

华策影视 (300133)

证券研究报告

2019 年 09 月 06 日

行业调整周期下利润承压，关注后续成本改善效果

华策影视 2019H1 实现营业收入 9.25 亿元，同比下滑 57.7%；归母净利润-5826 万元，同比下降 120.1%，扣非后归母净利润为-1.08 亿元，同比下降 141.1%。2019 年上半年，文化影视行业仍处于行业调整周期。19 年产业链上下游价格逐步回归理性，但由于影视剧项目制作周期较长的特点，公司规模化的前期投入处于相对高成本阶段，播出则处于价格相对理性阶段，导致该部分项目的利润空间受到较大影响。

整体毛利率下降，费用绝对值控制较好，但由于收入规模下降，费用率提升；经营性现金流、应收、预收有所改善，存货保持持平。公司 19 年上半年整体毛利率为 24.28%，同比下降 7.48pct，主要为全网剧毛利率下降较多影响。费用上，销售费用 1.74 亿，同比增长 0.8%，销售费用率 18.8%，同比上升 10.9pct；管理费用（包括研发费用）1.41 亿，同比下降 2.6%，管理费用率 15.3%，同比上升 8.7pct；财务费用 0.32 亿元，同比减少 12.2%，财务费用率 3.5%，同比上升 1.8pct。19H1 经营活动现金流-1.55 亿元，18 年同期为-1.94 亿元，回款增加带来现金流流出减少。截至 19H1 末，应收账款 34.96 亿元，相比期初 42.48 亿元有所下降；预收款项 11.93 亿元，相比期初 8.74 亿元上升；存货 22.79 亿元，相比期初 22.70 亿元基本持平。

受整体影视行业监管形势影响，19H1 全网剧、广告及艺人经纪收入均有下滑。其中全网剧销售：营收 6.58 亿元，同比减少 64.7%，毛利率为 14.9%，同比下降 14.7pct；公司全网剧作品首播 8 部，取证 4 部。电影销售：营收 6692 万元，同比增长 8.2%，毛利率为 51.7%，同比下降 5.6pct；经纪业务：营收 7987 万元，同比减少 37.3%，毛利率 45.1%，同比上升 8.1pct。

公司 19 年积极应对行业变化，加速题材转型和项目新定位，新项目从 19Q3 开始逐步开机制作，后续储备丰富。经过前期经营方针及时调整，公司对于项目题材和定位也进行了重新定位，其中《外交风云》、《觉醒年代》、《绝境铸剑》、《追光者》、《加油，你是最棒的》等入选了广电总局第二批百部规划重点选题名单。同时公司后续储备较为丰富，处于后期制作阶段全网剧 4 部，预计 19 年计划开机作品 14 部。

投资建议：影视内容端从 18 年起在演员薪酬、税收、限价等行业变化下有所调整，当前行业政策预期进一步明确，产业链上下游价格逐步回归理性，上游成本大幅下降，新开机版权剧项目的毛利率趋于稳定，定制剧模式快速发展，但影视公司前期投入特点导致公司业绩需要一定调整时间。随着新项目重新定位、高成本剧加速消化、内部降本增效推进，在下半年有望逐步看到公司成本控制效果，建议关注新剧开机及播出节奏。考虑公司 19 年上半年净亏损情况，我们下调公司 19-21 年净利润至 2.47 亿/4.45 亿/5.39 亿元（前值 19-21 年 5.50 亿/6.10 亿/6.73 亿元），对应 PE54.7x/30.4x/25.1x，维持“增持”评级。

风险提示：全网剧进度不达预期，应收账款回收不达预期，内容监管趋严

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,245.59	5,797.21	3,741.91	4,696.82	5,215.28
增长率(%)	18.01	10.52	(35.45)	25.52	11.04
EBITDA(百万元)	753.06	413.38	239.43	469.86	585.25
净利润(百万元)	634.43	211.22	247.40	444.53	539.31
增长率(%)	32.60	(66.71)	17.13	79.68	21.32
EPS(元/股)	0.36	0.12	0.14	0.25	0.30
市盈率(P/E)	21.11	63.42	54.69	30.44	25.09
市净率(P/B)	1.94	1.93	1.78	1.69	1.60
市销率(P/S)	2.55	2.31	3.62	2.88	2.59
EV/EBITDA	24.47	36.47	46.70	25.15	20.56

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	增持（维持评级）
当前价格	7.63 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,755.67
流通 A 股股本(百万股)	1,381.22
A 股总市值(百万元)	13,395.79
流通 A 股市值(百万元)	10,538.72
每股净资产(元)	3.92
资产负债率(%)	45.11
一年内最高/最低(元)	11.53/6.06

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

- 《华策影视-年报点评报告:行业多重变化下业绩承压，储备力量巩固领军优势》 2019-05-22
- 《华策影视-季报点评:18Q3 季报点评：成长及营运指标良好，四季度业绩确认集中期，关注行业环境对确认进度影响》 2018-11-01
- 《华策影视-半年报点评:全网剧销售稳步提升，毛利率及现金流改善》 2018-08-26



内容目录

未找到图形项目表。	错误!未定义书签。
1. 财报解读：高成本剧消化影响，上半年利润承压	3
2. 19 年上半年业务：青春剧人气验证制作能力，储备作品题材推进转型	6
2.1. 全网剧	6
2.2. 电影	7
2.3. 综艺	8
2.4. 网络大电影	8
3. 2019 年下半年业务计划	9
4. 投资建议	10

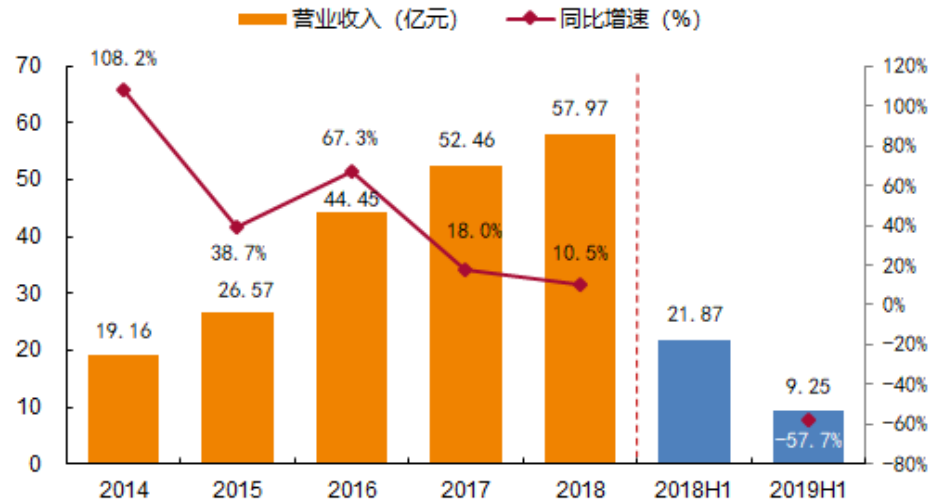
图表目录

图 1：华策影视 2014-2018 年、2018H1 和 2019H1 营业收入及增速	3
图 2：华策影视 2014-2018 年、2018H1 和 2019H1 归母净利润及增速	3
图 3：华策影视 2017Q1-2019Q2 单季度营业收入及同比	4
图 4：华策影视 2017Q1-2019Q2 单季度归母净利润及同比	4
图 5：华策影视 2014-2018 年、2018H1 和 2019H1 整体业务毛利率变化情况	4
图 6：华策影视 2014-2018 年，2018H1 和 2019H1 三项费用率变化情况	5
图 7：华策影视 2018H1、2019H1 分项业务收入比重及变动情况	5
图 8：华策影视 2019 年上半年分项业务财务状况	5
图 9：华策影视 2019 年上半年全网剧首播情况	6

1. 财报解读：高成本剧消化影响，上半年利润承压

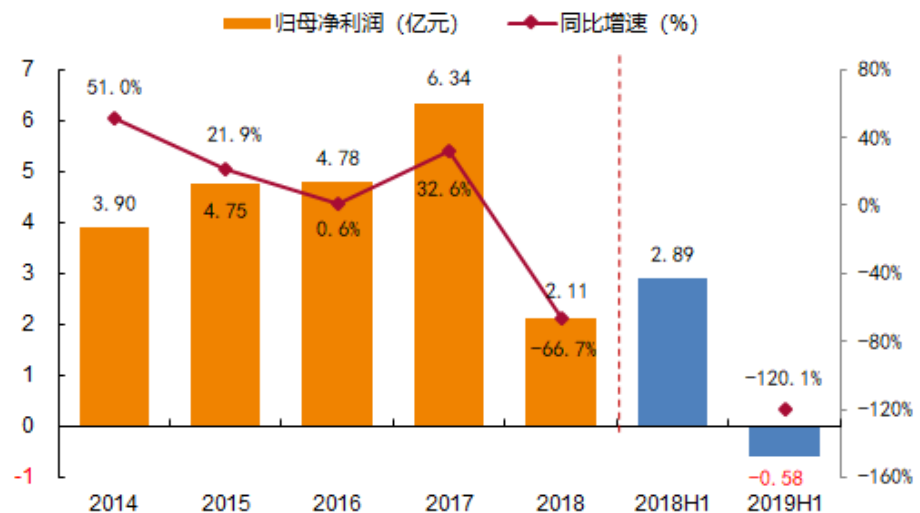
华策影视 2019 年上半年实现营业收入 9.25 亿元，同比下滑 57.7%；归母净利润-5826 万元，同比下降 120.1%，扣非后归母净利润为-1.08 亿元，同比下降 141.1%。2019 年上半年，文化影视行业仍处于行业调整周期。自上一年度政策层面规范行业秩序以来，产业链上下游价格逐步回归理性。由于影视剧项目制作周期较长的特点，公司规模化的前期投入处于相对高成本阶段，播出则处于价格相对理性阶段，导致该部分项目的利润空间受到较大影响。

图 1：华策影视 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

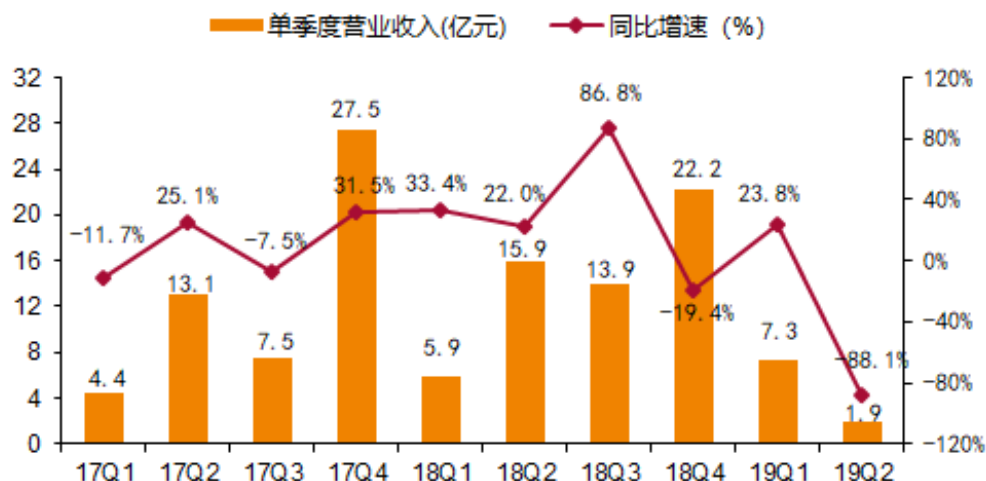
图 2：华策影视 2014-2018 年、2018H1 和 2019H1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

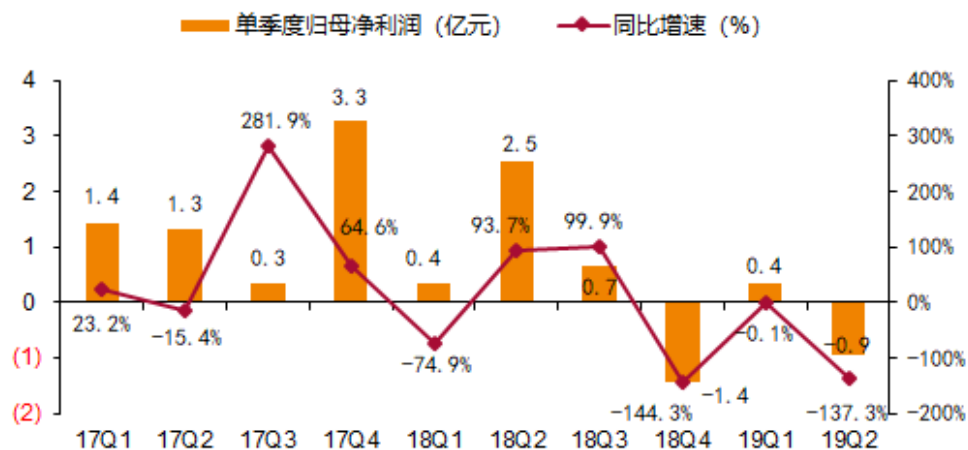
按季度看，19 年二季度实现营收 1.9 亿元，同比下降 88.1%；归母净利润-9431 万元，同比下降 137.3%；扣非后归母净利润-1.16 亿，同比下降 147.8%。

图 3：华策影视 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

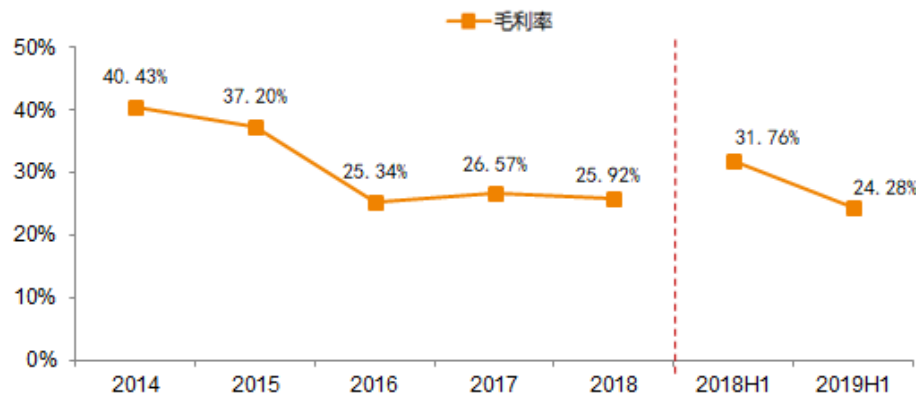
图 4：华策影视 2017Q1-2019Q2 单季度归母净利润及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率上，公司 19 年上半年整体毛利率为 24.28%，同比下降 7.48pct，主要为全网剧毛利率下降拉低整体毛利率。

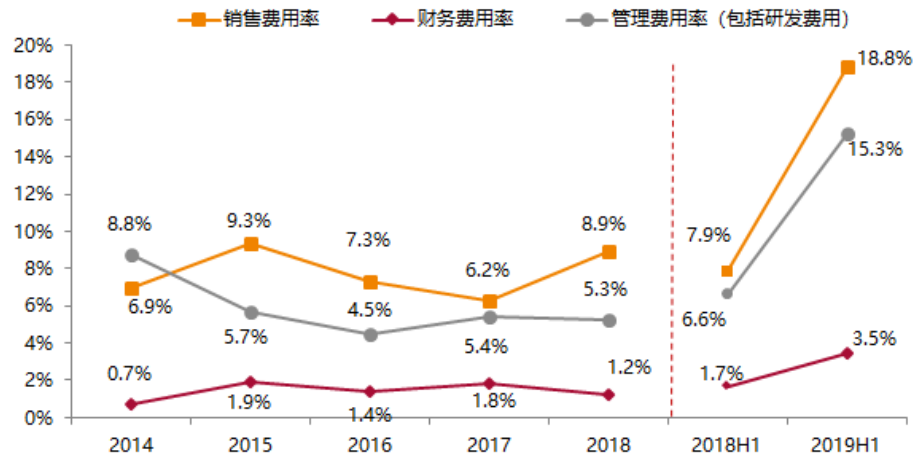
图 5：华策影视 2014-2018 年、2018H1 和 2019H1 整体业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

费用率方面，公司 19H1 销售费用 1.74 亿，同比增长 0.8%，销售费用率 18.8%，同比上升 10.9pct；管理费用（包括研发费用）1.41 亿，同比下降 2.6%，管理费用率 15.3%，同比上升 8.7pct；财务费用 0.32 亿元，同比减少 12.2%，财务费用率 3.5%，同比上升 1.8pct

图 6：华策影视 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

分产品收入构成上，2019 年上半年，全网剧销售为公司最主要收入来源，占比 71.2%，同比下降 14.0pct；其次是经纪业务，占比 8.6%，同比增 2.8pct；电影销售是公司营收第三大来源，占比 7.2%，同比增 4.4pct；另外，影院票房占比 3.7%，同比增长 1.8pct；另外，综艺业务占比 3.0%，广告业务占比 0.8%，音乐业务占比 0.4%。

图 7：华策影视 2018H1、2019H1 分项业务收入比重及变动情况

分产品	18H1	19H1	营收占比同比增减
全网剧销售	85.2%	71.2%	-14.0%
影院票房	1.9%	3.7%	1.8%
电影销售	2.8%	7.2%	4.4%
游戏	0.0%	0.2%	0.2%
广告	1.9%	0.8%	-1.1%
经纪业务	5.8%	8.6%	2.8%
综艺	1.0%	3.0%	2.0%
音乐	0.0%	0.4%	0.4%
其他	1.1%	3.9%	2.8%
其他业务收入	0.4%	1.1%	0.7%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：华策影视 2019 年上半年分项业务财务状况

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
全网剧销售	6.58	5.60	14.9%	-64.7%	-57.3%	-14.7%
影院票房	0.34	0.29	14.1%	-16.7%	-12.3%	-4.3%
电影销售	0.67	0.32	51.7%	8.2%	22.4%	-5.6%
游戏	0.02	0.00	100.0%			100.0%
广告	0.07	0.01	88.3%	-82.4%	-83.9%	1.1%
经纪业务	0.80	0.44	45.1%	-37.3%	-45.4%	8.1%
综艺	0.28	0.16	42.3%	29.6%	23.0%	3.1%
音乐	0.04	0.02	58.7%			58.7%
其他	0.36	0.17	53.8%	50.0%	-29.0%	51.4%
其他业务收入	0.10	0.00	98.8%	20.5%	-12.7%	0.5%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

全网剧销售：营业收入 6.58 亿元，同比减少 64.7%，毛利率为 14.9%，同比下降 14.7pct；
影院票房：营业收入 3400 万元，同比减少 16.7%，毛利率 14.1%，同比下降 4.3pct；
电影销售：营业收入 6692 万元，同比增长 8.2%，毛利率为 51.7%，同比下降 5.6pct；
广告：营业收入 721 万元，同比减少 82.4%，毛利率 88.3%，同比上升 1.1pct；
经纪业务：营业收入 7987 万元，同比减少 37.3%，毛利率 45.1%，同比上升 8.1pct；
综艺：营业收入 2784 万元，同比增长 29.6%，毛利率 42.3%，同比上升 3.1pct；
音乐：营业收入 374 万元，毛利率 58.7%。

2. 19 年上半年业务：青春剧人气验证制作能力，储备作品题材推进转型

2.1. 全网剧

2019 年上半年，公司全网剧作品首播 8 部，取证 4 部。暑期播出《亲爱的、热爱的》代表的青春剧获得较高热度，再次验证公司在青春剧制作能力。同时为应对变化的行业环境，公司对作品开发方向进行了重新定位，《外交风云》、《觉醒年代》、《绝境铸剑》、《追光者》、《加油，你是最棒的》等内容作品入选了国家广播电视总局第二批百部规划重点选题名单，题材转型效果明显。

图 9：华策影视 2019 年上半年全网剧首播情况

序号	剧名	首播时间	集数	卫视首播平台	互联网播出平台
1	《独孤皇后》	2019/2/11	50	/	腾讯、爱奇艺、优酷
2	《我的奇妙男友2之恋恋不忘》	2019/2/14	38	/	芒果TV
3	《我只喜欢你》	2019/4/29	35	/	腾讯、优酷
4	《流淌的美好时光》	2019/7/1	52	湖南卫视	芒果TV、腾讯、爱奇艺、优酷
5	《亲爱的，热爱的》	2019/7/9	41	东方卫视、浙江卫视	爱奇艺、腾讯
6	《宸汐缘》	2019/7/15	60	/	爱奇艺
7	《时间都知道》	2019/7/16	45	北京卫视	腾讯、爱奇艺
8	《加油，你是最棒的》	2019/7/31	44	湖南卫视	腾讯、爱奇艺、优酷

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：2019 年上半年取得发行许可证的全网剧

序号	剧名	集数	日期	证号	取证单位
1	《我的奇妙男友2之恋恋不忘》	38	2019年1月	V1805107190101006	-
2	《你好，安怡》	30	2019/3/22	(沪)剧审字(2019)第005号	上海好剧影视发行有限公司
3	《特案追缉》	29	2019/5/14	(广剧)剧审字(2019)第009号	浙江华策影视股份有限公司
4	《加油，你是最棒的》	44	2019/6/28	(浙)剧审字(2019)第009号	浙江华策影视股份有限公司

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：华策影视 2019 年上半年其他开拍剧进展情况

序号	剧名	题材	集数	时间计划
1	《热血神探》	年代探案	40	2019年Q1已开机
2	《锦绣南歌》	情感	65	2019年Q1已开机
3	《鹿鼎记》	古装	60	2019年Q1已开机
4	《绝境铸剑》	重大革命	36	2019年Q2已开机
5	《爱情公寓5》	都市	36	2019年Q2已开机

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：华策影视 2019 年上半年处于后期制作中的全网剧

序号	剧名	题材	集数	备注
1	《外交风云》	重大革命历史	50	编剧：马继红 导演：宋业明 主演：唐国强、孙维民
2	《绝境铸剑》	近代革命	38	编剧：钱林森 导演：黄文利 主演：张桐、彭冠英、王乐君
3	《热血神探》	悬疑探案	40	导演：赵浚凯 编剧：赵修寅 主演：张雨剑、梁洁
4	《下一站是幸福》	都市情感	41	编剧：水阡墨、王雄成 导演：丁梓光 主演：宋茜、宋威龙、王耀庆

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 电影

19 年上半年，公司参与投资、发行电影项目 4 个，累计票房 7134 万元，参与影片体量较小。

图 13：华策影视 2019 年上半年上映电影情况

序号	名称	上映时间	票房	公司身份
1	《战斗民族养成记》	2019/1/24	803	主投并主控宣发
2	《朝花夕誓—于离别之朝束起约定之花》	2019/2/22	1722	批片
3	《如影随心》	2019/4/19	2361	主控宣发
4	《巧虎大飞船历险记》	2019/6/1	2248	主投、主控宣发

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：华策影视 2019 年上半年开机的电影

序号	名称	方式	开机时间
1	《我和我的祖国》	参投	2019年Q1已开机
2	《狗年》	参投	2019年Q1已开机
3	《寻秦记》	主投、主控宣发	2019年Q2已开机
4	《伊比利亚的派对》	参投	2019年Q2已开机

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：华策影视 2019 年上半年处于后期制作中的电影

序号	名称	方式
1	《寻秦记》	主投、主控宣发
2	《刺杀小说家》	主投、主控发行
3	《魔女的恋爱法则》	主投、主控发行
4	《我和我的祖国》	参投
5	《狗年》	参投
6	《最长一枪》	参投
7	《伊比利亚的派对》	参投

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 综艺

2019 年上半年，公司承制上星综艺项目 3 个。

图 16：华策影视 2019 年上半年上映的综艺情况

序号	名称	上映时间	播出平台
1	《2019 央视春晚“飞灯项目”》	2019/2/4	央视
2	《2019 中超联赛开幕式》	2019/3/2	央视
3	《花样中国》	2019/4/12	北京卫视、优酷

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 网络大电影

2019 年上半年公司上映网络大电影 3 部。

图 17：华策影视 2019 年上半年上映网大情况

序号	名称	上映时间	播出平台
1	《镇妖提刑司》	2019/5/27	腾讯
2	《天机乱之影武杨家将》	2019/8/2	爱奇艺
3	《山海经之伏魔正道》（原《点妖录》）	2019/8/9	腾讯

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：华策影视 2019 年上半年处于后期制作中的网大

序号	剧名	题材	时间计划
1	《天机乱之长安诡将》	武侠喜剧	后期制作中
2	《看不见的房客》	惊悚悬疑推理	后期制作中
3	《乱世玄门》	动作	后期制作中
4	《大圣》	西游	后期制作中
5	《剑落大秦》	古装	后期制作中
6	《镇魂法师2》	古装	后期制作中
7	《功夫零》	民国喜剧	后期制作中

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 2019 年下半年业务计划

图 19：华策影视 2019 年下半年全网剧生产计划

序号	剧名	题材	集数	时间计划
1	《遇见你，遇见爱》（原《拜托拜托请你爱我》）	都市爱情	24	2019年Q3已开机
2	《暖暖，请多指教》	励志甜美	24	2019年Q3已开机
3	《我和我们在一起》	当代都市	30	计划2019年开机
4	《有翡》	古装	60	计划2019年开机
5	《拾光里的我们》	都市情感	28	计划2019年开机
6	《向风而行》	当代都市	40	计划2019年开机
7	《你是我的城池营垒》	都市	34	计划2019年开机
8	《以家人之名》	当代都市	40	计划2019年开机
9	《少爷与我的罗曼史》	古装爱情	24	计划2019年开机
10	《追光者》	都市	40	计划2019年开机
11	《十面埋伏》	悬疑推理	45	计划2019年开机
12	《人味》	近代传奇	40	计划2019年开机
13	《初礼来了》	都市	30	计划2019年开机
14	《长歌行》	古代传奇	50	计划2019年开机

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：华策影视 2019 年下半年电影上映及开机计划

序号	名称	方式	时间计划
1	《赛尔号大电影7：疯狂机器城》	联合发行	8月2日已上映
2	《最长一枪》	参投	已定档9月6日
3	《我和我的祖国》	参投	已定档10月1日
4	《名侦探柯南：绀青之拳》	批片	已定档9月13日
5	《魔女的恋爱法则》	主投、主控制作及宣发	上映待定

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 21：华策影视 2019 年下半年综艺节目上映与制作计划

序号	名称	播出平台	时间计划
1	2019年抖音美好奇妙夜	浙江卫视	2019年10月19日

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：华策影视 2019 年下半年网大上映及开机计划

序号	剧名	题材	时间计划
1	《大冒险王之西域寻龙》	大冒险、冒险动作	2019年Q3已开机
2	《年兽》	贺岁古装喜剧	2019年Q3已开机
3	《怪兽猎人》	民国悬疑动作	2019年Q3已开机
4	《林冲之风雪山神庙》	古装	计划2019年上映
5	《防线》三部曲	现代军事动作	计划2019年开机

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 投资建议

影视内容端从 18 年起，在演员薪酬、税收、限价等行业变化下有所调整，当前行业政策预期进一步明确，产业链上下游价格逐步回归理性，上游成本大幅下降，新开机版权剧项目的毛利率趋于稳定，定制剧模式快速发展，但影视公司前期投入特点导致公司业绩需要一定调整时间。随着新项目重新定位、高成本剧加速消化、内部降本增效推进，在下半年有望逐步看到公司成本控制效果，建议关注新剧开机及播出节奏。考虑公司 19 年上半年净亏损情况，我们下调公司 19-21 年净利润至 2.47 亿/4.45 亿/5.39 亿元（前值 19-21 年 5.50 亿/6.10 亿/6.73 亿元），对应 PE54.7x/30.4x/25.1x，维持“增持”评级。

风险提示：全网剧进度不达预期，应收账款回收不达预期，内容监管趋严

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,665.52	2,186.69	3,096.00	2,477.39	2,272.13
应收票据及应收账款	4,044.12	4,323.98	3,367.72	4,460.32	4,231.81
预付账款	443.31	526.24	559.54	576.37	574.74
存货	2,645.50	2,270.31	2,227.92	2,467.47	3,162.65
其他	442.29	604.77	516.71	519.32	542.14
流动资产合计	9,240.73	9,911.99	9,767.89	10,500.88	10,783.46
长期股权投资	668.59	470.33	470.33	470.33	470.33
固定资产	28.74	24.12	14.35	4.57	(4.61)
在建工程	1.65	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1.66	4.06	3.36	2.66	1.96
其他	2,597.55	2,462.29	2,445.96	2,429.83	2,418.62
非流动资产合计	3,298.18	2,960.80	2,934.00	2,907.39	2,886.30
资产总计	12,538.91	12,872.79	12,701.89	13,408.27	13,669.76
短期借款	930.00	1,920.00	1,600.00	1,600.00	1,600.00
应付票据及应付账款	1,425.56	1,953.51	1,769.15	1,843.27	1,924.00
其他	2,784.84	1,799.02	1,461.48	1,698.12	1,398.89
流动负债合计	5,140.41	5,672.54	4,830.64	5,141.39	4,922.89
长期借款	390.90	199.80	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.77	0.49	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	391.66	200.29	200.00	200.00	200.00
负债合计	5,532.07	5,872.83	5,030.64	5,341.39	5,122.89
少数股东权益	105.54	75.99	75.99	75.99	75.99
股本	1,769.70	1,773.21	1,773.21	1,773.21	1,773.21
资本公积	2,970.44	3,008.54	3,008.54	3,008.54	3,008.54
留存收益	5,417.98	5,601.87	5,822.06	6,217.69	6,697.68
其他	(3,256.83)	(3,459.64)	(3,008.54)	(3,008.54)	(3,008.54)
股东权益合计	7,006.84	6,999.96	7,671.25	8,066.88	8,546.87
负债和股东权益总	12,538.91	12,872.79	12,701.89	13,408.27	13,669.76

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	635.91	250.06	247.40	444.53	539.31
折旧摊销	26.53	24.72	10.47	10.47	9.89
财务费用	87.34	96.98	72.90	71.41	75.88
投资损失	(32.59)	(11.90)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(289.85)	(293.76)	868.54	(1,025.36)	(695.02)
其它	278.98	235.14	0.79	(0.55)	0.07
经营活动现金流	706.32	301.24	1,190.11	(509.49)	(79.87)
资本支出	(86.11)	(201.76)	0.49	0.00	0.00
长期投资	(88.79)	(198.26)	0.00	0.00	0.00
其他	(29.82)	516.14	7.72	11.20	9.80
投资活动现金流	(204.72)	116.13	8.21	11.20	9.80
债权融资	2,071.79	2,440.00	1,800.00	1,800.00	1,800.00
股权融资	(154.86)	(195.28)	378.20	(71.41)	(75.88)
其他	(2,233.25)	(2,158.85)	(2,467.21)	(1,848.90)	(1,859.32)
筹资活动现金流	(316.32)	85.86	(289.01)	(120.31)	(135.20)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	185.28	503.23	909.30	(618.60)	(205.27)

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	5,245.59	5,797.21	3,741.91	4,696.82	5,215.28
营业成本	3,851.68	4,294.75	2,792.00	3,407.74	3,767.27
营业税金及附加	21.24	29.41	14.97	18.79	20.86
营业费用	327.57	517.35	348.00	408.62	432.87
管理费用	282.24	279.31	254.45	295.90	312.92
研发费用	0.00	25.16	24.32	25.83	26.08
财务费用	96.23	72.17	72.90	71.41	75.88
资产减值损失	52.78	282.69	90.00	90.00	90.00
公允价值变动收益	(0.94)	(0.21)	0.79	(0.55)	0.07
投资净收益	32.59	10.43	10.00	10.00	10.00
其他	(120.10)	(95.09)	(151.58)	(148.91)	(150.15)
营业利润	702.30	381.22	286.06	517.98	629.49
营业外收入	5.87	8.06	8.00	8.00	8.00
营业外支出	4.23	2.88	3.00	3.00	3.00
利润总额	703.94	386.40	291.06	522.98	634.49
所得税	68.02	136.33	43.66	78.45	95.17
净利润	635.91	250.06	247.40	444.53	539.31
少数股东损益	1.48	38.84	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	634.43	211.22	247.40	444.53	539.31
每股收益（元）	0.36	0.12	0.14	0.25	0.30

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	18.01%	10.52%	-35.45%	25.52%	11.04%
营业利润	52.33%	-45.72%	-24.96%	81.07%	21.53%
归属于母公司净利润	32.60%	-66.71%	17.13%	79.68%	21.32%
获利能力					
毛利率	26.57%	25.92%	25.39%	27.45%	27.76%
净利率	12.09%	3.64%	6.61%	9.46%	10.34%
ROE	9.19%	3.05%	3.26%	5.56%	6.37%
ROIC	11.82%	4.77%	4.99%	9.55%	9.55%
偿债能力					
资产负债率	44.12%	45.62%	39.61%	39.84%	37.48%
净负债率	5.80%	3.62%	-16.89%	-8.40%	-5.52%
流动比率	1.80	1.75	2.02	2.04	2.19
速动比率	1.28	1.35	1.56	1.56	1.55
营运能力					
应收账款周转率	1.51	1.39	0.97	1.20	1.20
存货周转率	2.35	2.36	1.66	2.00	1.85
总资产周转率	0.46	0.46	0.29	0.36	0.39
每股指标（元）					
每股收益	0.36	0.12	0.14	0.25	0.30
每股经营现金流	0.40	0.17	0.68	-0.29	-0.05
每股净资产	3.93	3.94	4.28	4.51	4.78
估值比率					
市盈率	21.11	63.42	54.69	30.44	25.09
市净率	1.94	1.93	1.78	1.69	1.60
EV/EBITDA	24.47	36.47	46.70	25.15	20.56
EV/EBIT	24.84	37.32	48.84	25.73	20.92

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