

公司研究/首次覆盖

2017年03月29日

传媒/传媒 II

投资评级：买入（首次评级）

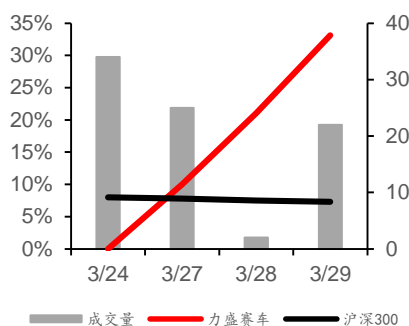
当前价格(元): 20.45  
合理价格区间(元): 25.6~29.7

**许娟** 执业证书编号: S0570513070010  
研究员 0755-82492321  
xujuan8971@htsc.com

**周钊** 010-56793958  
联系人 zhouzhao@htsc.com

**吕默馨** 0755-23952835  
联系人 lvmoxin@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

# 深耕朝阳行业，赛车第一股在路上

## 力盛赛车(002858)

### 扎根朝阳行业，赛车运动第一股发展空间广阔

力盛赛车是中国领先的汽车运动运营商，其以赛事运营为核心、以赛车场和赛车队为载体，汽车活动推广业务为延伸，为客户提供汽车运动全产业链服务。鉴于我国汽车产销量和保有量连年上涨，2016年我国汽车私人保有量已达1.66亿辆，随着消费水平的提升，预计保有量快速提升的趋势仍将延续，汽车文化的兴起将是必然事项，因而赛车行业是名副其实的朝阳产业，公司作为主板唯一的赛车运动类上市公司，具备稀缺性，同时拥有融资优势，发展空间广阔。

### 美国赛车类公司上市后迎来5年快速发展期

目前美国赛车运动类上市公司包括 International Speedway Corp. (NASDAQ: ISCA), Dover Motorsports, Inc. (NYSE: DVD) 和 Speedway Motorsports, Inc. (NYSE: TRK) 等。三家公司集中于1995-1996年期间上市，上市后5年内均保持快速发展，10年后收入趋于稳定。

### 赛事运营：运营多项知名赛事，扎根行业17年，运营经验丰富

目前力盛赛车拥有中汽摩联主办的3个赛事（中国房车锦标赛、中国卡丁车锦标赛（含青少年）和华夏赛车大奖赛）的商业推广权，有效期为10年或8年。同时还承办 POLO CUP 中国挑战赛、TMC 房车大师挑战赛、风云战等赛事，建立天马论驾、超级耐力锦标赛等自主赛事，打造了力盛赛车自身的赛事阶梯。公司在领域内深耕17年，积累了丰厚的运营经验。

### 赛车队经营：拥有3只国内顶级车队，连续收获赛事总冠军

公司拥有国内领先的赛车队，除上海大众斯柯达红牛车队和宝骏车队均于2015年12月停止运营之外，公司现拥有的车队包括：上汽大众333车队、星之路车队、星车队，其中上汽大众333车队曾连续7年获得中国汽车拉力锦标赛年度总冠军。

### 赛车场经营：掌握稀缺资源，护城河优势强大

赛车场一般占地较大，投入较高，同时培育周期较长，回收较慢，因此属于稀缺性资源。公司自己拥有上海天马赛车场，并同时经营三块场地，募投资金还将继续投入到赛车场扩建，加大自身的护城河竞争优势。

### 发展态势良好，市场稀缺标的，给予买入评级

公司是市场龙头，汽车运动行业发展空间广阔；同时业务自身的高投入、重经营特性决定了公司拥有较高的竞争壁垒，发展态势良好。美股赛车运动类上市公司的估值基本在2016年20X左右。考虑到国内赛车运动市场并未如美国成熟，仍然具备较大的发展空间，美国赛车运动类公司上市之初均保持高速发展，并且力盛赛车是唯一的赛车运动类主板上市公司，具有稀缺性，给予一定的估值溢价，给予2017年40X-47X的估值区间。预计公司2017-2018年EPS分别为0.63元、0.76元，目标价25.6-29.7元，给予买入评级。

风险提示：业务发展不及预期风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	63.16
流通A股 (百万股)	15.80
52周内股价区间 (元)	15.36-20.45
总市值 (百万元)	1,292
总资产 (百万元)	271.92
每股净资产 (元)	3.53

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	219.73	240.98	286.83	345.17	417.56
+/-%	5.18	9.67	19.03	20.34	20.97
净利润 (百万元)	24.71	32.67	39.83	47.69	57.96
+/-%	(12.58)	32.23	21.90	19.74	21.53
EPS (元, 最新摊薄)	0.39	0.52	0.63	0.76	0.92
PE (倍)	47.52	35.94	29.48	24.62	20.26

资料来源：公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

我国赛车运动正处于朝阳期，将迎来黄金发展阶段 .....	4
赛车运动商业价值空间广阔 .....	4
美国赛车公司上市后迎来快速发展期 .....	4
力盛赛车，赛车运动第一股 .....	6
股权结构：夏青余朝旭夫妇为实际控制人 .....	6
发展历程：十七年风霜砥砺 .....	7
募集资金：主要投向赛事推广和赛车场扩建 .....	8
营收及净利稳步增长，各项业务占比较为均衡 .....	8
行业特性导致毛利率季度性波动较大，但全年基本稳定在 34%左右 .....	9
全产业链布局，构建深厚竞争壁垒 .....	11
赛事运营：运营多项知名赛事，国际赛事方面市场占有率领先 .....	11
多项知名赛事在手，并拥有自主品牌 .....	11
市场占有率基中有降，国际赛事方面保持领先 .....	12
盈利模式：商业赞助、参赛服务和合作赛事 .....	13
赛车队经营：拥有国内顶级车队，并签约多名一流赛车手 .....	13
运营的赛车队成绩斐然 .....	13
盈利模式：以商业赞助为主 .....	14
赛车场经营：掌握稀缺资源，护城河宽又深 .....	14
受多方面限制，新建赛车场难度较大，赛车场是稀缺资源 .....	14
自主拥有赛车场，资源和运营经验丰富 .....	15
盈利模式：赛道服务、赛道配套服务、赛车培训、赛事用品销售 .....	16
汽车活动推广：客户资源丰富，覆盖主流汽车厂商 .....	17
政策支持，汽车文化兴起，公司发展前景可观 .....	18
政策：大力支持汽车运动，为市场注入信心 .....	18
汽车文化：中国汽车产销量连年世界第一，汽车文化兴起指日可待 .....	18
盈利预测与估值讨论 .....	20
关键假设 .....	20
可比公司估值 .....	21
风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1: 美股 3 家赛车公司上市后收入快速增长 (单位: 万美元) .....	5
图表 2: 美股 3 家赛车公司上市后营收年增长率 .....	5
图表 3: 力盛赛车上市前股权结构图 .....	7
图表 4: 力盛赛车发展历程 .....	8
图表 5: 募集资金投向 (单位: 亿元) .....	8
图表 6: 2013 年-2016 年营收及净利趋势图 .....	9
图表 7: 2014-2015 年各项业务占比 .....	9
图表 8: 毛利率季节性波动较大, 但全年基本稳定在 34% 左右 .....	10
图表 9: 公司运营的汽车赛事 .....	12
图表 10: 中汽摩联主办的国家级赛事及公司的市场占有率 .....	12
图表 11: 国内举办的国际赛事及公司的市场占有率 .....	12
图表 12: 赛事运营的盈利模式 .....	13
图表 13: 公司运营的赛车队成绩斐然 .....	13
图表 14: 赛车队的盈利模式 .....	14
图表 15: 国内主要的赛车场 .....	15
图表 16: 公司经营的赛车场 .....	16
图表 17: 赛车场盈利模式 .....	16
图表 18: 公司客户覆盖主流汽车厂商 .....	17
图表 19: 国家政策大力支持赛车运动发展 .....	18
图表 20: 我国汽车保有量连年增长 .....	19
图表 21: 盈利预测的关键假设 .....	20
图表 22: 美国赛车运动上市公司估值对比 .....	21

## 我国赛车运动正处于朝阳期，将迎来黄金发展阶段

我国的赛车运动仍处于发展的初期，与始于1938年的纳斯卡（NASCAR）、始于1950年的F1等经典赛事相比，中国赛车仅有30年左右的发展历程，民众的了解和参与度处于较低水平，赛事规模、参与人数、影响力都仍有很大的提升空间。

### 赛车运动商业价值空间广阔

2016年福布斯杂志公布的世界10大体育单场赛事价值排名中，纳斯卡赛事最核心的Daytona500以1.33亿美金的价值高居第9，超过了欧洲冠军联赛，仅次于超级碗、奥运会和世界杯等其他几大赛事。2015年美国现场观看赛车赛事的观众超过1500万人，Daytona500单场收视人数达1340万人。2016年，纳斯卡系列赛事平均每场收视人数约460万人，整个赛季通过电视和网络观看比赛的人数达1.13亿人次，全年共吸引超过2.56亿人次参与相关话题的网络讨论，产生逾40亿条网络评论。2015-2024新的十年转播权合约年均转播合约价高达8.2亿美元，除此之外，还有门票、商业赞助、视频纪念品销售等多种收入来源。

我国目前的赛车赛事影响力较弱，赛事运营收入仍以参赛服务为主，门票、转播权、赞助收入占比较小。未来随着汽车保有量的提升、赛车运动的普及、赛事影响力提升后来源于门票、转播权和赞助的收入将为公司贡献新的收入增量。随着产业的发展，我国汽车赛事的价值也将被逐渐挖掘。

### 美国赛车公司上市后迎来快速发展期

目前美国赛车运动类上市公司包括International Speedway Corp. (NASDAQ: ISCA)，Dover Motorsports, Inc. (NYSE: DVD) 和Speedway Motorsports, Inc. (NYSE: TRK) 等。

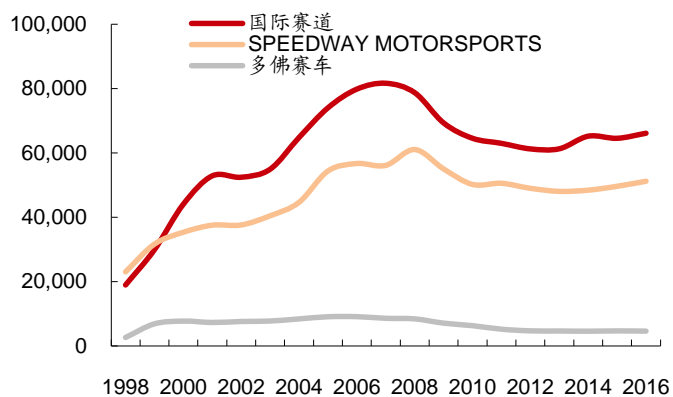
International Speedway Corp.目前市值最高，达16亿美元（2017年3月25日），超过80%的收入来自于承办纳斯卡赛事。公司是美国领先的汽车赛事经营和汽车活动营销推广公司。公司现在拥有或运营共计13个赛车场，含762,000个观赛席位。16年共计举办超过100项各项赛事，其中主要的是纳斯卡赛事。公司主要的盈利模式包括门票、转播费、赞助费、场地出租、营销活动收入等。

Dover Motorsports, Inc.也主要从事赛事运营和汽车活动营销推广。公司拥有并经营在美国特拉华州多佛的多佛尔国际赛道和田纳西州的纳什维尔附近的纳什维尔超级赛道。公司主要举办6大赛事（均为纳斯卡赛事），这些赛事所产生的收入占总收入的90%以上。盈利模式主要包括门票、转播费、赞助费、场地出租等。

Speedway Motorsports, Inc.现在拥有并经营8个赛车场，含784,000个观赛席位。同时经营纪念品销售、食品销售、赛事节目制作和分销、制作和分销小型的定制赛车等业务。16年公司有将近76%的收入来源于纳斯卡赛事相关。

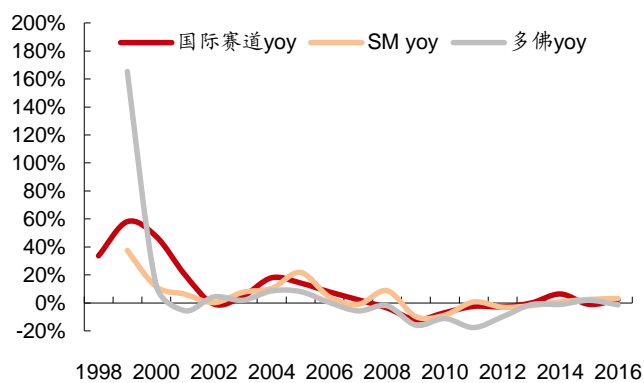
复盘三家公司在美股的表现，三家公司集中于1995-1996年期间上市，上市后五六年内保持快速发展，收入保持30%以上的快速增长，增速最快的达到营收同比增长150%以上。上市十年后，步入平稳发展阶段，收入规模长期保持在较为稳定的水平。

图表1: 美股3家赛车公司上市后收入快速增长(单位: 万美元)



资料来源: 彭博、华泰证券研究所

图表2: 美股3家赛车公司上市后营收年增长率



资料来源: 彭博、华泰证券研究所

## 力盛赛车，赛车运动第一股

力盛赛车是中国领先的汽车运动运营商，是一家以赛事运营为核心、赛车场和赛车队为载体，汽车活动推广业务为延伸，为客户提供汽车运动全产业链服务的体育服务企业。

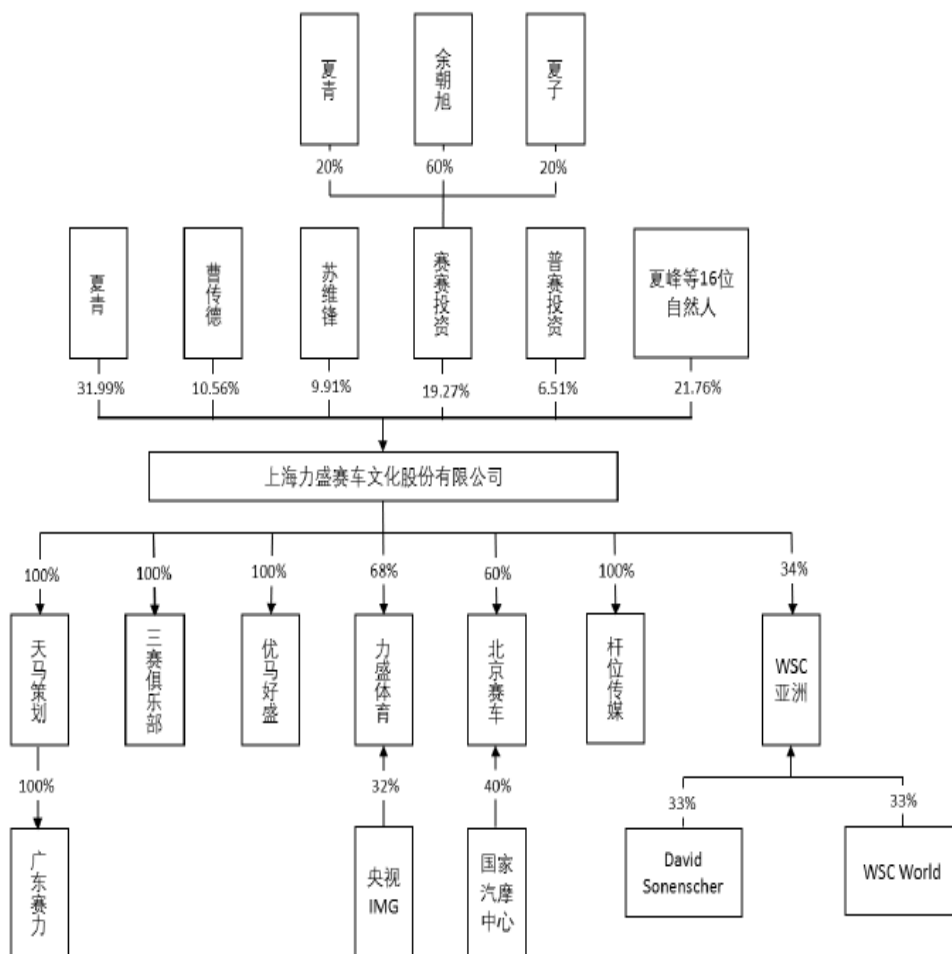
力盛赛车主要从事赛事运营，赛车队、赛车场经营及汽车活动推广业务，为中国房车锦标赛、中国卡丁车锦标赛暨中国青少年卡丁车锦标赛、华夏赛车大奖赛的独家运营商，承办世界房车锦标赛中国站，举办 POLO CUP 中国挑战赛、天马论驾、TMC 房车大师挑战赛、风云战、超级耐力锦标赛，经营上汽大众 333 车队（原上海大众 333 车队，2016 年 1 月更名为上汽大众 333 车队）、星之路车队、星车队以及上海天马赛车场、广东国际赛车场、汽摩中心培训基地。

### 股权结构：夏青余朝旭夫妇为实际控制人

公司实际控制人为夏青、余朝旭夫妇。夏青直接持有 1,515 万股股份，占发行前股份总数的 31.99%，为公司的第一大股东。赛赛投资直接持有本公司 912.58 万股股份，占公司发行前股份总数的 19.27%，为公司的第二大股东。夏青、余朝旭夫妇合计持有赛赛投资 80% 的股份，实际控制赛赛投资。此次拟发行新股 1,580 万股，占发行后总股本的 25%。发行完成后公司总股本变为 6,316 万股，夏青持股权比例为 24.0%，夏青、余朝旭夫妇为公司实际控制人。

公司成立于 2002 年 10 月，主要有 6 家控股子公司。公司控股天马策划、三赛俱乐部、力盛体育、北京赛车、优马好盛，并通过天马策划控股广东赛力。

图表3：力盛赛车上市前股权结构图



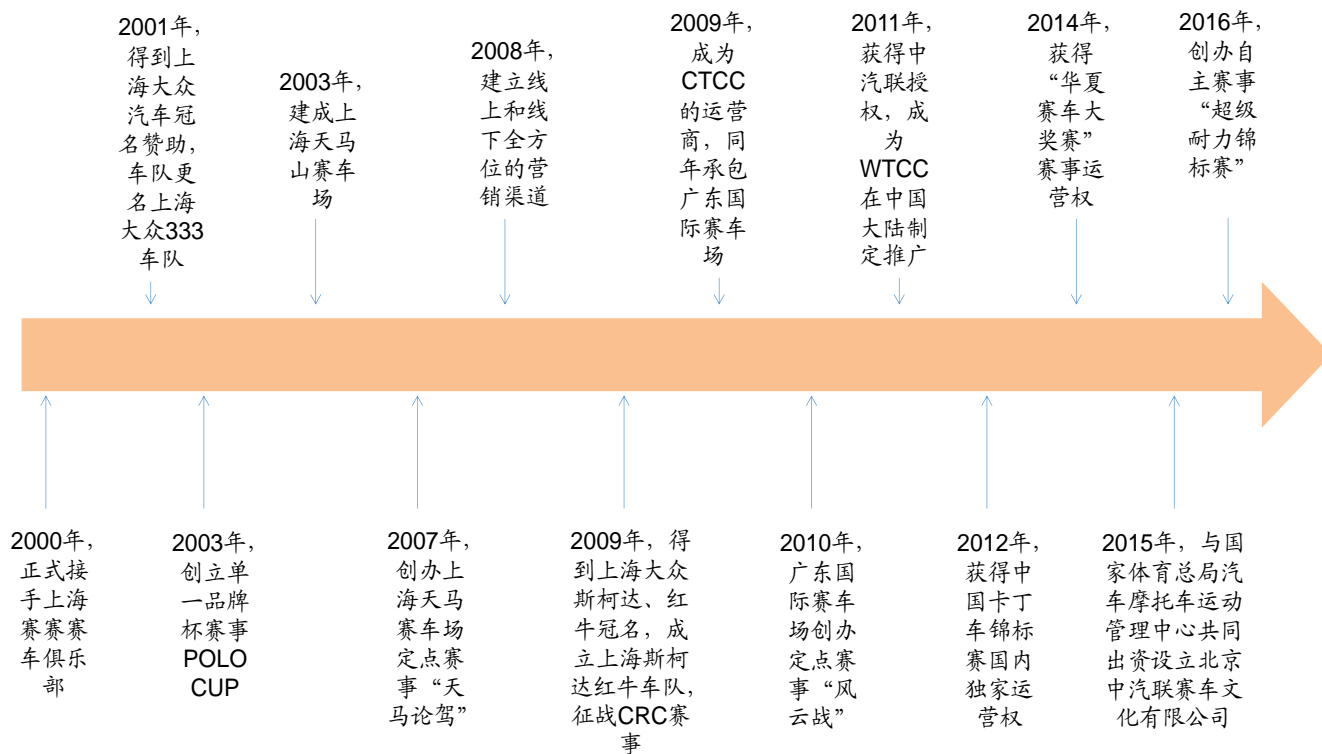
资料来源:招股说明书、华泰证券研究所

### 发展历程：十七年风霜砥砺

公司的前身最早可以追溯到2000年，从接手上海三赛俱乐部开始十七年里，公司逐渐成长壮大，已经成为拥有赛车场、自主赛事、赛车队的全产业链公司，业务涵盖赛事、培训和汽车活动推广等多业态，在领域内具有较大的竞争优势。



图表4：力盛赛车发展历程



资料来源:招股说明书、华泰证券研究所

### 募集资金：主要投向赛事推广和赛车场扩建

公司拟公开发行不超过 1,580 万股，若发行成功，募集资金按轻重缓急顺序依次投资于以下项目：

图表5：募集资金投向（单位：亿元）

项目名称	固定资产	赛事品				合计	投入募集资金
		牌推广	工程建设	流动资金			
1 上海天马赛车场扩建	0.6	0	0.07	0.17	0.84	0.4	
2 赛事推广	0.36	0.58	0.1	0.26	1.29	0.87	
3 赛车培训	0.14	0	0.017	0.08	0.24	0.1	

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

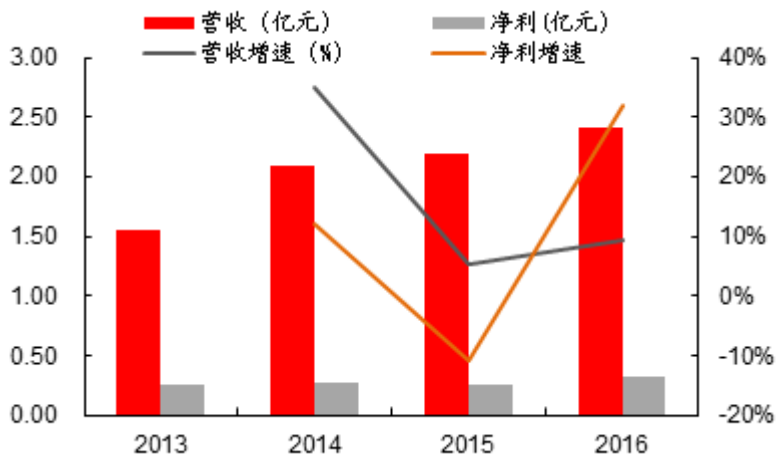
### 营收及净利稳步增长，各项业务占比较为均衡

公司近些年营收及净利稳定增长，但由于 2015 年公司停止运营中国超级跑车锦标赛，因此当年两者增速略有下滑。超级跑车赛事涉及众多豪华车型，消费群体、市场定位与公司目前合作的汽车品牌存在一定差异，由于运营成本不经济，因此 2015 年公司取消运营中国超级跑车锦标赛。

由于其他业务发展态势良好，16 年公司营收和净利增速显示出上升趋势。



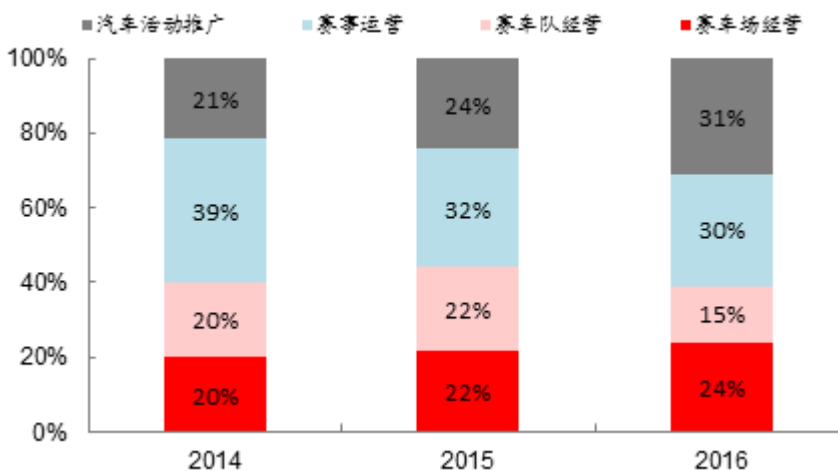
图表6: 2013年-2016年营收及净利趋势图



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

公司的主营业务包括赛事运营、赛车队经营、赛车场经营、汽车活动推广等。各项业务占比比较均衡，其中赛事运营相对较为核心。

图表7: 2014-2015年各项业务占比



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

### 行业特性导致毛利率季度性波动较大，但全年基本稳定在 34%左右

公司所处行业有着自身的特性，使得其收入和毛利率季节性变动较大，主要由于：

- 气候的影响：我国大部分地区一季度比较寒冷，又有春节放假等因素，适合开展汽车运动的天数较少，一季度营业收入较少，而人力成本和固定资产折旧等在一年中均匀发生，导致一季度毛利率较低，利润基本为负。进入二季度后，随着气候回暖和汽车厂商销售推广活动的开展，四、五月份主要汽车赛事活动陆续进入赛季，赛道服务和汽车活动推广业务也日益增加，二、三季度营业收入逐步增加。每年的10月、11月是汽车运动的黄金时期，同时由于汽车活动推广项目陆续完成，相关业务符合收入确认条件，导致第四季度收入大幅增长，考虑人员、资产等固定成本因素，收入的增幅超过成本增幅，导致第四季度的毛利率较高。

- 合同签署时点较晚，收入确认滞后：对于各项赛事和汽车推广活动，执行时间较长，而汽车厂商和赞助商签署合同一般要晚于活动或赛事开始的时间，因此造成季度毛利率前低后高。

图表8：毛利率季节性波动较大，但全年基本稳定在34%左右

毛利率 (%)	2014年	2015年	2016年
Q1	-27.51	-52.43	-2.27
Q2	26.31	23.77	23.34
Q3	23.82	29.54	34.67
Q4	42.63	45.96	39.31
年度	35.01	34.74	33.33

资料来源：Wind，华泰证券研究所

虽然季节性变动较大，但从整体看，公司的全年毛利率相对比较稳定，近三年保持在34%左右。

## 全产业链布局，构建深厚竞争壁垒

公司主要从事赛事运营、赛车队、赛车场经营和汽车活动推广业务。具体内容包括：

### 赛事运营：运营多项知名赛事，国际赛事方面市场占有率领先

#### 多项知名赛事在手，并拥有自主品牌

按照赛事的主办方划分，我国汽车赛事可以分为中汽摩联主办的国内赛事和国际赛事、地方汽摩协会主办的地方赛事。

中汽摩联作为全国性汽车赛事的主办机构，提倡赛车的职业化，包括运营商职业化、车队职业化、车手职业化、赛车传媒的职业化，一项全国性赛事在具备商业化运营条件的情况下，中汽摩联将依据商权费价格、赛事组织经验等因素确定赛事推广机构，而自身将在此项赛事中充当行业自治管理机构的角色。

国内引进的国际汽车赛事，一般由其全球推广机构运营，其中世界一级方程式锦标赛运营商为一级方程式集团，世界耐力锦标赛运营商为西方赛车俱乐部，世界房车锦标赛运营商为欧洲体育传媒集团，该等赛事的全球推广机构为了更好地运营中国站赛事，通常寻求与国内赛事运营商合作，共同承办中国站比赛；国际单一品牌比赛有的由汽车厂商直接运营（如亚洲保时捷卡雷拉杯由保时捷（中国）汽车销售有限公司筹办），有的通过项目公司运营（如奥迪 R8 LMS 杯由珠海绝对车队信息咨询有限公司筹办），有的则通过国内的赛事运营商运营（大众尚酷 R 杯由上海擎速赛事策划有限公司筹办）。目前国际单一品牌比赛多为其他主要赛事的辅赛。

目前，力盛赛车及其子公司拥有中汽摩联主办的 3 个赛事（中汽摩联的中国房车锦标赛、中国卡丁车锦标赛（含青少年）和华夏赛车大奖赛）的商业推广权，每年支付一定的商权费，有效期为 10 年或 8 年。力盛赛车还承办 POLO CUP 中国挑战赛、TMC 房车大师挑战赛、风云战等赛事，建立天马论驾、超级耐力锦标赛等自主赛事，打造了力盛赛车自身的赛事阶梯。

图表9：公司运营的汽车赛事

赛事名称	简介
中国房车锦标赛	中汽摩联主办赛事。中国最高级别的赛车赛事，唯一受国际汽联重点扶持的国家级赛事，同时被列入国家体育总局年度比赛计划的国家A类体育赛事，被称为中国赛车运动第一品牌。
世界房车锦标赛中国站	国际汽联主办赛事。是国际汽联旗下与一级方程式齐名的国际赛车顶级赛事。
POLO CUP 中国挑战赛	中汽摩联主办赛事。POLO CUP 中国挑战赛创办于2003年，是国内赛车较成熟的单一品牌赛事。
天马论驾	自主赛事，是国内单一品牌房车新兴赛事，是中国国内首个以搭载1.6T涡轮增压引擎的单一品牌赛事。
中国卡丁车锦标赛暨中国青少年卡丁车锦标赛	中汽摩联主办的中国最高级别卡丁车赛事
风云战	由广东省汽摩运动协会与广东电视台体育频道主办的粤港澳区域性赛事。
华夏赛车大奖赛	中汽摩联主办的在国际汽联注册的单一品牌赛事
超级耐力锦标赛	自主赛事，由风云战里的耐力赛演变而来。比赛时长12小时，堪称中国的“勒芒”。

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

### 市场占有率基中有降，国际赛事方面保持领先

由上文可知，国内汽车赛事主要有国内举办的国际赛事和国内自身赛事。在这两项上，因15年取消了中国超跑锦标赛的运营，公司近三年的市场占有率总体稍有下降，但基本保持稳定：

图表10：中汽摩联主办的国家级赛事及公司的市场占有率

名称	2016 赛季			2015 赛季			2014 赛季		
	场地赛	拉力赛	越野赛	场地赛	拉力赛	越野赛	场地赛	拉力赛	越野赛
国家级赛事数量	18			19			11		
赛事划分	13	3	2	11	2	6	8	1	2
公司运营赛事数量	2	0	0	2	0	0	3	0	0
占比	15.38%	0	0	18.18%	0	0	37.50%	0	0

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

汽车运动分为两大类：场地赛和非场地赛。场地赛，就是指赛车在规定的封闭场地中进行比赛。它主要包括方程式赛、房车赛、耐力赛、卡丁车赛、短道拉力赛、飘移赛、直线竞速赛等。非场地赛，比赛场地基本上不是封闭的，主要分拉力赛、越野赛等。公司只运营场地赛。因此上表中拉力赛和越野赛均为零。

公司2015年度取消了中国超级跑车锦标赛的运营。超级跑车赛事涉及众多豪华车型，消费群体、市场定位与公司目前合作的汽车品牌存在一定差异，由于运营成本不经济，公司因此取消了对中国超级跑车锦标赛的运营。

在国际赛事方面，公司2014-2016三个赛季的平均市场占有率接近50%：

图表11：国内举办的国际赛事及公司的市场占有率

名称	2016 赛季			2015 赛季			2014 赛季		
	场地赛	拉力赛	越野赛	场地赛	拉力赛	越野赛	场地赛	拉力赛	越野赛
国际赛事数量	13			17			15		
赛事划分	7	6	0	16	1	0	15	0	0
公司运营赛事数量	3	0	0	6	0	0	8	0	0
占比	42.86%	0	0	37.50%	0	0	53.33%	0	0

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

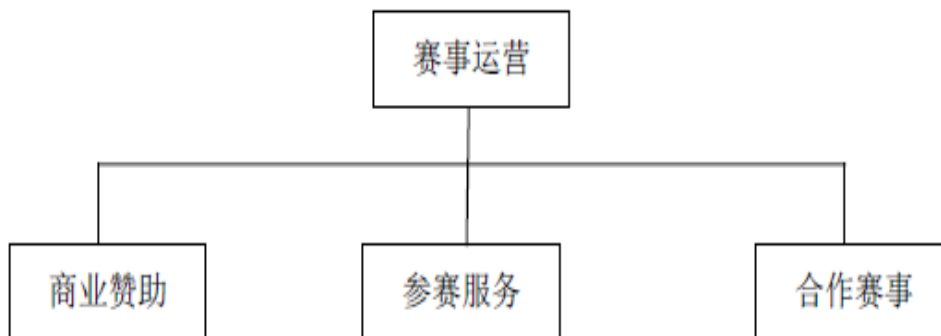
2015年以来由于大排量豪华车型在国内销量增速放缓，国际赛事特别是原来与中国房车锦标赛合作的赛事如玛莎拉蒂世界锦标赛、亚洲保时捷卡雷拉杯等，减少甚至取消在国内比赛的站数，因此合作赛事数量也同步减少。但公司市场占有率依然保持领先水平。

**盈利模式：商业赞助、参赛服务和合作赛事**

赛事运营的盈利模式主要包括商业赞助、参赛服务和合作赛事：

- **商业赞助**：包括冠名和指定品牌合作。冠名收入系商户向赛事运营方缴纳的费用。指定品牌合作是指商户通过成为赛事的单一产品或服务供应商，独家提供产品或服务给赛事相关参与方使用，从而达到品牌的宣传作用，从而商户需向力盛体育缴纳一定的费用。
- **参赛服务**：主要包括商业注册、宣传服务、赛事报名、物流运输等。此外，公司在赛事期间向参赛车队销售的轮胎、器材、装备等产品也产生部分收入。其中，商业注册是指所有车手杯、厂商杯、俱乐部杯和外卡报名者须在报名前于力盛体育处进行该赛季商业注册，签署商业注册协议，并向力盛体育缴纳商业注册费。宣传服务是指力盛体育负责赛事的比赛商业推广，为报名者进行宣传。
- **合作赛事**：指在各分站赛期间，除经国家体育总局批准的锦标赛赛事以外的赛道活动中的比赛。其他赛事运营者为了增加其赛事知名度，形成赛事聚集效应，吸引更多观众和媒体，促成其运营赛事与力盛体育合作，力盛体育向其提供赛事组织与安排，其他赛事运营者则缴纳一定的合作赛事服务费。

图表12： 赛事运营的盈利模式



资料来源:招股说明书，华泰证券研究所

**赛车队经营：拥有国内顶级车队，并签约多名一流赛车手**

**运营的赛车队成绩斐然**

公司拥有国内领先的赛车队，并配备一流的赛车手、专业赛车、赛车改装机构及专家，在国内外场地赛事和拉力赛事中表现优异。除上海大众斯柯达红牛车队和宝骏车队均于2015年12月停止运营之外，公司现拥有的车队包括：

图表13： 公司运营的赛车队成绩斐然

车队名称	简介
上汽大众 333 车队	原上海大众 333 车队，创立于 2001 年，曾连续七年获得中国汽车拉力锦标赛年度总冠军，并连续两年在亚太汽车拉力锦标赛和世界汽车拉力锦标赛获得不同参赛组别冠军。上汽大众 333 车队目前参加中国房车锦标赛，曾获得 2011 年度超级涡轮增压组车队冠军、2012 年度超级量产车组车手冠军、2013 年度超级量产车组车队亚军、2014 年度超级量产车组车队亚军、2015 年度超级杯组车队冠军、2016 年度超级杯 2.0T 组车手冠军、2016 年度超级杯 2.0T 组车队亚军。目前，系中国房车锦标赛超级杯组参赛车队。
星之路车队	成立于 2012 年 3 月，赛车队依托力盛赛车培训中心，旨在为有志于在汽车运动道路长远发展的爱好者提供参与中国房车锦标赛机会和更长远的规划。目前，系中国房车锦标赛中国杯组参赛车队。
星车队	成立于 2016 年 4 月，系广东赛力内设车队，参赛车辆为奔驰 C200，参加 2016 赛季中国房车锦标赛超级杯组比赛。

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

同时，签约韩寒、王睿、江腾一、张臻东、卢家骏、Rodolfo Avila、Adam Morgen 等国内一流的赛车手。

### 盈利模式：以商业赞助为主

赛车队的主要收入来源为商业赞助、组织参赛、赛车改装及衍生品销售，其中：

- **商业赞助**：是车队收入的主要来源，一般占主流车队 80% 以上，一般包括冠名赞助、指定赞助收入。其中冠名赞助系赞助商通过公司组织赛车队并获得该车队在营销、推广、广告、签字及冠名和汽车产品支持方面所提供的服务，赞助商向公司支付赞助费。亦有部分车队赞助商根据赞助协议，对车队所获名次进行赞助奖励。赛车队会结合其自身参与赛事，根据产品品牌自身形象、产品品牌与赛车文化的契合度来寻求赞助。厂商及赞助商会在赞助协议中对赛车队的赛事参与、市场宣传等进行约定，但不会干预赛车队的具体运营。赞助商在选择赛车队以及决定赞助金额主要考虑赛事因素和车队的成绩。赛事知名度越大，给赞助商带来的助益就越大，车队的成绩越好，则彰显品牌良好的性能和安全性。
- **组织参赛**：公司为自有车队的付费参赛车手提供车队和赛车等参赛服务，从中收取一定的费用；同时，向代为管理的车队提供赛车改装、招募车手等服务。该项业务收入占比较小。
- **赛车改装及衍生品销售**：公司车队利用自身的比赛经验和优秀的技师资源，为赛车爱好者提供赛车改装服务。另外，为满足客户和市场需要，上汽大众 333 车队开发了赛车模型、车载冷暖箱等车队衍生产品，向上海大众和赛车爱好者销售。该等业务收入占比较小。

图表14： 赛车队的盈利模式



资料来源:招股说明书, 华泰证券研究所

### 赛车场经营：掌握稀缺资源，护城河宽又深

#### 受多方面限制，新建赛车场难度较大，赛车场是稀缺资源

目前中国相继通过国际汽联安全认证的赛车场主要为珠海国际赛车场、北京金港赛车场、上海天马赛车场、上海国际赛车场、成都国际赛车场、广东国际赛车场、鄂尔多斯国际赛车场、江苏万驰国际赛车场等。



**图表15：国内主要的赛车场**

赛车场名称	简介
上海国际赛车场	位于上海市嘉定区，占地约 2.5 平方公里，是国内规格最高的赛道，其举办的主要赛事包括世界一级方程式锦标赛、世界耐力锦标赛、世界房车锦标赛、中国房车锦标赛、中国超级跑车锦标赛等
珠海国际赛车场	中国第一个通过国际汽联认证的赛车场。其举办的主要赛事包括中国房车锦标赛、中国超跑锦标赛等，有一泛珠三角超级赛车节 II 等自主运营的赛事
鄂尔多斯国际赛车场	举办的主要赛事包括中国房车锦标赛、中国超级跑车比赛、中国方程式大奖赛等，有一成吉思汗大赛车 II 等自主运营的赛事。
成都国际赛车场	中国西部唯一的赛车场。目前其举办的主要赛事包括中国房车锦标赛、中国方程式大奖赛等，有一四川房车精英赛 II 等自主运营的赛事。
广东国际赛车场	其举办的主要赛事包括中国房车锦标赛、中国汽车飘移系列赛、香港和澳门地区锦标赛等，有一风云战 II 等自主运营的赛事。
上海天马赛车场	其举办的主要赛事包括中国房车锦标赛、POLO CUP 中国挑战赛，有“天马论驾 II 等自主运营的赛事。
北京金港赛车场	目前其举办的主要赛事包括中国方程式大奖赛
江苏万驰国际赛车场	其举办的主要赛事包括中国房车锦标赛、全国公路摩托车锦标赛等。

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

虽然各地均鼓励企业投资新建赛车场，并围绕赛车场打造汽车产业园区，但是由于政策、经济、地理等条件限制，国内新建赛车场难度较大：

- **经济条件限制：**赛车场占地面积较大，一般均在 200 亩以上，涉及到政府规划以及购置土地使用权、基建等较大规模的投入。赛车场一般设在城市郊区，相关配套设施的完善需要时间，同时赛车场积攒人气，引进赛事、形成品牌效应，从而摸索出符合自身实际情况的经营模式也需要较长时间，故投资回收期较长。
- **政策条件限制：**赛车场及配套设施需要使用大量土地，投资规模较大，特别是大型赛车场的建设，一般需要地方政府给予一定的配套扶持政策，故新建赛车场需要取得当地政府在建设用地、产业发展规划等方面的大力支持。
- **地理条件限制：**由于赛车场是一种商业化运营的体育场馆，其收益不仅仅来自赛事租场，更多地依靠商业租场等多元化经营举措，故其新建必须考虑经济效益，这与区域经济发达的程度，尤其是区域的汽车工业发达程度、区域的汽车保有量等息息相关，因而赛车场对于选址是有较高要求的。
- **专业条件限制：**赛车场作为一种专业性较强的体育场馆，需要由行业主管部门中汽摩联批准建设，建成后举办各级比赛还需取得中汽摩联乃至国际汽联的认证。赛车场为赛事而建，但每年举办的汽车赛事有限，赛车场运营者必须综合利用赛车场的各个时段。国内外成熟的赛车场除赛事期间使用赛道外，还大力发展试乘试驾、新车发布等商业推广活动使用赛道，努力提高赛道及相关设施的利用率，赛车场收入构成主要包括赛道服务及配套服务收入、赛车培训收入和赛事用品销售收入等。

因此，未来新建赛车场数量有限，赛车场将长期是稀缺资源。

### 自主拥有赛车场，资源和运营经验丰富

公司拥有上海天马赛车场，承包经营管理广东国际赛车场，这两个赛车场均为中国大陆地区通过国际汽联安全认证的国际标准赛道；另外，公司还经营管理汽摩中心培训基地，具体情况如下：



**图表16： 公司经营的赛车场**

赛车场名称	简介
上海天马赛车场	建成于2003年，位于上海市松江区，坐拥经济发达的长三角地区的赛车基础，占地221亩，拥有2.063公里的赛道，赛道最宽处达14米，并拥有260米X60米的测试场，以及越野道。
广东国际赛车场	建成于2009年，位于广东省肇庆市，地处珠三角地区，毗邻港澳，占地550亩，赛道全长2.82公里，具有5处左转弯道及8处右转弯道。赛道的标准宽度为12-15米，发车直道和相邻的两个弯道宽度均为15m，最高设计时速约为250km/h。
汽摩中心培训基地	建成于1996年，被誉为“赛手的摇篮”，拥有全长2公里的国际标准砂石短道拉力赛道，长170米、宽86米的柏油试车路面等培训场地及配套设施。公司子公司北京赛车2015年起管理汽摩中心培训基地主要场地设施，开展赛车培训、赛道服务等业务。

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

赛车场为开展汽车运动训练、比赛而建设，但与其他体育场馆一样，一年之中用于举办比赛、赛车训练的天数并不多，但赛车场与汽车产业密切相关。汽车厂商为推广其产品，需要在专业的赛车场内举办试乘试驾、新车发布、经销商培训等商业推广活动，赛车场通过推广活动的商业租场，大幅提高了赛车场的使用率，实现商业利益。同时赛车场的经营需要丰富的汽车运动行业资源，一些赛车场的投资方，将建好的赛车场委托专业的经营机构经营。

### 盈利模式：赛道服务、赛道配套服务、赛车培训、赛事用品销售

赛车场的盈利模式主要包括：

**图表17： 赛车场盈利模式**

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

其中：

- **赛道服务**：是指公司提供赛道和场地给客户举办比赛、商业活动、赛车练习等，并提供赛事耗材、赛车维修和媒体中心、赛事宣传等方面的服务。主要业务形式为场地租赁，另外还包含广告发布、公众开放、赛道日（包时段）等业务。广告发布业务指赛车场赛道沿线和赛车场内设施上布设相关产品长期静态展示。
- **赛道配套服务**：是指公司利用赛车场的附属设施为客户提供配套服务。主要包括P房租赁和餐饮服务。P房租赁是指公司将赛车场内的维修车库和必要的设施设备租赁给车队作为维修、仓储之用；餐饮服务是指赛车场为在赛车场活动的观众和散客提供食品和饮料服务。目前，公司赛道配套服务收入金额不大。
- **赛车培训业务**：中汽摩联授权的赛车执照培训机构可以从事国内赛车培训业务，力盛赛车及其子公司从事赛车培训业务已有十多年的经验，目前提供中国场地赛驾照的E照、G照，拉力赛驾照的F照和安驾培训等培训服务。
- **赛事用品销售**：公司利用赛车场聚集赛车和车手的优势，从事赛事用品销售业务，销售的产品主要有赛车手头盔、赛车服、赛车座椅等。主要品牌为OMP、CUSCO、Stilo等国际知名品牌。

## 汽车活动推广：客户资源丰富，覆盖主流汽车厂商

汽车活动推广业务主要包括专业试乘试驾、车秀或发布、巡展路演、品牌培训四大类。汽车厂商每年均投入大额的营销费用用于汽车活动推广，车展活动、汽车试驾活动等是其产品推广的主要方式之一。公司从事汽车运动业务，在赛事组织、赛车队和赛车场经营过程中与汽车厂商建立了紧密的合作关系，公司拥有开展汽车活动推广业务的各种优势资源，长期以来积累了大量的优质客户：

图表18： 公司客户覆盖主流汽车厂商



资料来源:招股说明书，华泰证券研究所

## 政策支持，汽车文化兴起，公司发展前景可观

### 政策：大力支持汽车运动，为市场注入信心

国家对汽车运动大力支持，近年来出台多项政策，予以鼓励和扶持：

图表19：国家政策大力支持赛车运动发展

时间	部门	产业政策	具体相关内容
2010年3月	国务院办公厅	《关于加快发展体育产业的指导意见》	努力开发体育竞赛和体育表演市场
2013年2月	中国汽联	《汽车运动未来10年发展规划(2013-2022年)》	明确指出要完善汽车赛事体系，把影响力大、组织和管理水平高、竞技和推广水平高的赛事，打造成为汽车运动的标杆。以品牌赛事为先锋，塑造汽车运动形象，展现汽车运动魅力，开拓汽车运动市场，推动汽车文化发展。构建汽车运动公共服务体系、推动体育产业发展并完善行业人才培养
2014年10月	国务院	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	到2025年，体育产业总规模超过5万亿元
2015年11月	国务院办公厅	《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》	大力发展体育服务业，促进体育市场繁荣有序，加速形成门类齐全、结构合理的体育服务体系。
2016年7月	国家体育总局	《体育产业“十三五”规划》	到2020年，全国体育产业总规模超过3万亿元，
2016年10月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	推动汽车露营营地和中小型赛车场建设，利用自然人文特色资源，举办拉力赛、越野赛、集结赛等赛事，组织家庭露营、青少年营地、主题自驾等活动，不断完善赛事活动组织体系，打造“三圈三线”（京津冀、长三角、泛珠三角，北京至深圳、北京至乌鲁木齐、南宁至拉萨）自驾路线和营地网络。

资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

在2016年《全民健身计划(2016-2020年)》重要通知中，赛车亦被列为积极培育、有消费者引领特征的时尚休闲运动项目。国家对赛车运动的支持将为其发展带来长久的政策保障和动力。

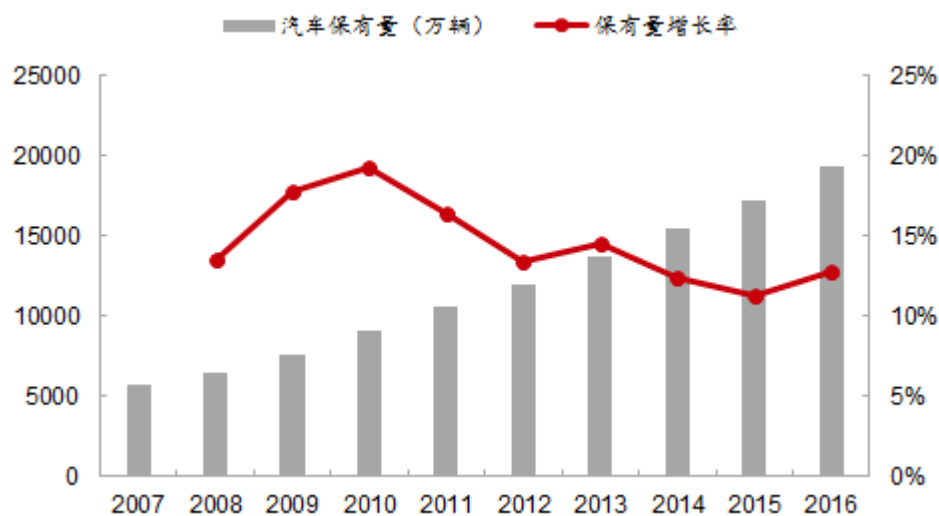
中国现已成为全球增长最快速和最有潜力的赛车运动市场，形成了以国家级锦标赛为核心，众多地方性赛事为支撑的赛事体系。根据《中国汽车摩托车运动联合会2016年度工作报告》，至12月20日，2016年中国汽车摩托车运动联合会全年共计完成各项全国性赛事80场，国际赛事44场，共计124场。2016年，区域性和俱乐部比赛延续了往年的发展态势，以赛车场和俱乐部为单位的基础赛事蓬勃发展，有的早已形成成熟品牌。据不完全统计，2016年各类基础汽摩赛事超过500场。据汽摩运动联合会统计，2016年注册的汽车拉力车队66支，车手1009人；注册越野车队117支，车手969人；汽车场地赛注册车队100支，车手3260人。注册摩托车越野、公路、全地形车队112支，车手657人。与2015年相比，汽车场地赛注册的车队和车手大幅增加，其它项目则保持了原有规模。同时，中汽联也提出了未来一段时间的发展目标：至2022年，中汽摩联个人会员达到100万人左右，单位会员达到500家；注册的车手达到8,000人，持照裁判达到6,700人，累计培训车手超过20,000人，培训裁判员超过2,200人；兴建5-7个赛车场，建设达到国家或国际标准的卡丁车场4-5个；将越野场地赛和短道拉力场地数量各翻一番，总数达到60个。行业将继续保持高速增长。

### 汽车文化：中国汽车产销量连年世界第一，汽车文化兴起指日可待

汽车运动与汽车工业的发展密不可分。从起源来看，汽车运动最初就是由19世纪欧洲的几家汽车厂联合发起，目的是为了证明哪个厂所生产的汽车性能更好。时至今日，各大汽车厂商依然热衷于参与汽车赛事，归根到底还是因为其对自身产品和宣传上的帮助。汽车运动有助于改善汽车的性能，展示最新的研发技术并获得及时的实地反馈，向广大用户宣扬自身的品牌，同时由于其本身所拥有的刺激性和观赏性，汽车运动的娱乐性十足，已经成为体育赛事中重要的类型。如今，世界一级方程式锦标赛(F1)作为世界最高水平的汽车比赛，已与奥运会、足球世界杯并称为“世界三大体育盛事”。

中国汽车产销量世界第一，保有量世界第二。根据《2016年国民经济和社会发展统计公报》显示，2016年我国汽车私人保有量已经达到1.66亿辆。

图表20: 我国汽车保有量连年增长



资料来源: 国民经济和社会发展统计公报, 华泰证券研究所

汽车保有量的迅速提高, 热爱汽车运动的人群也在不断增加, 为汽车运动在中国的普及和推广奠定了基础。同时汽车也像服装、饮食文化一样, 在保有量和使用率达到一定程度后, 人们开始追求更深层次的精神需要, 汽车文化的氛围在中国将愈发浓厚。

## 盈利预测与估值讨论

### 关键假设

盈利预测主要基于以下几点假设：

- 1、赛车场经营收入未来三年增速稳中略升。考虑到募投项目中包含赛车场扩建，扩建成功后将直接带动赛车场经营收入的增加，预计未来三年收入增速为 25%、28%、30%；
- 2、赛车队运营收入保持稳定增速，但增速较低。赛车队运营收入变动主要受经营的赛车队数量影响，16 年这块收入下降主要是因为 15 年底停止运营了两只车队。我们保守预计未来三年公司仍只运营三只车队，每年收入增速为 5%；
- 3、赛事运营收入未来三年增速稳中有增。募投项目中大半资金将投入到赛事推广，包括自身运营赛事品牌的打造等。我们合理预计未来三年赛事运营收入将保持稳中有增的态势，增速为 10%、15%、20%；
- 4、汽车活动推广收入。汽车活动推广收入受汽车产销量的影响较大，我们预计未来几年整体汽车市场的销售增速将稍有下降，汽车活动推广收入增速也将略有下降，分别为 30%、25%、20%；
- 5、营业成本占比和毛利率基本保持稳定。考虑到历史年度公司的营业成本占比和毛利率保持稳定，我们预计未来三年公司的这两项经营指标也将继续保持稳定，分别在 65% 和 35%；
- 6、销售费用占比和管理费用占比基本保持稳定。考虑到历史年度公司的销售费用占比和管理费用占比保持稳定，我们预计未来三年公司的这两项经营指标也将继续保持稳定，分别在 3% 和 14%；

图表21： 盈利预测的关键假设

关键假设	单位：人民币/百万					
	14 年	15 年	16 年	17 年 E	18 年 E	19 年 E
赛车场经营收入	42.09	47.97	58.47	73.09	93.55	121.62
YOY		14%	22%	25%	28%	30%
赛车队运营收入	40.59	49.27	36.23	38.04	39.95	41.94
YOY		21%	-26%	5%	5%	5%
赛事运营收入	81.44	69.02	72.29	79.52	91.45	109.74
YOY		-15%	5%	10%	15%	20%
汽车活动推广收入	44.46	53.37	73.97	96.17	120.21	144.25
YOY		20%	39%	30%	25%	20%
营业成本占比（合计）	65%	65%	67%	65%	65%	65%
毛利率	35%	35%	33%	35%	35%	35%
销售费用/营业收入	2.59%	3.30%	3.37%	3.09%	3.09%	3.09%
管理费用/营业收入	13%	15%	14%	14%	14%	14%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 可比公司估值

我们选取美国的赛车运动公司进行估值对比。目前美国赛车运动类上市公司包括 International Speedway Corp. (NASDAQ: ISCA), Dover Motorsports, Inc. (NYSE: DVD) 和 Speedway Motorsports, Inc. (NYSE: TRK) 等。

目前, 美股 3 家赛车公司的估值对比如下:

**图表22: 美国赛车运动上市公司估值对比**

	ISCA	DVD	TRK
市值 (2017年3月25日)	1,605	77	785
16年净利润	79.2	3.8	39.6
2016年 PE	20.3	20.3	19.8

单位: 美元/百万

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从估值表可以看出, 美股赛车运动类上市公司的估值基本在 2016 年 20X 左右。考虑到国内赛车运动市场并未如美国成熟, 仍然具备较大的发展空间, 美国赛车运动类公司上市之初均保持高速发展, 并且力盛赛车是唯一的赛车运动类主板上市公司, 具有稀缺性, 给予一定的估值溢价, 给予 2017 年 40X-47X 的估值区间。预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.63 元、0.76 元, 目标价 25.6-29.7 元, 给予买入评级。

## 风险提示

业务发展不及预期风险。赛车业务发展需要较大的资金投入，同时国内整体市场尚处早期，市场格局并未稳定，面临激烈的竞争，公司的业务发展存在不及预期的风险。



## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	140.33	175.27	256.34	330.00	414.04
现金	29.47	63.64	126.52	173.99	225.91
应收账款	76.84	74.70	91.78	110.45	133.62
其他应收账款	4.15	9.24	8.60	10.36	12.53
预付账款	5.52	3.20	4.69	5.64	6.80
存货	13.29	16.33	18.74	22.57	27.19
其他流动资产	11.07	8.16	6.00	7.00	8.00
非流动资产	99.44	96.65	83.04	67.46	56.47
长期投资	3.63	4.84	4.84	4.84	4.84
固定投资	65.10	58.28	44.80	31.32	17.84
无形资产	19.17	18.64	18.64	18.64	18.64
其他非流动资产	11.54	14.89	14.76	12.66	15.16
资产总计	239.77	271.92	339.38	397.46	470.51
流动负债	37.91	40.94	51.47	62.59	73.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	26.01	24.84	31.87	40.62	48.94
其他流动负债	11.90	16.10	19.60	21.98	24.56
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	37.91	40.94	51.47	62.59	73.50
少数股东权益	7.16	8.34	9.64	11.20	13.09
股本	47.36	47.36	63.16	63.16	63.16
资本公积	52.65	52.65	52.65	52.65	52.65
留存公积	94.70	122.63	162.46	210.16	268.12
归属母公司股	194.70	222.64	278.27	325.96	383.92
负债和股东权益	239.77	271.92	339.38	397.46	470.51

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	20.78	54.50	42.33	40.35	42.65
净利润	25.35	34.05	41.13	49.25	59.85
折旧摊销	18.65	20.63	13.48	13.48	13.48
财务费用	0.81	0.13	(3.94)	(6.22)	(8.28)
投资损失	(0.28)	(1.15)	(0.80)	(0.90)	(1.00)
营运资金变动	(25.02)	0.94	(7.68)	(15.07)	(21.21)
其他经营现金	1.25	(0.10)	0.13	(0.20)	(0.20)
投资活动现金	(25.99)	(15.01)	0.81	0.90	1.00
资本支出	18.71	19.04	0.00	0.00	0.00
长期投资	3.93	0.75	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(3.35)	4.78	0.81	0.90	1.00
筹资活动现金	(21.78)	(5.31)	19.74	6.22	8.28
短期借款	(17.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	15.80	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4.78)	(5.31)	3.94	6.22	8.28
现金净增加额	(27.09)	34.17	62.87	47.47	51.92

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	219.73	240.98	286.83	345.17	417.56
营业成本	143.34	160.65	187.44	225.65	271.86
营业税金及附加	4.40	1.40	5.74	6.90	8.35
营业费用	7.25	8.12	8.86	10.67	12.90
管理费用	32.76	32.72	40.16	48.32	58.46
财务费用	0.81	0.13	(3.94)	(6.22)	(8.28)
资产减值损失	1.30	0.36	1.00	2.00	3.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.28	1.15	0.80	0.90	1.00
营业利润	30.14	38.75	48.37	58.74	72.26
营业外收入	1.27	5.16	4.00	4.00	4.00
营业外支出	0.43	0.78	0.30	0.40	0.50
利润总额	30.98	43.12	52.07	62.34	75.76
所得税	5.63	9.08	10.93	13.09	15.91
净利润	25.35	34.05	41.13	49.25	59.85
少数股东损益	0.64	1.37	1.30	1.56	1.89
归属母公司净利润	24.71	32.67	39.83	47.69	57.96
EBITDA	49.60	59.51	57.91	66.00	77.47
EPS (元)	0.52	0.69	0.63	0.76	0.92

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	5.18	9.67	19.03	20.34	20.97
营业利润	(8.52)	28.57	24.82	21.46	23.02
归属母公司净利润	(12.58)	32.23	21.90	19.74	21.53
获利能力 (%)					
毛利率	34.77	33.33	34.65	34.63	34.89
净利率	11.25	13.56	13.89	13.82	13.88
ROE	12.69	14.68	14.31	14.63	15.10
ROIC	14.32	17.96	21.26	24.89	28.98
偿债能力					
资产负债率 (%)	15.81	15.06	15.17	15.66	15.62
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	3.70	4.28	4.98	5.27	5.63
速动比率	3.35	3.88	4.62	4.91	5.26
营运能力					
总资产周转率	0.92	0.94	0.94	0.94	0.96
应收账款周转率	2.98	3.18	3.45	3.41	3.42
应付账款周转率	5.61	6.32	6.61	6.23	6.07
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.52	0.63	0.76	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.86	0.67	0.64	0.68
每股净资产(最新摊薄)	3.08	3.53	4.41	5.16	6.08
估值比率					
PE (倍)	47.52	35.94	29.48	24.62	20.26
PB (倍)	6.03	5.27	4.22	3.60	3.06
EV_EBITDA (倍)	22.43	18.70	19.21	16.86	14.36

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com