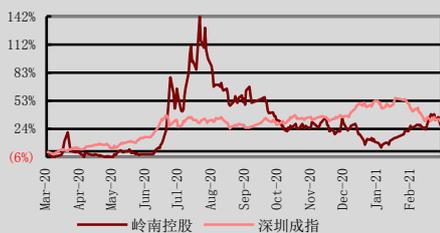


**000524.SZ**

# 增持

市场价格：人民币 7.94

板块评级：强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.1)	0.4	(2.1)	30.8
相对深证成指	8.5	10.2	1.6	(4.3)

发行股数(百万)	670
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	5,321
3个月日均交易额(人民币 百万)	34
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
广州岭南国际企业集团有限公司	45

 资料来源：公司公告，聚源，中银证券  
 以2021年3月24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

休闲服务:旅游综合

证券分析师：孙昭杨

(8610)66229345

zhaoyang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100001

## 岭南控股

### “旅游+”生态圈布局，深耕大湾区发展

2017年公司重大资产重组完成后成为涉猎酒店、会展、旅行社、交通、景区业务的综合旅游服务商。公司重视线上旅游服务的研发投入，线上平台和App均已上线。此外，公司借助粤港澳大湾区建设的东风，推出中高端酒店公寓并开拓湾区内重点城市。通过收购重点区域地接社成立运营中心，开启全国布局，并跨界电竞会展和空中旅游产品。公司“旅游+”战略稳步实施，综合旅游生态圈建设逐渐完善。首次覆盖，给予增持评级。

#### 支撑评级的要点

- **入出境旅游恢复，旅行社全国拓展。**中国旅游研究院预计入出境旅游有望年内开启，利好岭南控股旅行社的全面恢复，尤其是营收占比在55%左右的出境旅游业务。2018年开始，公司先后在华中、西南、华东、西北、华北等重点区域收购地接社并成立运营中心，突出公司布局全国的决心，有望提升旅游业务的营收规模。同时，线上平台和App的上线有望提升旅行社业务中线上销售占比，线上线下的结合已初现成效。
- **结合大湾区发展背景，开拓中高端酒店公寓业务。**公司旗下三大酒店均为国内老牌五星级酒店，凭借多年经营积累丰富酒店运营经验。岭南酒店专注品牌输出和委托管理业务，公司已实现连锁化和高端化的酒店品牌矩阵。粤港澳大湾区的发展有望增加重点城市间的人员流动，岭南控股打造中高端酒店公寓品牌，布局湾区内商务公寓租赁市场。
- **注重产品和业务创新，完善“旅游+”生态圈。**近年来，公司从主题游、研学游、周边游、单项预订等业务对传统产品进行创新。与趣丸网络签订合作协议，布局电竞旅游、会展、赛事、教育业务；与易航智能合作构建城市空中交通+泛旅游生态圈，并已在南沙落地低空飞行旅游产品。公司对旅游需求变化的重视，有望支持未来的稳健发展。

#### 估值

- 在当前股本下，预计每股收益分别为-0.33元、0.43元、0.47元，市盈率分别为-23.8倍、18.6倍、16.8倍。

#### 评级面临的主要风险

- 旅行社业务恢复不及预期，酒店品牌输出不及预期，国际旅游恢复不及预期。

#### 投资摘要

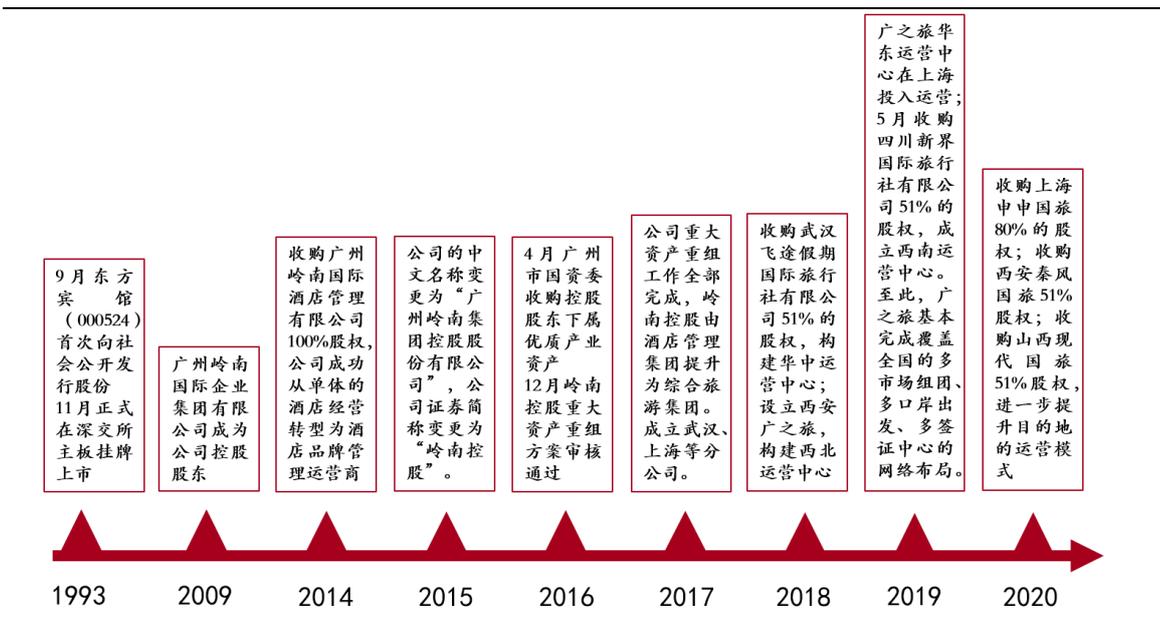
年结日：12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	7,078	7,972	1,915	7,456	9,148
变动(%)	11	13	(76)	289	23
净利润(人民币 百万)	205	259	(223)	286	316
全面摊薄每股收益(人民币)	0.306	0.387	(0.333)	0.426	0.472
变动(%)	15.5	26.5	(186.1)	(227.9)	10.7
全面摊薄市盈率(倍)	26.0	20.5	(23.8)	18.6	16.8
价格/每股现金流量(倍)	21.5	16.9	(7.7)	5.2	10.3
每股现金流量(人民币)	0.37	0.47	(1.03)	1.53	0.77
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	8.3	(35.6)	6.6	5.3
每股股息(人民币)	0.225	0.119	0.000	0.107	0.141
股息率(%)	2.8	1.5	n.a.	1.3	1.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 岭南控股：背靠粤港澳大湾区，打造旅游+生态圈

### 公司历史发展沿革

图表 102. 岭南控股历史发展沿革

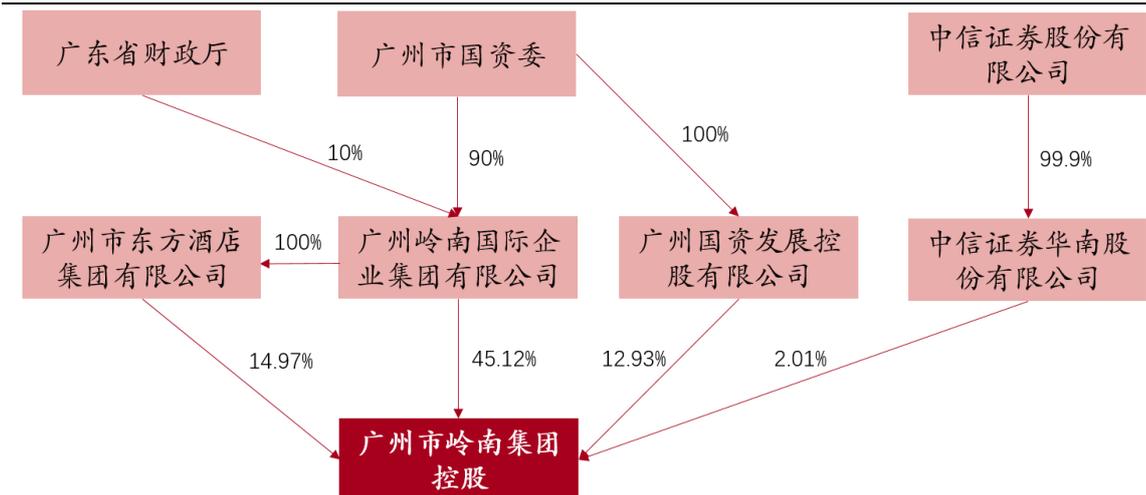


资料来源：公司公告，中银证券

以酒店运营起家，经过重大资产重组成为综合旅游集团。东方宾馆1993年11月正式登陆深交所主板挂牌上市，主要运营酒店业务及办公楼出租。2009年广州岭南国际企业集团有限公司成为公司控股股东。2014年收购广州岭南国际酒店管理公司100%股权，公司布局单体酒店运营及酒店品牌管理运营两块业务。2015年公司中文名称变更为“广州岭南集团控股股份有限公司”，证券简称变为“岭南控股”。2016年4月公司开始实施重大资产重组，12月岭南控股资产重组方案获审通过后，持有广之旅90.45%股权，花园酒店100%股权，中国大酒店100%股权。2017年公司重大资产重组完成，并成立武汉、上海等分公司。2018年开始，公司开启布局全国大区运营中心之路，收购重点区域城市旅行社，完善目的地旅游服务体系。2018年收购武汉飞途假期国际旅行社51%股权，构建华中运营中心，设立西安广之旅，构建西北运营中心。2019年，广之旅华东运营中心在上海投入运营，收购四川新界国际旅行社有限公司51%股权，成立西南运营中心。2020年，收购上海申中国旅80%股权，收购西安秦风国旅51%股权，收购山西现代国旅51%股权。截至目前，岭南控股业务涉及旅行社、酒店、会展、景区、旅游交通等，形成较为完整的运营体系。叠加在全国重点区域布局的运营中心和目的地旅游服务，岭南控股未来在旅行社组团、地接、资源采购、产品研发、计划调度等方面有望继续提升。

注重业务创新，布局“旅游+”生态圈。在完善旅游综合服务的基础上，岭南控股也注重“旅游+”的产业布局。广之旅较早进行“旅游+互联网”布局，自主研发运营了“行走网”、“易起行”等智慧旅游平台和App，构建了资源端与销售端共同发力的B2B2C模式，并且为消费者提供了旅游产品预订、单项预订、旅游手信购买等一站式的线上服务。此外，岭南控股与易航智能达成战略合作，以智能自动驾驶飞行器在文旅产业的行业应用为切入点，携手构建“城市空中交通(UAM)+泛旅游生态圈”产业合作模式，打造空中交通行业应用新范式和智慧旅游新生态，目前项目已在广州南沙试点运营。岭南控股也与趣玩网络科技有限公司签订战略合作协议，双方以电竞旅游、电竞会展、电竞赛事、电竞教育等方面进行深度合作，开启“旅游+电竞”的产业跨界融合。岭南控股的“旅游+”生态圈战略重视互联网、移动终端应用、智能空中驾驶、电子竞技等领域，不仅涉及中国发展的大背景，也涉猎年轻人群体较为关注的产业。注重文旅产业需求端的变化，顾及文旅消费市场群体迭代，岭南控股“旅游+”生态圈有望在与时俱进的基础上，为公司未来发展提供动力。

图表 103. 岭南控股股权结构图



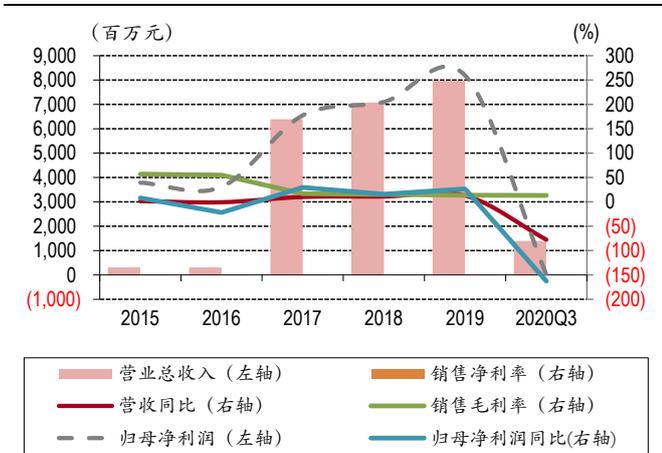
资料来源：公司公告，中银证券

**划转部分国有股权充实社保基金，保障和改善民生。**根据公司公告，2021年1月29日，广州岭南集团控股股份有限公司收到控股股东岭南集团通知，以2019年12月31日为划转基准日，广州市国资委将持有岭南集团的10%股权一次性划转给广东省财政厅，由广东省财政厅代广东省人民政府集中持有，并委托广东粤财投资控股有限公司实施专户管理。本次国有股权划转完成后，不会导致公司控股股东和实际控制人变化，岭南集团仍为公司控股股东，广州市国资委仍为公司实际控制人。广州市国资委持有岭南集团90%股权，广东省财政厅持有岭南集团10%股权。此次股权转让是为了贯彻落实《国务院关于印发划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》和《财政部、人力资源社会保障部、国资委税务总局、证监会关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》的有关要求。划转部分国有资本充实社保基金，是保障和改善民生的重要举措，因此预计不会对公司的正常生产经营产生影响。

## 岭南控股经营数据分析

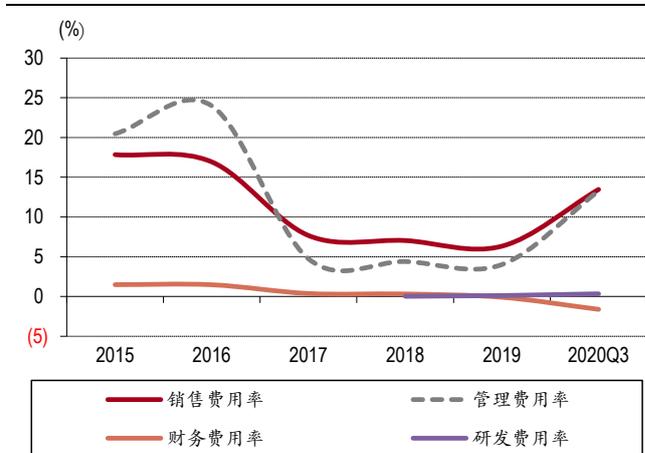
### 岭南控股营业收入及净利润表现

图表 104. 岭南控股营收及归母净利润情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 105. 岭南控股销售、管理、财务、研发费用率

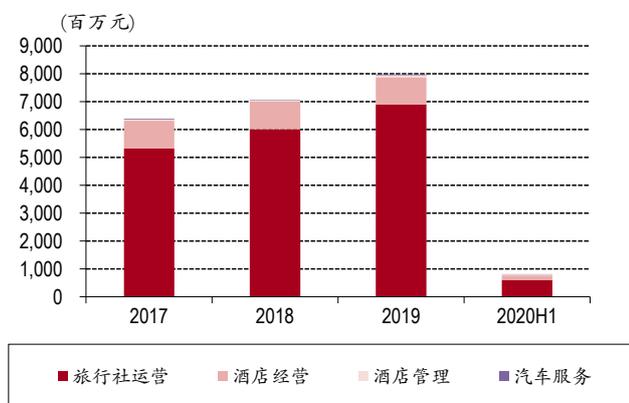


资料来源：公司公告，中银证券

经历资产重组后营收及利润均增幅明显，销售毛利率下降受旅行社业务影响。2017年岭南控股，实现营收63.92亿元，同比重组前同期增长2,011.13%，经追溯调整后同比增长9.84%，实现归母净利润1.77亿元，同比重组前同期增长1,103.46%，同比追溯调整后上年同期增长279.74%。2019年年报显示，岭南控股实现营收79.72亿元，同比增长12.63%，实现归母净利润2.59亿元，同比增长26.52%。由于广之旅的并表，销售毛利率在2017年出现较为明显的下降，并且在2018年、2019年仍出现一定的下降，分别为15.38%、13.81%。旅行社行业平均毛利率较低，并且旅行社总营收占比是岭南控股最高的业务，毛利率出现明显变化也在情理之中。随着旅行社竞争加剧，近年出现毛利率的下降仍符合行业发展趋势。2020年受新冠疫情影响，公司发布业绩预告显示归母净利润可能亏损2.1至2.7亿元，营收也会出现较大幅度的下降。

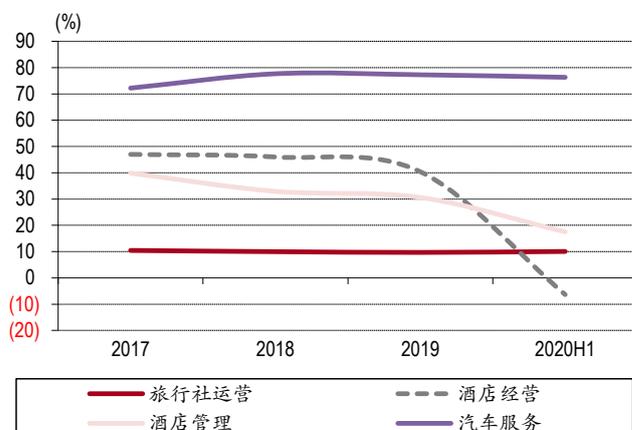
费用率呈现总体下降趋势，研发费用增加显示公司线上线下业务联动决心。岭南控股在重组完成后，销售、管理、财务费用率均呈现下降趋势，2019年分别为6.33%、4.02%、-0.09%。说明公司在营收逐步提升的基础上，对于成本和费用方面的管控具有一定效果。2019年财务费用的同比减少主要是由于利息收入较同期增加，利息支出较同期减少所致。此外，2018年，岭南控股的研发费用首次出现在报表中，研发费用率从2018年至2020年第三季度分别为0.02%、0.11%、0.35%。研发费用的出现和逐步增加可能是广之旅对“易起行”和“行走网”平台，以及业务流程信息化管理的升级，说明公司对线上线下融合的重视，预计有利于旅行社业务在C端、B端的协同发展。

图表 106. 2017 年至 2020H1 岭南控股营收构成



资料来源：公司公告，中银证券

图表 107. 2017 年至 2020H1 岭南控股主要业务毛利率变化



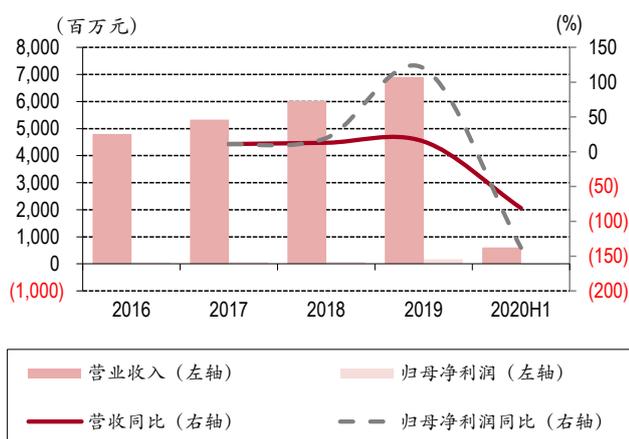
资料来源：公司公告，中银证券

重组后旅行社运营业务占营收比例最高，汽车服务毛利率排名最高。岭南控股资产重组后，旅行社业务成为公司主营业务中营收占比最高的板块，占比从2017年的83.33%提升至2019年的86.60%。虽然旅行社运营业务受疫情影响，2020H1营收占比下滑至74.88%，但随着全球疫情逐步恢复，其营收占比也有望恢复至疫情前水平。岭南控股汽车服务的毛利率排在第一，2019年其毛利率为77.31%，即使受疫情影响，2020H1的毛利率也稳定在76.34%。不过，岭南控股资产重组后，汽车服务营收占比相对较小，并出现一定程度下滑，从2017年的0.40%下滑至0.31%。酒店管理及酒店运营同样受到疫情影响，毛利率下滑明显；但随着疫情影响逐渐下降，酒店业务同样可能会逐步开启复苏进程。

## 旅行社业务表现

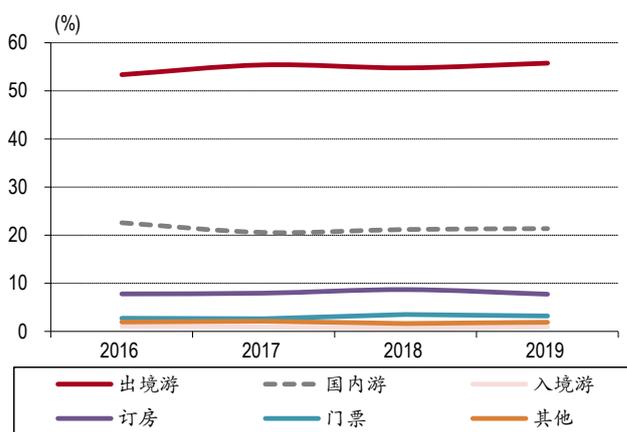
广之旅营收保持两位数增速，归母净利润在在 2019 年实现翻番，出境游业务占比最高。广之旅 2016 年至 2019 年的营收从 47.99 亿元增加至 69.04 亿元，年均复合增长年率 12.98%；归母净利润 2019 年同比增长 120.09%，实现 1.68 亿元；扣非归母净利润 0.85 亿元，同比增长 19.98%。从业务收入结构来看，出境游是广之旅最主要的营收来源，2016 年至 2019 年的营收占比在 53.32%至 55.74%之间，其中峰值出现在 2019 年，该情况也与我国近年来整体出境游人次提升相关。营收占比排名第二的是国内旅游，2016 年至 2019 年国内旅游营收占比在 20.55%至 22.55%之间，整体变动幅度较小。入境旅游营收占比从 2016 年的 1.06%下降至 2019 年的 0.90%，与我国近年来入境旅游发展态势相似。订房以及门票预订等主要单项的营收占比整体变动幅度不大。疫情前，广之旅整体的营收结构仍以出境游为主，不过 2020 年疫情影响入出境旅游，叠加广之旅正逐步完善国内重点区域旅游目的地服务中心，国内游营收占比在 2020 年预计会出现明显增长。

图表 108. 广之旅营收及归母净利润情况



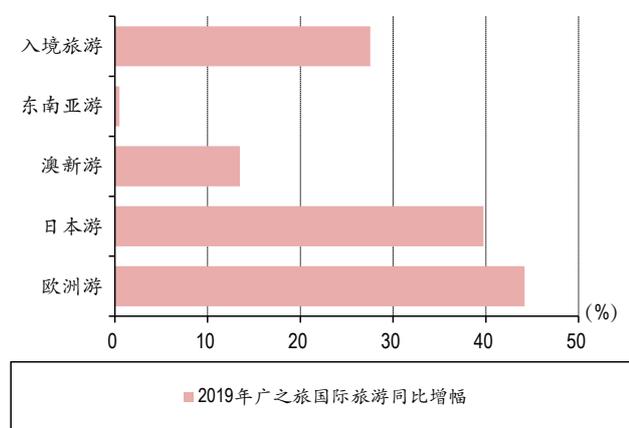
资料来源：公司公告，中银证券

图表 109. 广之旅业务占比情况



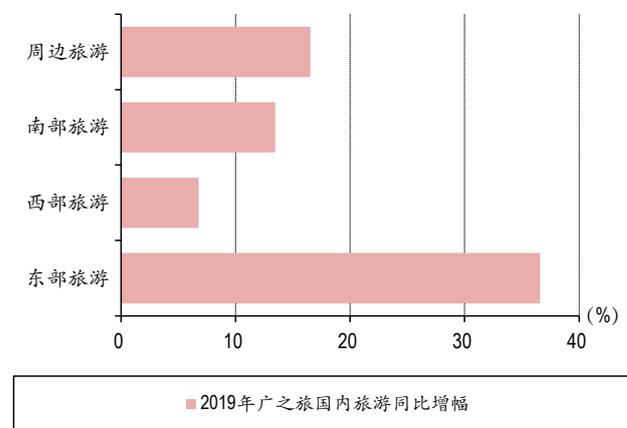
资料来源：公司公告，中银证券

图表 110. 2019 年广之旅国际旅游同比增幅



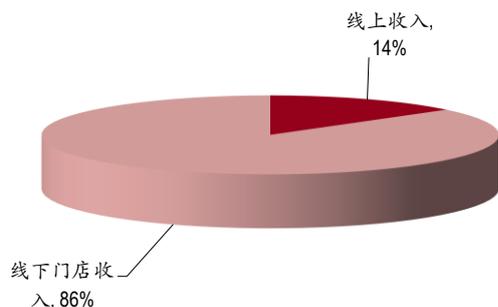
资料来源：公司公告，中银证券

图表 111. 2019 年广之旅国内旅游同比增幅



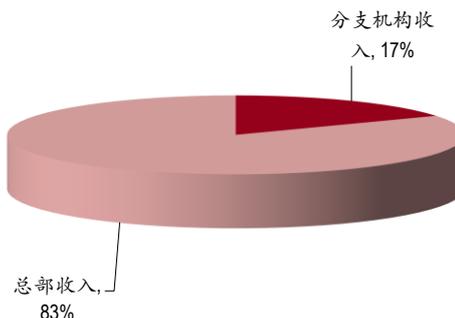
资料来源：公司公告，中银证券

图表 112. 2019 年广之旅线上线下收入占比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 113. 2019 年广之旅分支机构及总部收入占比



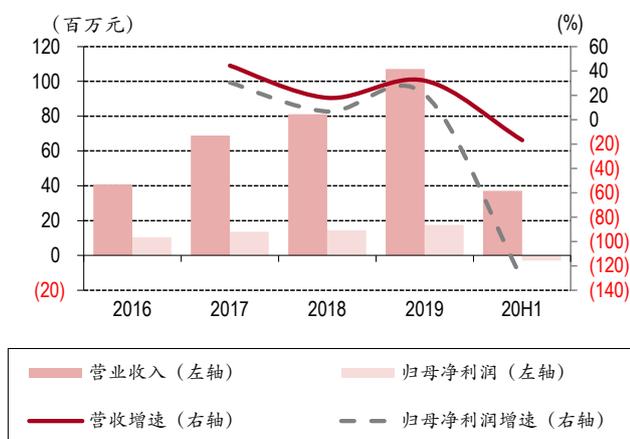
资料来源：公司公告，中银证券

**出境旅游欧洲与日本游增幅较大，国内旅游东部旅游增幅明显。**2018 年至 2019 年，广之旅出境旅游营收同比分别增长 6.78%、18.07%，国内旅游营收同比分别增长 15.55%、17.26%。2019 年，广之旅国际旅游营收同比增长较大的主要是欧洲游和日本游，分别增长 44.19%、39.73%。公司公告系广之旅加大旅游资源采购、强化目的地联合营销、拓展出境游细分市场所致。国内游方面，营收占比较大的是东部游，同比增幅为 36.59%，公司公告增长主要源自通过东部旅游中心以迪士尼乐园和核心的产品设计受市场青睐。此外，由于粤港澳大湾区建设的不断深入，周边游市场获得发展动力，同比增长 16.54%，可能主要系广之旅重视以乡村、红色为核心的主题旅游打造。

**线上营收占比同比增加，分支机构营收占比有望随重点区域运营中心增加而提升。**2019 年广之旅线上实现营收 9.63 亿元，同比增长 9.76%，营收占比达约 14%，与研发费用主要投入的“行走网”交易平台和“易起行”旅游平台的上线和升级相关。随着公司对线上渠道的重视，预计未来线上营收占比能够稳步提升。2019 年广之旅全国各分支机构实现营收 11.44 亿元，营收占比月 17%，随着广之旅在华北、西北等运营中心的不断完善，分支机构有望贡献更多的营收增长。

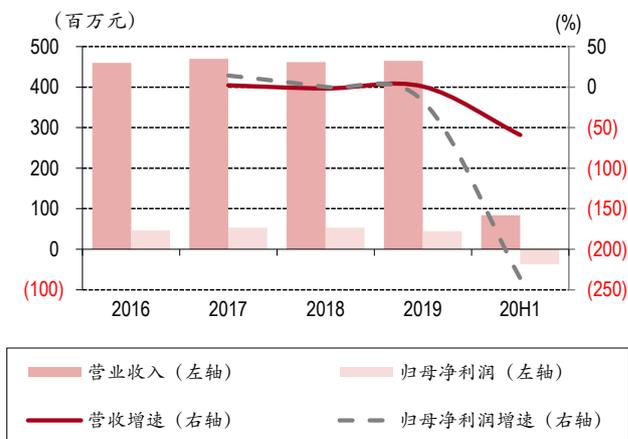
## 酒店业务

图表 114. 岭南酒店营收及归母净利润情况



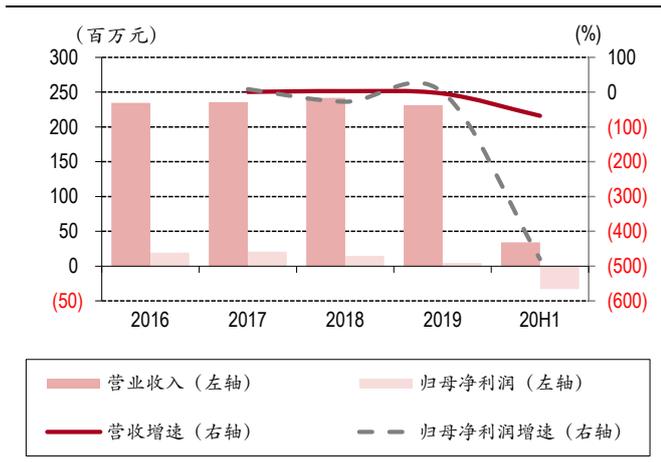
资料来源：公司公告，中银证券

图表 115. 花园酒店营收及归母净利润情况



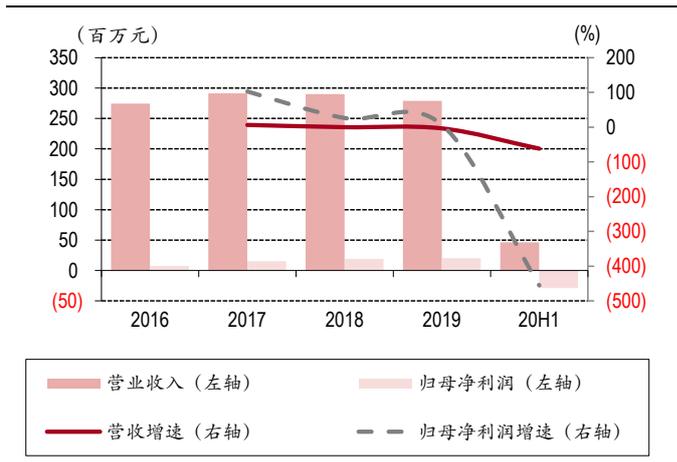
资料来源：公司公告，中银证券

图表 116. 东方宾馆营收及归母净利润情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 117. 中国大酒店营收及归母净利润情况



资料来源：公司公告，中银证券

**酒店管理输出+自有酒店运营，完善轻重资产的发展模式。**岭南控股 2016 年收购花园酒店、中国大酒店 100% 股权，截至目前，共运营三家自有资产的五星级酒店。岭南酒店主业为酒店管理和品牌输出，并利用 CRS 中央预订系统进行输出。岭南控股已经实现了在酒店业轻重资产结合发展的模式，其中“岭居创享公寓”通过公司强大酒店服务能力和经验背书，在一线和准一线城市提供中高端酒店公寓服务。岭南控股重视“岭居创享公寓”的布局，不仅是公司在住宿业态方面的创新，更可能是顺应粤港澳大湾区人员流动有望增加的趋势，为湾区内具有中短期商务住宿公寓租赁需求提供产品。

**酒店管理业绩增速较快，自有资产酒店运营业务营收较为稳定，折旧、改造及其他费用影响净利润。**以管理输出为主营业务的岭南酒店营收及归母净利润均保持较快的增长，其中 2019 年营收和归母净利润的同比增长分别为 31.95%、20.57%。自有资产酒店运营业务营收相对稳定，2016 至 2019 年没有出现较大幅度的增加或下降。不过，岭南控股三大自有资产酒店均为中国五星级酒店的先驱，由于物业时间较长，为了应对新的消费需求需要对酒店房间及其他设备进行升级改造，并且相关老化设备折旧到期，对归母净利润具有一定影响。

**酒店布局聚焦大湾区发展，重点聚焦城市 CBD 及核心旅游目的地。**岭南控股总部位于广州，是粤港澳大湾区四大中心城市之一，广州有望在大湾区旅游发展中扮演重要角色。2019 年，岭南控股共新签约 16 个项目，利用酒店品牌输出、服务式公寓等业务在广州 CBD 以及湛江、佛山、茂名等二、三线城市进行开拓，未来有望同旅游业务协同发展。

**汽车服务虽毛利率较高，但收入及净利润贡献较小。**岭南控股汽车服务业务近年来营收在 0.25 亿元左右，毛利率占比约 77%，疫情前业务收入占比在 0.31% 至 0.40%。虽然 2019 年汽车服务实现归母净利润仅 169.99 万元，业绩贡献相对较小，但汽车服务业务的维持预计能够继续在旅游组团业务中扮演交通成本控制的角色，是公司旅游业务中不可或缺的部分。

### 会展及景区业务

**会展及景区业务稳步推进。**岭南控股拥有较强的会展场地资源优势，并具备组织、服务、运营国内外大型会展的成功经验，形成一站式的会展解决方案和能力，获得客户的一致好评。公司管理的粤西封开奇境景区已成功获评国家 4A 级旅游景区，形成了完整的景区服务、规划、建设、营销、运营等综合能力，实现了公司在文旅行业中的业务开拓。

## 盈利预测、相对估值及投资建议

图表 118. 岭南控股营业收入与毛利率预测

	2020E	2021E	2022E
<b>旅行社运营</b>			
收入 (百万元)	1,415.23	6,368.55	7,960.69
Yoy(%)	(79.50)	350.00	25.00
成本 (百万元)	1,309.50	5,696.33	7,119.27
yoy(%)	(79.00)	335.00	24.98
毛利率(%)	7.47	10.56	10.57
<b>酒店经营</b>			
收入 (百万元)	397.86	954.87	1,012.17
yoy(%)	(59.00)	140.00	6.00
成本 (百万元)	243.05	546.86	550.14
yoy(%)	(58.00)	125.00	0.60
毛利率(%)	38.91	42.73	45.65
<b>酒店管理</b>			
收入 (百万元)	81.00	107.74	149.75
yoy(%)	10.00	33.00	39.00
成本 (百万元)	63.90	72.85	96.89
yoy(%)	25.00	14.00	33.00
毛利率(%)	21.12	32.38	35.30
<b>汽车服务</b>			
收入 (百万元)	20.81	24.97	25.47
yoy(%)	(15.00)	20.00	2.00
成本 (百万元)	5.05	5.56	5.64
yoy(%)	(9.00)	10.00	1.50
毛利率(%)	75.73	77.75	77.86
<b>营业收入合计 (百万元)</b>	<b>1,914.91</b>	<b>7,456.13</b>	<b>9,148.08</b>
yoy(%)	<b>(75.98)</b>	<b>289.37</b>	<b>22.69</b>
<b>综合毛利率(%)</b>	<b>15.32</b>	<b>15.22</b>	<b>15.04</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券

## 盈利预测与相对估值

我们预计岭南控股 2020 年至 2022 年营收分别为 19.15 亿元、74.56 亿元、91.48 亿元, 分别同比变化 -75.98%、289.37%、22.69%; 归母净利润在 2020 年预计亏损 2.12 元, 2021 至 2022 年预计扭亏盈利 1.67 亿元、3.29 亿元; 当前股本下, 预计每股收益分别为 -0.33 元、0.43 元、0.47 元, 市盈率分别为 -23.9 倍、18.6 倍、16.8 倍。

图表 119. 岭南控股可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	最新股价(元)	总市值(亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)			评级
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
岭南控股	002035.SZ	7.94	53.21	(0.33)	0.43	0.47	(23.9)	18.6	16.8	增持
众信旅游	002707.SZ	6.72	60.90	(1.56)	0.01	0.19	(4.3)	599.4	35.6	增持
凯撒旅业	000796.SZ	10.18	81.75	(0.31)	0.30	0.60	(32.9)	34.0	17.0	未有评级
可比公司均值							(20.4)	217.4	23.2	
<b>岭南控股</b>	<b>002035.SZ</b>	<b>7.94</b>	<b>53.21</b>	<b>(0.33)</b>	<b>0.43</b>	<b>0.47</b>	<b>(23.9)</b>	<b>18.6</b>	<b>16.8</b>	<b>增持</b>

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日 2021 年 3 月 24 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

### 投资建议

随着疫苗接种人群的增加，国内外疫情再次爆发的可能性降低，国内旅游在逐步复苏的前提下，预计将逐渐进入春暖花开和小长假等利好的周期。此外，中国旅游研究院预计，年内国际旅游有望有序开启，利好国内旅行社行业。虽然传统旅行社受到 OTA 的竞争挑战，但岭南控股已经布局线上平台和 App，并且在粤港澳大湾区发展背景下利用专业酒店管理和 service 优势，进军湾区内一线及二、三线城市的中高端酒店式公寓和连锁酒店行业。在逐步完善重点区域运营中心的基础上，公司组团、地接、目的地营销的旅行社体系有望创造新的盈利空间。公司利用会展服务优势，联合电子竞技打造赛事和教育，结合无人机驾驶技术实现低空旅游产品创新。在旅游综合服务体系不断完善的基础上，“旅游+”战略与其他行业结合的项目有望推陈出新，不断提升生态圈的供给能力。首次覆盖，给予增持评级。

### 风险提示

#### 旅行社业务恢复不及预期

旅行社业务不仅受到 OTA、消费群体迭代的影响，也面临自驾游等新出游形式的挑战。公司旅行社业务营收占比高，若业务恢复不及预期可能会影响公司的整体营收规模。

#### 酒店管理输出发展不及预期

虽然粤港澳大湾区发展正稳步推行，公司也利用高端酒店和品牌进行管理输出。不过，国际酒店品牌的竞争态势仍较为明显，公司预计开业和管理的酒店数量可能会受到影响。

#### 入出境旅游恢复速度不及预期

在疫苗接种速度加快和疫情管控常态化情况下，国际旅游有望在年内开启。但疫情仍可能存在反复的风险，对入出境旅游恢复可能造成影响。

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	7,078	7,972	1,915	7,456	9,148
销售成本	(6,026)	(6,905)	(1,631)	(6,353)	(7,810)
经营费用	(677)	(688)	(397)	(620)	(779)
息税折旧前利润	375	379	(113)	483	558
折旧及摊销	(134)	(141)	(158)	(173)	(192)
经营利润 (息税前利润)	241	238	(271)	310	367
净利息收入/(费用)	(6)	46	31	29	46
其他收益/(损失)	74	138	23	55	81
税前利润	292	383	(248)	365	456
所得税	(74)	(94)	0	(55)	(112)
少数股东权益	13	30	(25)	25	27
净利润	205	259	(223)	286	316
核心净利润	205	259	(223)	285	316
每股收益 (人民币)	0.306	0.387	(0.333)	0.426	0.472
核心每股收益 (人民币)	0.306	0.387	(0.333)	0.426	0.472
每股股息 (人民币)	0.225	0.119	0.000	0.107	0.141
收入增长(%)	11	13	(76)	289	23
息税前利润增长(%)	8	(1)	(214)	(214)	18
息税折旧前利润增长(%)	1	1	(130)	(528)	16
每股收益增长(%)	16	27	(186)	(228)	11
核心每股收益增长(%)	16	26	(186)	(228)	11

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	292	383	(248)	365	456
折旧与摊销	134	141	158	173	192
净利息费用	23	(7)	0	(1)	(8)
运营资本变动	(68)	(24)	(531)	644	38
税金	(61)	(65)	0	(55)	(112)
其他经营现金流	(73)	(114)	(69)	(100)	(50)
经营活动产生的现金流	247	314	(690)	1,027	516
购买固定资产净值	(62)	38	152	210	260
投资减少/增加	21	(3)	10	15	25
其他投资现金流	394	578	(304)	(421)	(521)
投资活动产生的现金流	352	613	(142)	(196)	(236)
净增权益	(151)	(80)	0	(71)	(95)
净增债务	(30)	39	(277)	70	222
支付股息	151	80	0	71	95
其他融资现金流	(206)	(170)	(52)	(71)	(87)
融资活动产生的现金流	(236)	(131)	(329)	(1)	135
现金变动	364	797	(1,161)	830	415
期初现金	1,393	2,525	2,569	1,408	2,238
公司自由现金流	599	928	(832)	831	279
权益自由现金流	592	959	(1,109)	900	493

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2,525	2,569	1,408	2,238	2,653
应收帐款	176	175	91	324	83
库存	18	16	16	37	6
其他流动资产	202	216	68	319	113
流动资产总计	3,059	3,179	1,758	3,155	3,084
固定资产	549	598	582	573	563
无形资产	571	560	626	735	884
其他长期资产	86	141	150	166	187
长期资产总计	1,205	1,298	1,359	1,474	1,634
总资产	4,583	4,769	3,401	4,876	4,914
应付帐款	493	460	378	500	536
短期债务	0	377	100	120	263
其他流动负债	1,159	1,067	360	1,456	1,015
流动负债总计	1,652	1,904	837	2,077	1,813
长期借款	203	0	0	0	54
其他长期负债	126	125	124	120	119
股本	670	670	670	670	670
储备	1,839	1,947	1,724	1,938	2,160
股东权益	2,509	2,618	2,394	2,609	2,830
少数股东权益	44	70	45	70	98
总负债及权益	4,583	4,769	3,401	4,876	4,914
每股帐面价值 (人民币)	3.74	3.91	3.57	3.89	4.22
每股有形资产 (人民币)	2.89	3.07	2.64	2.80	2.90
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.46)	(3.27)	(1.95)	(3.16)	(3.49)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率 (%)	5.3	4.8	(5.9)	6.5	6.1
息税前利润率 (%)	3.4	3.0	(14.1)	4.2	4.0
税前利润率 (%)	4.1	4.8	(12.9)	4.9	5.0
净利率 (%)	2.9	3.3	(11.7)	3.8	3.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.9	1.7	2.1	1.5	1.7
利息覆盖率(倍)	15.4	33.0	(45.6)	113.0	65.1
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)	1.8	1.7	2.1	1.5	1.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	26.0	20.5	(23.8)	18.6	16.8
核心业务市盈率(倍)	25.9	20.5	(23.8)	18.6	16.8
市净率(倍)	2.1	2.0	2.2	2.0	1.9
价格/现金流(倍)	21.5	16.9	(7.7)	5.2	10.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	8.3	(35.6)	6.6	5.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	1.3	0.9	3.5	1.5	1.0
应收帐款周转天数	7.7	8.0	25.3	10.1	8.1
应付帐款周转天数	24.5	21.8	79.8	21.5	20.7
<b>回报率</b>					
股息支付率 (%)	73.6	30.8	n.a.	25.0	30.0
净资产收益率 (%)	8.2	10.1	(8.9)	11.4	11.6
资产收益率 (%)	4.0	3.8	(6.6)	6.4	5.6
已运用资本收益率 (%)	1.8	2.2	(2.0)	2.7	2.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测