.58	6,025.91	6,017.27	6,005.04
资产总计	11,884.46	10,846.11	13,233.64	12,944.60	15,462.44
短期借款	0.00	0.00	0.00	61.78	0.00
应付票据及应付账款	273.50	428.42	645.04	554.46	817.74
其他	1,097.33	772.14	2,180.14	1,052.62	2,420.61
流动负债合计	1,370.83	1,200.56	2,825.18	1,668.87	3,238.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1,971.39	984.71	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	87.47	18.25	18.00	18.13	18.06
非流动负债合计	2,058.86	1,002.96	1,018.00	1,018.13	1,018.06
负债合计	3,429.70	2,203.52	3,843.18	2,686.99	4,256.41
少数股东权益	35.15	(1.74)	(1.74)	(1.74)	(1.74)
股本	2,933.61	2,933.61	2,933.61	2,933.61	2,933.61
资本公积	2,472.44	2,385.78	2,385.78	2,429.18	2,429.18
留存收益	5,044.88	5,744.79	6,458.60	7,325.74	8,274.16
其他	(2,031.31)	(2,419.84)	(2,385.78)	(2,429.18)	(2,429.18)
股东权益合计	8,454.76	8,642.60	9,390.46	10,257.60	11,206.03
负债和股东权益总	11,884.46	10,846.11	13,233.64	12,944.60	15,462.44

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	821.21	1,366.12	751.38	885.73	1,019.81
折旧摊销	15.77	13.47	29.05	52.03	55.62
财务费用	50.12	84.68	10.19	(0.22)	(32.04)
投资损失	(370.27)	(2,282.60)	(300.00)	(300.00)	(300.00)
营运资金变动	(939.73)	(87.85)	1,752.21	(2,820.27)	2,799.06
其它	391.03	429.88	0.13	(0.03)	(0.02)
经营活动现金流	(31.86)	(476.31)	2,242.95	(2,182.76)	3,542.42
资本支出	3,887.59	(1,314.09)	50.25	49.87	50.06
长期投资	4,199.16	(1,185.17)	0.00	0.00	0.00
其他	(8,506.39)	4,584.78	199.48	200.19	199.98
投资活动现金流	(419.63)	2,085.52	249.74	250.07	250.04
债权融资	1,971.39	1,000.68	1,000.00	1,061.78	1,000.00
股权融资	653.25	(579.74)	23.87	43.62	32.04
其他	(1,769.67)	(2,085.64)	(1,038.25)	(1,062.00)	(1,133.17)
筹资活动现金流	854.97	(1,664.70)	(14.37)	43.41	(101.13)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	403.47	(55.49)	2,478.31	(1,889.29)	3,691.34

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,843.45	1,491.53	2,074.88	2,458.60	2,794.34
营业成本	1,082.54	1,010.32	1,435.45	1,663.00	1,868.08
营业税金及附加	4.99	3.98	6.22	7.38	8.38
营业费用	82.44	3.00	4.15	4.92	5.59
管理费用	174.94	78.85	87.15	98.34	106.18
研发费用	0.00	9.86	0.00	0.00	0.00
财务费用	33.38	17.89	10.19	(0.22)	(32.04)
资产减值损失	174.62	725.60	10.00	14.00	18.00
公允价值变动收益	(0.07)	(0.16)	0.13	(0.03)	(0.02)
投资净收益	370.27	2,282.60	300.00	300.00	300.00
其他	(751.65)	(4,568.68)	(610.26)	(609.93)	(609.96)
营业利润	672.01	1,928.27	831.86	981.15	1,130.12
营业外收入	162.14	9.14	9.00	9.00	9.00
营业外支出	10.53	5.47	6.00	6.00	6.00
利润总额	823.61	1,931.95	834.86	984.15	1,133.12
所得税	2.40	565.83	83.49	98.41	113.31
净利润	821.21	1,366.12	751.38	885.73	1,019.81
少数股东损益	6.06	(7.18)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	815.16	1,373.29	751.38	885.73	1,019.81
每股收益(元)	0.28	0.47	0.26	0.30	0.35

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	6.48%	-19.09%	39.11%	18.49%	13.66%
营业利润	-15.45%	186.94%	-56.86%	17.95%	15.18%
归属于母公司净利润	10.02%	68.47%	-45.29%	17.88%	15.14%
获利能力					
毛利率	41.28%	32.26%	30.82%	32.36%	33.15%
净利率	44.22%	92.07%	36.21%	36.03%	36.50%
ROE	9.68%	15.89%	8.00%	8.63%	9.10%
ROIC	22.83%	20.70%	11.63%	18.43%	12.98%
偿债能力					
资产负债率	28.86%	20.32%	29.04%	20.76%	27.53%
净负债率	0.57%	-10.05%	-35.65%	-13.62%	-45.96%
流动比率	2.83	4.03	2.55	4.15	2.92
速动比率	1.99	2.74	2.04	2.65	2.41
营运能力					
应收账款周转率	3.34	4.80	4.80	4.80	4.80
存货周转率	2.28	1.11	1.39	1.24	1.34
总资产周转率	0.18	0.13	0.17	0.19	0.20
每股指标(元)					
每股收益	0.28	0.47	0.26	0.30	0.35
每股经营现金流	-0.01	-0.16	0.76	-0.74	1.21
每股净资产	2.87	2.95	3.20	3.50	3.82
估值比率					
市盈率	25.26	15.00	27.41	23.25	20.19
市净率	2.45	2.38	2.19	2.01	1.84
EV/EBITDA	41.01	10.29	18.57	17.55	12.42
EV/EBIT	41.61	10.33	19.22	18.49	13.05

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com