

三六五网电话会议纪要

三六五网(300295.SZ)

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

1. 我们的分析与判断

安家贷是三六五网倾力打造的“互联网+房地产+金融”一体化服务平台，于2014年12月上线。安家贷依托三六五网房产信息、研究、撮合等业务实力、成熟的互联网运作经验及资深的金融专家团队，全心构建安全、高效、普惠的金融平台。平台围绕“家”有关的融资需求设计出符合投资人和融资人偏好的金融类产品，目前公司主推服务于一手房采购的新居贷，未来将陆续上新包括车位贷、开发商倒按揭、二手房交易贷、房产众筹等新产品。

新居贷上线三个月实现3千万业务规模。新居贷一经推出即受到市场追捧，12月8日首标上线43秒售罄。新居贷受市场欢迎的原因有以下四点：1) 为首付资金短缺的购房人提供免息或低息借款成本；2) 为有意向的投资人提供“低门槛、低风险、稳回报”的金融投资项目；3) 与开发商合作推出新居贷，能够有效地提升成交率，达到开发商迅速回笼资金的目的；4) 目前市场上针对购房融资所推出的P2P仅三六五网一家，供给稀缺。

房价下行压力大增，“变相降价”成为开发商首选。面对日益严峻的新房价格下行以及库存去化压力，房地产商更偏好于采用“变相降价”的方式实现楼盘成交，因此，服务于新房成交的新居贷成为房产商乐意合作的方式。通过与多年房地产电商经历的三六五网合作，一方面可以精准定位并获取购房群体，另一方面可以采用新居贷产品通过贴息的方式提高撮合交易。

新房贷面向刚需群体，坏账风控有保障。新房贷主要面向首次买房的刚需群体，公司通过四种方式控制坏账风险：1) 依托于个人征信系统，家庭共同承担；2) 房产经纪在交易时已经了解客户的真实需求，且有真实的购房合同，避免骗款可能；3) 新居贷直接打款至开发商处，避免贷款额用于非购房用途；4) 新房往往是期房，付款至拿房平均有一年间隔，避免了未还款就拿房的可能。

金融业务成为公司O2O推进的主要动力，看好公司业务长期发展。凭借已有的地产O2O切口，公司安家贷平台(P2P+小贷)为刚需群体提供的财务管理服务的现流水能够长效地盘活起来，并凭借与地产商的高度配合和个人征信体系的启用保证抗风险能力，最终完成P2P闭环。目前公司房产O2O和家装O2O异地布局加速，在金融业务的支持下发展潜力巨大。

2. 投资建议

我们认为公司15年将进入快速发展期：(1) 房产O2O模式在长三角地区得到印证，随着加盟战略的启动，快捷建站服务将助力异地扩张加速，市场份额快速提升；(2) 家居O2O渗透率不足10%，行业进入快速发展阶段，庞大的市场空间以及较低的行业集中度赋予公司突围而出的发展潜力，相较于竞争对手，公司最大的优势在于上游房地产O2O中600万以及未来更多房产O2O用户的直接导流支持；(3) 金融平台承担的融资性

分析师

殷睿

☎: 0755-83214197

✉: yinrui@chinastock.com.cn

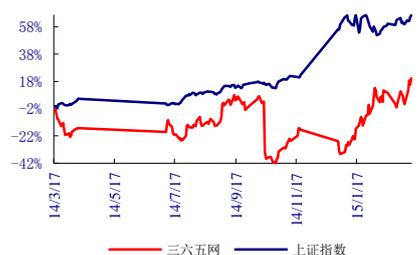
职业资格证书编号: s0130514110002

市场数据

2015-03-13

A股收盘价(元)	140.60
A股一年内最高价(元)	141.96
A股一年内最低价(元)	65.70
上证指数	3372.91
市盈率	74.76
总股本(万股)	8002.50
实际流通A股(万股)	3782.05
限售的流通A股(万股)	4220.45
流通A股市值(亿元)	53.18

相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

- 公司点评研究报告-三六五网(300295) -18%减持用于股权激励, 无碍公司上升通道_20150311
- 《公司点评研究报告-三六五网(300295) -14年净利润增长32%, 关注B2F成长潜力_20150310》
- 《公司点评研究报告-三六五网(300295) -14年净利润增长31.5%, 房产家装O2O空间广阔_20150205》

担保、小额贷等属性一方面撮合三大 O2O 业务的成交，另一方面融资业务的息差也为公司提高业务创收的可能，加速公司整体战略推进。

预计公司 15-16 年归属母公司净利润分别为 19,800 万元和 274,92 万元，EPS 为 2.47 和 3.44 元，对应 PE 为 45 和 32 倍。继续给予谨慎推荐评级。

3. 风险提示

房产 O2O 异地扩张、装修宝业务开展低于预期。

#会议纪要#

会议主题：中国银河证券互联网传媒团队 2015 年互联网会议调研第一站

——三六五网安家贷（P2P 平台）

邀请嘉宾：三六五网安家贷总经理 李晓羽

会议时间：2013 年 3 月 13 日下午 14 时

第一部分：李总介绍安家贷

1. 365 安家贷于去年 12 月初上线，正式开展业务是 12 中旬，截至昨天为止正式发生 3000 多万线上业务。
2. 主要业务：首付贷款，为买房人解决首付空缺，辅以为开发商融资的房开贷。全年定位为首付贷款是主力产品，基于 P2P 小额分散角度和电商风险控制角度；在优势地区南京合肥。目前以安家贷为主，为开放商的房开贷发生程度不是太高。
3. 365 规划：15 年获得小额贷款牌照，线上往线下拓展；在 365 有城市公司的地区优先发展业务，信贷风险控制能力高；线上业务依托于、服务于主业，同时独立发展的责任；上半年服务于房产 O2O，装修宝，可能产生业务需求小区宝；下半年向陌生领域拓展，包括房产相关陌生城市的 2 手房。

第二部分：Q&A 环节

Q：贷款和世联有什么区别？

- a. 世联小贷公司直接放款。我们全部线上 P2P 融资，资金来源是本质区别。
- b. 世联为小额独立放款。我们首先是产生需求，放到网上，类似陆金所。目前纯线上。我们和世联做过交流，他们也要将线下逐步往线上拓展。
- c. 小贷优势在于资金效率高，资金成本低。可以通过资产现代化 ABS 有限融资。明显劣势是小贷的融资杠杆，资金规模有天花板，受限于监管要求。小贷资金来源股东出资和私募基金借款，没有 P2P 广阔。比如深圳 1:1.5——小贷注册资本金额 3 个亿，融资规模最多做到 4.5 个亿。线下业务有局限性，线上 P2P 有更好融资空间。
- d. 我们线上平台先建好，打法成熟。金融机构有个牌照的限制，今年优先取得小额贷款牌照。

Q: 监管问题怎么看?

银监会，民间债券借贷。我们 2 季度 3 季度有融资策略，届时会有文字解释。

Q: 收益率水平如何?

取费要保证投资人借款成本，取一个适中位置服务费，平均是 2-4%，最多取到贷款总额的 4%，投资者年化 8-12%。比陆金所高，因为陆金所体量大，牌子容易信任，易于降低利率。我们目前体量 3000 万，刚发生没多少，但有排队。

Q: 目前有无坏账?

安家贷采用的是电商模式，为买房人做融资，开发商卖一套房是 365 销售出去的，买房人资料 365 清楚，在坏账控制力度上较强。目前国内一手房主要是期房，信贷发生之前，一旦首付没还完，开发商没法交房。另外，三六五网主要布局经济优势区域，目前发生量较大额的如南京、合肥、西安地区，问题不会太大。

Q: 有无按揭?

不做。首付贷贷款周期在一年左右。

Q: 业务开展区域?

长三角占 70%，和 365 品牌覆盖区域高度重合，尤其是江苏浙江品牌认知度高。

Q: 安家贷的成交率?

- a. 城市与城市间差异大，一般不会超过 10%；缺钱买房的或者考虑采用融资购房的，南京 8-10%。
- b. 上海一定会低，二手房交易比较高；

Q: 二手房和新房核心控制点，风控?

- a. 新房贷款业务一定有第三方在，不只是投资人贷款人，最重要的是开发商，首付贷款业务开放商资质的审核非常重要。
- b. 业务发生是双方的，365 进场电商业务 100%开展安家贷金融产品策略，没有电商，以其谈判的切入

点，贷前审核对项目资质要求高

- c. 对贷款审核区分消费人群；控制期房，现房无法控制。线上 P2P 用到商业银行信贷的管理方式，一个人贷款，共同担保人一个或多个，国内信贷环境比较好，对自己的预期，尤其是刚需买房人，看得比较中，把自己的亲朋好友列为共同担保人，道义，生活层面顾及，违约率低，能到期偿还本金；

Q: 帮助开发商融资具体内容？

- a. 指直接贷给开放商，没有那几个亿的量，估计 2015 年占比较小；
- b. P2P 方面，2-4% 服务费由开发商承担，借款人是买房的人
- c. 开发商承担原因：促销的手段，开发商或多或少都有降价促销的需求，但是行业内横向比较，某个区域明着降价压力比较大，从业舆论，已经买到房的投资人压力大，原意降价的空间补贴买房人利息、或作为线上服务费

小结：

切入需求点：开发商迅速回笼资金的意愿，房价大部分区域下行，开发商库存去化压力增加，因此愿意采用 365 网采取代理+融资的合作模式；回款后，尽快弥补开发商的开发贷，减少其融资成本。对于买房人来说，或者是首付资金不足，或是偏好采用融资模式的，都极大程度上提高房产成交的可能。

Q: 装修贷有没有启动，以及意向客户？

目前没有，正在搜集，3 月 8 日宝粉节，安家贷在现场介绍，装修宝对装修人的控制力度比较强，愿意为装修宝个人客户贷款，正在整理资料，会尽快发布相关融资产品。

Q: 购房者安家贷比例 8-10%，装修贷比例？

和客户接触过程中，客户买房用安家贷时不缺钱，开发商愿意贴息，降房价，买房人觉得自己的钱类似免息贷款。最后一个月还本金，多为 25-45 岁能接受新兴金融产品的客户。新房购置后，产生买车、装修需求，装修宝在供应链的环节伺机而出，装修宝让建材商或施工方给予客户的现金回馈，装修客户也会自愿选择安家贷；加上装修宝本身免费增值服务，客户对装修宝粘性会更大；

Q: 装修宝付费对象?

确定了是施工方是付费主体，装修宝业务托管模式，要看宝粉节数据体量多大，要跟合作的建材商谈规模，若能实现建材商业也会现金的投资回；并没有摒弃确实缺钱，买新房过程中，开发商不愿意贴息，比如品牌知名度高的开发商，买房人意愿比较明确，认准买房地段，接受总的融资成本；在线上业务，平台的服务费用不会让买房人和装修者承担，即使没有贴息，承担的成本只是理财人的利息，承担不会太多。

Q: 开发贷规模?

- a. 1-2 个亿规模
- b. 成本：没有直接明确数字，开发商拿地时间段不同，对成本的接受程度不同，3、4000 万，资金计划，10-12%主流开发商

Q: 长三角外拓展压力?

2015 年安家贷有业务覆盖掉，与房产 O2O 战略同步的，还有选择标准是二线城市会重点覆盖，P2P 这一部分整个行业起来很快，我们想要提速，但是要先把互联网金融模式吃透。

Q: 流量成本?

目前不大。聚客成本占支出成本小，365 主站对我们贡献流量最大，从东部引流。线上客户 80%基本从主站引来，不花钱。

Q: 预期交易量?

考核内部，交易量定的不会太大，大几个亿，10 亿以内。

Q: 主站流量?

pv 每天 3 万，日活跃访客 1000 左右。

Q: 与房产 O2O 两个部门协同作用?

相互配合。房产 O2O 有强势的项目和城市，已经形成稳定打法城市的安家贷进入会快速。房产 O2O 城

市快拓展一些，和目标公司洽谈时对方诉求明确，除了电商，对金融服务需求达到一定的高度。安家贷覆盖城市以房产 O2O 重点城市为发展导向。

Q: 首付贷拓展难度？

不谈困难，而是方向。首付贷款迅速上量，取费灵活。无论贴息与否，要在服务费用横向有优势；硬性开发商，做一整套营销体系，接受单纯的金融产品，难度有，抗性大。但如果本身有降价需求，一成首付，0 首付营销产品，将产品融入进去。所以要有项目，尤其有“暗降”意图的项目，进入角色最快；2015 年这种项目多，占比一定大。

Q: 定位？

- a. 商业和别墅不做，绝对定位成刚需购房者
- b. 那如果商业/别墅客户有意愿？

刚需住宅还款意愿最强，整个金融体系看，风控压力最小；而能买别墅或商业的客户，多少用杠杆，承受更多流动性风险，不是优质客户。商业公寓也不予考虑。

Q: 开发商贴息情况？

比如近期南京新开的三个盘，两个盘愿意贴，一个地段好不愿贴。贴息占比大，但不明显，6:4 开。

Q: 利率？

买房人拿到的就是 8%，开发商最多 12%，最少 10%，服务费 2-4%（目前模式下是开发商给的）现在没有谈到利润。

Q: 单个项目情况？

占比不会太高，销售最高达 20%+——这还没有全部卖，一个楼盘有 20% 的买房客户愿意做安家贷产品，但这是特例。开发商一直以来一成首付，只是用安家贷把自有资金置换掉。贷给开发商不应该超过 3000 万，这也是国内信托，房地产基金起售价格。

Q: 平台上借款人信息并不公开？

并不是。和主流对标的平台，与易居房联保等相比，披露水平还可以。

Q：如何防止二次抵押？

信用贷款，没有抵押

Q：世联行和 365？各自利弊？

世联：比较成功，基于代理模式下的金融业务，对开发商项目的控制力度强，营销策略是许多公司所不具备；线上交易量反映开发商依赖程度高，看区域；

365：基于传统电商模式，广告，新媒体，聚客，促成交易；相当于服务，在优势区域话语权高

Q：目标城市层级？

电商业务（最低）三线城市，金融的话高度统一，重点 2 线以上城市，不会发生区域系统性风险的城市，是金融业重点覆盖方面。

Q：一线城市开发商资质比较好？

认可。一线城市买新房，呆坏账几率最小，因为人口净流入，新兴人群安家立业意愿最强，收入水平高，因此定位一定是二线以上重点城市。参照 14 年二线城市排名，重点起码 20 多个，

Q：人口流动性不强的城市如何看待？

北方某些城市人口净流出，看合作项目，若是万科绿地，即使人口净流出，但是重点品牌仍有销量。门槛定下来后，就地进行个性化讨论。

Q：365 在常州？

有公司，卖的好的盘还是好，流动性不是特别好。

Q：投资者数量？

有 15000 注册用户；准确投资人不超过 2000

Q: 除了 P2P 平台效益高，有无其他的优势？

最低 8%，与主流相比偏低。基于房产优势，江浙沪地区品牌知名度。大型开发商做研报，数据基本来自 365。局部区域优势明显。

365 培育客户，房地产交易过程，了解愿意买房又缺钱的客户的承受成本到底有多少，10-20% 占比小，我们定了一个合理利润水平，与房产特性是高度相关

Q: 贴息的占比多吗？

看项目和地段

Q: 装修宝现况？

装修还没开始，在设计，有贷款需求前提是风险控制住，装修宝对托管业务，对建材商施工方控制风险。

Q: 没有抵押的基础上，出现坏账如何处理？

- a. 和小贷公司处理流程几乎一样。做金融业务不可能没有风险，也要基于服务区域的大环境。新兴金融城市买房，开发商共同承担贷后管理，那么风险比较低。
- b. 房地产是特殊业态，衣食住行，住特别重要。中国金融机构贷后管理模式多样化，但作为刚性住宅买房人，若有电话催收登门拜访，比较谨慎，尽量避免。
- c. 贷前审核还款意愿时，不希望一个人，而是一个家庭，一对夫妻共同承担，形成人与人之间共同制约作用。
- d. 对开发商必须有抵押，打折很凶。比方贷 2000 万，抵押物超 4000 万才有可能，我们主动去挑抵押物。

Q: 担保情况？

不是自担保，自己的风险拨备金去担保。陆金所也在去担保化。

有渠道方推荐项目，通过代理公司，或是主动找过来的，也有没有用广告电商业务的开发商。但对于没有传统业务合作过的开放商，在选择方面十分审慎。

Q: 风控主要靠线下，线上大数据用的少？

风控分多个维度，贷前顾问直接当面沟通，搜集资料侧面反映出还款能力还款意愿，我们团队的控制力度更多。

Q: 安家贷团队组成?

都在总部，城市公司没有专职金融人员，由城市公司接洽金融都是客户总监，项目总监兼任。非南京以外公司，传统 365 分公司接洽，管理边界比较模糊，懂金融业务就可以接单。

Q: 金融的人力组成?

核心团队：本人银行工作 11 年，互联网经验；产品设计人员要求 5 年以上互联网金融产品设计，核心是在平安陆金所做过交易系统，交易人员 100% 小额贷款，担保公司，零售条线做风控。

Q: 互联网牌照?

P2P 不需要牌照，ICP 作为互联网必备的证书，网站上线要做 ICP 证书认证，监管部门，工商也有一整套流程。作为 P2P 平台没有硬性要求此类证书。

Q: 投资人限制?

我们的 P2P 并没有踩红线，但 P2P 作为互联网金融新业态，要规避监管所定四条红线，不能自担保，不能留存收益，不能进行旁氏骗局，不能达到非法集资人数上限 150 人。
最大标的，几千万表没有超过 100 人，人数比较少，人均多。

Q: 帮他分散风险，没有硬性限制?

每单标的，总额小。基本控制在 50 万以内，短时间销售掉，同时点击在线，pv 每秒点击率非常高。

Q: 如何放量? 365 主站流量导，正常规模 P2P 不够

两方面，3 月初有产品调整，取费模式和城市公司结合，做大额优化，三月份开始批量标的上线；独立拓展营销业务方向，两条腿走路，倚靠于主业不依赖主业。

Q: 银行成本 2、3000 一单，是否是可持续模式?

银行为何做长期巨额项目，边际成本很高，做小微和做大单成本几乎类似。我们也算是传统电商业务的优势，做城市公司业务不用额外去配置人，谈金融需求时，本来就要去沟通，顺带讨论金融需求，城市拓展成本很低。电商业务取费程度高度相关，本来电商业务就是小微，金融产品营销是无缝对接。

Q：是否认同电商最好是阿里小贷？

阿里依托供应链，基于数据的供应链。有了支付宝，交割资金全部沉淀在支付宝，日均存量自动算法算多少钱，壁垒高。

项目量与阿里相比：不好比，第一基于供应链，第二线上给 C 店商户放款高频多次，而我们做的金融业务是增量不是存量。

Q：如何看待阿里 200 亿余额，2000 亿贷款总额，频次高，风控系统，大数据挖掘能力强？

从来没有要超越阿里，之所以做房地产金融，房地产资产占比最重。在国家 M2 体系，房地产占 60 多万亿，先据条件。

只有大额资产交易就有金融需求，本来 365 就有深化服务，阿里供应链上电子商务和电商区别，注重零售。

我们只占大宗交易的一部分，新房在重点城市逐步下行，房地产占资产那么重，出现此消彼长机会，就是二手房积极，我们也会学习。业务和覆盖人群和阿里都不一样。

Q：平台开始盈利时期？

预计 2016 年。

Q：线上提交的项目？

有，整理好给线下团队再面审。更希望切入点有城市公司进驻的项目，有沟通的基础，解决骗贷风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	809.63	972.24	1015.75	1272.18	营业收入	376.60	476.18	656.48	948.54
现金	675.61	877.85	896.66	1098.59	营业成本	21.43	26.00	33.72	46.64
应收账款	33.91	51.05	64.06	99.29	营业税金及附加	9.92	26.53	31.99	41.35
其它应收款	2.88	4.87	5.94	9.58	营业费用	153.95	163.84	235.90	351.66
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	81.25	97.87	139.04	200.17
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-13.66	-13.13	-12.10	-11.92
其他	97.23	38.47	49.09	64.72	资产减值损失	1.08	0.95	1.25	2.14
非流动资产	28.54	29.09	33.29	42.39	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.25	0.25	0.25	0.25	投资净收益	0.23	0.08	0.10	0.13
固定资产	10.81	12.75	16.51	22.52	营业利润	122.86	174.20	226.78	318.64
无形资产	1.84	1.71	1.80	2.12	营业外收入	13.86	8.17	10.78	10.94
其他	15.65	14.38	14.73	17.50	营业外支出	0.90	0.32	0.41	0.54
资产总计	838.17	1001.33	1049.05	1314.57	利润总额	135.83	182.05	237.15	329.04
流动负债	94.24	163.45	83.54	176.91	所得税	26.48	34.76	45.60	63.41
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	109.35	147.29	191.54	265.62
应付账款	0.43	0.00	0.31	0.27	少数股东损益	-5.04	-3.72	-6.45	-9.30
其他	93.80	163.45	83.23	176.63	归属母公司净利润	114.38	151.01	198.00	274.92
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	122.92	166.89	221.08	313.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	2.14	1.89	2.47	3.44
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债合计	94.24	163.45	83.54	176.91	主要财务比率				
少数股东权益	8.80	5.08	-1.37	-10.67	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	735.13	832.79	966.88	1148.33	成长能力				
负债和股东权益	838.17	1001.33	1049.05	1314.57	营业收入增长率	26.12%	26.44%	37.86%	44.49%
					营业利润增长率	10.38%	41.78%	30.19%	40.51%
					归属于母公司净利润增长率	12.92%	32.02%	31.11%	38.85%
现金流量表					获利能力				
					毛利率	94.31%	94.54%	94.86%	95.08%
					净利率	29.04%	30.93%	29.18%	28.00%
					ROE	14.70%	17.58%	19.84%	23.35%
					ROIC	12.84%	15.61%	17.77%	21.20%
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	偿债能力				
经营活动现金流	66.79	249.28	83.03	304.41	资产负债率	11.24%	16.32%	7.96%	13.46%
净利润	109.35	147.29	191.54	265.62	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
折旧摊销	5.67	6.21	8.33	11.99	流动比率	8.59	5.95	12.16	7.19
财务费用	-13.66	-13.13	-12.10	-11.92	速动比率	8.59	5.95	12.16	7.19
投资损失	-0.23	-0.08	-0.10	-0.13	营运能力				
营运资金变动	-34.14	108.86	-104.62	38.87	总资产周转率	0.48	0.52	0.64	0.80
其它	-0.19	0.14	-0.03	-0.03	应收账款周转率	12.23	11.21	11.41	11.61
投资活动现金流	-17.00	-6.81	-12.41	-20.92	应付账款周转率	90.49	170.52	216.46	159.16
资本支出	11.61	0.68	4.18	9.07	每股指标 (元)				
长期投资	0.05	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)	2.14	1.89	2.47	3.44
其他	-5.34	-6.13	-8.23	-11.86	每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	3.12	1.04	3.80
筹资活动现金流	-39.69	-40.22	-51.81	-81.56	每股净资产(最新摊薄)	13.94	10.47	12.07	14.22
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	0.00	58.45	44.58	32.11
其他	-39.69	-40.22	-51.81	-81.56	P/B	0.00	10.60	9.13	7.69
现金净增加额	10.11	202.25	18.81	201.93	EV/EBITDA	-5.42	47.66	35.86	24.61
					永续增长率	3.00%		WACC	10.60%
					终值	4138.70		Ke	10.60%
					企业价值	6538.27		Kd	0.00%
					非核心资产价值	878.10		t	19.09%
					债务价值	0.00		Rf	4.00%
					股权价值	7411.29		Rm	10.00%
					股本	80.03		Rm-Rf	6.00%
					每股价值	92.61		Beta	1.10
重要财务指标									
主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E					
营业收入	376.60	476.18	656.48	948.54					
同比(%)	26.12%	26.44%	37.86%	44.49%					
归属母公司净利润	114.38	151.01	198.00	274.92					
同比(%)	12.92%	32.02%	31.11%	38.85%					
毛利率(%)	94.31%	94.54%	94.86%	95.08%					
ROE(%)	14.70%	17.58%	19.84%	23.35%					
每股收益(元)	2.14	1.89	2.47	3.44					
P/E	0.00	58.45	44.58	32.11					
P/B	0.00	10.60	9.13	7.69					
EV/EBITDA	-5.42	47.66	35.86	24.61					

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

殷睿，研究员行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn