

2018年06月24日

证券研究报告·公司研究报告

东方时尚 (603377) 汽车

当前价: 22.14 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

异地扩张初见成效，收入结构有望优化

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司是全国驾驶培训龙头，2017年上半年北京地区市场占有率近30%。公司异地扩张新校区成效显著，6月22日公告称公司石家庄考场用地问题已经获得解决；公司已切入人才缺口明显、政策支持较大的航空培训领域，未来发展空间广阔。
- **公司业绩状况:** 2017年公司实现营业收入11.73亿元，同比微增1.53%；实现净利润2.35亿元，同比略下滑4.47%；公司主营业务收入及净利润增长乏力，主要原因在于公司自建及外延并购新校区前期投入较高。据2018年一季报数据，公司预收账款/经营活动现金流量净额均有所增长，我们预计主要原因在于公司异地扩张校区招生情况改善，新招学生数量大量增长，且税费有所下降所致。
- **异地扩张初见成效，收入结构优化:** 公司异地扩张初见成效，2015-2017年，公司收入来源占比最高的北京地区占比逐年下降，由2015年的89.94%已下降至2017年的82.3%、云南地区收入占比维持在10%左右的水平、荆州地区为2017年公司新增收入来源地区，占整体收入比例为5.1%；2017年石家庄地区收入占比较2015年提升约1个pct，公司整体收入地域来源更加多元化。
- **云南驾校逐步满员，石家庄驾校潜力较大:** 目前公司异地扩张项目云南昆明驾校已开始营业，云南驾校占地500多亩，年培训能力6万人左右；目前维持2-3万培训人数。另外，公司石家庄驾校目前拥有学员人数1万多人，前期由于考场用地批复延缓，公司需借助其他驾校场地考试产生额外的运营成本，尚未实现盈利，目前该问题已经得到解决；但石家庄地区开设课程体系较为全面，且招生人数在当地排名首位，随着招生人数、课程消耗的上升，考场用地问题的解决，预计未来利润贡献增长潜力较大。
- **横向扩张切入航空培训市场:** 2018年4月，公司与昆明理工大学签署《合作办学协议》，拟民航人才培养、学历教育开展深度合作。2018年6月，公司下属子公司东方时尚航空与海若通用航空签署增资协议，标的公司主要从事飞行驾驶执照培训业务，公司切入民航飞行员培训业务持续推进。民航培训就业主要方向民航飞行员培训产能输出不足、人才缺口明显；我国目前已有600多个通航机场在建，十四五规划又将增加500个通航机场，通航飞行员存在巨大市场。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司2018-2020年归母净利润分别为3.3亿、3.7亿和4.2亿元，对应的EPS分别为0.57元、0.63元、0.71元。公司是驾驶培训行业龙头企业，稀缺性显著，跨区域布局以及切入航空培训领域有望提升公司核心竞争力，建议持续关注。
- **风险提示:** 行业政策变动风险，市场竞争加剧的风险，异地扩张或不及预期的风险，并购企业业绩或不及预期的风险，石家庄、荆州校区业绩增速或不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1173.09	1287.64	1414.85	1553.82
增长率	1.53%	9.77%	9.88%	9.82%
归属母公司净利润(百万元)	234.95	332.39	369.48	417.07
增长率	-4.47%	41.47%	11.16%	12.88%
每股收益EPS(元)	0.40	0.57	0.63	0.71
净资产收益率ROE	10.14%	12.96%	12.92%	13.05%
PE	55	39	35	31
PB	7.49	6.43	5.59	4.87

数据来源: Wind, 西南证券

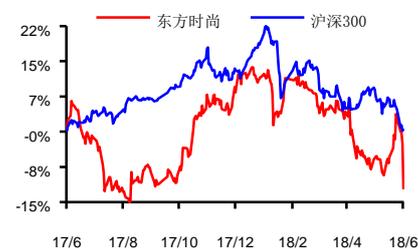
西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸

执业证号: S1250517070001

邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.88
流通A股(亿股)	1.65
52周内股价区间(元)	22.14-40.5
总市值(亿元)	130.18
总资产(亿元)	37.17
每股净资产(元)	4.17

相关研究

1. 东方时尚(603377): 三季度业绩符合预期, 驾培龙头剑指全国 (2017-10-23)
2. 东方时尚(603377): 业绩稳定收益良好, 多元发展未来可期 (2017-08-14)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：全国驾驶培训龙头，18 年 Q1 预收账款大幅增长.....	1
2 公司分析：异地扩张成效显著，切入航空培训市场.....	2
2.1 异地扩张初见成效，收入结构优化.....	2
2.2 北京单价水平较高，石家庄课程体系最为全面.....	4
2.3 差异化课程体系，开拓网上报名等多元化服务.....	5
2.4 横向扩张切入航空培训市场.....	5
3 盈利预测与投资建议.....	6
4 风险提示.....	7

图 目 录

图 1: 公司 2014 年以来营业收入及增速 (亿元; %)	1
图 2: 公司 2014 年以来净利润及增速 (亿元; %)	1
图 3: 公司 2013-2017 年各项业务毛利率	1
图 4: 公司 2013-2017 年主营业务毛利率/净利率水平	1
图 5: 公司 2014-2017 年预收账款及同比增速	2
图 6: 公司 2014-2018 年经营性现金流情况	2
图 7: 公司 2015-2017 年主营业务收入结构地区分布	3
图 8: 公司 2017 年主营业务收入结构地区分布	3
图 9: 公司云南驾校 2015-2017 年招生及毕业人数 (人, %)	3
图 10: 云南东方时尚 2015-2017 年营业收入及净利润水平 (万元)	3
图 11: 公司石家庄驾校 2015-2017 年招生及毕业人数 (人; %)	4
图 12: 公司石家庄驾校 2015-2017 年营业收入及净利润水平 (万元)	4
图 13: 公司官网学员管理系统	5
图 14: 航空培训市场	6

表 目 录

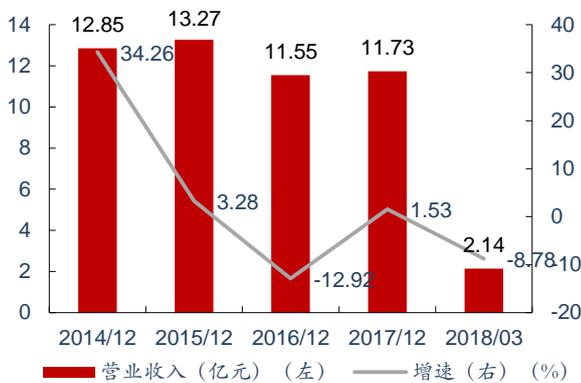
表 1: 东方时尚驾校各地班型及价格表	4
表 2: 公司多元化课程体系	5
表 3: 分业务收入及毛利率	6
附表: 财务预测与估值	8

1 公司概况：全国驾驶培训龙头，18年Q1预收账款大幅增长

东方时尚成立于2005年，于2016年上市，公司主业为机动车驾驶培训，涵盖驾培服务、陪练服务、汽车维修、汽车保险代理等，是全国驾驶培训龙头，2017年上半年北京地区市场占有率近30%，近期加速异地扩张，云南、石家庄校区招生情况良好。

公司业绩状况：2017年公司实现营业收入11.73亿元，同比微增1.53%；实现归母净利润2.35亿元，同比略下滑4.47%。较公司2016年营收/净利润分别大幅下滑12.92%/25.27%的水平有所改善。2015-2017年，公司主营业务收入及净利润呈现波动且略微下滑趋势，主要原因在于公司自建及外延并购新校区前期投入较高，预计后期异地新校区培训人数提升，公司整体盈利水平将有所改善。

图1：公司2014年以来营业收入及增速（亿元；%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

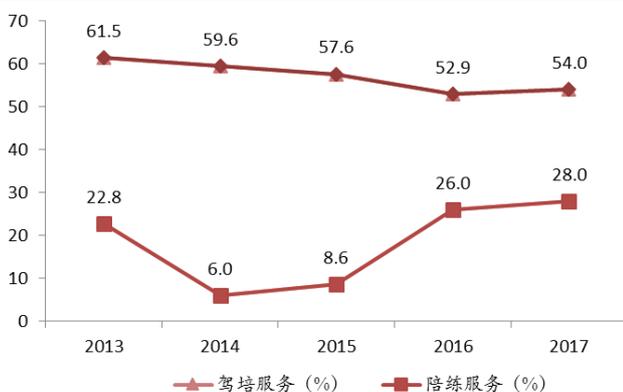
图2：公司2014年以来净利润及增速（亿元；%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

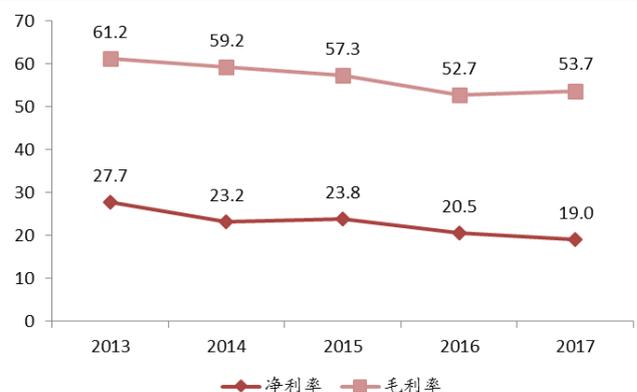
公司盈利能力：2013-2017年，公司整体毛利率、净利率水平维持稳健，毛利率基本维持在52%-62%之间的水平；净利率基本维持在19%-27%左右，整体盈利能力较强。从细分业务来看，公司驾培业务整体毛利率水平较高，2017年达到54%；陪练业务相对毛利率水平较低，2017年为28%；但由于公司陪练业务收入占比较小（2017年低于1%），对整体毛利率水平影响较小。

图3：公司2013-2017年各项业务毛利率



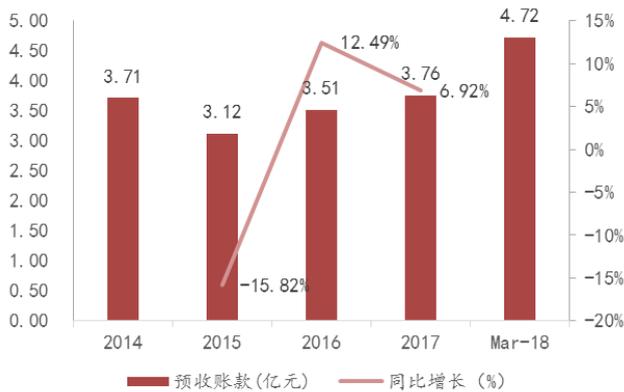
数据来源：公司公告，西南证券整理

图4：公司2013-2017年主营业务毛利率/净利率水平

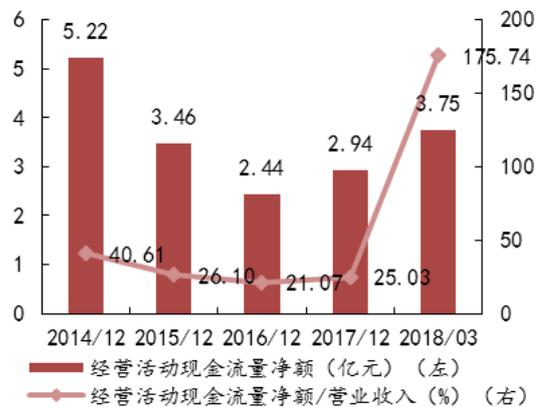


数据来源：公司公告，西南证券整理

预收账款增长,经营性现金流改善:从公司预收账款及现金流情况来看,公司 2014-2017 年预收账款呈现波动增长趋势,2017 年拥有预收账款 3.76 亿元,同比增长 6.92%,高于公司营业收入及净利润增速 (1.53%/-4.47%),表明公司 2017 年新招学生的增量大于毕业生增量,且部分学生不急于参加考试并结业,导致课时消耗、确认收入进程较慢。据 2018 年一季报数据,公司预收账款达到 4.72 亿元,一季度较 2017 年底增加 0.96 亿元,显示公司一季度招生情况良好;经营活动现金流量净额为 3.75 亿元,较 2017 年同期同比增长超过 170%,我们预计主要原因在于公司异地扩张校区招生情况改善,新招学生数量大量增长;且税费有所下降所致。随着公司云南校区利用率提升、石家庄考场问题解决,公司招生数量有望持续增长,现金流情况有望持续改善。

图 5: 公司 2014-2017 年预收账款及同比增速


数据来源:公司公告,西南证券整理

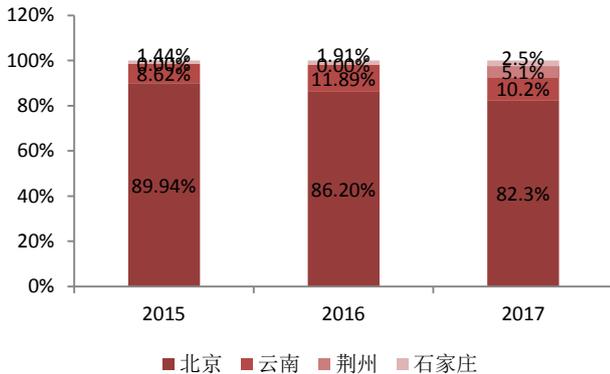
图 6: 公司 2014-2018 年经营性现金流情况


数据来源:公司公告,西南证券整理

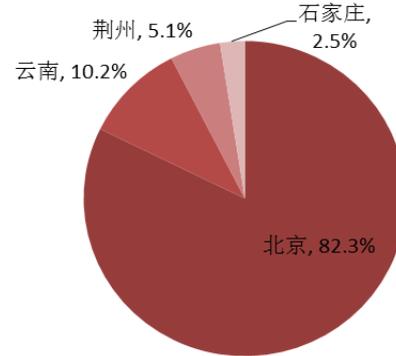
2 公司分析: 异地扩张成效显著, 切入航空培训市场

2.1 异地扩张初见成效, 收入结构优化

公司着力异地扩张初见成效,2015-2017 年,公司收入来源占比最高的北京地区占比逐年下降,由 2015 年的 89.94% 已下降至 2017 年的 82.3%、云南地区收入占比维持在 10% 左右的水平、荆州地区为 2017 年公司新增收入来源地区,占整体收入比例为 5.1%;2017 年石家庄地区收入占比较 2015 年提升约 1 个 pct,公司整体收入地域来源更加多元化。

图 7: 公司 2015-2017 年主营业务收入结构地区分布


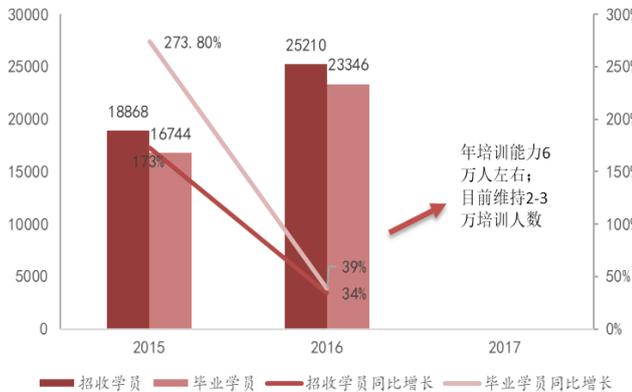
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 公司 2017 年主营业务收入结构地区分布


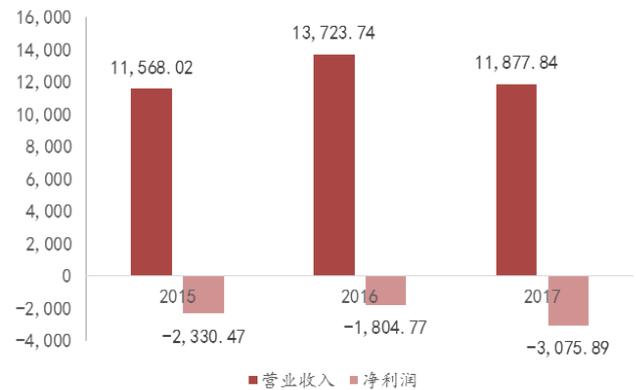
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

云南东方时尚 成立于 2011 年 7 月 13 日, 是公司控股子公司, 注册资本 3.6 亿元, 公司占股 61.43%, 云南驾校占地 500 多亩, 年培训能力 6 万人左右。

云南东方时尚 2015 年共招收学员 18868 人、毕业学员 16744 人; 2016 年招收学员 25210 人、毕业学员 23346 人, 目前云南驾校维持 2-3 万培训人数。2015-2017 年, 云南东方时尚营业收入水平基本维持在 1.2-1.4 亿元范围, 由于云南驾校未满员, 且土地摊销等费用计提较大, 云南驾校 2015 年以来均小幅亏损, 预计随着驾校整体利用率提升, 云南驾校亏损幅度有望缩窄。

图 9: 公司云南驾校 2015-2017 年招生及毕业人数 (人, %)


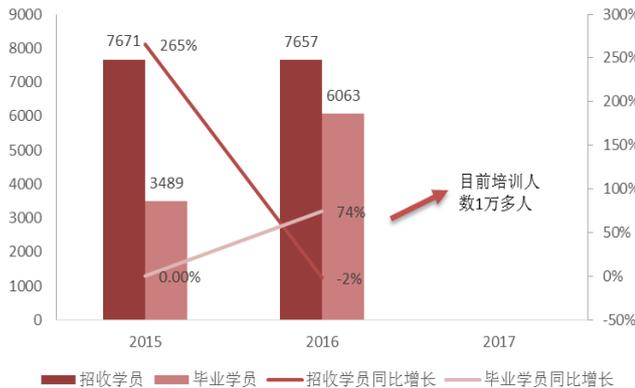
数据来源: 公司公告, 调研信息, 西南证券整理

图 10: 云南东方时尚 2015-2017 年营业收入及净利润水平 (万元)


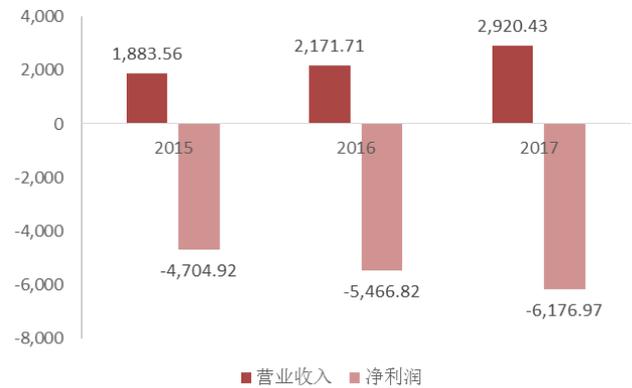
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

石家庄东方时尚: 成立于 2013 年 11 月 18 日, 是公司全资子公司, 下属石家庄驾校占地 500 多亩, 招生人数连年增长。

石家庄东方时尚 2015 年共招收学员 7671 人、毕业学员 3489 人; 2016 年招收学员 7657 人、毕业学员 6063 人, 目前石家庄驾校拥有学员超过 1 万人, 居于石家庄当地驾校招生人数首位。2015-2017 年, 石家庄东方时尚营业收入水平基本由 1884 万元增长至 2920 万元, 复合增速达到 24.5%; 由于石家庄考场用地批复延缓, 导致公司需借助其他驾校场地进行考试, 增加了额外的运营成本, 所以目前尚未实现盈利; 6 月 22 日公司公告称, 石家庄交通管理局驾驶人考试场已开始考试工作, 考场用地问题得到解决, 费用水平大幅降低, 预计未来有望实现扭亏为盈。

图 11: 公司石家庄驾校 2015-2017 年招生及毕业人数 (人; %)


数据来源：公司公告，调研信息，西南证券整理

图 12: 公司石家庄驾校 2015-2017 年营业收入及净利润水平 (万元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

荆州东方时尚：荆州校区是公司外延并购的首个落地项目，2017 年起为公司贡献利润。荆州校区占地 500 亩，训练用车 400 辆，拥有员工数量 300 人，预计未来年培训学员能力能够达到 3 万人。

内蒙古东方时尚：公司与内蒙古安达驾校共同投资运营内蒙古驾校，东方时尚出资 1643.6 万元，占注册资本的 48.7%。内蒙古驾校占地面积 400 余亩，是内蒙古唯一一家有土地证的驾校。公司现拥有雪铁龙、皮卡、大中型客车 300 多部，教职工 300 多人，在内蒙古省内规模较大。

未来，公司还计划在武汉、长沙、重庆、山东淄博、江西南昌、广东东莞等地建设新校区，其中淄博基地规划可承载 12 万人的驾驶培训（预计 2018 年 8 月可以开始招生）、武汉为 10 万人，重庆或者长沙为 8 万人，目前各地扩张项目推进顺利。

2.2 北京单价水平较高，石家庄课程体系最为全面

从公司各地区驾校收费水平来看，C1 驾照培训各地均有开设，但北京地区客单价水平明显较高；另外，石家庄地区开设课程体系较为全面，基本囊括摩托车、C1、C2、C5 等所有品类，是公司课程体系最全的地区，平均客单价水平维持在 3500 元/人左右，随着招生人数、课程消耗的上升，预计未来利润贡献增长潜力较大。

表 1: 东方时尚驾校各地班型及价格表

	摩托车	C1	C2	C5	C1/C2	A1	A2	A3	B1	B2
北京	1800-3300	5300-6600	5600-6600	-	11000-15000	-	-	-	-	-
昆明	-	4288-5800		-	6300-11999	12900	-	-	-	12900
石家庄	1800-3800	5300-6600	5600-6600	5000	11000-15000	10800	19000		9800	10800-13000
呼和浩特	-	3780-7380	3980-7580	3980-7580	-	-	-	-	-	-
荆州	-	3000-9980	3000-9980	5000	-	10200	10200	11200	10200	10200

数据来源：公司官网，西南证券整理

2.3 差异化课程体系，开拓网上报名等多元化服务

公司在北京、云南、石家庄等地开设差异化课程体系，车型包括摩托车、牵引车、货车、大巴车、轿车等；班型包括贵宾班、假日班、预约计时班、速成班等；已实现 E、D、A2、B2、A1、C5、C1/C2 等全品类覆盖。另外，公司官网开发了学员管理系统，可网上报名、表 1：记录学时、在线下载考试试题等。

表 2：公司多元化课程体系

班型	车型	驾照
二轮摩托贵宾班	二轮摩托	E
银钢三轮摩托车假日班	— — — —	D
牵引车	东风天锦	A2
大型货车初学	东风	B2
增驾大客	金龙(京华)	A1
残疾专用车型	北京现代(伊兰特)	C5
外籍换证	— — — —	C1/C2
外宾班	宝来	C1/C2
贵宾班	宝来	C1/C2
假日班	宝来手动挡	C1
预约计时班	桑塔纳手动挡	C1
速成班	宝来手动挡	C1

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 13：公司官网学员管理系统



数据来源：公司官网，西南证券整理

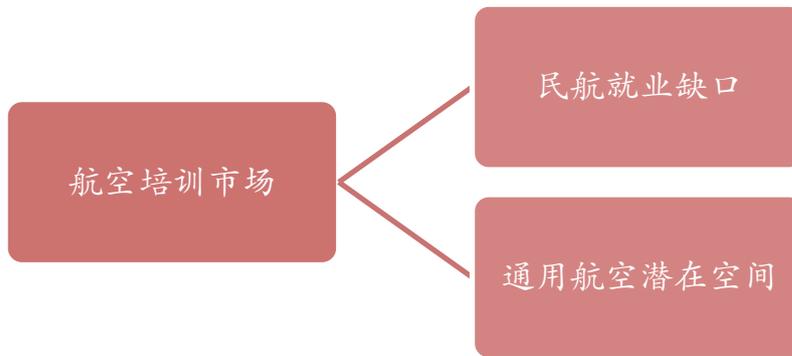
2.4 横向扩张切入航空培训市场

2018 年 4 月，公司与昆明理工大学签署《合作办学协议》，计划在民航人才培养、学历教育等方向开展深度合作。双方拟共建飞行技术专业，初期在昆明理工大学民航学院呈贡校区办学，并根据办学需要选择合适土地，进行学院规划、建设，筹建独立校区。

2018 年 6 月，公司下属子公司东方时尚航空与海若通用航空签署增资协议，东方时尚航空拟以自有资金 4499 万元受让海若通航 55% 股权，并以 5500 万元向海若通航进行增资。标的公司主要从事飞行驾驶执照培训业务，公司切入民航飞行员培训业务持续推进。

据民航局统计数据，截止 2016 年底，中国民航运输飞机数量达到 2933 架，未来 20 年我国至少需要飞行员、乘务人员、机务维修人员等民航专业人才 24 万人，需求量巨大。据调研信息，民航培训就业主要分为两个方向，民航飞行员、通用航空飞行员。首先，由于国内的民航飞行培训产能输出不足，国内民航飞行员每年存在 3000 人左右缺口。另外，国家从十二五就开始规划通航发展，目前已有 600 多个通航机场在建，十四五规划又将增加 500 个通航机场规划，基本上能达到一个县一个，因此通航飞行员存在巨大市场。

图 14: 航空培训市场



数据来源: 西南证券整理

3 盈利预测与投资建议

关键假设:

假设 1: 随着已有分校利用率逐步提升, 2018-2020 年公司已有校区盈利能力均有所提升, 预计公司整体毛利率水平分别为 56.1%、56.1%、56.3%;

假设 2: 公司主要收入来自于北京地区, 市场占有率 30%, 由于市场较为成熟, 未来预计收入增速较为稳健, 预计 2018-2020 年收入增速均为 8%;

假设 3: 公司云南地区由于校区利用率较低 (当前约 50%), 随着利用率的提升, 预计收入实现稳定较快增长, 预计 2018-2020 年收入增速均为 15%;

假设 4: 公司石家庄校区由于前期考场用地问题批复缓慢, 租借场地费用较高, 当前考场用地问题已获得解决 (6 月 22 日公告), 预计将很快实现盈亏平衡并扭亏为盈, 预计 2018-2020 年收入增速分别为 35.0%、32.0%、25.0%; 毛利率逐步提升, 2018-2020 年分别为 5.2%、13.8%、24.2%;

假设 5: 公司荆州校区 2017 年开始为公司贡献收入, 由于校区利用率未实现饱和, 我们预计未来收入维持稳定较快增速, 预计 2018-2020 年收入增速均为 15%。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 3: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
北京	营业收入	960.89	1037.76	1120.78	1210.44
	同比增长	-3.3%	8.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	61.0%	61.5%	61.5%	61.5%
云南	营业收入	118.78	136.60	157.08	180.65
	同比增长	-13.2%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	22.0%	25.7%	28.9%	32.0%
石家庄	营业收入	29.20	39.43	52.04	65.05

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	同比增长	34.5%	35.0%	32.0%	25.0%
	毛利率	-113.3%	5.2%	13.8%	24.2%
荆州	营业收入	58.85	67.68	77.83	89.50
	同比增长	-	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	68.0%	65.7%	62.7%	59.4%
合计	营业收入	1173.10	1287.6	1414.8	1553.8
	同比增长	1.5%	9.8%	9.9%	9.8%
	毛利率	53.7%	56.1%	56.1%	56.3%

数据来源：Wind, 西南证券

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 3.3 亿、3.7 亿和 4.2 亿元，对应的 EPS 分别为 0.57 元、0.63 元、0.71 元。公司是驾驶培训行业龙头企业，稀缺性显著，跨区域布局以及切入航空培训领域有望提升公司核心竞争力，建议持续关注。

4 风险提示

行业政策变动风险，市场竞争加剧的风险，异地扩张或不及预期的风险，并购企业业绩或不及预期的风险，石家庄、荆州校区业绩增速或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1173.09	1287.64	1414.85	1553.82	净利润	222.36	319.60	355.95	402.58
营业成本	543.29	564.66	620.49	678.59	折旧与摊销	150.38	147.73	147.73	147.73
营业税金及附加	11.25	10.30	10.61	11.65	财务费用	13.45	-0.26	3.82	5.75
销售费用	39.72	42.49	45.28	48.17	资产减值损失	15.36	0.00	0.00	0.00
管理费用	241.97	242.08	254.67	264.15	经营营运资本变动	251.60	53.39	17.22	26.53
财务费用	13.45	-0.26	3.82	5.75	其他	-359.54	-15.00	-13.00	-16.00
资产减值损失	15.36	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	293.61	505.46	511.72	566.60
投资收益	20.50	15.00	15.00	15.00	资本支出	-606.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	369.85	15.00	15.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-236.78	15.00	15.00	15.00
营业利润	329.64	443.37	494.98	560.51	短期借款	51.93	-186.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.55	6.77	6.37	6.50	长期借款	110.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	335.19	450.15	501.34	567.02	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	112.83	130.54	145.39	164.43	支付股利	-126.00	-46.99	-66.48	-73.90
净利润	222.36	319.60	355.95	402.58	其他	106.60	-29.74	-3.82	-5.75
少数股东损益	-12.59	-12.78	-13.53	-14.49	筹资活动现金流净额	142.53	-262.73	-70.30	-79.65
归属母公司股东净利润	234.95	332.39	369.48	417.07	现金流量净额	199.37	257.73	456.42	501.95
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	705.44	963.17	1419.60	1921.55	成长能力				
应收和预付款项	57.58	40.73	47.99	54.94	销售收入增长率	1.53%	9.77%	9.88%	9.82%
存货	0.02	0.02	-1.98	-0.98	营业利润增长率	0.01%	34.50%	11.64%	13.24%
其他流动资产	214.61	235.57	258.84	284.27	净利润增长率	-5.94%	43.73%	11.37%	13.10%
长期股权投资	41.67	41.67	41.67	41.67	EBITDA 增长率	5.59%	19.73%	9.42%	10.44%
投资性房地产	6.75	6.75	6.75	6.75	获利能力				
固定资产和在建工程	617.51	567.35	517.18	467.02	毛利率	53.69%	56.15%	56.14%	56.33%
无形资产和开发支出	869.64	790.96	712.29	633.61	三费率	25.16%	22.08%	21.47%	20.47%
其他非流动资产	646.37	627.47	608.58	589.69	净利率	18.95%	24.82%	25.16%	25.91%
资产总计	3159.59	3273.69	3610.93	3998.53	ROE	10.14%	12.96%	12.92%	13.05%
短期借款	186.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.04%	9.76%	9.86%	10.07%
应付和预收款项	440.22	495.60	537.86	591.05	ROIC	15.75%	23.48%	29.85%	38.34%
长期借款	110.00	110.00	110.00	110.00	EBITDA/销售收入	42.07%	45.89%	45.70%	45.95%
其他负债	230.35	202.45	207.95	213.67	营运能力				
负债合计	966.56	808.05	855.81	914.72	总资产周转率	0.41	0.40	0.41	0.41
股本	420.00	420.00	420.00	420.00	固定资产周转率	2.14	2.33	2.81	3.43
资本公积	756.00	756.00	756.00	756.00	应收账款周转率	10523.28	12716.12	12027.48	12059.42
留存收益	563.16	848.56	1151.56	1494.74	存货周转率	54293.80	27670.41	28425.87	28360.93
归属母公司股东权益	1739.16	2024.56	2327.56	2670.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.67%	—	—	—
少数股东权益	453.87	441.09	427.56	413.07	资本结构				
股东权益合计	2193.03	2465.64	2755.12	3083.81	资产负债率	30.59%	24.68%	23.70%	22.88%
负债和股东权益合计	3159.59	3273.69	3610.93	3998.53	带息债务/总负债	30.62%	13.61%	12.85%	12.03%
					流动比率	1.38	2.25	2.88	3.43
					速动比率	1.38	2.25	2.88	3.44
					股利支付率	53.63%	14.14%	17.99%	17.72%
					每股指标				
					每股收益	0.40	0.57	0.63	0.71
					每股净资产	2.96	3.44	3.96	4.54
					每股经营现金	0.50	0.86	0.87	0.96
					每股股利	0.21	0.08	0.11	0.13
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	493.47	590.85	646.53	714.00					
PE	55.41	39.17	35.23	31.21					
PB	7.49	6.43	5.59	4.87					
PS	11.10	10.11	9.20	8.38					
EV/EBITDA	17.11	13.49	11.62	9.82					
股息率	0.97%	0.36%	0.51%	0.57%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn