

枫叶教育(1317.HK)/教育

轻资产+收购多点开花，战略布局新市场

评级：增持(首次)

分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

Email: fanxy@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,490
流通股本(百万股)	1,490
市价(港元)	11.34
市值(百万港元)	16,892
流通市值(百万港元)	16,892

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	FY2016A	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2020E
营业收入(百万元)	830	1083	1313	1673	2123
增长率 yoy%	27	31	21	27	27
净利润	308	410	495	639	838
增长率 yoy%	50	33	21	29	31
每股收益(元)	0.21	0.28	0.33	0.43	0.56
每股现金流量	0.13	0.28	0.11	0.27	0.34
净资产收益率	15	16	18	20	22
P/E	47	33	28	21	16
PEG	1.0	1.0	1.3	0.7	0.5
P/B	7	6	5	4	4

备注：使用2018年4月12日收盘价。

投资要点

- **枫叶教育成立于1995年，2014年在香港联交所上市，已发展成遍及国内19个城市和加拿大2个城市的学校网络，共有20所幼儿园、24所小学、22所初中、13高中及3所外籍人员子女学校。截至2018年3月31日，在校学生人数约3万人，是我国国际学校的龙头公司。**
- **K12国际学校：受益于留学低龄化和中产家庭崛起。**我国优质教育资源供给不足，国际教育成为替代产品。出国留学的主力已从研究生阶段转移至本科阶段，在K12阶段就读国际学校是培养语言能力、申请更优的海外学校、提前适应生活的最好选择。中产家庭的崛起将支撑国际学校（特别是定位中产家庭国际学校）的需求提升。
- **轻资产+收购共促扩张。**2014年以前枫叶的扩张以重资产自建为主；随着品牌影响力的提升，2014年后以轻资产模式为主进行扩张。通过收购战略布局新市场，先后收购湖北荆州、海口国科园、深圳、海口美舍/美文/美华学校，形成据点效应。
- **二三线城市为主，定位中产家庭。**学校所在城市除上海、深圳外，其他均位于二三线城市。枫叶的学费适应中产家庭的消费水平，消费升级将进一步激发国际教育需求。
- **课程设置符合国家课标要求。**小学和初中的课程在符合义务教育国家课程标准的基础上，增加英语和素质课程。高中获得加拿大BC省教育部及我国当地政府的认证，符合《国务院关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》的相关要求。
- **投资建议：**枫叶的国际学校网络以二三线城市为主，符合消费升级的趋势；学费定位中产阶级，成长空间广阔。依靠轻资产和收购，学校扩张驶入快车道，为学生人数的快速增长提供物质基础。假设海口新收购项目于2018年5月并表，预计2018/19/20财年每股收益0.33/0.43/0.56元，假设汇率1港元=0.81人民币，对应0.41/0.53/0.69港元。当前市值169亿港元，对应估值2.8x/21x/16x。看好公司在国际学校赛道的龙头地位，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**大部分城市新民促法细则尚未出台，义务教育阶段民办学校使用VIE架构海外上市存在政策风险。新学校投入使用、学生人数增长、学费提价不及预期。非学费收入增长不及预期。

内容目录

23 年厚积薄发，铸就国际学校龙头	- 3 -
K12 国际学校：受益于留学低龄化和中产家庭崛起.....	- 4 -
业务进展：国内外多点开花	- 6 -
竞争优势：二三线城市轻资产扩张，定位中产家庭颇具潜力	- 6 -
财务分析：学生数量加速增长，规模效应渐露	- 9 -
盈利预测投资建议	- 12 -
风险提示	- 13 -

23年厚积薄发，铸就国际学校龙头

- 枫叶教育成立于1995年，2014年在香港联交所上市，提供学前及K12阶段国际教育，目前已在大连、上海、天津及加拿大温哥华、甘露市等国内外21个城市开设82所枫叶国际学校和幼儿园。截至2018年3月31日，在校学生人数约3万人，是我国国际学校的龙头公司。

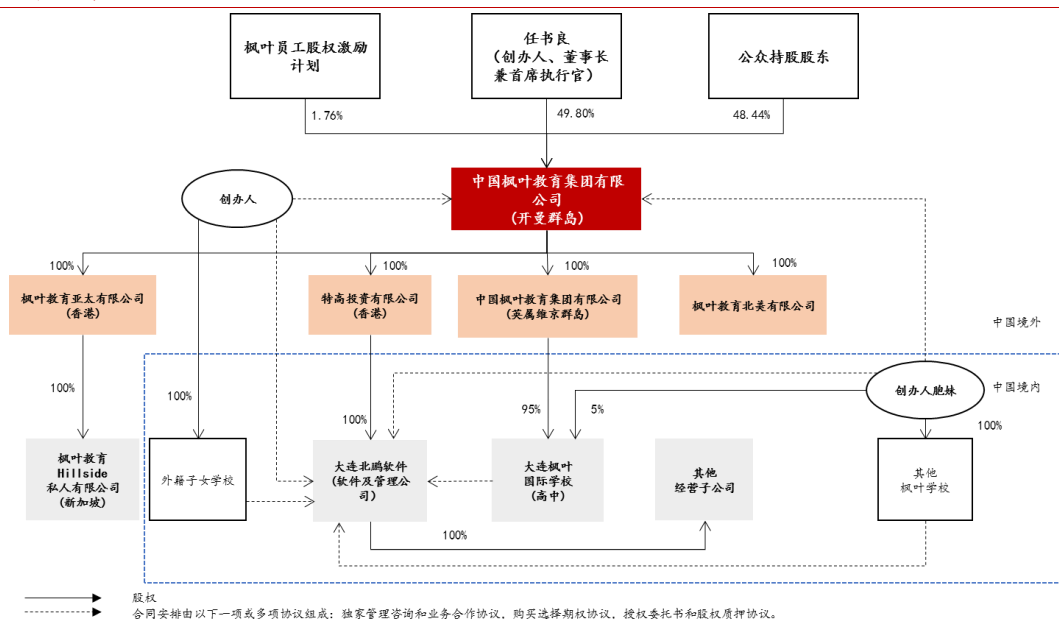
图表1：枫叶教育在国内19个城市的学校网络



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 创办人持股比例近50%。使用VIE架构在港股上市，与其他K12民办学校集团的架构相似。2018年1月，公司以9.1港元的价格配售1.1亿股，所得款净额9.9亿港元预计95%用于海外收购，配售完成后创办人任书良仍持有49.8%的股权。

图表2：枫叶教育股权架构

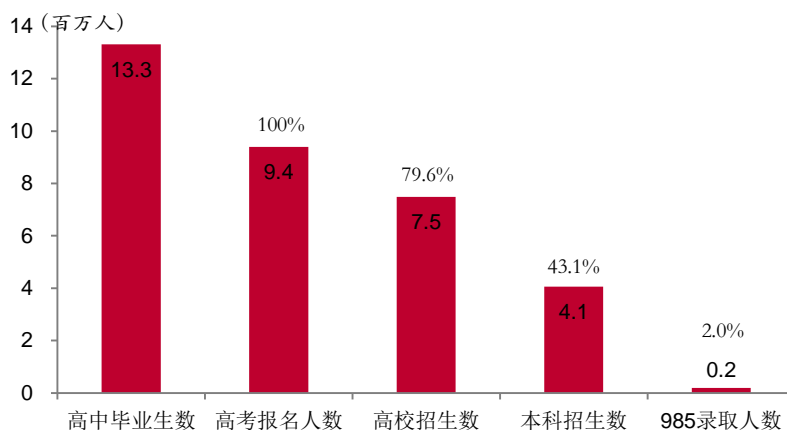


来源：公司公告，中泰证券研究所

K12 国际学校：受益于留学低龄化和中产家庭崛起

- 我国优质教育资源供给不足，国际教育成为替代产品。从高考层面看，940 万高考考生本科录取率仅为 43%，985 大学录取率仅为 2%，我国优质教育资源供给严重不足。而选择就读国际学校的学生，将来大概率是要出国升学，避免国内的激烈竞争。

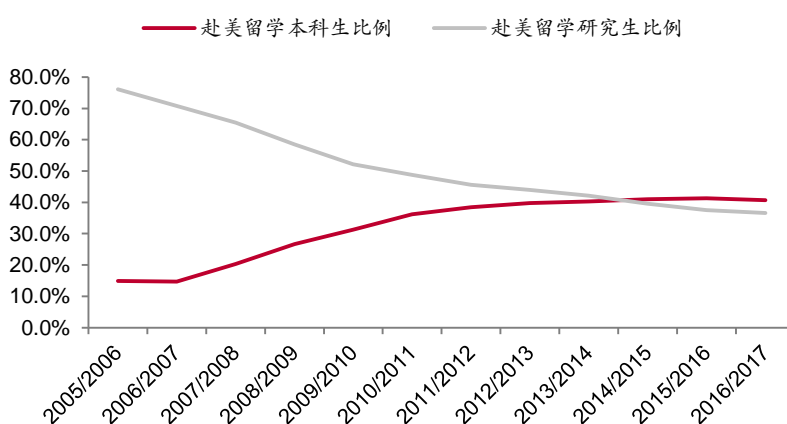
图表 3：2016 年我国高考录取情况



来源：Wind，中泰证券研究所

- 留学大军低龄化，国际学校成为“预备役”。出国留学的主力已从研究生阶段转移至本科阶段，低龄化趋势明显。本科在国内就读、研究生出国留学的学生需要参加高考，一般不会在 K12 阶段就读国际学校；而对于本科出国留学的学生来说，在 K12 阶段就读国际学校是培养语言能力、申请更优的海外学校、提前适应生活的最好选择。留学低龄化实际上带动国际学校需求的提升。

图表 4：我国赴美留学本科生、研究生比例



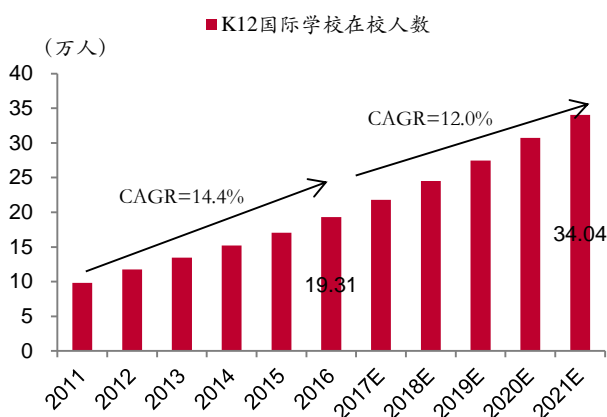
来源：Open Doors，中泰证券研究所

- 受益于中产阶级崛起和消费升级。中国社科院发布的《中等收入群体的分布与扩大中等收入群体的战略选择》报告提到，中国大约有 6 亿人口

属于中等收入以上家庭，国际学校（特别是定位中产家庭的国际学校）发展空间广阔。从美国的数据可知，收入越高的人（4 万美元以上）对于教育投入的比重越高。

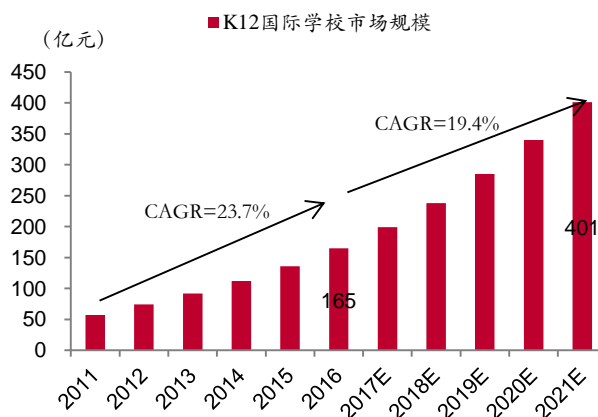
- 根据 Frost & Sullivan 统计，2016 年我国 K12 国际学校在校生约 19.3 万人，相较 K12 阶段学生人数仍是“小众”选择，预计未来 5 年有望达到 12% 的年化增速。K12 国际学校拥有百亿量级的市场规模，2016 年约 165 亿元，预计未来 5 年有望达到 19% 的年化增速。

图表 5: 我国 K12 国际学校在校人数



来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所

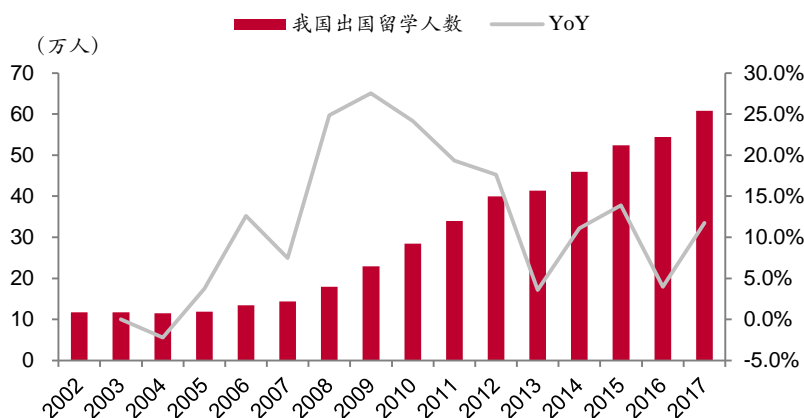
图表 6: 我国 K12 国际学校市场规模



来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所

- **出国留学人数增速回暖。**教育部最新出炉的留学数据显示，2017 年出国留学人数 60.8 万人、同增 11.7%。就读国际学校的升学选择大概率是出国，出国留学人数的增速回暖实际上反馈了前端国际学校需求的旺盛。

图表 7: 我国出国留学人数及同比增速

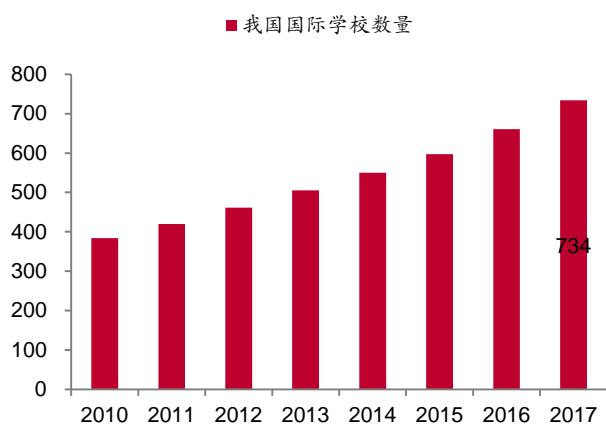


来源: 教育部, 中泰证券研究所

- **民办占半壁江山，从一线向二三线下沉。**根据新学说的统计，截止 2017 年 10 月，全国范围内获得各课程认证认证标准的国际学校共 734 所，其中民办 367 所、占半壁江山，公办学校国际班 241 所，其余为外籍人员子女学校。从地域分布来看，国际学校仍多聚集在一线城市，广东 129 所、上海 124 所、北京 119 所，江浙两省的国际学校已经开始向地级市

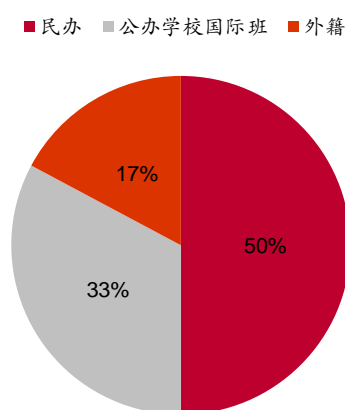
甚至县级行政区蔓延。

图表 8: 我国国际学校数量



来源：新学说，中泰证券研究所

图表 9: 我国国际学校类型



来源：新学说，中泰证券研究所

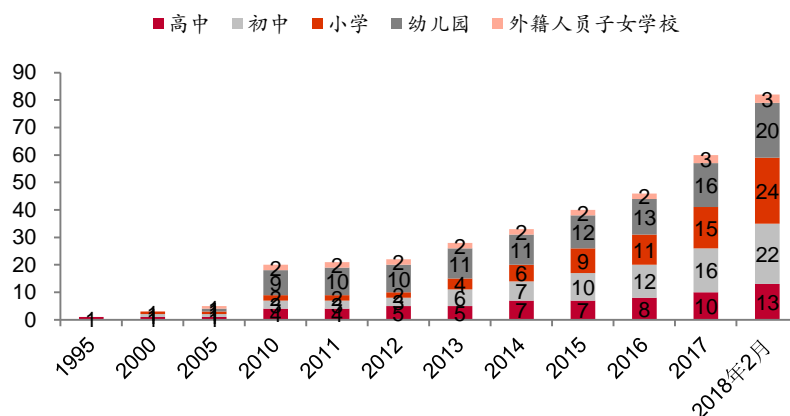
业务进展：国内外多点开花

- **收购深圳市伊思顿龙岗书院 55% 股权，一线城市再下一城。**伊思顿龙岗书院实行美式教育，高中为 AP 课程，并购完成后将换用加拿大 BC 课程。课程学校容量 1500 人，学费水平远高于其他枫叶学校（小学 12.8 万/年、初中 16.8 万/年、高中 19.8 万/年），是继上海后公司第二个布局的位于一线城市的国际学校，有助于公司品牌影响力的提升。另外，该学校也是广东省的首个布局，为将来扩张广东市场打下基础。
- **海口连续出击，巩固份额。**在 2017 年收购海南国科园实验学校后，拟以 1.5 亿元收购海口 1 所初中、3 所小学、1 所幼儿园及 1 间青少年服务中心。初中和小学提供国内课标课程，共有在校生 3260 人。
- **轻资产拓展济南章丘。**2018 年 1 月公司与济南市章丘区政府签订合作协议，合作建设济南枫叶国际学校（包括高中、初中、小学和幼儿园），章丘政府提供土地、负责建设（2019 年 5 月底前竣工），公司提供教学和运营服务。预计可容纳学生 2700 人。
- **第三所海外高中落地澳大利亚。**与南澳大学签订 5 年协议，在莫森湖校区建立高中，共享南澳大学的设施，预计 2019 年 2 月开学。若试点成功，将考虑在马吉尔教育区或南澳大学其他校区附近设立永久性学校。我们认为此举的战略意义大于财务意义，为公司后续在澳大利亚拓展业务奠定基础。

竞争优势：二三线城市轻资产扩张，定位中产家庭颇具潜力

- **23 年办学厚积薄发，学校网络遍及全国。**从 1995 年任书良博士在大连举办第一所国际高中开始，历经 23 年，公司已发展成遍及国内 19 个城市和加拿大 2 个城市的学校网络，共有 20 所幼儿园、24 所小学、22 所初中、13 高中及 3 所外籍人员子女学校，品牌优势和规模效应逐渐凸显。

图表 10: 枫叶教育各类学校数量



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 轻资产+收购并行，扩张提速。**2014年以前枫叶的扩张以重资产自建为主；随着品牌影响力的提升，2014年后以轻资产模式为主，与政府或地产商合作，降低前期资本投入，实现快速复制和输出。2016年新增的学校除了浙江平湖以外全部为轻资产，2017年新增的学校除了海口以外全部为轻资产。公司先后收购湖北荆州、海口国科园、深圳、海口美舍/美文/美华学校，战略布局新市场，形成据点效应。

图表 11: 枫叶教育旗下学校开学时间及扩张模式

城市	开学时间	模式
大连	1995/96	其中 2 所轻资产
湖北武汉	2007/08	重资产
天津 (泰达)	2008/09	收购
重庆	2009/10	重资产
江苏镇江	2011/12	重资产
河南洛阳	2012/13	轻资产
内蒙古鄂尔多斯	2012/13	轻资产
上海	2013/14	重资产
河南平顶山	2014/15	轻资产
天津 (华苑)	2014/15	轻资产
湖北荆州	2015/16	收购
浙江义乌	2015/16	其中 1 所轻资产
浙江平湖	2016/17	重资产
陕西西安	2016/17	轻资产
江苏淮安	2016/17	轻资产
天津 (开发区)	2016/17	轻资产
甘露 (加拿大 BC 省)	2016/17	轻资产
海口	2016/17	收购
浙江湖州	2017/18	轻资产
山东潍坊	2017/18	轻资产
重庆梁平	2017/18	轻资产
江苏盐城	2017/18	轻资产
列治文 (加拿大 BC 省)	2017/18	轻资产
深圳	2017/18	收购
海口并购项目	2018/19	收购

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 天津 (泰达)、湖北荆州、海口开学时间代表收购时间。

- 二三线城市为主, 定位中产家庭。**从地理位置看, 学校所在城市除上海、深圳外, 其他均位于二三线城市。从学费看 (除新收购的学校以外), 高中 4.9-10 万/学年, 初中 2.1-4.8 万/学年, 小学 1.8-4 万/学年, 适应中产家庭的消费水平。中国社科院发布的《中等收入群体的分布与扩大中等收入群体的战略选择》报告提到, 中国大约有 6 亿人口属于中等收入以上收入家庭, 消费升级将进一步激发国际教育需求。

图表 12: 枫叶教育旗下学校学费水平

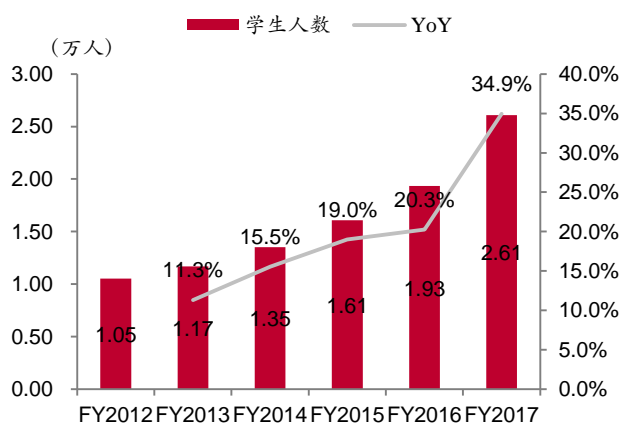
(万/学年)	幼儿园	小学	初中	高中
	学费	学宿费	学宿费	学宿费
大连园区		2.9	3.4	5.9
武汉园区		2.9	3.4	5.9
天津泰达	4.0	4.3	4.8	7.3
天津华苑		4.0 (学费)	4.5 (学费)	
重庆校区		2.2	2.9	5.4
洛阳校区		1.8	2.1	4.9
平顶山校区	1.2	1.8	2.1	
镇江校区		2.2	2.9	5.9
上海校区			4.3	10.0
鄂尔多斯校区	1.5	1.8	2.1	
义乌校区		3.9	4.2	7.4
荆州校区		1.8	2.1	
西安校区	1.6	2.9	3.4	5.9
平湖校区	3.2	3.6	4.0	
淮安校区		2.2	2.9	
湖州校区	3.2	3.6	4.0	
梁平校区	1.7	2.2	2.9	
潍坊校区	2.5	2.8	3.3	
盐城校区		2.2		
海南校区	1.4	1.7	1.9	2.1/6.0(BC课程)
深圳校区		12.8 (学费)	16.8 (学费)	19.8 (学费)
海口并购项目	0.24 万元/月	1.34 (学费)	1.54 (学费)	
		+0.68 (其他)	+0.99 (其他)	

来源：公司官网，中泰证券研究所

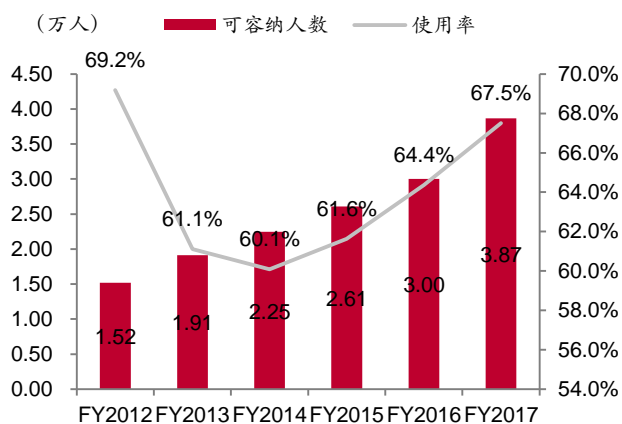
- 课程设置符合国家课标要求。**枫叶幼儿园在完成《幼儿园探究式活动课程》(B版)的内容外，增加英语和美育课程；小学和初中的课程在符合义务教育国家课程标准的基础上，增加英语和素质课程。高中获得加拿大 BC 省教育部及我国当地政府的认证，为学生提供双语、双课程教育，毕业生可以获得 BC 省高中及我国普通高中毕业证书。符合《国务院关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》中提到的“中小学校要执行国家课程方案和课程标准，坚持特色办学优质发展，满足多样化需求”。

财务分析：学生数量加速增长，规模效应渐露

- 扩容为学生人数增长赋能。**轻资产模式令学校网络扩张提速，可容纳人数 CAGR 达到 20.5%，新校不断投入使用、开始招生，是未来学生人数增长的强大动力，2017 财年学生人数同增 34.9%至 2.61 万人。学生人数的增长快于容量的扩张，近三财年使用率不断攀升。

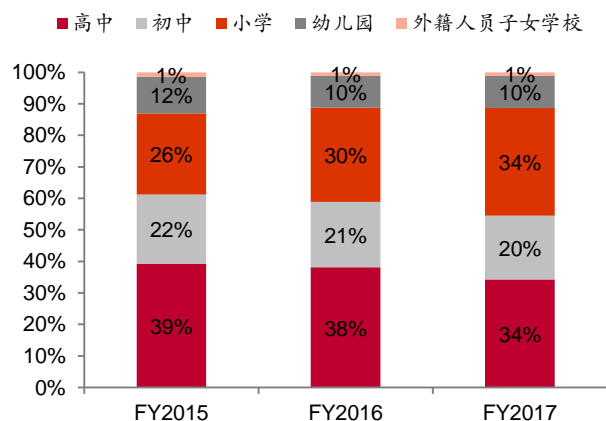
图表 13: 枫叶教育学生人数及同比增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

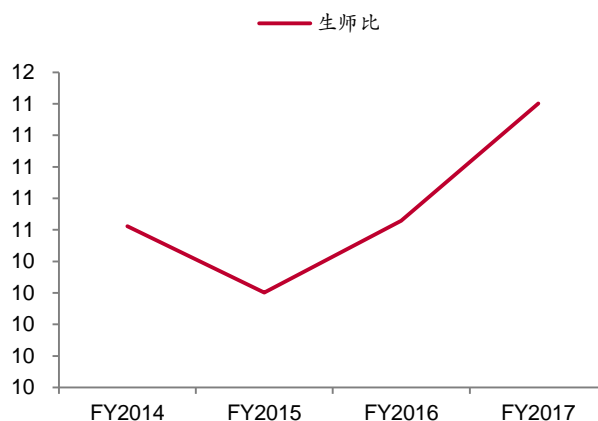
图表 14: 枫叶教育学校容量及使用率


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 从学生结构看, 高中占比不断降低, 但仍为主要学生来源 (34%), 初中占比基本稳定, 小学占比提高, 趋势整体符合公司“从小学至高中金字塔学生结构”的战略, 实现小学向初中、初中向高中的内部输送生源。
- **生师比略有提高。**枫叶的教师由国内教师和加拿大 BC 省认证教师组成, 截至 2016/17 学年末, 共有教师 2288 人, 其中 BC 省认证教师 356 人, 生师比提升至 11.4: 1。

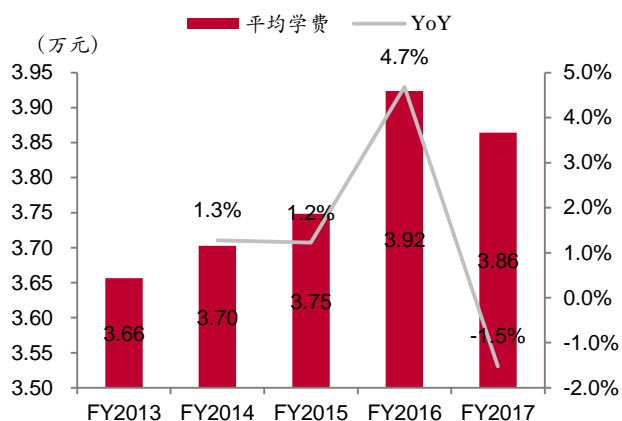
图表 15: 枫叶教育学生结构


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 16: 枫叶教育生师比


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **平均学费相对稳定。**枫叶基本上每年会上调部分学校的新生学费, 2016/17 学年上调了上海、天津、武汉学校的学费, 2015/16 学年上调大连、武汉、重庆、镇江学校的学费, 提价幅度一般在 20-30%。2014-16 财年枫叶的平均学费小幅增长, 2017 财年受到海南学校并表时间 (2017 年 5 月)、学费水平以及整体学费收入结构的影响, 平均学费略有下滑。

图表 17: 枫叶教育平均学费及同比增速


来源：公司公告，中泰证券研究所

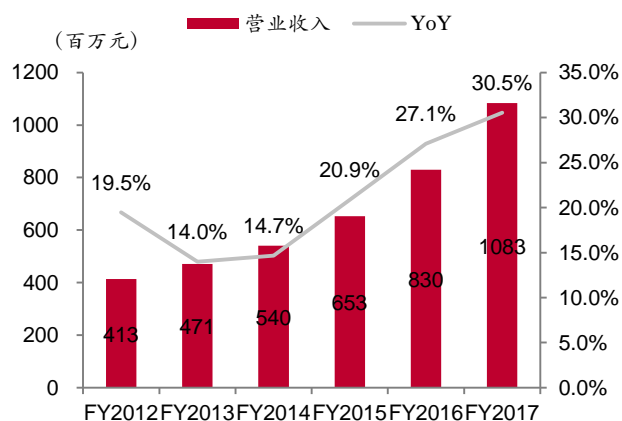
注：平均学费按截至 8 月 31 日学费除以两个连续学年结束时的入读学生总数的平均数计算。

图表 18: 2016/17 学年枫叶教育旗下学校提价情况

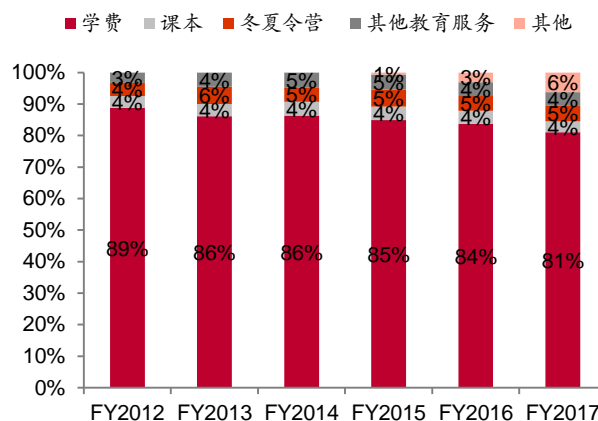
学校分类	城市	2015/16 学年 (万元)	2016/17 学年 (万元)	涨幅
高中	天津、上海	5.8-8.1	7.3-10	23.5-25.8%
初中	武汉、天津	2.6-3.8	3.4-4.8	26.3-30.8%
小学	武汉、天津	2.2-3.3	2.9-4.3	30.3-31.8%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 非学费收入占比约 19%。** 学生人数的快速增长致收入增长强劲，近三财年增速超过 20%，2017 财年收入同增 30.5% 至 10.8 亿元。学费是公司主要收入来源，但近年贡献比重逐年降低，这与公司着力发展冬夏令营、超市、校服等教育服务衍生的产业息息相关，2017 财年学费收入占比约 81%，非学费收入占比约 19%。

图表 19: 枫叶教育营业收入及同比增速


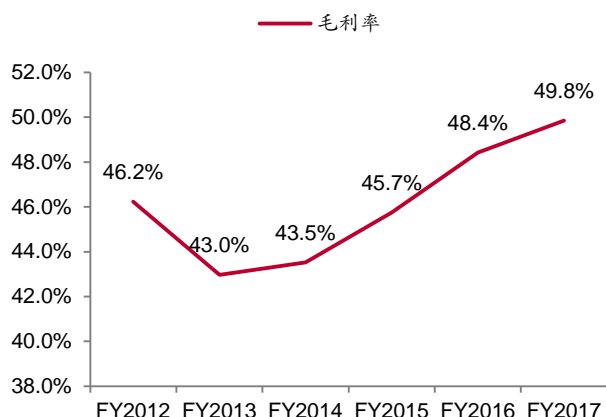
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 20: 枫叶教育营业收入拆分


来源：公司公告，中泰证券研究所

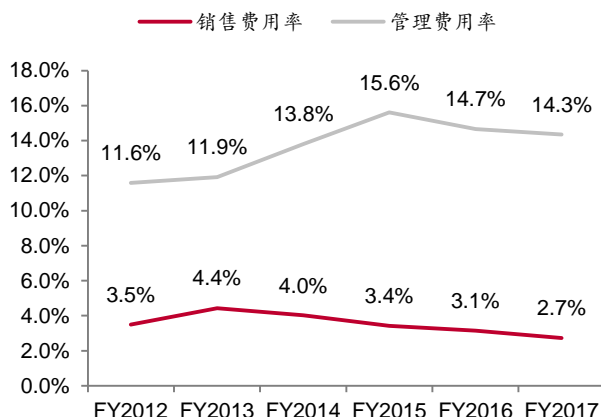
- 毛利率提高，期间费用率降低。** 毛利率与使用率有很强的正相关关系，使用率的提高及轻资产的扩张模式令公司毛利率得以不断攀升，2017 财年毛利率提高 1.4pct 至 49.8%。近三财年，公司销售费用率和管理费用率逐年降低，2017 财年销售费用率下降 0.4pct 至 2.7%，管理费用率下降 0.3pct 至 14.3%。

图表 21: 枫叶教育毛利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

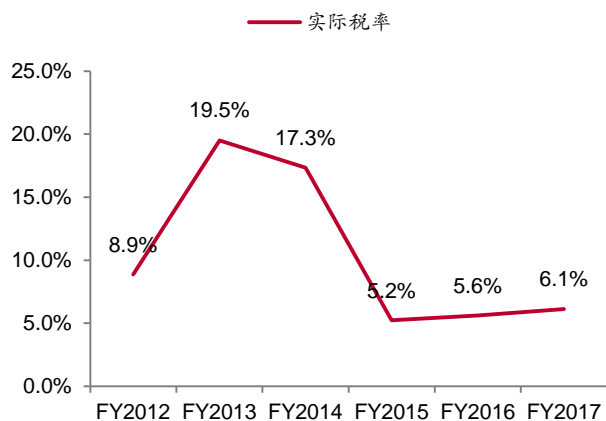
图表 22: 枫叶教育销售费用率、管理费用率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

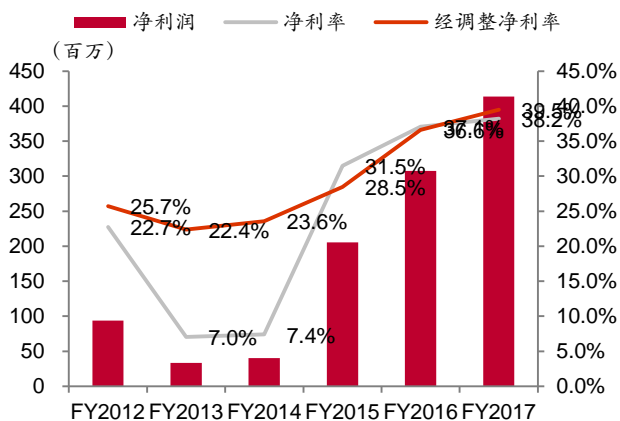
- 实际税率稳定。**根据修订前的《民办教育促进法实施条例》,“出资人不要求取得合理回报的民办学校,依法享受与公办学校同等的税收及其他优惠政策”。公司旗下大部分学校被当地税务局豁免缴税,学费收入免征企业所得税。2015-2017 财年,公司实际税率保持稳定,2013-2014 财年实际税率较高主要是优先股公允价值变动及认股权证公允价值变动所致。
- 净利率不断提高。**在毛利率提高、期间费用率降低的共同作用下,公司经调整净利率不断提高。2017 财年,公司净利润同增 34.5%至 4.1 亿元,经调整净利率 39.5%。

图表 23: 枫叶教育实际税率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 24: 枫叶教育净利润及净利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

盈利预测投资建议

- 收入及毛利率:**截至 2018 年 3 月末学生人数达到 3 万人,相比 2017 学年末增长 15.0%。假设海口新收购项目将于 2018 年 5 月开始并表,我们预计 2018/19/20 财年收入 13.13/16.73/21.23 亿元,同增 21.2%/27.4%/26.9%。学校利用率的提高将带动公司毛利率同向变动,预计 2018/19/20 财年毛利率 50.8%/52.1%/54.2%。

图表 25: 收入预测拆分

(百万元)	FY2016A	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2020E
主营业务收入	830	1083	1313	1673	2123
YoY%	27.1%	30.5%	21.2%	27.4%	26.9%
学费	695	878	1052	1328	1672
YoY%	25.3%	26.3%	19.8%	26.2%	25.9%
课本	34	38	46	58	73
YoY%	24.4%	11.8%	19.8%	26.2%	25.9%
冬夏令营	39	54	71	98	132
YoY%	10.7%	39.7%	31.5%	37.4%	34.5%
其他教育服务	36	46	60	86	122
YoY%	14.6%	26.7%	31.3%	43.9%	41.4%
其他教育	26	67	84	103	124
YoY%	510.6%	161.5%	25.0%	22.5%	20.3%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 净利润及 EPS:** 预计 2018/19/20 财年净利润 4.95/6.39/8.38 亿元，同增 20.6%/29.2%/31.0%，摊薄每股收益 0.33/0.43/0.56 元，假设汇率 1 港元=0.81 人民币，对应 0.41/0.53/0.69 港元。当前市值 169 亿港元，对应估值 28x/21x/16x。

图表 26: 可比公司估值

上市公司	股价 (人民币)	每股收益			PE		
		FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2017A	FY2018E	FY2019E
宇华教育	3.22	0.12	0.14	0.18	27	23	18
睿见教育	4.68	0.11	0.15	0.20	43	31	23
平均					35	27	21

来源：中泰证券研究所

注：股价使用 2018 年 4 月 12 日收盘价，盈利预测使用 Wind 一致预期

- 投资建议:** 枫叶的国际学校网络以二三线城市为主，符合消费升级的趋势；学费定位中产阶级，成长空间广阔。依靠轻资产和收购，学校扩张驶入快车道，为学生人数的快速增长提供物质基础。看好公司在国际学校赛道的龙头地位，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 多数省份新民促法实施细则尚未出台，义务教育阶段民办学校使用 VIE 架构海外上市存在政策风险。
- 新学校投入使用、学生人数增长、学费提价不及预期。
- 非学费收入增长不及预期。

图表 27: 公司主要财务数据及盈利预测

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F		FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F
营业收入	830	1,083	1,313	1,673	2,123	货币资金	1,238	1,649	1,818	2,213	2,714
营业成本	428	543	646	801	973	存货	9	18	22	27	32
毛利率	48.42%	49.84%	50.78%	52.14%	54.19%	其他流动资产	37	77	81	100	122
其他收入	32	45	43	48	56	流动资产	1,285	1,744	1,920	2,340	2,868
销售费用	26	30	36	46	58	固定资产	1,506	1,814	2,158	2,571	3,024
营业费用率	3.14%	2.73%	2.73%	2.73%	2.73%	无形资产	0	7	7	7	7
管理费用	122	155	187	237	298	其他长期资产	435	851	844	837	830
管理费用率	14.67%	14.35%	14.25%	14.15%	14.05%	非流动资产	1,942	2,673	3,009	3,415	3,861
财务费用	0	8	7	5	2	资产总计	3,226	4,417	4,929	5,754	6,728
财务费用率	0.00%	0.73%	0.56%	0.31%	0.10%	短期借款	0	117	85	57	0
利润总额	326	441	531	685	897	应付账款	337	383	464	591	750
所得税	18	27	32	42	55	其他流动负债	847	1,067	1,284	1,622	2,044
所得税率	5.62%	6.11%	6.11%	6.11%	6.11%	流动负债	1,184	1,566	1,832	2,270	2,794
少数股东损益	0	3	4	4	4	长期负债	0	90	90	90	90
归属于母公司股东的净利润	308	410	495	639	838	其他长期负债	21	259	184	126	-10
净利率	37.07%	37.90%	37.69%	38.22%	39.45%	非流动性负债	21	349	274	216	80
摊薄每股收益(元)	0.21	0.28	0.33	0.43	0.56	负债合计	1,205	1,915	2,107	2,486	2,874
现金流量表 (百万元)						股本	8	9	9	9	9
指标名称	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F	资本公积	2,013	2,421	2,738	3,179	3,761
净利润	308	410	495	639	838	股东权益合计	2,021	2,502	2,823	3,268	3,854
少数股东损益	0	3	4	4	4	少数股东权益	0	72	76	80	84
折旧和摊销	46	51	64	74	87	负债股东权益总计	3,226	4,417	4,929	5,754	6,728
营运资金变动	188	218	291	441	554	比率分析					
其他	-9	16	-35	-32	-34		FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F
经营现金流	533	699	819	1,127	1,449	增长率 (%)					
资本支出	-153	-574	-400	-480	-533	营业收入	27.1	30.5	21.2	27.4	26.9
投资收益	41	49	52	52	48	净利润	49.6	33.5	20.6	29.2	31.0
资产变卖	14	-111	0	0	0	利润率 (%)					
其他	131	72	0	0	0	毛利率	48.4	49.8	50.8	52.1	54.2
投资现金流	33	-564	-348	-428	-484	净利率	37.1	37.9	37.7	38.2	39.5
发行股票	0	0	0	0	0	回报率 (%)					
负债变化	0	424	-117	-101	-206	净资产收益率	15.2	16.4	17.5	19.6	21.7
股息支出	0	-118	-178	-198	-256	总资产收益率	9.5	9.4	10.2	11.3	12.6
其他	-366	-24	-7	-5	-2	其他 (%)					
融资现金流	-366	282	-302	-304	-464	资产负债率	37.3	43.4	42.7	43.2	42.7
现金净增加额	200	417	169	395	501	所得税率	5.6	6.1	6.1	6.1	6.1
						股利支付率	38.3	43.3	40.0	40.0	40.0

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。