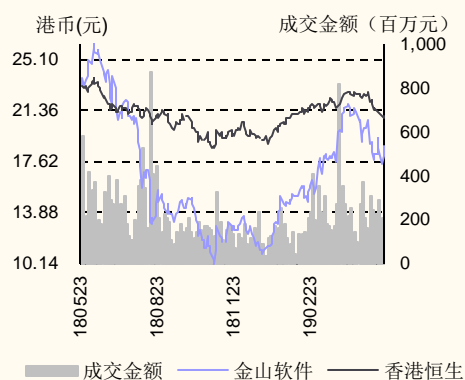


市价(港币): 18.80元  
目标(港币): 27.00-27.00元

## 市场数据(港币)

流通港股(百万股) 1,372.73  
总市值(百万元) 25,807.30  
年内股价最高最低(元) 26.150/10.140  
香港恒生指数 27705.94



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月  
绝对 18.99 49.44 -18.61  
相对香港恒生 22.84 42.59 -8.96

## 相关报告

- 1.《非游戏业务都挺好, 游戏等待《指尖江湖》-金山软件一季报点评》, 2019.5.15
- 2.《《指尖江湖》终于定档, 办公软件与云服务地位进一步稳固-金山...》, 2019.3.27
- 3.《《剑网3: 指尖江湖》韶华之约内测收官, 金山游戏业务即将进入...》, 2019.1.30
- 5.《游戏业务仍在挣扎, 办公软件战略优势明显-金山软件三季报点评》, 2018.11.12

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002  
peipei@gzq.com.cn

## 游戏、办公, 云服务, 各自价值多少钱? SOTP 估值应该怎么做?

## 公司基本情况

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万)	5906	8953	11331	13144
同比增长	14.0%	51.6%	26.6%	16.0%
母公司股东溢利	389	723	897	1143
同比增长	-87.8%	85.8%	24.0%	27.5%
每股收益	0.28	0.53	0.65	0.83
市盈率(倍)	58.4	31.4	25.4	19.9

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

## 基本逻辑

- **游戏、办公软件、云服务, 一个也不能少:** 在历史上, 游戏是金山软件的核心业务, 市场将其视为“游戏公司”。近年来, 随着金山云的高速增长、金山办公的计划分拆上市, 市场注意到了非游戏业务的价值。我们认为, 对公司, 不能简单地使用整体 P/E, 而应进行详尽的 SOTP 估值。
- **金山云的市场地位是不可替代的:** 在强大的阿里云和腾讯云面前, 金山云显得很弱小。然而, 在视频(包括短视频、长视频、直播)、游戏等行业, 金山云拥有丰富经验和定制方案。阿里云和腾讯云不时出现的短暂宕机, 促使企业用户接受“多云战略”, 金山云的“市场第三名”地位举足轻重。
- **金山办公从软件模式扩张到互联网模式:** WPS Office 在移动端的用户基础已经不可动摇, 用户活跃度正在上升。2016-18 年, 金山办公增长最快的业务是订阅, 尤其是个人订阅。当个人订阅和广告收入占比超过 2/3 时, 金山办公已经转型为移动互联网公司, 而传统软件模式仍在稳步发展。
- **西山居游戏不仅仅是《指尖江湖》:** 万众瞩目的《指尖江湖》手游已经定档 6 月 7 日, 从渠道测试反馈看, 我们对它的表现很有信心。《剑网 3》端游虽然进入生命周期后期, 但是 IP 热度仍然很高。除此之外, 西山居还在研发测试许多创新品类游戏, 《指尖江湖》绝不会是最后一个爆款。

## 投资建议

- 我们预计 2019-21 年金山软件的营收增速为 51.6%、26.7%、16.0%; 最大的增长引擎是云服务, 其次是办公软件, 游戏则有一定的周期性。2019-21 年公司的 EPS 预计为人民币 0.53 (下调 18%), 0.65 (下调 14%), 0.83 (上调 1%) 元。游戏和办公业务的较高利润将被云服务的亏损部分抵消; 我们预计云服务的亏损率将持续收窄, 但是在 2021 年仍无法盈利。
- 我们对金山软件进行 SOTP 估值: 赋予游戏业务 15 倍 2020 年 P/E; 赋予办公软件业务 30 倍 2020 年 P/E; 赋予云服务业务 5 倍 2020 年 P/S; 战略投资按照市场价值计算; 各部分相加之后, 减去 25% 的流动性折扣。由此得出目标市值 376.3 亿港元, 对应目标价 27 港元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 新手游延期, 手游收入不达预期, 金山云亏损扩大, 市场估值分歧。

## 内容目录

业务逻辑：云服务、办公软件、游戏，一个也不能少.....	3
金山云：2019 年一季度的高增长能够解决大部分怀疑.....	3
金山办公：从传统软件公司到互联网公司之路.....	4
西山居：不仅仅是《指尖江湖》，虽然《指尖江湖》必将成功.....	5
估值逻辑：SOTP 究竟应该怎么计算？.....	7
金山软件各项业务的收入和利润率预测.....	7
金山软件 SOTP 估值的详细测算.....	8
风险提示.....	9
附录：三张报表预测摘要.....	10

## 图表目录

图表 1：阿里、腾讯、金山 2019Q1 云服务收入（百万）.....	3
图表 2：阿里、腾讯、金山 2019Q1 云服务收入同比增速.....	3
图表 3：金山办公营业收入拆分（百万元）.....	4
图表 4：金山办公营业收入拆分（百万元）.....	4
图表 5：WPS Office 的用户活跃度(DAU/MAU)趋势.....	5
图表 6：《剑网 3》的端游服务器热度指数.....	6
图表 7：微信游戏中心的游戏预约量（截止 2019 年 5 月 14 日）.....	6
图表 8：西山居正在测试或已公布的游戏项目列表.....	7
图表 9：金山软件分部收入及利润测算.....	8
图表 10：金山软件 SOTP 估值详解.....	8

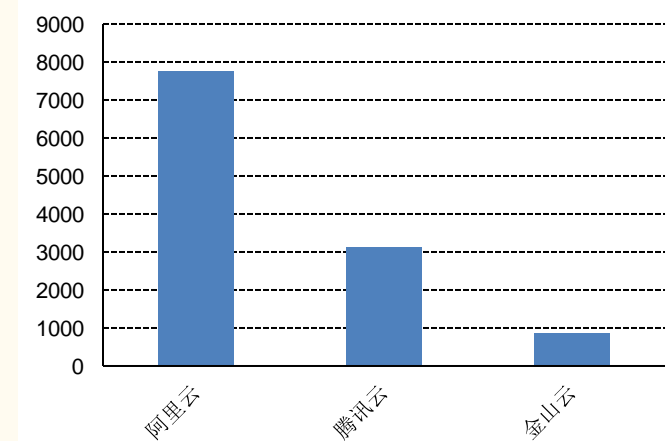
## 业务逻辑：云服务、办公软件、游戏，一个也不能少

- 金山软件的主营业务包括相对独立的三大板块：云服务、办公软件、网络游戏。其中，市场对云服务的争议最大，甚至普遍怀疑金山云的长期存在价值；对游戏也有一些争议，主要是认为长期能见度不足；对办公软件的争议最小，但是对其主要增长动力仍有分歧。我们认为，以上三项业务都具备长期财务和战略价值，市场的疑虑大部分是可以解决的。

### 金山云：2019年一季度的高增长能够解决大部分怀疑

- 在2018年以前，金山云的战略前景饱受投资者的质疑：阿里云已经占据中国公有云市场的半壁江山，腾讯云野心勃勃，华为云正在崛起，京东、百度等互联网巨头也有自己的公有云。金山云的定位何在？虽然它在游戏、视频等行业具备优势，但是在长期，它能拥有稳定的市场地位吗？
- 有人认为，金山云存在的主要意义，是为关联公司小米科技提供云服务。然而，这种观点是错误的——2018年，金山软件向小米提供的服务总价值为5.68亿元，即便全部是云服务，也只占金山云收入的1/4；云服务增长的主要动力来自第三方客户。2019年一季度，金山云收入同比增长100%，同期阿里云收入同比增长76%；腾讯没有公布云服务收入，但是“金融科技与企业服务”业务收入整体同比增长44%。换句话说，金山云的增长速度在市场上名列前茅，与竞争对手的差距在缩小。

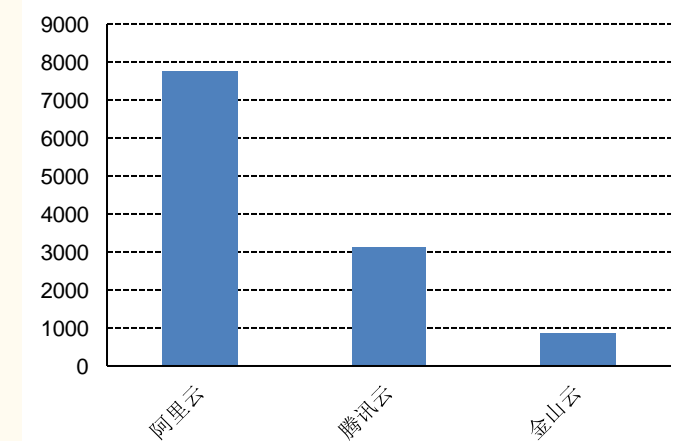
图表 1：阿里、腾讯、金山2019Q1 云服务收入（百万）



来源：公司财报，国金证券研究所估算

注：腾讯没有公布云服务收入，我们通过环比数据估算大致收入。

图表 2：阿里、腾讯、金山2019Q1 云服务收入同比增速



来源：公司财报，国金证券研究所估算

注：腾讯没有公布云服务收入，我们通过环比数据估算大致收入。

- 客户为什么需要金山云？首先，中国的公有云市场还处于发展初期，需求还没有充分释放。在企业端，许多数据和业务尚未迁移到公有云，这将是一个漫长的过程；在个人端，云视频、云游戏、VR/AR 将激发出更强的云服务需求。这些需求注定不可能由一两家服务商去满足。其次，阿里云、腾讯云等头部服务商的宕机事故时有发生，越来越多的企业开始考虑“多云战略”，而不是把所有鸡蛋放在同一个篮子里。最后，虽然公有云服务商都保证不会偷窥客户数据，但是在实际操作中，企业客户很难选择与自己存在直接业务竞争的云服务商，这就扩大了金山云的生存空间。
- 我们认为，2019年一季度金山云的强劲增长，主要源于视频行业（包括长视频、短视频和直播）需求的增长。爱奇艺、秒拍、快手、美拍、陌陌、花椒、芒果TV均是金山云的客户，使用的服务不仅包括传统的云存储、CDN等，还包括内容识别、内容检索等特色服务。在版号恢复发放之后，游戏行业的需求也有恢复。除了腾讯、网易两巨头之外，中国大部分一线、二线游戏厂商均是金山云的长期客户。

图表 3：金山办公营业收入拆分（百万元）



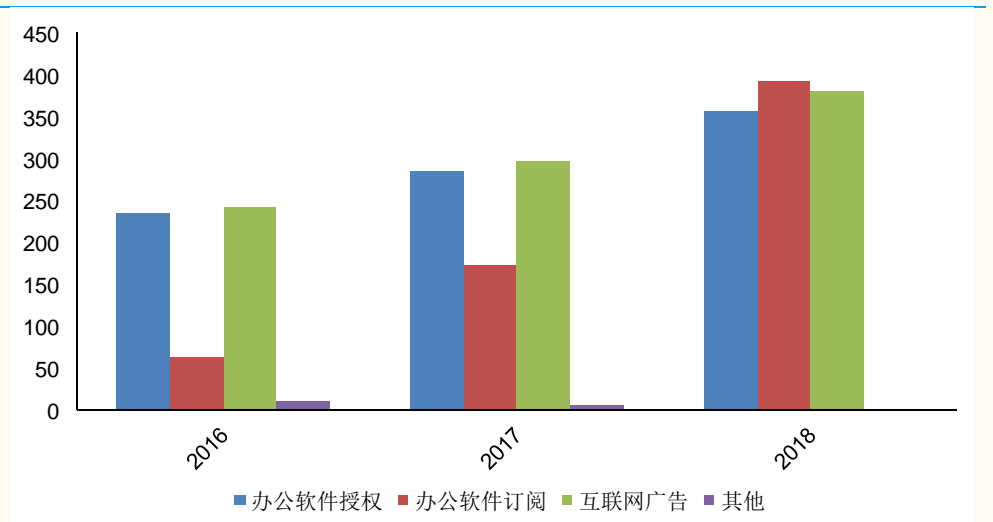
来源：公司官网，国金证券研究所

- 国金研究创新中心的监测数据显示，2019 年 1-4 月，视频类应用占据的用户时长仍在缓慢增加，用户时长比例也有增无减。游戏行业在渡过版号恢复初期的“产品荒”之后，5 月开始进入热门产品高发期。未来几年，我们仍然看好视频、游戏两大板块的货币化能力和对用户时间的占领。如果万众瞩目的“云游戏”成为现实，以游戏相关服务见长的金山云必将成为最大的受益者之一。此外，金山云在政府、金融、医疗等行业也在稳步前进。在长期，金山仍将是仅次于腾讯、阿里的综合性云服务商。

金山办公：从传统软件公司到互联网公司之路

- 金山办公的营业收入来源主要有三个：第一是办公软件授权，即传统授权付费模式；第二是办公软件订阅，即按照时间付费的模式；第三是互联网广告，主要适用于免费用户。2016-18 年，收入增长最快的是办公软件订阅，而且其中绝大部分收入来自个人订阅。2018 年，金山办公有 2/3 的收入来自个人付费或免费用户，已经是不折不扣的消费互联网公司。

图表 4：金山办公营业收入拆分（百万元）

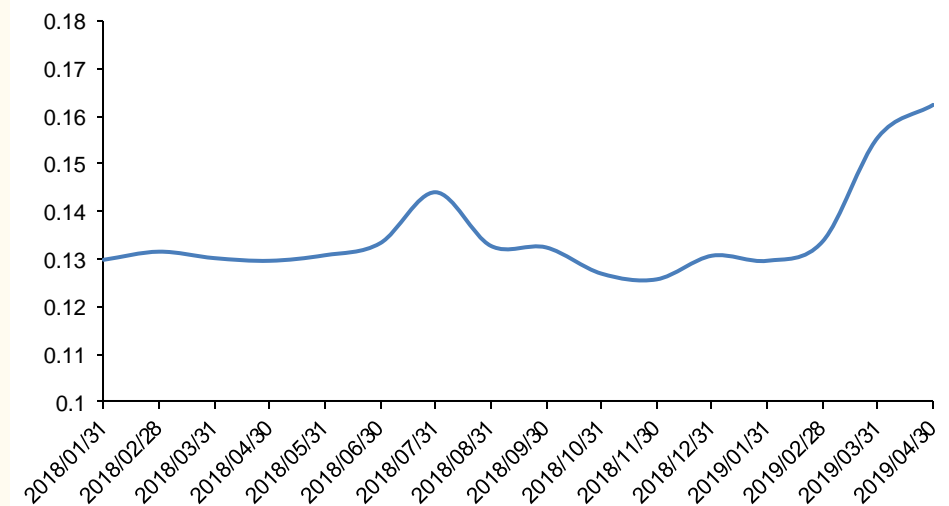


来源：公司招股说明书，国金证券研究所



- 在中国的移动办公类应用市场，金山办公的 WPS Office 几乎没有竞争对手：苹果的 iWorks 只适用于苹果设备；微软的 Office 移动版大部分功能需要付费；云笔记只有分享功能，无法创立和修改文档；Polaris Office 的本地运营和推广水平不足。国金研究创新中心的监测数据显示：2019 年 1-4 月，WPS Office 的移动 MAU 在 1.6-2.0 亿之间波动；微软 Word 中国区只有 100 万。显然，WPS Office 的用户基数占据了压倒性优势。在这个水平上，进一步提升的空间已经不大，需要深挖用户活跃度和付费。
- 在历史上，WPS Office 的用户活跃度(DAU/MAU 比值)一直比较低。我们认为，这主要是因为用户将其定位为一个文档分享和阅览的“备选项”，使用频率不高。但是，2019 年 3-4 月，它的用户活跃度同比和环比均出现了较大幅度的提升。这是为什么？首先，最近几个月 WPS Office 进行了增加了云打印、超级 PPT 等重要功能；其次，各大媒体对于“996 加班问题”的讨论，可能使企业倾向于缩减员工加班时间、让其在家完成一些任务，从而丰富了移动办公的使用场景。无论如何，WPS Office 在细分市场的优势不可撼动，用户活跃度仍有上升空间。

图表 5: WPS Office 的用户活跃度(DAU/MAU)趋势



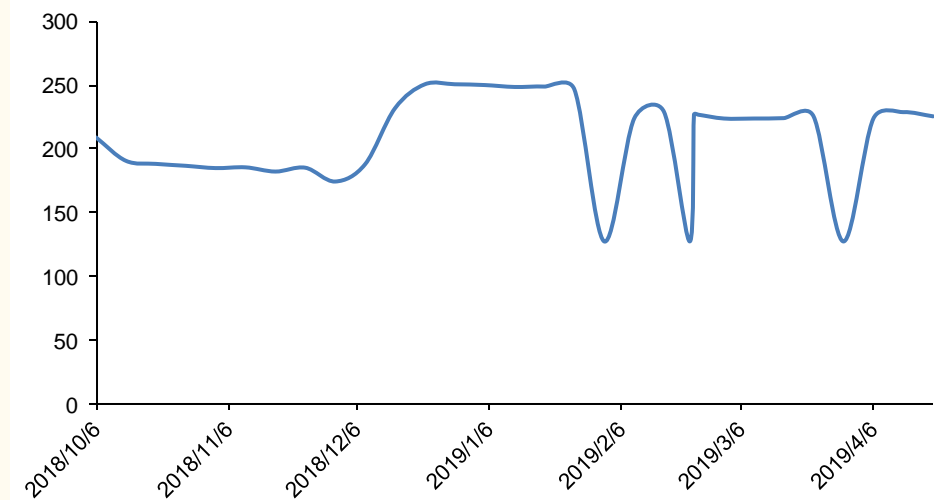
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 现在，金山办公拥有 B 端和 C 端业务的“双重保险”：在 B 端，国家强调软件自主可控，会提升政府、国企的授权采购需求；在 C 端，WPS Office 的流量基础稳固、在移动端不可替代，而且已经养成良好的个人付费习惯。金山办公将在“传统软件”和“移动互联网”两条发展道路上同时前进，但是互联网所占比例会越来越高。

### 西山居：不仅仅是《指尖江湖》，虽然《指尖江湖》必将成功

- 西山居的生命线是《剑侠情缘》系列，它可以是国产游戏独一无二的常青树 IP。我们的独家监测数据显示，直至 2017 年三季度，《剑网 3》的服务器热度仍然在创造历史新高。2017 年底重制版推出后，服务器热度一度下降，但是很快又有提升。我们的独家监测数据显示，《剑网 3》端游的服务器热度在 2019 年一季度波动比较明显，但是尚未出现不可逆转的大幅度衰减。我们推断：2019 年一季度，《剑网 3》端游的用户、ARPU 和收入可能出现了比较明显的下滑。这可能是由于重制版对硬件配置要求过高、游戏运营有一些问题、电竞游戏的吸量。
- 无论如何，在国内 MMORPG 市场，《剑网 3》仍然是仅次于《魔兽世界》《梦幻西游》的超级 IP。2019 年 4 月推出的职业电竞模式，可能给《剑网 3》带来新的活力。总之，虽然这款游戏进入了下行周期，但是还远远不到尾声。此外，《剑网》IP 的衍生剧集、演出、二次创作的热度仍然很高。这为《剑网 3：指尖江湖》手游的成功奠定了基础。

图表 6:《剑网3》的端游服务器热度指数



来源：国金证券创新研究中心，国金证券研究所

- 自从 2017 年 9 月确认由腾讯代理以来，《剑网 3：指尖江湖》已经多次延期。现在，App Store 等渠道已经定档 6 月 7 日/8 日上线，再次推迟的可能性极低。现在的问题是：这款游戏会有多火？公司宣布，全渠道预约已经达到 1200 万。从微信游戏中心的数据看，《剑网 3：指尖江湖》在该渠道有 212 万预约，高居榜首，甚至高于万众瞩目的《地下城与勇士》；《剑网 2：剑歌行》则有 125 万预约，名列第四。可以肯定，在游戏上线初期，腾讯将赋予全面的市场、运营和渠道支持，确保导流和留存。
- 从渠道反馈看，《指尖江湖》的测试数据与不久前的《完美世界》相仿。《完美世界》赶上了一个绝佳的档期，此前此后两个月市场上没有重量级竞品，我们估计峰值月流水很可能达到 10 亿。《指尖江湖》没有这么好的运气，但是也有约一个月的档期，腾讯的下一款 MMORPG《龙族幻想》要到 7 月才上线。我们认为，《指尖江湖》首月流水有望突破 6 亿；在玩法创新、IP 热度的加持下，流水衰减速度会很慢。

图表 7: 微信游戏中心的游戏预约量 (截止 2019 年 5 月 14 日)

名称	类型	IP 来源	预约量
剑网 3: 指尖江湖	RPG	端游	212 万
地下城与勇士	ACT	端游	176 万
跑跑卡丁车	RAC	端游	156 万
剑网 2: 剑歌行	RPG	端游	125 万
妖精的尾巴	RPG	动漫	124 万
一人之下	RPG	动漫	88 万
拉结尔	ARPG	原创	81 万
王牌战士	FPS	动漫	81 万
乐高无限	沙盒	玩具	66 万
龙珠最强之战	ACT	动漫	56 万
使命召唤	FPS	端游	51 万

来源：微信游戏中心，国金证券研究所

- 除了《剑网 3：指尖江湖》，《剑网 2：剑歌行》也将于今年由腾讯代理上线。很多投资者担心：在这两款“端转手”大作之后，西山居会不会后继乏力？事实上，西山居一直没有停止产品创新的脚步：2019 年初，模拟经营创新之作《商店英雄》公测；2019 年内，日系 RPG 的扛鼎之作《最终幻想：勇气启示录》将公测；西山居自研的两款 MOBA《头号王牌》《黎明决战》均已公布或处于内测状态；国产二次元大作《少女咖啡枪》的续集已经开启内测；迪士尼 IP 授权 MMO 大作《加勒比海盗》于 2018 年公布。此外，

在每年的 E3 大展、ChinaJoy 大会上，西山居都会公布一些单机或主机作品。作为国内顶尖的自研公司，产品创新不会是西山居的瓶颈。

- 我们认为，西山居今后的发展将兵分两路：以《剑侠情缘》为代表的大 IP、高影响力游戏，将继续与腾讯合作，采取高举高打的战略；二次元、交叉品类、怀旧 IP 等垂直产品，将坚持自研自发，主打细分市场。在国内，能够既与腾讯建立战略合作、又拥有强大自主发行能力的游戏公司，仅剩寥寥无几。因此，西山居的未来仍然值得看好。

图表 8：西山居正在测试或已公布的游戏项目列表

名称	类型	研发方	状态
剑网 3：指尖江湖	MMORPG	西山居	2019 年 6 月公测
剑网 2：剑歌行	MMORPG	西山居	2019 年内公测
商店英雄	模拟经营	第三方	2019 年 1 月公测
最终幻想：勇气启示录	RPG	第三方	2018 年 11 月内测
头号王牌	MOBA	西山居	2018 年 12 月内测
少女咖啡枪 2	TPS	西山居	2019 年 3 月内测
黎明决战	MOBA	西山居	未知
加勒比海盗	MMORPG	西山居	未知

来源：微信游戏中心，国金证券研究所

### 估值逻辑：SOTP 究竟应该怎么计算？

- 对于金山软件，市场上主流的估值方法有两种：一种是 P/E 估值，但是公司业务非常复杂、尤其是有亏损业务，这种方法并不公平；一种是 SOTP 估值，但是各项业务的分部估值和折扣难以算清。我们认为，虽然 SOTP 比较复杂，但是只要厘清各项业务的成长空间，留出合理的安全边际，它的准确度会远远强于笼统的 P/E 估值。

### 金山软件各项业务的收入和利润率预测

- 2019 年，我们估计金山软件的游戏业务、办公软件和云服务收入将分别同比增长 39%、40%、72%。由于《指尖江湖》《剑歌行》的上线，游戏业务将迎来大年；办公软件的增长是可持续的；云服务的增长比上一年加速，视频、游戏行业的需求将是主要推动力。2020-21 年，由于产品周期原因，游戏业务收入增长将放缓，甚至小幅下滑；但是，在需求推动下，办公软件、云服务的收入仍将强劲增长，只是由于基数的扩大而自然放缓。
- 金山软件并未披露各项业务的营业利润率和净利润率，但是披露了“分部收益率”。与营业利润率相比，“分部收益率”未考虑行政费用、股权报酬费用、其他收入和支出等。2017 年以前，游戏业务的分部收益率高达 50% 左右，但是 2018 年由于产品发布推迟而大幅下降；我们预计，2019-20 年将回升至 2016-17 年的水平；到了 2021 年，公司进入下一个产品周期的前期，游戏业务的利润率又会下降。此外，公司来自腾讯代理的游戏收入比例越来越高，而代理游戏计入的是净收入，利润率会自然提升。
- 办公软件的分部收益率将保持稳中有升。从金山办公的科创板招股说明书看，该公司披露的营业利润和净利润都略高于母公司披露的水平。我们认为，这说明金山软件在测算办公业务的利润时比较保守，或者存在一些内部抵消项目。金山办公的主要增长引擎是个人订阅，该业务具备很强的规模效应。我们认为，该业务的分部收益率有上升空间。
- 云服务的分部亏损率已经从 2017 年的 46% 收窄到 2018 年的 38%；2019 年，公司期待还能有个位数的收窄。随着规模的扩大、用户付费的提升、功能的健全，我们预计金山云的分部亏损会不断收窄，但是在 2021 年仍

难以盈利。事实上，业内规模最大的阿里云、第二大的腾讯云，在 2020 年以前实现盈利的可能性也不大，但是亏损率会大幅收窄。

图表 9：金山软件分部收入及利润测算

人民币百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,906	8,953	11,331	13,144
网络游戏	2,552	3,547	3,728	3,531
办公软件及其他	1,137	1,592	2,149	2,686
云服务	2,218	3,814	5,454	6,927
分部收益率				
网络游戏	26.8%	48.5%	49.0%	45.0%
办公软件及其他	29.4%	33.5%	34.5%	35.0%
云服务	-38.2%	-30.0%	-20.0%	-8.0%
行政费率	7.6%	6.4%	6.3%	6.4%
股权报酬费率	3.6%	3.3%	3.3%	3.4%
其他收入净值	188	217	249	287
分占联营公司利润	424	467	527	597
归母净利润	389	723	897	1,072
EPS	0.28	0.53	0.65	0.78

来源：公司公告，国金证券研究所预测

- 综上所述，公司的高利润、周期性的游戏业务，以及高利润、成长性的办公软件业务，与高亏损、成长性的云服务业务在一定程度上“互相抵消”。在这种情况下，云服务的增长速度越快，短期利润受到的压力可能越大。所以，单纯从 EPS 和 P/E 的角度考虑公司的价值，并不全面。

#### 金山软件 SOTP 估值的详细测算

- 我们认为，对金山软件正确的估值方法是：将三大主营业务分列，按照合理的估值倍数赋予估值；将重要的战略投资分列，按照公允价值赋予估值；考虑到公司的持股比例，予以加总，再扣除控股公司的流动性折扣。在一般的 SOTP 估值中，还需要加回净现金。但是，考虑到金山软件的净现金主要在子公司手中，是开展业务所必须的，所以我们暂不加回。

图表 10：金山软件 SOTP 估值详解

业务分部	估值方法	财务数据	总价值	持股比例	市值贡献
西山居	15x 2020E P/E	分部净利润 12.44 亿元	186.6 亿元	71.62%	133.6 亿元
金山办公	30x 2020E P/E	分部净利润 5.57 亿元	167.1 亿元	71.95%	120.2 亿元
金山云	5x 2020E P/S	营业收入 54.54 亿元	272.7 亿元	57.83%	157.7 亿元
猎豹移动	市值		48.3 亿元	49.38%	23.9 亿元
世纪互联	市值		69.0 亿元	8.50%	5.9 亿元
合计					441.3 亿元
-25%折扣					331.0 亿元

来源：公司公告，国金证券研究所预测

- 我们将公司 2020 年的净利润粗略分拆为西山居（游戏业务）和金山办公的分部净利润，以及金山云的分部净亏损。必须指出，这种拆分不可能很精确，因为营业费用不可能完全精准地分配到各个业务部门。然后，我们赋予西山居 15 倍 2020 年 P/E，略低于 A 股及中概股游戏公司的远期估值中枢；赋予金山办公 30 倍 2020 年 P/E，大致相当于 1 倍 P/E/G 的科技股估值中枢；赋予金山云 5 倍 2020 年 P/S。2017 年底至 2018 年初，金山云进行 D 轮融资时，估值水平大致相当于 7 倍 2018 年 P/E。随着规模的扩大，金山云的估值倍数可能下降，但是总估值将攀升。



- 金山软件拥有繁多的对外投资，在此我们只考虑两个规模最大的——猎豹移动（持股 49.38%）和世纪互联（持股 8.50%），按照最新市场价值予以估算。考虑到控股公司的流动性折扣，我们在上述所有估值加总的基础之上，乘以 75% 的折扣系数，得到 SOTP 公允估值 331.0 亿人民币，或 376.3 亿港元。由此得出目标价 27 港元，维持“买入”评级。
- 我们的目标价远远高于金山软件近期的市场价。我们认为，问题的关键在于：到底应该给予金山云、金山办公什么样的估值，应不应该把它们和游戏业务混合估值。答案应该是否定的：市场予以周期性的游戏业务的估值水平较低，予以成长性的办公软件业务的估值较高，而亏损中的云服务业务更应该按照 P/S 给予估值。如果混合计算 P/E，云服务事实上拉低了整体估值，办公软件的成长性也无法体现。随着金山云收入的持续高增长、金山办公信息披露的完善，我们相信，市场会逐渐从“混合 P/E 估值”转向 SOTP 估值，并予以非游戏业务更高的权重。

### 风险提示

- 新手游继续延期的风险；
- 新游上线之后的财务表现不达预期；
- 金山云亏损扩大。
- 投资者不接受 SOTP 估值的方法。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	12368	11939	13445	14301	<b>营业额</b>	5906	8953	11331	13144
现金及现金等价物	9869	9044	10198	10730	销售成本	3169	3489	4460	4813
交易用投资	10	10	10	10	<b>毛利</b>	2737	5464	6871	8330
应收款项	1185	1373	1570	1800	销售、一般性和行政开支	1177	2012	2488	2842
其他应收款	906	1083	1183	1251	研究发展费用	1839	2918	3614	4250
存货	12	13	18	15	其他营业收入	-	-	-	-
<b>非流动资产</b>	7682	7849	8016	8206	<b>EBITDA</b>	337	1044	1510	2082
可供出售投资	-	-	-	-	折旧和摊销	362	122	338	407
联营和共同控制实体的投资	4505	4505	4505	4505	<b>EBIT</b>	-24	922	1171	1675
投资物业	64	64	64	64	融资收入净额	-1	33	41	36
固定资产	2036	2162	2290	2443	分占联营和共同控制实体的溢利	424	467	527	597
在建工程	-	-	-	-	<b>除所得税前溢利</b>	-25	955	1212	1711
土地使用权	-	-	-	-	所得税开支	140	134	170	282
无形资产	66	108	147	184	<b>除所得税后溢利</b>	-165	822	1042	1429
<b>总资产</b>	20050	19788	21461	22507	非控制性股东应占溢利	-554	99	146	286
<b>流动负债</b>	4106	3095	3480	3211	股息	-	72	90	114
短期借款	1053	-	323	0	<b>母公司股东应占溢利</b>	389	723	897	1143
应付款项	269	312	374	428	<b>EPS</b>	0.28	0.53	0.65	0.83
预收账款	-	-	-	-					
其他	2783	2783	2783	2783	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	3022	3022	3357	3357	<b>会计年度</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	231	231	566	566	<b>成长性</b>				
其他	2791	2791	2791	2791	营业额增长率	14.0%	51.6%	26.6%	16.0%
<b>负债合计</b>	7128	6117	6837	6568	EBIT 增长率	-102.9%	3909.9%	27.0%	43.0%
股本	5	5	5	5	净利润增长率	-105.0%	597.2%	26.9%	37.1%
储备	10060	10060	10060	10060	<b>盈利能力</b>				
保留溢利	-	651	1458	2486	EBIT/营业额	-0.4%	10.3%	10.3%	12.7%
非控制性股东权益	-116	-18	128	414	EBITDA/营业额	5.7%	11.7%	13.3%	15.8%
<b>总权益</b>	12922	13671	14624	15938	毛利率	46.3%	61.0%	60.6%	63.4%
<b>总负债和总权益</b>	20050	19788	21461	22507	净利率	-2.8%	9.2%	9.2%	10.9%
					ROE	3.0%	5.3%	6.2%	7.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	35.6%	30.9%	31.9%	29.2%
					流动比率	3.01	3.86	3.86	4.45
					速动比率	2.99	3.82	3.83	4.42
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	0.29	0.45	0.53	0.58
					应收帐款周转率	5.02	7.00	7.70	7.80
					应付账款周转率	9.22	30.79	33.03	32.77
					存货周转率	288.05	288.05	288.05	288.05
					<b>每股资料</b>				
					每股收益	0.28	0.53	0.65	0.83
					每股经营现金流	0.56	0.83	0.82	1.19
					每股净资产	9.50	9.97	10.56	11.31
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	58.38	31.43	25.35	19.88
					PB	1.74	1.66	1.57	1.46
					POCF	29.53	19.91	20.22	13.95

来源：公司年报，国金证券研究所

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH