

# 万达电影 (002739)

证券研究报告

2021年09月04日

## 影城市占率持续提升，内外并举提升盈利能力

万达电影 21H1 实现营收 70.34 亿元，同比增长 256.64%，相比 19 年同期下降 7.0%；归母净利润 6.39 亿元，同比增长 140.77%，相比 19 年同期增长 21.8%；扣非后净利润 6.13 亿元，同比增长 135.92%，相比 19 年同期增长 21.6%。21H1 万达影视净利润 3.24 亿元，澳洲子公司亏损 8771 万元。

2021 年上半年，面对后疫情时代的行业变化和短期经营压力，公司进一步加强成本控制，持续与影城业主商谈租金和物业费减免，优化人力成本和采购成本，节能降耗，降低影院运营支出。公司 21H1 毛利率为 33.33%，相比 19 年同期增长 5.7pct，净利率为 9.23%，相比 19 年同期增长 2.3pct。其中 21Q2 毛利率 28.69%，净利率 3.95%。

**院线板块，万达继续保持行业领军地位，上半年指标高于行业平均水平，市占率持续提升；万达传媒下半年整合万达广场广告资源。**2021 年上半年，全国实现总票房 250.3 亿元（不含服务费），较 2019 年同期下降 13.8%，观影人次 6.8 亿，较 2019 年同期下降 15.9%。万达影城 21H1 实现票房 35.5 亿元，较 2019 年同期下降 9.1%，降幅小于全国，观影人次 9,181 万，较 2019 年同期增长 1.1%。2021 年 1-6 月，公司旗下影院（含特许经营加盟）累计市场占有率为 15%，单月市场份额最高于 2021 年 3 月达到 17.8%，较往年有明显提升。截至 2021 年 6 月 30 日，公司国内拥有已开业影院 712 家，6174 块银幕，其中直营影院 664 家，5815 块银幕。特许经营加盟方面，上半年公司完成意向签约影院 88 家，新开业特许经营加盟影院 17 家。

**内容板块，万达影视 21H1 营收 12.83 亿元，同比增长 41.74%，净利润 3.24 亿元。**其中电影业务营收 8.16 亿元，同比增长 303.04%，21H1 由万达影视主控的电影《海底小纵队：火焰之杯》和《唐人街探案 3》上映，其中《唐人街探案 3》实现票房 45.23 亿元。下半年万达影视主控或主控的《大头儿子小头爸爸 4》《2 哥来了怎么办》等影片已上映，《陪你很久很久》《没有一个春天不会来临》等多部电影预计择机上映。电视剧业务营收 3.01 亿元，同比下降 42.13%，2021 年下半年，新媒诚品《亲爱的爸妈》已播出，《最灿烂的我们》《一见倾心》《谢谢你医生》等多部剧集预计将陆续播出。

**投资建议：**电影市场上半年持续复苏，但下半年局部疫情反复等因素，使得下半年恢复进度受到影响。短期行业虽仍有疫情影响，但优质电影龙头的中长期逻辑并未改变，中小企业在行业寒冬中会加速出清，头部公司一旦通过融资或者其他策略度过困境，竞争优势和市场份额有望持续提升。考虑电影市场恢复进度低于前期预期，我们下调公司归母净利润（前值 16.07 亿/20.47 亿/23.75 亿元），预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 11.06 亿/17.01 亿/21.09 亿元，对应 21-23 年 PE 分别为 29.5x/19.2x/15.5x，维持买入评级。

**风险提示：**疫情影响，电影市场恢复不达预期，电影项目票房不达预期，电视剧及游戏等项目收益不达预期，经营业绩波动下现金流风险，行业监管趋严

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,435.36	6,295.48	13,479.55	17,575.69	19,812.18
增长率(%)	9.56	(59.21)	114.11	30.39	12.72
EBITDA(百万元)	8,016.71	2,685.89	2,385.63	3,426.13	4,162.59
净利润(百万元)	(4,728.59)	(6,668.70)	1,105.68	1,701.09	2,109.04
增长率(%)	(465.25)	41.03	(116.58)	53.85	23.98
EPS(元/股)	(2.12)	(2.99)	0.50	0.76	0.95
市盈率(P/E)	(6.91)	(4.90)	29.54	19.20	15.48
市净率(P/B)	2.36	3.22	2.93	1.62	1.47
市销率(P/S)	2.12	5.19	2.42	1.86	1.65
EV/EBITDA	4.66	14.10	11.36	7.22	4.53

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	14.64 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,230.73
流通 A 股股本(百万股)	2,147.66
A 股总市值(百万元)	32,657.82
流通 A 股市值(百万元)	31,441.79
每股净资产(元)	4.36
资产负债率(%)	68.51
一年内最高/最低(元)	24.23/12.35

### 作者

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

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

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《万达电影-年报点评报告:疫情及减值影响落地，院线与内容迎双重复苏》 2021-05-10
- 《万达电影-公司点评:院线及内容齐头并进，Q1 业绩大幅回暖，影院市占率持续提升》 2021-04-12
- 《万达电影-公司点评:20 年疫情及减值影响落地，21 年有望迎来行业景气度及公司竞争力双重提升，短期关注春节档《唐探 3》》 2021-01-31

## 内容目录

1. 财报数据分析 .....	3
2. 2021 年上半年经营分析.....	6
2.1. 院线电影放映业务 .....	6
2.2. 影视投资制作与发行业务 .....	6
2.3. 网络游戏发行与运营业务 .....	7
3. 2021 年下半年展望 .....	7
3.1. 院线电影放映业务 .....	7
3.2. 影视投资制作与发行业务 .....	7
3.3. 网络游戏发行与运营业务 .....	7
3.4. 广告与传媒业务 .....	7
4. 投资建议.....	7

## 图表目录

图 1: 万达电影 2014-2020, 2020H1、2021H1 营业收入 (亿元) 及增速 .....	3
图 2: 万达电影 2014-2020, 2020H1、2021H1 归母净利润 (亿元) 及增速 .....	3
图 3: 2021H1 万达电影 2019Q1-2021Q2 单季度营业收入 .....	4
图 4: 万达电影 2019Q1-2021Q2 单季度归母净利润 .....	4
图 5: 万达电影 2014-2020, 2020H1、2021H1 整体业务毛利率及净利率变化情况.....	4
图 6: 万达电影 2021 年上半年分业务营业收入、营业成本、毛利率及变动情况 .....	5
图 7: 万达电影 2019H1-2021H1 分项业务收入比重 (分产品) .....	5
图 8: 万达电影 2014-2020, 2020H1、2021H1 费用率变化情况.....	6

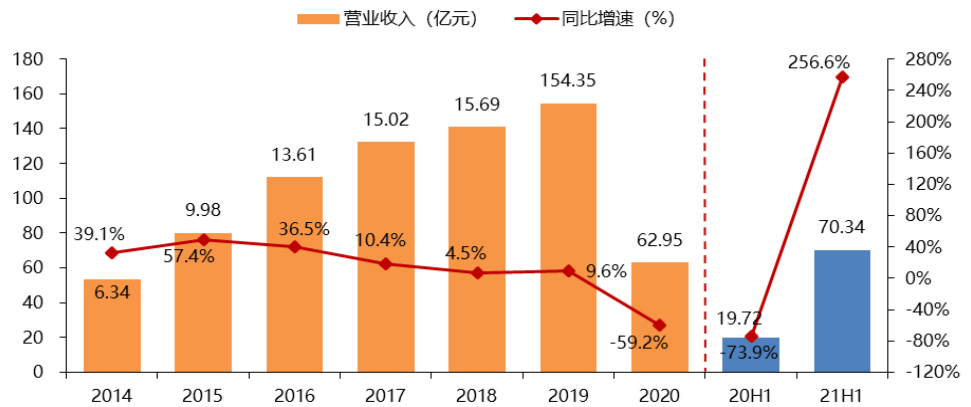
## 1. 财报数据分析

万达电影 2021 年上半年实现营收 70.34 亿元，同比增长 256.64%，相比 19 年同期下降 7.0%；归母净利润 6.39 亿元，同比增长 140.77%，相比 19 年同期增长 21.8%；扣非后归母净利润 6.13 亿元，同比增长 135.92%，相比 19 年同期增长 21.6%。

其中 21H1 万达影视净利润 3.24 亿元，澳洲子公司亏损 8771 万元。

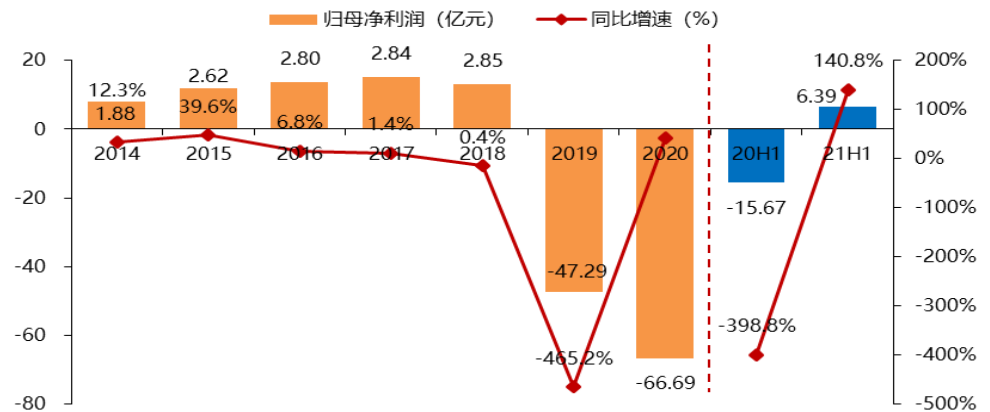
其中 Q2 实现营收 29.13 亿元，同比增长 305.93%，归母净利润 1.15 亿元，同比增长 111.85%，扣非后归母净利润 9504.58 万元，同比增长 108.79%。

图 1：万达电影 2014-2020，2020H1、2021H1 营业收入（亿元）及增速



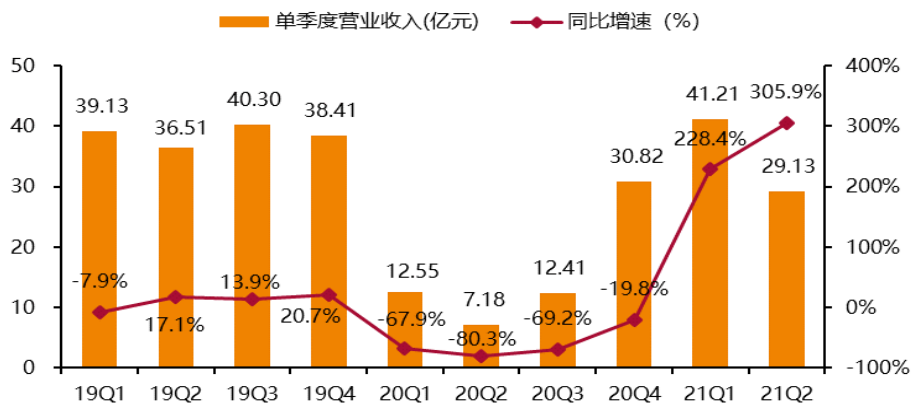
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：万达电影 2014-2020，2020H1、2021H1 归母净利润（亿元）及增速



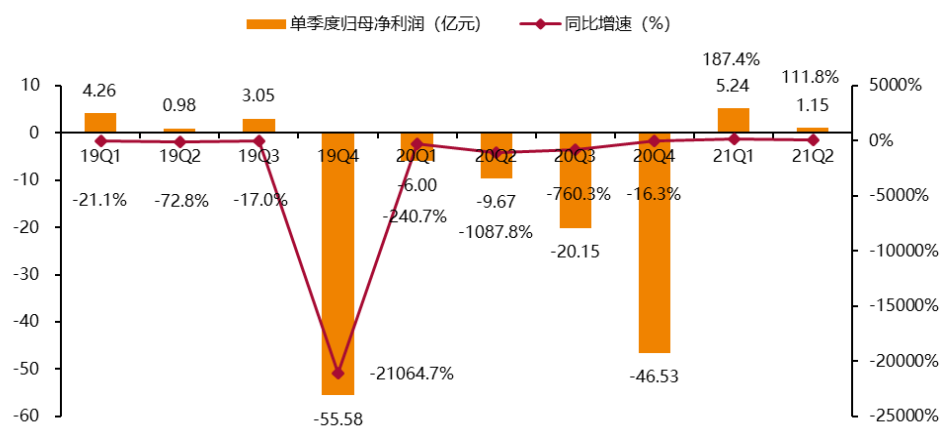
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2021H1 万达电影 2019Q1-2021Q2 单季度营业收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：万达电影 2019Q1-2021Q2 单季度归母净利润

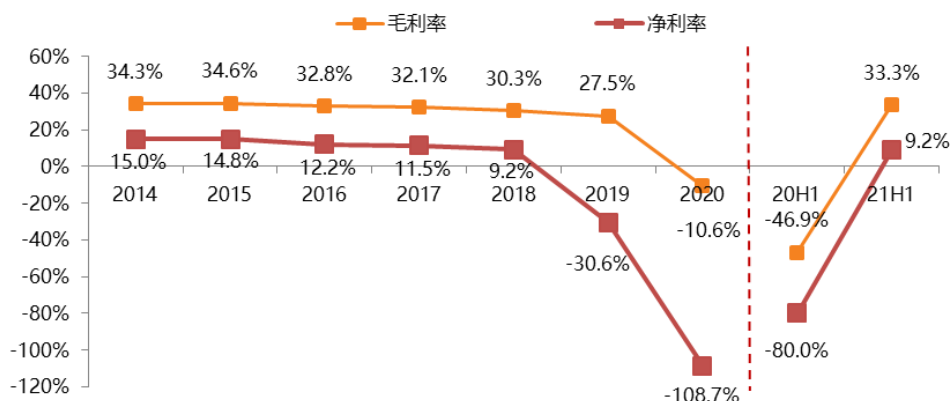


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2021 年上半年，面对后疫情时代的行业变化和短期经营压力，公司进一步加强成本控制，持续与影城业主商谈租金和物业费减免，优化人力成本和采购成本，节能降耗，降低影院运营支出。

公司 21H1 毛利率为 33.33%，相比 19 年同期增长 5.7pct，净利率为 9.23%，相比 19 年同期增长 2.3pct。其中 21Q2 毛利率 28.69%，净利率 3.95%。

图 5：万达电影 2014-2020，2020H1、2021H1 整体业务毛利率及净利率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务看，21H1 观影实现营收 40.40 亿元，同比增加 658.32%，相比 19 年下降 13.2%，毛利率 13.38%；广告实现营收 4.82 亿元，同比增加 72.87%，相比 19 年下降 57.7%；商品、餐饮销售业务实现营收 7.78 亿元，同比上升 303.42%，相比 19 年下降 16.8%，毛利率 65.99%。

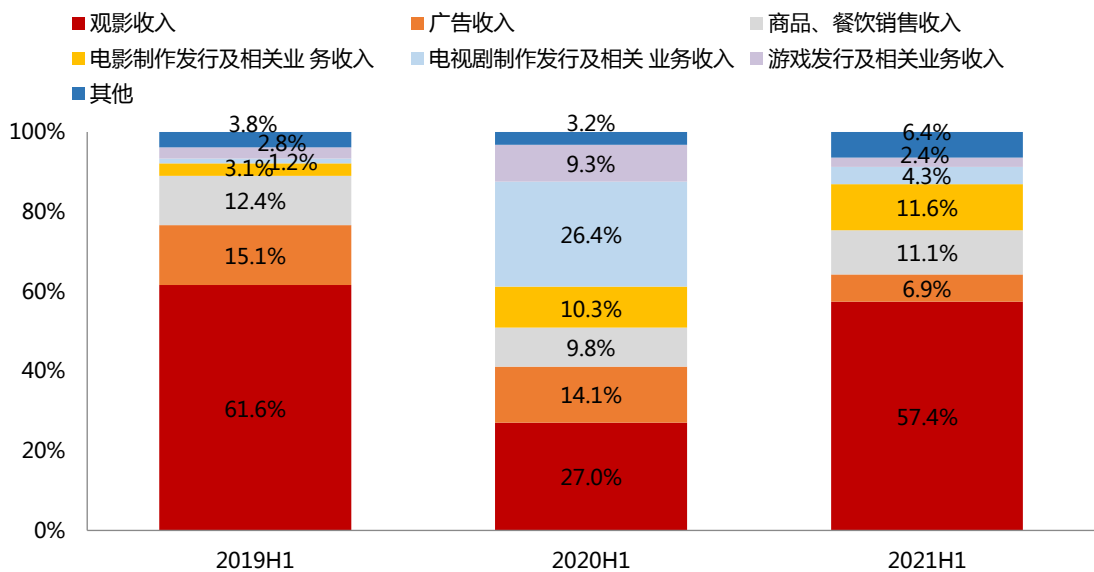
21H1 电影制作发行及相关业务实现营收 8.16 亿元，同比上升 303.04%，毛利率 69.47%；电视剧发行及相关业务实现营收 3.01 亿元，同比下降 42.13%；游戏发行及相关业务实现营收 1.67 亿元，同比下降 8.93%；其他业务实现营收 4.51 亿元，同比上升 618.15%。

图 6：万达电影 2021 年上半年分业务营业收入、营业成本、毛利率及变动情况

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
观影收入	40.40	35.00	13.38%	658.32%	98.72%	243.92%
广告收入	4.82			72.87%		
商品、餐饮销售收入	7.78	2.65	65.99%	303.42%	89.72%	38.31%
电影制作发行及相关业务收入	8.16	2.49	69.47%	303.04%	51.28%	50.82%
电视剧制作发行及相关业务收入	3.01			-42.13%		
游戏发行及相关业务收入	1.67			-8.93%		
其他	4.51			618.15%		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

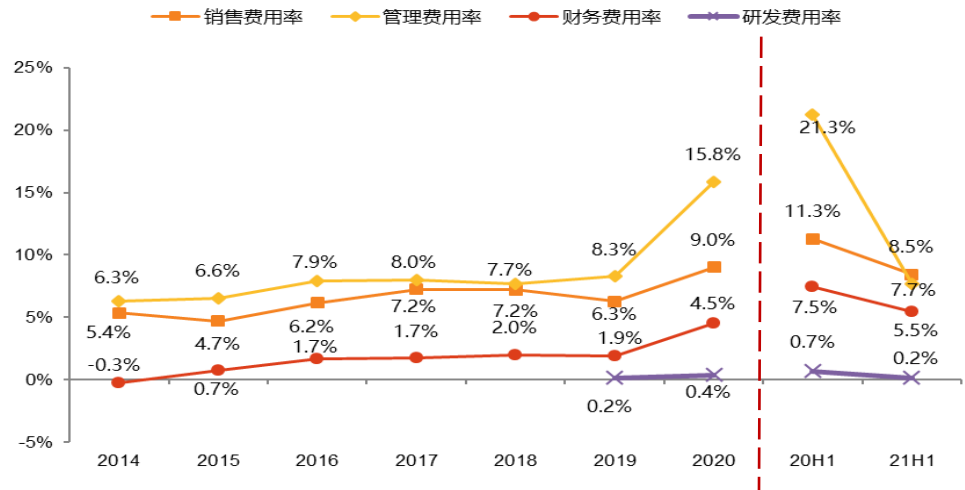
图 7：万达电影 2019H1-2021H1 分项业务收入比重（分产品）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

21H1 公司销售费用 5.95 亿元，同比增长 166.75%，主要由于影片广告宣发费增加所致，销售费用率 8.46%，同比下降 2.85pct；管理费用 5.43 亿元，同比增长 29.47%，管理费用率 7.72%，同比下降 13.55pct；财务费用 3.86 亿元，同比增长 160.93%，主要由于执行新租赁准则，新增加未确认融资费用摊销所致，财务费用率 5.48%，同比下降 2.01pct；研发费用 1269.27 万元，同比下降 6.45%，研发费用率 0.18%，同比下降 0.51pct。

图 8：万达电影 2014-2020，2020H1、2021H1 费用率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 2021 年上半年经营分析

### 2.1. 院线电影放映业务

2021 年上半年，全国实现总票房 250.3 亿元（不含服务费），较 2019 年同期下降 13.8%，观影人次 6.8 亿，较 2019 年同期下降 15.9%。万达影城 21H1 实现票房 35.5 亿元，较 2019 年同期下降 9.1%，降幅小于全国，观影人次 9,181 万，较 2019 年同期增长 1.1%，万达指标高于行业平均水平。

2021 年上半年，公司新开业自营影院 24 家，关停经营效率较差的影院 7 家；特许经营加盟方面，上半年公司完成意向签约影院 88 家，新开业特许经营加盟影院 17 家。

截至 2021 年 6 月 30 日公司拥有已开业影院 712 家，6,174 块银幕，其中直营影院 664 家，5,815 块银幕，特许经营加盟影院 48 家，359 块银幕，同时公司下属澳洲院线拥有境外影院 55 家，483 块银幕。

2021 年 1-6 月，公司旗下影院（含特许经营加盟）累计市场占有率为 15%，单月市场份额最高于 2021 年 3 月达到 17.8%，较往年有明显提升。同时，随着境外疫情形势好转，好莱坞影片陆续上映，公司下属澳洲院线经营业绩逐步恢复，亏损幅度已明显收窄，累计实现票房 3.9 亿元，观影人次 488.8 万，市场份额提升至 23.6%。

### 2.2. 影视投资制作与发行业务

2021 年上半年，由万达影视主投主控的电影《海底小纵队：火焰之杯》和《唐人街探案 3》上映，其中《唐人街探案 3》实现票房 45.23 亿元，打破多项中国影史记录。

子公司新媒诚品继续聚焦精品电视剧与网剧创作，各项业务稳步推进，保持稳定和较高质量的作品输出。同时，新媒诚品积极建立和维护与各大平台的良好合作关系，持续推进影视剧项目的播出和回款，经营业绩较上年同期有较大幅度提升。21 年上半年，由新媒诚品参与投资制作的《妈妈在等你》《号手就位》《雁归西窗月》《琉璃》4 部剧集先后播出。

### 2.3. 网络游戏发行与运营业务

子公司互爱互动新发行游戏 6 款，其中国内游戏 2 款，海外游戏 4 款，新取得版号 3 款，在港澳台、东南亚地区成功发行了《圣斗士星矢》《关于我转生成为史莱姆这档事》等多款产品。其中，重点 IP 游戏《圣斗士星矢：正义传说》于 2021 年 6 月 22 日在国内公测上线，在先期海外成功发行的基础上，借助公司影院线下及线上优质资源营销推广，截至目前成为互爱互动发行首月流水最高的产品。

## 3. 2021 年下半年展望

### 3.1. 院线电影放映业务

2021 年下半年以来，全国多个地区相继发生聚集性疫情，根据疫情防控要求和《国家电影局关于进一步加强当前电影院疫情防控工作的通知》，国内中高风险地区影院暂停营业，低风险地区影院严格执行不超过 75% 的上座率限制，截至中报披露日，公司仍有 69 家下属影院暂停营业。

同时受疫情影响，8 月份《长津湖》等重点影片纷纷改档，缺乏新片支撑导致观众观影意愿下降，2021 年暑期档大盘票房大幅下滑，公司短期面临一定的经营压力。

虽然近期疫情反复使暑期档受到较大影响，但预计全国恢复常态化管控后，随着国庆档、贺岁档等重要档期提振和进口影片的定档，全国电影票房预计继续恢复，公司放映业务有望受行业复苏进一步改善，深化内容布局下协同效应也将逐步兑现。

### 3.2. 影视投资制作与发行业务

2021 年下半年，万达影视将确保重点影片的上映和重要项目的开发筹备，由其主投或主控的《大头儿子小头爸爸 4》《2 哥来了怎么办》《我的父亲焦裕禄》等影片已分别于 7 月、8 月上映，《陪你很久很久》《没有一个春天不会来临》《皮皮鲁与鲁西西之罐头小人》《天星术》《小伍哥（暂定名）》等多部电影预计将择机上映。截至本报告披露日，《外太空的莫扎特》《维和防暴队》等重点影片即将拍摄制作完成。

2021 年下半年，新媒诚品参与投资制作的《亲爱的爸妈》已于 8 月在北京卫视播出，《最灿烂的我们》《一见倾心》《谢谢你医生》等多部剧集预计也将陆续播出。

### 3.3. 网络游戏发行与运营业务

2021 年下半年，互爱互动将继续专注头部产品，巩固加强公司在体育类游戏领域的优势，同时深入挖掘 IP 改编价值，增加产品储备，《潮人篮球 2》《关于我转生变成史莱姆这档事》（国内）《未来足球》等多款游戏预计将发行上线。

### 3.4. 广告与传媒业务

2021 年下半年，万达传媒在努力提高映前广告收入的基础上，将进一步整合全国万达广场广告业务资源，业务范围拓展至全国万达广场广告、万达影院广告、楼宇灯箱广告、直播电商等，紧抓行业机遇，逐步实现从传统银幕广告向整合营销广告的战略转型，提升整体盈利能力。

## 4. 投资建议

电影市场上半年持续复苏，但下半年局部疫情反复等因素，使得下半年恢复进度受到影响。短期行业虽仍有疫情影响，但优质电影龙头的中长期逻辑并未改变，中小企业在行业寒冬

中会加速出清，头部公司一旦通过融资或者其他策略度过困境，竞争优势和市场份额有望持续提升。考虑电影市场恢复进度低于前期预期，我们下调公司归母净利润（前值 16.07 亿/20.47 亿/23.75 亿元），预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 11.06 亿/17.01 亿/21.09 亿元，对应 21-23 年 PE 分别为 29.5x/19.2x/15.5x，维持买入评级。

风险提示：疫情影响，电影市场恢复不达预期，电影项目票房不达预期，电视剧及游戏等项目收益不达预期，经营业绩波动下现金流风险，行业监管趋严



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,463.17	4,979.02	5,755.07	9,117.96	14,749.73
应收票据及应收账款	2,309.96	1,874.37	1,869.95	3,207.47	2,516.05
预付账款	1,217.99	717.20	549.09	1,341.38	912.77
存货	2,154.48	1,766.73	185.46	2,515.21	490.32
其他	1,177.94	1,275.16	1,125.41	1,193.38	1,347.30
<b>流动资产合计</b>	<b>9,323.54</b>	<b>10,612.49</b>	<b>9,484.97</b>	<b>17,375.39</b>	<b>20,016.16</b>
长期股权投资	96.82	71.69	71.69	71.69	71.69
固定资产	2,850.54	2,545.80	3,096.10	3,349.18	3,315.86
在建工程	217.60	45.78	88.04	117.63	138.34
无形资产	1,121.02	955.37	1,094.56	1,081.12	1,065.05
其他	12,878.56	9,244.92	9,385.12	9,284.04	9,011.80
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,164.54</b>	<b>12,863.57</b>	<b>13,735.52</b>	<b>13,903.66</b>	<b>13,602.74</b>
<b>资产总计</b>	<b>26,488.08</b>	<b>23,476.06</b>	<b>23,220.49</b>	<b>31,279.05</b>	<b>33,618.90</b>
短期借款	3,455.46	4,643.60	3,000.00	2,700.00	2,700.00
应付票据及应付账款	1,685.62	1,838.98	2,909.59	1,181.54	1,448.30
其他	4,800.01	6,423.20	3,884.30	4,968.69	4,887.19
<b>流动负债合计</b>	<b>9,941.09</b>	<b>12,905.77</b>	<b>9,793.90</b>	<b>8,850.23</b>	<b>9,035.49</b>
长期借款	2,100.00	0.00	1,800.00	1,800.00	1,800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	308.52	288.39	298.45	293.42	295.94
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,408.52</b>	<b>288.39</b>	<b>2,098.45</b>	<b>2,093.42</b>	<b>2,095.94</b>
<b>负债合计</b>	<b>12,349.61</b>	<b>13,194.17</b>	<b>11,892.35</b>	<b>10,943.66</b>	<b>11,131.43</b>
少数股东权益	306.33	141.72	164.29	199.00	242.05
股本	2,078.43	2,230.73	2,230.73	2,230.73	2,230.73
资本公积	8,094.79	10,838.53	10,838.53	18,109.97	18,109.97
留存收益	11,751.33	7,827.45	8,933.13	17,905.66	20,014.70
其他	(8,092.40)	(10,756.53)	(10,838.53)	(18,109.97)	(18,109.97)
<b>股东权益合计</b>	<b>14,138.48</b>	<b>10,281.89</b>	<b>11,328.14</b>	<b>20,335.39</b>	<b>22,487.47</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26,488.08</b>	<b>23,476.06</b>	<b>23,220.49</b>	<b>31,279.05</b>	<b>33,618.90</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(4,721.74)	(6,841.35)	1,105.68	1,701.09	2,109.04
折旧摊销	1,313.41	1,275.63	808.25	1,030.77	1,238.68
财务费用	316.64	297.64	512.22	544.85	594.37
投资损失	(19.29)	(46.21)	(25.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(1,343.93)	2,625.46	2,655.07	(6,250.10)	4,038.49
其它	6,313.74	3,170.95	22.56	34.72	43.04
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,858.83</b>	<b>482.12</b>	<b>5,078.78</b>	<b>(2,968.68)</b>	<b>7,993.62</b>
资本支出	(689.08)	(3,400.19)	1,529.94	1,305.03	1,207.48
长期投资	76.28	(25.13)	0.00	0.00	0.00
其他	(931.45)	2,575.80	(3,044.94)	(2,575.03)	(2,387.48)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,544.25)</b>	<b>(849.52)</b>	<b>(1,515.00)</b>	<b>(1,270.00)</b>	<b>(1,180.00)</b>
债权融资	6,643.76	7,003.51	4,810.00	5,684.96	5,097.48
股权融资	3,967.19	2,695.66	(590.22)	6,730.60	(590.37)
其他	(10,653.57)	(6,808.31)	(7,007.51)	(4,814.00)	(5,688.96)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(42.62)</b>	<b>2,890.86</b>	<b>(2,787.73)</b>	<b>7,601.56</b>	<b>(1,181.84)</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>271.95</b>	<b>2,523.46</b>	<b>776.05</b>	<b>3,362.88</b>	<b>5,631.77</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>15,435.36</b>	<b>6,295.48</b>	<b>13,479.55</b>	<b>17,575.69</b>	<b>19,812.18</b>
营业成本	11,195.39	6,963.11	9,497.14	12,152.98	13,524.87
营业税金及附加	478.94	116.76	350.47	456.97	515.12
营业费用	969.77	567.14	1,037.93	1,318.18	1,485.91
管理费用	1,279.67	997.17	1,037.93	1,283.03	1,386.85
研发费用	25.57	25.06	33.70	42.18	51.51
财务费用	297.21	283.98	512.22	544.85	594.37
资产减值损失	(5,897.85)	(4,351.29)	(30.00)	(43.00)	(46.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.29	46.21	25.00	30.00	30.00
其他	11,583.03	8,578.73	(190.00)	(174.00)	(168.00)
<b>营业利润</b>	<b>(4,515.66)</b>	<b>(6,931.39)</b>	<b>1,205.16</b>	<b>1,964.51</b>	<b>2,437.55</b>
营业外收入	20.69	21.67	20.00	20.00	20.00
营业外支出	59.13	31.38	12.00	12.00	12.00
<b>利润总额</b>	<b>(4,554.11)</b>	<b>(6,941.09)</b>	<b>1,213.16</b>	<b>1,972.51</b>	<b>2,445.55</b>
所得税	167.64	(99.74)	84.92	236.70	293.47
<b>净利润</b>	<b>(4,721.74)</b>	<b>(6,841.35)</b>	<b>1,128.24</b>	<b>1,735.81</b>	<b>2,152.08</b>
少数股东损益	6.85	(172.65)	22.56	34.72	43.04
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(4,728.59)</b>	<b>(6,668.70)</b>	<b>1,105.68</b>	<b>1,701.09</b>	<b>2,109.04</b>
每股收益(元)	(2.12)	(2.99)	0.50	0.76	0.95

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.56%	-59.21%	114.11%	30.39%	12.72%
营业利润	-384.06%	53.50%	-117.39%	63.01%	24.08%
归属于母公司净利润	-465.25%	41.03%	-116.58%	53.85%	23.98%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.47%	-10.60%	29.54%	30.85%	31.73%
净利率	-30.63%	-105.93%	8.20%	9.68%	10.65%
ROE	-34.19%	-65.77%	9.90%	8.45%	9.48%
ROIC	-35.68%	-48.73%	20.81%	39.35%	21.81%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.62%	56.20%	51.21%	34.99%	33.11%
净负债率	29.57%	19.69%	-8.34%	-16.88%	-42.92%
流动比率	0.94	0.82	0.97	1.96	2.22
速动比率	0.72	0.69	0.95	1.68	2.16
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.65	3.01	7.20	6.92	6.92
存货周转率	13.16	3.21	13.81	13.02	13.18
总资产周转率	0.62	0.25	0.58	0.64	0.61
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-2.12	-2.99	0.50	0.76	0.95
每股经营现金流	0.83	0.22	2.28	-1.33	3.58
每股净资产	6.20	4.55	5.00	9.03	9.97
<b>估值比率</b>					
市盈率	-6.91	-4.90	29.54	19.20	15.48
市净率	2.36	3.22	2.93	1.62	1.47
EV/EBITDA	4.66	14.10	11.36	7.22	4.53
EV/EBIT	5.03	18.48	17.18	10.33	6.45

### 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