

# 光线传媒 (300251)

证券研究报告

2019年09月02日

## 上半年业绩符合预期,《哪吒》惊艳打开空间

光线传媒 2019 年上半年实现营收 11.71 亿元, 同比增长 62.4%, 归母净利润 1.05 亿元, 同比下降 95.0%, 扣非后归母净利润 6862.82 万元, 同比下降 69.6%。公司 19H1 归母净利润同比下降幅度较大主要为 18H1 出售新丽股权大幅增厚投资收益所致; 营收高增长, 但扣非利润同比下降, 主要由于春节档主控电影项目《疯狂的外星人》投资比例较高, 相应承担成本也较高, 但未有明显利润贡献所致。其中 19Q2 实现营收 2.55 亿元, 同比下降 20.5%, 归母净利润 1366.65 万元, 同比下降 88.0%, 扣非后归母净利润 792.53 万元, 同比下降 94.3%。

由于上半年电影项目平淡, 公司 19H1 毛利率下降; 费用控制较好。毛利率方面, 公司 19H1 毛利率 2.02%, 同比下降 44.19pct, 其中 19Q2 毛利率 -11.98%, 同比下降 68.77pct, 主要为电影业务上半年负毛利影响。费用方面, 19H1 公司销售费用 90 万元, 同比减少 51.42%, 销售费用率 0.1%, 同比下降 0.2pct; 管理费用 (包括研发费用) 4079 万元, 同比减少 7.74%, 管理费用率 3.5%, 同比下降 2.6pct; 财务费用 865 万元, 同比减少 69.96%, 财务费用率 0.7%, 同比下降 3.3pct。现金流方面, 19H1 公司经营性净现金流量净额为 -3.8 亿, 净流出较大主要由于支付去年计提的企业所得税所致。

分业务看, 19H1 公司电影及衍生品业务实现营收 9.24 亿元, 同比增长 95.5%, 毛利率 -8.5%, 同比减少 57.3pct; 电视剧业务实现营收 2.20 亿元, 同比减少 6.6%, 毛利率 39.0%, 同比减少 2.7pct; 游戏及其他业务实现营收 0.26 亿元, 同比增长 112.0%, 毛利率 61.8%, 同比增加 27.8pct。2019 年上半年, 公司参与投资、发行并计入本报告期票房的影片总票房为 28.16 亿元, 包括《疯狂的外星人》《四个春天》《夏日友人帐》《阳台上》《风中有朵雨做的云》《雪暴》《干与干寻》共七部影片。《银河补习班》《哪吒之魔童降世》《保持沉默》已于 7、8 月份上映。

**投资建议:** 在今年电影市场低迷形势下, 《哪吒之魔童降世》表现一骑绝尘, 光线潜心经营、坚持匠心获得市场认可, 电影内容龙头地位获得巩固。《哪吒》也印证了公司多年来在动漫板块战略布局成效显著, 强势打破中国动漫影片票房天花板, 能够看到动漫产业仍有很大的想象和发展空间。公司在动画电影项目方面的储备丰沛, 下半年, 公司仍有《妙先生》等动画电影上映, 《姜子牙》《深海》《大鱼海棠 2》《西游记之大圣闹天宫》等多个重量级动漫项目在有序推进中。从业绩上看, 《哪吒》单片将奠定全年经营利润基础, 同时公司下半年还将有多部影片上映, 建议根据后续影片节奏及电影市场情绪积极关注。由于《哪吒》尚未确认业绩, 我们暂不调整盈利预测, 预计公司 19-21 年净利润分别为 7.51 亿/8.86 亿/10.20 亿, 维持买入评级。

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

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)	30.88	18.33	33.50	28.42	24.68
市净率(P/B)	2.99	2.91	2.68	2.45	2.25
市销率(P/S)	13.65	16.88	12.13	10.24	9.01
EV/EBITDA	41.01	10.29	23.89	22.02	16.42

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 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	8.58 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)	2,783.84
A 股总市值(百万元)	25,170.36
流通 A 股市值(百万元)	23,885.36
每股净资产(元)	2.85
资产负债率(%)	14.65
一年内最高/最低(元)	9.68/6.22

### 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-年报点评报告:内容平稳发展, 投资补充马力, 根据后续项目上映节奏关注》2019-05-16
- 《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

## 内容目录

1. 财务回顾.....	3
2. 业务回顾.....	6
2.1. 电影业务 .....	6
2.2. 动漫业务 .....	6
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. 下半年项目计划及储备情况 .....	7
4. 投资建议.....	9

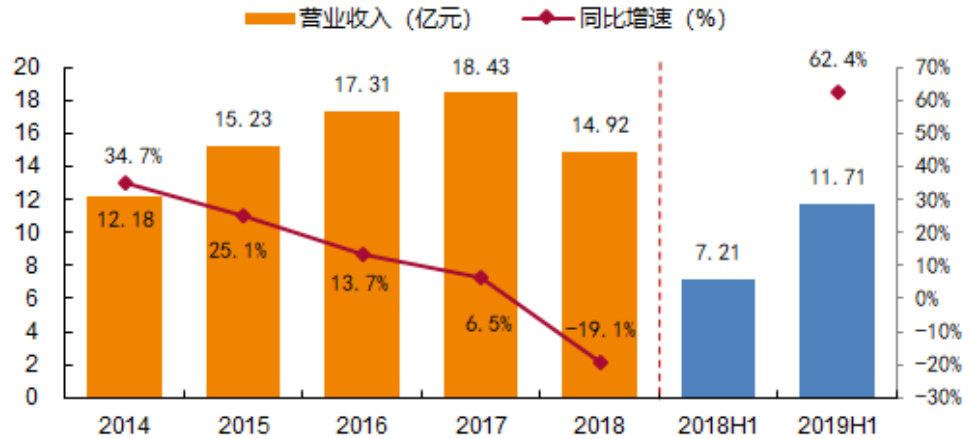
## 图表目录

图 1：光线传媒 2014-2018 年、2018H1 和 2019H1 营业收入及增速 .....	3
图 2：光线传媒 2014-2018 年、2018H1 和 2019H1 归母净利润及增速.....	3
图 3：光线传媒 2017Q1-2019Q2 单季度营业收入及同比.....	4
图 4：光线传媒 2017Q1-2019Q2 单季度归母净利润及同比 .....	4
图 5：光线传媒 2014-2018 年、2018H1 和 2019H1 整体业务毛利率变化情况.....	4
图 6：光线传媒 2019 年上半年分业务营业收入、营业成本及变动情况.....	5
图 7：光线传媒 2018H1、2019H1 分项业务收入比重（分产品） .....	5
图 8：光线传媒 2014-2018 年、2018H1 和 2019H1 三项费用率变化情况 .....	6
图 9：2019 年 1-8 月光线传媒上线电影情况.....	6
图 10：2019 年下半年光线传媒预计上映电影情况 .....	8
图 11：2019 年下半年光线传媒预计制作电影项目 .....	8
图 12：2019 年下半年光线传媒预计制作电视剧、网剧项目（包括网络大电影） .....	9

## 1. 财务回顾

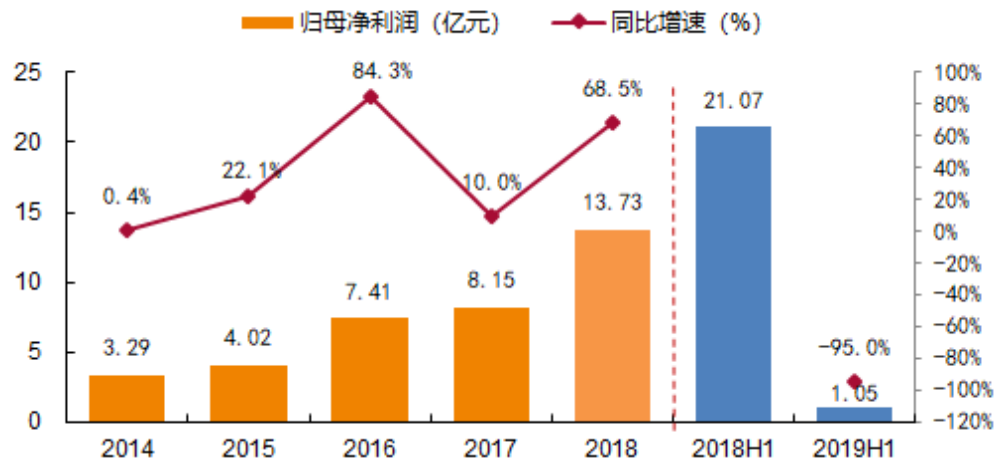
光线传媒 2019 年上半年实现营收 11.71 亿元，比上年同期增长 62.4%，归母净利润 1.05 亿元，比上年同期下降 95.0%，扣非后归母净利润 6862.82 万元，比上年同期下降 69.6%。

图 1：光线传媒 2014-2018 年、2018H1 和 2019H1 营业收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

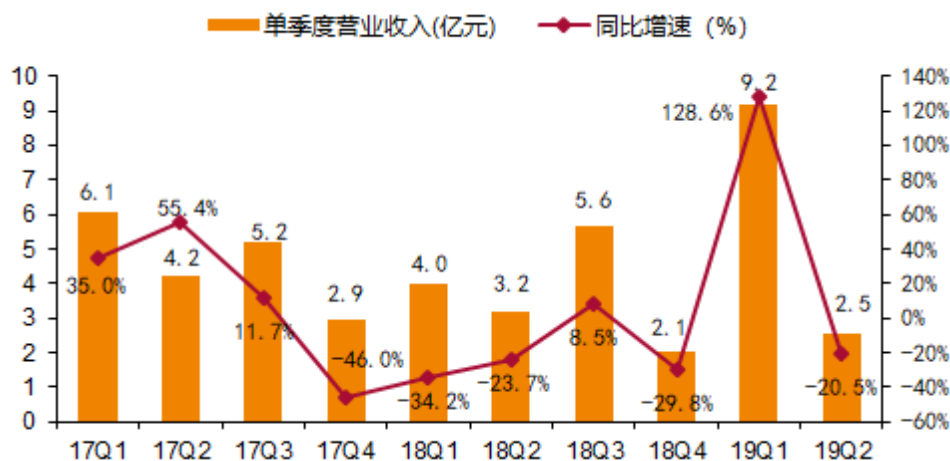
图 2：光线传媒 2014-2018 年、2018H1 和 2019H1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

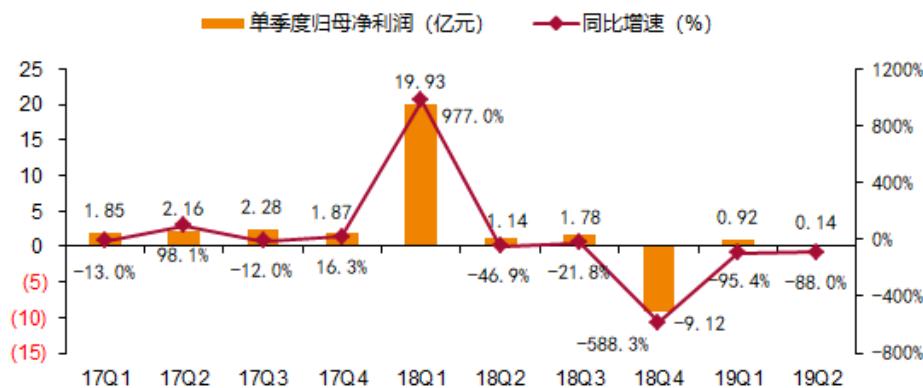
按季度看，2019 年二季度实现营收 2.55 亿元，比上年同期下降 20.5%，归母净利润 1366.65 万元，比上年同期下降 88.0%，扣非后归母净利润 792.53 万元，比上年同期下降 94.3%。

图 3：光线传媒 2017Q1-2019Q2 单季度营业收入及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

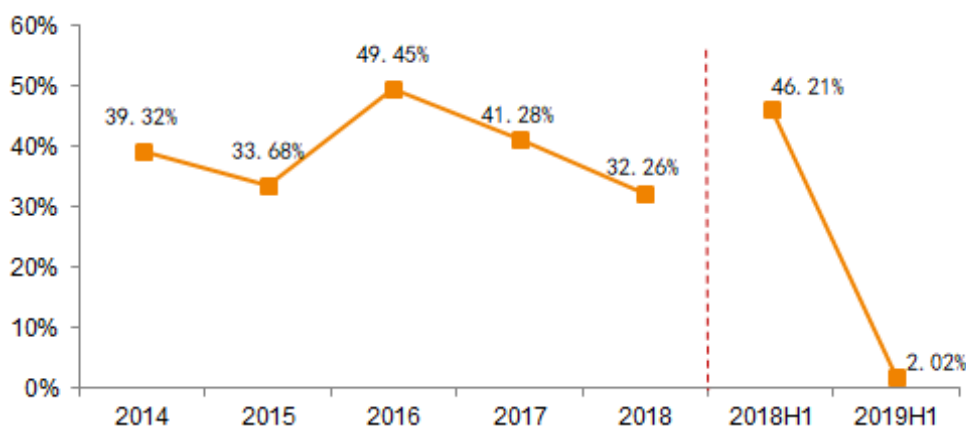
图 4：光线传媒 2017Q1-2019Q2 单季度归母净利润及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率方面，2019 年上半年毛利率 2.02%，同比下降 44.19pct，主要由于上半年电影业务，毛利率为负。

图 5：光线传媒 2014-2018 年、2018H1 和 2019H1 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，

2019年上半年公司电影及衍生品业务实现营收9.24亿元，同比增长95.5%，营收占比78.9%，同比增长13.4pct，毛利率-8.5%，同比减少57.3pct；

电视剧业务实现营收2.20亿元，同比减少6.6%，营收占比18.8%，同比减少13.9pct，毛利率39.0%，同比减少2.7pct；

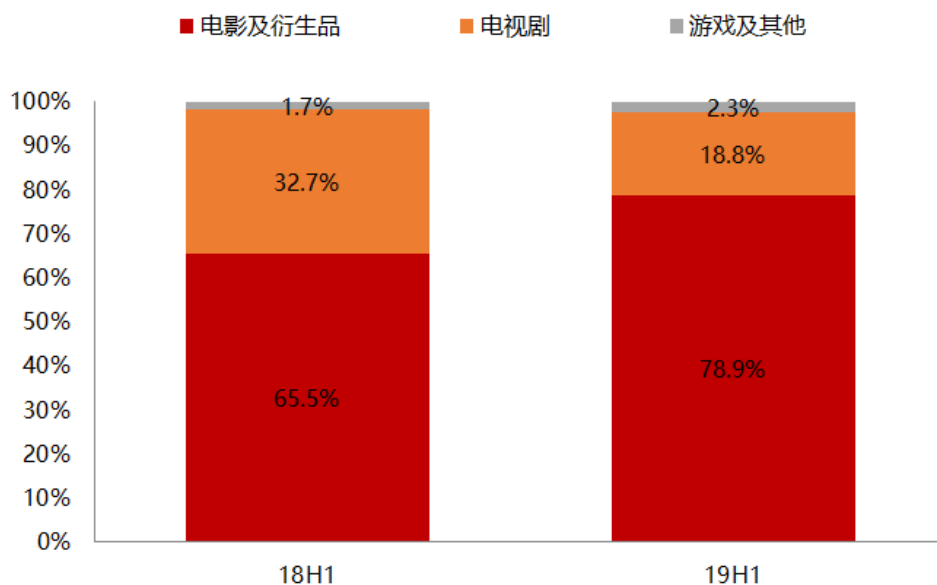
游戏及其他业务实现营收0.26亿元，同比增长112.0%，营收占比2.3%，同比增长0.5pct，毛利率61.8%，同比增加27.8pct。

图6：光线传媒2019年上半年分业务营业收入、营业成本及变动情况

分产品	营业收入(亿元)	营业成本(亿元)	毛利率	营业收入同比增减	营业成本同比增减	毛利率同比增减
电影及衍生品	9.24	10.02	-8.52%	95.52%	314.41%	-57.32%
电视剧	2.20	1.34	39.02%	-6.63%	-2.39%	-2.65%
游戏及其他	0.26	0.10	61.82%	112.02%	22.70%	27.80%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

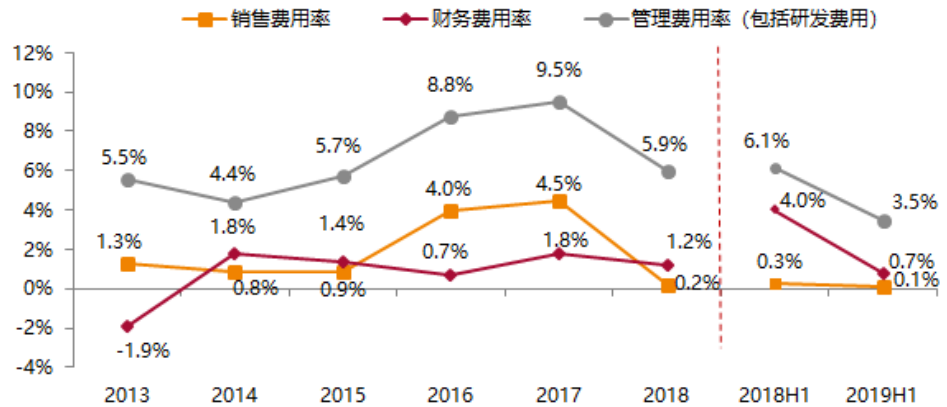
图7：光线传媒2018H1、2019H1分项业务收入比重(分产品)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2019年上半年公司销售费用90万元，同比减少51.42%，销售费用率0.1%，同比下降0.2pct；管理费用(包括研发费用)4079万元，同比减少7.74%，管理费用率3.5%，同比下降2.6pct；财务费用865万元，同比减少69.96%，财务费用率0.7%，同比下降3.3pct。

图 8：光线传媒 2014-2018 年、2018H1 和 2019H1 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. 业务回顾

2019 年上半年，电影市场总体表现较为低迷，优质头部影片数量不足，全国总票房为 311.7 亿元，同比减少 2.7%；观影总人次为 8.08 亿，同比减少 10.3%；国产影片票房份额占比为 50.54%，同比减少 8.67%；票房过亿影片 42 部，其中国产影片 17 部。在这样的外部环境下，公司始终坚持“内容为王”的发展战略，坚持以内容为中心的持续布局和输出。

### 2.1. 电影业务

2019 年上半年，公司参与投资、发行并计入本报告期票房的影片总票房为 28.16 亿元，包括《疯狂的外星人》《四个春天》《夏目友人帐》《阳台上》《风中有朵雨做的云》《雪暴》《干与干寻》共七部影片。同时，公司于报告期内布局并推进了投资、制作或发行的多部影片的相关映前工作，其中，《银河补习班》《哪吒之魔童降世》《保持沉默》已于 7、8 月份上映，《铤而走险》《友情以上》《两只老虎》《妙先生》《荞麦疯长》《墨多多谜境冒险》《误杀》《我和我的祖国》《如果声音不记得》等多部电影有望于年内上映。

图 9：2019 年 1-8 月光线传媒上线电影情况

序号	电影名称	上映时间
1	四个春天	2019年1月4日
2	疯狂的外星人	2019年2月5日
3	夏目友人帐	2019年3月7日
4	阳台上	2019年3月15日
5	风中有朵雨做的云	2019年4月4日
6	雪暴	2019年4月30日
7	干与干寻	2019年6月21日
8	银河补习班	2019年7月18日
9	哪吒之魔童降世	2019年7月26日
10	保持沉默	2019年8月23日

资料来源：公司公告，猫眼电影，天风证券研究所

### 2.2. 动漫业务

2019 年上半年，公司协助推广了两部日本引进片《夏目友人帐》和《干与干寻》，分别取得了 1.15 亿元和 4.86 亿元的票房成绩，表现亮眼。公司主投、主控的动画电影《哪吒之

《魔童降世》也进行了制作、发行、宣传等工作，该影片已于 2019 年 7 月 26 日上映，截至目前，该影片打破了动画电影首日/单日票房最高纪录、首周/单周票房最高纪录、市场最高观影人次、首日/单日场次纪录、单日排片纪录、单日票房占比纪录、单日分账破亿天数纪录、IMAX 中国暑期档最佳票房纪录等多项纪录，成为 IMAX 中国首部破亿动画电影、首部进入内地票房总榜前十名的动画电影、中国影史动画电影票房冠军、中国影史票房总榜前三，冲破了国产动画电影票房的天花板，印证了公司多年来在动漫业务板块的战略布局成效显著。

2019 年下半年，公司仍有《妙先生》等动画电影上映，《姜子牙》《深海》《大鱼海棠 2》《西游记之大圣闹天宫》等多个重量级动漫项目在有序推进中。

### 2.3. 电视剧（含网剧）业务

2019 年上半年，公司确认了《八分钟的温暖》《逆流而上的你》《听雪楼》的电视剧投资、发行收入。其中，《八分钟的温暖》《听雪楼》已分别于 2019 年 1 月、5 月在腾讯视频独家播出，《逆流而上的你》已于 2019 年 2 月在湖南卫视首播，并在爱奇艺、腾讯视频和优酷视频同步播出。公司制作的《我在未来等你》已进入后期完善阶段，有望于 2019 年播出。公司多部优质剧集在开发、制作阶段，类型、题材多样，能够有效平衡政策和项目风险。

### 2.4. 艺人经纪及内容相关业务

2019 年上半年，公司部分艺人成长迅速，在多部影视剧项目中担纲重要角色，在商业活动中也体现了自身的影响力和价值。对于导演、编剧的业务安排，公司将工作重点从量的积累转向质的提升，建立长期合作关系。目前，公司储备的部分编剧、导演已投入影视剧项目的筹备、制作中。

公司对于文学版权领域的投入，可以提升文学版权向电影内容制作的转化效率，同时能够实现艺人经纪、编剧导演与内容生产运营的协同发展。

### 2.5. 产业投资业务

2019 年上半年，公司的参股公司整体经营情况较好。其中，参股公司 Maoyan Entertainment 于 2019 年 2 月 4 日在香港联交所挂牌上市；公司受让了控股股东光线控股持有的华晟领飞 6.46% 的份额，截至目前，华晟领飞已投资 20 余个项目，如美团点评、三六零、乐信、找钢网、京东数科等，其中已有多个项目成功上市；参股公司杭州当虹科技股份有限公司处于科创板上市申报过程中；公司已投资了 20 余家动漫产业链上下游公司，掌握充足的优质动漫 IP 资源，将有效融合产业链各环节，打造国内最有实力的动画电影创作体系。

## 3. 下半年项目计划及储备情况

2019 年下半年，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。

图 10：2019 年下半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	主要演职人员	
1	银河补习班	2019年7月18日	投资	已上映	导演：邓超	主演：邓超
2	哪吒之魔童降世	2019年7月26日	投资+发行	已上映	导演：饺子	
3	保持沉默	2019年8月23日	投资+发行	已上映		主演：周迅、吴镇宇
4	铤而走险	2019年8月30日	投资	即将上映	导演：甘剑宇	主演：大鹏、欧豪
5	友情以上	2019年9月20日	协助推广	待上映	导演：平采娜·乐维瑟派布恩、奈哈·西贡索邦	
6	我和我的祖国	2019年10月1日	投资	制作中	导演：陈凯歌、张一白、管虎、薛晓路、徐峥、宁浩、文牧野	
7	八佰	待定	投资	制作完成	导演：管虎	主演：张译、李卓航、刘云龙
8	墨多多谜境冒险	待定	投资+发行	制作中	导演：王竞	
9	南方车站的聚会	待定	投资+发行	制作中	导演：刁亦男	主演：胡歌、桂纶镁、廖凡、万茜
10	妙先生	待定	投资+发行	制作中	导演：李凌霄	
11	荞麦疯长	待定	投资+发行	制作中	导演：徐展雄	主演：马思纯、黄景瑜、钟楚曦
12	误杀	待定	投资	制作中	监制：陈思诚	主演：肖央、谭卓
13	两只老虎	待定	投资+发行	制作中	导演：李非	
14	西晒	待定	投资+发行	制作中	导演：袁媛	
15	如果声音不记得	待定	投资+发行	制作中	导演：落落	
16	小小的愿望	待定	投资	制作完成	导演：田羽生	主演：彭昱畅、王大陆、魏大勋

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2019 年下半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	坚如磐石	制作中	导演：张艺谋
2	姜子牙	制作中	导演：程腾、李炜
3	破阵子	制作中	导演：董天翼
4	深海	制作中	导演：田晓鹏
5	星游记之冲出地球	制作中	导演：胡一泊
6	莫尔道嘎	制作中	导演：曹金玲
7	她的故事	引进中	导演：闵奎东
8	爱情回游	引进中	导演：Tanujan Chandra
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	制作中	导演：梁旋、张春
14	西游记之大圣闹天宫	制作中	导演：田晓鹏
15	凤凰	制作中	待定
16	魁拔	制作中	导演：王川
17	鬼列车	制作中	导演：景绍宗
18	BOBO&TOTO	前期策划	待定
19	大理寺日志	制作中	待定
20	八仙过大海	制作中	待定
21	桃花源记	前期策划	待定
22	你的孤独，虽败犹荣	前期策划	待定
23	五个扑水的少年	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
26	这么些年	前期策划	待定
27	会飞的蚂蚁	前期策划	导演：周铨
28	跑步吧，爷爷	前期策划	待定
29	君生我已老	前期策划	待定
30	十年一品温如言	前期策划	待定

资料来源：公司公告，天风证券研究所



图 12：2019 年下半年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
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
也平凡	主演：郑恺、林峯
盗墓笔记2	导演：刘国辉、李昂
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
大理寺日志	待定
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
乡愁	待定
花美男幼儿园	待定

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 投资建议

在今年电影市场低迷形势下，《哪吒之魔童降世》表现一骑绝尘，光线潜心经营、坚持匠心获得市场认可，电影内容龙头地位获得巩固。《哪吒》也印证了公司多年来在动漫板块战略布局成效显著，强势打破中国动漫影片票房天花板，能够看到动漫产业仍有很大的想象和发展空间。公司在动画电影项目方面的储备丰沛，下半年，公司仍有《妙先生》等动画电影上映，《姜子牙》《深海》《大鱼海棠 2》《西游记之大圣闹天宫》等多个重量级动漫项目在有序推进中。从业绩上看，《哪吒》单片将奠定全年经营利润基础，同时公司下半年还将有多部影片上映，建议根据后续影片节奏及电影市场情绪积极关注。由于《哪吒》尚未确认业绩，我们暂不调整盈利预测，预计公司 19-21 年净利润分别为 7.51 亿/8.86 亿/10.20 亿，维持买入评级。

**风险提示：**电影市场波动，影视项目上线延期，电影票房不达预期，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
<b>流动资产合计</b>	<b>3,885.09</b>	<b>4,834.53</b>	<b>7,207.73</b>	<b>6,927.33</b>	<b>9,457.40</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,999.37</b>	<b>6,011.58</b>	<b>6,025.91</b>	<b>6,017.27</b>	<b>6,005.04</b>
<b>资产总计</b>	<b>11,884.46</b>	<b>10,846.11</b>	<b>13,233.64</b>	<b>12,944.60</b>	<b>15,462.44</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>1,370.83</b>	<b>1,200.56</b>	<b>2,825.18</b>	<b>1,668.87</b>	<b>3,238.35</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,058.86</b>	<b>1,002.96</b>	<b>1,018.00</b>	<b>1,018.13</b>	<b>1,018.06</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,429.70</b>	<b>2,203.52</b>	<b>3,843.18</b>	<b>2,686.99</b>	<b>4,256.41</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,454.76</b>	<b>8,642.60</b>	<b>9,390.46</b>	<b>10,257.60</b>	<b>11,206.03</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>11,884.46</b>	<b>10,846.11</b>	<b>13,233.64</b>	<b>12,944.60</b>	<b>15,462.44</b>

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)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(31.86)</b>	<b>(476.31)</b>	<b>2,242.95</b>	<b>(2,182.76)</b>	<b>3,542.42</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>(419.63)</b>	<b>2,085.52</b>	<b>249.74</b>	<b>250.07</b>	<b>250.04</b>
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>854.97</b>	<b>(1,664.70)</b>	<b>(14.37)</b>	<b>43.41</b>	<b>(101.13)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>403.47</b>	<b>(55.49)</b>	<b>2,478.31</b>	<b>(1,889.29)</b>	<b>3,691.34</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>1,843.45</b>	<b>1,491.53</b>	<b>2,074.88</b>	<b>2,458.60</b>	<b>2,794.34</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>672.01</b>	<b>1,928.27</b>	<b>831.86</b>	<b>981.15</b>	<b>1,130.12</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>823.61</b>	<b>1,931.95</b>	<b>834.86</b>	<b>984.15</b>	<b>1,133.12</b>
所得税	2.40	565.83	83.49	98.41	113.31
<b>净利润</b>	<b>821.21</b>	<b>1,366.12</b>	<b>751.38</b>	<b>885.73</b>	<b>1,019.81</b>
少数股东损益	6.06	(7.18)	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>815.16</b>	<b>1,373.29</b>	<b>751.38</b>	<b>885.73</b>	<b>1,019.81</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	30.88	18.33	33.50	28.42	24.68
市净率	2.99	2.91	2.68	2.45	2.25
EV/EBITDA	41.01	10.29	23.89	22.02	16.42
EV/EBIT	41.61	10.33	24.72	23.20	17.26

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