

买入(首次)

当前价: 31.27元  
目标价: 40元



## “绿野网+” 构建户外旅行服务生态圈

- 中国最大的户外用品企业:** 市场销售量和市场占有率达到第一, 拥有自主知识产权的驰名商标“探路者”, 也是销售量前三名中唯一的民族品牌。公司主要从事户外用品的研发设计、运营管理以及销售, 拥有专业户外品牌探路者(Toread)、专注于自驾、露营的高端品牌Discovery Expedition以及专注于骑行的户外品牌阿肯诺(ACANU)。
- 从“绿野网+”着手, 公司行走在内提外延之路上:** 从收购绿野网开始, 围绕大众健康生活方式, 依托“绿野网+”, 展开了内提外延的并购成长之路, 参股图途20%股权、收购行知探索旅行社56.52%的股权、收购易游天下74.56%的股权。几大并购延长加宽旅行生态链, 为探路者旅行业务板块的发展奠定良好的基础。
- 旅行、体育市场规模均达5万亿以上。** 从产业规模来看, 根据中国旅游研究院发布的报告, 2014年中国旅行服务产业规模预计达到3.3万亿元, 且持续保持高速增长态势; 另根据国务院公布的《关于促进旅游业改革发展的若干意见》, 提出到2020年境内旅游总消费额达到5.5万亿元。2014年10月, 国务院发布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》, 鼓励“改革+创新”, 将体育产业上升到国家战略层面。《意见》指出到2025年, 体育产业总规模超过5万亿元(13-25年CAGR为24.6%)。人均体育场地面积达2平方米, 经常参加体育锻炼的人数达到5亿人。
- 三大服务板块构建大户外旅行生态圈:** 公司志在构建户外用品、旅行服务和大体育板块协同发展的户外大旅行生态圈, 实现公司成为户外旅行综合服务提供商的战略目标。公司在户外用品上已居龙头地位, 公司新布局的旅行服务和体育板块都是规模达五万亿级别的大市场。
- 盈利预测与估值:** 预测公司2014-2016年EPS分别为0.58、0.67和0.78元, 对应动态PE分别为54倍、46倍和40倍。给予“买入”评级。目标价40元。
- 风险提示:** 经济下行、突发事件、项目进展及盈利或不达预期等。

指标/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1445	1706	1967	2261
增长率	30.74%	18%	15.5%	14.8%
归属母公司净利润(百万元)	249	296	343	396
增长率	47.48%	19.13%	15.88%	15.28%
每股收益EPS(元)	0.49	0.58	0.67	0.78
净资产收益率ROE	24.07%	23.13%	21.91%	20.86%
PE	64.15	53.85	46.47	40.31
PB	15.44	12.46	10.18	8.41

数据来源: wind 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 潘红敏  
执业证号: S1250511110001  
电话: 010-57631226  
邮箱: phm@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	5.1
流通A股(亿股)	3.22
52周内股价区间(元)	11.58-32.6
总市值(亿元)	154.15
总资产(亿元)	16.76
每股净资产(元)	2.23

### 相关研究

## 目 录

一、公司志在构建户外大旅行服务生态圈 .....	1
二、探路者的旅游并购之旅 .....	2
2.1 收购绿野网：搭建户外旅游综合服务平台 .....	2
2.2 北京行知探索旅行社：促进“户外旅行综合服务平台”建设 .....	2
2.3 参股图途：补上公司长途游短板 .....	3
2.4 收购易游天下 74.56% 股权：完善户外旅行布局 .....	4
三、公司经营情况分析 .....	5
3.1 主营业务营收快速增长但增速下滑 .....	5
3.2 成本费用率稳中有降 .....	7
四、盈利预测与估值 .....	7
五、风险提示 .....	7

## 图 目 录

图 1: 探索者户外旅行大生态圈构建图 .....	1
图 2: 2010-2013 年公司营业收入构成 .....	5
图 3: 2010-2014Q3 公司营业收入与同比增长 .....	6
图 4: 2010-2014Q3 归属于公司股东的净利润与同比增长 .....	6
图 5: 2010-2013 户外服装营业收入与同比增长率 .....	6
图 6: 2010-2013 公司户外鞋品营业收入同比增长率 .....	7
图 7: 2010-2013 公司户外装备营收与同比增长率 .....	7
图 8: 2010-2014Q3 公司费用率情况 .....	7
图 9: 2010-14Q3 毛利率走势良好 .....	7

## 表 目 录

表 1: 探路者 2014 年以来的并购事件 .....	2
表 2: 探索者收购后行知旅行社股权构成 .....	3
表 3: 2012-2013 年“极之美”极地旅行业务经营情况 .....	3
表 4: 极之美业绩承诺 (单位: 万元) .....	3
表 5: 图途财务摘要 (单位: 万元) .....	4
表 6: 图途交易详情 .....	4
表 7: 2010-2013 年公司主营产品收入与毛利率 .....	5
附表: 财务预测与估值 .....	8

## 一、公司志在构建户外大旅行服务生态圈

探索者是中国最大的户外用品企业，市场销售量和市场占有率达到第一，拥有自主知识产权的驰名商标“探路者”，也是销售量前三名中唯一的民族品牌。

公司主要从事户外用品的研发设计、运营管理以及销售，拥有专业户外品牌探路者 (Toread)、专注于自驾、露营的高端品牌 Discovery Expedition 以及专注于骑行的户外品牌阿肯诺 (ACANU)。

值得关注的是，自 2013 年中期开始，公司积极布局商品+服务的 O2O 模式，从收购绿野网开始，围绕大众健康生活方式，依托“绿野网+”，展开了内提外延的并购成长之路，志在构建户外用品、旅行服务和大体育板块协同发展的户外大旅行生态圈，实现公司成为户外旅行综合服务提供商的战略目标。

而从产业规模上看，公司新布局的旅行和体育产业规模均达 5 万亿以上。根据中国旅游研究院发布的报告，2014 年中国旅行服务产业规模预计达到 3.3 万亿元，且持续保持高速增长态势；另根据国务院公布的《关于促进旅游业改革发展的若干意见》，提出到 2020 年境内旅游总消费额达到 5.5 万亿元。2014 年 10 月，国务院发布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，鼓励“改革+创新”，将体育产业上升到国家战略层面。《意见》指出到 2025 年，体育产业总规模超过 5 万亿元 (13-25 年 CAGR 为 24.6%)。人均体育场地面积达 2 平方米，经常参加体育锻炼的人数达到 5 亿人。

图 1：探索者户外旅行大生态圈构建图



数据来源：公司网站 西南证券

## 二、探路者的旅游并购之旅

探路者自上市以来，一直行走在内增外延之路上。

表 1：探路者 2014 年以来的并购事件

首次披露日	交易标的	交易总价值(万元)	币种	最新进度
2015-03-19	易游天下 74.56%股权	23073.9	人民币元	董事会预案
2014-12-26	图途 20%股权	15000	人民币元	签署转让协议
2014-09-04	行知探索旅行社 56.52%股权	3900	人民币元	签署转让协议
2014-01-14	绿野网 55.67%股权	--	--	完成

数据来源：wind 西南证券

### 2.1 收购绿野网：搭建户外旅游综合服务平台

2014 年 1 月，公司公告收购绿野网 55.67% 股权，以资金形式入股，其余股份由绿野管理层持有。绿野网成立于 1998 年，是中国第一家也是目前最大的一家户外旅行活动网络平台。公司当时收购的目的即是为了建立户外旅行综合服务平台。

2014 年 4 月 18 日，绿野旅行 (Iwy.com) 作为面向全球高品质户外旅行的综合服务平台已正式启动，为用户提供一站式、多品类、深度体验式的户外出行活动。截止 2014 年上半年，平台上线产品线路达到近 700 条，覆盖了全球七大洲、全品类的户外体验活动。同年 7 月中旬，绿野旅行完成在线交易支付职能，进一步便利了用户，有效促进订单转化率提升。

绿野社区 (Iwy.cn) 活动数量稳健增长。2014 年 1-6 月通过平台的活动报名约 38 万人次，同比增长约 80%。今年绿野计划推出 APP，为自助行户外爱好者提供独特的旅行线路。目前六只脚已经有 22 万条独创的线路，绿野会在此基础上进行加工，加入一些实用性的信息，比如标注哪里有加油站，哪里有农家院可住宿，领队的位置分布等，再结合安全定位装置，这样就具备足够强的户外属性。

### 2.2 北京行知探索旅行社：促进“户外旅行综合服务平台”建设

2014 年 9 月 4 日，公司公告出资 3900 万元认购北京行知探索旅行社 56.5% 的股权，并享有该旅行社旗下以“极之美”品牌为载体的自然主题旅行业务的运营权，而旅行社中的“戈壁系列”业务将由原股东进行剥离。

行知探索旅行社于 2011 年 5 月 23 日成立，主要包括“极之美”品牌自然主题旅行业务（以南北极高端主题旅行为主）和“行知探索”品牌“戈壁系列”。

“极之美”是一家以南北极旅行为主要业务的自然主题旅行服务机构，也是中国目前正式加入国际南极旅游行业协会 (IAATO) 并出席其年会的专业旅行机构，旅行方式包含南极点（北极点）飞行、徒步、北极点破冰船、南极半岛游轮等国际上所能到达南北极的所有类型，已帮助一千两百多人到达南北极地区，其中有六百余人到达南北极点，并获得 IAATO、AECO 等国际组织、中国专业科学机构及极地旅行爱好者的普遍认同。

**表 2: 探索者收购后行知旅行社股权构成**

序号	股东	出资方式	实际投资 (万元)	认缴注册资本 (万元)	股权比例
1	北京探路者户外用品股份有限公司	货币	3900	260	56.52%
2	北京行知探索文化传播有限公司	货币	200	200	43.48%

数据来源: 公司公告 西南证券

**表 3: 2012-2013 年“极之美”极地旅行业务经营情况**

2012 年 (万元)		2013 年 (万元)	
营业收入	2,600.84	营业收入	4,468.89
营业毛利	32.08	营业毛利	429.56
毛利率	1.23%	毛利率	9.61%
营业利润	-2.71	营业利润	194.69

数据来源: 公司公告 西南证券

**表 4: 极之美业绩承诺 (单位: 万元)**

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2015-2017 年合计
税后净利润	260	400	432	518.4	1,350.4

数据来源: 公司公告 西南证券

“极之美”一直专注于“自然旅行”市场，在户外旅行服务方面尤其是极地高端旅行领域积累了丰富的经验和资源，本次投资合作不仅为“户外旅行综合服务平台”引入优质南北极户外旅行活动供应商，而且更重要的是通过“极之美”带动提升平台的服务水准，以此为范例完善“户外旅行综合服务平台”供应商准入体系、服务标准化等方面的能力建设，通过探路者、绿野、“极之美”在线上线下各方资源的充分协同使整个生态系统产生更大效能，满足高端、大众等多层次消费人群的不同需求，促进“户外旅行综合服务平台”的建设和实施。

目前，协议各方将积极推动标的旅行社在 2015 年 3 月 31 日前尽早完成“戈壁系列”业务剥离的工作。

## 2.3 参股图途：补上公司长途游短板

2014 年 12 月，公司对图途投资人民币 1.5 亿元取得图途 20% 的股权。

图途从 2013 年起开始经营户外线路，14 年出行人数达到 2000 人次，其中七成来自大酒店会员。图途的户外线路是长途旅行、并在线下与会员进行交流，绿野是近郊旅行、并与会员进行线上交流，二者可以形成很好的协同互补。

另外，图途与多个国内外知名户外品牌供应商已形成了良好的合作关系，这也将成为探路者搭建垂直电商平台的重要资源。但目前图途仍处投入扩张期，对公司的财务影响不大，业绩释放应该在 2017 年。

图途成立于 2007 年，总部设在福建厦门，致力于为户外及旅行爱好者提供多品牌、全系列的个性化、高质量旅行及户外用品，代理及分销 200 多个国内外知名品牌产品，已在全国三十多个省、自治区、直辖市开设直营或加盟门店，并已与国内多个知名百货体系形成紧密合作。2013 年初图途设立了全资子公司图途(厦门)旅行社有限公司，依托图途多品牌户外

用品渠道，为会员及消费者提供融户外运动、定制度假、旅行观光、文化体验于一体的特色旅行服务，一站式解决消费者从户外用品到出行保障的各环节需求。

表 5：图途财务摘要（单位：万元）

资产负债表摘要			损益表摘要		
	2014-12-31	2013-12-31		2014-12-31	2013-12-31
资产总计	--	23125.82	总营业收入	280.,00	15402.5
总负债	--	21622.8	净利润	58	91.28
归属母公司股东权益	21300	1503.03			

数据来源：wind 西南证券

表 6：图途交易详情

交易价值(万)	15000	并购方式	增资
现金支付金额(万)	15000.	并购目的	横向整合
评估价值(万)	--	支付方式	现金
评估方式	--	标的类型	股权
股权转让比例(%)	20.00	控制权是否变更	否

数据来源：wind 西南证券

## 2.4 收购易游天下 74.56% 股权：完善户外旅行布局

3月18日，公司拟以股权转让和增资相结合的方式合计取得易游天下国际旅行社 74.56% 的股权，其中易游天下原股东合计转让 61.84% 的股权，转让总价款为 1.31 亿元，在上述股权转让事项完成后的两个月内，探路者向易游天下再增资 1 亿元。公司此次收购易游天下，进一步完善了公司户外旅行的产业布局。

易游天下是一家旅行产品渠道 B2B2C 分销平台，拥有“5A 级旅行社”资质，旗下 2013 年全资收购的美景假期拥有“出境游”资质。该社已积累的上游供应商（批发业务旅行社、地接社等）超 550 家，下游零售店约 270 家和近 70 名个人旅行顾问。目前利润主要是向平台上下游用户收取佣金为主。2014 年收入 6.84 亿，净利润 26 万元。

截止 2014 年，易游天下收入和净利润为 6.84 亿和 6 万元，同比分别增长 29.3% 和 85.71%。未来还将加大市场费用投入打造“易游”旅行规划师品牌，从而形成有品牌主导下的系统平台，旅行规划师、自营旅行产品“美景假期”三位一体的模式。

公司同时公告，其实际控制的非凡探索牵手越野一族，进行全方位的战略合作。

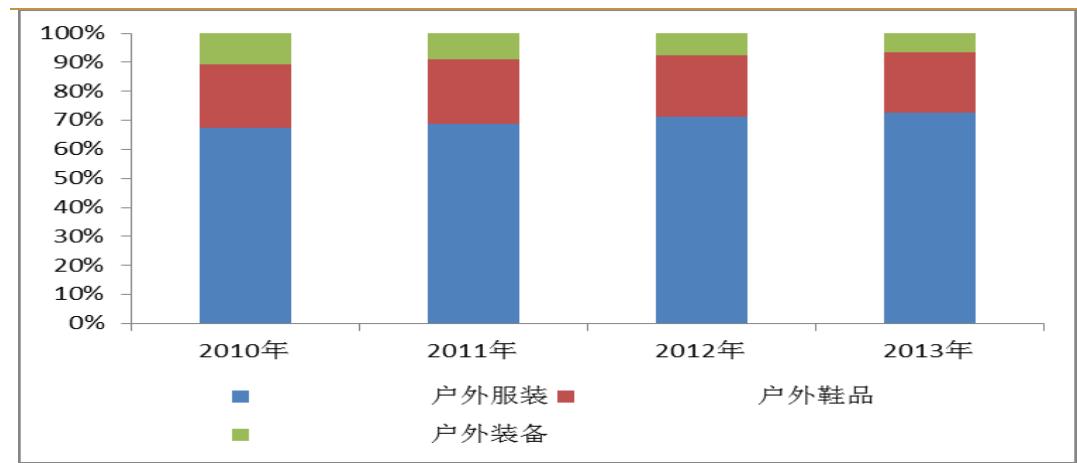
越野一族以 SUV、越野和公益为主题，涵盖汽车、飞行、航海、旅行、户外、赛事等领域。越野一族作为“越野 e 族”系列品牌和知识产权的持有者和使用者，其主要网站“越野 e 族 (FBLIFE.COM)”定位于打造以现实生活为主线的平台类网站，目前拥有遍及全国乃至海外的约 60 万实名会员和约 600 万受众群体，每年有规模、有记载的各类大中型主题活动上千次。

非凡探索与越野一族牵手，将借助其在自驾领域的各种优势，共同承办国内专业级越野赛事、创办并运维自驾俱乐部以及强化会员互动，共同开发联成产品系列，为会员提供专业自驾线路、专业自驾装备的打包服务，以生态圈的大数据立体服务用户。

### 三、公司经营情况分析

公司目前主要的营业收入及利润来源于户外用品。2014年上半年实现营业收入62245.06亿元，净利润12264.27万元，探路者品牌净新开店46家，Discovery品牌净新开店22家。

图 2: 2010-2013 年公司营业收入构成



数据来源: wind 西南证券

表 7: 2010-2013 年公司主营产品收入与毛利率

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年 Q3
<b>营业收入</b>	<b>43,405.71</b>	<b>75,370.36</b>	<b>110,553.10</b>	<b>144,534.81</b>	<b>100,779.77</b>
产品	43,224.69	75,138.29	110,082.09	144,254.71	
户外服装	29,128.46	51,660.20	78,503.58	104,563.63	
户外鞋品	9,451.15	16,655.58	23,085.15	30,341.06	
户外装备	4,645.07	6,822.51	8,493.35	9,350.02	
<b>毛利率(%)</b>	<b>49.05</b>	<b>47.53</b>	<b>50.94</b>	<b>50.02</b>	<b>49.42</b>
产品	48.84	47.72	51.38	50.13	
户外服装	48.75	48.45	51.66	49.38	
户外鞋品	47.63	47.84	51.67	55.03	
户外装备	51.82	41.88	48.01	42.65	

数据来源: wind 西南证券

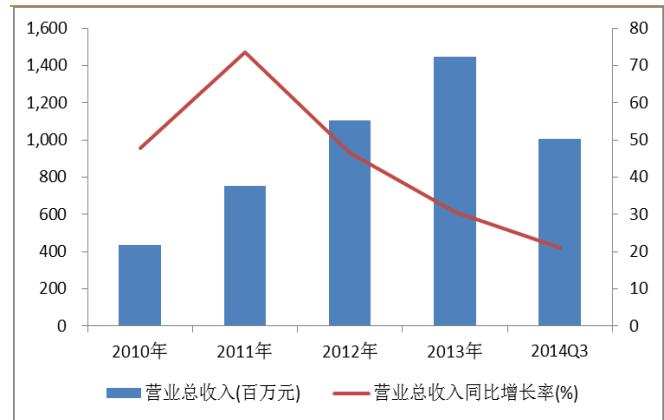
#### 3.1 主营业务营收快速增长但增速下滑

户外行业过去几年一直呈现高速发展的态势，行业内每年新进入的品牌非常多，根据COCA 提供的《中国户外用品市场 2013 年度调查报告》数据显示，2013 年国内共有 891 个户外品牌，同比增长 8.26%，行业竞争非常激烈。但是总体来看，户外行业又是一个优势品牌市场所占份额集中度较高的行业，探路者 2008 年—2013 年连续 6 年保持销量第一，在行业内占有较大的市场份额。

公司近几年的营业收入及同比增长率也体现了户外行业的这种趋势，受益于行业的快速发展，公司的营业收入一直在以较快的速度增长，但因为行业竞争加剧，成本上升，公司的营收增速在下滑，净利率增速均有所下滑。

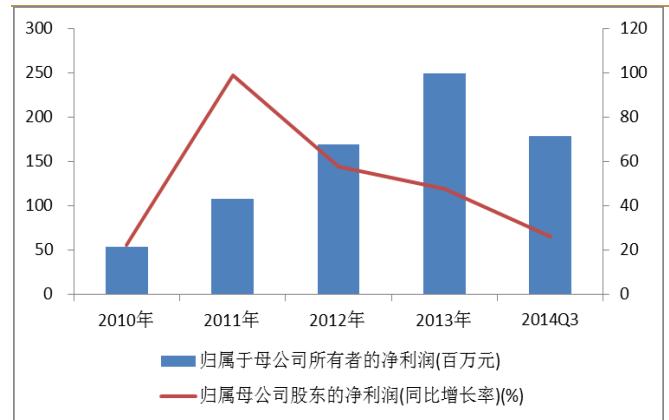
公司从以下两方面巩固竞争优势，一是品类创新能力，根据消费者的需求在现有品类的基础上不断推陈出新，例如公司 2014 年重点推出的皮肤衣，目前已取得一定成效；二是线上线下业务协同结合，逐步完善“商品+服务”的消费体验，目前公司已在北京马甸、金源等大型门店设有“绿野之家”作为户外爱好者交流聚集的场所，门店综合服务的价值不断提升，探路者与绿野的协同效应得以初步体现。同时延长产业链，打造户外旅行大生态圈。

图 3：2010-2014Q3 公司营业收入与同比增长



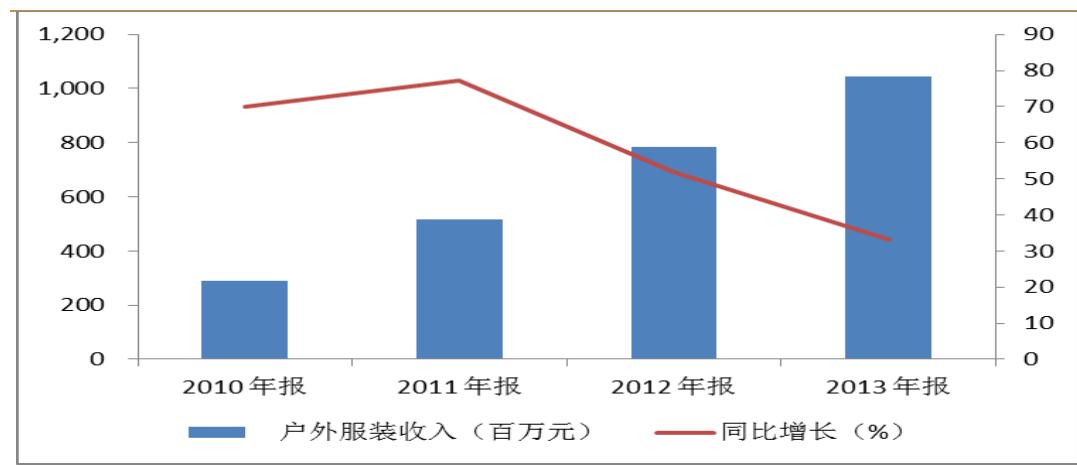
数据来源：wind 西南证券

图 4：2010-2014Q3 归属于公司股东的净利润与同比增长

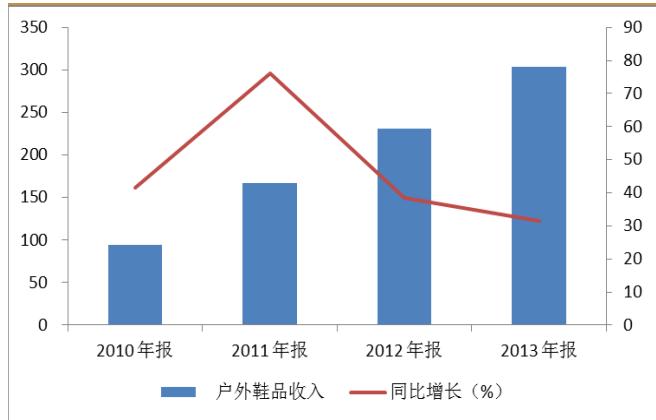


数据来源：wind 西南证券

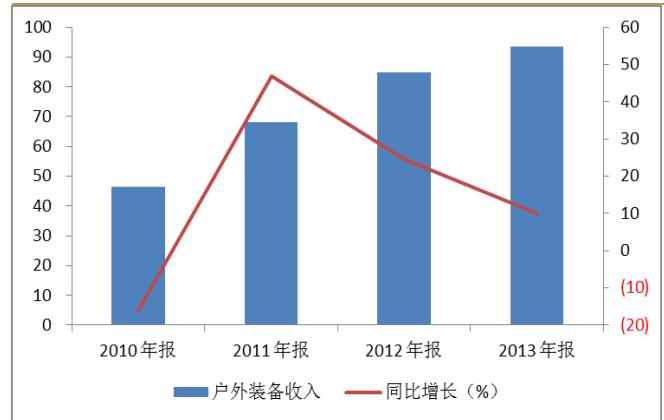
图 5：2010-2013 户外服装营业收入与同比增长率



数据来源：wind 西南证券

**图 6: 2010-2013 公司户外鞋品营业收入同比增长率**


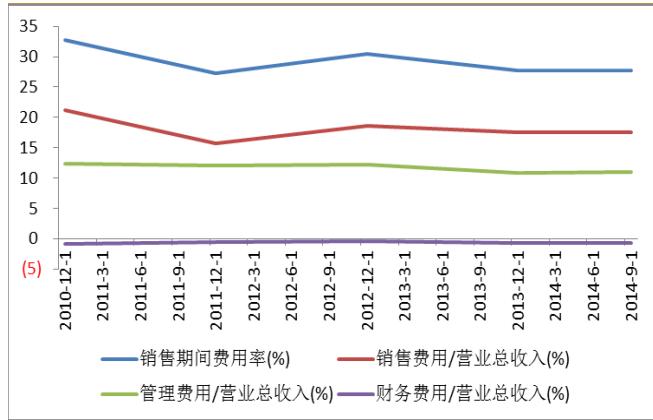
数据来源: wind 西南证券

**图 7: 2010-2013 公司户外装备营收与同比增长率**


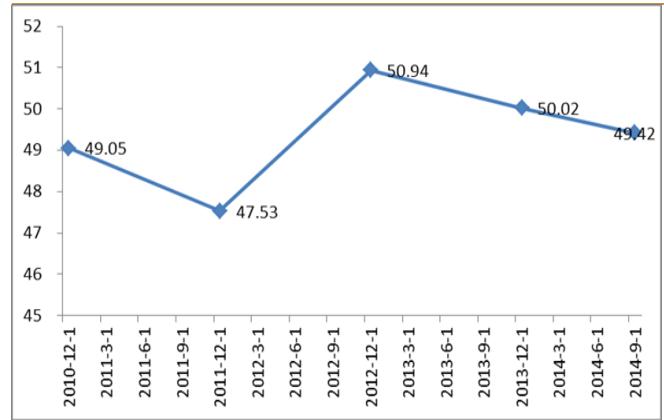
数据来源: wind 西南证券

### 3.2 成本费用率稳中有降

而从成本费用率上来，公司 2010 年至 2014 年第三季度，各项费用率稳中有降，显示了良好的成本控制能力。

**图 8: 2010-2014Q3 公司费用率情况**


数据来源: wind 西南证券

**图 9: 2010-14Q3 毛利率走势良好**


数据来源: wind 西南证券

## 四、盈利预测与估值

预测公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.58、0.67 和 0.78 元，相对应 PE 分别为 54 倍、46 倍和 40 倍，给予评级“买入”。目标价 40 元。

## 五、风险提示

1、加盟商的相关风险；2、外包生产成本及各项经营管理费用增加的风险；3、消费者购物方式转变的风险等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1445.35	1705.51	1969.86	2261.40	净利润	241.44	296.40	343.46	395.93
营业成本	722.38	856.17	989.86	1136.13	折旧与摊销	13.19	27.23	37.85	48.61
营业税金及附加	10.27	12.79	13.99	15.83	财务费用	-9.62	2.63	7.44	9.32
销售费用	253.29	301.02	342.76	392.35	资产减值损失	44.94	0.00	0.00	0.00
管理费用	156.62	184.20	211.76	241.97	经营营运资本变动	-60.34	7.31	-4.44	-6.02
财务费用	-9.62	2.63	7.44	9.32	其他	-11.05	-10.73	-21.22	-32.38
资产减值损失	44.94	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	218.55	322.84	363.07	415.47
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-5.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-49.03	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-54.06	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>267.46</b>	<b>348.71</b>	<b>404.07</b>	<b>465.80</b>	短期借款	0.00	170.00	50.00	50.00
其他非经营损益	14.52	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>281.98</b>	<b>348.71</b>	<b>404.07</b>	<b>465.80</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	40.54	52.31	60.61	69.87	支付股利	-52.90	-49.06	-56.85	-65.53
<b>净利润</b>	<b>241.44</b>	<b>296.40</b>	<b>343.46</b>	<b>395.93</b>	其他	32.39	-2.29	-7.14	-8.87
少数股东损益	-7.37	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-20.51	118.66	-13.99	-24.40
归属母公司股东净利润	248.80	296.40	343.46	395.93	<b>现金流量净额</b>	<b>143.99</b>	<b>441.49</b>	<b>349.09</b>	<b>391.07</b>
资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	<b>财务分析指标</b>	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	669.80	1111.29	1460.38	1851.45	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	136.20	138.00	140.80	144.90	销售收入增长率	<b>30.74%</b>	<b>18.00%</b>	<b>15.50%</b>	<b>14.80%</b>
存货	291.44	300.00	310.00	320.00	营业利润增长率	<b>38.62%</b>	<b>30.38%</b>	<b>15.88%</b>	<b>15.28%</b>
其他流动资产	4.34	4.34	4.34	4.34	净利润增长率	<b>43.45%</b>	<b>22.77%</b>	<b>15.88%</b>	<b>15.28%</b>
长期股权投资	49.16	49.16	49.16	49.16	EBITDA 增长率	<b>39.92%</b>	<b>28.03%</b>	<b>16.50%</b>	<b>14.80%</b>
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	239.55	226.27	212.97	199.66	毛利率	50.02%	49.80%	49.75%	49.76%
无形资产和开发支出	8.12	7.65	7.19	6.73	三费率	27.69%	28.60%	28.53%	28.46%
其他非流动资产	1.01	0.51	0.00	0.00	净利率	16.70%	17.38%	17.44%	17.51%
<b>资产总计</b>	<b>1399.61</b>	<b>1837.22</b>	<b>2184.84</b>	<b>2576.23</b>	ROE	24.07%	23.13%	21.91%	20.86%
短期借款	0.00	170.00	220.00	270.00	ROA	19.44%	19.10%	18.82%	18.42%
应付和预收款项	348.33	368.60	379.60	390.60	ROIC	75.17%	75.54%	93.61%	110.97%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.74%	21.41%	21.60%	21.60%
其他负债	0.99	0.99	0.99	0.99	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>349.32</b>	<b>539.59</b>	<b>600.59</b>	<b>661.59</b>	总资产周转率	1.03	0.93	0.90	0.88
股本	425.04	425.04	425.04	425.04	固定资产周转率	6.05	7.56	9.25	11.33
资本公积	146.89	146.89	146.89	146.89	应收账款周转率	14.42	16.72	19.12	21.54
留存收益	461.93	709.28	995.89	1326.29	存货周转率	2.48	2.85	3.19	3.55
归属母公司股东权益	1033.86	1281.20	1567.81	1898.21	销售商品提供劳务税前营业收入	1.12	—	—	—
少数股东权益	16.44	16.44	16.44	16.44	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1050.29</b>	<b>1297.64</b>	<b>1584.25</b>	<b>1914.65</b>	资产负债率	24.96%	29.37%	27.49%	25.68%
负债和股东权益合计	1399.61	1837.22	2184.84	2576.23	带息债务/总负债	0.00%	31.51%	36.63%	40.81%
 	 	 	 	 	流动比率	3.15	2.88	3.19	3.51
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E	速动比率	2.31	2.32	2.67	3.02
EBITDA	285.26	365.23	425.48	488.44	股利支付率	21.26%	16.55%	16.55%	16.55%
PE	64.15	53.85	46.47	40.31	<b>每股指标</b>				
PB	15.44	12.46	10.18	8.41	每股收益	0.49	0.58	0.67	0.78
PS	11.04	9.36	8.10	7.06	每股净资产	2.03	2.51	3.07	3.72
EV/EBITDA	44.35	33.90	28.41	24.05	每股经营现金	0.43	0.63	0.71	0.81
股息率	0.33%	0.31%	0.36%	0.41%	每股股利	0.10	0.10	0.11	0.13

数据来源: wind 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: [research@swsc.com.cn](mailto:research@swsc.com.cn)

### 北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

### 重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

## 西南证券机构销售团队

北京地区	上海地区	深圳地区	
王亚楠	罗月江	刘娟 (地区销售总监)	易芳
010-57631295	021-50755210	0755-83288793	0755-88285458
13716334008	13632421656	18665815531	18610942879
wangyanan@swsc.com.cn	lyj@swsc.com.cn	liuj@swsc.com.cn	yifang@swsc.com.cn
陆铂锡		张婷	罗聪
010-57631175		0755-88286971	0755-88286972
13520109430		13530267171	15219509150
lbx@swsc.com.cn		zhangt@swsc.com.cn	luoc@swsc.com.cn