

# 强生控股 (600662)

## 上海外服拟借壳上市，人服赛道加速变局

强生控股是上海出租车行业龙头企业，近年市场影响下经营承压严重，归母扣非净利润持续下滑。强生控股是上海久事旗下的国有控股集团型上市公司，历经百年发展，目前主营业务包括出租汽车、租赁汽车、汽车服务、定制旅游、房地产等，子公司强生控股和巴士租赁为主要收入贡献来源。强生控股 19 年实现营收 38.36 亿元，同比下降 6.29%。其中上海地区贡献了 95% 的收入，出租汽车和汽车租赁业务贡献了近 50% 的收入。19 年实现归母净利润 0.93 亿元，同比增长 31.2%。其中，由于出售杉德巍康 8.2% 的股权，当期确认投资收益 2.2 亿。剔除非经常性损益影响后，实现归母扣非净利润-0.38 亿，同比下降 461%，主要是出租汽车、房地产、旅游板块经营不佳影响，出租汽车业务收入与成本费用倒挂现象严重。

**上海外服拟借壳强生控股，A 股人力资源行业有望迎来第二股。**5 月 14 日，强生控股披露重组方案，拟装入国内人力资源服务龙头上海外服。交易完成后，上市公司第一大股东将由上海久事变更为东浩兰生，实际控制人仍为上海市国资委。交易方案分为上市公司股份无偿划转、资产置换、发行股份购买资产和募集配套资金四步。

**上海外服是国资直属人服龙头，人事代理和薪酬福利领域行业领先。**上海外服是上海市第一家市场化涉外人力资源服务机构，深耕本土 38 年。核心业务为人事管理、薪酬福利、招聘及灵活用工、业务外包四项，其中人事管理和薪酬福利为主要收入来源。近年来内生加速信息化平台建设，技术赋能业务；外延参股新加坡 TG 公司，加快全球市场布局。19 年实现收入 1494 亿，同比增长 14.55%；归母净利润 4.58 亿，同比增长 5.05%。收入统计口径中包括代收的薪资和社保，经调整后计算口径后的收入预计范围为 200 至 240 亿，净利率约为 2%，整体盈利能力一般。但经营性现金流情况较好，19 年净流入 16.62 亿，约为当年净利润的 3.32 倍。

**交易完成后上市公司将会得到价值重估。**由于上市公司还未披露置入置出资产的评估价，参考上述目标市值，则资产置换差值为 43.5 亿。按 3.46 元/股的发行价格，上市公司需要发行 12.57 亿股。考虑到募集配套资金的发行价格为 3.08 元/股，且上限不超过 9.73 亿，则增发发行股份不超过 3.16 亿股。重组上市后，预计股份总数为 15.73 亿股，以 5 月 15 日收盘价 4.58 元/股计算，对应 19 年 PE 为 16 倍。

**投资建议：**目前国内人服赛道处于黄金发展期，上海外服为国内人事代理、薪税福利领域领先的老牌人服机构，若重组上市成功，强生控股主业将由出租汽车服务变更为人力资源服务，A 股有望迎来人力资源行业第二股。上市公司主业变更后将会得到价值重估，强生控股 20 年目标市值 38.5 亿，上海外服 20 年目标市值 82 亿，存在较大价差，首次覆盖给予买入评级。

**风险提示：**重组进度不及预期，行业政策变动，疫情拖累盈利能力

### 投资评级

行业	交通运输/公交
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.09 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,053.36
流通 A 股股本(百万股)	1,053.36
A 股总市值(百万元)	6,414.98
流通 A 股市值(百万元)	6,414.98
每股净资产(元)	2.97
资产负债率(%)	48.79
一年内最高/最低(元)	6.09/3.60

### 作者

<b>刘章明</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
<b>姜明</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,093.79	3,836.30	2,685.41	3,893.85	3,699.16
增长率(%)	0.40	(6.29)	(30.00)	45.00	(5.00)
EBITDA(百万元)	874.25	667.64	(8.40)	175.12	206.50
净利润(百万元)	64.74	93.26	(54.92)	67.07	86.11
增长率(%)	(35.86)	44.06	(158.89)	(222.11)	28.39
EPS(元/股)	0.06	0.09	(0.05)	0.06	0.08
市盈率(P/E)	74.52	51.73	(87.84)	71.93	56.03
市净率(P/B)	1.48	1.50	1.52	1.49	1.45
市销率(P/S)	1.18	1.26	1.80	1.24	1.30
EV/EBITDA	3.93	6.33	(505.61)	22.32	20.02

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 强生控股：上海出租车龙头企业，近年市场影响经营承压严重	4
1.1. 百年老店，上海久事为第一大股东	4
1.2. 出租汽车行业处于低谷期，多业务协同发展改善经营效益	4
1.3. 收入下滑叠加成本费用上升，归母扣非净利润持续下滑	7
2. 上海外服：国资直属人服龙头，人事管理&薪酬福利行业领先	9
2.1. 上海外服拟借壳强生控股，A 股人力资源行业有望迎来第二股	9
2.2. 东浩兰生旗下资源丰富，上海外服为核心资产之一	10
2.3. 信息平台建设提升服务质量，参股新加坡 TG 加速全球市场布局	12
2.4. 净利率水平较低，现金流情况良好	14
3. 重组上市后，上市公司有望迎来价值重估	15
3.1. 人服赛道处于黄金发展期，巨头上市推动行业加速整合	15
3.2. 盈利预测与估值	16
3.3. 风险提示	18

## 图表目录

图 1：强生控股发展历程	4
图 2：强生控股股权结构	4
图 3：出租汽车板块 19 年收入同比下降 9.44%	5
图 4：出租汽车板块 19 年毛利率同比减少 6.72pct	5
图 5：汽车租赁板块 19 年收入同比上升 7.79%	5
图 6：汽车租赁板块 19 年毛利率同比增加 0.30pct	5
图 7：汽车服务板块 19 年收入同比下降 18.48%	6
图 8：汽车服务板块 19 年毛利率同比增加 4.21pct	6
图 9：房地产板块 19 年收入同比下降 40.68%	6
图 10：房地产板块 19 年毛利率同比增加 3.20pct	6
图 11：定制旅游板块 19 年收入同比下降 2.44%	7
图 12：定制旅游板块 19 年毛利率同比减少 1.75pct	7
图 13：19 年强生控股营收下降 6%	8
图 14：上海地区贡献 95%的收入	8
图 15：强生控股各板块收入占比	8
图 16：强生控股各版块毛利占比	8
图 17：强生控股毛利率变化	8
图 18：强生控股费用率变化	8
图 19：19 年强生控股归母扣非净利润大幅下滑	9
图 20：重组前后股权结构	10
图 21：东浩兰生发展历程	10

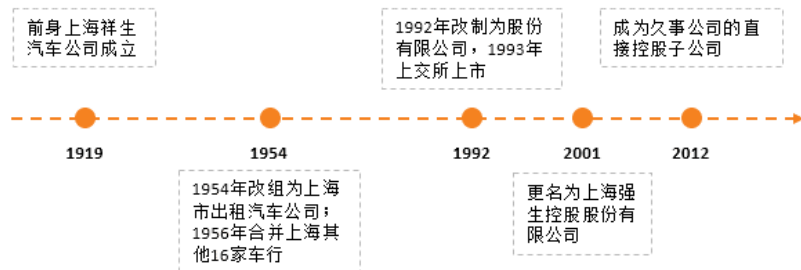
图 22: 东兰浩生旗下单位 .....	11
图 23: 东浩兰生 19 年收入+13% .....	11
图 24: 东浩兰生 19 年净利润+13% .....	11
图 25: 上海外服发展历程 .....	12
图 26: 上海外服代表客户 .....	13
图 27: 上海外服云平台 .....	13
图 28: 19 年上海外服营收+14.55% .....	14
图 29: 19 年上海外服归母净利润+5.05% .....	14
图 30: 19 年上海外服经营性现金净流入 16.62 亿 .....	14
图 31: 19 年上海外服资产负债率为 82% .....	14
图 32: 18 年人服机构数量 3.57 万家 .....	16
图 33: 18 年人服从业人员 64.14 万 .....	16
表 1: 强生控股业务布局 .....	5
表 2: 上海外服主要产品与服务 .....	12
表 3: 人力资源行业历史沿革 .....	15
表 4: 国内人服市场细分主要供应商 .....	16
表 5: 强生控股盈利预测 .....	17
表 6: 强生控股可比公司估值 (截止 2020 年 4 月 24 日) .....	17
表 7: 上海外服可比公司估值 .....	18

## 1. 强生控股：上海出租车龙头企业，近年市场影响经营承压严重

### 1.1. 百年老店，上海久事为第一大股东

强生控股是上海久事旗下的国有控股集团型上市公司，历经百年，从传统的出租汽车公司发展为以交通营运为核心的多元化企业。1919 年，其前身上海祥生汽车公司成立；1954 年，更名为上海市出租汽车公司；1956 年，吸收合并了上海其它 16 家车行，实现了上海市出租汽车行业的统一经营管理；1992 年，改制为股份有限公司；1993 年，上交所上市；2001 年，更名为上海强生控股股份有限公司；2005 年，强生控股划转给上海久事；2012 年，成为久事公司的直接控股子公司。

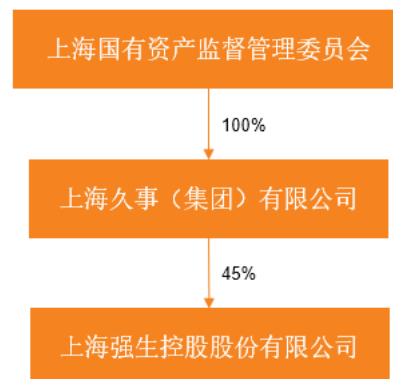
图 1：强生控股发展历程



资料来源：公司公告，公司微信公众号，天风证券研究所

第一大股东为上海久事，持有 45%股权，实际控制人为上海市国资委。强生控股自上市以来，股权经过多次无偿划转。上海现代建筑设计（集团）有限公司、上海强生集团有限公司职工持股会和上海房地（集团）公司分别于 2008 年、2009 年和 2010 年将各自持有的强生集团股权转让给久事，久事由此持有强生集团 100%股权，通过强生集团间接持有强生控股 32.51%股权。2010 年，强生控股向久事和强生集团非公开发行股份后，久事直接持有强生控股 15.97%股权，并通过强生集团间接持有 31.91%股权。2012 年，强生集团将其持有的强生控股股份无偿划转至久事，强生控股成为久事的直接控股子公司。

图 2：强生控股股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 出租汽车行业处于低谷期，多业务协同发展改善经营效益

出租汽车、租赁汽车、汽车服务、定制旅游、房地产等产业协同发展，子公司强生控股和

**巴士租赁为主要收入来源。**公司主要业务覆盖出租汽车、汽车租赁、汽车服务、旅游业务和房地产业务。截至 2019 年底，纳入合并范围的子公司有 71 家企业。其中，强生出租和巴士租赁分别是公司最主要的业务——出租汽车和汽车租赁的重要组成部分。全资子公司强生出租拥有出租汽车约 1.2 万辆，占上海市巡游出租车保有量的 25%，是上海最大的出租汽车服务商，2019 年营收 5.66 亿元，亏损 1242.75 万元。全资子公司巴士租赁拥有大中小各类租赁汽车 6000 余辆，2019 年营收 9.70 亿元，亏损 1063.27 万元。

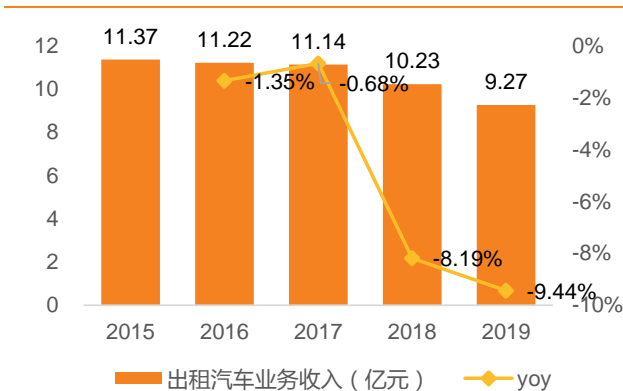
表 1：强生控股业务布局

业务板块	代表子公司
出租汽车板块	强生出租
汽车租赁板块	巴士租赁
汽车服务板块	强生汽修、强生科技
房地产板块	强生置业
旅游服务板块	巴士国旅、强生国旅
其他	强生广告、强生驾培、强生人力资源

资料来源：公司公告，天风证券研究所

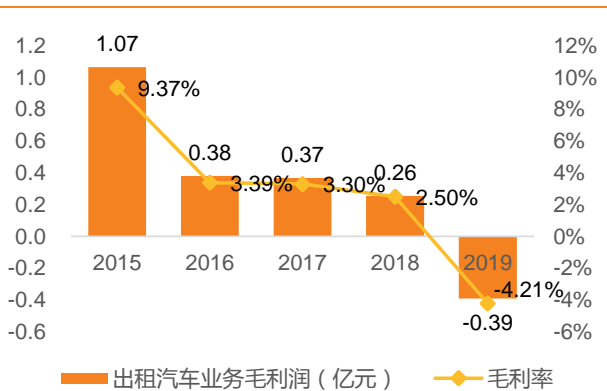
**出租汽车业务收入持续减少，19 年下降 9%，线上服务成为新的业绩增长点。**在出租汽车行业驾驶员紧缺日益突出、刚性成本持续上升、非法营运车辆不正当竞争等因素影响下，出租汽车板块营业总收入持续下降，经营业绩逐年下滑。2019 年实现收入 9.27 亿元，同比下降 9.44%；毛利率为-4.21%，同比减少 6.72pct。2020 年 Q1，受新冠疫情影响，出租车辆搁置情况上升导致营收同比减少。为应对出租汽车行业驾驶员日益紧缺、刚性成本持续上升等问题，公司构建了“出行服务+互联网”的新型发展模式。19 年强生出租淘宝网店全年浏览量 14 余万次，线上销售额 207 万余元，同比增加 47.9%；强生出租 PAD“电子调度员”进驻高档酒店和大型购物中心 70 家；另外强生出租 19 年更新投运 1000 辆荣威 Ei5 新能源车，占上海市出租汽车行业新能源车投运总量的 50%以上。

图 3：出租汽车板块 19 年收入同比下降 9.44%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：出租汽车板块 19 年毛利率同比减少 6.72pct

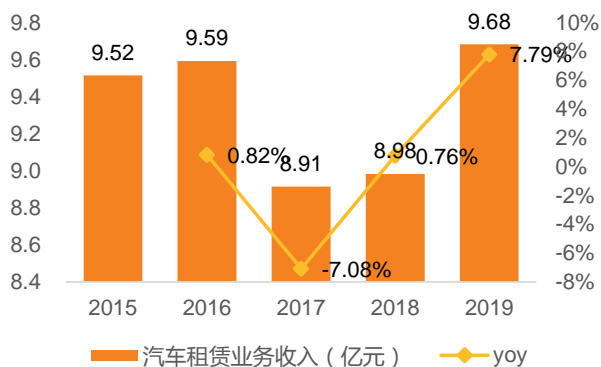


资料来源：公司公告，天风证券研究所

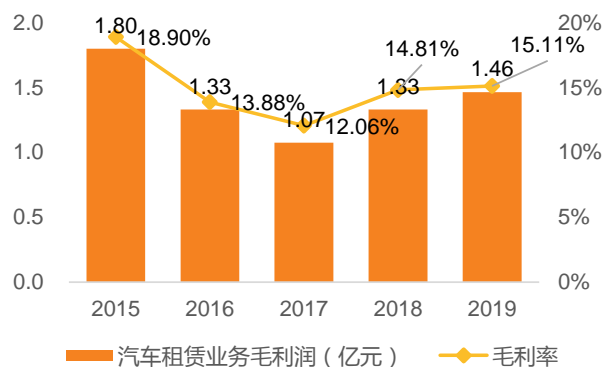
**汽车租赁业务 19 年收入增长近 8%，管理效能提升明显。**汽车租赁板块形成了以巴士租赁作为母公司，下辖安诺久通主营小客车、久通商旅主营大客车的经营格局。安诺久通是国内主要的全服务性经营性车辆租赁供应商之一，拥有超过 4000 辆租赁车辆，126 名行业人才，服务网络覆盖 76 个城市；久通商旅具备承接大型国际性商务接待活动的综合能力，拥有丰富的大型外资企业和国企类客户服务经验。2019 年汽车租赁板块实现收入 9.68 亿元，同比增长 7.79%；毛利率为 15.11%，同比增加 0.30pct。2020 年 Q1 受疫情影响，汽车租赁板块因各类长包车业务及机动车业务量减少，营业收入同比减少。

图 5：汽车租赁板块 19 年收入同比上升 7.79%

图 6：汽车租赁板块 19 年毛利率同比增加 0.30pct



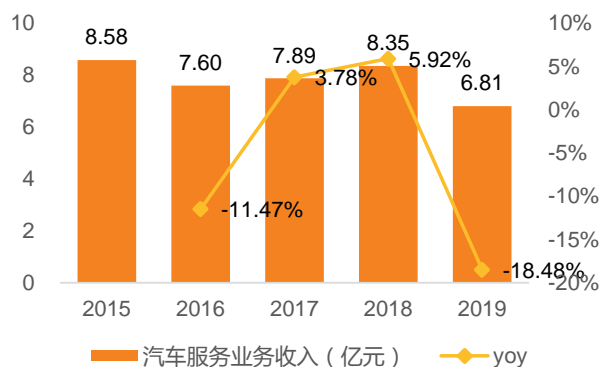
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

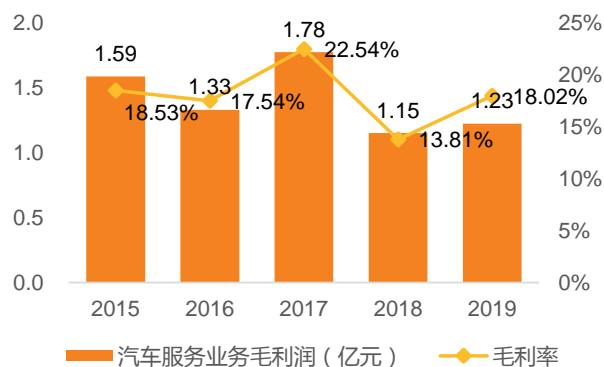
**汽车服务业务受出租车行业低谷期拖累收入下降 18%，细分业务结构持续优化助力销售收益最大化。**汽车服务板块由强生汽修、强生科技等多家汽车服务类企业组成，已初步形成较为完整的产业链。强生汽修以中高端 4S 品牌为龙头，推进修理和配件两线发展，截至 19 年底，拥有 8 家综合修理厂及大众 4S 店、通用、荣威特约维修站和 3 条车辆综合检测线。强生科技长期致力于交通领域信息化车载设备的技术应用，截至 19 年底已有 1500 辆新能源出租车使用其研发的智能终端。2019 年汽车服务板块实现收入 6.81 亿元，同比减少 18.48%；毛利率为 18.02%，同比增加 4.21pct。2020 年 Q1，受疫情期间物流影响，汽配销售业务明显缩减，汽车服务板块营业收入同比减少。

图 7：汽车服务板块 19 年收入同比下降 18.48%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：汽车服务板块 19 年毛利率同比增加 4.21pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**房地产业务受政策影响波动性大，19 年收入下降 41%。**房地产板块以强生置业为代表，在限购、限贷等调控政策影响下，2019 年房地产板块实现收入 1.76 亿元，同比下降 40.68%；毛利率为 49.75%，同比增加 3.20pct。房地产业务利润减少的原因一是虹桥君悦湾项目受调控政策影响，销售结转量减少；二是项目进入土地增值税清算期，累计已售房产计提土地增值税影响。

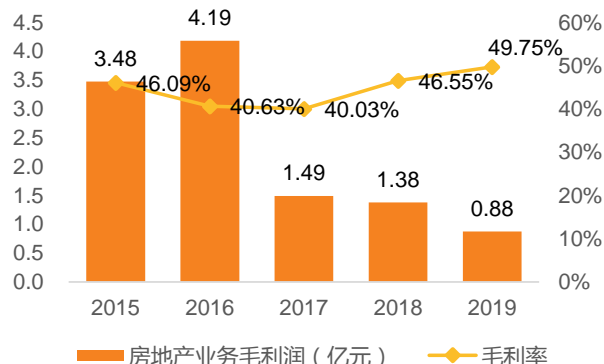
图 9：房地产板块 19 年收入同比下降 40.68%

图 10：房地产板块 19 年毛利率同比增加 3.20pct





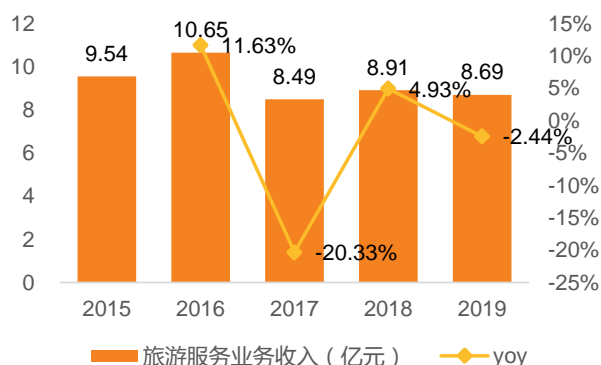
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

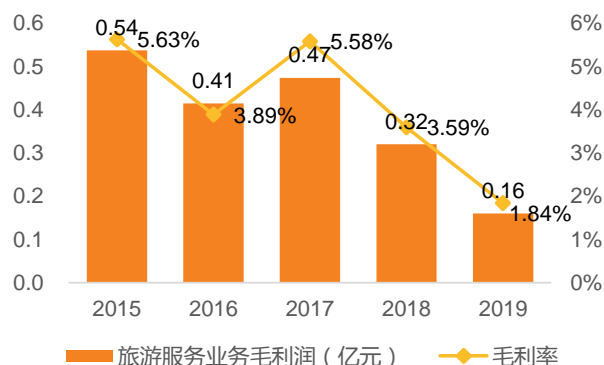
**旅游定制服务受市场竞争影响 19 年小幅下降, 20Q1 受疫情影响收入端拖累较大。**旅游板块方面, 巴士国旅着力发展邮轮游、定制旅游、上海本地游、国内短线游四大产品, 强生国旅主营海外精致路线业务。受市场影响, 东南亚包机、邮轮、台湾游等项目业务量萎缩。2019 年旅游服务板块实现收入 8.69 亿元, 同比下降 2.44%; 毛利率为 1.84%, 同比减少 1.75pct。2020 年 Q1, 由于疫情影响, 自 1 月 24 日起各项旅游产品均已暂停。

图 11: 定制旅游板块 19 年收入同比下降 2.44%



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 12: 定制旅游板块 19 年毛利率同比减少 1.75pct



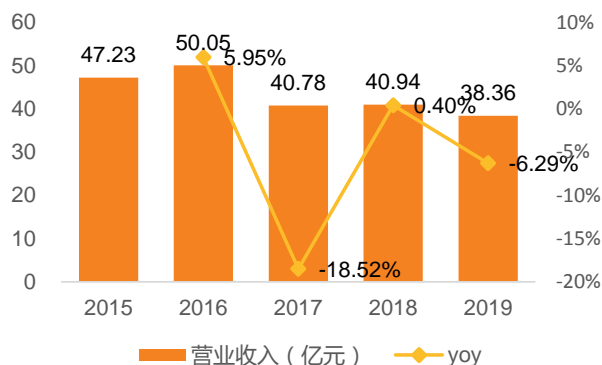
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

**广告、驾培、人力资源等各类综合业务拓宽收入来源。**除上述主营业务外, 公司同时积极开展各类综合业务。其中, 强生广告在出租汽车广告投放、车载投影广告、公交枢纽站等户外广告、会务布展、交通卡制作、设计制作业务等方面拓展业务, 截至 2019 年底签约出租车后窗车投媒体 8670 辆; 强生驾培的主营业务为驾照培训和行业培训; 强生人力资源公司主要提供人力资源平台业务、劳务派遣业务及培训业务等。

### 1.3. 收入下滑叠加成本费用上升, 归母扣非净利润持续下滑

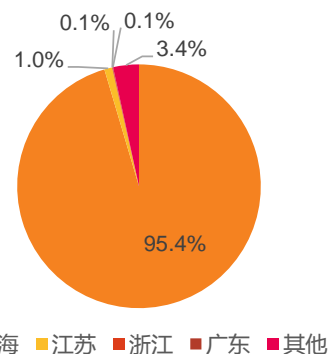
19 年收入下降 6%, 上海为主要收入贡献来源, 出租汽车和汽车租赁业务贡献近 50% 收入。公司 2019 年实现营收 38.36 亿元, 同比下降 6.29%。分地区来看, 上海/江苏/浙江/广东收入占比分别为 95.4%/1.0%/0.1%/0.1%, 主要收入来源于上海地区。分业务来看, 出租汽车/汽车租赁/汽车服务/房地产/旅游服务/其他业务收入占比分别为 24%/25%/18%/5%/23%/6%, 出租汽车和汽车租赁业务贡献近半壁江山。19 年整体毛利率为 11.85%, 同比减少 1.03pct, 主要由出租汽车和旅游服务板块毛利率下降所致。公司 2020 年 Q1 实现营业收入 6.68 亿元, 同比下降 30.6%; 整体毛利率为 1.96%, 同比减少 7.60pct, 主要受疫情影响所致。

图 13：19 年强生控股营收下降 6%



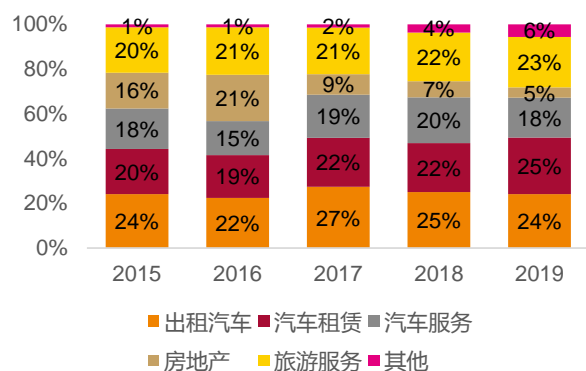
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：上海地区贡献 95% 的收入



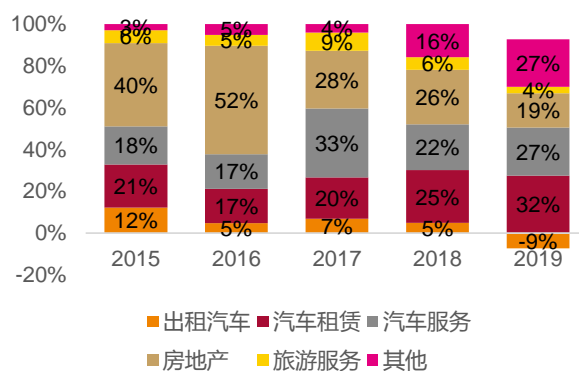
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：强生控股各板块收入占比



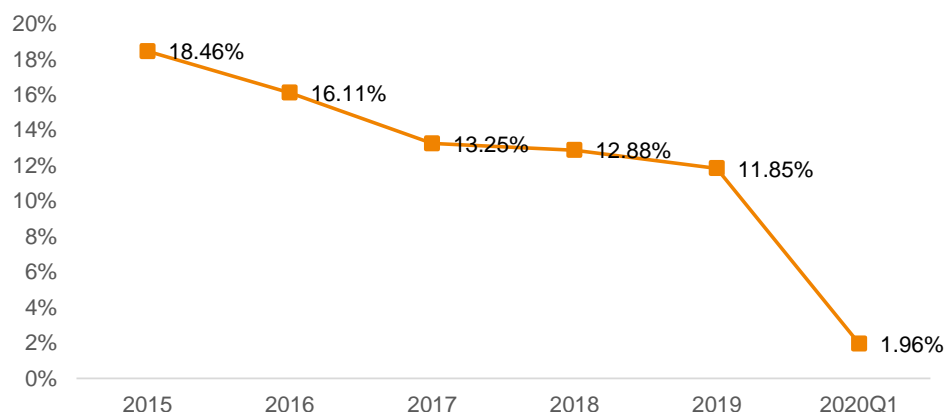
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：强生控股各板块毛利占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：强生控股毛利率变化

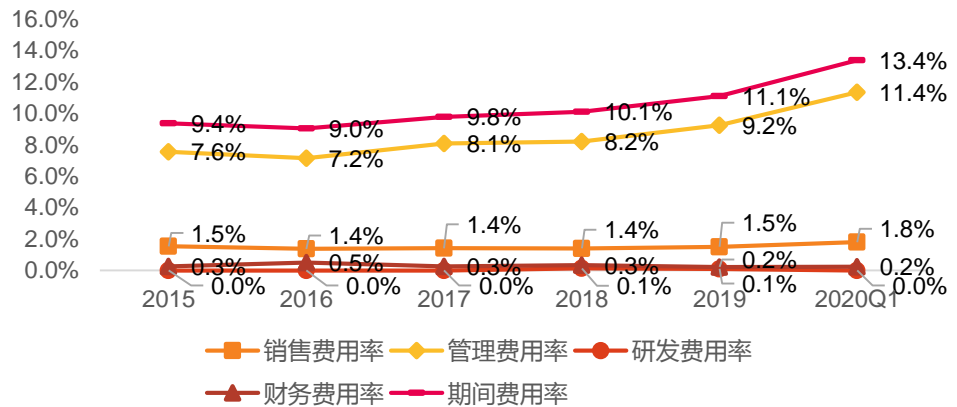


资料来源：公司公告，天风证券研究所

费用率提升较快，19 年增加 1.0pct。2019 年公司期间费用率为 11.1%，同比增加 1.0pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.5%/9.2%/0.1%/0.2%，近年来费用率稳步上升，主要是由于管理费用增加较快。2020 年 Q1 期间费用率为 13.4%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.8%/11.4%/0.0%/0.2%。

图 18：强生控股费用率变化

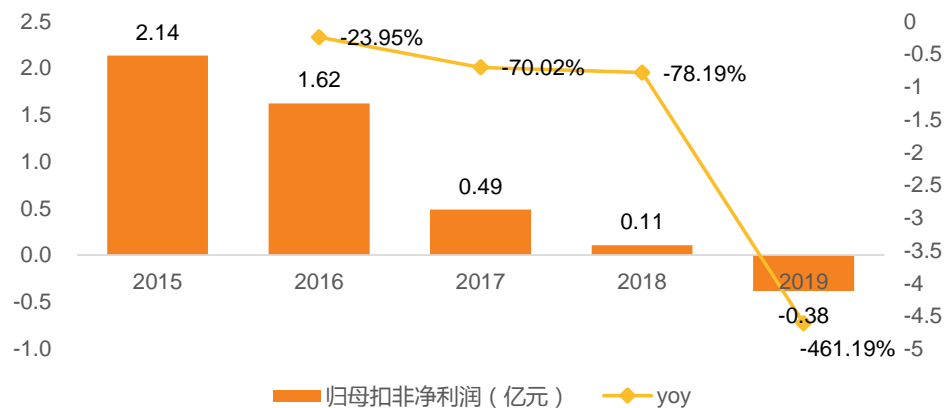




资料来源：公司公告，天风证券研究所

19 年归母扣非净利润下降 461%，出租汽车业务收入与成本费用倒挂现象严重。公司 2019 年实现归母净利润 0.93 亿元，同比增长 31.2%。其中，由于出售杉德巍康 8.2%的股权，当期确认投资收益 2.2 亿。剔除非经常性损益影响后，实现归母扣非净利润-0.38 亿，同比下降 461%，主要是出租汽车、房地产、旅游板块经营不佳影响。2020 年 Q1 实现归母净利润-0.92 亿元，归母净利率-13.8%，主要是疫情影响所致。

图 19：19 年强生控股归母扣非净利润大幅下滑



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 上海外服：国资直属人服龙头，人事管理&薪酬福利行业领先

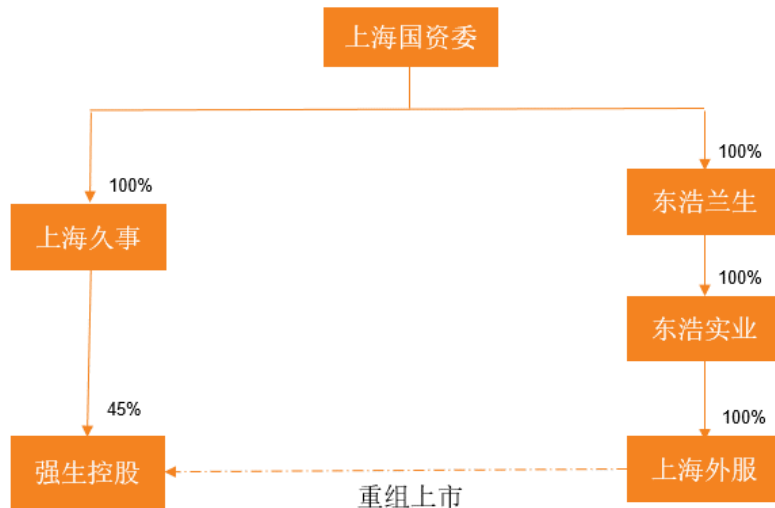
### 2.1. 上海外服拟借壳强生控股，A 股人力资源行业有望迎来第二股

5 月 14 日，强生控股披露重组方案，拟装入国内人力资源服务龙头上海外服。交易完成后，上市公司第一大股东将由上海久事变更为东浩兰生，实际控制人仍为上海市国资委。强生控股的主营业务为出租车运营、汽车租赁、汽车服务等，上海外服的主营业务为人事管理服务、薪酬福利服务、招聘及灵活用工服务、业务外包服务等。交易方案分为以下四步：

- (1) 上市公司股份无偿划转：久事集团将其持有的强生控股 40%股份无偿划转至东浩实业；
- (2) 资产置换：强生控股以自身全部资产负债（作为置出资产），与东浩实业持有的上海外服 100%股权（作为置入资产）的等值部分进行置换；

- (3) 发行股份购买资产：强生控股拟向东浩实业以发行股份的方式购买置入资产与置出资产交易价格的差额部分，发行价格 3.46 元/股，锁定期 3 年；
- (4) 募集配套资金：以 3.08 元/股募集配套资金不超过 9.73 亿，用于标的资产投资项目、补充流动资金及偿还银行贷款，锁定期 3 年。

图 20：重组前后股权结构



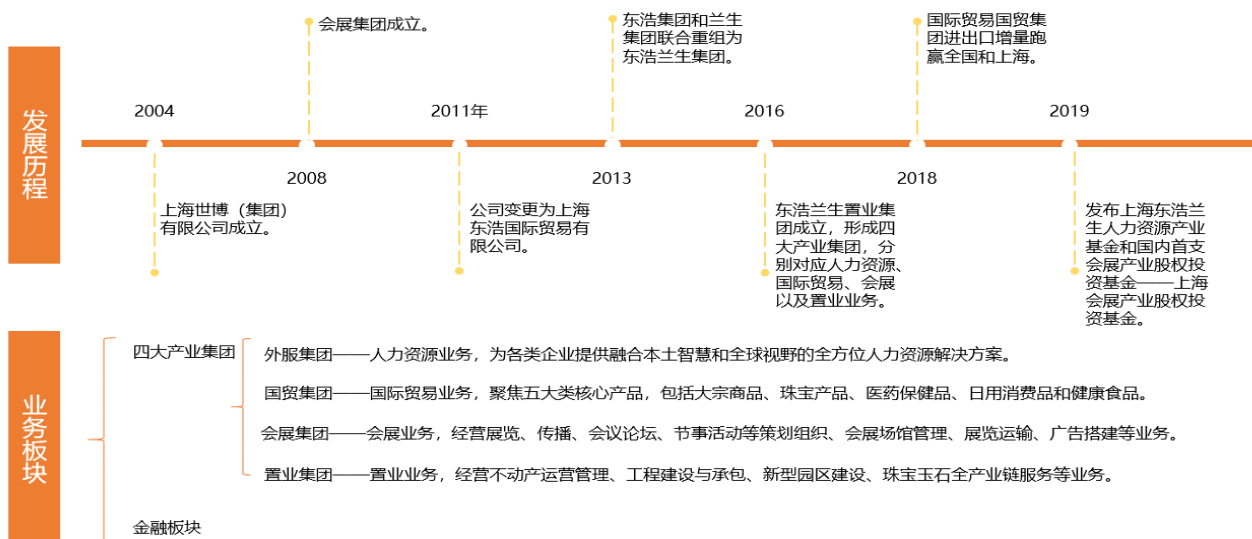
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 东浩兰生旗下资源丰富，上海外服为核心资产之一

核心业务为人力资源服务、会展赛事服务和国际贸易服务，并设有置业和金融板块。东浩兰生由上海东浩国际服务贸易（集团）有限公司和上海兰生（集团）有限公司联合重组成立。19 年东浩兰生实现收入 1749 亿元，同比增加 13%；实现净利润 12.38 亿元，同比增加 13.27%。

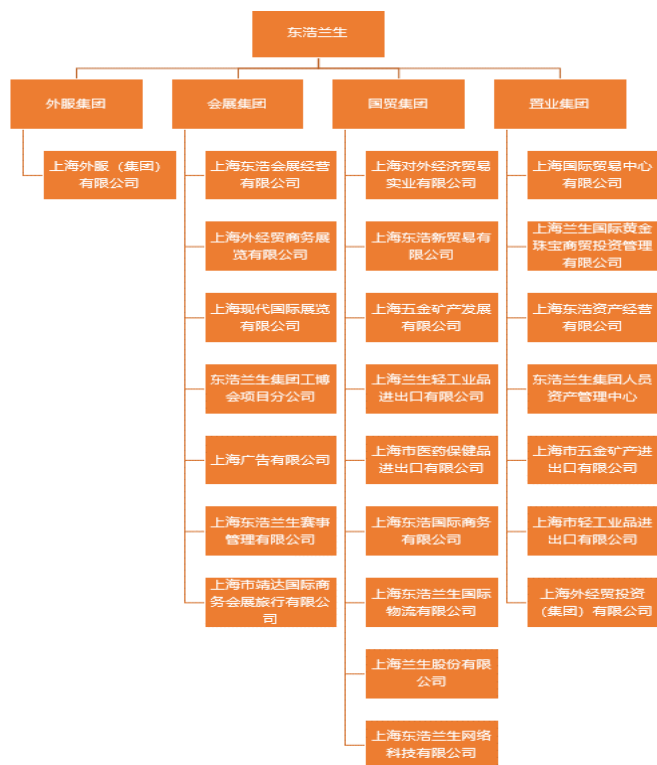
人力资源业务是最主要的业务板块，运营主体为上海外服。国际贸易业务是东浩兰生第二大收入来源，由国贸集团经营，国贸集团拥有全国第一家外贸上市公司上海兰生股份有限公司，也是目前东浩兰生旗下唯一上市平台。2019 年兰生股份收入 36 亿元，同比增加 9.23%；归母净利润 1.74 亿元，同比减少 23.84%。会展业务收入规模较小，但盈利能力较强，2019 年 1 至 10 月实现收入 14.34 亿元，归母净利润 1.04 亿元，是未来重点发展的业务板块。2020 年 3 月，兰生股份公告拟将会展集团置入上市公司体内。置业集团拥有兰生大厦、国贸中心等多个优质物业。金融板块目前组建有投资公司、人力资源产业基金和会展产业基金。

图 21：东浩兰生发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

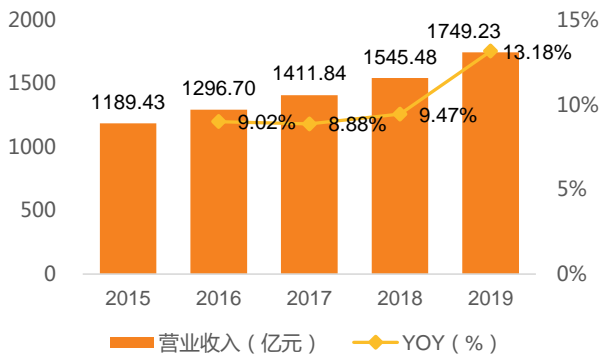
图 22：东浩兰生旗下单位



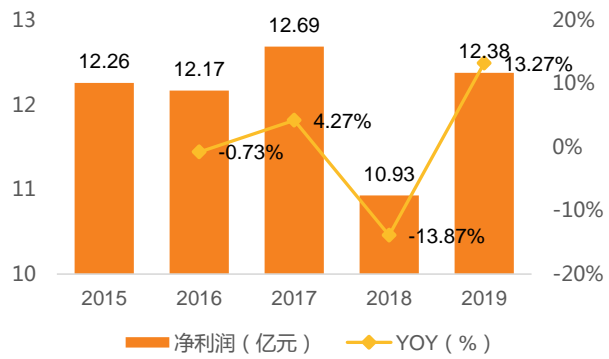
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 23：东浩兰生 19 年收入+13%

图 24：东浩兰生 19 年净利润+13%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

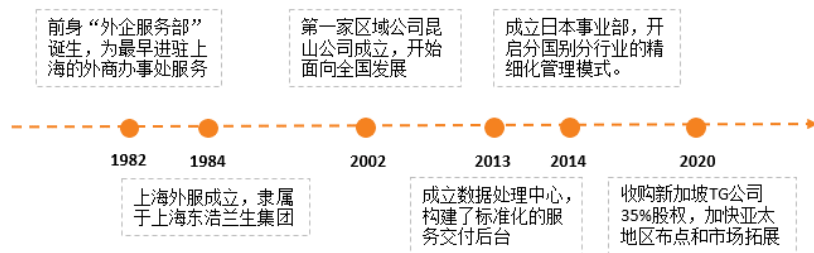


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.3. 信息平台建设提升服务质量，参股新加坡 TG 加速全球市场布局

上海外服是上海市第一家市场化涉外人力资源服务机构，深耕本土 38 年。1982 年，其前身“外企服务部”诞生，主要为最早进驻上海的外商办事处服务；1984 年，上海外服成立，三菱商事、伊藤忠、丸红、住友等第一批驻沪外企为其最早的客户；2002 年，上海外服第一家区域公司昆山公司成立，开始面向全国发展；2013 年，成立数据处理中心，构建了标准化服务交付后台；2014 年，成立日本事业部，开启了分国别分行业的精细化管理模式；2020 年，收购新加坡 TG 公司 35% 股权，加快亚太地区布点和市场拓展。

图 25：上海外服发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

核心业务为人事管理、薪酬福利、招聘及灵活用工、业务外包四项，人事管理和薪酬福利为主要收入来源。其中人事管理服务主要分为人事代理和人才派遣，是公司的优势领域，全年服务量超过万亿人次，业内服务规模第一，且共享服务平台为业内最早建立，差错率小于 0.048%；薪酬福利服务主要包括薪酬管理、健康管理、医疗保障、弹性福利等方面；招聘及灵活用工服务人才库积累超过 50 万名候选人，辐射全国 240 多个服务网点；业务外包服务涵盖数据处理、零售业务、共享服务中心、通用业务等外包服务。除四大细分市场事业部外，公司也成立了聚焦新兴市场的国企业务部和海外发展部，通过主业生产系统“全国速创”实现业务系统统一，内部管理精细化持续推进。

表 2：上海外服主要产品与服务

产品方案	服务内容
人事管理服务	人事政策咨询、人事代理、人才派遣、法定社会保险代理及用退工管理等
薪酬福利管理	薪税管理 商业福利
招聘及灵活用工服务	招聘服务 灵活用工服务
业务外包服务	BPO

人力资源咨询	人力资源合规咨询	法律咨询、文本修订、合规培训、案件代理、HR 合规审计、企业关停并转中的人员安置规划和委托谈判等
	人力资源管理咨询	人力资源规划、企业组织架构体系设计、岗位管理体系设计、人员配置方案设计、薪酬报告及各类人力资源数据报告、员工薪酬激励体系设计、员工绩效管理体系设计、员工职业发展通道设计、人力资源数据对标等
培训发展服务	培训认证，对外汉语与文化，留学与翻译	
商务咨询服务	投资咨询，注册代理及企业商务服务	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

**外资企业客户为主，信息化平台建设提升服务质量。**公司目前有 3000 余名人力资源专业人才，服务在岗员工人数近 300 万人，主要为管理层、白领阶层或专业技术人员；服务企业客户近 5 万家，外资企业占比约 70%，国企和民企占比约 30%。2012 年公司推出 APP 客户端服务交付；14 年打造“外服云”服务交付系统；18 年推出“聚合力 HRally”全国行业委托平台，以及面向小微企业开发的人力资源管理云端 SaaS 系统“HRIGHT 简人力”，技术赋能打造人力资源生态圈。

**区域布局广泛，参股 TG 加速亚太市场布点。**公司目前在国内市场拥有 163 个直属分支机构和 450 个服务网点，在亚太和欧洲拥有 15 个国家和地区服务网络。下属区域投资公司 26 家，其中约 70%在当地人力资源服务市场排名前三。20 年 3 月，公司收购新加坡 TG 公司 35%股权，TG 公司主要提供招聘及灵活用工解决方案，服务范围覆盖新加坡、日本、马来西亚、泰国、菲律宾、澳大利亚和中国香港、澳门、台湾等国家和地区，股权投资后有助于整合两大行业品牌和区域资源优势，加快亚太地区布点和市场拓展。

图 26：上海外服代表客户



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 27：上海外服云平台

## 基础服务

<b>业务外包</b> 人力资本管理系统 劳动力管理系统 共享中心服务外包 通用服务外包 零售业务服务外包 数据处理服务外包	<b>人事服务</b> 员工信息 员工入职申请 社保公积金 基数调整 员工离职申请	<b>薪酬服务</b> 薪酬查询 悠福平台 个税查询 真情好礼 申报个税 文件对接 团体保障 资料管理	<b>招聘灵活用工</b> 灵活用工 在线招聘	<b>统计报表</b> 社保完成率 公积金完成率 人员异动统计 入离职统计 地域分布统计 年龄信息统计
--	--	---	-------------------------------	---

## 增值应用

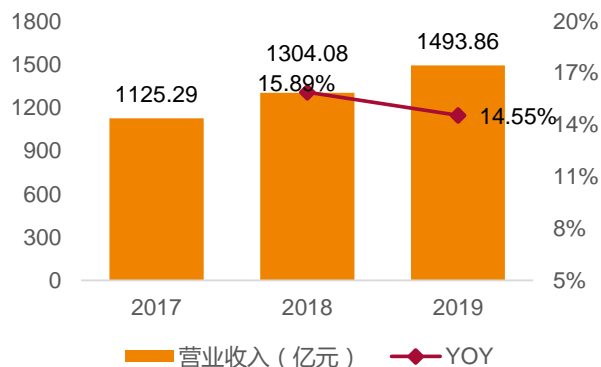
<b>组织架构</b> 组织架构图 部门管理 岗位管理 人员管理	<b>考勤设置</b> 上班时间 考勤地点 员工考勤地点 员工考勤方式 工作流程设置	<b>考勤报表</b> 休假报表 签到报表	<b>会议管理</b> 我的会议 人员分组 会议室管理 会议安排	<b>更多服务</b> 各地政策 服务网点 行业报告
--	---	-----------------------------	--	-------------------------------------

资料来源：公司微信公众号，天风证券研究所

## 2.4. 净利率水平较低，现金流情况良好

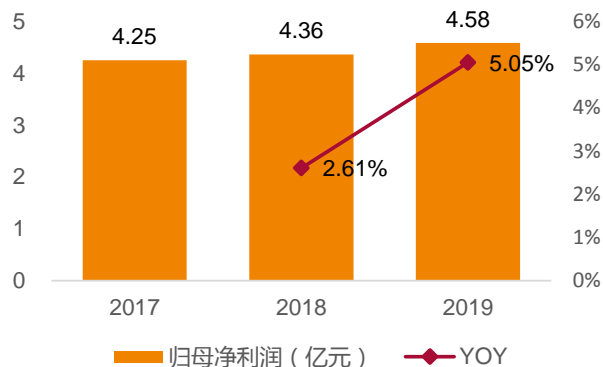
收入体量较大，盈利能力一般。公司 19 年收入 1494 亿，同比增长 14.55%；归母净利润 4.58 亿，同比增长 5.05%。收入统计口径中包括代收的薪资和社保，经调整后计算口径后的收入预计范围为 200 至 240 亿，净利率约为 2%，整体盈利能力一般。经营性现金流情况较好，19 年净流入 16.62 亿，约为当年净利润的 3.32 倍。截止 19 年底，总资产为 107.15 亿，同比增长 5.43%。财务杠杆近年来稳步下降，19 年为 82%，下降 1.47pct。

图 28：19 年上海外服营收+14.55%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：19 年上海外服归母净利润+5.05%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30：19 年上海外服经营性现金净流入 16.62 亿

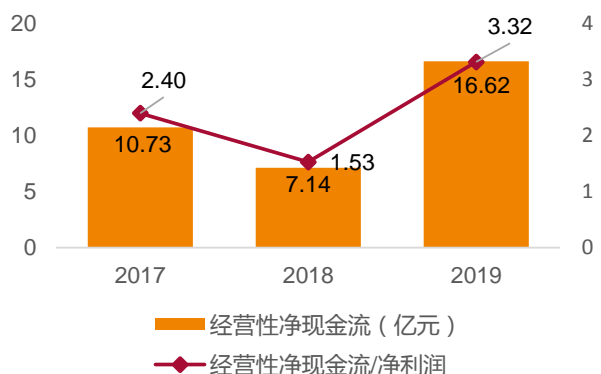
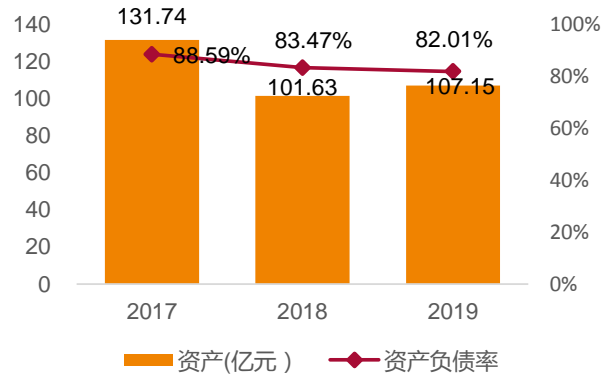


图 31：19 年上海外服资产负债率为 82%





资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 重组上市后，上市公司有望迎来价值重估

#### 3.1. 人服赛道处于黄金发展期，巨头上市推动行业加速整合

人服行业历经 42 年的发展，目前已迈入黄金发展期。我国人力资源行业的发展与改革开放同步，20 世纪 70 年代末，统包统配的人力资源配置制度开始打破，企业开始实行劳动合同制；1992 年至 2000 年，《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》、《加快培育和发展我国人才市场的意见》、《职业介绍规定》和《人才市场管理暂行规定》的出台，确立了劳动力市场和人才市场，民营性质的人力资源服务机构取得较快的发展，外资开始进入我国人力资源服务领域；2001 年至 2006 年，劳动部门和人事部门都进行了所属服务机构的体制改革，政府管理职能开始从办市场向管市场、为市场发展创造良好环境转变；2007 年至 2012 年，人事和社会保障部门合并，统一规范灵活的人力资源市场建设全面展开；2013 年以来，制定法规政策提速，政府管理转向政策制定、产业引领和营造环境，统一规范的人力资源市场体系形成。

表 3：人力资源行业历史沿革

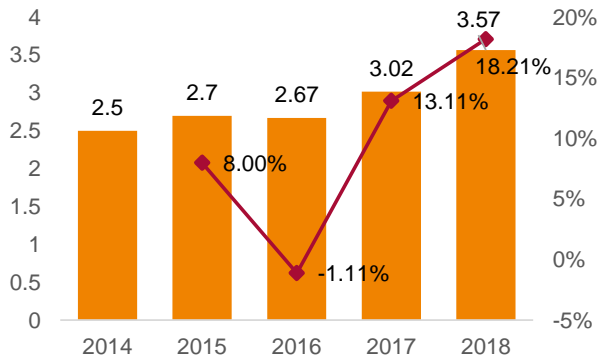
阶段	标志性政策及事件
萌芽期（1978-1991）	1979 年北京外企人力资源服务公司（FESCO）成立；1983 年沈阳市人才服务公司成立；1984 年劳动人事部成立全国人才交流咨询中心，之后各地纷纷建立类似的人力资源服务机构；1987 年浙江温州出现第一家民营人才职业介绍机构。1990 年国务院制定下发《劳动就业服务企业管理规定》，劳动部和人事部分别下发了《职业介绍暂行规定》和《关于加强人才招聘管理工作的通知》
成形期（1992-2000）	1993 年《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，首次明确提出劳动力市场的概念；同期国内第一家猎头公司北京泰来猎头咨询事务所成立；1994 年智联招聘成立；1995 年《职业介绍规定》出台，建设银行上海分行开始使用劳务派遣工；1996 年《人才市场管理暂行规定》出台，科锐国际成立；1997 年中华英才网成立；1998 年前程无忧成立
改革期（2001-2006）	2002 年、2003 年，《境外就业中介管理规定》和《中外合资人才中介机构管理暂行规定》先后出台；2003 年底，中共中央、国务院下发《关于进一步加强人才工作的决定》，为建立统一规范的人力资源市场定调；同期“首届跨地区人力资源派遣研讨会”在上海召开，是国内人力资源派遣外包领域第一个行业论坛
统筹期（2007-2012）	2007 年《关于加快发展服务业的若干意见》印发，首次将人才服务业作为服务业中的一个重要门类；同期《就业促进法》首次在国家法律层面明确提出“人力资源市场”的概念；2008 年人力资源社会保障部组建，《劳动合同法颁布》；2012 年《服务业发展“十二五”规划》首次提出建设人力资源服务体系；2010 年上海第一个建立国家级人力资源服务产业园
发展期（2013 年-至今）	2013 年《关于加快推进人力资源市场整合的意见》；2014 年《关于加快发展人力资源服务业的意见》、《劳务派遣暂行规定》；2017 年《“十三五”促进就业规划》、《人力资源服务业发展行动计划》；2018 年《人力资源市场暂行条例》，首次从立法层面明确了政府提高人力资源服务业发展水平的法定职责；《国税地税征管体制改革方案》出台规范行业发展

资料来源：人社部，天风证券研究所

市场竞争格局分散，国企、外资、民企各有千秋。根据人社部数据，截止 2018 年底，全国共有公共人力资源服务机构和经营性人力资源服务机构 3.57 万家，同比增长 18.37%；行业从业人员 64.14 万人，同比增长 9.89%，平均每个机构 18 人，多数为当地中小型人力资源服务机构。根据企业性质不同，国内人力资源服务企业大致可分为国企、外资、民企三类。其中国企有上海外服、中智、北京外服等，主要成立于 80 年代，起步较早，具备较

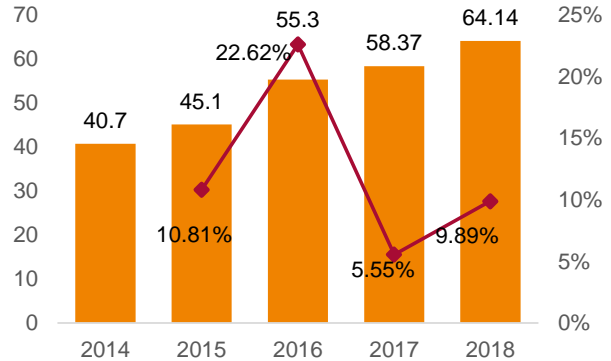
强的规模和品牌优势，在人事代理业务占据了主要的市场空间；外资有万宝盛华、任仕达、外企德科，目标客户主要为跨国公司；民企有科锐国际、人瑞人才等，具有先天的本土化优势，部分在中高端人才访寻、招聘流程外包、灵活用工等细分领域占有领先地位。上海外服借壳上市成功后，在资本的助力下有望加速发展，推动行业集中度进一步提升。

图 32：18 年人服机构数量 3.57 万家



资料来源：人社部，天风证券研究所

图 33：18 年人服从业人员 64.14 万



资料来源：人社部，天风证券研究所

表 4：国内人服市场细分主要供应商

行业	分类	企业代表
中高端人才访寻		海德思哲 (Heidrick&Struggles)、光辉国际 (Kron Ferry)、米高蒲志国际 (PageGroup)、科锐国际 (Career International)、万宝盛华 (ManpowerGroup)、任仕达 (Randstad)
灵活用工	专业人员岗位外包	科锐国际 (Career International)、任仕达 (Randstad)、万宝盛华 (ManpowerGroup)、外企德科 (FESCO Adecco)、上海外服 (SFSC)
	通用人员岗位外包-生产服务类	易才 (CTG)、英格玛 (Engma)、汇思 (HUMANPOOL)、康肯 (Koncor)
	通用人员岗位外包-办公室类	科锐国际 (Career International)、任仕达 (Randstad)、万宝盛华 (ManpowerGroup)、北京外企 (FESCO)、上海外服 (SFSC)
其他人力	招聘流程外包	科锐国际 (Career International)、任仕达 (Randstad)、万宝盛华 (ManpowerGroup)、Alexander Mann Solutions (AMS)、艾利安 (Allegis)
资源外包	薪酬/福利外包	安德普翰 (ADP)、薪得付 (CDP)、怡安翰威特 (Aon Hewitt)、中智 (CIIC)、安瑞雅 (NGA)、美世 (Mercer)、韬睿惠悦 (Towers Watson)
	人事代理及传统派遣	中智 (CIIC)、北京外企 (FESCO)、上海外服 (SFSC)、外企德科 (FESCO Adecco)、前程无忧 (51job)、红海集团 (HayGroup)、蓝海集团 (Bluesea)
人力资源	人力资源咨询	怡安翰威特 (Aon Hewitt)、智睿咨询 (DDI)、美世 (Mercer)、韬睿惠悦 (Towers Watson)、合益集团 (HayGroup)、中智 (CIIC)、德勤人力资本咨询 (Deloitte Human Capital Advisory Services)
综合咨询	人才测评与评鉴	智睿咨询 (DDI)、CEB、合益集团 (HayGroup)、诺姆四达 (NormStar)、光辉国际 (Kron Ferry)、北森 (Beisen)
	管理培训与人才发展	凯洛格 (KeyLogic)、肯耐珂萨 (KNX)、企顾司 (Cegos)、睿仕管理 (Right Management)
人力资源软件系统		思爱普 (SAP)、甲骨文 (Oracle)、IBM 智慧团队 (IBM Smart Workforce)、克罗诺思 (Kronos)、Conerstone OnDemand、北森 (Beisen)
在线招聘		前程无忧 (51job)、智联招聘 (Zhaopin)、领英 (LinkedIn)、凯业必达 (CareerBuider)
转职服务		睿仕管理 (Right Management)、威士敦 (Wisdom Career Counselling)

资料来源：HRoot，天风证券研究所

### 3.2. 盈利预测与估值

**收入假设：**疫情影响下，强生控股主营业务受冲击较大，预计 20 年收入端拖累明显，21 年相对回归至合理水平。其中出租汽车板块出租车车辆搁置情况上升，预计 20-22 年收入增速分别为 -40%/60%/1%；汽车租赁板块各类长包车业务及机动车业务量减少，预计 20-22 年收入增速分别为 -35%/60%/3%；汽车服务板块因汽配销售业务受物流影响明显缩减，预计 20-22 年收入增速分别为 -30%/40%/10%；旅游业务板块自 1 月 24 日起，各项旅游产品均已暂停，预计 20-22 年收入增速分别为 -80%/300%/-5%；房地产业务相对而言受疫情影响有限，预计 20-22 年收入增速分别为 3%/5%/-5%。**成本费用假设：**预计疫情冲击下，20 年收入萎缩的同时，汽车维修保养、人员薪资等刚性成本费用支出相对稳定，造成毛利率下降、销售费用率和管理费用率提升较明显，预计 21-22 年相对调整至正常业务水平。

表 5：强生控股盈利预测

单位：百万	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	4,077.56	4,093.79	3,836.30	2,685.41	3,893.85	3,699.16
yoy		0.4%	-6.3%	-30.0%	45.0%	-5.0%
出租汽车	1114.45	1023.14	926.53	555.92	889.47	898.36
租赁汽车	891.46	898.27	968.26	629.37	1006.99	1037.20
汽车服务	788.61	835.32	680.93	476.65	667.31	600.58
定制旅游	372.63	296.69	176.00	35.20	140.80	133.76
房地产	848.71	890.54	868.82	894.89	939.63	892.65
其他综合业务	61.70	149.83	215.76	93.39	249.65	136.60
毛利润	540.40	527.15	454.62	236.32	459.47	406.91
净利润	100.94	64.74	93.26	(54.92)	67.07	86.11
yoy		-35.9%	44.1%	-158.9%	-	28.4%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

强生控股处于交运行业，主营出租汽车、汽车租赁、汽车服务等业务，资产较重，且行业处于低谷期，收益波动性较大，故采用 PB 估值法。选取同行业可比公司，结果显示平均 PB 为 1.21 倍。考虑到 20 年上半年疫情对出租行业影响较大，且出租汽车行业驾驶员紧缺日益突出、刚性成本持续上升、非法营运车辆不正当竞争等因素影响下，近年来行业景气度持续下行，给予一定的折价，给予 20 年 1.1 倍 PB，目标市值 38.5 亿。

表 6：强生控股可比公司估值（截止 2020 年 4 月 24 日）

证券代码	证券简称	PB（2020）	市值（亿元）
600611.SH	大众交通	0.90	76.52
600662.SH	强生控股	1.24	39.82
600650.SH	锦江投资	1.36	41.67
002627.SZ	宜昌交运	1.44	31.80
002357.SZ	富临运业	1.48	17.49
600561.SH	江西长运	0.82	11.64
平均值		1.21	

资料来源：Wind，天风证券研究所

上海外服处于人力资源行业，选取目前 A 股上市的科锐国际，港股上市的人瑞人才和万宝盛华，以及国际人服龙头企业 Recruit、Randstand、德科集团和 Manpower 作为可比公司，给予 20 年 18 倍 PE，目标市值 82 亿。需要注意的是，由于上海外服与其他人服公司的细分业务存在一定程度的差异，且各市场成熟度和流动性不同，跨市场估值存在差异风险。

由于上市公司还未披露置入置出资产的评估价，参考上述目标市值，则资产置换差值为 43.5 亿。按 3.46 元/股的发行价格，上市公司需要发行 12.57 亿股。考虑到募集配套资金的发

行价格为 3.08 元/股，且上限不超过 9.73 亿，则增发发行股份不超过 3.16 亿股。重组上市后，预计股份总数为 15.73 亿股，以 5 月 15 日收盘价 4.58 元/股计算，对应 19 年 PE 为 16 倍。

表 7：上海外服可比公司估值

证券代码	证券简称	PE (2020)	当前市值
300662.SZ	科锐国际	34	78.88 亿人民币
6919.HK	人瑞人才	24	57.93 亿港元
2180.HK	万宝盛华	13	18.05 亿港元
6098.T	RECRUIT	24	5.45 万亿日元
RAND.AS	RANDSTAD	9	62.97 亿欧元
ADEN.SIX	德科集团	11	63.60 亿法郎
MAN.N	Manpower	10	37.59 亿美元
平均值		18	

资料来源：Wind，Bloomberg，天风证券研究所

**投资建议：**上海外服为国内人事代理、薪税福利领域领先的老牌人服机构，近年来内生加速信息化平台建设，技术赋能业务；外延参股新加坡 TG 公司，加快全球市场布局。若重组上市成功，强生控股主业将由出租汽车服务变更为人力资源服务，A 股有望迎来人力资源行业第二股。上市公司主业变更后将会得到价值重估，强生控股 20 年目标市值 38.5 亿，上海外服 20 年目标市值 82 亿，存在较大价差，首次覆盖给予买入评级。

### 3.3. 风险提示

**重组进度不及预期：**目前上市公司仅披露重组预案，后续还需相关监管机构批准后方可正式实施，若重组进度不达预期或失败，对公司的市值会产生较大影响。

**行业政策变动：**房地产板块收入受政策调控影响波动较大，若后续限购限贷政策进一步收紧，可能会对存量房的销售产生不利影响。

**疫情拖累盈利能力：**一季度疫情影响下，出行需求大量萎缩，收入端减少，但车辆保养维护、人员支出的刚性成本仍然存在，会对全年业绩产生一定影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	552.28	1,261.94	939.89	1,362.85	1,294.70
应收票据及应收账款	171.30	175.24	90.10	277.63	72.03
预付账款	307.79	311.77	85.91	491.63	72.17
存货	481.61	366.05	409.51	593.54	432.82
其他	107.77	751.56	687.37	543.50	511.74
<b>流动资产合计</b>	<b>1,620.75</b>	<b>2,866.55</b>	<b>2,212.77</b>	<b>3,269.14</b>	<b>2,383.46</b>
长期股权投资	64.26	73.97	73.97	73.97	73.97
固定资产	1,868.87	1,680.10	1,611.45	1,561.97	1,511.01
在建工程	2.89	5.23	39.14	71.48	72.89
无形资产	1,304.86	1,314.21	1,313.54	1,312.86	1,312.19
其他	1,250.24	1,079.35	475.95	577.11	703.80
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,491.12</b>	<b>4,152.87</b>	<b>3,514.04</b>	<b>3,597.40</b>	<b>3,673.86</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,114.77</b>	<b>7,024.04</b>	<b>5,729.32</b>	<b>6,869.89</b>	<b>6,060.80</b>
短期借款	500.00	2,000.00	1,060.77	1,047.87	1,353.89
应付票据及应付账款	192.98	114.87	201.78	198.62	171.11
其他	1,549.92	1,165.12	742.43	1,827.89	665.02
<b>流动负债合计</b>	<b>2,242.90</b>	<b>3,279.99</b>	<b>2,004.97</b>	<b>3,074.39</b>	<b>2,190.02</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	268.18	188.90	225.24	227.44	213.86
<b>非流动负债合计</b>	<b>268.18</b>	<b>188.90</b>	<b>225.24</b>	<b>227.44</b>	<b>213.86</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,511.08</b>	<b>3,468.89</b>	<b>2,230.22</b>	<b>3,301.83</b>	<b>2,403.88</b>
少数股东权益	348.69	334.88	333.76	335.64	338.40
股本	1,053.36	1,053.36	1,053.36	1,053.36	1,053.36
资本公积	767.79	680.68	680.68	680.68	680.68
留存收益	2,201.64	2,166.91	2,111.99	2,179.05	2,265.16
其他	(767.79)	(680.68)	(680.68)	(680.68)	(680.68)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,603.69</b>	<b>3,555.15</b>	<b>3,499.11</b>	<b>3,568.06</b>	<b>3,656.92</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>6,114.77</b>	<b>7,024.04</b>	<b>5,729.32</b>	<b>6,869.89</b>	<b>6,060.80</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	65.81	97.73	(54.92)	67.07	86.11
折旧摊销	531.80	524.66	95.42	97.80	100.23
财务费用	24.15	41.13	(3.00)	(3.00)	(3.00)
投资损失	(29.15)	(267.61)	(38.00)	(111.59)	(39.07)
营运资金变动	477.29	(1,225.70)	648.38	150.84	(490.01)
其它	(457.67)	1,412.62	(1.12)	(190.98)	25.94
<b>经营活动现金流</b>	<b>612.23</b>	<b>582.83</b>	<b>646.76</b>	<b>10.14</b>	<b>(319.80)</b>
资本支出	290.83	419.83	23.65	77.80	63.58
长期投资	4.42	9.71	0.00	0.00	0.00
其他	(1,133.76)	(1,087.34)	(43.55)	338.69	(121.02)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(838.51)</b>	<b>(657.80)</b>	<b>(19.90)</b>	<b>416.49</b>	<b>(57.44)</b>
债权融资	524.65	2,031.34	1,079.44	1,072.76	1,378.85
股权融资	(14.23)	(95.81)	3.00	3.00	3.00
其他	(647.50)	(1,152.44)	(2,031.34)	(1,079.44)	(1,072.76)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(137.08)</b>	<b>783.09</b>	<b>(948.91)</b>	<b>(3.68)</b>	<b>309.09</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(363.36)</b>	<b>708.12</b>	<b>(322.04)</b>	<b>422.95</b>	<b>(68.14)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>4,093.79</b>	<b>3,836.30</b>	<b>2,685.41</b>	<b>3,893.85</b>	<b>3,699.16</b>
营业成本	3,566.64	3,381.69	2,449.10	3,434.37	3,292.25
营业税金及附加	39.36	87.18	60.96	77.88	73.98
营业费用	57.65	58.23	59.08	50.62	48.09
管理费用	87.16	354.79	253.77	159.65	233.05
研发费用	7.41	4.24	3.22	4.67	4.32
财务费用	14.23	8.71	(3.00)	(3.00)	(3.00)
资产减值损失	21.89	1.18	1.10	8.06	3.45
公允价值变动收益	0.00	(61.12)	0.00	(192.87)	23.18
投资净收益	29.15	267.61	38.00	111.59	39.07
其他	172.41	(416.50)	(76.00)	162.56	(124.50)
<b>营业利润</b>	<b>97.87</b>	<b>150.31</b>	<b>(100.82)</b>	<b>80.32</b>	<b>109.27</b>
营业外收入	14.19	3.51	16.00	20.00	20.00
营业外支出	0.30	3.73	1.40	1.81	2.32
<b>利润总额</b>	<b>111.77</b>	<b>150.09</b>	<b>(86.22)</b>	<b>98.50</b>	<b>126.95</b>
所得税	45.95	52.36	(30.18)	29.55	38.09
<b>净利润</b>	<b>65.81</b>	<b>97.73</b>	<b>(56.04)</b>	<b>68.95</b>	<b>88.87</b>
少数股东损益	1.07	4.47	(1.12)	1.88	2.76
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>64.74</b>	<b>93.26</b>	<b>(54.92)</b>	<b>67.07</b>	<b>86.11</b>
每股收益（元）	0.06	0.09	(0.05)	0.06	0.08

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.40%	-6.29%	-30.00%	45.00%	-5.00%
营业利润	-39.85%	53.58%	-167.07%	-179.67%	36.05%
归属于母公司净利润	-35.86%	44.06%	-158.89%	-222.11%	28.39%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.88%	11.85%	8.80%	11.80%	11.00%
净利率	1.58%	2.43%	-2.05%	1.72%	2.33%
ROE	1.99%	2.90%	-1.74%	2.07%	2.59%
ROIC	2.12%	4.45%	-2.53%	2.09%	3.21%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.07%	49.39%	38.93%	48.06%	39.66%
净负债率	-0.77%	21.64%	3.99%	-8.13%	2.30%
流动比率	0.72	0.88	1.10	1.06	1.09
速动比率	0.51	0.76	0.90	0.87	0.89
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	21.24	22.14	20.24	21.18	21.16
存货周转率	7.43	9.05	6.93	7.76	7.21
总资产周转率	0.67	0.58	0.42	0.62	0.57
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	0.06	0.09	-0.05	0.06	0.08
每股经营现金流	0.58	0.55	0.61	0.01	-0.30
每股净资产	3.09	3.06	3.00	3.07	3.15
<b>估值比率</b>					
市盈率	74.52	51.73	-87.84	71.93	56.03
市净率	1.48	1.50	1.52	1.49	1.45
EV/EBITDA	3.93	6.33	-505.61	22.32	20.02
EV/EBIT	9.80	26.47	-40.89	50.54	38.91



## 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com