

世联行 (002285)

入口价值凸显，小贷金融扬帆启航

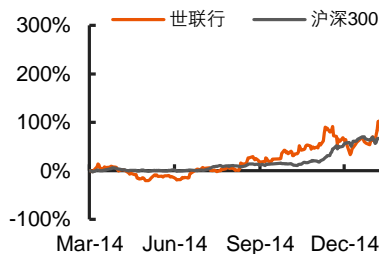
强烈推荐 (维持)

现价: 28.23 元

主要数据

行业	地产
公司网址	www.worldunion.com.cn
大股东/持股	世联地产顾问(中国)有限公司/48.01%
实际控制人/持股	陈劲松/23.28%
总股本(百万股)	764
流通 A 股(百万股)	764
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	215.61
流通 A 股市值(亿元)	215.54
每股净资产(元)	2.42
资产负债率(%)	42.54

行情走势图



相关研究报告

- 《世联地产(002285)世联行*002285*参股 Q 房网, 打开存量房端口通道》 2015-03-12
- 《世联地产(002285)世联行*002285*业绩符合预期》 2015-01-29

证券分析师

杨侃	投资资格编号 S1060514080002 0755-22621493 YANGKAN034@pingan.com.cn
王琳	投资资格编号 S1060513090001 010-59730724 WANGLIN170@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **小贷业务渐长大, 2014 年净利润占比达 20%。**测算公司 2014 年小额贷款业务净利润达 8199 万元, 同比增长 1181%, 占公司净利润比重由 2013 年的 2%提升至 20.8%, 贡献了 2014 年几乎所有增量利润。2015 年放款 40 亿假设下, 测算小贷业务净利润同比增 133%~194%, 净利润占比近 40%。同时公司小贷业务净利率高达 37.45%, 远高于传统代理和咨询业务不到 10%的水平。
- **掌控供应链金融核心信息流, 小额贷款业务远未触及天花板。**供应链金融包括物流、资金流和信息流, 其核心在于信息流。由于世联参与购房者从看房、按揭贷款到入伙各个流程, 因此相比搜房, 世联核心优势在于掌握购房者的征信、收入等个人信息, 导致其在通过率和审批流程上远高于搜房等平台型下属小贷公司。公司 2014 年代理销售额为 3218 亿元, 按 3 成首付、每单贷款额度不超过首付的 50%计算, 总市场规模达 483 亿元。公司 2014 年放款规模约 16.7 亿, 占比不到 4%。即使考虑不可能所有购房者首付款均贷款 50%, 公司小额贷款业务亦仍有很大的拓展空间。
- **入口价值日益凸显, 潜在市场空间庞大。**通过掌握购房者信息这一入口, 公司未来有望不断向产业链上下游延续, 进一步挖掘入口价值。公司近期参股 Q 房网 15%股权, 有望介入二手房小额贷款市场。除此以外, 目前公司正积极布局下游装修市场, 预计不久将推出装修贷款业务。按每年 1000 万套, 每套装修费 10 万, 每笔贷款 50%测算, 潜在规模达 5000 亿。
- **测算目标市值 288 亿, 对应 33%上涨空间。**在 2015 年放款规模 40 亿假设下, 测算小贷业务净利润同比增 133%~194%, 取均值相当于每股 EPS0.291 元, 参照可比供应链金融公司 PE 水平, 给予 100 倍 PE; 传统代理等非小贷业务按 5%增长假设, 即每股 EPS0.43 元估算, 参照世联 2013 年开展小额贷款业务前估值水平, 给予 20 倍 PE。合计测算公司目标市值 288 亿(对应股价 37.7 元), 当前市值仍有 33%的上升空间。
- **盈利预测与投资评级。**考虑小额贷款业务净利率超此前预期, 我们上调公司 2015~2016 年盈利预测, 预计 2015、2016 年 EPS 分别为 0.73 元(+0.09 元)和 0.93 元(+0.12 元), 当前股价对应 EPS 分别为 38.9 倍和 30.2 倍。公司掌控房地产供应链金融中核心的信息流, 小额贷款业务

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,878	2563	3343	4506	5442
YoY(%)	13.4	36.5	30.4	34.8	20.8
净利润(百万元)	211	318	398	554	713
YoY(%)	34.3	50.6	24.9	39.4	28.6
毛利率(%)	34.9	35.7	34.8	34.7	35.5
净利率(%)	11.3	12.4	11.9	12.3	13.1
ROE(%)	14.2	18.6	17.8	20.8	22.1
EPS(摊薄/元)	0.28	0.42	0.52	0.73	0.93
P/E(倍)	101	67.7	54.2	38.9	30.2
P/B(倍)	14.9	12.6	9.7	8.1	6.7

有望持续高增长，同时随着公司近期参股 Q 房网，未来小贷有望进一步向二手房、装修业务扩张，入口价值有望不断变现，维持“强烈推荐”评级，目标价 37.7 元。

- **风险提示：**1) 小额贷款业务增长速度不及预期；2) 小额贷款业务客户大规模信用违约风险。

正文目录

前言	5
一、小贷业务净利率近 40%，2014 年净利润占比 20%以上	5
二、小贷业务为 2014 年增量利润主要来源	6
三、掌控供应链金融核心信息流，小额贷款业务远未触及天花板	7
3.1. 涉及购房者各个置业流程，掌握供应链金融核心信息流	7
3.2. 公司自有一手房小贷渗透率不到 4%，拓展空间广阔	8
3.3. 入口价值不断涌现，装修贷、二手房贷蓄势待发	8
3.4. 预计 2015 年放款额 40 亿，同比增长 140%	9
3.5. 围绕自有客户，信用风险可控	9
四、预计 2015 年小贷净利润同比增 133~194%，占比近 40%	10
4.1. 测算方法可靠性：2014 年小额净利润测算值与实际值误差不到 5%	10
4.2. 2015 年放款 40 亿假设下，小贷业务净利润同比增 133%~194%	11
4.3. 20%渗透率假设下，公司现有一手房小贷业务可带来 7.6 亿净利润	11
五、测算目标市值 288 亿，对应 33%上涨空间	12
5.1. 世联估值仍低于大多数供应链金融公司	12
5.2. 测算目标市值 288 亿，对应 33%上涨空间	12
六、盈利预测与风险提示	13

图表目录

图表 1	世联小额贷款业务营业收入及净利润水平	5
图表 2	世联小额贷款业务净利润率	6
图表 3	2014 年小额贷款净利润占公司总净利润比重达 20%以上	6
图表 4	小额贷款业务贡献世联 2014 年绝大部分净利润增长	7
图表 5	世联历年代理销售额走势图（单位：亿元）	7
图表 6	世联小额贷款与阿里小额贷款对比	8
图表 7	一手房小额贷款市场空间广阔	8
图表 8	二手房及产业链下游小额贷款业务潜在空间广阔（单位：亿）	9
图表 9	阿里小额贷款余额保持三位数增长	9
图表 10	阿里小贷业务不良率低于四大行水平	10
图表 11	公司 2014 年小额贷款业务净利润折算	10
图表 12	公司 2015 年小额贷款业务增量净利润折算	11
图表 13	小额贷款业务潜在净利润空间测算	12
图表 14	可比供应链金融公司 PE 水平	12
图表 15	世联行目标市值测算	13
图表 16	世联目标股价敏感度分析（传统业务按 0.43 元、20 倍 PE 假设，小贷业务按 37.5% 净利率测算）	13

前言

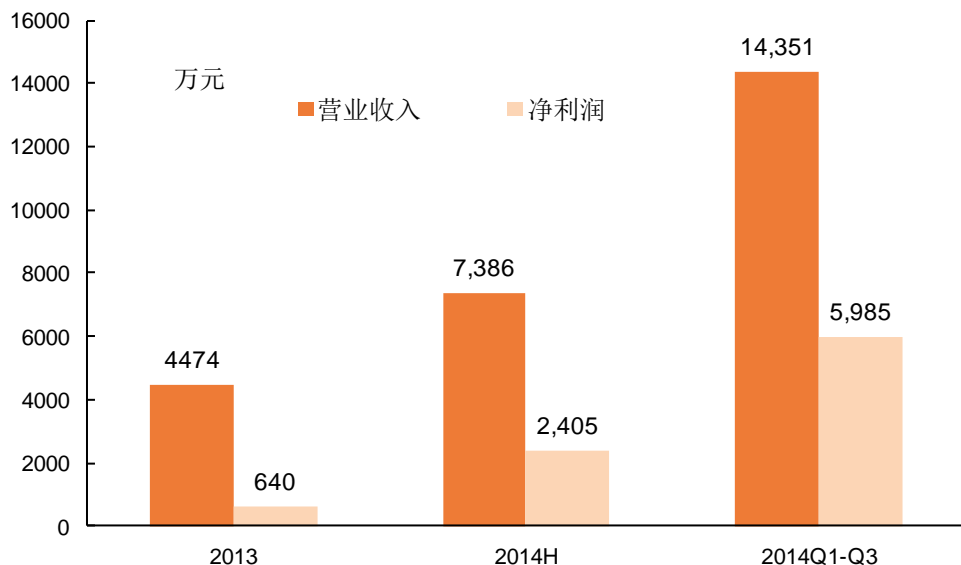
市场对世联的小额贷款模式和成长性已无质疑，目前市场最关心的为世联合理市值为多少，为解决这一问题，本篇报告我们对公司小额贷款业务和其它业务进行分拆估值，根据我们的测算，给予公司目标市值288亿（对应股价37.7元），对应当前市值仍有33%的上升空间。本篇报告不同于市场之处在于：

- 1) 市场上有关世联的报告均无涉及细致分拆其小额贷款业务，本篇报告直接剥离出公司的小额贷款业务，让投资者更加清晰公司小贷业务的盈利能力。公司小额贷款业务高达约40%的净利率和净利润占比达20%以上均超市场预期，预计2015年净利润占比将达近40%。
- 2) 量化测算公司小额贷款业务的净利润水平，我们测算2014年公司小额贷款业务净利润水平与实际值误差不超过5%。2015年放款40亿假设，两种方法测算下，预计2015年小贷业务净利润同比将增长133%~194%。
- 3) 市场上首次拆分公司小额贷款业务和其它业务，单独进行估值，更具有参考性。

一、小贷业务净利率近 40%，2014 年净利润占比 20%以上

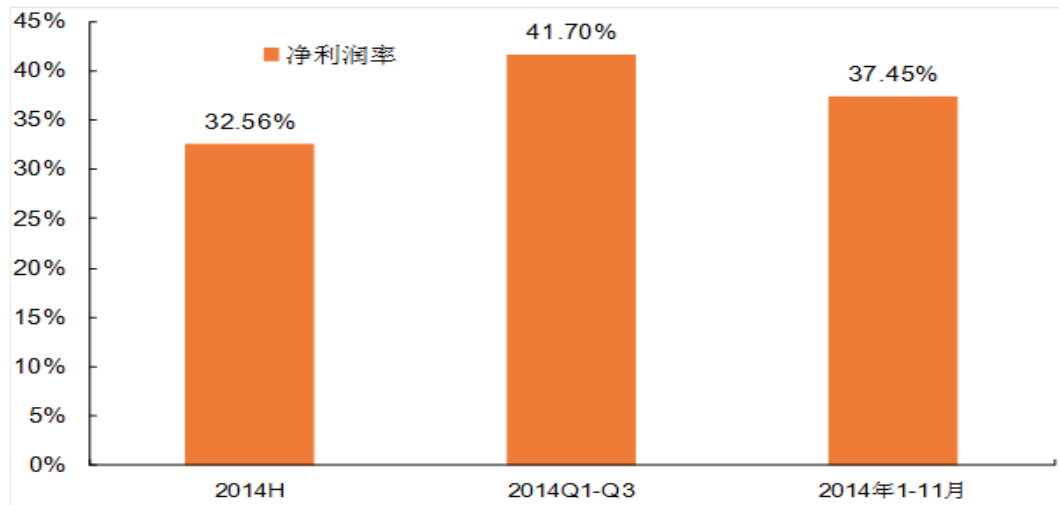
判断世联市值的关键主要在于公司小贷业务的合理估值，为此我们把公司的业务分为小额贷款业务和非小额贷款业务。根据公司公告，2014年1-11月世联小额贷款公司营业收入为2.0亿，净利润为7516万，净利率高达37.45%，远高于传统代理和咨询业务不到10%的水平。

图表1 世联小额贷款业务营业收入及净利润水平



资料来源：公司公告，平安证券研究所

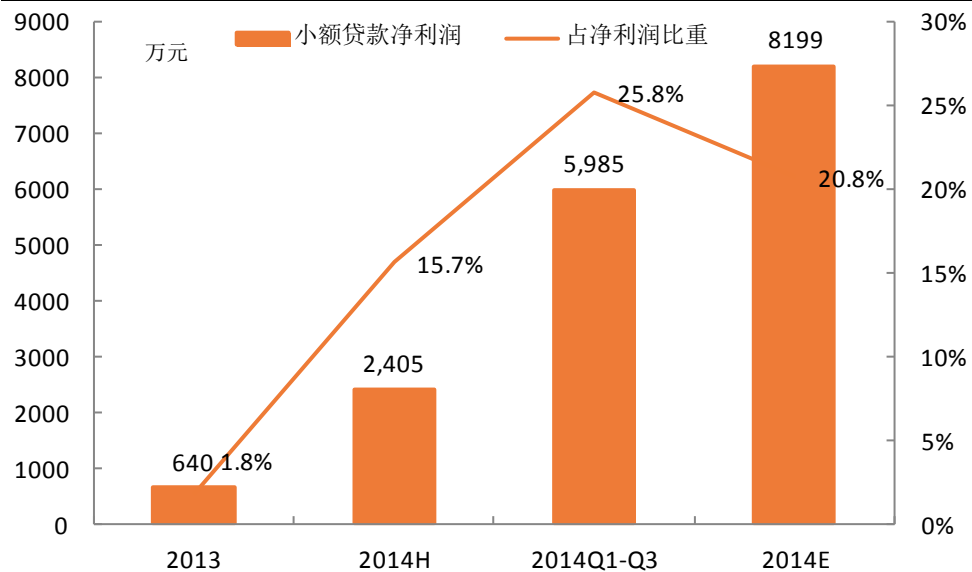
图表2 世联小额贷款业务净利润率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

根据我们的测算，2014年公司小额贷款占净利润比重由2013年的占比不到2%（主要因家圆云贷2013年下半年才开展）提升至20.8%，远超市场预期，我们预计2015年占比将进一步提升至40%。

图表3 2014年小额贷款净利润占公司总净利润比重达20%以上



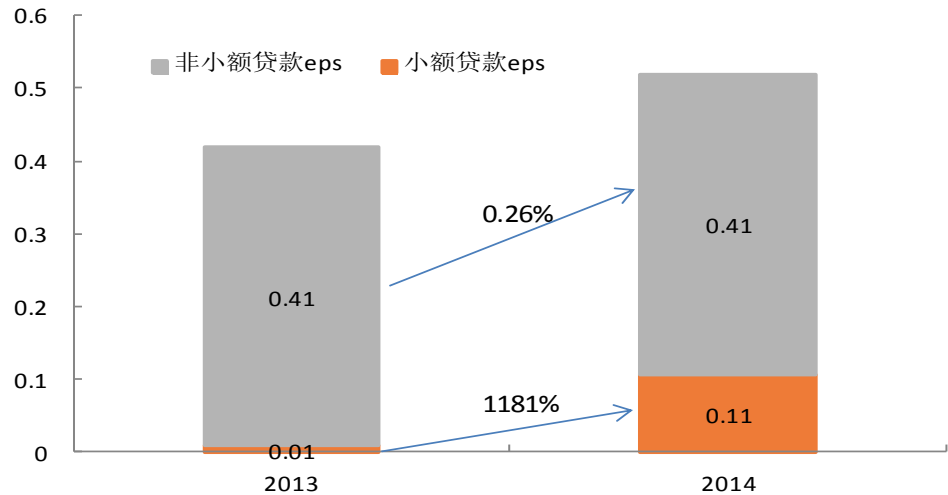
资料来源：公司公告，平安证券研究所。2014年12月小贷业务净利润按前11个月均值估计。

二、小贷业务为2014年增量利润主要来源

公司自2013年下半年开展小额贷款业务以来，放贷规模成倍增长，2013年放款额为1.5亿，2014年上半年增至5.5亿，2014年全年放款约16.7亿（根据世联小额贷款自有资金规模和信贷资产证券化规模测算，若考虑部分放款期限短，资金的反复使用，实际放款流水将更大），同比增长1013%。

从净利润贡献角度来看，2013年世联小额贷款公司净利润640万元，约贡献EPS0.008元，不到世联总净利润的2%。2014年小额贷款业务净利润达8199万元，同比增长1181%，占公司净利润总额的20.8%。相比之下，传统的代理、咨询等非小贷业务2014年净利润几乎无增长。

图表4 小额贷款业务贡献世联 2014 年绝大部分净利润增长



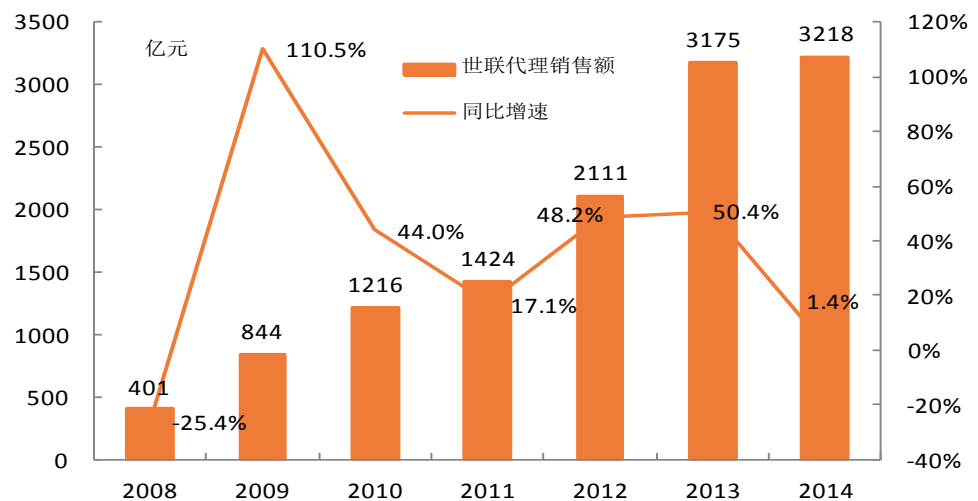
资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、掌控供应链金融核心信息流，小额贷款业务远未触及天花板

3.1. 涉及购房者各个置业流程，掌握供应链金融核心信息流

供应链金融包括物流、资金流和信息流，其核心在于信息流。由于世联会参与购房者从看房、按揭贷款到入伙各个流程，因此相比搜房，世联核心优势在于掌握购房者的征信、收入等个人信息，导致世联小额贷款在通过率和审批流程上远高于搜房等平台型下属小额贷款公司。公司2014年实现代理销售额3218亿元，按100万每套估计，相当于掌握了32.1万购房者的信息。

图表5 世联历年代理销售额走势图（单位：亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2. 公司自有一手房小贷渗透率不到 4%，拓展空间广阔

目前世联小额贷款业务目前主要针对自己的购房客户，平均每单贷款10万元，月息1.4分(年化16.8%)到1.6分(年化19.2%)，期限为3个月到3年，平均期限为1年出头，每单贷款额度不超过首付的50%，房价全款的15%。公司2014年代理销售额为3218亿元，按3成首付、每单贷款额度不超过首付的50%计算，总的市场规模达483亿元。公司2014年放款规模约16.7亿，占比不到4%。即使考虑不可能所有购房者首付款均贷款50%，公司小额贷款业务仍有很大的市场成长空间。

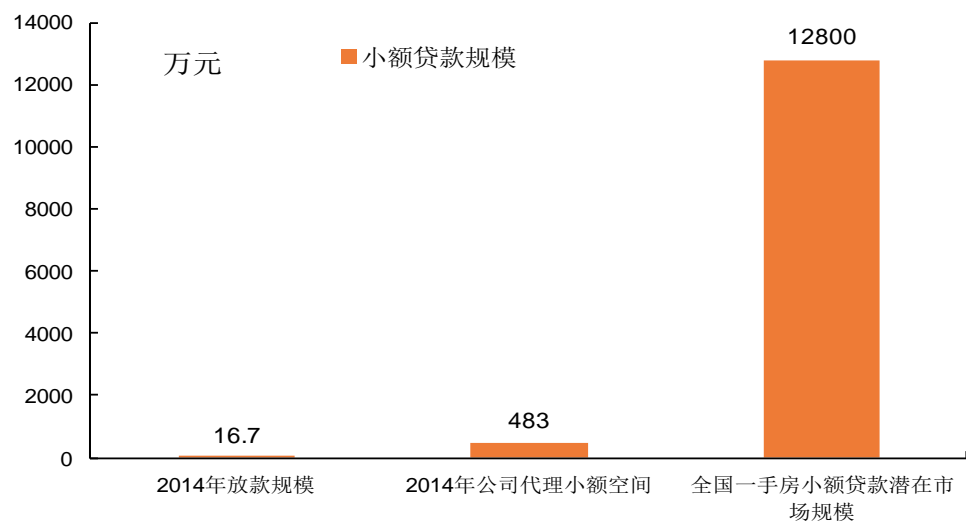
图表6 世联小额贷款与阿里小额贷款对比

	贷款对象	额度	期限	利率	其它
世联小额贷款业务	购房者	不超过首付50%	3个月到3年	16.8%~19.2%	
阿里小额贷款	阿里巴巴会员企业	5万到100万	1年	18.25%~21.9%	分为固定贷和循环贷
淘宝小额贷款	淘宝和天猫卖家	最高100万	30天	18.25%~21.9%	分为订单贷款(平均每笔3000元)和信用贷(平均每笔贷款规模2万)

资料来源:《关于网络贷款与小额贷款的简要分析》，平安证券研究所

同时出于风险的考虑，目前公司仅针对自有客户，未来当公司模式发展为P2P模式，将公司解放在风险之外，不排除公司会做其它代理商项目。按中国每年8万亿销售，商业楼盘10%(50%首付)、住宅90%(30%首付)假设，如果商业和住宅首付各有一半来自贷款，目标市场规模达1.28万亿。若公司小额市场份额做到跟代理销售额的4%市占率一样，小额贷款规模可达500亿。

图表7 一手房小额贷款市场空间广阔



资料来源:公司公告,平安证券研究所

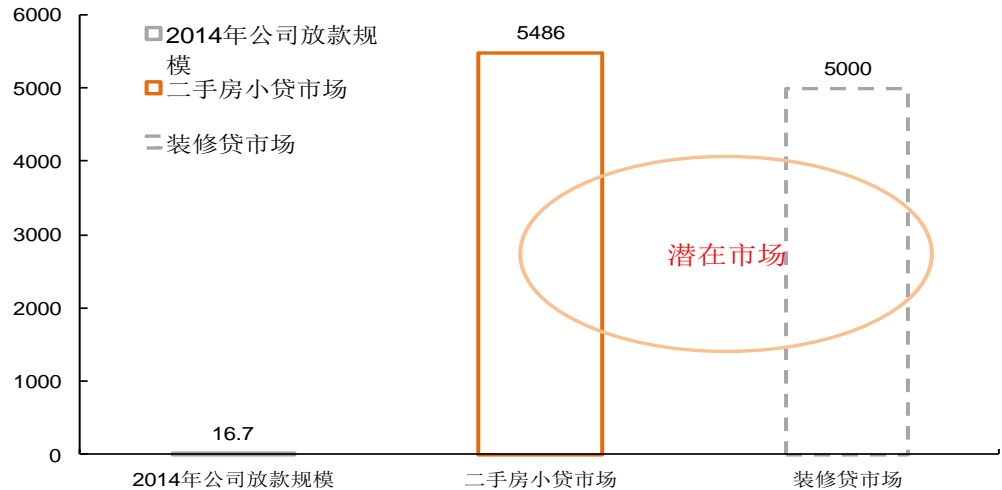
3.3. 入口价值不断涌现，装修贷、二手房贷蓄势待发

通过掌握购房者信息这一入口，公司未来有望不断向产业链上下游延续，进一步挖掘入口价值。公

司近期参股Q房网15%股权，有望介入二手房小额贷款市场。目前全国一手房与二手房成交比例大约为7比3，前文计算一手房小额贷款市场规模为1.28万亿，按此测算潜在二手房小额贷款市场达5486亿。

除此以外，目前公司正积极布局下游装修市场，预计不久将推出装修贷款业务。按每年1000万套，10万每套的装修费，每笔贷款50%测算，潜在规模达5000亿。

图表8 二手房及产业链下游小额贷款业务潜在空间广阔（单位：亿）

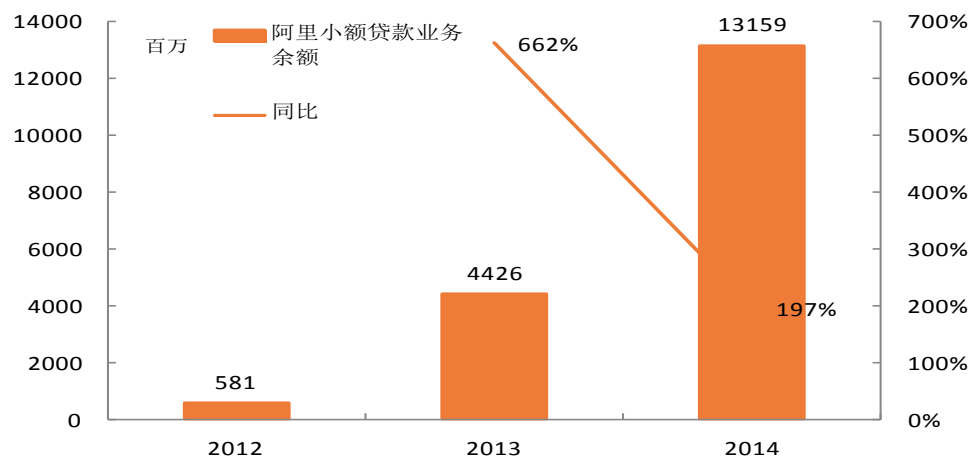


资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.4. 预计 2015 年放款额 40 亿，同比增长 140%

我们预计2015年公司放款额有望达到40-50亿，同比增长140-200%。从2010年6月成立阿里小贷公司业务规模增长来看，贷款余额持续保持三位数以上高速增长。

图表9 阿里小额贷款余额保持三位数增长



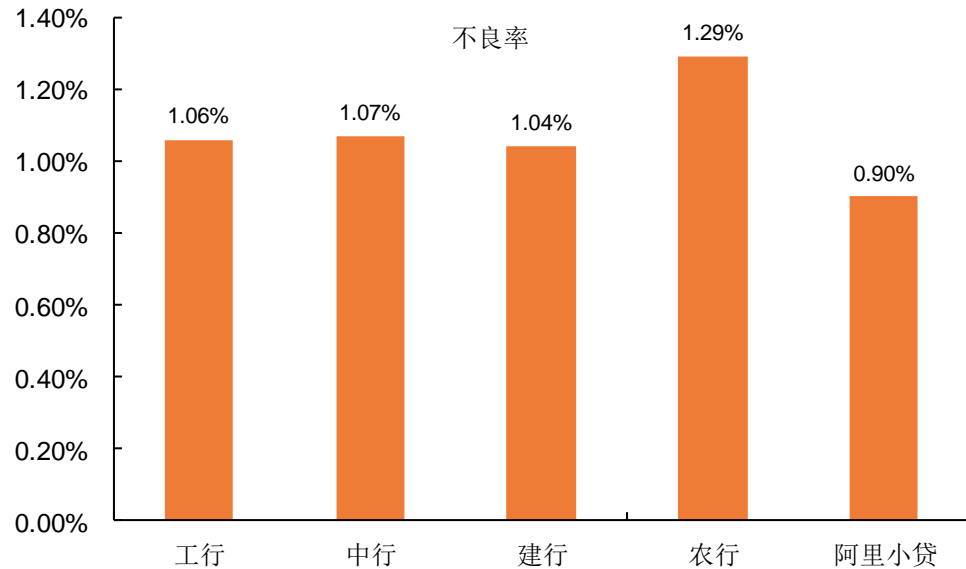
资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.5. 围绕自有客户，信用风险可控

由于公司小额贷款业务主要针对自有购房者，对购房者的资质、征信信息较为了解，在2014年前10

个月1万多笔放款业务中，仅5单延迟偿还，无坏账，同时公司按照信用卡标准（大概1个多点）计提坏账准备，未来当公司模式发展为P2P模式，公司将解放在风险之外。实际上从阿里小额贷款的数据来看，其不良率约0.9%，亦低于四大行2014年前三季度超过1%的不良率水平。

图表10 阿里小贷业务不良率低于四大行水平



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、预计2015年小贷净利润同比增133~194%，占比近40%

4.1. 测算方法可靠性：2014年小额净利润测算值与实际值误差不到5%

为计算放款规模增长带来的小额贷款业务净利润贡献，我们进行如下假设和测算：

主要假设：

- 1) 世联小额贷款公司注册资金本为3亿元，根据其2014年1-11月财务报表，小额贷款公司总资产为11.2亿，我们按照自有可供贷款资金11亿估计，融资成本按理财资金成本5%衡量。
- 2) 根据公司披露信息，2014年公司合计通过资产证券化转让信贷资产4.68亿，公司季报亦披露公司通过设立私募基金，募集资金1.02亿，用于家圆云贷业务，合计约5.7亿，融资成本约10%左右。
- 3) 公司小额贷款业务利率为16.8%~19.2%，我们按照18%估计，同时其它费用成本按1%估计。
- 4) 由于所有贷款不可能为年初发放，按利息收入期限为半年估算。

图表11 公司2014年小额贷款业务净利润折算

	自有资金	资产证券化募集资金
资金规模（亿）	11	5.7
利差	18%-5%=13%	18%-10%=8%
总利差收入（半年，万）	7150	2280
费用支出（半年，万）	550	285

	自有资金	资产证券化募集资金
净利润	6600	1995
净利润合计（万）		8595

资料来源：公司公告，平安证券研究所

世联小额贷款公司披露2014年前11月净利润为7516万元，12月按前11个月均值估计，得出2014年全年净利润为8199万元。而我们根据上述假设，测算出公司小额贷款业务2014年净利润为8595万元（高于实际值的原因，主要为2014年近70%的贷款为下半年发放，实际上的利息收入周期应低于半年），误差仅为4.8%，上述测算具有一定参考性。

4.2. 2015年放款40亿假设下，小贷业务净利润同比增133%~194%

方法一：

在2015年放款额达到40亿假设下（其中11亿为自有资金），可产生增量净利润为1.68亿（因为公司平均贷款期限为1年，为此2014年放款额在2015年仍能产生半年利息收入，即贡献净利润8595万），则2015年小额贷款总的净利润贡献为2.53亿，同比增长194%，相当于每股EPS0.33元。

图表12 公司2015年小额贷款业务增量净利润折算

	自有资金	资产证券化募集资金
资金规模（亿）	11	29
利差	18%-5%=13%	18%-10%=8%
总利差收入（半年，万）	7150	11600
费用支出（半年，万）	550	1450
净利润	6600	10150
净利润合计（万）		16750

资料来源：公司公告，平安证券研究所

方法二：

按照公司小额贷款业务2014年前11月37.5%的净利率水平，在40亿放款规模假设下，我们测算出公司2015年小额贷款净利润为1.91亿，同比增长133%：

$$\{ \text{期初贷款余额 (16.7亿)} + \text{新增放款 (40亿)} \} * 0.5 (\text{半年期限}) * 18\% (\text{利率}) * 37.5\% = 1.91 \text{亿}$$

按照前述两种方法，我们取平均值，得出2015年净利润水平为2.28亿元，对应EPS0.291元，同比增长171%。

4.3. 20%渗透率假设下，公司现有一手房小贷业务可带来7.6亿净利润

在不考虑未来可能的二手房小额贷款、装修贷，仅考虑公司自有一手房客户的前提下，公司2014年

代理销售额为3218亿元，按3成首付、每单贷款额度不超过首付的50%计算，总的市场规模达483亿元，按20%渗透率估计，可达100亿小额贷款规模（自有资金占10亿，假定年初年末贷款余额均为100亿，则利息收入期限为1年），可贡献净利润7.55亿。

图表13 小额贷款业务潜在净利润空间测算

	自有资金	资产证券化募集资金
资金规模（亿）	11	89
利差	18%-5%=13%	18%-10%=8%
总利差收入（1年，万）	14300	71200
费用支出（1年，万）	1100	8900
净利润（万）	13200	62300
净利润合计（亿元）		7.55

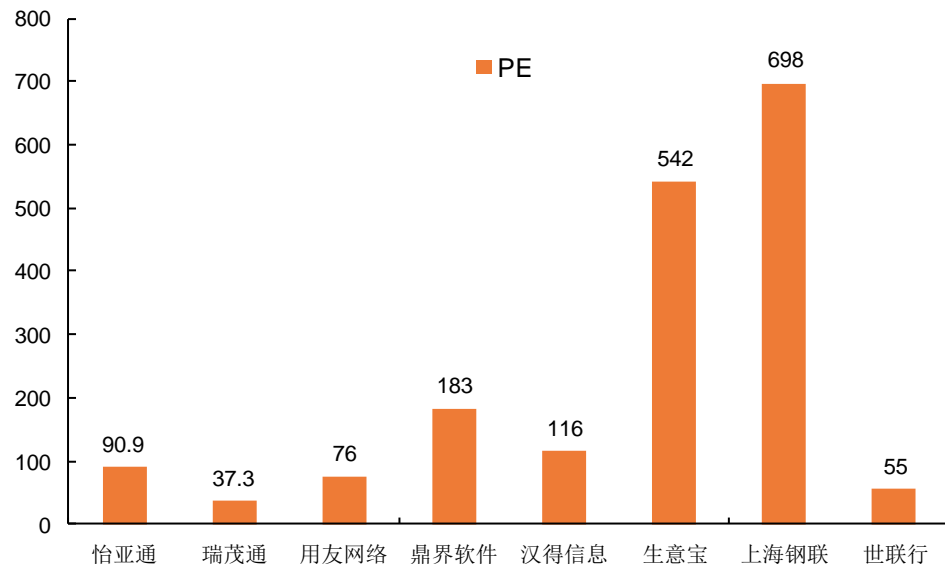
资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、测算目标市值 288 亿，对应 33% 上涨空间

5.1. 世联估值仍低于大多数供应链金融公司

由于A股无纯粹的供应链金融公司，但从汉得信息等可比供应链金融公司估值来看，公司当前55倍PE水平，仍处于较低水平。

图表14 可比供应链金融公司 PE 水平



资料来源：wind，平安证券研究所

5.2. 测算目标市值 288 亿，对应 33% 上涨空间

目标市值测算假设：

1) 2015年小额贷款业务贡献的EPS按前述两种方法测算的均值0.291元估算、传统的代理等非小贷业务按5%增长，即每股贡献0.43元估算。

2) 传统业务估值参照世联2013年开展小额贷款业务前估值水平，给予20倍PE。

3) 综合可比供应链金融公司的PE水平，同时考虑到公司小额贷款业务潜在空间、征信及风控掌控（2014年放开1万多单，仅少数几单延迟还款，无违约）、客户导流等因素，我们给予公司小贷业务100倍PE。

根据上述假设，我们测算公司目标市值288亿（对于股价37.7元），对应当前市值仍有33%的上升空间。

图表15 世联行目标市值测算

公司	2015年EPS	PE	股价（元）	市值（亿元）
小额贷款业务	0.291	100	29.1	222
传统代理、咨询等非小额贷款业务	0.43	20	8.6	66
目标股价（市值）			37.7	288

资料来源：公司公告，平安证券研究所。注：公司总股本为7.64亿

图表16 世联目标股价敏感度分析（传统业务按0.43元、20倍PE假设，小贷业务按37.5%净利率测算）

	小额贷款业务PE	80	100	120	150
		目标股价（元）			
小额贷款业务	100%（32亿）	25.8	30.1	34.4	40.8
贷款	120%（37亿）	27.5	32.2	36.9	44.0
业务	150%（44亿）	30.1	35.4	40.8	48.8
净利润	180%（48亿）	32.6	38.6	44.7	53.7
增速	200%（52亿）	34.4	40.8	47.2	56.9
（放款规模）	250%（69亿）	38.6	46.2	53.7	64.9

资料来源：中指数据库，Wind，平安证券研究所整理

六、盈利预测与风险提示

考虑公司小额贷款业务持续超预期，我们上调公司2015-2016年盈利预测，预计2015、2016年EPS分别为0.73元（+0.09元）和0.93元（+0.12元），当前股价对应EPS分别为38.9倍和30.2倍。公司掌

控房地产供应链金融中核心的信息流，小额贷款业务有望持续高速增长，同时随着公司近期参股Q房网，未来小贷有望进一步向二手房、装修业务扩张，入口价值有望不断变现，维持“强烈推荐”评级，目标价37.7元。

风险提示：

- 1、小额贷款业务增长速度不及预期；
- 2、小额贷款业务客户大规模信用违约风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	1837	2608	3093	3699
现金	958	1649	1852	2274
应收账款	463	615	849	1017
其他应收款	164	170	168	169
预付账款	18	52	61	70
存货	0	0	0	0
其他流动资产	235	123	163	170
非流动资产	660	710	794	822
长期投资	56	67	67	67
固定资产	241	316	402	439
无形资产	1	-1	-2	-3
其他非流动资产	363	327	327	319
资产总计	2498	3318	3887	4522
流动负债	725	984	1073	1088
短期借款	1	0	0	0
应付账款	28	36	50	59
其他流动负债	695	948	1024	1029
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	725	984	1073	1088
少数股东权益	64	100	146	205
股本	424	764	764	764
资本公积	558	558	558	558
留存收益	726	912	1345	1906
归属母公司股东权益	1709	2234	2667	3228
负债和股东权益	2498	3318	3887	4522

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	463	693	432	640
净利润	351	434	600	772
折旧摊销	29	34	43	51
财务费用	-13	-6	-18	-21
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	60	213	-187	-161
其他经营现金流	37	21	-5	-0
投资活动现金流	-162	-138	-126	-86
资本支出	33	100	120	80
长期投资	-97	11	0	0
其他投资现金流	-227	-27	-6	-6
筹资活动现金流	-356	136	-104	-132
短期借款	-25	-1	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	98	339	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他筹资现金流	-431	-202	-104	-132
现金净增加额	-55	691	202	422

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2563	3343	4506	5442
营业成本	1648	2178	2944	3510
营业税金及附加	143	184	251	301
营业费用	0	0	0	0
管理费用	269	376	484	574
财务费用	-13	-6	-18	-21
资产减值损失	50	32	39	39
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	470	580	807	1041
营业外收入	9	10	8	8
营业外支出	2	2	1	1
利润总额	477	588	814	1048
所得税	127	154	214	277
净利润	351	434	600	772
少数股东损益	32	36	46	59
归属母公司净利润	318	398	554	713
EBITDA	486	607	833	1071
EPS (元)	0.42	0.52	0.73	0.93

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	36.5	30.4	34.8	20.8
营业利润(%)	56.7	23.5	39.1	28.9
归属于母公司净利润(%)	50.6	24.9	39.4	28.6
获利能力				
毛利率(%)	35.7	34.8	34.7	35.5
净利率(%)	12.4	11.9	12.3	13.1
ROE(%)	18.6	17.8	20.8	22.1
ROIC(%)	58.7	106.5	87.4	87.5
偿债能力				
资产负债率(%)	29.0	29.7	27.6	24.1
净负债比率(%)	0.14	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.54	2.65	2.88	3.40
速动比率	2.54	2.65	2.88	3.40
营运能力				
总资产周转率	1.06	1.15	1.25	1.29
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	69.09	67.49	68.48	64.68
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.52	0.73	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.91	0.57	0.84
每股净资产(最新摊薄)	2.24	2.92	3.49	4.23
估值比率				
P/E	67.7	54.2	38.9	30.2
P/B	12.6	9.7	8.1	6.7
EV/EBITDA	42	34	25	19

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033