

# 公司报告

招商证券(香港)有限公司

## 神州租车(699 HK)

### 神州专车：差异化定位优势开始显现

- 动态定价、与专车车辆共享以及规模优势保证短租业务稳定增长
  - 神州专车差异化定位优势开始在用户留存和客单价上体现
  - 股价大幅调整提供长线买入机会，重申买入评级
- 短租业务规模效应继续显现，人民币贬值影响有限**

神州租车短租业务保持健康发展。日均租金由2Q14的273元升至2Q15的276元，主要受益于公司的动态定价系统以及行业的龙头地位带来的定价权优势。短租车队利用率由2Q14的62.6%提升至2Q15的64.1%，主要由于公司利用部分符合专车标准的短租车辆的空余时间拨作专车运营，提高了短租车辆的利用率。公司整体净利润率由2Q14的17%升至2Q15的21.8%，反映规模效应继续显现。在人民币贬值层面，我们估算，按UDS/CNY 6.21为基准，人民币贬值3%、5%及10%带来的账面汇兑损失分别为人民币1.06亿元、2.11亿元及4.75亿元。我们认为神州租车的外汇风险在长期可控，因为公司最近一笔到期的美元债务为2020年，债务到期前公司的账面的会对亏损将不会确认为实际亏损。在债务到期后公司也会针对到期债务进行再融资，所以长期来看公司的汇兑损失将不会实际确认。

### 神州专车：中高端差异化定位效果开始显现

根据我们的判断，中国专车市场中期的发展趋势已经非常清晰，即差异化监管下的差异化产品定位。我们认为由于专车已经具有公共交通的属性，政府的监管不可避免。但同时我们相信政府也会平衡互联网共享经济的发展。在这个前提下，以神州专车为代表的自营模式专车供应商将在接受相对严格接管的同时享受较高的政策门槛和价格溢价；而以滴滴为代表的平台型专车服务供应商将作为公共交通的补充，在享受规模高速扩张和未来相对灵活的商业模式的同时，将会受到政策在运营层面的约束。我们看好神州专车的差异化定位战略，并且根据第三方的统计，神州专车的差异化优势已经在用户留存和用户收入分布层面开始显现。

### 评级和估值

我们维持公司2015-17年的收入和毛利的预测，但小幅下调2015年净利润预测9%，以反映汇兑损失及债务增加导致的利息支出增加。同时，我们小幅下调基于DCF的目标价至HK\$23.15，对应8.5x2016E EV/EBITDA，重申买入评级。神州租车目前股价对应5.1x 2016E EV/EBITDA vs. 行业平均10.0x 2016E EV/EBITDA。

### 盈利预测及估值

百万人民币	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	2,703	3,520	5,864	9,594	10,954
同比增长(%)	68%	30%	67%	64%	14%
净利润	-223	436	1,086	1,948	2,393
同比增长(%)	-51%	381%	149%	79%	23%
每股盈利(元)	n.a	0.22	0.46	0.82	1.01
每股股息(元)	n.a	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率(X)	n.a	64.8	24.4	13.6	11.1
市净率(X)	n.a	4.0	3.9	3.0	2.4
ROE(%)	-306%	8%	16%	23%	22%

资料来源：公司资料，招商证券(香港)预测

郝云帆 852-3189 6117 haoyf@cmschina.com.hk  
黄轩 852-3189 6179 huangx@cmschina.com.cn

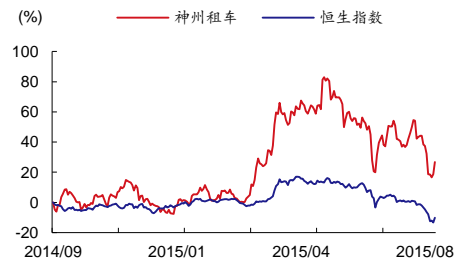
### 最新变动

目标价/盈利预测 下调

### 买入

前次评级	买入
股价	HK\$13.9
12个月目标价 (上升空间)	HK\$23.15 (+66%)
前次目标价:	HK\$24.11

### 股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
699 HK	(16.0)	19.8	25.8
HSI Index	(10.3)	(12.0)	(12.4)

### 行业：互联网 TMT

恒生指数	21839
国企指数	9864

### 重要数据

52周股价区间(港元)	9.88-12.80
市值(百万港元)	28,243
日均成交量(千股)	831.7
每股净资产(港元)	3.48

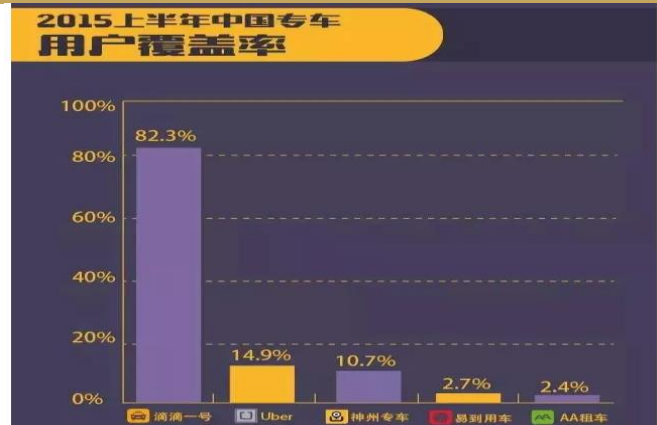
### 主要股东

Grand Union Investment Limited	29.19%
AMBR GEM Holdings Limited	18.26%
Hertz Holdings	16.22%
Haode Group Inc	12.48%
总股数(百万股)	2,357.51
自由流通量	20.79%

### 神州专车的差异化定位

随着专车市场竞争越来越激烈，我们认为神州专车的定位优势将更加明显。神州专车主要定位中高端用户。这部分用户对专车的服务质量更加敏感，同时这部分用户拥有较高的收入水平对价格不太敏感。对于神州专车来说，自营的模式恰好能够满足这部分人群对于标准化服务的需求，因为神州专车可以控制车型、车况以及通过培训和考核控制专车司机的服务质量。而对于滴滴和Uber来说，平台的模式对车辆及司机的掌控力相对较弱，且滴滴和Uber的低价策略已经形成品牌效应，对未来后补贴时代回归价格正常化不利。根据滴滴和神州专车的数据，滴滴的客单价在40-50元人民币，而神州专车的客单价在80元人民币，从侧面反映了神州专车定位的成功。从第三方研究机构的统计数据来看也能反映出神州专车差异化定位带来的效果。

图1: 1H15中国主要专车平台用户覆盖率



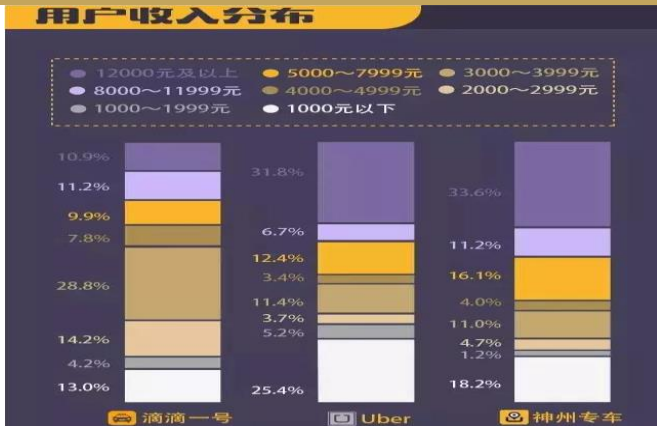
来源: 易观智库, 招商证券(香港)

图2: 1H15中国专车平均次月留存率排名



来源: 易观智库, 招商证券(香港)

图3: 1H15中国主要专车平台用户收入分布



来源: 易观智库, 招商证券(香港)

图4: 1H15中国主要专车平台用户年龄分布



来源: 易观智库, 招商证券(香港)

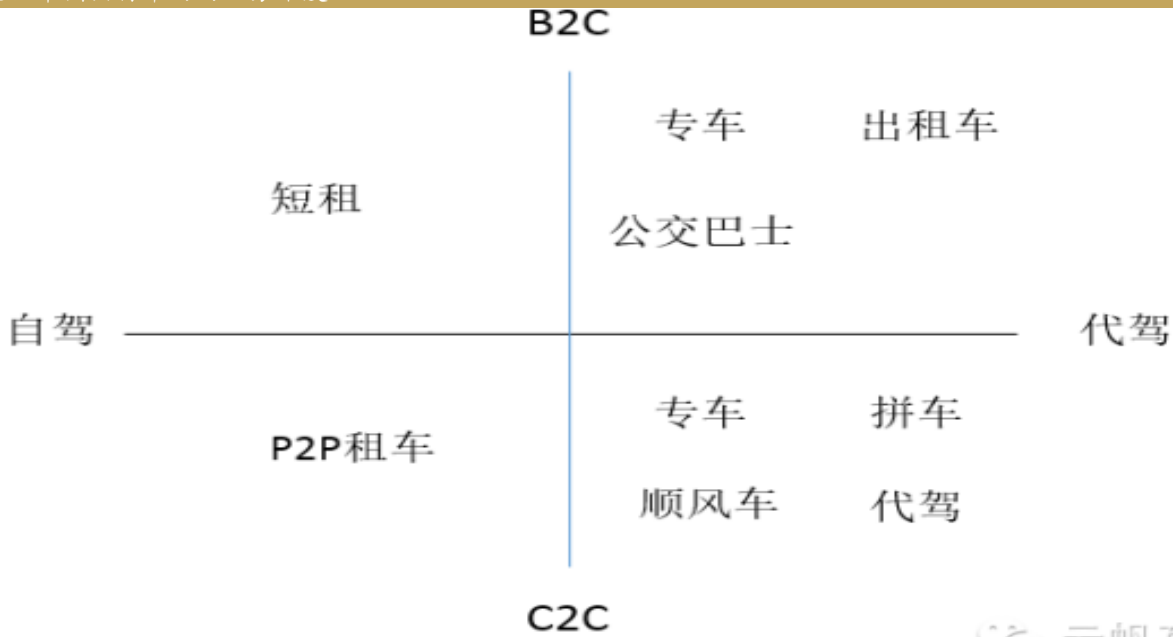
### 专车市场未来趋势解读

#### 出行市场四个分析维度及现状

我们相信出行市场（主要针对城市内的出行）可以从四个维度来分析：B2C、C2C、自驾和代驾。自驾和代驾对应了两种基本的出行方式。B2C和C2C代表了两种基本的商业模式。这四种元素的两两组合就能衍生并涵盖了我们现在见到的所有出行方式。下面的图可以更加清晰的展示出来：

在互联网开始改造出行市场前，B2C代驾市场是最大的出行市场。其中的主力军就是出租车。另外一个B2C代驾市场的重要组成部分是中高端的专车市场如商务用车及旅游用车等。这部分的市场参与者主要是中小型汽车租赁公司，旅游公司还有一些个人参与者。出租车行业被归类为公共交通，受到政府的政策保护和监管。而中高端专车市场主要的出租方式是日租、半日租以及长租，这部分市场一直以来基本都是企业行为，政府干涉较少。

图5: 中国出行市场的细分维度



云帆互联网

来源: 招商证券(香港)

但是上面的情况随着移动互联网的到来发生了改变。现在用户每天乘坐的专车实际上已经不是原来传统意义上的专车,最明显的标志就是专车由原来的日租半日租变成了按里程付费,这就完全与出租车的定位重合。这也就解释了为什么政府一直以来都在不停的严查专车,因为在政府眼里专车已经有了公共交通的属性,既然是公共交通就必须监管。这背后有两点原因,一是出租车集团的利益,这里包括出租车公司的利益和出租车司机的利益。二是公共出行安全的考虑。

不过我们也同时注意到,虽然政府一方面在高调严打私家专车,另一方面专车市场却在蓬勃发展。为什么会出现这种情况?难道真的是政府管不过来吗?我们相信是因为政府已经充分认识到分享经济和互联网带来的巨大好处,所以政府对于这种新模式实际上是持鼓励态度的。政府这样睁一只眼闭一只眼的做法实际上是希望与市场参与者一起寻求一个平衡各方利益的方案,即又照顾到出租车公司、又不会出现明显的公共交通安全隐患、又不会打击互联网经济。

#### 长期解决方案 - 差异化监管

从长远来看,我们认为政府要做的只是划清界限,即公共交通与分享经济的界限。分享经济模式下的出行方式是公共交通的有力补充,但不能成为公共交通,这是底线。大家在各自的领域按照既定的规则玩就可以了。在这个框架下,未来智能出行的产品将更加细分,特别是现在十分混乱的专车市场,未来将分为B2C的专车产品和C2C的专车产品。

在公共交通领域方面,出租车改革已经谈了多年,但是乘客打车难的问题始终没有解决。不过自从专车出现这个问题就迎刃而解。我们判断未来将会有一批被政府视为正规军的专车服务商,即B2C专车供应商。在政府眼里他们是公共交通体系的外包服务商。这类公司提供的专车服务是对公共交通体系的正面补充,会受到相对严格的监管,如禁止私家车,自雇全职驾驶员以及对定价的监管(不得低于出租车)等。这类专车定位中高端市场,提供较高端的车型和优质的服务,同时享有一些价格溢价,并且将会是商务、企业及政府用车的首选。目前来看神州专车将是这个领域最大的受益者。

在分享经济下的智能出行领域,在有了明确的定位后,分享经济模式下的智能出行就变得容易理解,它是对公共交通系统的侧面补充,它的目的不是优化公共交通系统,而是减少私家车的用量和缓解公共交通系统的负担。还是先来看专车,在这个前提下的C2C专车将具备一切分享经济所应该拥有的特点:闲置私家车和车主时间的利用,价格优势,数量众多。但同时为了不与公共交通系统产生冲突,这类专车将有可能面临一些运营层面的限制,如每天在线时间上限或每天接单数量上限等。我们有这样的推测是因为分享经济对一个自然人来说本身也是一种补充。举例来说,对一个有工作的人来说,每天闲置的时间只有大概3-4个小时,利用这些时间去做一做专车赚些外快完全符合分享经济的特点。但是一个没有工作的人如果想将专车作为一份全职工作来干就不再是分享经济的范畴。这时候这个人就应该去B2C专车公司应聘成为一名职业专车司机。



智能出行行业中期趋势 - 在差异化监管下的差异化产品定位

所以在这个框架下，再结合目前市场参与者的产品线及定位，我们相信中短期到中期的智能出行市场竞争格局已经比较清晰。专车在短期内仍然是最主要的竞争领域。不过在政策的引导下，B2C和C2C专车将迎来截然不同的两个前景。对于B2C专车来说，监管政策一方面限制了其大规模发展，但从另一方面也设立了门槛。不要忘了B2C业务在中国市场本来就有一个一线城市车牌的门槛。所以这个领域的竞争将逐渐缓和。在这个领域神州专车是拥有最大优势的玩法。而滴滴、易到以及Uber一方面本来的产品定位就是C2C市场，另一方面也没有前期的车牌累积，所以与神州专车竞争处于劣势。从市场方面来看，B2C专车服务凭借高端的车型、优质的服务以及更加有效的出行安全保障，将吸引中高端用户留下来，并且会成为商务、企业及政府用车的主要来源。

对于C2C专车来说，在不触碰政策红线的情况下，分享经济的优势将会继续推动其规模继续迅速扩大。但是市场玩家们需要正视的另一个问题就是非常激烈的竞争。尽管滴滴已经是这个市场毫无疑问的老大，但是也绝不能忽略Uber+百度的实力。另外，易到及一嗨等二线玩家也是未来这个市场的重要变量。不过我们也不得不佩服滴滴产品线布局之快。目前滴滴的产品线其实也能从某种程度上印证我们的观点。滴滴的产品线目前包括：打车，专车，快车，顺风车，代驾以及刚刚推出的滴滴巴士。这些产品线中，抛开打车不看，我认为专车和滴滴巴士都是滴滴面向B2C这一端的产品；而快车、顺风车及代驾，是C2C端的产品。这样的产品线布局是目前任何竞争对手都无法比拟的。滴滴的APP其实已经成为了一个新的超级应用，虽然在激烈补贴竞争的预期下滴滴很难在抽成的方面去的重大突破，但是在海量出行数据的基础上，滴滴完全可以在大数据的帮助下通过其他方式产生收入。举一个最简单的例子，当滴滴发现你的目的地是具有消费性质的场所时（酒店、餐厅等），滴滴可以自动向你推送一个优惠券，这可是在精准不过的广告了。我们相信这只是出行数据可挖掘的价值之一。

图6：各类专车服务业态的生存环境分析

产品	定位	定价	监管环境	目标用户
B2C 专车	公共交通正面补充；填补中高端空白	高于出租车	严监管高门槛	服务敏感、价格不敏感型客户
出租车	公共交通	政府定价	严监管高门槛	普罗大众，伸手即停的体验无法被替代
C2C 专车	减少私家车的用量；缓解公共交通系统的负担	与出租车相同或低于出租车	相对监管低门槛	价格敏感型用户
拼车/顺风车	减少私家车的用量；缓解公共交通系统的负担	低于出租车	相对监管低门槛	价格敏感型用户；更加私密，附带社交属性

来源：招商证券(香港)

人民币贬值影响

神州租车年内共成功融资三笔美元贷款1) 5亿美元债券；2) 9300万美元银团贷款；3) 3亿美元债券。其中涉及到人民币贬值影响的债务为1)和2)。3亿美元债券由于是在人民币中间价贬值后才开始兑换，所以如果人民币稳定在目前的水平，则不会受到贬值影响。长期来看，我们认为神州租车的外汇风险可控，因为公司最近一笔到期的美元债务为2020年，在债务到期前公司的账面的会对亏损将不会确认为实际亏损。而在债务到期后公司也会针对到期债务进行再融资，所以长期来看公司的汇兑损失将不会实际确认。具体账面影响详见下图。

图7：人民币贬值对神州租车的影响

百万美元	本金总额	扣除成本后 实收金额	兑换汇率 (USD/CNY)	人民币贬值幅度及影响 (百万人民币)		
				贬值 3%	贬值 5%	贬值 10%
				6.40	6.52	6.83
美元债券	500	480	6.21	89	149	298
美元银团贷款	93	91	6.21	17	28	57
美元债券	300	280	6.4	0	34	121
总数	893	851		106	211	475

来源：公司资料，招商证券(香港)

## 盈利预测调整

图8: 盈利预测调整

百万人民币	调整前			调整后			Diff		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
收入	5,864	9,594	10,979	5,864	9,594	10,954	0%	0%	0%
短租收入	3,285	4,215	5,307	3,285	4,215	5,284	0%	0%	0%
长租收入	1,787	4,260	4,260	1,787	4,260	4,260	0%	0%	0%
融资租赁	41	42	42	41	42	42	0%	0%	0%
其他	33	42	53	33	42	53	0%	0%	0%
销售二手车	719	1,034	1,316	719	1,034	1,316	0%	0%	0%
折旧	(1,097)	(2,093)	(2,450)	(1,097)	(2,093)	(2,450)	0%	0%	0%
直接运营成本	(1,585)	(2,679)	(3,024)	(1,585)	(2,679)	(3,017)	0%	0%	0%
二手车销售成本	(719)	(1,034)	(1,316)	(719)	(1,034)	(1,316)	0%	0%	0%
毛利	2,463	3,788	4,188	2,463	3,787	4,172	0%	0%	0%
其他收入净额	-	-	-	(81)	-	-			
销售和分销开支	(103)	(118)	(136)	(103)	(118)	(136)	0%	0%	0%
行政开支	(360)	(414)	(476)	(360)	(414)	(476)	0%	0%	0%
财务成本	(442)	(625)	(454)	(508)	(725)	(452)	15%	16%	0%
税前利润	1,558	2,630	3,122	1,410	2,530	3,107	-9%	-4%	0%
所得税	(358)	(605)	(718)	(324)	(582)	(715)	-9%	-4%	0%
税后利润	1,200	2,025	2,404	1,086	1,948	2,393	-9%	-4%	0%
EBITDA	3,157	5,431	6,129	3,076	5,431	6,112	-3%	0%	0%

来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图9: 招商证券(香港)预测 vs. 市场一致预期

百万人民币	CMS			Consensus			Diff		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
收入	5,864	9,594	10,954	5,561	7,932	11,173	5%	21%	-2%
总收入毛利率	42%	39%	38%						
租赁收入毛利率	48%	44%	43%	42%	44%	45%	607bps	60bps	-199bps
净利润	1,086	1,948	2,393	1,018	1,981	2,446	7%	-2%	-2%
EPS	0.46	0.82	1.01	0.46	0.81	1.06	0%	2%	-4%

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

## 估值及评级

我们维持公司2015-17年的收入和毛利的预测, 但小幅下调2015年净利润预测9%, 以反映汇兑损失及债务增加导致的利息支出增加。同时, 我们小幅下调基于DCF的目标价至HK\$23.15, 对应8.5x2016E EV/EBITDA, 重申买入评级。神州租车目前股价对应5.1x 2016E EV/EBITDA vs. 行业平均 10.0x 2016E EV/EBITDA。

图10: DCF模型主要假设

Beta	1.0
无风险利率 (Rf)	3.6%
风险溢价 (Rp)	8.8%
所得税率	23%
债务成本 (CostofDebt)	5.5%
权益成本 (CostofEquity)	12.4%
D/D+E	58%
永续增长率 (g)	2%
WACC	7.5%

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图11: FCF估值计算

百万人民币	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
FCF	(5,808)	(1,728)	1,190	4,259	4,395	5,480	5,281	5,368	4,724	4,510
折现后 FCF 总计	14,456									
终值价值	38,402									
企业价值	52,858									
净现金	(7,641)									
权益价值	45,217									
每股价值 (RMB)	19.13									
每股价值 (HK\$)	23.15									

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图12: 敏感性分析

HK\$	WACC				
	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%
1.0%	25.51	22.56	20.05	17.90	16.02
1.5%	27.68	24.30	21.47	19.07	17.01
Growth 2.0%	30.31	26.38	23.15	20.44	18.13
2.5%	33.57	28.90	25.14	22.04	19.44
3.0%	37.70	32.03	27.56	23.95	20.98

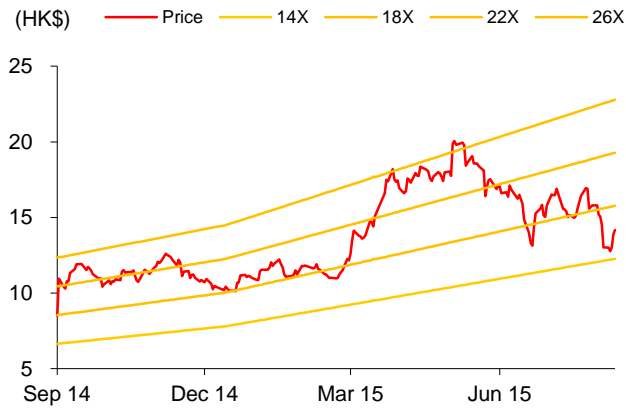
来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图13: 同业估值比较

公司	代码	市值 (百万美元)	P/E			EV/EBITDA		
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
一嗨租车	EHIC US	633	25.3	14.6	10.5	11.0	7.0	5.5
HERTZ	HTZ US	8,208	5.1	14.8	9.4	6.6	3.4	2.5
AVIS	CAR US	4,510	23.5	15.1	12.0	17.3	14.4	10.1
LOCALIZA	RENT3 BZ	1,423	13.0	11.6	11.1	20.1	18.8	18.4
SIXT	SIX2 GR	2,016	12.8	12.2	10.9	6.6	6.2	5.7
平均		3,358	16.0	13.7	10.8	12.3	10.0	8.4
神州租车	699 HK	4,339	24.4	13.6	11.1	9.1	5.1	4.6

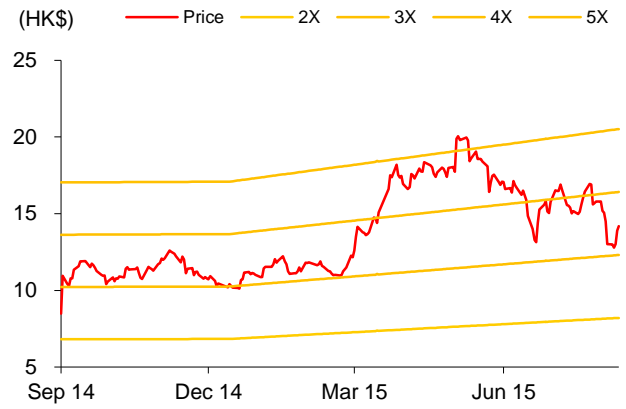
来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图14: 预测市盈率区间



来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

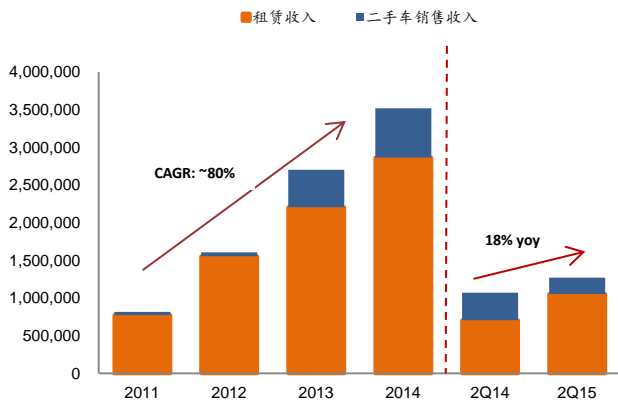
图15: 预测市净率区间



来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

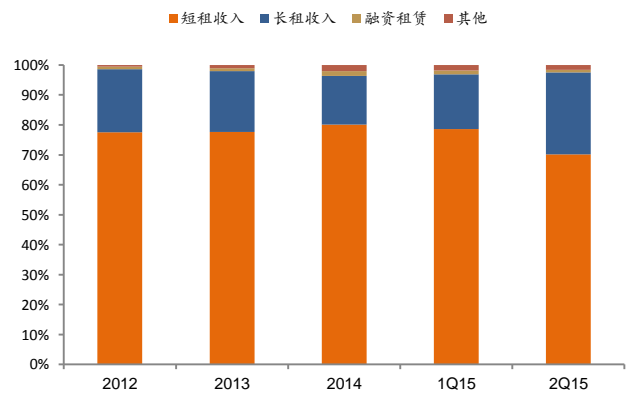
附录: 神州租车主要数据图表

图16: 收入规模及增长 (千人民币)



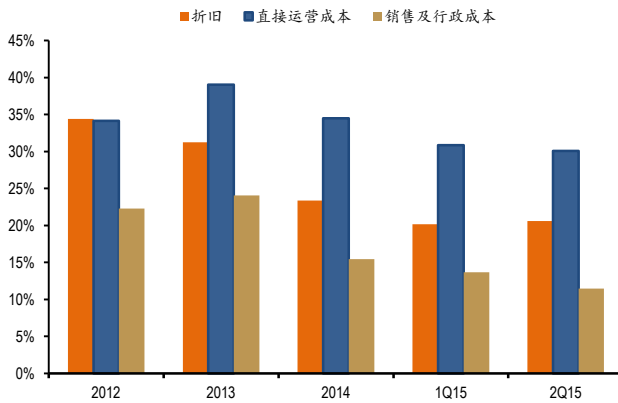
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图17: 租赁收入分布



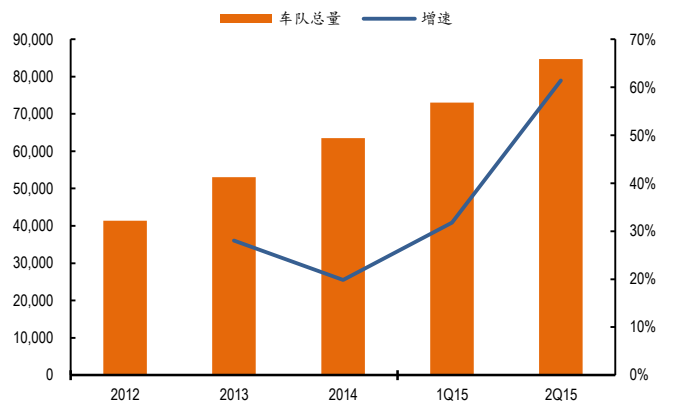
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图18: 规模效应带动成本占收入比持续下降



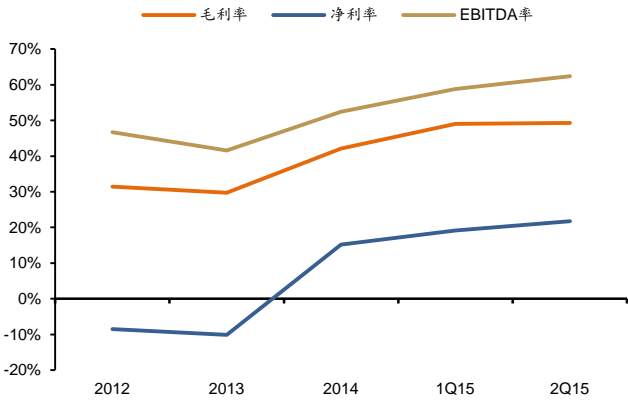
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图19: 车队数量及同比增长



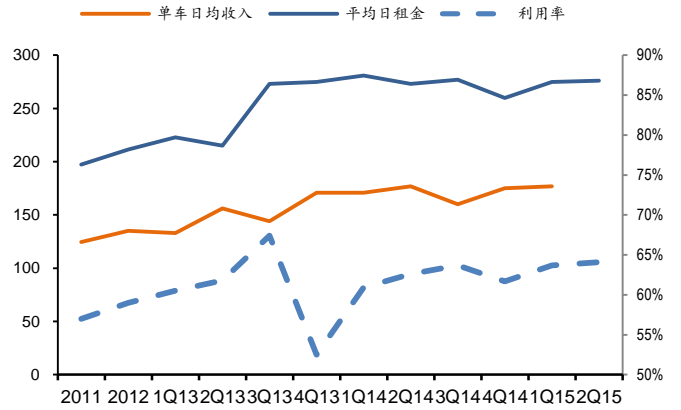
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图20: 盈利能力持续改善



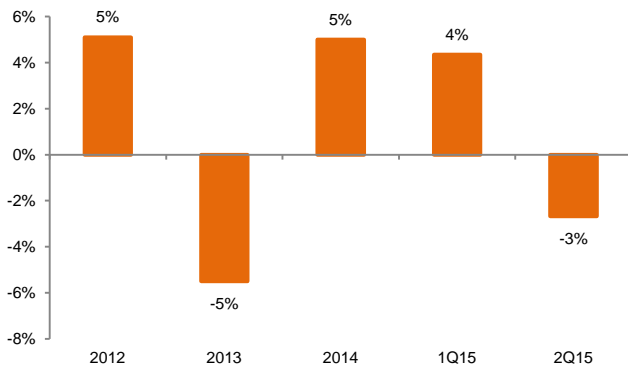
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图21: 短租业务主要运营指标 (人民币元)



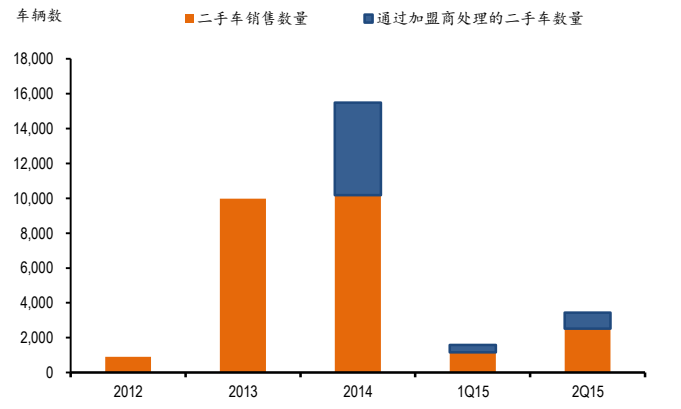
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图22: 神州租车二手车销售毛利率



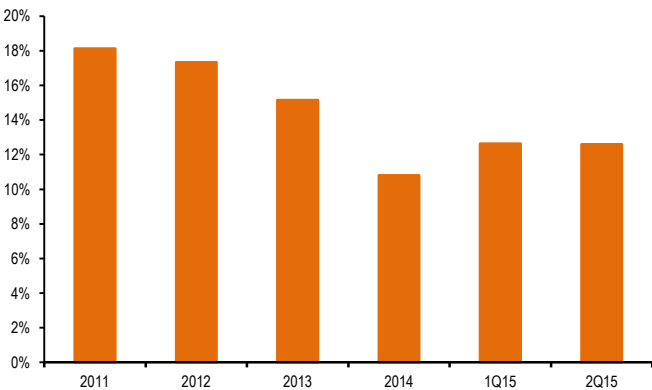
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图23: 1Q15二手车销售数量受季节性影响销量较低



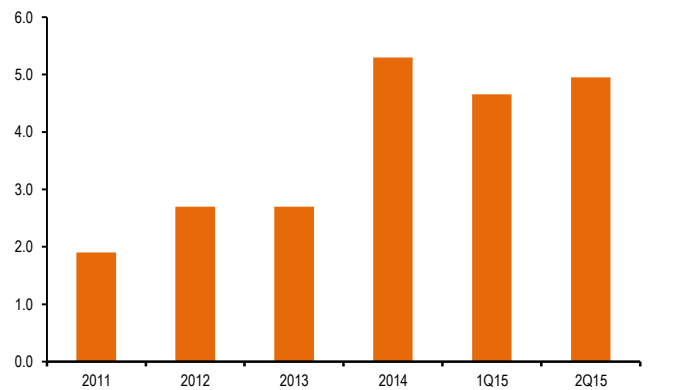
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图24: 财务成本占收入比



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图25: EBITDA/利息支出



来源: 公司资料, 招商证券(香港)



## 财务预测表

### 资产负债表

单位: 百万人民币	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>1,765</b>	<b>3,591</b>	<b>2,961</b>	<b>3,676</b>	<b>3,894</b>
现金及等价物	842	1,352	1,402	1,268	1,217
短期投资	0	1,070	0	0	0
融资租赁应收款项	42	155	155	155	155
应收账款	208	236	484	805	906
存货	330	122	122	122	122
应收关联方款项及其他	342	655	798	1,327	1,494
<b>非流动资产</b>	<b>4,402</b>	<b>6,251</b>	<b>13,665</b>	<b>17,844</b>	<b>19,567</b>
租赁车辆	4,024	5,234	12,518	16,590	18,225
其他固定资产及长期应付款	220	794	912	1,006	1,083
其他	158	223	236	248	259
<b>资产总计</b>	<b>6,167</b>	<b>9,842</b>	<b>16,626</b>	<b>21,520</b>	<b>23,461</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,491</b>	<b>3,369</b>	<b>4,113</b>	<b>4,133</b>	<b>5,742</b>
应付账款	331	351	563	1,002	1,148
预收账款	175	193	193	193	193
银行借款	2,248	2,779	3,311	2,893	4,356
应付关联方款项和其他	1,737	46	46	46	46
<b>非流动负债</b>	<b>1,603</b>	<b>884</b>	<b>5,837</b>	<b>8,764</b>	<b>6,702</b>
银行借款	1,563	832	5,785	8,711	6,650
其他	40	52	52	52	52
<b>负债合计</b>	<b>6,094</b>	<b>4,253</b>	<b>9,950</b>	<b>12,897</b>	<b>12,444</b>
股本	0	0	0	0	0
股本溢价	668	5,762	5,762	5,762	5,762
储备	-596	-173	913	2,861	5,254
累计其他全面收益	0	0	0	0	0
<b>负债及权益合计</b>	<b>6,167</b>	<b>9,842</b>	<b>16,626</b>	<b>21,520</b>	<b>23,461</b>

### 现金流量表

单位: 百万人民币	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-599</b>	<b>-1,031</b>	<b>-5,817</b>	<b>-1,738</b>	<b>1,179</b>
税前盈利	-216	513	1,410	2,530	3,107
折旧摊销	720	709	1,148	2,166	2,542
资本开支	-1,003	-1,880	-9,100	-7,200	-5,400
其他非现金调整	400	367	903	1,177	1,053
营运资金变动	-500	-740	-178	-411	-123
<b>投资活动现金流</b>	<b>18</b>	<b>-1,136</b>	<b>890</b>	<b>-180</b>	<b>-180</b>
购买其他资产	14	-104	-180	-180	-180
预付款	0	0	0	0	0
融资租赁	0	0	0	0	0
其他	4	-1,032	1,070	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>513</b>	<b>2,678</b>	<b>4,977</b>	<b>1,783</b>	<b>-1,050</b>
股权融资所得	175	3,000	0	0	0
债权融资所得	338	-516	4,977	1,783	-1,050
<b>现金净增加额</b>	<b>-69</b>	<b>511</b>	<b>50</b>	<b>-135</b>	<b>-51</b>

### 利润表

单位: 百万人民币	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>2,703</b>	<b>3,520</b>	<b>5,864</b>	<b>9,594</b>	<b>10,954</b>
收入成本	-2,074	-2,281	-3,401	-5,807	-6,783
<b>毛利</b>	<b>629</b>	<b>1,239</b>	<b>2,463</b>	<b>3,787</b>	<b>4,172</b>
其他收入与支出净额	21	26	-81	0	0
销售及市场推广开支	-153	-93	-103	-118	-136
一般及行政开支	-378	-350	-360	-414	-476
<b>营业利润</b>	<b>119</b>	<b>823</b>	<b>1,919</b>	<b>3,254</b>	<b>3,559</b>
利息支出	-335	-309	-508	-725	-452
投资收益及其他	0	0	0	0	0
汇兑损失	0	0	0	0	0
其他收益净额	0	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>-216</b>	<b>513</b>	<b>1,410</b>	<b>2,530</b>	<b>3,107</b>
所得税	-7	-77	-324	-582	-715
<b>税后利润</b>	<b>-223</b>	<b>436</b>	<b>1,086</b>	<b>1,948</b>	<b>2,393</b>
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>-223</b>	<b>436</b>	<b>1,086</b>	<b>1,948</b>	<b>2,393</b>
<b>EPS(RMB)</b>	<b>-</b>	<b>0.22</b>	<b>0.46</b>	<b>0.82</b>	<b>1.01</b>

### 主要财务比率

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>年成长率</b>					
营业收入	68%	30%	67%	64%	14%
营业利润	28%	97%	99%	54%	10%
净利润	-51%	381%	149%	79%	23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30%	42%	48%	44%	43%
净利率	-10%	15%	21%	23%	25%
ROE	-306%	8%	16%	23%	22%
ROIC	-4%	4%	7%	9%	10%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62%	37%	55%	54%	47%
流动比率	0.39	1.07	0.72	0.89	0.68
速动比率	0.32	1.03	0.69	0.86	0.66
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.48	0.44	0.44	0.50	0.49
应收账款周转率	18.21	15.83	16.29	14.89	12.81
应付账款周转率	195.18	183.01	227.77	257.39	213.97
<b>估值比率</b>					
PE	N/A	64.8	24.4	13.6	11.1
PB	N/A	4.0	3.9	3.0	2.4
EV/EBITDA	N/A	18.5	9.1	5.1	4.6

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10% 以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/disclosure.html>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期48楼  
电话: +85231896888  
传真: +85231010828