

公司研究 / 公司调研

2015年01月11日

房地产 / 房地产开发 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 7.74
合理价格区间(元): 12.52

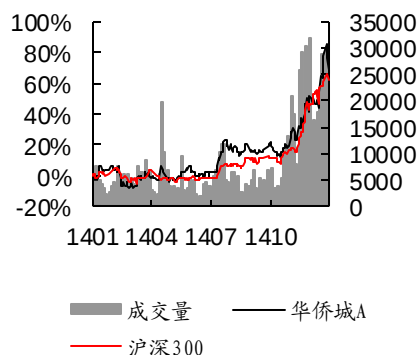
曹光亮 执业证书编号: S0570513070001
研究员 0755-82493656
caoguangliang@htsc.com

赵翔 0755-23952861
联系人 zhaoxiang@oamail.htsc.com.cn

相关研究

- 1 《千山药机(300216):三季度增速显著回升, 全年业绩确定性高》2012.10
- 2 《千山药机(300216):创新驱动厚积薄发》2012.10

股价走势图



主业水乳交融，穿越周期的大而美

华侨城 A(000069)

投资要点:

改革浪潮中的央企，旅游与地产水乳交融。公司作为国内“旅游+地产”双主业模式的标杆，主业之间并非割裂反而水乳交融；国资改革的持续推进，将为公司在**人员股权激励以及管控能力**的升级创造条件；

不惧下行周期，地产业务稳健前行。拿地开发端：依托旅游业务优势，高议价能力保障收益，通过“旅游换土地”，华侨城在与地方政府的谈判中具备较强的议价能力，更趋向呈现“买方市场”的特征，获取土地均价与销售均价之比不足 20%，在上市 A 股房企中位于领先水平；**储备端：**现有储备可保障六年开发，主要位于具备集聚效应的一二线城市，优质主题乐园分布看供公司进驻或进一步拓展区域仍较多；**资金端：**整体有息负债成本 6%以下，优势显著；优质旅游品牌及央企背景、专业化旅游开发及运营能力、资金优势，以及模式本身的重资产要求，使得华侨城模式具备**难以被同行复制的高壁垒**，也使得华侨城拥有**缓冲地产开发景气下行的逆周期成长能力**。

旅游业务增长良好，巩固与拓展并行。伴随前期布局公园项目进入稳定收益阶段，近年来旅游业务的良好增长，收入构成中已提升至 50%水平；而公司旅游业务的巩固与拓展，主要在于在旅游板块中融入**轻资产成分**（A、携手文化业务，轻重并举；B、管理输出，轻资产先行布局），以及增加更多的**创新业态**，拓展消费人群。

估值建议：通过对公司储备项目的梳理，以及开发周期的判断，公司先旅游后地产、层层推进土地增值模式下，主题乐园到稳定收益阶段以及后续地产项目开发到可售，整体开发周期约在 6~7 年，预测公司 2014-2016 年 EPS 为 0.73、0.84、1.03；不考虑文化旅游及其他业务，测算公司当前地产开发业务 RNAV 为 7.73 元/股，综合分业务估值法，给予公司每股价值目标 12.52 元/股。

风险提示：旅游与地产业务扩张低于预期。

公司基本资料

总股本(百万)	7,271.34
流通 A 股(百万)	3112.46
52 周内股价区间(元)	4.33-8.62
总市值(百万)	56,280.19
总资产(百万)	93,936.24
每股净资产(元)	3.60

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	28,156.38	34,592.00	42,490.00	53,112.50
+/-%	26.35%	22.86%	22.83%	25.00%
净利润(百万)	4,408.29	5,297.78	6,102.27	7,455.37
+/-%	14.51%	20.18%	15.19%	22.17%
EPS	0.61	0.73	0.84	1.03
PE	12.77	10.62	9.22	7.55

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

正文目录

改革浪潮中的央企，旅游与地产水乳交融	4
中国“旅游+地产”的龙头标杆	4
受益于央企改革的春风	4
不惧下行周期，地产业务稳健前行	5
拿地开发端：依托旅游业务优势，高议价能力保障收益	5
旅游换土地，保障收益空间	5
不同于快周转的深挖土地价值，对景气下行具备更强缓冲	6
资金获取端：资金成本优势显著，模式高壁垒	8
旅游业务增长良好，巩固与拓展并行	8
业绩增长良好，品牌优势给予做大的资本	8
拥抱轻资产+创新业态，巩固及开拓旅游业	9
携手文化业务，轻重并举	9
管理输出，轻资产先行布局	10
增加创新业态，拓展消费人群	11
估值建议	11

图表目录

图 1： 华侨城 A 股权结构图	4
图 2： 华侨城 A 旅游+地产，两大主业水乳交融	4
图 3： 传统地产开发模式	5
图 4： 华侨城地产开发模式	5
图 5： A 股房企土地均价与销售均价之比	5
图 6： 华侨城重点项目土地均价与销售均价之比	5
图 7： A 股房地产板块的结算毛利率变化	6
图 8： 结算毛利率比较	6
图 9： 华侨城 A 当前未售土地储备	7
图 10： 已开业主题公园公布图	7
图 11： 即将开业的主题公园分布图	7
图 12： 华侨城分项目结算情况	9
图 13： 华侨城旅游业务收入及同比增速	9
图 14： 文化旅游巨头迪斯尼集团的收入构成（2013 年）	10
图 15： 主题乐园平均每个公园收入及平均每个游客收入	10
图 16： 主题乐园的文化衍生品收入及占总体收入比重	10

表格 1: 华侨城“旅游+地产”模式在拿地开发端的特点总结7

表格 2: 全球主题公园集团排名9

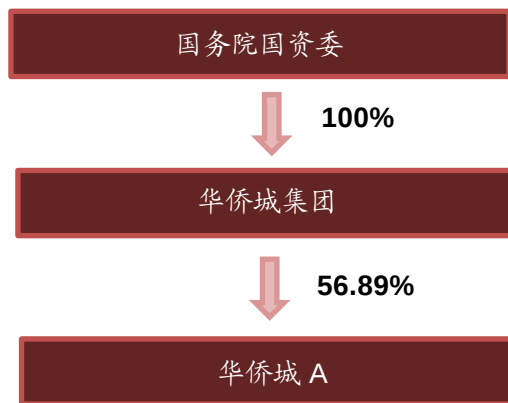
表格 3: 华侨城项目表 11

改革浪潮中的央企，旅游与地产水乳交融

中国“旅游+地产”的龙头标杆

华侨城 A，通过 1997 年的 IPO 以及 2009 年的定增，由华侨城集团重组旗下优质资产整合而成，作为集团旗下旅游和地产资源的综合上市平台，经历十多年的历练，逐步发展为中国处于领先地位的国有开发商、主题公园及相关配套运营商。

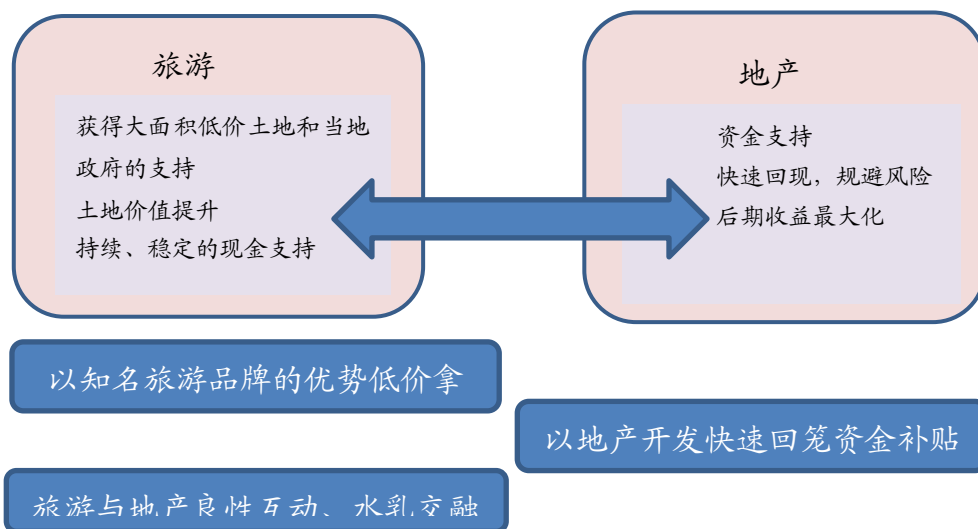
图 1: 华侨城 A 股权结构图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

依托于自身打造的旅游品牌及央企的深厚背景，打造了旅游与地产的双主业模式，且两大主业之间的发展并非独立与割裂。通过旅游项目，带来地产业务在拿地与资金端具备独特的成本优势；通过地产项目的滚动，为旅游业务的巩固及开拓创造资金支持；华侨城通过多年积淀以及对两大主业协同性的深入理解，孕育出双主业之间水乳交融的互动及协同，成为稳健增长的旅游地产标杆。

图 2: 华侨城 A 旅游+地产，两大主业水乳交融



资料来源：华泰证券研究所

受益于央企改革的春风

去年 7 月中旬央企第一批试点名单的公布，拉开了央企国资改革的序幕；伴随国企改革整体方案即将落地的预期（按照国资委经济研究中心彭建国主任接受媒体采访的说法，国企改革“1+N”的方案 2015 年上半年必须出台，并且非常有可能在 1 季度提前公布），改革春风

渐行渐近。

换届之后的华侨城管理层，有望在改革层面为公司带来积极的作用（管理层在去年 7 月半年度工作会议中的表述：改革将成为公司的核心业务之一，以此帮助改善企业治理/管理层结构并扩大业务范围）。

国资改革的持续推进，将公司在**人员股权激励以及管控能力**升级创造条件

不惧下行周期，地产业务稳健前行

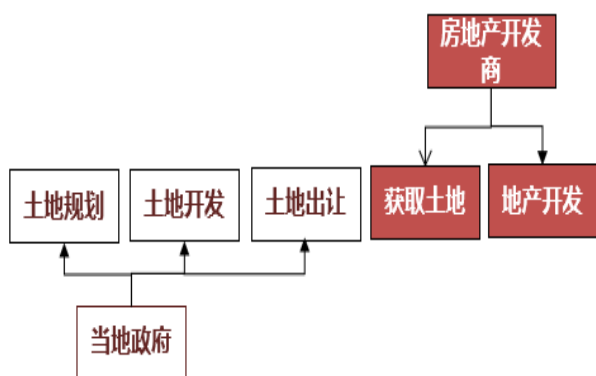
拿地开发端：依托旅游业务优势，高议价能力保障收益

旅游换土地，保障收益空间

一般开发商在激烈的招拍挂市场上争夺目标土地，更多呈现“卖方市场”特征；不同于其他，凭借卓越的主题公园打造能力及品牌号召力，能够完成地方政府发展旅游业的诉求，通过“旅游换土地”，华侨城在与地方政府的谈判中具备较强的议价能力，更趋向呈现“买方市场”的特征。

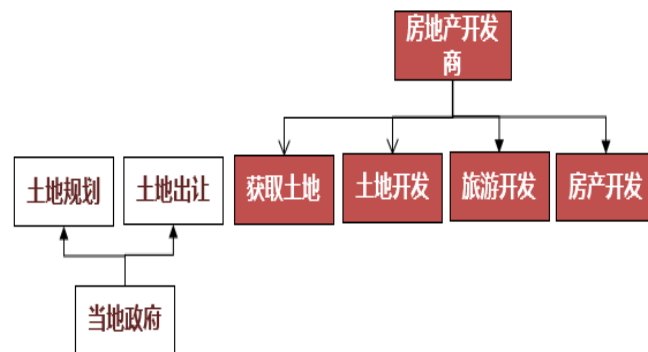
华侨城 A 的旅游与地产模式，公司利用自身的旅游品牌以及集团的央企背景，通过旅游换土地获取低成本土地，具体开发中，采取旅游开发先行，分片综合开发策略，即以旅游先行带动土地增值，层层开发，使得各分片土地阶段性增值；利益方面，达到当地政府旅游业发展诉求、高端社区消费者居住环境需求的双方面满足。

图 3： 传统地产开发模式



资料来源：资料整理、华泰证券研究所

图 4： 华侨城地产开发模式



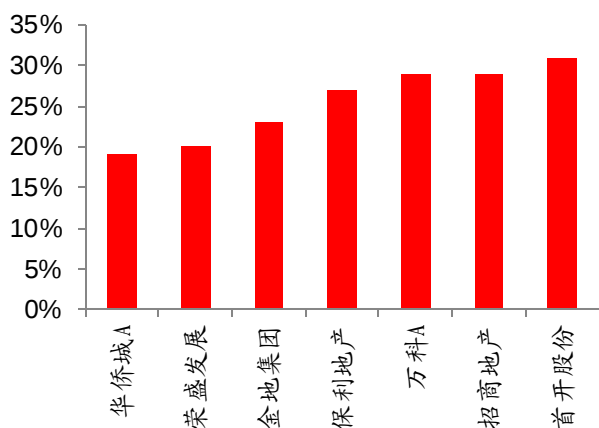
资料来源：资料整理、华泰证券研究所

具体项目来看，多数地方政府都希望吸引“欢乐谷”等主题公园的投资，以提升城市文化形象以及改善区域的投资消费环境，给予华侨城的土地出售均价较低，如成都华侨城项目平台地产成本约为其所售公寓均价的 10% 不到；武汉华侨城、上海浦江华侨城、深圳中心花园、上海苏河湾项目的土地均价与销售均价比分别为：18%、12%、13%及 27%；整体看，华侨城获取土地均价与销售均价之比不足 20%，在上市 A 股房企中位于较为水平。

图 5： A 股房企土地均价与销售均价之比

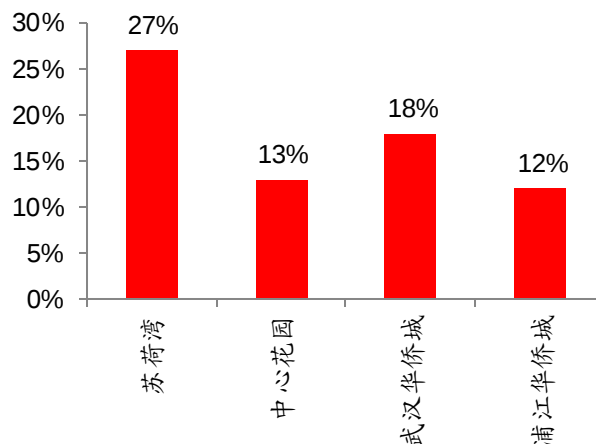
图 6： 华侨城重点项目土地均价与销售均价之比

■ 土地均价/销售均价对比



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

■ 重点项目的土地均价/销售均价比



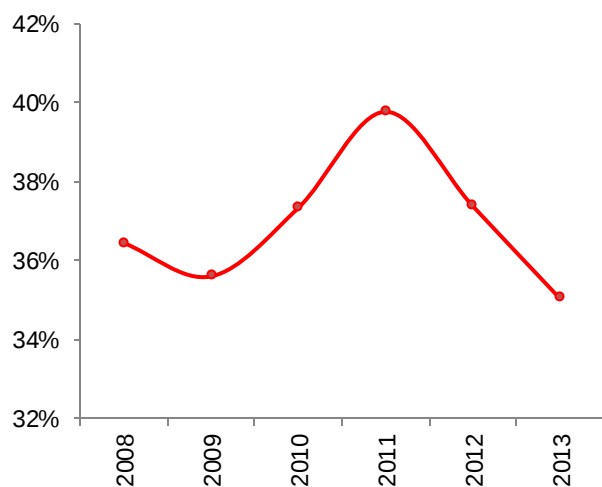
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

不同于快周转的深挖土地价值，对景气下行具备更强缓冲

当住房商品化阶段发展到中后期，土地价值仍未开发的核心城市已荡然无存，重点城市的发展潜力被市场较为充分的发掘。此外，在快周转跑量成为地产开发主流决策以来，土地争夺更为激烈，地价上涨带来行业整体利润空间的收窄。

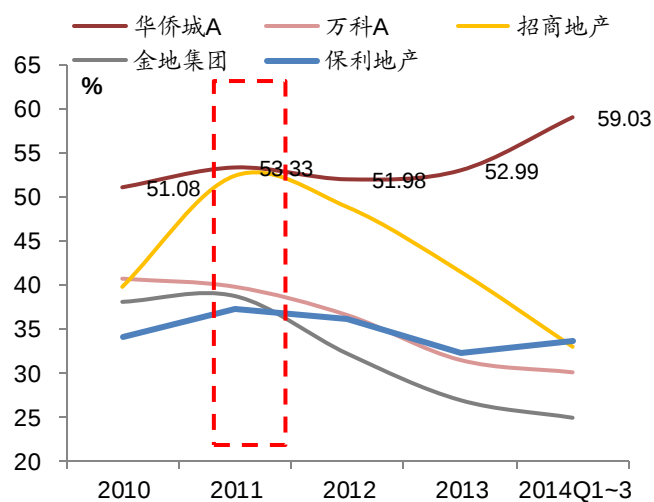
前期低成本储备消耗之后，房地产板块整体结算毛利率于 2011 年开始呈现显著下滑，以龙头招保万金来看，其结算毛利率的高点都出现在 2011 年；而对于华侨城来说，其毛利率位于行业高位，并且持续处于稳定的水平，2013 年结算毛利率为 52.99%，2014 前三季度结算毛利率 59.03%；公司储备的收益空间在住房后商品化阶段，并未受到明显的波动冲击；经过对公司现有项目的测算，未来其毛利率基本可维持在 50% 左右。

图 7: A 股房地产板块的结算毛利率变化



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图 8: 结算毛利率比较



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

此外，我国的旅游地产行业，存在主要依赖“出卖资源”、以炒概念方式营销的项目，后续配套差、服务缺失、升值能力弱的问题使其弊端逐步显现；而作为标杆的华侨城，其模式本身是通过能力创造资源，其专业运营开发能力可以规避弊端，也使公司本身突破了

传统住宅开发的天花板。

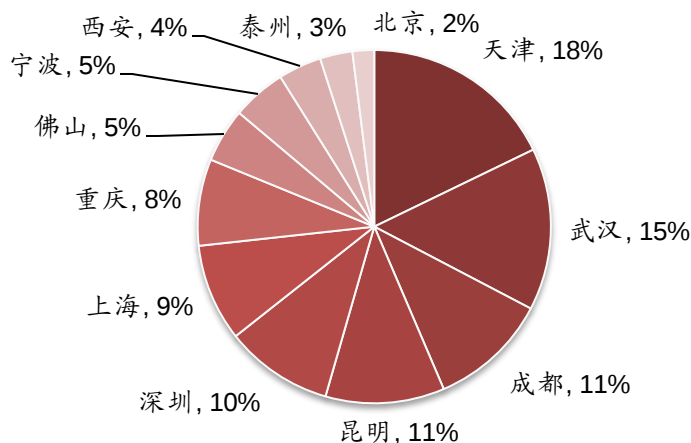
表格1：华侨城“旅游+地产”模式在拿地开发端的特点总结

要点	具体
依托旅游品牌和央企背景	华侨城本身为中央国资重点企业，属于国家重点扶持单位，通过多年发展建立了欢乐谷、世界之窗、锦绣中华等知名旅游品牌。
大规模廉价拿地	帮助当地政府发展旅游业同时，在相关规划区域大规模获取低成本土地；将土地规划为若干功能区，采取“旅游+酒店+住宅”模式
旅游开发在先	优先开发主题公园为主的旅游项目，以旅游项目及周边相关旅游配套来带旺已获取的周边土地。
分片综合开发，层层推进提升价值	开发相关综合配套、酒店、上次等，实现土地再增值；对周边住宅用地实行分片多次开发，每次开发都实现后续开发增值。
满足政策和消费者需求	满足当地政府旅游业发展需求同时，项目周边高端社区的开发，满足了高端顾客的消费需求。

资料来源：相关资料梳理，华泰证券研究所

华侨城的土地储备，主要位于具备人口聚集效应的一二线核心城市，当前未售土地储备可出售建面达 1000 万平级别，可满足六年的开发需求，区域分布情况为：天津 18%、武汉 15%、成都 11%、昆明 11%、深圳 10%、上海 9%、重庆 8%、佛山 5%、宁波 5%、西安 4%、泰州 3%、北京 2%。

图 9： 华侨城 A 当前未售土地储备

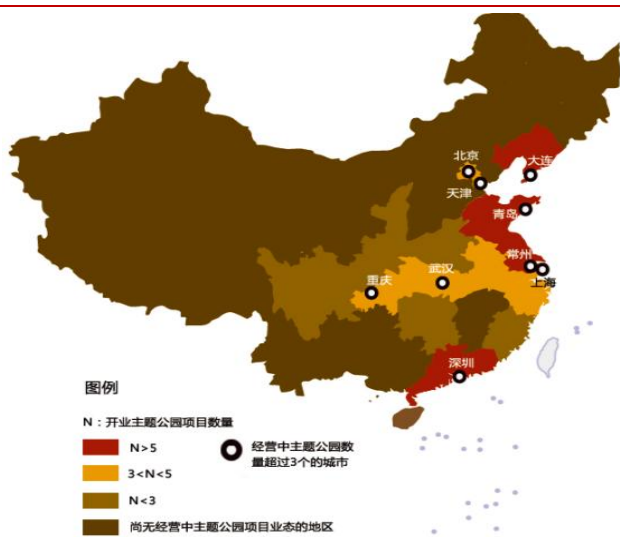


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

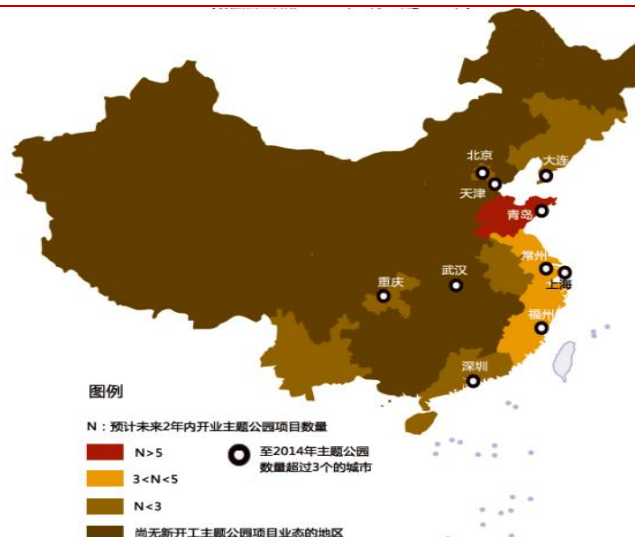
此外，从我国优质主题公园分布情况来看（包括在建项目），缺少核心主题公园的一二线城市仍然较多，给予华侨城进驻或者进一步拓展的区域空间，具体看，对周边城市人口吸附效应较大、人口消费能力与意愿较强的城市，有南京、哈尔滨、郑州等。

图 10： 已开业主题公园公布图

图 11： 即将开业的主题公园分布图



资料来源: AECOM, 华泰证券研究所



资料来源: AECOM, 华泰证券研究所

资金获取端：资金成本优势显著，模式高壁垒

依托与央企的背景，以及旅游综合业务的支持，使得华侨城资金成本在同行业中处于绝对领先的位置，当前公司整体的有息负债成本位于 6% 以下，较其他央企地产公司也优势明显（招商、保利三季度末有息负债成本为 5.9%、6.5%）。此外，华侨城利用其稳定的门票收入，进行资产证券化融资（12 年 12 月，成本 5.8%）、海外优先股（13 年 6 月）、中期票据（13 年 3 月，成本 4.6%），多种新工具算是很好的窗口，先做准备，待合适时机时实行采用。

整体看，优质旅游品牌及央企背景、专业化旅游开发及运营能力、资金优势，以及模式本身的重资产要求，使得华侨城模式具备难以被同行复制的高壁垒，也使得华侨城拥有了缓冲地产开发业景气下行的逆周期成长能力。

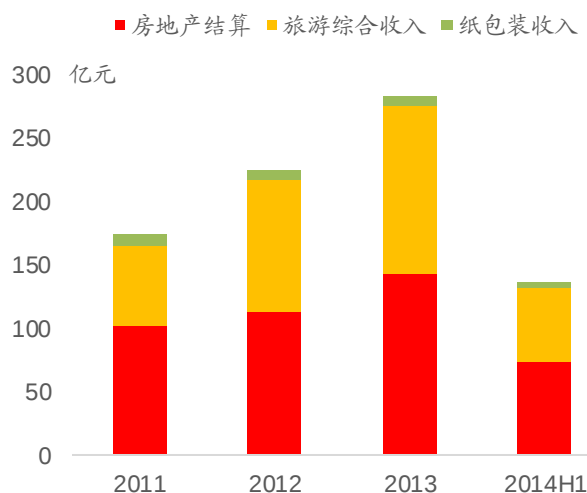
旅游业务增长良好，巩固与拓展并行

业绩增长良好，品牌优势给予做大的资本

伴随前期布局公园项目进入稳定收益阶段，近年来旅游业务的良好增长，收入构成中，旅游业务占比已由 2011 年的 36% 提升到当前的接近 50% 的占比。并且，公司品牌影响力也不伴随新布局区域的开拓不断扩大，2013 年主题公园共接待游客人次达到 2923 万人，位于全球第四的领先水平，仅次于迪斯尼、英国梅林、环球影城；领先的影响力也为公司旅游业务的在产业链上的扩展，以及国际化的区域扩张创造了条件。

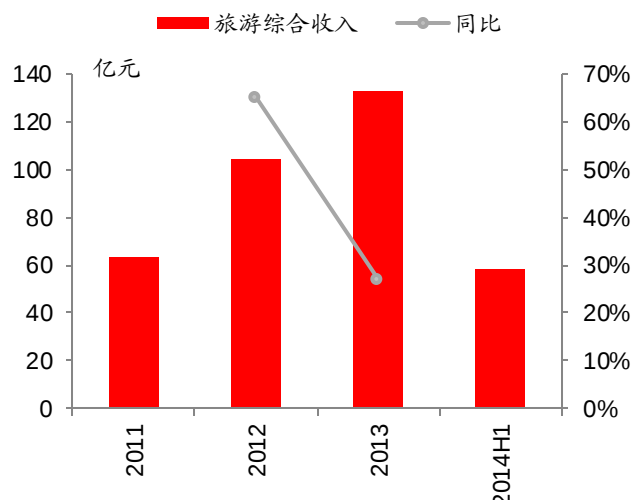
当前公司旅游业务的巩固与拓展，主要在于在旅游板块中融入轻资产成分，以及增加更多的创新业态，拓展消费人群。

图 12: 华侨城分项目结算情况



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图 13: 华侨城旅游业务收入及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

表格 2: 全球主题公园集团排名

公园集团	位置	游客数变化 (2013)	2013 年接待游客	2012 年接待游客
迪斯尼	美国	4.8%	132,549,000	126,479,000
梅林娱乐	英国	10.7%	59,800,000	54,000,000
环球影城	美国	5.3%	36,360,000	34,515,000
华侨城	中国	11.6%	29,230,000	26,190,000
六旗集团	美国	1.4%	26,100,000	25,750,000
团圆娱乐	西班牙	-4.1%	26,017,000	27,130,000
雪松会娱乐	美国	0.9%	23,519,000	23,300,000
海洋世界	美国	-4.1%	23,400,000	24,391,000
方特集团	中国	42.7%	13,118,000	9,193,000
海昌集团	中国	7.4%	10,096,000	9,400,000
总计		5.4%	377,279,000	357,843,000

资料来源: TEA、华泰证券研究所

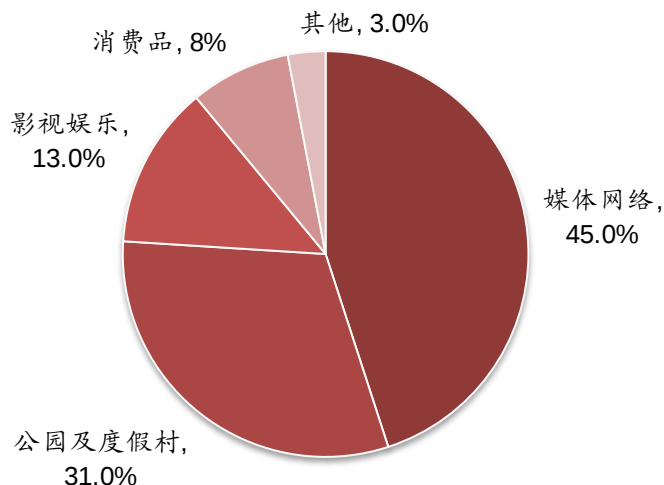
拥抱轻资产+创新业态，巩固及开拓旅游业

携手文化业务，轻重并举

从全球主题公园龙头企业迪斯尼来看，其收入主要由媒体网络，呈现轻重并举的结构特征，2013 年财报看，其收入主要由媒体网络、公园及度假村、影视娱乐和消费品构成，全年收入分别约为 203.56 亿美元、140.87 亿美元、59.79 亿美元和 35.55 亿美元，占比分别约为 45%、31%、13%和 8%。

当然，迪斯尼集团作为娱乐业的巨头，其媒体业务的强大源于深厚积淀及多次战略开拓实施的成功，但其打通文化旅游全产业链的模式值得相关企业有所借鉴。

图 14: 文化旅游巨头迪斯尼集团的收入构成 (2013 年)

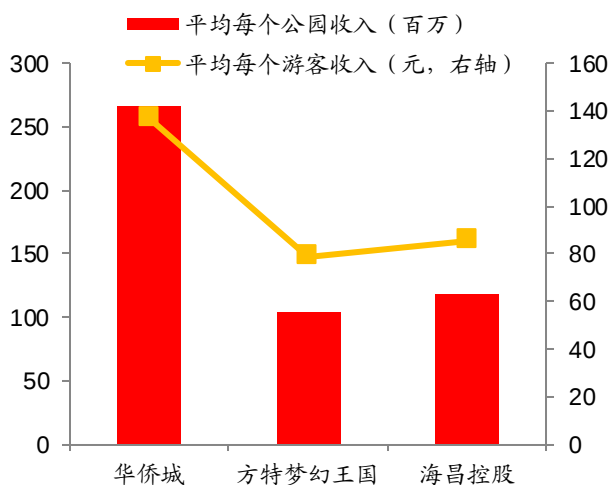


资料来源: 迪斯尼公告, 华泰证券研究所

文化演艺节目可谓是主题公园内的重要内容填充, 在此前的 20 年发展中, 华侨城集团相继推出大中小型演出 57 台, 接待观众逾 7000 万人次。借助主题公园的平台、客源市场及旅游收入, 已构筑与艺术圈、设计产业、演出设备制造和采购、高新技术产业、旅游业等多种产业紧密关联的演艺产业链条。

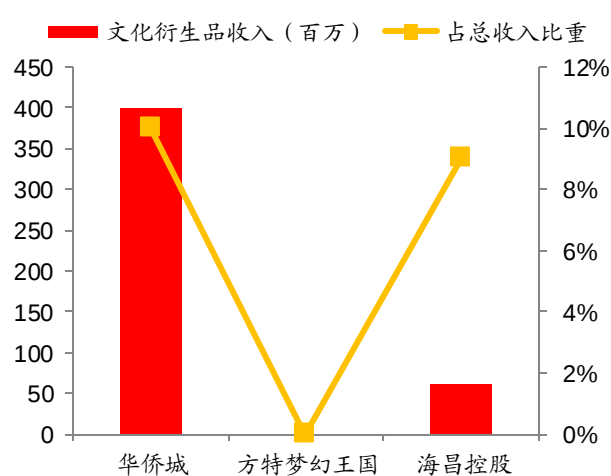
当前, 公司对于文化演艺产业的业务拓展可以说更为积极, 不仅仅是园区游玩项目的附属内容, 对演艺业务进一步整合, 已对深圳、成都和北京的演艺公司单独建账, 独立管理; 拓展两大模式: **联合国际优秀团队, 独家引入走出景区**。联合美国百老汇团队打造《极力道》, 节目独立于景区发展, 去年 7 月底深圳欢乐海岸首演, 10 月完成首站 100 场演出, 累计观演 17000 人次; **积累独创表演体系**。以内涵丰富又相互补充的演出, 保障了游客在华侨城不同景区, 甚至反复在同一景区, 都可欣赏各具特色的演出。

图 15: 主题乐园平均每个公园收入及平均每个游客收入



资料来源: AECOM, 华泰证券研究所

图 16: 主题乐园的文化衍生品收入及占总体收入比重



资料来源: AECOM, 华泰证券研究所

管理输出, 轻资产先行布局

旗下华侨城文旅科技公司，通过特种影视、虚拟仿真等技术的研发运用，给予华侨城“文化+智慧+旅游”的全新模式，公司员工近 8000 人，100 余项技术专利，13 年实现收入 1.9 亿元，14 年已完成签约项目金额超过 10 亿。

当前，文旅公司也积极通过管理输出进行走出去，已完成多地连锁欢乐谷（武汉、天津、成都、北京）以及等其他主题景区（常州淹城春秋乐园、杭州宋城、广西柳州等二十余个主题景区）的技术支持。且已走出国门，为土耳其首都安卡拉城市公园定制飞行影院、主题 Dark Ride 等游乐设备项目。

按照管理层对于按“梦工厂”打造文旅公司的愿景，其轻资产管理输出也突破了传统重资产开拓的速度瓶颈（主题乐园建设期 6~7 年，前 2~3 年资金压力较重），可以更快且去风险。

增加创新业态，拓展消费人群

华侨城也积极增加创新业务，拓展消费人群，适应更多的偏好。主要如欢乐海岸、麦鲁小城等。欢乐海岸：深圳项目包括酒店、演出、儿童体验馆、海洋动物馆和高端展厅，以及 300 平方米的人造沙滩；麦鲁小城：定位儿童职业体验乐园，已在东莞新华南 Mall 及淄博华润五彩城拓展第四、第五个。

估值建议

通过对公司储备项目的梳理，以及开发周期的判断，公司先旅游后地产、层层推进土地增值模式，考虑主题乐园到稳定收益阶段以及后续地产项目开发到可售，开发周期约在 6~7 年，预测公司 2014-2016 年 EPS 为 0.73、0.84、1.03；不考虑文化旅游及其他业务，测算公司当前地产开发业务 RNAV 为 7.73 元/股；对于旅游业务，预计华侨城 2014 年旅游综合收入为 151.49 亿元（同比 13 年 14%），以其主体公园总体净利润 16%作为参考，给予 14 年旅游综合业务提供净利润 22.72 亿元（综合旅游净利润 15%计算），参考海昌控股的估值（PE 倍数约为 20），综合分业务估值法，给予公司每股价值目标 12.52 元/股。

	业务			估算基础 (万元)	估算价值 (万元)
华侨城	房地产开发	RNAV	项目测算	—	5,543,956
	旅游业务	PE	净利润 2014E:	227200	4,544,000
	包装业务	PS	收入:	39383	237,088
	股权投资—未上市	公允价值	余额:	58287	188,420
	扣去: 未分配债务				1,412,496
	合计				9,100,968
	每股价值 (元/股)				12.52

表格3：华侨城项目表

项目	位置	产品类型	权益	预计可售建面 (万平)
天津华侨城	天津	住宅、别墅	100%	180
武汉华侨城	湖北武汉	别墅	91%	150
成都纯水岸	四川成都	住宅	83%	110
昆明华侨城	昆明	住宅	70%	110

华侨城本部	深圳	住宅别墅	100%	75
宝安招华曦城	深圳	别墅	50%	15
东部华侨城	深圳	别墅	100%	10
浦江华侨城	上海	高层、别墅、写字楼	87%	64
苏河湾	上海	商住	100%	18
合利坊（西康路）	上海	住宅	86%	9
重庆华侨城	重庆	住宅、商业	100%	84
顺德华侨城	佛山顺德	住宅、商业	70%	49.5
宁波华侨城	浙江宁波	住宅、商业	100%	48
西安华侨城（108 坊）	陕西西安	别墅	89%	12
西安华侨城天鹅堡	陕西西安	住宅	60%	32
泰州纯水岸	江苏泰州	住宅别墅	70%	33
北京华侨城	北京	住宅	63%	18

盈利预测

资产负债表单位：百万元

利润表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	58585	88018	104595	138673
现金	9409	18619	25482	29731
应收账款	388	519	633	783
其他应收账款	1982	1416	1894	2519
预付账款	547	1484	1613	1995
存货	46093	65791	74823	103494
其他流动资产	165	190	150	150
非流动资产	29294	28609	27215	25776
长期投资	562	562	562	562
固定资产投资	14364	14812	14095	12808
无形资产	4692	4692	4692	4692
其他非流动资产	9676	8543	7865	7714
资产总计	87879	116627	131809	164448
流动负债	43828	62500	69117	91975
短期借款	3402	22568	24287	41646
应付账款	11916	15110	18988	24079
其他流动负债	28510	24822	25842	26250
非流动负债	16395	21008	23208	25208
长期借款	15106	18806	21006	23006
其他非流动负债	1289	2202	2202	2202
负债合计	60223	83508	92325	117183
少数股东权益	3793	4475	5369	6428
股本	7272	7272	7272	7272
资本公积	697	697	697	697
留存公积	15922	20711	26180	32902
归属母公司股	23862	28644	34115	40837
负债和股东权益	87879	116627	131809	164448

现金流量表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	7198	-13644	4024	-14149
净利润	4956	5980	6996	8514
折旧摊销	1562	1557	1708	1783
财务费用	501	595	592	432
投资损失	-435	-400	-400	-400
营运资金变动	999	-21067	-4610	-24190
其他经营现金	-385	-309	-262	-289
投资活动现金	-1734	-130	440	400
资本支出	2162	0	0	0
长期投资	0	372	0	0
其他投资现金	428	242	440	400
筹资活动现金	-5198	25120	2399	17998
短期借款	-2863	19166	1719	17359
长期借款	-1304	3700	2200	2000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	79	0	0	0
其他筹资现金	-1110	2254	-1520	-1361
现金净增加额	256	11346	6863	4249

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	28156	34592	42490	53113
营业成本	13237	16784	21092	26747
营业税金及附加	5120	7091	8710	10888
营业费用	1337	1384	1700	2125
管理费用	1745	2290	2779	3452
财务费用	501	595	592	432
资产减值损失	165	60	60	60
公允价值变动收	-4	0	0	0
投资净收益	435	400	400	400
营业利润	6483	6788	7957	9808
营业外收入	439	430	500	500
营业外支出	13	13	13	13
利润总额	6909	7205	8444	10296
所得税	1952	1225	1448	1781
净利润	4956	5980	6996	8514
少数股东损益	548	682	894	1059
归属母公司净利	4408	5298	6102	7455
EBITDA	8546	8940	10257	12023
EPS	0.61	0.73	0.84	1.03

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	26.4%	22.9%	22.8%	25.0%
营业利润	22.1%	4.7%	17.2%	23.3%
归属母公司净利	14.5%	20.2%	15.2%	22.2%
获利能力				
毛利率(%)	53.0%	51.5%	50.4%	49.6%
净利率(%)	15.7%	15.3%	14.4%	14.0%
ROE(%)	18.5%	18.5%	17.9%	18.3%
ROIC(%)	15.3%	11.7%	12.8%	10.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	68.5%	71.6%	70.0%	71.3%
净负债比率(%)	30.73%	52.30%	51.22%	56.71%
流动比率	1.34	1.44	1.54	1.53
速动比率	0.28	0.39	0.46	0.41
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.33	0.34	0.35
应收账款周转率	68	70	68	69
应付账款周转率	1.49	1.24	1.24	1.24
每股指标(元)				
每股收益(最新摊	0.61	0.73	0.84	1.03
每股经营现金流	0.99	-1.88	0.55	-1.95
每股净资产(最新	3.28	3.94	4.69	5.62
估值比率				
PE	12.77	10.62	9.22	7.55
PB	2.36	1.96	1.65	1.38
EV EBITDA	8	7	6	5

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2015 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦 25 层/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82492388/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn