

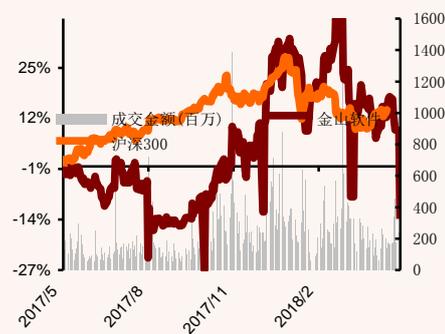
方正证券研究所证券研究报告

传媒&海外首席分析师: 杨仁文
执业证书编号: S1220514060006

联系人: 陈梦竹

E-mail: chenmengzhu@foundersec.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《金山软件 (03888.HK): 30 年进击, 从软件到软件互联网, 办公、游戏、云、互联网出海, 不断孕育新增长引擎》2018.05.08

请务必阅读最后特别声明与免责条款

金山软件(03888)

公司研究

传媒行业

公司事件点评报告

2018.05.23/推荐(维持)

事件:公司公告 18 年一季报, 实现营收 12.64 亿元 (YoY+4.1%, QoQ-8.5%), 营业利润 0.26 亿元 (YoY-90.2%, QoQ-81.1%), 持续经营业务净利润 0.53 亿元 (YoY-70.1%, QoQ-77.3%), 净利润 0.53 亿元 (YoY-81.0%, QoQ-97.8%), 归母净利润 1.18 亿元 (YoY-50.4%, QoQ-95.2%)。

我们的观点:

1、公司 18Q1 营收较为稳定 (YoY+4%, QoQ-8.5%), 但由于新游戏延期上线, 毛利率偏低的云业务营收占比逐步提升, 公司持续经营业务净利率下降, 18Q1 实现归母净利 1.18 亿元 (YoY-50.4%, QoQ-95.2%), 短期内业绩承压。

(1) 公司 18Q1 实现营收 12.64 亿 (YoY+4.2%, QoQ-8.5%), 其中云服务 (YoY+56.1%, QoQ+4.2%)、办公软件及服务及其他收入 (YoY+66.3%, QoQ-6.5%) 保持较快增长, 但由于缺乏新重磅游戏上线, 网络游戏业务短期内承压 (YoY-22.6%, QoQ-15.8%)。

(2) 业务结构调整导致公司 18Q1 营业成本上升至 6.48 亿 (YoY+27.2%, QoQ+5.9%), 毛利率下降至 48.7% (YoY-9.3pct, QoQ-7.0pct)。

(3) 公司研发费用率继续攀升, 18Q1 达 30.1% (YoY+4pct, QoQ+1pct), 销售及管理费用率为 16.6% (YoY+5pct, QoQ-2pct), 且由于联营公司收入下降、股份酬金成本以及所得税等因素影响, 18Q1 公司持续经营业务利润率下降至 4.2% (YoY-10.5%, QoQ-12.8%)。

2、**游戏业务:** 18H1 承压, 伴随《云裳羽衣》(预计将于 18Q2 末上线)、《剑网 3: 指尖江湖》(预计将于 18 年 8-9 月上线) 等新重磅端转手游陆续上线, 有望在下半年重拾增势。

3、**云服务业务:** 18Q1 保持平稳增长, 推出面向智能 CDN3.0 时代的产品 HCDN, 在保持在视频云、游戏云行业领先地位的同时, 在 AI、政务云、私有云等多样化业务持续突破。

4、**WPS 业务:** 18Q1 保持良好增势, 首次发布党政办公解决方案——WPS 政务办公云, 同时保持内容增值业务、个人订阅业务快速发展, WPS Office 下载量、内部付费等指标持续领跑移动办公市场。

5、**盈利预测与估值:** 我们预计公司 18-19 年净利分别为 10.66/13.38 亿, 对应 EPS 分别为 0.78/0.97 元, 对应 PE 分别为 30/24X, 维持“推荐”评级。

风险提示: 游戏产品上线及市场表现不及预期, 云服务业务拓展不及预期, 市场竞争加剧, 核心人才流失, 政策监管趋严, 汇兑损益风险等。

盈利预测:

单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	5181.29	6718.42	8393.84	10149.56
(+/-) (%)	-37.44	29.67	24.94	20.92
净利润	3201.84	1065.61	1338.12	1590.57
(+/-) (%)	1282.64	-66.72	25.57	18.87
EPS(元)	2.33	0.78	0.97	1.16
P/E	9.87	29.65	23.61	19.86

数据来源: wind 方正证券研究所

图表目录

图表 1: 公司主要业绩指标	3
图表 2: 公司分业务收入情况	4
图表 3: 公司分季度主营业务收入构成 (单位: 百万元)	4
图表 4: 公司分季度毛利润及毛利率情况	4
图表 5: 公司分季度费用情况	5
图表 6: 公司分季度费用率情况	5
图表 7: 公司分季度持续经营业务净利率	6
图表 8: 公司网络游戏用户数据	6
图表 9: 公司 18 年手游 pipeline	7
图表 10: 部分移动办公产品下载量预估	8
图表 11: WPS Office 在 IOS 畅销榜排名	8

事件:

1、公司公告 18 年一季报,

(1)整体业绩:公司 18Q1 实现营收 12.64 亿元(YoY+4.1%, QoQ-8.5%), 营业利润 0.26 亿元 (YoY-90.2%, QoQ-81.1%), 持续经营业务净利润 0.53 亿元 (YoY-70.1%, QoQ-77.3%), 净利润 0.53 亿元 (YoY-81.0%, QoQ-97.8%), 归母净利 1.18 亿元 (YoY-50.4%, QoQ-95.2%)。

(2)分业务收入:18Q1 公司实现网络游戏收入 6.32 亿元 (YoY-22.6%, QoQ-15.8%, 营收占比 50%), 云服务收入 4.19 亿元 (YoY+56.1%, QoQ+4.2%, 营收占比 33%), 办公软件及其他收入 2.12 亿元 (YoY+66.3%, QoQ-6.5%, 营收占比 17%)。

(3)其他财务数据:

毛利率:18Q1 公司实现毛利 6.15 亿 (YoY-12.5%, QoQ-19.9%), 毛利率为 48.7% (YoY-9.3pct, QoQ-7.0pct)。

营业利润率与净利率:18Q1 公司营业利润率为 2.1% (YoY-19.8pct, QoQ-7.9pct), 持续经营业务净利率 4.2% (YoY-10.5pct, QoQ-12.8%)。

费用情况:2018Q1 公司销售费用 1.27 亿元 (YoY+3.3pct, QoQ-2.6pct), 营收占比 10.0%; 管理费用 0.83 亿元 (YoY+1.9pct, QoQ+0.8pct), 营收占比 6.6%; 财务费用-0.14 亿元。研发费用 3.80 亿元 (经调整 YoY+3.6pct, QoQ+1.0pct), 营收占比 30.1%。

现金流:2018Q1 净经营性现金流为 9.76 亿, 期末现金及现金等价物为 29.74 亿, 账上现金及银行存款 95.53 亿。

2、预计 18Q2 公司可赎回可转换优先股应计利息费用 (非现金性质) 约人民币 8 千万元, 若 18Q2 美元兑人民币汇率上升, 公司将出现汇兑损失。

我们的观点:

1、公司 18Q1 营收较为稳定 (YoY+4%, QoQ-8.5%), 但由于新游戏延期上线, 毛利率偏低的云业务营收占比逐步提升, 公司持续经营业务净利率下降, 18Q1 实现归母净利 1.18 亿元 (YoY-50.4%, QoQ-95.2%), 短期内业绩承压。

图表 1: 公司主要业绩指标

项目 (百万元)	2017Q1			2017Q2			2017Q3			2017Q4			2018Q1		
	金额	YoY	QoQ	金额	YoY	QoQ	金额	YoY	QoQ	金额	YoY	QoQ	金额	YoY	QoQ
营收	1,213.37	-30.7%	-52.2%	1,284.41	-27.2%	5.9%	1,303.01	-41.5%	-1.4%	1,380.50	-45.6%	5.9%	1,263.72	4.1%	-8.5%
营运溢利	265.20	141.1%	-34.8%	260.80	-	-1.7%	150.42	-46.2%	-42.3%	137.49	-66.2%	-8.6%	25.96	-90.2%	-81.1%
持续经营业务利润	178.39	62.2%	-32.2%	222.81	128.4%	24.9%	141.86	-7.5%	-36.3%	235.21	-10.6%	65.8%	53.39	-70.1%	-77.3%
净利润	280.27	119.1%	-15.9%	284.65	131.2%	1.6%	272.21	70.0%	-4.4%	2,459.50	638.4%	803.5%	53.39	-81.0%	-97.8%
归母净利	238.47	78.2%	-8.7%	250.04	-131.0%	4.9%	238.46	68.3%	-4.6%	2,474.86	847.0%	937.9%	118.39	-50.4%	-95.2%
归母扣非净利	136.60	2.1%	-47.7%	188.20	-123.3%	37.8%	108.12	-23.7%	-42.6%	250.57	-4.1%	131.8%	118.39	-13.3%	-52.8%
净经营性活动现金流	612.95	512.6%	-19.5%	504.88	46.7%	-17.6%	623.48	232.0%	23.5%	149.08	-80.4%	-76.1%	97.60	-84.1%	-34.5%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

(1) 公司 18Q1 实现营收 12.64 亿 (YoY+4.2%, QoQ-8.5%), 其中云服务 (YoY+56.1%, QoQ+4.2%)、办公软件及服务及其他收入 (YoY+66.3%, QoQ-6.5%) 保持较快增长, 但由于缺乏新重磅游戏上线, 网络游戏业务短期内承压 (YoY-22.6%, QoQ-15.8%)。

公司 18Q1 实现网络游戏收入 6.32 亿元 (YoY-22.6%, QoQ-15.8%), 云服务收入 4.19 亿元 (YoY+56.1%, QoQ+4.2%), 办公软件及其他收入 2.12 亿元 (YoY+66.3%, QoQ-6.5%)。网络游戏业务收入下降主要系公司旗舰端游产品《剑网 3》的部分用户短期内被 PlayerUnknown's Battlegrounds (PUBG) 游戏抢占, 旗下《剑侠情缘 1》手游已上线两

年，其收入随生命周期收入自然回落，且新游戏上线延期。伴随18Q2-18Q4 新手游陆续上线，网络游戏收入有望重拾增长。

图表 2：公司分业务收入情况

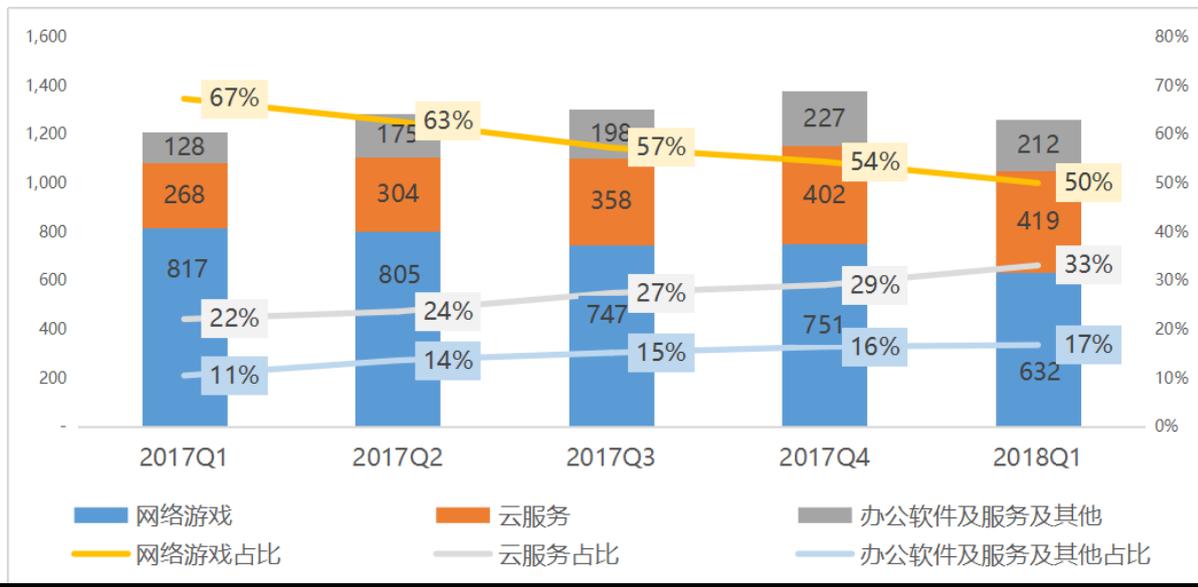
项目 (百万元)	2017Q1			2017Q2			2017Q3			2017Q4			2018Q1		
	金额	YoY	QoQ	金额	YoY	QoQ	金额	YoY	QoQ	金额	YoY	QoQ	金额	YoY	QoQ
持续经营业务收入	1,213.37	82.1%	-6.2%	1,284.41	71.0%	5.9%	1,303.01	16.0%	1.4%	1,380.50	6.8%	5.9%	1,263.73	4.2%	-8.5%
网络游戏	817.15	78.9%	-0.4%	805.00	68.8%	-1.5%	746.66	-5.7%	-7.2%	751.38	-8.4%	0.6%	632.38	-22.6%	-15.8%
云服务	268.45	108.4%	5.2%	304.03	97.0%	13.3%	358.10	80.1%	17.8%	401.95	57.5%	12.2%	418.92	56.1%	4.2%
办公软件及服务及其他	127.77	58.3%	-41.3%	175.39	46.3%	37.3%	198.26	49.6%	13.0%	227.17	4.4%	14.6%	212.43	66.3%	-6.5%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

(2)业务结构调整导致公司18Q1 营业成本上升至6.48亿(YoY+27.2%, QoQ+5.9%)，毛利率下降至48.7% (YoY-9.3pct, QoQ-7.0pct)。

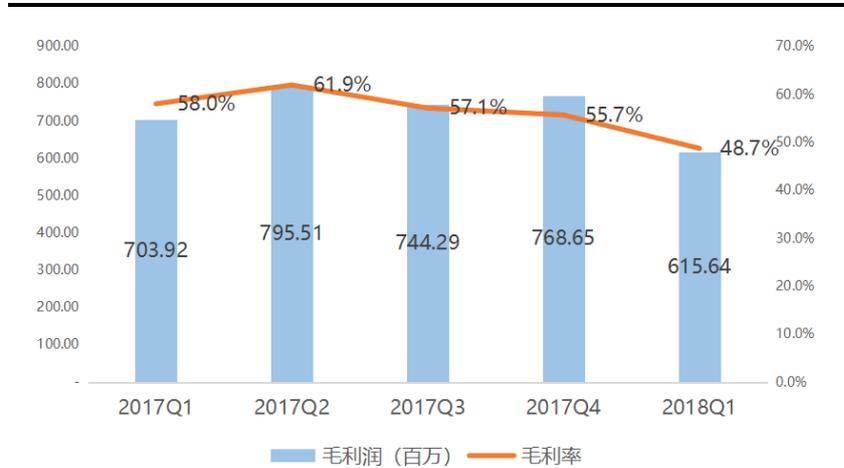
由于公司云服务业务发展迅速，云服务用户的使用量增加，与此相关的频宽及互联网数据中心成本也相应增加，使得公司整体营业成本上升显著。在营收构成上，毛利率偏低的云服务业务发展迅速（18Q1 营收占比达33%，YoY+11pct、QoQ +4pct），而毛利率偏高的网络游戏业务营收占比下滑（18Q1 营收占比达50%，YOY-17pct、QoQ-4pct），导致公司整体毛利率有所下滑，但云市场具有巨大的可见市场前景，长期收入增长潜力较大。

图表 3：公司分季度主营业务收入构成（单位：百万元）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表 4：公司分季度毛利润及毛利率情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

(3)公司研发费用率继续攀升,18Q1达30.1%(YoY+4pct, QoQ+1pct),销售及管理费用率为16.6%(YoY+5pct, QoQ-2pct),且由于联营公司收入下降、股份酬金成本以及所得税等因素影响,18Q1公司持续经营业务利润率下降至4.2%(YoY-10.5%, QoQ-12.8%)。

公司18Q1研发费用为3.80亿元,占主营业务收入比为30.1%,同比上升3.6个百分点,环比上升1.0个百分点。公司18Q1销售费用为1.27亿元,占主营业务收入比为10.0%,同比上升3.3个百分点,环比下降2.6个百分点,主要系相应季度网络游戏业务的广告及市场推广费用的变动所致。公司18Q1管理费用为0.83亿元,占主营业务收入比为6.6%,同比上升1.9个百分点,环比上升0.8个百分点,主要系员工相关成本以及专业服务费用增加所致。

公司18Q1股份酬金成本为5806万元,同比上升19%,环比上升14%,主要系对特定员工新授予的奖励股份及期权,以及特定附属公司的奖励股份与期权的公允价值增加所致。扣除股份酬金成本前的营业利润为840万元,同比下降73%,环比下降55%。扣除股份酬金成本前的营业利润率为7%,同比下降19个百分点,环比下降7个百分点。

公司18Q1联营公司收入为1976万元,环比下降67%,主要系猎豹移动:1)第一季度广告业务的淡季影响;2)海外第三方广告合作伙伴停止了手机锁屏这一广告模式,引起工具产品及相关业务收入下降。

公司18Q1所得税支出为4308万元,而17Q4所得税收益为547.5万元,主要系17Q4确认了特定的递延所得税资产。

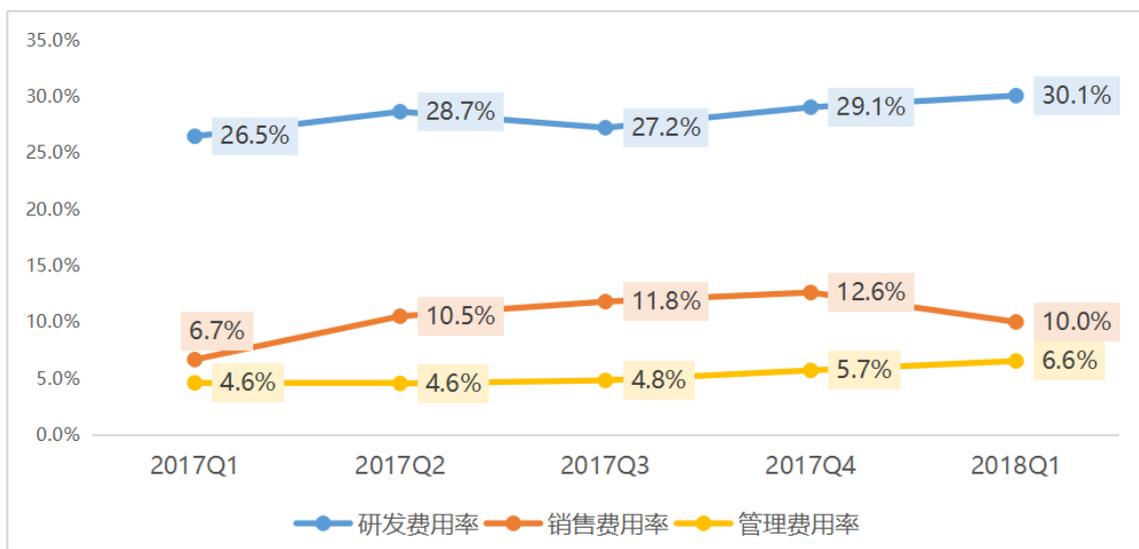
综合上述多种原因,18Q1公司持续经营业务净利润率下降至4.2%(YoY-10.5%, QoQ-12.8%)。

图表5: 公司分季度费用情况

单位: 百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
研发费用	321.44	368.27	355.05	401.29	380.31
销售费用	81.17	135.26	154.08	174.44	126.63
管理费用	56.06	58.65	63.04	79.09	82.89
财务费用	-15.10	-22.96	-23.81	-20.70	-14.21

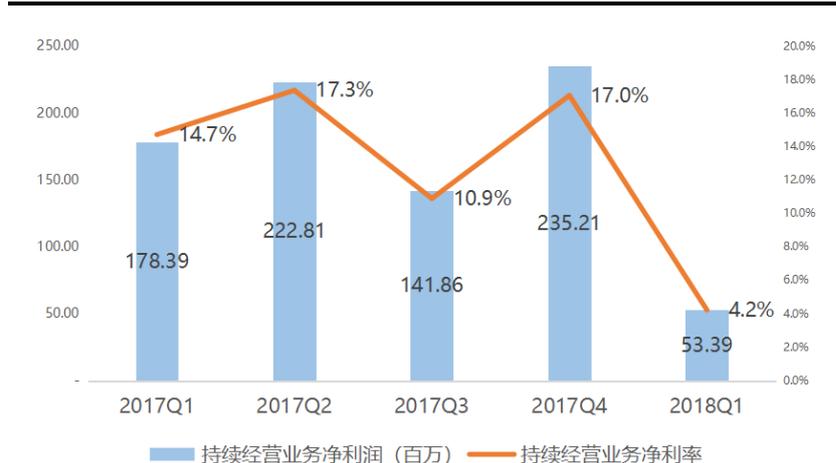
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表6: 公司分季度费用率情况



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表 7：公司分季度持续经营业务净利率

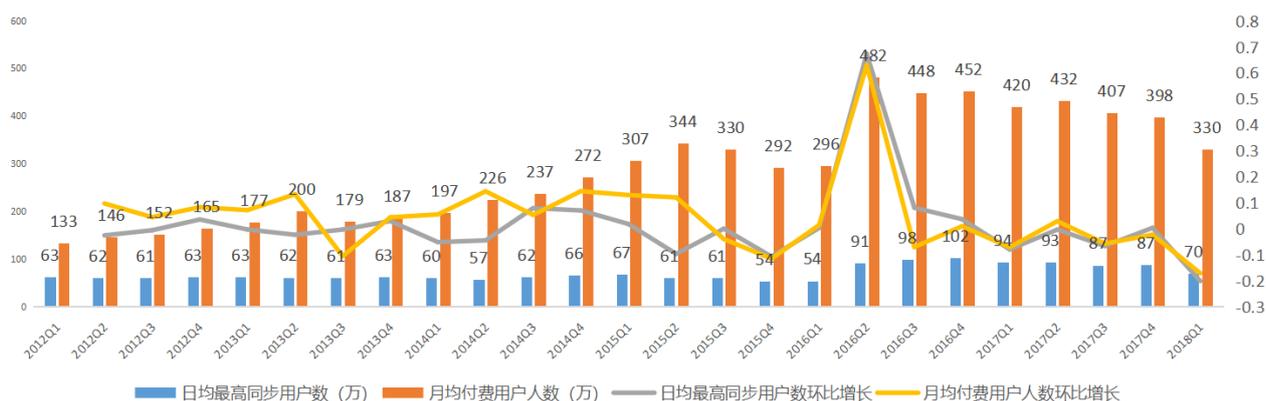


资料来源：公司公告，方正证券研究所

2、游戏业务：18H1 承压，伴随《云裳羽衣》(预计将于 18Q2 末上线)、《剑网 3：指尖江湖》(预计将于 18 年 8-9 月上线)等新重磅端转手游陆续上线，有望在下半年重拾增势。

端游上，受到 PUBG 吃鸡游戏的影响，公司旗舰端游产品《剑网 3》部分用户短期内被抢占；手游上，旗下《剑侠情缘 1》已上线两年，其收入随生命周期收入自然回落，且无新增重磅手游上线，导致公司 18Q1 游戏日均最高同步用户、日均付费用户数环比下降明显，降幅分别达-20%、-17%，游戏收入出现下滑 (YoY-22.6%，QoQ-15.8%)，短期内承压。伴随 18Q2-Q4 《云裳羽衣》《剑网 3：指尖江湖》等新重磅端转手游上线，公司游戏业务有望在下半年重拾增势。

图表 8：公司网络游戏用户数据



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表 9：公司 18 年手游 pipeline

序号	名称	预计进度/上线时间	研发方	发行方	看点	
1	《云裳羽衣》	2018年2月23日限号删档测试结束, 18Q1发布首部宣传片, 预计18Q2末上线	西山居	腾讯	根据《剑侠情缘》IP推出了首款非RPG手游, 是一款以衣服为主题的换装游戏, 采用全新3D风格。	
2	《剑网3: 指尖江湖》	2017年12月20日-12月26日限内测, 预计18年8-9月上线	西山居	腾讯	由西山居原班人马, 基于《剑网3》端游经典设定打造的手游, 完美传承大世界、画风、轻功。除了有对于IP核心内容的传承和再呈现之外, 还在玩法层面进行深度的拓展和尝试, 采用3D格斗的游戏类型, 增加更多动作元素。同时在角色玩法上首创推出“全角色体验”, 玩法玩家可以收集《剑网3》的各个知名角色, 并与其他玩家展开较量。本次端转手将延续《剑网3》端游的“强社交”特性, 并基于移动化的特点进行了更多尝试, 如基于LBS功能在社交和玩法上的拓展, 以及与腾讯双平台深度打通等。	
3	《剑侠情缘2: 剑歌行》	2017年12月5日首次安卓技术测试, 预计18年上线	西山居	腾讯	延续《剑侠情缘1》、《新剑侠情缘》手游玩法, 同时在画面感、社交性、操作性和内容性上不断创新, 使用“虚幻4”引擎, 打造唯美国风武侠大世界, 同时加入丰富多变的天气系统, 在地图中融入地域特征。玩法上, 开放1V1、4V4竞技场、多人战场等多种竞技玩法, 并引入位移、控制、击退等强操作设定。在游戏社交上, 不会将帮会、好友社交关系与利益强行绑定, 从社交根本上解放玩家, 且游戏中加入自由摆摊经济系统。西山居精品武侠坚持轻度休闲+节奏适中+玩法丰富, 除了副本对战、打怪升级外, 还在游戏中加入了如钓鱼、种树、摆摊、温泉等品类繁多的休闲游戏玩法。	

资料来源：公司公告，方正证券研究所

3、云服务业务：18Q1 保持平稳增长，推出面向智能 CDN3.0 时代的产品 HCDN，在保持在视频云、游戏云行业领先地位的同时，在 AI、政务云、私有云等多样化业务持续突破。

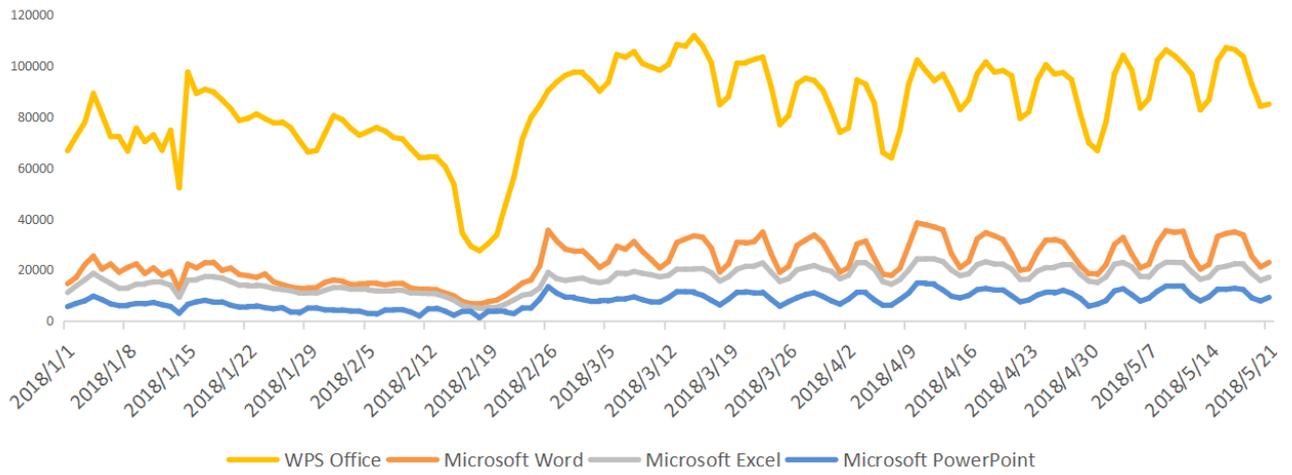
在视频云领域，金山云推出面向智能 CDN3.0 时代的产品 HCDN，可以有效提升视频清晰度，支持 4K-8K 超清分辨率视频在网络中的快速传输，同时能够降低 30%-50% 带宽传输成本，HCDN 的推广有效提升了公司在视频云领域的领先地位，目前公司合作客户包括今日头条、快手、陌陌、Bilibili、凤凰视频、小米等，直播市场上国内排名前 200 的视频直播 APP，大部分均在使用金山视频云。在游戏云领域，通过对战略客户的攻坚取得了明显成效，同时在人工智能技术和区块链解决方案方面不断探索。

除深耕视频、游戏等细分行业，金山云将业务拓展至多个垂直行业，以“云+人工智能”为特色，在智慧金融、智慧城市、智慧医疗、智能制造领域取得多项进展。金融方面，金山云接入新网银行、兴业数金、中金在线等重要客户。政务方面，北京市住房和城乡建设委员会、中关村科技园区管理委员会通过接入金山云实现高效智慧办公业务。同时与兴安盟公安达成合作构建智能安防项目，为云计算在智慧城市和安防领域应用树立了标杆。制造方面，金山云除了基于 AI 等技术为小米 IoT 生态链底层提供支持外，还释放更多云计算能力帮助行业升级。金山云目前正在与联通智网等汽车信息化龙头企业积极探索，通过云计算技术，为汽车行业提供成熟、完善的车联网整体方案。在医疗领域，金山云以云计算技术为基础，继续加大人工智能和大数据在基层医疗信息领域的应用，在实现基层医疗信息系统云化升级的同时，通过智能辅助功能和远程医疗，全方位帮助基层医生提高服务能力。

4、WPS 业务：18Q1 保持良好增势，首次发布党政办公解决方案——WPS 政务办公云，同时保持内容增值业务、个人订阅业务快速发展，WPS Office 下载量、内部付费等指标持续领跑移动办公市场。

18Q1 金山办公继续保持强劲增长，同比增幅达 66%。公司在云办公服务领域持续发力，首次发布针对党政机构的党政办公解决方案——WPS 政务办公云。公司个人云及企业云业务稳步发展，内容增值业务保持良好增长势头。根据七麦数据，公司旗下旗舰产品 WPS office 下载量持续领跑移动办公市场，同时在 IOS 畅销榜中稳居效率榜 TOP2。

图表 10: 部分移动办公产品下载量预估



资料来源: 七麦数据, 方正证券研究所

图表 11: WPS Office 在 IOS 畅销榜排名



资料来源: 七麦数据, 方正证券研究所

5、盈利预测与估值: 我们预计公司 18-19 年净利分别为 10.66/13.38 亿, 对应 EPS 分别为 0.78/0.97 元, 对应 PE 分别为 30/24X, 维持“推荐”评级。

风险提示: 游戏产品上线及市场表现不及预期, 云服务业务拓展不及预期, 市场竞争加剧, 核心人才流失, 政策监管趋严, 汇兑损益风险等。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	10,545.08	12,588.72	14,783.50	17,273.83	营业总收入	5,181.29	6,718.42	8,393.84	10,149.56
现金	3,036.49	4,441.35	6,013.03	7,850.69	营业成本	2,168.91	2,817.72	3,649.03	4,451.94
应收账款	1,167.75	1,564.56	1,954.73	2,363.60	营业税金及附加	-	-	-	-
其它应收款	679.61	920.33	1,149.84	1,390.35	营业费用	544.96	671.84	755.45	913.46
预付账款	-	-	-	-	管理费用	1,653.52	2,082.71	2,518.15	3,044.87
存货	10.33	11.58	15.00	18.30	财务费用	-82.58	333.24	362.17	338.60
其他	5,650.90	5,650.90	5,650.90	5,650.90	资产减值损失	-	-	-	-
非流动资产	7,217.32	6,679.84	6,145.09	5,612.84	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	5,388.18	5,388.18	5,388.18	5,388.18	投资净收益	2,396.41	455.68	483.97	515.64
固定资产	1,329.20	822.88	316.57	-189.75	营业利润	3,586.95	1,268.58	1,593.00	1,916.34
无形资产	355.49	324.32	295.89	269.95	营业外收入	-156.49	-	-	-
其他	144.45	144.45	144.45	144.45	营业外支出	-	-	-	-
资产总计	17,762.40	19,268.56	20,928.59	22,886.67	利润总额	3,430.46	1,268.58	1,593.00	1,916.34
流动负债	3,854.12	4,180.50	4,359.04	4,534.91	所得税	133.83	88.80	111.51	134.14
短期借款	374.17	374.17	374.17	374.17	净利润	3,296.63	1,179.78	1,481.49	1,782.20
应付账款	179.30	463.19	599.84	731.83	少数股东损益	94.79	114.17	143.37	191.63
其他	3,300.65	3,343.14	3,385.03	3,428.92	归属母公司净利润	3,201.84	1,065.61	1,338.12	1,590.57
非流动负债	1,355.32	1,355.32	1,355.32	1,355.32	EBITDA	813.91	1,683.62	2,005.96	2,271.55
长期借款	1,275.82	1,275.82	1,275.82	1,275.82	EPS (元)	2.33	0.78	0.97	1.16
其他	7,950.00	7,950.00	7,950.00	7,950.00					
负债合计	52.09	55.36	57.14	58.90	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	464.38	578.55	721.92	913.56	成长能力				
股本	5.13	5.13	5.13	5.13	营业收入	-0.37	0.30	0.25	0.21
资本公积	12,074.06	12,074.06	12,074.06	12,074.06	营业利润	2.37	-0.65	0.26	0.20
留存收益	-	1,065.61	2,403.73	3,994.30	归属母公司净利润	12.83	-0.67	0.26	0.19
归属母公司股东权益	12,088.59	13,154.20	14,492.32	16,082.89	获利能力				
负债和股东权益	17,762.41	19,268.57	20,928.60	22,886.68	毛利率	0.58	0.58	0.57	0.56
					净利率	0.62	0.16	0.16	0.16
					ROE	0.26	0.08	0.09	0.10
					ROIC	0.74	1.29	1.85	2.37
					偿债能力				
					资产负债率	0.29	0.29	0.27	0.26
					净负债比率	0.22	0.20	0.18	0.16
					流动比率	2.74	3.01	3.39	3.81
					速动比率	2.73	3.01	3.39	3.81
					营运能力				
					总资产周转率	0.29	0.36	0.42	0.46
					应收账款周转率	3.52	4.92	4.77	4.70
					应付账款周转率	14.01	20.91	15.79	15.24
					每股指标(元)				
					每股收益	2.33	0.78	0.97	1.16
					每股经营现金	1.38	0.97	1.10	1.27
					每股净资产	8.80	9.58	10.55	11.71
					估值比率				
					P/E	9.87	29.65	23.61	19.86
					P/B	2.61	2.40	2.18	1.96
					EV/EBITDA	36.58	17.68	14.84	13.11

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

- 强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;
- 推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;
- 中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;
- 减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

- 推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;
- 中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;
- 减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com