

领先的 M2M 终端设备商， 物联网行情助推业绩后续增长

投资要点

- **事件:** 公司 2016 年度实现营业收入 2.70 亿, 同比下降约 7.31%; 实现归母净利润 9527 万元, 同比下降约 6.15%。
- **深耕海外市场, 业绩增长稳定。** 移为通信一直致力于物联网领域, 主要产品分为三大类: 车载追踪通讯产品、物品追踪通讯产品、个人追踪通讯产品, 其中车载追踪通讯产品占营业收入 70% 以上。公司深耕海外市场, 90% 营业收入源于欧洲、北美、南美市场。海外市场具有市场容量大、竞争充分, 无明显贸易壁垒等优点, 公司充分利用海外市场优点, 依靠技术、客户资源等优势, 业绩一直保持稳定高速增长, 2013-2015 年三年营业收入复合增长率为 40.6%、净利润复合增长率为 50.7%。
- **M2M 行业前景广阔, 公司价值随行业发展释放。** 公司主要业务所在的汽车和交通行业是 M2M 设备第一大应用行业。预计 2020 年汽车和交通连接数量将增长至 8.45 亿; 汽车与交通设备连接相关收入将增长至 370.67 亿美元。当前市场容量不断扩张, 行业处于快速发展阶段。随着下游服务商对产品质量要求的提高, 公司自身的技术、客户优势将进一步凸显, 我们认为公司价值可随着 M2M 的发展逐步释放, 业绩继续保持较高增长。
- **抢占车载产品 4G 先机, 未来公司业绩可期。** 目前公司 CDMA 等产品已经开始销售, 相关 4G 通信制式的产品已经在研发中。募投资金 3 个亿将用于开发基于 3G 的无线通信终端产品, 储备和开发基于 4G 的无线终端技术和产品, 逐步完成对公司目前 2G 产品的更新换代。完成产品向 4G 的升级将显著改善在现有通信制式下公司产品时延长, 速率低, 覆盖范围小的缺陷。预计基于 4G 的车载追踪产品在 2018 迎来商用, 如果公司募投项目进展顺利, 2018 年有望迎来大规模商用的市场机遇。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 2.70 亿元、2.97 亿元、3.27 亿元, 归属母公司净利润分别为 0.95 亿元、1.01 亿元和 1.13 亿元。估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益 1.59 元、1.68 元和 1.88 元。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 物联网发展或不达预期, 募投项目进展或不达预期。

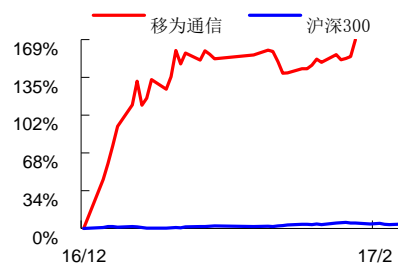
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	291.45	270.15	297.24	327.14
增长率	46.58%	-7.31%	10.03%	10.06%
归属母公司净利润(百万元)	101.52	95.27	100.74	113.05
增长率	32.37%	-6.15%	5.74%	12.22%
每股收益 EPS(元)	1.69	1.59	1.68	1.88
净资产收益率 ROE	56.73%	38.29%	11.25%	11.50%
PE	42	45	43	38
PB	24.05	17.29	4.81	4.38

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 黄弘扬
电话: 18996272777
邮箱: hhy@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)	0.80
流通 A 股(亿股)	0.20
52 周内股价区间(元)	28.48-76.69
总市值(亿元)	57.88
总资产(亿元)	1.99
每股净资产(元)	2.74

相关研究

目 录

1 公司概况：物联网 M2M 行业全球主流产品供应商	1
2 物联网蓬勃发展，M2M 行业增长势头良好	4
2.1 万物互联大势所趋，M2M 行业市场容量爆发.....	5
2.2 抢占通信及定位技术先机，公司未来业绩可期.....	7
2.3 政策利好，物联网发展迎来高峰.....	9
3 募投项目	9
4 盈利预测与投资建议	10

图 目 录

图 1: 公司产品.....	1
图 2: 公司 2013 年以来主营业务收入及增速.....	1
图 3: 公司 2013 年以来归母净利润及增速.....	1
图 4: 2015 年主营业务收入构成.....	2
图 5: 2016 上半年主营业务收入构成.....	2
图 6: 公司 2013 年以来主要产品毛利率.....	2
图 7: 2016 上半年按地区分类的主营业务占比.....	3
图 8: 2015 年按地区分类的主营业务占比.....	3
图 9: 物联网四大关键技术.....	4
图 10: M2M 工作原理.....	4
图 11: M2M 行业典型应用.....	4
图 12: M2M 产业链.....	5
图 13: 全球 M2M 连接数预测 (百万个).....	5
图 14: 全球 M2M 连接设备相关收入预测 (百万美元).....	5
图 15: 交通车队管理领域 M2M 市场容量情况 (万台).....	6
图 16: 轻型车 M2M 市场容量 (亿欧元).....	6
图 17: 中国 M2M 车载终端预测 (万台).....	6
图 18: 2021 年 M2M 收入预测 (单位: 亿美元).....	6
图 19: M2M 模块出货量 (单位: 百万片).....	7
图 20: LTE 车联网系统架构.....	8
图 21: 北斗系统在客运领域的应用.....	8

表 目 录

表 1: 2013 年以来毛利率变动情况.....	3
表 2: DSRC, LTE-V Cell 技术对比.....	7
表 3: 近年国家相关部门利好政策.....	9
表 4: 募投项目.....	9
表 5: 分业务收入及毛利率.....	10
附表: 财务预测与估值.....	11

1 公司概况：物联网 M2M 行业全球主流产品供应商

移为通信一直致力于物联网领域，当前主营业务为嵌入式 M2M 终端设备研发、销售，主要产品分为三大类：车载追踪通讯产品、物品追踪通讯产品、个人追踪通讯产品。

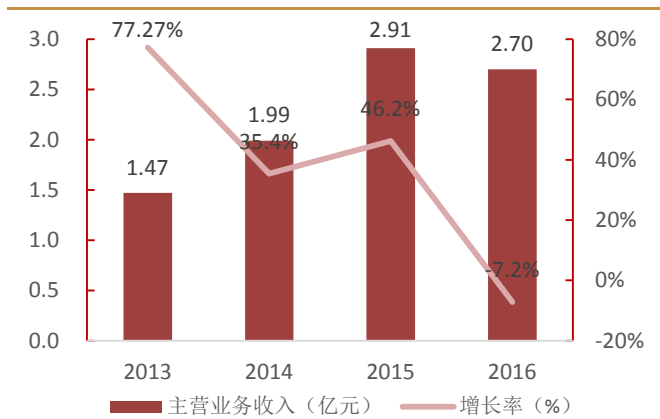
图 1：公司产品



数据来源：公司招股书，西南证券整理

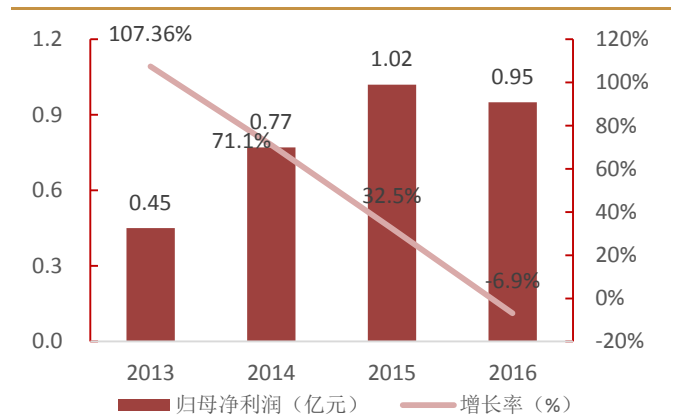
公司营收及利润连续三年保持增长。2013-2015 年营业收入及净利润的复合增长率分别为 40.6% 和 50.7%。2014 年利润增长速度下降主要因为业务规模增速下降，2015 年利润增长速度下降的原因主要是因为 UBI 大额订单导致综合毛利率略有下降。根据公司公布的业绩快报，2016 年营业收入为 2.70 亿元，净利润 9526.94 万元。主要由于 2015 年度第一大客户 OCTO 的定制项目截止 2016 年 1 季度已全部完成，对 2016 年营业收入造成一定的影响。

图 2：公司 2013 年以来主营业务收入及增速



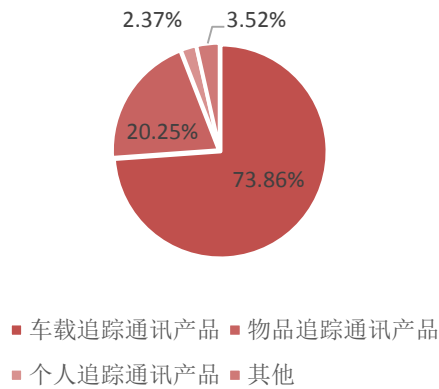
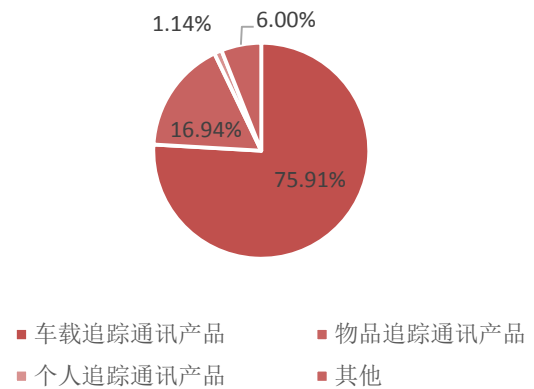
数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 3：公司 2013 年以来归母净利润及增速



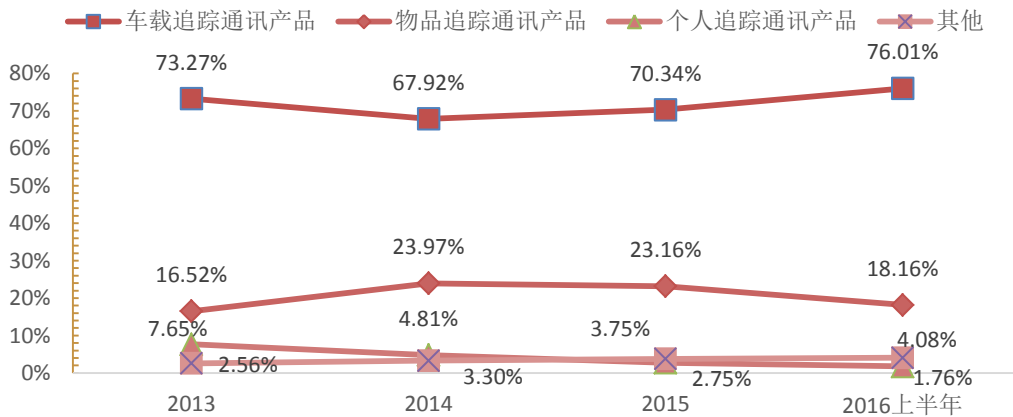
数据来源：公司招股书，西南证券整理

主营业务突出，公司利润的主要来源为车载追踪通讯产品。2016 年上半年车载追踪通讯产品的销售收入占营业收入的比重为 75.9%，2013-2015 年复合增长率为 40.8%，且增长速度不断加快，毛利率贡献率始终在 70%以上。2016 年上半年物品追踪通讯产品销售收入占当年营业收入的比重约为 17.7%，2013-2015 年的复合增长率为 62.2%，个人追踪通讯产品收入占营业收入的比重较小不到 10%，对公司业绩影响不大。

图 4：2015 年主营业务收入构成

图 5：2016 上半年主营业务收入构成


数据来源：公司招股书，西南证券整理

数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 6：公司 2013 年以来主要产品毛利率


数据来源：公司招股书，西南证券整理

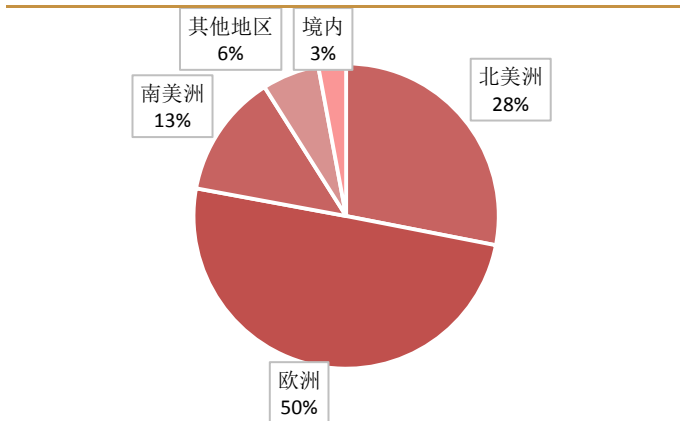
技术优势支撑，毛利率行业领先。2013 年以来，公司综合毛利率维持在 60%左右，同业可比较公司 CalAmp 的毛利率在 35%左右，天泽信息的毛利率在 28%左右。公司的毛利率比竞争对手 CalAmp 及天泽信息高的主要原因在于公司具有基于芯片级的产品开发技术实力，在外购芯片的基础上，可以自行开发通信模块和定位模块。自行开发相较于外购通信模块和定位模块不仅可以节约成本，而且可以提高产品的数据处理速度，使公司产品更具有性价比。

表 1: 2013 年以来毛利率变动情况

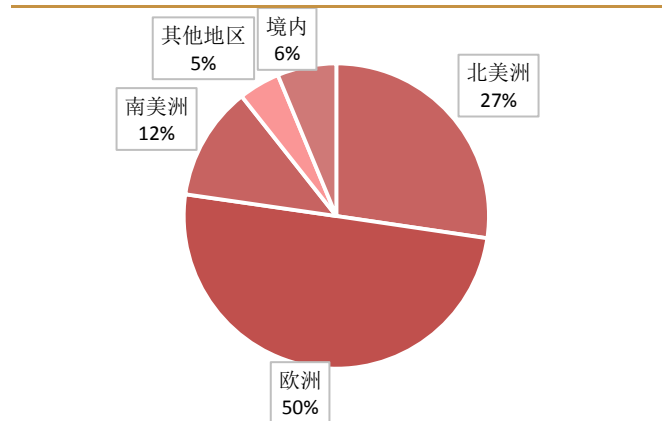
项目名称	车载追踪通讯产品	物品追踪通讯产品	个人追踪通讯产品	其他	合计
2013	58.21%	63.50%	56.33%	47.39%	58.52%
2014	60.82%	63.57%	63.99%	61.35%	61.63%
2015	52.50%	63.04%	63.81%	58.82%	55.12%
2016 上半年	60.64%	62.26%	70.52%	51.13%	60.61%

数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

深耕海外市场, 专注精细化管理应用。公司的产品主要销往北美洲、欧洲以及南美地区, 海外收入占比 90%以上, 其中北美欧洲等发达地区占比 80%左右。对于美国以及欧洲等发达国家而言, 汽车金融租赁、汽车保险 UBI 应用、车队物流管理等精细化管理系主要的行业应用。而在南美洲地区则侧重于安防、车队物流管理等相关的行业应用。长期深耕海外市场尤其是发达国家精细化应用培养了公司在车载追踪领域的技术优势。

图 7: 2016 上半年按地区分类的主营业务占比


数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

图 8: 2015 年按地区分类的主营业务占比


数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

采用轻资产经营模式, 加工环节委外:公司在产品研发、设计后, 将加工环节委托专业代工厂加工, 代工厂按照公司设计的工艺流程、工艺标准进行生产, 公司对整个生产过程进行监测, 既可以保证产品质量, 也可以将主要资源用于更重要的研发和销售上, 轻资产经营模式有助于公司健康发展。

2 物联网蓬勃发展，M2M 行业增长势头良好

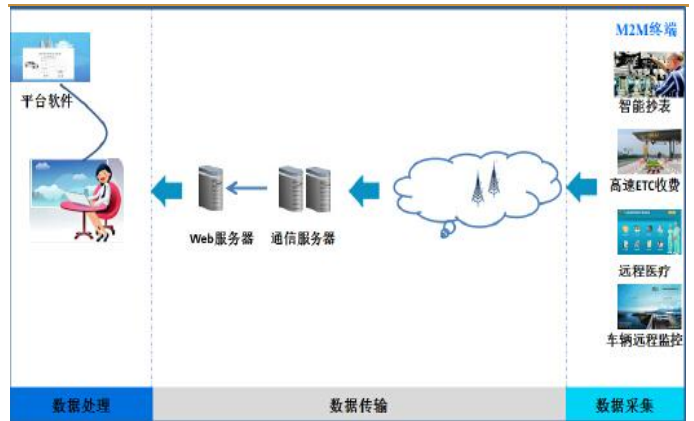
全球物联网应用仍处于快速发展阶段，物联网应用领域也逐步深化，车载信息通信、物品远程管理、智能电网等应用领域近年发展迅速。M2M 是率先形成完整产业链和内在驱动力的应用，是较为成熟行业，是物联网的四大关键领域和技术之一。M2M 技术应用领域广泛，如物流管理（车辆追踪、车队管理）、工业控制、智能家居、人员追踪。

图 9：物联网四大关键技术



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 10：M2M 工作原理



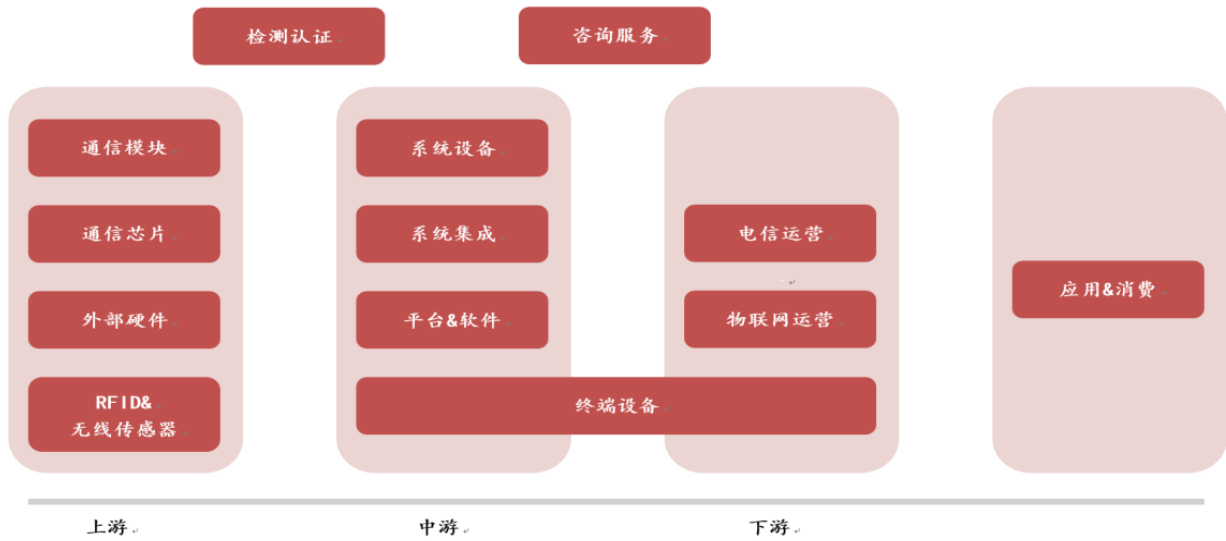
数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 11：M2M 行业典型应用



数据来源：公司招股书，西南证券整理

移为通信属于无线 M2M 行业产业链中的终端设备供应商，其上游行业是通信芯片行业、通信模块行业；下游行业是 M2M 服务商行业和 M2M 平台开发商行业。由于中国是电子元器件制造大国，所以上游通信芯片行业、通信模块行业市场供应充足，价格充分竞争，随着公司产品销量上升，公司采购电子元器件成本呈下降趋势。公司下游行业系 M2M 服务商，下游服务商一般对产品质量要求极高，对公司产品的需求具有粘性，同时公司在向下游客户销售时，一般收取全部或部分预收账款，具有较强的议价能力，这有利于公司现金流的稳定与利润的提升。

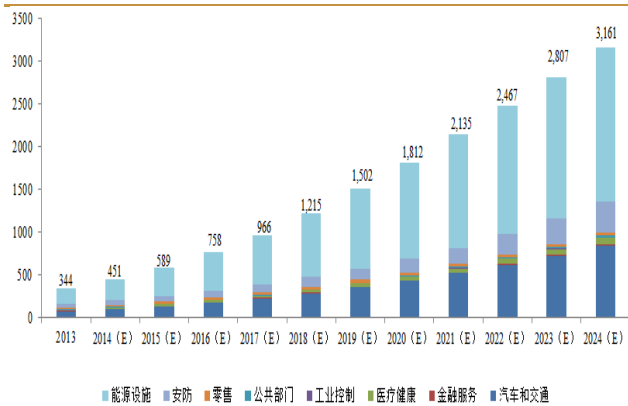
图 12: M2M 产业链


数据来源: 物联中国, 西南证券整理

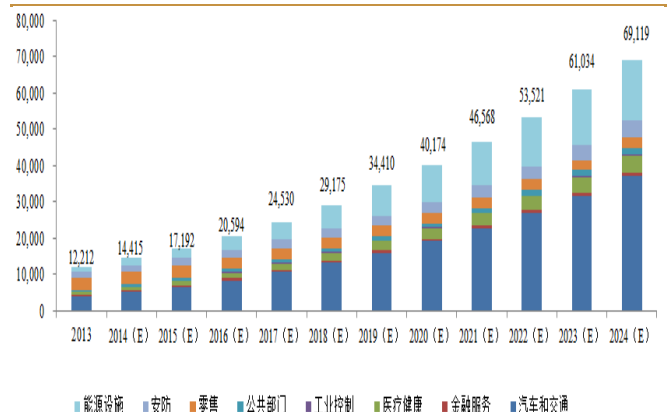
2.1 万物互联大势所趋, M2M 行业市场容量爆发

全球连接数高速增长, 汽车物联网爆发在即。公司主要业务所在的汽车和交通行业是 M2M 设备第一大应用行业。根据 Analysys Mason Limited 预测, 2020 年全球 M2M 设备连接数将达到 31.61 亿, 2013-2020 年复合增长率为 28%, 汽车和交通连接数量将增长至 8.45 亿, 占全部连接比重将上升至 26%, 复合增长率达到 31%; 2020 年全球 M2M 设备连接相关收入将达到 691.19 亿美元, 2013-2020 年复合增长率为 17.1%, 汽车与交通设备连接相关收入将增长至 370.67 亿美元, 复合增长率达到 52%。

产业链高壁垒特征叠加核心竞争力, 公司价值将随行业发展释放。公司所处的 M2M 终端嵌入式设备行业, 市场成熟, 市场竞争者众多, 下游服务商对 M2M 硬件技术性能、稳定性要求较高, 行业技术门槛与客户资源门槛较高。与同行业竞争者相比, 公司具有技术、资源等核心竞争力。我们预计公司业务收入可随 M2M 行业的发展得到快速增长。

图 13: 全球 M2M 连接数预测 (百万个)


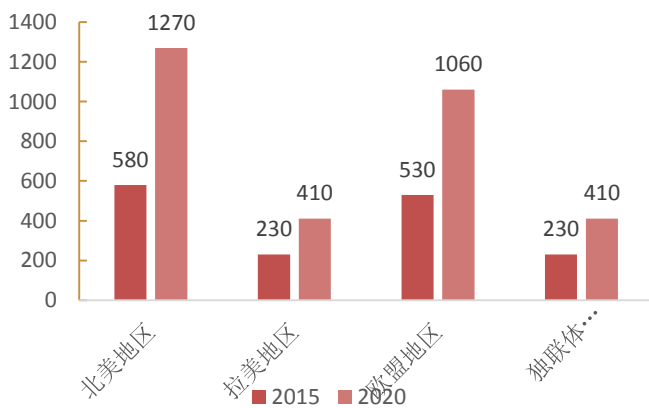
数据来源: Analysys Mason Limited, 公司招股书, 西南证券整理

图 14: 全球 M2M 连接设备相关收入预测 (百万美元)


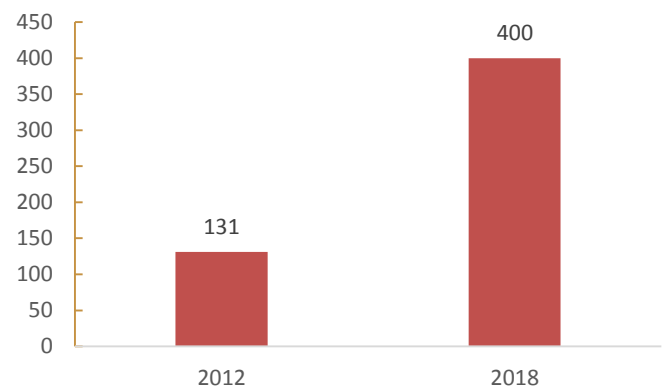
数据来源: Analysys Mason Limited, 公司招股书, 西南证券整理

具体来看，在交通和车队管理领域，北美是全球车队管理 M2M 设备的第一大市场，预计 2020 年将达 1270 万台，2015-2020 年复合增长率 17%。欧盟是全球第二大市场，预计 2020 年将达 1060 万台，2015-2020 年复合增长率 14.9%。公司 80% 的营收来自于北美和欧洲地区，这两个地区市场容量的快速增长直接利好公司。

在轻型车车载终端领域，目前使用嵌入式 M2M 终端设备比例较少。根据 GSMA 的统计，到 2018 年轻型车车载终端市场容量将达到 400 亿欧元，其中嵌入式设备容量 326 亿欧元。对于乘用车市场来说，采用无线 M2M 技术的规模受政策性因素影响很大，按规定，从 2018 年 3 月 31 日起，欧盟地区销售的所有轻型车新车均将配装 eCall 系统。eCall 系统工作原理是通过在轻型车安装嵌入式 M2M 终端设备实现和公共系统的信息通信，欧盟新规的实施将打开欧洲轻型车嵌入式车载终端广阔的市场，政策催化叠加既有客户资源优势，公司有望在欧洲轻型车车载终端领域占据一定的市场份额。

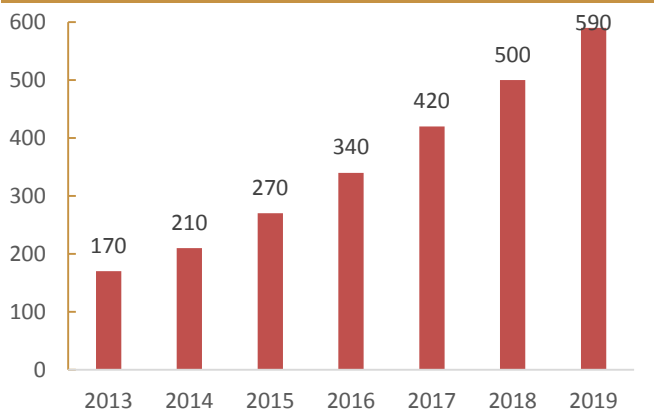
图 15: 交通车队管理领域 M2M 市场容量情况 (万台)


数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

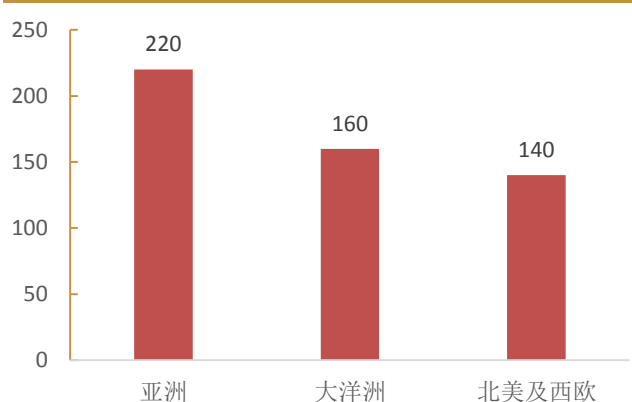
图 16: 轻型车 M2M 市场容量 (亿欧元)


数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

以中国为代表的亚太市场迅速增长，开辟中国等新兴市场有望带来新的赢利点。目前，中国无线 M2M 设备主要应用于客运、货运、危险品运输车辆领域。预计 2019 年，无线 M2M 车载终端的数量将增长至 590 万台。Ovum 预测 2021 年亚洲 M2M 收入将达到 220 亿美元，位居全球第一。中国车联网规模在 2016 年将突破 2000 亿。

图 17: 中国 M2M 车载终端预测 (万台)


数据来源: Berg Insight, 西南证券整理

图 18: 2021 年 M2M 收入预测 (单位: 亿美元)


数据来源: ovum, 西南证券整理

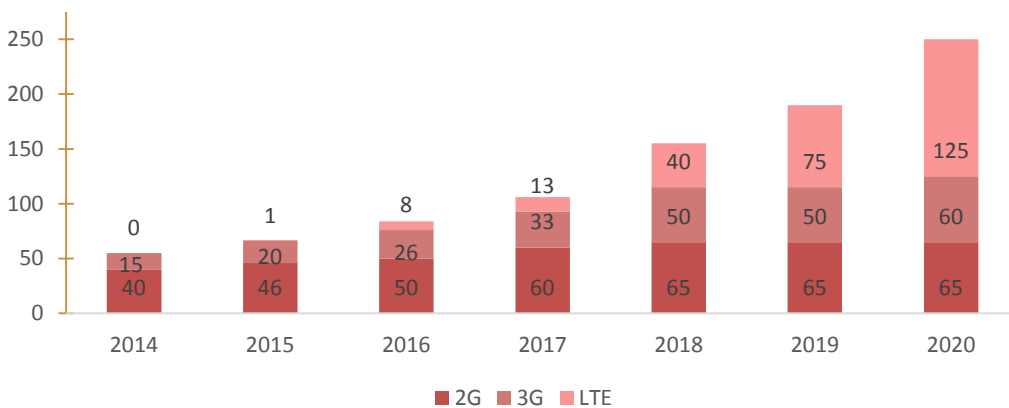
国内能够提供车队管理服务的厂商较多，但核心仅限于实现追踪、追查功能。由于一直立足欧美发达国家市场应用，与这些国内厂商相比，公司对基带芯片、单片机技术、电信运营、网络通信、信息安全、软件工程、软硬件结合技术有更深入理解，拥有长期的下游行业应用积累，相比于国内同行业厂具备一定的技术优势，有望抢占更多的市场份额，进一步增厚营业收入。

2.2 抢占通信及定位技术先机，公司未来业绩可期

根据 Infonetics 发布的关于 M2M 模块的报告，我们预计到 2019 年基于 LTE 的 M2M 将成为主流，模块出货量将首次超过 3G，成为最主要的细分市场。

公司紧跟技术发展潮流，将投入募投资金 3 个亿用于开发基于 3G 的无线通信终端产品，储备和开发基于 4G 的无线终端技术和产品，逐步完成对公司目前 2G 产品的更新换代。目前公司 CDMA 等产品已经开始销售，相关 4G 通信制式的产品已经在研发中。基于多制式通信技术系列产品升级项目有利于满足公司主要市场欧美市场从 2G 到 3G、4G 过渡的需求。

图 19: M2M 模块出货量 (单位: 百万片)



数据来源: iot.ofweek.com, 西南证券整理

将物联网终端系列产品向 LTE 网络制式环境升级和开发是公司募投项目主要建设内容。LTE-V 是基于 TD-LTE 技术的车联网解决方案，与 DSRC (专用短程通信技术) 相比，在技术指标、应用、商业化、政策等方面都更具优势，并且 LTE-V 可以实现向未来 5G 的平滑过渡升级。LTE-V 预计年内推出芯片/模块测试产品，如果公司募投项目进展顺利，2018 年有望迎来大规模商用的市场机遇。

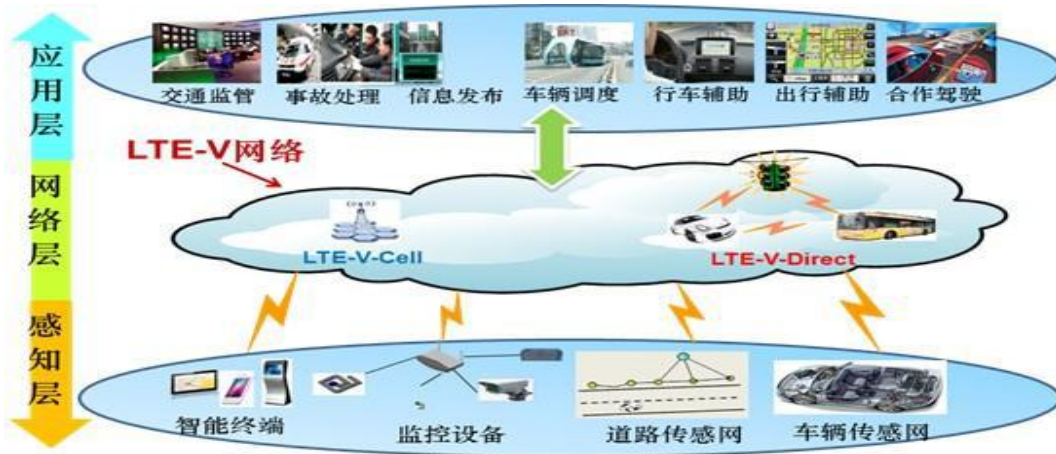
表 2: DSRC, LTE-V Cell 技术对比

技术指标	DSRC	LTE-V Cell
传输速率	27Mbps	上行 500Mbps 下行 1Gbps
有效距离	数百米	1KM
时延	100ms	用户面时延 ≤ 10ms 控制面时延 ≤ 50ms
支持车速	200km/h	500Km/h

数据来源: 西南证券整理

完成产品向 LTE 的升级将显著改善在现有通信制式下公司产品时延长，速率低，覆盖范围小的缺陷。公司的车载追踪设备对时延需求在 500-1000ms，具有数据包小，覆盖，范围大(1000m 全覆盖)的特点。LTE 网络本身的峰值速率上行为 50Mbps，下行为 100Mbps，控制面时延≤100ms，支持车速 120-350km/h，覆盖范围几百米到 1km，向 LTE 升级完全可以满足车载追踪产品对通信性能的要求。

图 20: LTE 车联网系统架构

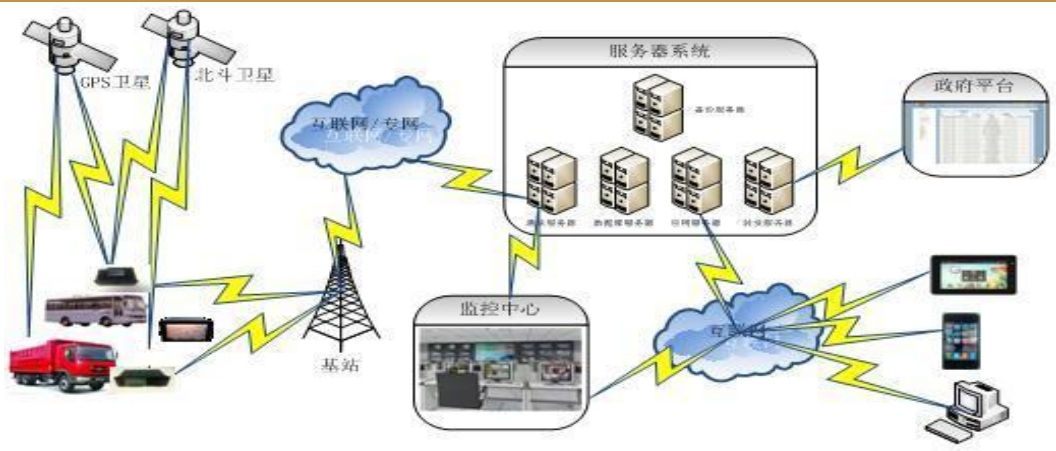


数据来源: 物联中国, 西南证券整理

目前 GPS 是全球定位主要使用系统，公司产品定位信号主要基于 GPS 信号。随着中国北斗定位系统精确度逐步提升，公司将开发基于北斗定位系统新产品。目前公司已经推出基于北斗的车载系统产品，未来除继续扩大基于北斗系统的车载应用产品外，在个人追踪设备、物品追踪设备领域，公司将持续推出基于北斗定位系统产品。

目前北斗导航核心技术已经实现自主可控，核心性能指标大幅改善，依托地基增强系统定位精度已经可以达到亚米级，同时相关基础硬件产品芯片、板卡、天线等成本已经下降至与 GPS 同一水平，北斗导航产业发展条件成熟。公司位于北斗导航产业链的中端，基于北斗系统的产品可以实现在成本可控的情况下提高性能，更加具备市场竞争力。

图 21: 北斗系统在客运领域的应用



数据来源: iot.ofweek.com, 西南证券整理

公司积极研发基于多普勒定位测向系统的车辆定位解决方案项目。基于多普勒定位测向系统的车辆定位终端可以有效突破卫星定位系统和蜂窝移动通信系统的技术限制，配合公司现有产品，该系统未来可以大大提高车辆追踪防盗服务的覆盖范围，提高公司竞争优势。

2.3 政策利好，物联网发展迎来高峰

2017 年 ICT 深度观察大型报告会暨白皮书发布会上发布了《物联网白皮书 2016》，在对我国物联网现阶段情况归纳总结的基础上，探讨我国物联网面临的挑战和今后的发展方向。全球物联网发展总体态势：1.全球物联网发展进入新阶段，当前正处于产业爆发前的战略机遇期。2.传统产业智能化升级和规模化消费市场兴起推动物联网的突破创新和加速推广。3.各国政府意图抢抓发展先机，塑造物联网国际竞争优势。

表 3：近年国家相关部门利好政策

时间	部门	名称
2016 年 12 月	信通院	物联网白皮书 2016
2016 年 12 月	国务院	十三五战略新兴产业规划
2015 年 3 月	发改委	外商投资产业指导目录
2013 年 12 月	发改委	物联网发展专项行动计划
2013 年 2 月	发改委	产业结构调整指导目录
2013 年 2 月	国务院	国务院关于推进物联网有序健康发展指导意见
2011 年 12 月	国务院	工业转型升级规划
2011 年 2 月	交通部	道路运输车辆卫星定位系统车载终端技术要求

数据来源：公司招股书，西南证券整理

3 募投项目

表 4：募投项目

序号	项目名称	拟使用募集资金 (亿元)	建设期	具体内容
1	基于多制式通信技术系列产品升级项目	3.05	3 年	开发基于 3G 的无线通信终端产品，储备和开发基于 4G 的无线终端技术和产品
2	基于多普勒定位测向系统的车辆定位解决方案项目	0.98	3 年	开发设计一套区别于卫星定位系统的、利用多普勒频率原理的定位测向系统
3	研发中心项目	1.9	3 年	最终建立一个整合各种物联网产品的云计算平台，延伸国内业务的产业链

数据来源：公司招股书，西南证券整理

基于多制式通信技术系列产品升级项目顺应移动通信技术向高速率发展的趋势，预计 18 个月时间车联网系列产品验收，逐步投向市场，30 个月时间物品和资产管理全系列产品、个人安全防护系列产品和工业设备数据采集产品完成网络制式改造。

基于多普勒定位测向系统的车辆定位解决方案项目作为现有车辆定位技术的有益补充，配合公司现有产品，能够大大提高车辆追踪防盗服务的覆盖范围，未来产品在测向实时性、

定位精度、抗干扰能力上都会显著加强，增加公司产品的竞争力。预计 20 个月时间产品推向市场。

建设并完善公司研发中心，包括云计算服务平台建设；开发适合于保险行业 UBI4 的车辆追踪解决方案；基于北斗定位技术的产品研发；培养一只规模 100 人左右的研发团队。预计 31-32 个月北斗定位产品投放市场，29-32 个月云计算服务上线试运行。

4 盈利预测与投资建议

假设 1：车载追踪通讯产品毛利率维持在 53%。

假设 2：公司多制式通信技术系列产品升级项目、多普勒定位测向系统的车辆定位解决方案项目在 3 年内顺利落地。

我们预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 2.70 亿元、2.97 亿元和 3.27 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 0.95 亿元、1.01 亿元和 1.13 亿元。估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益 1.59 元、1.68 元和 1.88 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
车载追踪通讯产品	收入	215.26	196.96	212.72	225.48
	增速	57.33%	-8.50%	8.00%	6.00%
	毛利率	52.50%	53.00%	52.00%	52.00%
物品追踪通讯产品	收入	59.02	52.82	57.05	62.75
	增速	27.72%	-10.50%	8.00%	10.00%
	毛利率	63.04%	64.00%	63.00%	63.00%
个人追踪通讯产品	收入	6.92	5.12	4.61	4.61
	增速	-24.95%	-26.00%	-10.00%	0.00%
	毛利率	63.81%	64.50%	63.00%	63.00%
其他	收入	10.25	15.24	22.86	34.29
	增速	55.78%	48.70%	50.00%	50.00%
	毛利率	58.82%	60.20%	60.00%	60.00%
总营业收入	收入	291.45	270.15	297.24	327.14
	增速	46.58%	-7.31%	10.03%	10.06%
	毛利率	55.12%	55.78%	54.90%	55.10%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	291.45	270.15	297.24	327.14	净利润	101.52	95.27	100.74	113.05
营业成本	130.79	119.47	134.06	146.87	折旧与摊销	0.65	2.25	13.75	32.77
营业税金及附加	0.56	0.47	0.54	0.58	财务费用	-7.44	-5.13	-5.65	-6.22
销售费用	14.97	12.16	14.01	15.18	资产减值损失	1.59	0.50	1.50	0.50
管理费用	40.78	35.12	39.62	43.25	经营营运资本变动	-37.11	2.37	-2.79	-9.49
财务费用	-7.44	-5.13	-5.65	-6.22	其他	34.69	-29.26	-1.47	-0.06
资产减值损失	1.59	0.50	1.50	0.50	经营活动现金流净额	93.90	65.99	106.08	130.55
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-0.20	-48.32	-245.00	-195.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.03	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1.23	-48.32	-245.00	-195.00
营业利润	110.20	107.56	113.16	126.97	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.84	1.00	1.00	1.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	113.04	108.56	114.16	127.97	股权融资	0.00	0.00	569.60	0.00
所得税	11.51	13.29	13.42	14.91	支付股利	-42.00	-25.38	-23.82	-25.19
净利润	101.52	95.27	100.74	113.05	其他	-1.10	5.13	5.65	6.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-43.10	-20.25	551.43	-18.97
归属母公司股东净利润	101.52	95.27	100.74	113.05	现金流量净额	52.91	-2.58	412.51	-83.42
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	133.84	131.27	543.77	460.35	成长能力				
应收和预付款项	39.55	63.00	65.08	72.83	销售收入增长率	46.58%	-7.31%	10.03%	10.06%
存货	45.00	46.62	52.32	57.31	营业利润增长率	25.44%	-2.39%	5.20%	12.20%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	32.37%	-6.15%	5.74%	12.22%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	18.40%	1.23%	15.84%	26.60%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1.10	46.89	278.18	440.46	毛利率	55.12%	55.78%	54.90%	55.10%
无形资产和开发支出	0.18	0.47	0.44	0.41	三费率	16.57%	15.60%	16.14%	15.96%
其他非流动资产	0.96	0.95	0.94	0.93	净利率	34.83%	35.27%	33.89%	34.56%
资产总计	220.63	289.19	940.73	1032.29	ROE	56.73%	38.29%	11.25%	11.50%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	46.02%	32.94%	10.71%	10.95%
应付和预收款项	40.90	39.60	44.59	48.26	ROIC	90.07%	59.66%	31.14%	20.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.48%	38.75%	40.79%	46.93%
其他负债	0.77	0.75	0.77	0.80	营运能力				
负债合计	41.67	40.34	45.36	49.05	总资产周转率	1.56	1.06	0.48	0.33
股本	60.00	60.00	80.00	80.00	固定资产周转率	292.61	14.08	2.25	1.06
资本公积	1.70	1.70	551.30	551.30	应收账款周转率	8.24	5.35	6.08	6.20
留存收益	117.26	187.15	264.07	351.94	存货周转率	3.09	2.45	2.71	2.68
归属母公司股东权益	178.96	248.85	895.37	983.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.43%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	178.96	248.85	895.37	983.24	资产负债率	18.89%	13.95%	4.82%	4.75%
负债和股东权益合计	220.63	289.19	940.73	1032.29	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.31	6.05	14.75	12.17
					速动比率	4.21	4.88	13.58	10.99
					股利支付率	41.37%	26.64%	23.64%	22.28%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	103.40	104.68	121.26	153.52	每股收益	1.69	1.59	1.68	1.88
PE	42.39	45.17	42.72	38.06	每股净资产	2.98	4.15	14.92	16.39
PB	24.05	17.29	4.81	4.38	每股经营现金	1.56	1.10	1.77	2.18
PS	14.76	15.93	14.48	13.15	每股股利	0.70	0.42	0.40	0.42
EV/EBITDA	40.31	39.85	42.83	34.37					
股息率	0.98%	0.59%	0.55%	0.59%					

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。

本报告仅供本公司客户使用，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 15 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
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn