

## 投资顶你学堂打造全国顶级 MOOC 平台，成就在线高等教育新一代领军者！

■ **投资控股过来人教育科技公司，整合资源推广优秀 MOOC 平台。**7月20日，公司公告，与观臻基金拟合计出资不超过4500万元控股过来人（北京）教育科技有限公司，三方共同推进顶你学堂（www.TopU.com）在大规模开放在线公开课（MOOC）发展，通过对高校资源、行业资源、渠道资源的共享，推广 MOOC 平台建设，共同打造互联网教育平台，推动顶你学堂竞选国家公共服务平台，拓展中国高校 MOOC 联盟。

■ **国内 MOOC 顶级运营商，“顶你学堂”顶成功。**过来人是国内拥有完全自主知识产权的、领先的 MOOC 综合运营商。目前开发并运营的网络教育平台包括顶你学堂（www.TopU.com）、北京大学华文慕课（www.chinesemooc.org）等。同时与国家半导体产业联盟、汽车学堂、护理学堂等合作，构建集学习、认证、就业于一体的行业 MOOC 平台；已与国家开放大学签署战略合作协议，为 MOOC 课程提供学分及学历，通过 MOOC 云平台打通高等教育与职业教育。顶你学堂（TopU.com）是由过来人2012年10月推出的国内首个正式商业运营的 MOOC 平台，2015年获得中国在线教育百强称号，致力于建成全球最大的中文 MOOC 平台，为14亿中国人提供免费的在线高等教育。

■ **全方位资源整合打造国家公共服务平台，分享在线教育发展红利，学分认定推动长期流量变现。**在线教育市场前景广阔，其中高等教育、职业教育以及 K12 教育是市场规模高速增长的主要动力，占比达90%以上；预计到2017年，我国在线教育用户规模达到1.2亿人，市场规模达到1733.9亿。政策方面，4月28日，教育部出台《关于加强高等学校在线开放课程建设应用与管理的意见》，提出采取先建设应用、后评价认定的方式，认定一批国家精品在线开放课程；选择认定基础良好、技术先进、符合国情、安全稳定、优质课程资源集聚、服务高效的平台承担公共服务平台重任。目前，过来人已与国家开放大学签署战略合作协议，为 MOOC 课程提供学分及学历。未来中国高科将携手强大的高校股东资源，帮助顶你学堂推进高校 MOOC 学分认定和学分管理制度创新，成为我国高等教育深入健康发展的优秀代表项目。在此基础上，顶你学堂将致力于打造国家公共服务平台，从而对接全国近2500万高校在校学生以及数亿拥有职业教育培训需求的潜在客户，未来将通过学分认定推动长期流量变现。

■ **过来人求职网资源对接，推动形成教育闭环。**过来人教育科技公司创始人源自清华，投资人包括美国杜兰大学商学院副院长李志文教授和真格基金徐小平老师，其旗下还拥有过来人求职网（www.guolairan.com），根据 iResearch 相关数据，其是国内大学生求职的第四大招聘网站，为多家世界500强企业提供过完整的校园招聘服务，并为国内多所211高校学生提供求职培训服务。未来代表新型高等教育和职业教育发展方向的顶你学堂或将更好地与过来人求职网进行资源对接，推动顶你学堂学分的社会认可，帮助学员更好地对接求职信息，完成从学习到获取学分到获得工作，以及工作后职业教育学习的闭环。

■ **维持盈利预测，维持“买入-A”评级。**我们预计15-17年EPS为0.65元、0.71元、0.78元，当前股价对应15-17年PE为37倍、33倍、30倍。维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**合作进展不达预期。

| 摘要(百万元)  | 2013  | 2014    | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
|----------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入     | 792.0 | 1,108.0 | 1,335.3 | 1,526.6 | 1,754.9 |
| 净利润      | 96.2  | 155.8   | 190.0   | 209.2   | 229.2   |
| 每股收益(元)  | 0.33  | 0.53    | 0.65    | 0.71    | 0.78    |
| 每股净资产(元) | 4.15  | 4.58    | 3.90    | 4.40    | 4.95    |

| 盈利和估值  | 2013   | 2014   | 2015E | 2016E   | 2017E  |
|--------|--------|--------|-------|---------|--------|
| 市盈率(倍) | 70.4   | 43.4   | 35.6  | 32.3    | 29.5   |
| 市净率(倍) | 5.6    | 5.0    | 5.9   | 5.2     | 4.7    |
| 净利润率   | 12.1%  | 14.1%  | 14.2% | 13.7%   | 13.1%  |
| 净资产收益率 | 8.1%   | 12.6%  | 15.9% | 15.6%   | 15.2%  |
| 股息收益率  | 0.4%   | 0.0%   | 0.8%  | 0.9%    | 1.0%   |
| ROIC   | 127.6% | -30.8% | 68.5% | -136.7% | -55.2% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

32.00元

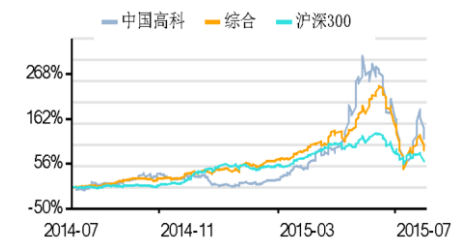
股价(2015-07-29)

23.74元

交易数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元)  | 6,963.61    |
| 流通市值(百万元) | 6,963.61    |
| 总股本(百万股)  | 293.33      |
| 流通股本(百万股) | 293.33      |
| 12个月价格区间  | 9.42/42.57元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| %    | 1M    | 3M    | 12M    |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | -2.29 | 36.74 | 83.43  |
| 绝对收益 | -8.52 | 19.06 | 152.02 |

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515050001  
liuzm@essence.com.cn  
021-68765076

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

携北大培生合作开发汉语在线教育平台，正式进军教育产业！ 2015-07-16

投资控股过来人教育科技有限公司，整合资源推广优秀 MOOC 平台。7 月 20 日，公司公告，与观臻基金拟合计出资不超过 4500 万元控股过来人（北京）教育科技有限公司，三方共同推进顶你学堂（www.TopU.com）在大规模开放在线公开课（MOOC）发展，通过对高校资源、行业资源、渠道资源的共享，推广 MOOC 平台建设，共同打造互联网教育平台，推动顶你学堂竞选国家公共服务平台，拓展中国高校 MOOC 联盟。

国内 MOOC 顶级运营商，“顶你学堂”顶成功。过来人是国内拥有完全自主知识产权的、领先的 MOOC 综合运营商。目前开发并运营的网络教育平台包括顶你学堂（www.TopU.com）、北京大学华文慕课（www.chinesemooc.org）等。同时与国家半导体产业联盟、汽车学堂、护理学堂等合作，构建集学习、认证、就业于一体的行业 MOOC 平台；已与国家开放大学签署战略合作协议，为 MOOC 课程提供学分及学历，通过 MOOC 云平台打通高等教育与职业教育。顶你学堂（TopU.com）是由过来人 2012 年 10 月推出的国内首个正式商业运营的 MOOC 平台，2015 年获得中国在线教育百强称号，致力于建成全球最大的中文 MOOC 平台，为 14 亿中国人提供免费的在线高等教育。

- ① 合作伙伴：目前与清华、北大、中科大、上海交大、复旦大学、香港大学、台湾大学等著名高校展开合作，成为清华、北大、中科大首门对外学分输送课程官方平台，为上百所高校输送慕课学分课程。顶你学堂；与阿里巴巴合作成为北京大学官方慕课平台“华文慕课”的唯一平台提供商，华文慕课也成为台湾大学在大陆的唯一合作 MOOC 平台。
- ② 用户：注册用户达百万，全球唯一的基于实名制 SNS 的 MOOC 学习社区，用户 75% 以上来自 985、211 院校，85% 以上用户拥有本科及以上学历。
- ③ 课程：课程涵盖计算科学、历史人文、创业创新、就业辅导、力学、经济、材料、数学等十余大门类，拥有商科、计算机等著名高校课程和求职、英语等职业类课程 300 余门。
- ④ 知识产权：拥有完全自主知识产权，基于先进的云平台技术，为北大、人大等多所著名高校建立专属的 MOOC 平台，是中国唯一一家提供高质量 MOOC 制作，MOOC 平台以及 MOOC 学分运营服务的综合 MOOC 运营服务商，同时亦是教育部高等教育数字图书馆（CALIS）MOOC 资源库的唯一运营商。
- ⑤ 服务内容：为高校和行业提供包括课程运营，平台建设等一系列服务，高校通过开设 MOOC 课程，包括实现包括翻转课堂、SPOC 混合式教学，大学先修课程，职业资格考试认证，学历学分，招生服务等。陞

图 1：顶你学堂、华文慕课主页



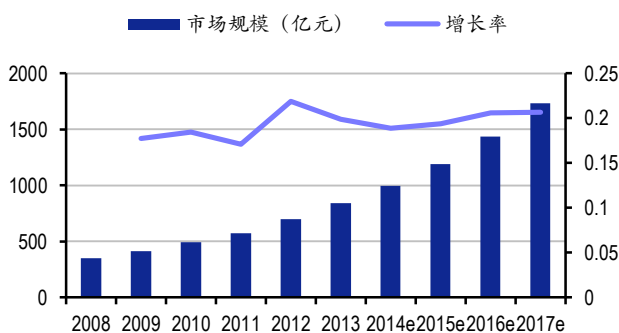
数据来源：公司网站 安信证券研究中心

全方位资源整合打造国家公共服务平台，分享在线教育发展红利，学分认定推动长期流量变现。在线教育市场前景广阔，根据艾瑞咨询统计数据，2014 年我国在线教育用户规



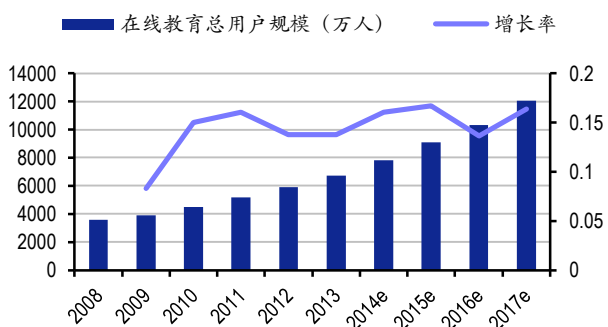
模为 7796.9 万人，市场规模达近千亿元，未来 3 年保持 20% 左右增速，其中高等教育、职业教育以及 K12 教育是市场规模高速增长的主要动力，占比达 90% 以上；**预计到 2017 年，我国在线教育用户规模达到 1.2 亿人，市场规模达到 1733.9 亿。**政策方面，4 月 28 日，教育部出台《关于加强高等学校在线开放课程建设应用与管理的意见》，提出采取先建设应用、后评价认定的方式，认定一批国家精品在线开放课程；选择认定基础良好、技术先进、符合国情、安全稳定、优质课程资源集聚、服务高效的平台承担公共服务平台重任。目前，过来人已与国家开放大学签署战略合作协议，为 MOOC 课程提供学分及学历。未来中国高科将携手强大的高校股东资源，帮助顶你学堂推进高校 MOOC 学分认定和学管理度创新，成为我国高等教育深入健康发展的优秀代表项目。在此基础上，顶你学堂将致力于打造国家公共服务平台，从而对接全国近 2500 万高校在校学生以及数亿拥有职业教育培训需求的潜在客户，未来将通过学分认定推动长期流量变现。

图 2：2008-2017 年中国在线教育市场规模



数据来源：艾瑞咨询 安信证券研究中心

图 3：2008-2017 年中国在线教育用户规模



数据来源：艾瑞咨询 安信证券研究中心

过来人求职网资源对接，推动形成教育闭环。过来人教育科技有限公司创始人源自清华，投资人包括美国杜兰大学商学院副院长李志文教授和真格基金徐小平老师，其旗下还拥有过来人求职网 (www.guolai ren.com)，根据 iResearch 相关数据，其是国内大学生求职的第四大招聘网站，为多家世界 500 强企业提供过完整的校园招聘服务，并为国内多所 211 高校学生提供求职培训服务。未来代表新型高等教育和职业教育发展方向的顶你学堂或将更好地与过来人求职网进行资源对接，推动顶你学堂学分的社会认可，帮助学员更好地对接求职信息，完成从学习到获取学分到获得工作，以及工作后职业教育学习的闭环。

图 4：过来人求职网主页



数据来源：公司网站 安信证券研究中心

维持盈利预测，维持“买入-A”评级。公司是北京大学旗下重要上市平台，教育资源禀赋优秀。本次投资过来人正式切入高等教育领域，致力于打造中国最大的 MOOC 平台，且前期公告与北大培生和韩国 lumsol 合作开发汉语在线教育平台，未来公司将有望通过两大平台，整合股东高校资源（含北大、复旦、厦大、人大、武大等 985 高校），以及与外部包括培生集团在内的优秀国际教育集团合作，协整相关教育资源，成为全球最大的中文 MOOC 平台，分享中国高等教育与职业教育的改革红利，推动学分认证实现长期流量变现，成就教育领域新一代领军者。我们预计 15-17 年 EPS 为 0.65 元、0.71 元、0.78 元，当前股价对应 PE 分别为 35 倍、32 倍、30 倍。维持“买入-A”评级。

附：国外优秀 MOOC 平台信息&中国高科股东资源信息：

表 1：国外优秀 MOOC 平台

|                            | 创立单位            | 与中国的合作  | 其他  |
|----------------------------|-----------------|---|---|
| edX<br>(2012.4/非营利)        | MIT&哈佛          | 13 年 5 月北京大学、清华大学、香港大学、香港科技大学宣布加盟。  | 全球顶级高校结盟，系统源代码开放<br>13 年 5 月北大、清华、港大宣布加入。   |
| Coursera<br>(2012.4/营利性)   | 斯坦福大学计算机科学系两位教授 | 13 年 1-7 月港中文、港科技、复旦、交大先后加入；<br>13 年 10 月与网易公开课达成战略合作，提供视频托管服务，并开始 Coursera 官方中文学习社区。 | 目前发展最大的 MOOC 平台，拥有 1300 万用户，与 121 个合作高校提供 1046 门课程。目前累计已经获得七千万美元的融资，被誉为颠覆美国传统教育行业的未来产品。 |
| Udacity<br>(营利性)           | 斯坦福大学巴斯蒂安等      | 与优酷教育频道达成独家官方合作，上线发布数十门类别、近千集的译成中文的最新在线视频课程。  | 成立时间最早，以计算机类课程为主，课程数量不多，却极为精致   |
| Khan Academy<br>(2008/非营利) | 萨尔曼·可汗          | 网易公开课是其合作伙伴之一   | 现有 5000 多段视频讲座，由其主讲录制，每段视频约 10 分钟   |
| Open2Study                 |                 | 澳洲最大 MOOC 平台，课程丰富，在设计和制作上很有特色   |   |
| Iversity                   |                 | 德国 MOOC 平台，课程尚且不多，在课程的设计和制作上思路开阔  |   |
| FutureLearn                |                 | 英国 12 所高校联合发起的 MOOC 平台，集合了全英许多优秀大学  |   |

资料来源：平台网站、安信证券研究中心

表 2：公司高校股东情况（截至 15Q1）

| 股东名称         | 持股数量(万股) | 占总股本比例 (%) |
|--------------|----------|------------|
| 北大方正集团有限公司   | 7,149    | 24.37      |
| 复旦大学         | 907      | 3.09       |
| 上海外国语大学      | 348      | 1.19       |
| 人大世纪科技发展有限公司 | 174      | 0.59       |
| 北京北航资产经营有限公司 | 174      | 0.59       |
| 华东政法大学       | 99       | 0.34       |
| 上海立信会计学院     | 87       | 0.30       |
| 武汉大学         | 87       | 0.30       |
| 江南大学         | 87       | 0.30       |
| 对外经济贸易大学     | 87       | 0.30       |
| 厦门大学         | 87       | 0.30       |
| 华中师范大学       | 87       | 0.30       |
| 云南大学         | 87       | 0.30       |
| 兰州商学院        | 87       | 0.30       |
| 兰州大学         | 87       | 0.30       |
| 南京理工大学       | 87       | 0.30       |
| 华南理工大学       | 87       | 0.30       |
| 上海对外经贸大学     | 87       | 0.30       |
| 苏州大学         | 87       | 0.30       |
| 北京科技大学       | 87       | 0.30       |

数据来源：wind 安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年07月21日)

| 利润表          |                |                |                |                |                | 财务指标         |         |         |         |         |        |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| (百万元)        | 2013           | 2014           | 2015E          | 2016E          | 2017E          | (百万元)        | 2013    | 2014    | 2015E   | 2016E   | 2017E  |
| <b>营业收入</b>  | <b>792.0</b>   | <b>1,108.0</b> | <b>1,335.3</b> | <b>1,526.6</b> | <b>1,754.9</b> | <b>成长性</b>   |         |         |         |         |        |
| 减:营业成本       | 489.9          | 652.8          | 799.4          | 926.6          | 1,083.2        | 营业收入增长率      | 96.1%   | 39.9%   | 20.5%   | 14.3%   | 15.0%  |
| 营业税费         | 82.2           | 139.7          | 133.5          | 152.7          | 175.5          | 营业利润增长率      | 259.6%  | 105.1%  | -4.5%   | 10.2%   | 9.6%   |
| 销售费用         | 53.8           | 13.1           | 89.5           | 99.2           | 110.6          | 净利润增长率       | 318.0%  | 62.0%   | 21.9%   | 10.1%   | 9.5%   |
| 管理费用         | 44.5           | 29.2           | 80.1           | 88.5           | 98.3           | EBITDA 增长率   | 150.1%  | 93.1%   | -3.3%   | 10.8%   | 10.1%  |
| 财务费用         | -1.7           | 0.4            | 1.0            | 2.0            | 3.0            | EBIT 增长率     | 203.6%  | 108.1%  | -4.3%   | 10.6%   | 9.9%   |
| 资产减值损失       | -0.2           | 4.3            | 2.0            | 2.0            | 2.0            | NOPLAT 增长率   | 247.7%  | 78.9%   | 8.0%    | 10.6%   | 9.9%   |
| 加:公允价值变动收益   | 3.0            | 1.8            | 2.0            | 2.0            | 2.0            | 投资资本增长率      | -840.9% | -148.6% | -155.4% | 172.1%  | -98.8% |
| 投资和汇兑收益      | 2.0            | -6.5           | 20.0           | 20.0           | 20.0           | 净资产增长率       | 45.8%   | 11.7%   | -14.2%  | 12.4%   | 12.1%  |
| <b>营业利润</b>  | <b>128.6</b>   | <b>263.7</b>   | <b>251.8</b>   | <b>277.6</b>   | <b>304.4</b>   | <b>利润率</b>   |         |         |         |         |        |
| 加:营业外净收支     | 2.1            | 0.6            | 2.8            | 2.8            | 2.8            | 毛利率          | 38.2%   | 41.1%   | 40.1%   | 39.3%   | 38.3%  |
| <b>利润总额</b>  | <b>130.7</b>   | <b>264.4</b>   | <b>254.6</b>   | <b>280.4</b>   | <b>307.2</b>   | 营业利润率        | 16.2%   | 23.8%   | 18.9%   | 18.2%   | 17.3%  |
| 减:所得税        | 29.6           | 88.6           | 63.7           | 70.1           | 76.8           | 净利润率         | 12.1%   | 14.1%   | 14.2%   | 13.7%   | 13.1%  |
| <b>净利润</b>   | <b>96.2</b>    | <b>155.8</b>   | <b>190.0</b>   | <b>209.2</b>   | <b>229.2</b>   | EBITDA/营业收入  | 17.6%   | 24.2%   | 19.4%   | 18.8%   | 18.0%  |
|              |                |                |                |                |                | EBIT/营业收入    | 16.0%   | 23.8%   | 18.9%   | 18.3%   | 17.5%  |
| <b>资产负债表</b> |                |                |                |                |                | <b>运营效率</b>  |         |         |         |         |        |
|              | <b>2013</b>    | <b>2014</b>    | <b>2015E</b>   | <b>2016E</b>   | <b>2017E</b>   | 固定资产周转天数     | 55      | 18      | 17      | 19      | 18     |
| 货币资金         | 1,806.4        | 894.8          | 807.1          | 1,217.1        | 1,015.9        | 流动营业资本周转天数   | -150    | -29     | 26      | -65     | -40    |
| 交易性金融资产      | -              | -              | 143.0          | 140.0          | 94.3           | 流动资产周转天数     | 962     | 741     | 683     | 598     | 584    |
| 应收帐款         | 20.5           | 86.7           | 77.8           | 70.1           | 115.1          | 应收帐款周转天数     | 13      | 17      | 22      | 17      | 19     |
| 应收票据         | -              | -              | 12.4           | 4.4            | 4.4            | 存货周转天数       | 253     | 141     | 279     | 225     | 221    |
| 预付帐款         | 10.8           | 187.1          | 57.8           | 93.1           | 127.4          | 总资产周转天数      | 1,211   | 987     | 886     | 780     | 744    |
| 存货           | 562.1          | 305.1          | 1,762.9        | 148.0          | 2,010.4        | 投资资本周转天数     | -112    | -48     | 17      | -67     | -43    |
| 其他流动资产       | 190.0          | 500.7          | 230.2          | 307.0          | 346.0          | <b>投资回报率</b> |         |         |         |         |        |
| 可供出售金融资产     | -              | 6.5            | 2.2            | 2.9            | 3.9            | ROE          | 8.1%    | 12.6%   | 15.9%   | 15.6%   | 15.2%  |
| 持有至到期投资      | -              | -              | -              | -              | -              | ROA          | 3.0%    | 6.5%    | 5.0%    | 7.6%    | 5.1%   |
| 长期股权投资       | 10.5           | -              | -              | -              | -              | ROIC         | 127.6%  | -30.8%  | 68.5%   | -136.7% | -55.2% |
| 投资性房地产       | 633.6          | 635.4          | 635.4          | 635.4          | 635.4          | <b>费用率</b>   |         |         |         |         |        |
| 固定资产         | 55.9           | 53.0           | 76.3           | 83.3           | 89.2           | 销售费用率        | 6.8%    | 1.2%    | 6.7%    | 6.5%    | 6.3%   |
| 在建工程         | 0.3            | 6.7            | 6.7            | 6.7            | 6.7            | 管理费用率        | 5.6%    | 2.6%    | 6.0%    | 5.8%    | 5.6%   |
| 无形资产         | 0.2            | 0.4            | 0.3            | 0.2            | 0.1            | 财务费用率        | -0.2%   | 0.0%    | 0.1%    | 0.1%    | 0.2%   |
| 其他非流动资产      | -              | -              | -              | -              | -              | 三费/营业收入      | 12.2%   | 3.9%    | 12.8%   | 12.4%   | 12.1%  |
| <b>资产总额</b>  | <b>3,356.5</b> | <b>2,718.0</b> | <b>3,857.2</b> | <b>2,757.8</b> | <b>4,493.7</b> | <b>偿债能力</b>  |         |         |         |         |        |
| 短期债务         | 375.0          | 180.0          | -              | -              | -              | 资产负债率        | 62.7%   | 48.6%   | 68.9%   | 51.1%   | 66.4%  |
| 应付帐款         | 678.4          | 344.8          | 1,034.0        | 600.8          | 1,224.9        | 负债权益比        | 168.1%  | 94.4%   | 221.4%  | 104.5%  | 197.4% |
| 应付票据         | -              | 104.6          | 21.3           | 44.6           | 58.2           | 流动比率         | 1.54    | 2.15    | 1.35    | 1.93    | 1.43   |
| 其他流动负债       | -              | -              | -              | -              | -              | 速动比率         | 1.21    | 1.81    | 0.58    | 1.79    | 0.66   |
| 长期借款         | 28.2           | -              | -              | -              | -              | 利息保障倍数       | -76.27  | 611.90  | 252.82  | 139.80  | 102.46 |
| 其他非流动负债      | -              | -              | -              | -              | -              | <b>分红指标</b>  |         |         |         |         |        |
| <b>负债总额</b>  | <b>2,104.7</b> | <b>1,319.9</b> | <b>2,657.0</b> | <b>1,409.3</b> | <b>2,982.7</b> | DPS(元)       | 0.10    | -       | 0.19    | 0.21    | 0.23   |
| 少数股东权益       | 35.8           | 55.7           | 56.6           | 57.7           | 58.8           | 分红比率         | 30.5%   | 0.0%    | 30.0%   | 30.0%   | 30.0%  |
| 股本           | 293.3          | 293.3          | 293.3          | 293.3          | 293.3          | 股息收益率        | 0.4%    | 0.0%    | 0.8%    | 0.9%    | 1.0%   |
| 留存收益         | 922.7          | 721.6          | 850.2          | 997.4          | 1,158.8        |              |         |         |         |         |        |
| <b>股东权益</b>  | <b>1,251.8</b> | <b>1,398.2</b> | <b>1,200.2</b> | <b>1,348.4</b> | <b>1,511.0</b> |              |         |         |         |         |        |

| 现金流量表             |              |               |              |              |               | 业绩和估值指标   |       |      |       |       |       |
|-------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|-----------|-------|------|-------|-------|-------|
|                   | 2013         | 2014          | 2015E        | 2016E        | 2017E         |           | 2013  | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 净利润               | 101.1        | 175.8         | 190.0        | 209.2        | 229.2         | EPS(元)    | 0.33  | 0.53 | 0.65  | 0.71  | 0.78  |
| 加:折旧和摊销           | 13.5         | 5.9           | 6.9          | 8.0          | 9.2           | BVPS(元)   | 4.15  | 4.58 | 3.90  | 4.40  | 4.95  |
| 资产减值准备            | -0.2         | 4.3           | -            | -            | -             | PE(X)     | 70.4  | 43.4 | 35.6  | 32.3  | 29.5  |
| 公允价值变动损失          | -3.0         | -1.8          | 2.0          | 2.0          | 2.0           | PB(X)     | 5.6   | 5.0  | 5.9   | 5.2   | 4.7   |
| 财务费用              | 12.9         | 19.3          | 1.0          | 2.0          | 3.0           | P/FCF     | 6.3   | -7.4 | 15.3  | 14.3  | -36.8 |
| 投资损失              | -2.0         | 6.5           | -20.0        | -20.0        | -20.0         | P/S       | 8.5   | 6.1  | 5.1   | 4.4   | 3.9   |
| 少数股东损益            | 4.9          | 19.9          | 1.0          | 1.1          | 1.2           | EV/EBITDA | 7.2   | 7.8  | 21.1  | 17.6  | 16.8  |
| 营运资金的变动           | 505.9        | -617.5        | 449.9        | 266.6        | -402.0        | CAGR(%)   | 27.7% | 9.4% | 93.5% | 27.7% | 9.4%  |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>640.8</b> | <b>-153.7</b> | <b>630.7</b> | <b>469.0</b> | <b>-177.4</b> | PEG       | 2.5   | 4.6  | 0.4   | 1.2   | 3.1   |
| 投资活动产生现金流量        | -177.2       | -492.0        | -150.7       | 5.3          | 47.7          | ROIC/WACC | 12.6  | -3.0 | 6.8   | -13.5 | -5.5  |
| 融资活动产生现金流量        | 299.1        | -297.3        | -567.7       | -64.2        | -71.5         | REP       | -0.1  | -2.5 | -5.3  | 0.9   | 197.8 |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

刘章明声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

|       |     |               |                           |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 侯海霞 | 021-68763563  | houhx@essence.com.cn      |
|       | 梁涛  | 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn   |
|       | 潘艳  | 021-68766516  | panyan@essence.com.cn     |
|       | 朱贤  | 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn    |
| 北京联系人 | 温鹏  | 010-59113570  | wenpeng@essence.com.cn    |
|       | 李倩  | 010-59113575  | liqian1@essence.com.cn    |
|       | 周蓉  | 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn   |
|       | 张莹  | 010-59113571  | zhangying1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 沈成效 | 0755-82558059 | shencx@essence.com.cn     |
|       | 胡珍  | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群 | 0755-82558087 | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn     |

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮 编： 200123

北京市

地 址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮 编： 100034