天风证券 TF SECURITIES

大名城（600094）

证券研究报告
2018 年 03 月 12 日

业绩维持高增长，融资成本和各项费率不断下降

业绩维持高增长，预收款增长保障未来业绩

公司披露 2017 年年报，全年公司实现营业收入 102.44 亿元，同比增长 16.87%；归属上市公司股东净利润 14.11 亿元，同比增长 67.98%。归母净利润增长显著快于营业收入的主要原因是投资收益增长显著。截至 2017 年末，公司预收账款余额总计 72.51 亿元，较期初增加 19.16 亿元。全年实现签约面积 140.22 万平方米，同比下降 3.30%；实现签约金额 150.55 亿元，同比增长 9.26%。

根据公司年报披露的经营计划，2018 年计划实现房地产销售金额较上年增长不低于 30%，开工面积 345.85 万平方米，竣工面积 107.47 万平米。

平均融资成本和各项费用率不断下降，ROE 提升明显

公司销售费用率、管理费用率和平均融资成本均呈下降趋势，ROE 近两年提升明显。2015 年以来，公司不断通过私募公司债等资本市场融资方式替换传统高成本融资，公司平均融资成本从 2015 年的 9.8%下降到 2017 年的 6.5%。此外公司销售费用率和管理费用率也逐年下降，带动公司 ROE 从 2015 年的 8.45%提升至 2017 年的 12.45%。

土地储备充足，未结货值 65%位于福建和华东

公司土地储备充足，我们测算截至 2017 年底公司未结算货值 903 亿元，其中华东区域占 13.5%，福建占 51.4%，兰州仅占 35.1%。公司未结算面积达 861 万方，其中兰州占 63.5%，福建占 33.2%，华东占 3.3%。兰州区域面积占比高，但由于单价便宜，所以货值占比不高。优质的土地储备为公司未来业绩增长奠定了坚实的基础。

金控板块在严控风险的前提下快速发展，有望成为新的业绩增长点

金控板块快速发展，营业收入同比增长 44.7%，达到 12.11 亿，占总营业收入的 13.8%。截止 2017 年末，名城金控集团管理资产总规模达到 112 亿元，其中中程租赁 82 亿元、证券类投资 21 亿元、股权类投资 5.5 亿元、金融投资 3.5 亿元。

名城金控集团旗下证券投资平台康盛投资持有的中广影视（834641）420 万股股份，已于 2017 年 5 月完成了首次公开发行股票并上市的辅导备案登记。公司位列第二大股东的黄河财产保险股份有限公司已于 2018 年初获得开业批复并已办理工商营业执照，公司参股投资的长安财通资产管理有限公司、国融证券投资基金项目均运营良好。名城金控控股的中程租赁在做优做强直租、售后回租、委托贷款等业务的同时，优化租赁业务投向产业结构，探索创新业务模式，稳步拓展债股联动、股权投资等新的业务领域。

投资建议：公司土地储备充足，未结货值超过 900 亿元；平均融资成本和管理、销售费用率不断下降，为业绩增长奠定了坚实的基础。金控板块发展迅猛，有望成为新的业绩增长点。公司 RNAV 12.47 元/股，当前股价折价 41.68%。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.61、0.79 和 1.01 元，对应 PE 为 11.9X、9.3X、7.2X，首次覆盖给予“买入”评级，6 个月目标价 8.73 元。

风险提示：销售不及预期，金控业务发展不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,764.90	10,244.47	11,315.24	14,709.81	18,508.28
增长率(%)	69.61	16.88	10.45	30.00	25.82
EBITDA(百万元)	2,103.39	2,627.43	2,508.43	3,145.86	3,971.81
净利润(百万元)	840.25	1,411.98	1,519.15	1,945.44	2,491.78
增长率(%)	83.77	68.04	7.59	28.06	28.08
EPS(元/股)	0.34	0.57	0.61	0.79	1.01
市盈率(P/E)	21.42	12.74	11.85	9.25	7.22
市净率(P/B)	1.69	1.52	1.34	1.18	1.02
市销率(P/S)	2.05	1.76	1.59	1.22	0.97
EV/EBITDA	16.11	11.08	12.00	9.99	8.50

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	7.27 元
目标价格	8.73 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,276.60
流通 A 股股本(百万股)	2,276.60
A 股总市值(百万元)	16,550.92
流通 A 股市值(百万元)	16,550.92
每股净资产(元)	4.78
资产负债率(%)	77.77
一年内最高/最低(元)	8.50/6.45

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com
徐超 联系人
xuchao@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 源自福州，15 年励精图治打造城市综合功能开发运营商 3
2. 业绩维持高增长，预收款增长为未来业绩奠定坚实基础 3
3. 平均融资成本和各项费用率不断下降，ROE 提升明显 5
4. 土地储备充足，未结货值 65%位于福建和华东 6
5. 金控板块快速发展，有望成为新的业绩增长点 7
6. 股价较 RNAV 折价 41.68%，被严重低估 8

图表目录

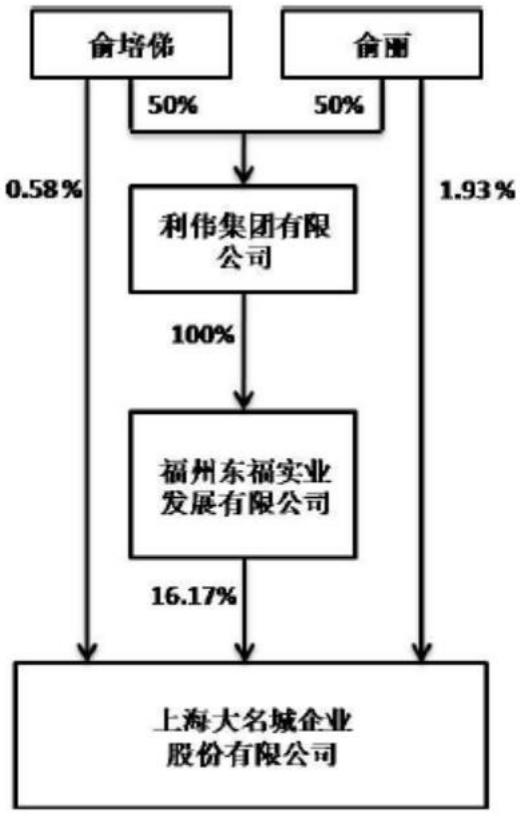
图 1：公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日） 3
图 2：公司历年营业收入及增速（亿元） 3
图 3：公司历年净利润率（亿元） 3
图 4：公司历年销售额及增速 4
图 5：公司历年销售均价 4
图 6：公司历年经营活动现金流 4
图 7：公司历年平均融资成本 5
图 8：公司历年管理费用率与销售费用率 5
图 9：公司历年 ROE 5
图 10：公司未结算项目建筑面积分布 7
图 11：公司未结算项目货值分布 7

表 1：公司近年来发行公司债情况 5
表 2：公司未结算项目面积和货值分布 6
表 3：公司未结算土地计容建筑面积分布（估算，单位：万平米） 7
表 4：公司未结货值分布（估算，单位：亿元） 7
表 5：大名城 RNAV 测算 8
表 6：公司营业收入拆分及未来增长预测（百万元） 8

1. 源自福州，15 年励精图治打造城市综合功能开发运营商

公司第一大股东福州东福实业发展有限公司成立于 1986 年，后经多次股权转让，到 2000 年 8 月成为香港利伟 100%持股的外商独资企业。2003 年东福实业开发的首个项目“大名城”在福州市获得巨大成功，取得了高度的市场美誉，为更好地维护和提升“名城”品牌，东福实业、香港利伟、钱江集团于 2004 年合资设立了名城地产（福建）有限公司专门从事房地产业务。2011 年，名城地产借壳 ST 华源实现上市。2013 年在上海成立集团总部。

图 1：公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）

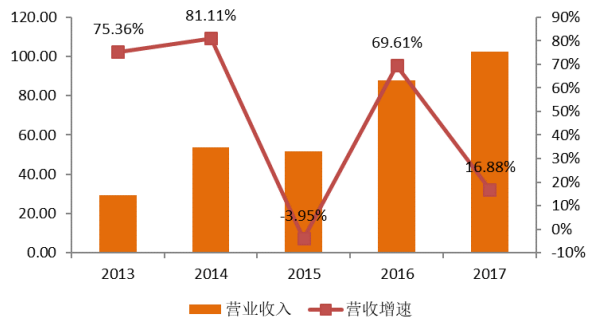


资料来源：公司年报，天风证券研究所

2. 业绩维持高增长，预收款增长为未来业绩奠定坚实基础

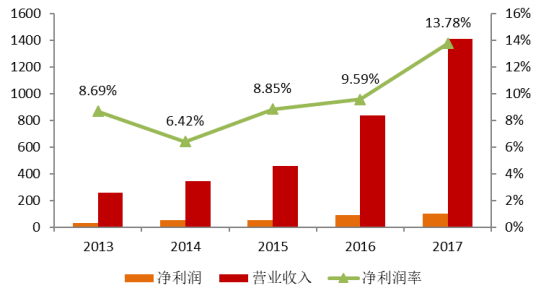
2017 年，公司实现营业收入 102.44 亿元，同比增长 16.87%；归属上市公司股东净利润 14.11 亿元，同比增长 67.98%。归母净利润增长显著快于营业收入的主要原因是投资收益增长显著。截至 2017 年末，公司预收账款余额总计 72.51 亿元，较期初增加 19.16 亿元。

图 2：公司历年营业收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

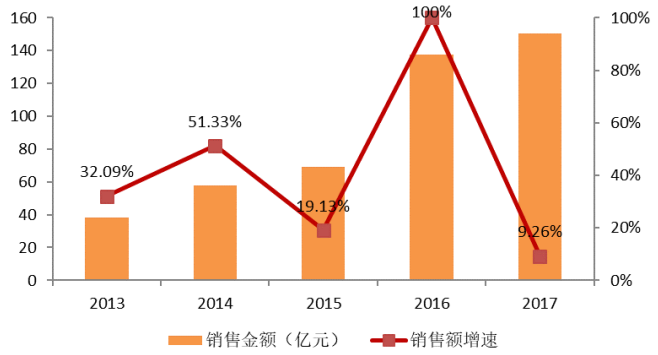
图 3：公司历年净利润率（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司全年实现签约面积 140.22 万平方米，同比下降 3.30%；实现签约金额 150.55 亿元，同比增长 9.26%。2013-2017 年销售额年均复合增速 41%。

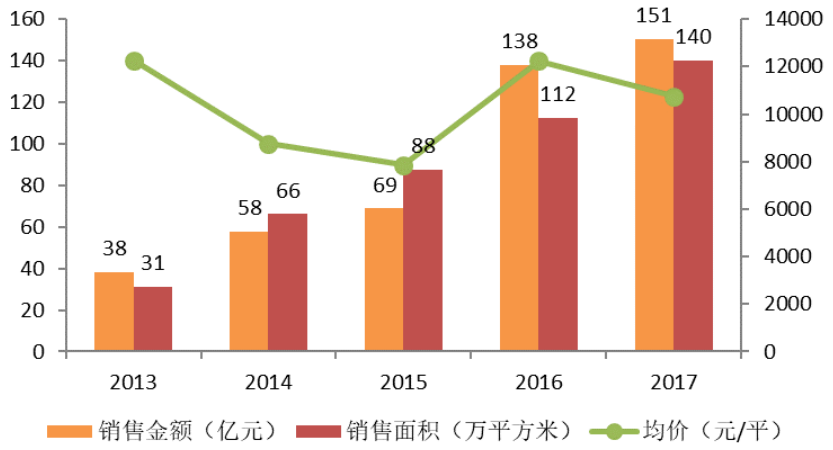
图 4：公司历年销售额及增速



资料来源：公司历年年报，天风证券研究所

2017 年公司销售均价 10737 元/平米，较 2016 年下降 12.4%。

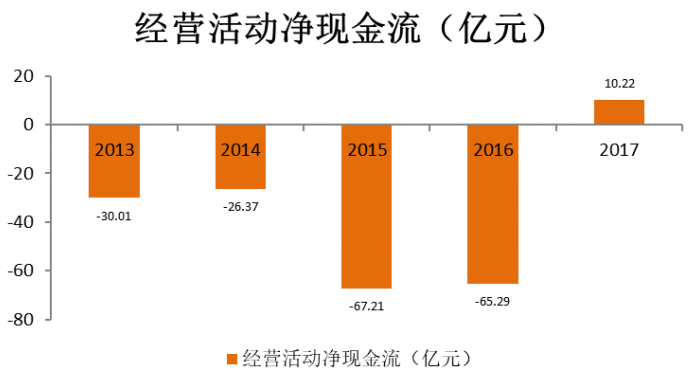
图 5：公司历年销售均价



资料来源：公司历年年报，天风证券研究所

伴随充分的销售回款，2017 年公司经营活动现金流近五年首度转正。

图 6：公司历年经营活动现金流



资料来源：公司历年年报，天风证券研究所

根据公司年报披露的经营计划，2018 年计划实现房地产销售金额较上年增长不低于 30%，开工面积 345.85 万平方米，竣工面积 107.47 万平米。

3. 平均融资成本和各项费用率不断下降，ROE 提升明显

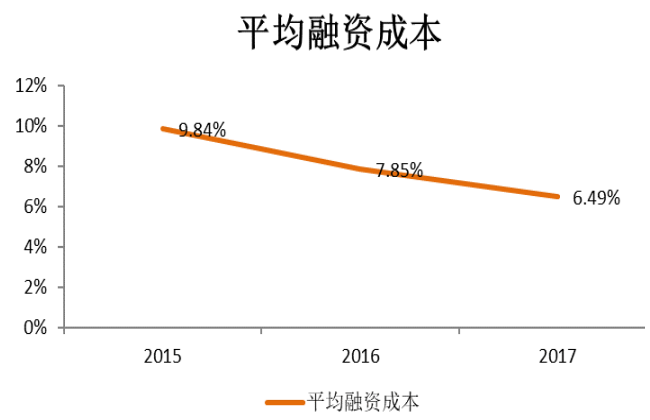
公司销售费用率、管理费用率和平均融资成本均呈下降趋势，ROE 近两年提升明显。2015 年以来，公司不断通过公司债等资本市场融资方式替换传统高成本融资，公司平均融资成本从 2015 年的 9.8%下降到 2017 年的 6.5%。此外公司销售费用率和管理费用率也逐年下降，带动公司净利润率从 2015 年的 8.85%提升至 2017 年的 13.78%，ROE 从 2015 年的 8.45%提升至 2017 年的 12.45%。

表 1：公司近年来发行公司债情况

债券代码	债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模	票面利率(当期)	债券期限	剩余期限
136017	15 名城 01	一般公司债	2015/11/4	2020/11/4	16 亿	6.98%	5 年	2.66 年
125674	15 名城 03	一般公司债	2015/12/4	2018/12/4	5 亿	8.08%	3 年	已赎回
135348	16 名城 01	一般公司债	2016/3/25	2019/3/25	5 亿	7.50%	3 年	1.1 年
136677	16 名城 G1	一般公司债	2016/8/29	2021/8/29	12 亿	5.99%	5 年	3.48 年
135815	16 名城 03	非公开	2016/9/9	2019/9/9	35 亿	6.80%	3 年	1.5 年

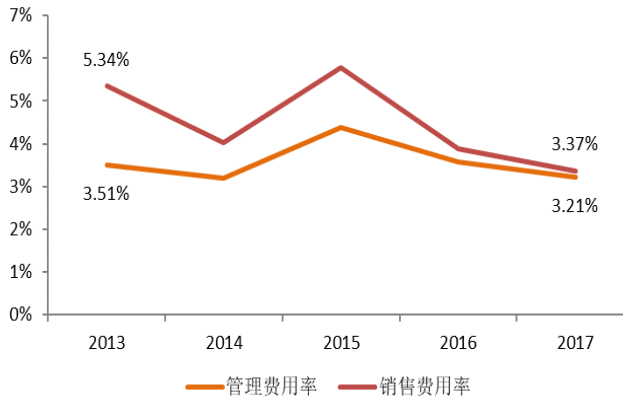
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司历年平均融资成本



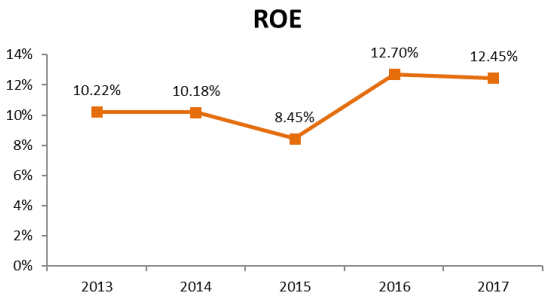
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司历年管理费用率与销售费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司历年 ROE



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 土地储备充足，未结货值 65%位于福建和华东

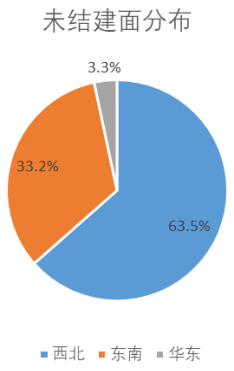
公司土地储备充足，我们测算截至 2017 年底公司未结算货值 903 亿元，其中华东区域占 13.5%，福建占 51.4%，兰州仅占 35.1%。公司未结算面积达 861 万方，其中兰州占 63.5%，福建占 33.2%，华东占 3.3%。兰州区域面积占比高，但由于单价便宜，所以货值占比不高。优质的土地储备为公司未来业绩增长奠定了坚实的基础。

表 2：公司未结算项目面积和货值分布

项目名称	城市	状态	权益比例	总建筑面积	累计竣工面积	已竣工未结算面积	未结算面积	当前销售均价	未结算货值
			%	万平米	万平米	估算，万平米	万平米	估算，元/平米	亿元
福清紫金轩	福清	新开工	100%	23.32	-	0.00	23.32	14000	32.64
名城港湾 七区珑域	福州	在建	100%	21.19	-	0.00	21.19	23000	48.74
名城港湾 八区紫金轩	福州	在建	100%	24.73	-	0.00	24.73	23000	56.88
长乐大名城 一期	长乐	竣工	100%	21.26	21.26	1.40	1.40	13750	1.92
长乐大名城 二期	长乐	新开工	100%	17.19	-	0.00	17.19	13750	23.64
永泰东部 旅游新城	永泰	新开工	100%	33.17	-	0.00	33.17	8873	29.43
福清 中联名城 一区	福清	竣工	100%	24.29	24.29	14.38	14.38	15000	21.57
福清 中联名城 二区	福清	在建	100%	33.80	-	0.00	33.80	15000	50.70
大名城 唐镇（D-03）	上海	竣工	100%	14.90	14.90	0.00	0.00	70000	0.00
大名城 唐镇（D-04）	上海	在建	100%	11.11	-	0.00	11.11	70000	77.77
兰州城市 综合体	兰州	在建	100%	58.40	-	0.00	58.40	8000	46.72
兰州东部科技新城一期	兰州	在建	100%	4.93	-	0.00	4.93	7000	3.45
兰州东部科技新城二期	兰州	在建	100%	106.74	-	0.00	106.74	7000	74.72
兰州土地储备	兰州	储备	98%	274.70	-	0.00	274.70	7000	192.29
福建土地储备	福建	储备	87%	116.70	-	0.00	116.70	17000	198.39
杭州大名城	杭州	储备	100%	4.29	-	0.00	4.29	25000	10.73
南昌大名城	南昌	储备	100%	7.29	-	0.00	7.29	17000	12.39
南京大名城	南京	储备	100%	5.88	-	0.00	5.88	35000	20.58
合计							759.22		902.56

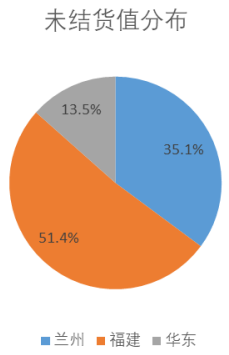
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司未结算项目建筑面积分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：公司未结算项目货值分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：公司未结算土地计容建筑面积分布（估算，单位：万平米）

城市	未结建面	已开工未结算面积	土地储备	未结建面分布
兰州	546.1	271.4	274.7	63.5%
福建	285.4	168.7	116.7	33.2%
华东	28.6	11.1	17.5	3.3%
合计	860.1	451.2	408.9	100%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 4：公司未结货值分布（估算，单位：亿元）

城市	未结货值	已开工未结算货值	土地储备货值	未结货值分布
兰州	317	125	192	35.2%
福建	463	265	198	51.4%
华东	122	78	44	13.5%
合计	902	468	434	100%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

5. 金控板块快速发展，有望成为新的业绩增长点

金控板块快速发展，营业收入同比增长 44.7%，达到 12.11 亿，占总营业收入的 13.8%。截止 2017 年末，名城金控集团管理资产总规模达到 112 亿元，其中中程租赁 82 亿元、证券类投资 21 亿元、股权类投资 5.5 亿元、金融投资 3.5 亿元。

名城金控集团旗下证券投资平台康盛投资持有的中广影视（834641）420 万股股份，已于 2017 年 5 月完成了首次公开发行股票并上市的辅导备案登记。公司位列第二大股东的黄河财产保险股份有限公司已于 2018 年初获得开业批复并已办理工商营业执照，公司参股投资的长安财通资产管理有限公司、国融证券投资基金项目均运营良好。名城金控控股的中程租赁在做优做强直租、售后回租、委托贷款等业务的同时，优化租赁业务投向产业结构，探索创新业务模式，稳步拓展债股联动、股权投资等新的业务领域。

6. 股价较 RNAV 折价 41.68%，被严重低估

根据我们测算，公司开发类物业每股增值 7.69 元，加上账面每股归母净资产 4.78 元，公司每股 RNAV 为 12.47 元。截至 2018 年 3 月 9 日收盘，公司每股股价为 7.27 元，较 RNAV 折价 41.68%，股价被严重低估。同样在福建区域重点布局，且融资成本和各项费用率有望下降的可比公司阳光城，目前 RNAV 折价约 30%。假设大名城股价 6 个月后修复至 RNAV 折价 30%，则对应目标价 8.73 元/股。

表 5：大名城 RNAV 测算

项目	数值
WACC	9.32%
开发类物业增值（亿元）	190.23
总股本（亿元）	24.75
开发类物业每股增值（元）	7.69
账面每股净资产（元）	5.12
账面每股（归属于母公司）净资产（元）	4.78
RNAV（元）	12.47
股价（元）	7.27
折/溢价率	41.68%

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据我们对公司各项目的进度测算，公司 2019 年将迎来结算大年，2019 年地产业务结算收入有望接近 120 亿，较 17 年增长 36.5%。我们预计金融投资及租赁收入有望在严格把控风险的前提下快速增长，2018-2020 年的增速有望分别达到 50%，30%，30%。

表 6：公司营业收入拆分及未来增长预测（百万元）

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
住宅销售收入	7796.17	8,784.83	9,224	11,991	14,989
增长率	52.7%	12.68%	5.0%	30.0%	25.0%
结算成本	4493.51	6,278.02	6,592	8,569	10,712
结算毛利	3,302.66	2,506.81	2,632	3,422	4,277
结算毛利率	42.36%	28.54%	28.54%	28.54%	28.54%
金融投资及租赁收入	836.96	1,211.09	1,817	2,362	3,070
增长率	不适用	174.3%	50.00%	30.00%	30.00%
结算成本	240.27	659.06	989	1,285	1,671
结算毛利	596.69	552.03	828	1,076	1,399
结算毛利率	71.29%	45.58%	45.58%	45.58%	45.58%
营业收入合计	8633	9996	11,041	14,353	18,059
增长率		15.8%	10.5%	30.0%	25.8%
营业成本合计	4,734	6,937	7,581	9,855	12,383
整体毛利率	45.2%	30.6%	31.3%	31.3%	31.4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

投资建议：公司土地储备充足，未结货值超过 900 亿元；平均融资成本和管理、销售费用率不断下降，为业绩增长奠定了坚实的基础。金控板块发展迅猛，有望成为新的业绩增长点。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.61、0.79 和 1.01 元，对应 PE 为 11.9X、9.3X、7.2X，首次覆盖给予“买入”评级。公司 RNAV 12.47 元/股，当前股价折价 41.68%，我们假设 6 个月后股价修复至 RNAV 折价 30%，则对应目标价 8.73 元。

风险提示：销售不及预期，金控业务发展不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,022.09	2,115.69	2,852.73	2,941.96	3,701.66
应收账款	578.07	1,312.08	1,516.73	1,180.07	1,390.53
预付账款	1,112.27	305.87	1,420.58	823.80	1,291.28
存货	33,711.90	37,257.99	44,748.13	45,026.99	60,727.03
其他	6,903.59	5,528.20	5,616.11	5,675.76	5,841.94
流动资产合计	**45,327.92**	**46,519.82**	**56,154.28**	**55,648.57**	**72,952.43**
长期股权投资	524.51	1,169.00	1,813.49	3,069.49	4,468.49
固定资产	514.94	415.24	480.44	534.88	569.85
在建工程	0.00	179.34	143.60	134.16	110.50
无形资产	0.00	0.56	0.54	0.51	0.48
其他	7,788.98	8,689.34	9,941.19	11,167.89	12,602.89
非流动资产合计	**8,828.44**	**10,453.48**	**12,379.26**	**14,906.93**	**17,752.22**
资产总计	**54,156.36**	**56,973.30**	**68,533.54**	**70,555.50**	**90,704.65**
短期借款	2,640.00	3,203.40	3,000.00	3,696.18	4,607.09
应付账款	12,057.99	12,118.71	15,072.79	12,981.93	19,449.30
其他	10,196.02	13,906.85	18,643.40	18,161.23	24,809.11
流动负债合计	**24,894.01**	**29,228.96**	**36,716.19**	**34,839.34**	**48,865.50**
长期借款	10,060.02	8,052.90	9,246.88	11,190.68	14,765.80
应付债券	7,611.69	6,754.18	8,000.00	8,000.00	8,000.00
其他	274.17	272.88	272.88	272.88	272.88
非流动负债合计	**17,945.88**	**15,079.95**	**17,519.76**	**19,463.56**	**23,038.67**
负债合计	**42,839.89**	**44,308.91**	**54,235.94**	**54,302.90**	**71,904.18**
少数股东权益	696.82	832.66	911.83	1,013.21	1,143.06
股本	2,475.33	2,475.33	2,475.33	2,475.33	2,475.33
资本公积	5,854.02	5,854.02	6,116.78	6,316.78	6,616.78
留存收益	2,265.53	3,554.07	4,845.35	6,498.97	8,616.98
其他	24.78	-51.68	-51.68	-51.68	-51.68
股东权益合计	**11,316.47**	**12,664.39**	**14,297.60**	**16,252.61**	**18,800.47**
负债和股东权益总	**54,156.36**	**56,973.30**	**68,533.54**	**70,555.50**	**90,704.65**

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**8,764.90**	**10,244.47**	**11,315.24**	**14,709.81**	**18,508.28**
营业成本	4,832.69	7,112.76	7,769.00	10,099.70	12,690.48
营业税金及附加	1,214.80	448.82	495.73	644.45	810.87
营业费用	314.02	328.79	339.46	441.29	555.25
管理费用	340.09	345.46	339.46	441.29	555.25
财务费用	685.77	600.74	354.96	388.38	439.91
资产减值损失	12.32	59.87	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	15.63	-155.87	1.28	2.76	2.67
投资净收益	-8.36	771.42	105.00	25.00	34.00
其他	-14.55	-1,244.03	-212.56	-55.52	-73.34
营业利润	**1,372.49**	**1,976.52**	**2,122.91**	**2,722.45**	**3,493.19**
营业外收入	28.66	53.00	47.18	52.65	45.32
营业外支出	20.34	51.63	39.00	46.00	43.00
利润总额	**1,380.80**	**1,977.88**	**2,131.09**	**2,729.10**	**3,495.51**
所得税	290.21	492.32	532.77	682.27	873.88
净利润	**1,090.60**	**1,485.56**	**1,598.32**	**2,046.82**	**2,621.63**
少数股东损益	250.35	73.58	79.17	101.38	129.85
归属于母公司净利润	**840.25**	**1,411.98**	**1,519.15**	**1,945.44**	**2,491.78**
每股收益（元）	0.34	0.57	0.61	0.79	1.01

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,090.60	1,485.56	1,519.15	1,945.44	2,491.78
折旧摊销	50.05	74.15	30.56	35.03	38.71
财务费用	681.41	661.91	354.96	388.38	439.91
投资损失	8.36	-771.42	-105.00	-25.00	-34.00
营运资金变动	-13,760.73	470.57	-1,171.39	-1,875.79	-3,328.92
其它	5,401.33	-898.33	80.45	104.14	132.52
经营活动现金流	**-6,528.98**	**1,022.45**	**708.72**	**572.21**	**-259.99**
资本支出	2,039.26	789.09	704.49	1,336.00	1,449.00
长期投资	522.16	644.49	644.49	1,256.00	1,399.00
其他	-7,357.81	-1,622.00	-3,236.99	-5,234.76	-5,800.67
投资活动现金流	**-4,796.39**	**-188.42**	**-1,888.01**	**-2,642.76**	**-2,952.67**
债权融资	22,781.27	23,018.52	25,254.92	27,894.90	32,380.93
股权融资	4,099.71	-677.19	-92.20	-188.38	-139.91
其他	-16,885.38	-23,587.99	-23,246.39	-25,546.74	-28,268.67
筹资活动现金流	**9,995.60**	**-1,246.66**	**1,916.33**	**2,159.78**	**3,972.35**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**-1,329.76**	**-412.63**	**737.05**	**89.23**	**759.69**

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	69.61%	16.88%	10.45%	30.00%	25.82%
营业利润	59.54%	44.01%	7.41%	28.24%	28.31%
归属于母公司净利润	83.77%	68.04%	7.59%	28.06%	28.08%
获利能力					
毛利率	44.86%	30.57%	31.34%	31.34%	31.43%
净利率	9.59%	13.78%	13.43%	13.23%	13.46%
ROE	7.91%	11.93%	11.35%	12.77%	14.11%
ROIC	10.13%	8.61%	7.86%	9.15%	10.29%
偿债能力					
资产负债率	79.10%	77.77%	79.14%	76.96%	79.27%
净负债率	105.63%	134.52%	134.11%	160.76%	124.82%
流动比率	1.82	1.59	1.53	1.60	1.49
速动比率	0.47	0.32	0.31	0.30	0.25
营运能力					
应收账款周转率	12.74	10.84	8.00	10.91	14.40
存货周转率	0.28	0.29	0.28	0.33	0.35
总资产周转率	0.19	0.18	0.18	0.21	0.23
每股指标（元）					
每股收益	0.34	0.57	0.61	0.79	1.01
每股经营现金流	-2.64	0.41	0.29	0.23	-0.11
每股净资产	4.29	4.78	5.41	6.16	7.13
估值比率					
市盈率	21.42	12.74	11.85	9.25	7.22
市净率	1.69	1.52	1.34	1.18	1.02
EV/EBITDA	16.11	11.08	12.00	9.99	8.50
EV/EBIT	16.46	11.35	12.15	10.10	8.58

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com