

审慎增持 (维持)

CTRP.O 携程网

中概股

大势承压，战略上持续国际化+下沉

目标价：34.07 美元

现价：27.89 美元

2018年11月10日

市场数据

日期	2018-11-8
收盘价(美元)	27.89
1份ADS等于股数	8
总股本(亿股)	0.68
流通股本(亿股)	0.68
总市值(亿美元)	151.72
流通市值(亿美元)	151.72
净资产(亿元)	877.56
总资产(亿元)	1,893.70
Per ADS 净资产(元)	161.32

数据来源: Wind

相关报告

携程网(CTRP.O)_营收放缓,“全球化”战略成果彰显_20180906

携程网(CTRP.O)_最优客源在手,深度闭环全球化在线旅游-20181022

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院

副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

王文洲

wangwenzhou@xyzq.com.cn

SFC: ARO923

SAC: S0190118060102

李文静

liwenjing@xyzq.com.cn

SAC: S0190118090169

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	26,993	30,653	36,966	44,180
同比增长	36.4%	13.6%	20.6%	19.5%
NonGaap 归母净利润(百万元)	4,044	4,737	6,939	8,311
同比增长	-	17.1%	46.5%	19.8%
毛利率	81.9%	78.9%	78.1%	78.1%
净利率	13.1%	7.9%	15.9%	16.3%
净资产收益率	2.6%	2.8%	6.5%	7.5%
Per ADS (元)	4.04	2.53	8.03	10.41
Per ADS 经营现金流(元)	13.33	7.52	17.40	17.04

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **公司业绩概要:** 1) 2018Q3 实现营收 93.96 亿元, 同比增长 15%。住宿预订收入 36.27 亿元, 同比增长 21%, 交通票务收入 36.21 亿元, 同比增长 5.6%, 度假业务收入 13.78 亿元, 同比增长 28%, 商旅业务收入 2.67 亿元, 同比增长 31.5%。2) 研发+销售+管理费用率达 62.6%, 比去年同期下降 2 个百分点。3) 毛利率为 78.4%, 较去年同期 83.4% 明显有所下降。4) NonGAAP 归母净利润 17.32 亿元, Margin 为 18.5%; Q3 的数据符合我们预期。5) 公司预计 2018Q4 净营收同比增长 15%-20%, 低于市场预期 5% 左右。
- **大势承压, 预计今年旅游行业市场不容乐观。** 据文化和旅游部披露, 今年上半年, 全国旅游收入增长率仅为 12.5%, 为近 4 年最低值。我们认为, 携程虽为在线旅游行业龙头, 在此行业背景中也将受到一定影响。
- **国际业务的流量优势愈发彰显。** 随着携程国际化发展战略的逐步推进, 公司国际市场业务收入显著提升, 2018Q3, 携程国际机票(不包括 Skyscanner) 达到行业增速的近 2 倍; 此外, 天巡直接预订业务同比上升约 250%, 占其收入占比达 10%(17Q4:3%)。此两项海外平台加起来的 MAU 已超 9,000 万, 近携程全球 2 亿 MAU 的一半, 国际业务的流量优势越来越明显。
- **稳固高星酒店地位, 下沉扩张效果显著。** 目前携程已经覆盖了 76 万的国内酒店, 18Q3, 其低星级酒店间夜量同比增长至约 50%, 目前间夜量占比已达 1/2-1/3, 其低星酒店 ASP 为 200+, 略高于美团。
- **投资建议:** 由于行业大势承压、行业情况低迷, 此外, 携程仍在投资提升服务能力, 费用率影响较大, 因而导致公司利润率在短期内仍将承压。因此, 我们用 DCF 模型对股票进行重估, (WACC=9.5%, Perpetual g=1.5%), 下调目标价从 40.74 美元至 34.07 美元, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 行业政策风险; 自然灾害、政治等突发事件风险; 行业竞争激烈; 毛利率下降, 费用上升风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

主营业务增速符合预期，GMV 首成全球第一。2018Q3 实现营收 93.96 亿元，同比增长 15%。住宿预订收入 36.27 亿元，同比增长 21%，交通票务收入 36.21 亿元，同比增长 5.6%，度假业务收入 13.78 亿元，同比增长 28%，商旅业务收入 2.67 亿元，同比增长 31.5%。符合我们预期水平。此外，不计 Skyscanner，截至 2018 年 9 月 30 日的过去 12 个月的总交易额同比增长了约 30%，达到了 6900 亿 RMB，首超 Expedia(975.96 亿 USD，约 6751 亿元 RMB)，并高于 Booking Holdings 的 912 亿 USD(约 6333 亿 RMB)，排名全球在线旅游行业的第一。

图1、16Q3-18Q3 公司收入及环比增速

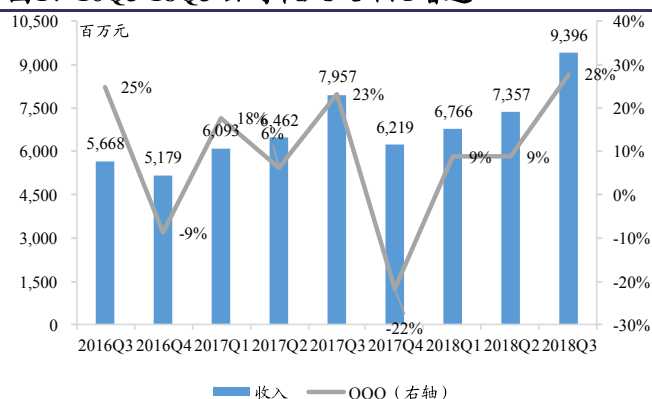
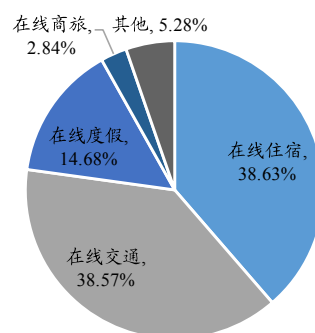


图2、公司 2018Q3 收入结构

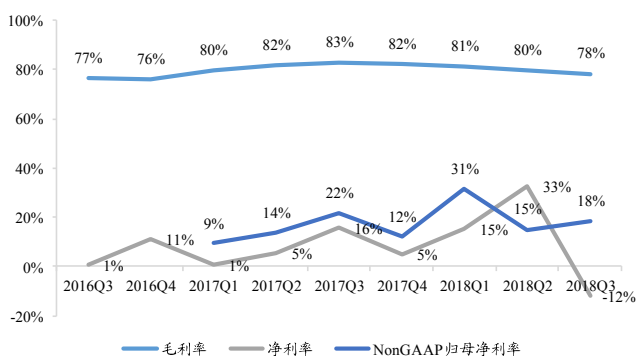


资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

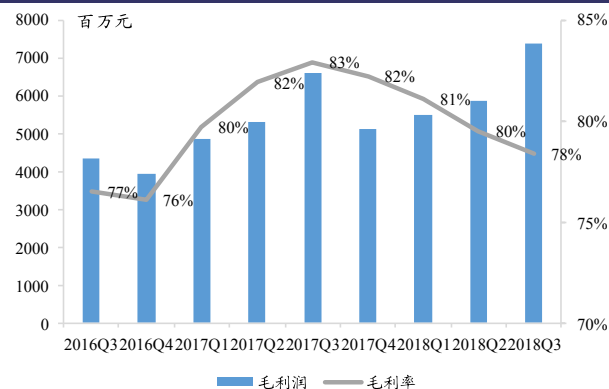
- **毛利率明显下滑。**在主营业务增速逐渐放缓的同时，Q3 实现毛利率 78.4%，相比 Q2 的 79.5%和去年同期 83.4%下降明显。**我们认为，公司毛利率下降主要原因是：**1) 机票去中介化销售；2)，以“顾客为中心”服务的推进如一站式退改签、酒店取消等，今年 Q2 毛利率已有所反应；3) 国际的海外呼叫中心的扩容、线下门店设立等，现已增加了韩国，并且在部署日本；4) 三季度是在线度假的旺季，跟团游业务的毛利率水平相对较低，因此对整体毛利率有一定影响。预计未来的毛利率水平将在 75%-80%的区间。

图3、16Q3-18Q3 公司毛利率/净利率/NonGAAP 净利率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、16Q3-18Q3 公司毛利润、净利润率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **受新会计准则的影响，GAAP 净利润转负，建议以 NonGAAP 为参考。**受会计准则的影响，other income/expense 项下的 other income 新增了投资上市公司的公允价值变动项目，主要来自于华住(携程占股 8%)/Make My Trip(10%)/东航(3%)的三家投资公允价值变动，侵蚀了公司 GAAP 净利润。而剔除此项非主营业务影响之后，携程 NonGAAP 归母净利率达 18%。

表1、公司 16Q3-18Q3 财务指标变化

百万元	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
收入	5,668	5,179	6,093	6,462	7,957	6,219	6,766	7,357	9,396
QOQ (右轴)	25%	-9%	18%	6%	23%	-22%	9%	9%	28%
毛利润	4338	3941	4856	5292	6596	5112	5487	5850	7364
QOQ	37%	-9%	23%	9%	25%	-22%	7%	7%	26%
净利润	42	590	44	352	1,264	316	1,044	2,398	-1,105
净利润 QOQ	-107%	1305%	-93%	700%	259%	-75%	230%	130%	-146%
归母净利润	24	645	52	327	1,229	350	1,060	2,381	-1,139
归母 QOQ	-105%	2588%	-92%	529%	276%	-72%	203%	125%	-148%
NonGAAP 归母净利润			574	887	1,778	750	2,124	1,111,000	1,732
毛利率	77%	76%	80%	82%	83%	82%	81%	80%	78%
净利率	1%	11%	1%	5%	16%	5%	15%	33%	-12%
NonGAAP 归母净利率			9%	14%	22%	12%	31%	15%	18%
研发费用	1,844	1,722	1,963	2,037	2,185	2,074	2,160	2,251	2,491
销售费用	1,507	1,471	1,881	2,001	2,378	2,034	2,091	2,191	2,705
管理费用	539	540	638	608	674	701	646	684	688
研发费用率	33%	33%	32%	32%	27%	33%	32%	31%	-27%
销售费用率	27%	28%	31%	31%	30%	33%	31%	30%	-29%
管理费用率	10%	10%	10%	9%	8%	11%	10%	9%	-7%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **Q3 费用有效改善，预计 Q4 费用率上升，绝对值与 Q3 持平，进而或将影响经营利润。**研发+销售+管理费用率 62.6%，比去年同期下降 2 个百分点。但由于淡旺季的影响，Q3&Q4 收入的绝对值差距较大，我们预计 Q4 费用率将大幅上升，绝对值与 Q3 基本持平，其中销售费用率影响最大。因此，直接影响经营利润情况，我们预计 Q4 NonGAAP 的 margin 将不到 1%。

业务情况：1) 大势承压；2) 国际化彰显；3) 加码战略下沉

- **大势承压，预计旅游行业市场不容乐观。**据文化和旅游部推断，全年旅游人数增长、营收增长或将放缓，旅游市场实现增长的难度升级。今年上半年，全国旅游收入增长率仅为 12.5%，为近 4 年最低值。我们认为，携程虽为在线旅游行业龙头，也将受到一定影响。
- **国际业务的流量优势彰显。**随着携程国际化发展战略的逐步推进，公司国际市场业务收入的占比得到显著提升，在两大主营业务增速放缓的情况下弥补了收入缺口。公司主要依托旗下 Skyscanner 和 Trip.com 两大平台，发力国际机票和酒店市场，2018Q3，携程国际机票（不包括 Skyscanner）达到行业增

速的近 2 倍；此外，天巡直接预订业务同比上升约 250%，占其收入占比达 10%（17Q4:3%）。此两项海外平台加起来的 MAU 已超 9,000 万，近携程全球 2 亿 MAU 的一半，国际业务的流量优势越来越明显。

- **稳固高星酒店地位，下沉扩张效果显著。**一方面，携程在高星酒店再次布局，10 月，携程成立自己的酒店品牌“丽呈”，通过向全国一二线城市高星酒店提供数据分析、营销渠道等服务，获得自己的酒店“同盟”。此外，随着携程下沉战略的渗透，公司 Q3 低星级酒店间夜量同比增长至约 50%，目前间夜量占比已达 1/2-1/3，其低星酒店 ASP 为 200+，略高于美团。
- **用户画像：人均交易额远超同行，回购率高，用户结构年轻化。**仅携程和去哪儿两个品牌在中国拥有 1.3 亿年度交易用户，用户年人均消费金额超过 5,000 元人民币。远超领先同业，龙头地位难以撼动。此外，携程用户年度回购比例约为 40%-50%，每两年的回购率达到 70%-80%。同时年轻化用户结构也是携程增长潜力的来源。35 岁以下的客户比例在过去 5 年里稳定保持在 70% 左右。其中，年龄在 29 岁以下的年轻用户增长最快，占比已经从 30% 增加到将近 50%。

下调目标价从 40.74 美元至 34.07 美元，维持“审慎增持”评级。

我们使用 DCF 模型对公司股票进行重新估值，DCF 模型反馈了盈利预测的下调，FCFF 折现计算的股本价值为 1278.2 人民币，每股价值 234.08 元，得出公司目标价每 ADS 34.07 美元（WACC=9.5%，永续增长率由 2% 下调至 1.5%），下调目标价从 40.74 美元至 34.07 美元，维持“审慎增持”评级。

表2、FCFF 测算(单位：人民币千元)

项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EBIT	381,043	-1,568,478	2,943,000	2,187,583	3,535,731	5,092,972
利息收入	445,767	567,145	987,592	1,849,160	2,218,992	2,551,841
财务费用	-302,426	-731,923	-1,285,779	-1,540,420	-1,535,302	-1,430,400
	524,384	-1,733,257	2,644,813	2,496,323	4,219,421	6,214,413
所得税率	-15.6%	27.2%	-34.9%	-35.7%	-22.2%	-19.6%
息前税后利润 (NOPLAT)	442,344	-2,203,974	1,721,444	1,606,232	3,284,614	4,996,687
加：折旧与摊销	316,214	718,836	883,202	940,414	931,599	912,490
营业现金毛流量	758,558	-1,485,139	2,604,645	2,546,647	4,216,213	5,909,177
减：追加营运资本	-3,689,419	-1,267,182	679,009	-2,705,753	-741,799	-2,767,065
经营现金净流量	4,447,978	-217,956	1,925,637	5,252,400	4,958,013	8,676,243
减：资本支出	10,991,260	3,671,691	732,288	780,401	775,098	769,875
FCFF	-6,543,282	-3,889,647	1,193,349	4,471,999	4,182,915	7,906,367

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

表3、DCF估值(单位:人民币千元)

FCFF估值	现金流折现值 (千元)	价值百分比
第一阶段	14,886,009	11.20%
第二阶段	52,038,149	39.14%
第三阶段(终值)	66,020,749	49.66%
企业价值 AEV	132,944,908	100.00%
- 少数股东权益	-85,000	-0.06%
- 净债务	3,815,170	2.87%
总股本价值	129,214,738	97.19%
股数(千股)	69,000.00	552,000.00
每股价值(元)	234.08	
每股价值(美元)	34.07	

资料来源:公司资料,兴业证券经济与金融研究院整理及预测

表4、公司18-19年季度数据

¥1000	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
营业收入	6,766,000	7,357,000	9,396,000	7,134,319	8,340,076	8,978,542	10,969,248	8,678,475
yoy	11.05%	13.10%	14.92%	14.72%	23.26%	22.04%	16.74%	21.64%
住宿预订	2,487,000	2,810,000	3,627,000	2,615,411	3,238,768	3,576,606	4,313,518	3,187,965
交通票务	2,888,000	3,024,000	3,621,000	3,208,883	3,454,003	3,642,437	4,264,033	3,915,970
度假业务	834,000	839,000	1,378,000	688,119	947,518	964,259	1,467,760	838,278
商旅服务	180,000	255,000	267,000	250,206	285,088	301,891	353,997	327,391
其他收入	377,000	429,000	503,000	371,700	414,700	493,350	569,940	408,870
营业成本	-1,244,000	-1,469,000	-1,991,000	-1,604,044	-1,708,338	-1,886,191	-2,356,577	-1,970,688
毛利润	5,487,000	5,850,000	7,364,000	5,493,426	6,588,660	7,048,156	8,556,013	6,665,069
yoy	12.99%	9.67%	8.04%	7.46%	20.08%	20.48%	16.19%	21.33%
经营利润	590,000	724,000	1,480,000	-606,417	792,307	987,640	1,426,002	329,782
NonGaap经营利润	966,000	1,204,000	1,881,000	-6,417	1,209,311	1,526,352	1,974,465	850,491
净利润	1,044,000	2,398,000	-1,105,000	-854,677	860,185	860,185	624,985	1,414,470
归属公司股东利润	1,060,000	2,381,000	-1,139,000	-904,677	868,787	868,787	612,485	1,386,181
少数股东损益	16,000	-17,000	-34,000	-50,000	8,602	8,602	-12,500	-28,289
NonGaap归母净利润	2,124,000	1,111,000	1,732,000	-229,677	1,280,391	1,145,797	1,929,243	816,025

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理及预测

表5、公司18-20年收入分部预测

(亿人民币)	最新预测			此前预测			预测变动		
利润简表	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	307	370	442	308	385	470	-0.53%	-3.86%	-5.92%
毛利	242	289	345	247	310	378	-2.03%	-6.80%	-8.74%
Non-GAAP经营利润	40	55	70	50	74	93	-18.52%	-26.11%	-25.41%
毛利率	78.93%	78.06%	78.11%	80.14%	80.52%	80.52%	-1.51%	-3.05%	-2.99%
Non-GAAP经营利润率	13.19%	14.80%	15.75%	16.10%	19.25%	19.87%	-18.08%	-23.14%	-20.71%

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理及预测

表6、公司 18-20 年收入分部预测

¥ 1000		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
住宿预订	国内住宿	市占率	59.40%	59.30%	59.30%	59.00%	59.10%	59.00%	58.90%	58.80%	58.70%	58.60%	58.50%
		变现率	7.63%	7.66%	8.57%	8.25%	8.50%	8.50%	8.45%	8.45%	8.45%	8.45%	8.40%
		收入	1,989,600	2,191,800	2,792,790	2,124,011	2,602,096	2,785,310	3,229,045	2,558,973	2,990,011	3,200,501	3,710,209
	国外住宿	增速			0.00%	25.00%	28.00%	28.00%	30.00%	28.00%	30.00%	30.00%	32.00%
	收入	497,400	618,200	834,210	491,400	636,672	791,296	1,084,473	628,992	827,674	1,028,685	1,431,504	817,690
住宿预订总收入			2,487,000	2,810,000	3,627,000	2,615,411	3,238,768	3,576,606	4,313,518	3,187,965	3,817,685	4,229,186	5,141,714
交通票务	国内机票	市占率	48.00%	47.80%	47.60%	47.40%	47.40%	47.30%	47.20%	47.10%	47.00%	47.00%	47.00%
		变现率	1.41%	1.41%	1.57%	1.42%	1.39%	1.42%	1.47%	1.44%	1.43%	1.42%	1.51%
		收入	1,160,976	1,188,432	1,440,912	1,180,688	1,322,716	1,417,196	1,533,054	1,423,683	1,517,333	1,580,555	1,757,251
	国内地面交通	收入	490,960	529,200	622,182	546,975	564,604	592,704	715,509	612,612	649,295	663,828	822,836
	天巡机票	增速	0.00%	0.00%	0.00%	20.00%	28.00%	28.00%	30.00%	28.00%	28.00%	28.00%	30.00%
		收入	462,080	514,080	634,180	666,900	591,462	658,022	824,434	853,632	757,072	842,269	1,071,764
国外机票	增速	32.62%	30.40%	17.00%	20.00%	26.00%	23.00%	28.00%	26.00%	28.00%	28.00%	30.00%	
	收入	773,984	792,288	930,496	814,320	975,220	975,220	974,514	1,191,035	1,248,281	1,247,378	1,548,346	
交通票务总收入			2,888,000	3,024,000	3,627,770	3,208,883	3,454,003	3,643,142	4,047,512	4,080,962	4,171,981	4,334,030	
度假	打包游	收入	708,900	704,760	1,062,479	637,311	909,772	919,422	1,348,533	829,637	1,203,348	1,215,830	1,769,292
	单项	增速			23.00%	10.00%	20.00%	18.00%	22.00%	15.00%	18.00%	18.00%	20.00%
	收入	125,100	134,240	234,260	96,624	150,120	158,403	285,797	111,118	177,142	186,916	342,957	
度假业务总收入			834,000	839,000	1,296,739	733,935	1,059,892	1,077,826	1,634,330	940,755	1,380,490	1,402,746	
商旅服务		市占率	10.20%	10.50%	10.00%	10.50%	11.00%	11.20%	11.40%	11.60%	11.80%	12.00%	12.40%
	收入	180,000	255,000	267,000	250,206	285,088	301,891	353,997	327,391	392,739	415,384	485,885	
其他收入		增速	10.23%	23.63%	5.00%	5.00%	10.00%	15.00%	15.00%	10.00%	8.00%	8.00%	10.00%
	收入	377,000	429,000	495,600	371,700	414,700	493,350	569,940	408,870	447,876	532,818	626,934	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

投资建议：携程是我国 OTA 龙头企业，GMV 也将首次超过 Expedia 成为国际第一大 OTA，在国内在线旅游市场拥有压倒性份额优势，并积极扩张海外市场份额。我们认为，随着携程国际化战略的逐步推进，低端城市的不断渗透和高增速业务的持续发展，在巩固现有行业规模的同时，未来仍存在一定的增长空间。但是由于行业大势承压、行业情况低迷，此外携程仍在投资提升服务能力，费用率影响较大，因而导致公司利润率在短期内仍将承压。但从长期角度讲，携程仍将保持行业龙头地位，业务前景依旧乐观，建议投资者关注。

风险提示：

- 1) 中国经济波动影响行业景气度；
- 2) 行业政策风险；
- 3) 自然灾害、政治等突发事件风险；
- 4) 在线旅游服务行业竞争激烈；
- 5) 毛利率下降，费用上升。

资产负债表					利润表				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	59,226,820	79,242,825	85,241,052	88,853,479	营业收入	26,796,000	30,502,469	36,779,692	43,960,338
货币资金	19,991,788	30,269,555	32,009,741	30,921,169	营业成本	-4,678,000	-6,308,044	-7,921,794	-9,450,325
短期投资	28,129,938	35,162,423	38,678,665	40,612,598	毛利	22,118,000	24,194,426	28,857,898	34,510,013
应收账款	4,559,053	6,718,536	6,076,659	7,262,544	利息与其他收入	581,258	218,740	656,690	1,094,441
其他	6,546,041	7,092,312	8,475,988	10,057,168	销售费用	-8,294,000	-9,805,056	-11,153,779	-12,886,558
非流动资产	102,821,657	104,799,776	106,857,836	109,364,453	研发费用	-8,259,000	-9,399,012	-10,812,670	-12,855,287
物业、厂房及设备	5,615,500	5,584,765	5,554,197	5,523,797	行政费用	-2,622,000	-2,802,775	-3,355,717	-3,675,196
无形资产	13,750,316	13,623,458	13,499,882	13,389,967	经营利润	2,943,000	2,187,583	3,535,731	5,092,972
商誉	56,246,051	56,246,051	56,246,051	56,246,051	Non-GAAP经营利润	4,776,812	4,044,583	5,560,618	6,959,782
长期投资	25,573,785	27,719,518	29,937,498	32,588,327	税前盈利	3,524,258	2,406,323	4,192,421	6,187,413
其他	1,636,004	1,625,985	1,620,207	1,616,311	所得税	-1,230,405	-858,000	-929,042	-1,212,376
资产总计	162,048,477	184,042,601	192,098,888	198,217,933	净利润	2,229,210	1,482,323	3,197,379	4,975,038
流动负债	42,159,932	62,402,021	68,271,003	68,767,684	少数股东损益	-19,091	-85,000	-29,210	-49,750
应付账款	7,459,203	10,023,740	12,588,056	15,016,955	归属母公司净利润	2,248,301	1,567,323	3,226,589	5,024,788
应付负债	34,700,729	52,378,281	55,682,947	53,750,730	Non-GAAP归母净利润	4,043,931	4,737,323	5,171,456	6,770,497
递延收入	0	0	0	0	EPS(元)	33.33	20.25	45.92	71.38
非流动负债	33,415,516	33,685,228	32,675,154	33,322,480	主要财务比率				
长期借款	29,220,255	29,489,967	28,479,893	29,127,219	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
长期递延收入	3,847,440	3,847,440	3,847,440	3,847,440	成长性				
其他长期负债	347,820	347,820	347,820	347,820	营业收入增长率	36.4%	13.6%	20.6%	19.5%
负债合计	75,575,448	96,087,249	100,946,157	102,090,164	毛利润增长率	52.6%	9.4%	19.3%	19.6%
归母公司权益	84,693,814	86,091,136	89,259,305	94,184,592	净利润增长率	-236.2%	-33.5%	115.7%	55.6%
普通股	5,173	5,173	5,173	5,173	归母净利润增长率	-254.5%	-36.8%	126.7%	55.5%
资本公积	383,624	383,624	383,624	383,624	盈利能力(%)				
累计其他综合损失	86,415,837	87,813,160	90,981,329	95,906,616	毛利率	81.9%	78.9%	78.1%	78.1%
库存股	-2,110,821	-2,110,821	-2,110,821	-2,110,821	净利率	13.1%	7.9%	11.3%	14.0%
少数股东权益	1,779,216	1,864,216	1,893,426	1,943,176	ROE	2.6%	2.8%	4.7%	6.6%
总权益	86,473,029	87,955,352	91,152,731	96,127,769	ROA	1.4%	1.3%	2.2%	3.1%
负债及权益合计	162,048,477	184,042,601	192,098,888	198,217,933	偿债能力				
现金流量表					净资产负债率	87.4%	109.2%	110.7%	106.2%
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债率	46.6%	52.2%	52.5%	51.5%
税前利润	3,524,258	2,406,323	4,192,421	6,187,413	流动比率	1.40	1.27	1.25	1.29
折旧和摊销	883,202	940,414	931,599	912,490	速动比率	1.25	1.16	1.12	1.15
营运资金的变动	-9,620,662	-6,332,791	134,832	2,954,846	营运能力				
经营活动现金流	7,068,861	4,148,514	8,450,807	8,460,561	资产周转率	0.17	0.17	0.19	0.22
投资活动现金流	-15,232,252	-10,751,018	-7,305,901	-6,153,041	应收帐款周转率	5.92	4.56	6.08	6.08
融资活动现金流	8,019,066	16,080,271	-204,720	-4,196,092	每股资料(元)				
现金净变动	-191,690	9,477,767	940,186	-1,888,571	每股收益	33.3	20.3	45.9	71.4
现金的期初余额	18,434,681	18,242,992	27,720,758	28,660,944	每股净资产	163.0	161.9	166.4	160.5
现金的期末余额	18,242,992	27,720,758	28,660,944	26,772,373	估值比率(倍)				
					PE	47.3	75.4	33.3	21.4
					PB	1.2	1.2	1.2	1.1

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司和朗诗绿色集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。