

评级：增持(首次)

市场价格：111.08

目标价格：126.75

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

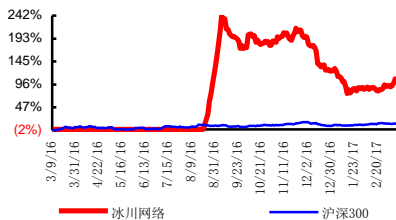
联系人：朱骏楠

电话：

Email: zhuqn@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	100
流通股本(百万股)	25
市价(元)	111.08
市值(百万元)	11,108
流通市值(百万元)	2,777

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	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	360.01	369.88	381.10	514.49	926.07
增长率 yoy%	32.23%	2.74%	3.03%	35.00%	80.00%
净利润	157.61	171.55	151.36	194.26	274.62
增长率 yoy%	24.45%	8.85%	-11.77%	28.35%	41.36%
每股收益(元)	2.10	2.29	1.51	1.94	2.75
每股现金流量	3.19	2.31	1.41	2.17	3.79
净资产收益率	39.46%	36.27%	10.18%	11.56%	14.04%
P/E	0.00	0.00	73.39	57.18	40.45
PEG	0.00	0.00	—	2.02	0.98
P/B	0.00	0.00	7.47	6.61	5.68

备注：每股收益及净资产收益率均未使用加权计算

投资要点

- **冰川网络是国内主要的研运一体化网络游戏企业。**主营业务为基于自主研发的引擎技术开发的大型多人在线网络游戏。主要采用自主运营模式，以客户端网络游戏为主，并涵盖了移动游戏、网页游戏等游戏类型，当前游戏在运营的产品主要为客户端网游《远征OL》、《龙武2》及《不败传说》。
- **PC端网游增长趋稳，移动端依旧维持快速增长。**根据游戏工委披露数据显示，2016年中国游戏市场销售收入为1655.7亿元，同比增长17.7%。**PC端游戏市场：规模、市场格局趋于稳定，增速放缓。**客户端游戏、网页游戏市场规模2016年均有所下滑。**移动游戏市场：2016年同比增速高达59.19%，销售额819.2亿元，占比游戏市场收入已经达到49%以上。**
- **公司产品研发提速，新手游值得期待。**公司成立之初专注于客户端网络游戏的开发与运营，当前在夯实精品客户端游戏市场的同时，亦积极开拓手游市场，产品研发明显提速。目前在开发、测试阶段的包括《影武者》、《鬼谷无双》等游戏，全新手游产品亦在开发阶段。
- 根据2016年业绩快报数据显示，公司2016年营收保持稳定，同比增长2.9%，净利润受到研发、推广费用影响，有一定下滑，同比下降9.4%。**但四季度单季归母净利润同比、环比大幅增长，单季实现归母净利润4000万，较三季度环比增长53.8%，同比也有21.2%增长。**我们认为经过三季度《不败传说》的大规模推广后，四季度费用逐步下降，《不败传说》盈利能力逐步体现，净利润明显提升。后续随着公司产品研发加速，《不败传说》、《鬼谷无双》等游戏逐步进入盈利期，公司业绩有望明显提升。
- **盈利预测与估值：**我们预计冰川网络游戏业务2016-2018年收入为3.81亿元、5.14亿元、9.26亿元，同比增长3%、35%、80%。实现归属母公司的净利润分别为1.51亿元、1.94亿元和2.75亿元，分别同比增长-11.77%、28.35%和41.36%。对应EPS分别为1.51元、1.94元和2.75元。公司作为次新股，弹性较大，我们给与一定的估值溢价，公司2017年65XPE，对应目标价126.75元，首次覆盖，“增持”评级。
- **风险提示：**1) 客户端游戏行业整体下滑风险；2) 人才流失风险；3) 新游戏研发进度不达预期风险。

内容目录

研运一体化的一流端游公司	- 4 -
国内一流的研运一体网络游戏公司	- 4 -
2016 年营收小幅增长，四季度单季净利润环比、同比均有较大提升	- 4 -
股权集中，利于决策施行及资本运作	- 5 -
PC 端游戏市场增长趋稳，移动端持续快速发展	- 6 -
受益于手游的高速增长，国内游戏市场规模超过 1600 亿	- 6 -
PC 端市场增速放缓，行业格局预计将逐步趋稳	- 6 -
移动游戏市占比不断攀升，2017 年规模有望突破 1000 亿	- 7 -
冰川网络：客户端游戏为主，积极拓展手游市场	- 7 -
主营精品客户端游戏，收入主要来自于《远征 OL》、《龙武 2》	- 8 -
研运一体化，毛利率始终维持较高水平	- 9 -
拥有优秀的研发团队，持续创作能力强	- 10 -
盈利预测与估值	- 11 -
盈利预测结果	- 11 -
首次覆盖，目标价 126.75 元，予以“增持”评级	- 11 -
风险提示	- 12 -
投资评级说明：	- 14 -

图表目录

图表 1：冰川网络发展历程	- 4 -
图表 2：2012-2016 冰川网络营业收入及增速（亿）	- 5 -
图表 3：2012-2016 冰川网络归母净利润及增速（亿）	- 5 -
图表 4：冰川网络 IPO 募集资金投资项目投资进度安排	- 5 -
图表 5：冰川网络股权结构	- 6 -
图表 6：2008-2016 年网络游戏市场规模（亿元）	- 6 -
图表 7：2008-2016 中国端游市场规模（亿元）	- 7 -
图表 8：2008-2016 中国页游市场规模（亿元）	- 7 -
图表 9：2008-2016 年中国网游市场规模结构	- 7 -
图表 10：2008-2016 国内移动游戏销售规模（亿元）	- 7 -
图表 11：《远征 OL》客户端游戏截图	- 8 -
图表 12：《龙武》客户端游戏截图	- 8 -
图表 13：《远征 OL》2009-2015 年运营相关数据	- 8 -
图表 14：《龙武》2012-2015 年相关运营数据	- 8 -
图表 15：《不败传说》客户端游戏截图	- 9 -
图表 16：《鬼谷无双》客户端游戏截图	- 9 -

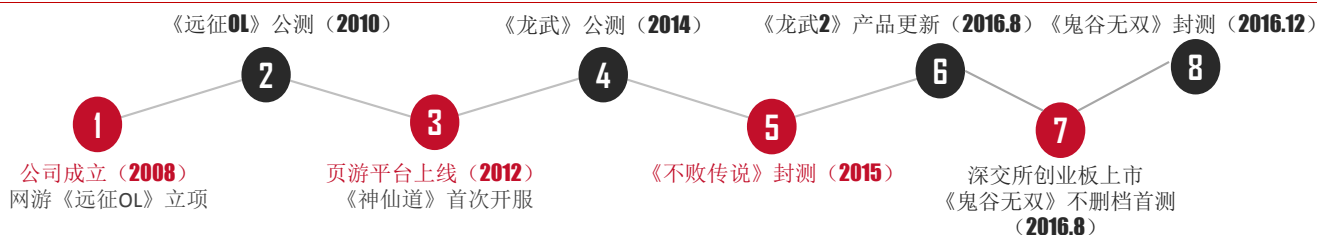
图表 17: 冰川网络 2013-2015 年营业收入结构占比情况 (万)	- 9 -
图表 18: 按经营模式分类冰川网络营收构成情况 (万元)	- 10 -
图表 19: 冰川网络 2013-2016Q3 销售毛利率情况	- 10 -
图表 20: 冰川网络 2013-15 年研发投入情况	- 10 -
图表 21: 冰川网络核心技术人员介绍	- 10 -
图表 22: 核心技术人员持股情况	- 11 -
图表 23: 可比公司估值比较 (截止到 2017 年 3 月 9 日收盘价)	- 11 -
图表 24: 冰川网络财务报表及盈利预测	- 13 -

研运一体化的一流端游公司

国内一流的研运一体网络游戏公司

- 冰川网络成立于 2008 年 1 月，是国内主要的开发运营一体化网络游戏企业，主营业务为基于自主研发的引擎技术开发大型多人在线网络游戏，并采用以自主运营为主，与国内外运营商进行联合运营或授权运营为辅的运营方式，合作运营商已达数十家。
- 公司当前贡献营收的游戏产品主要为客户端网络游戏《远征 OL》、《龙武 2》及《不败传说》：
 - 《远征 OL》：大型热血国战类的 MMORPG 2D 游戏，截至 2015 年 12 月 31 日，注册账户已超过 3000 万个，玩家累计充值超过 13 亿元；
 - 《龙武 2》：前身为《龙武》，是公司开发的第二款客户端网络游戏，截至 2015 年 12 月 31 日，注册账户已超过 1000 万个，玩家累计充值超过 4 亿元，2016 年产品迭代更新推出《龙武 2》。
 - 《不败传说》：2016 年 7 月开启内测，10 月启动大规模内测，MMORPG 2.5D 游戏，采用传统的国战模式，背景为东周末年，目前在大力推广阶段。

图表 1：冰川网络发展历程



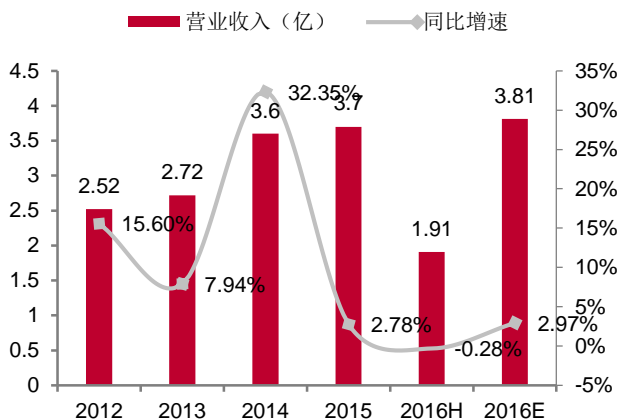
来源：公司官网，中泰证券研究所

2016 年营收小幅增长，四季度单季净利润环比、同比均有较大提升

- 2011 年至 2015 年，公司主要产品为《远征 OL》和《龙武》，2014 年因《龙武》营业收入快速增长，公司业绩增长较快，营业收入增速 32.4%，归母净利润增速 24.4%。随着两款游戏生命周期的延长，营业收入贡献能力下降，公司主营业务收入在 2015 年趋于稳定。
- 2016 年，随着新产品储备数量增加，使得公司研发费用和推广费用有所增加，归母净利润同比有所下滑。根据最新公司披露的 2016 年业绩快报显示，公司营收同比小幅增长，净利润同比下滑 9.4%，主要受到研发投入增加以及《不败传说》宣传费用增加影响。我们预计 2017 年《不败传说》、《鬼谷无双》等游戏将逐步进入盈利期，提升公司业绩。
- 2016 年四季度单季归母净利润同比、环比大幅增长，营收保持稳定。根据公司披露的业绩快报数据测算，公司四季度单季实现归母净利润 4000 万，较三季度环比增长 53.8%，同比也有 21.2% 增长。我们认为经过三季度《不败传说》的大规模推广后，四季度费用逐步下降，《不败传说》

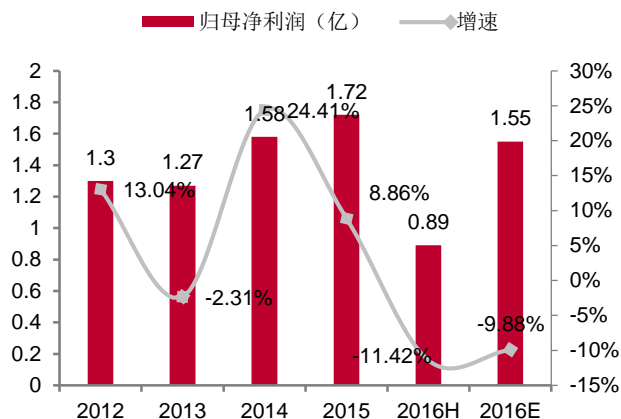
盈利能力逐步体现，净利润明显提升。

图表 2：2012-2016 冰川网络营业收入及增速（亿）



来源：公司公告，中泰证券研究所（注：2016 年为业绩快报数据）

图表 3：2012-2016 冰川网络归母净利润及增速（亿）



来源：公司公告，中泰证券研究所（注：2016 年为业绩快报数据）

- 新品研发明显提速，业绩增长值得期待。**公司上市募集的资金主要用于补充运营资金、新游戏的研发以及研发运营基地的建设，上市后公司相继推出了《鬼谷无双》、《影武者》，同时《不败传说》经过多轮测试后也正是大规模推广。从游戏数量上有明显增加。

图表 4：冰川网络 IPO 募集资金投资项目投资进度安排

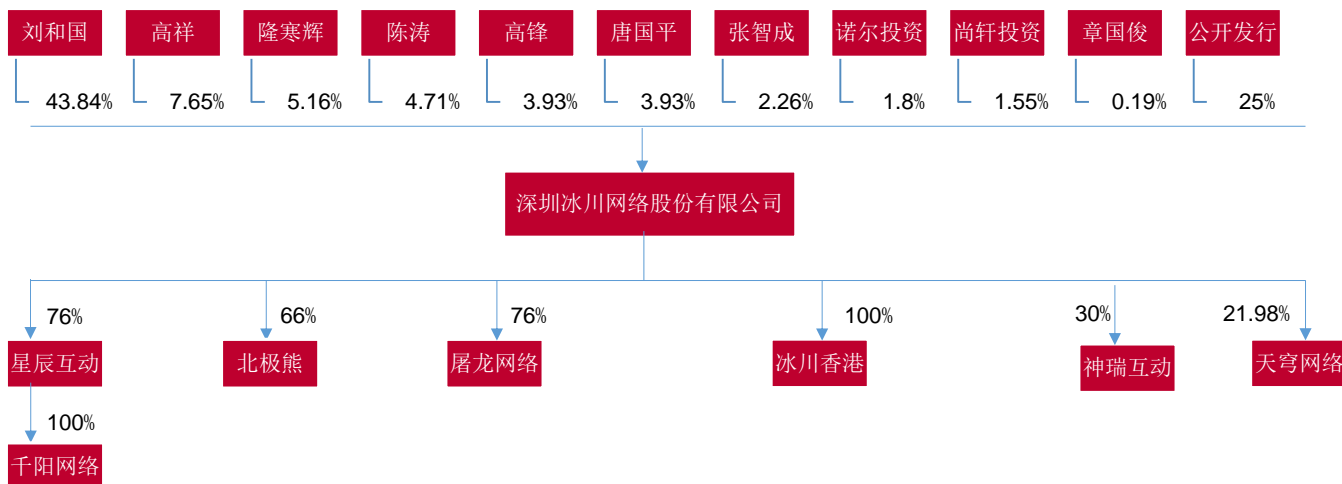
项目	第一年	第二年	第三年	第四年	合计
客户端网络游戏开发项目	3120.92	4487.43	6895.35	6204.5	20708.19
网页游戏开发项目	1192.53	1794.62	1638.08	823	5448.23
游戏技术研发及运营基地项目	8094.24	-	-	-	8094.24
合计	12407.69	6282.05	8533.43	7027.5	34250.66

来源：招股说明书，中泰证券研究所

股权集中，利于决策施行及资本运作

- 公司实际控制人刘和国先生持有 4383.92 万股，持股比例 43.84%。**公司股权较为集中，有利于决策的快速施行，以及后期相关的资本运作。

图表 5：冰川网络股权结构



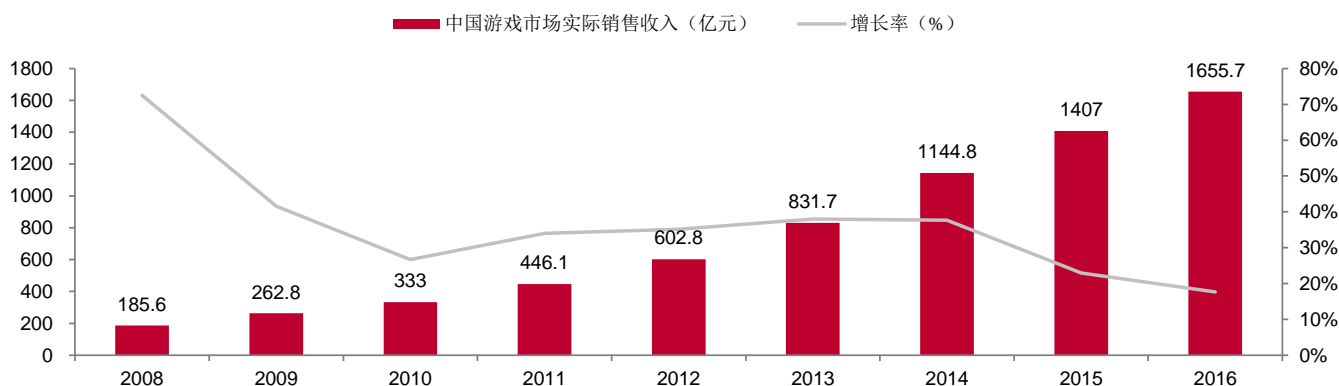
来源：公司公告，中泰证券研究所

PC 端游戏市场增长趋稳，移动端持续快速发展

受益于手游的高速增长，国内游戏市场规模超过 1600 亿

- 截止 2016 年底，我国游戏用户规模达到 5.66 亿。随着国内网络游戏企业研发能力和运营能力的不断提升，国内网络游戏市场规模呈现持续快速增长的态势。根据 2016 年游戏产业报告显示，2016 年中国网络游戏市场销售收入为 1655.7 亿元，同比增长了 17.7%。受益于手游高速增长，预计 2017 年仍将维持较高增速。

图表 6：2008-2016 年网络游戏市场规模（亿元）



来源：游戏产业报告，中泰证券研究所

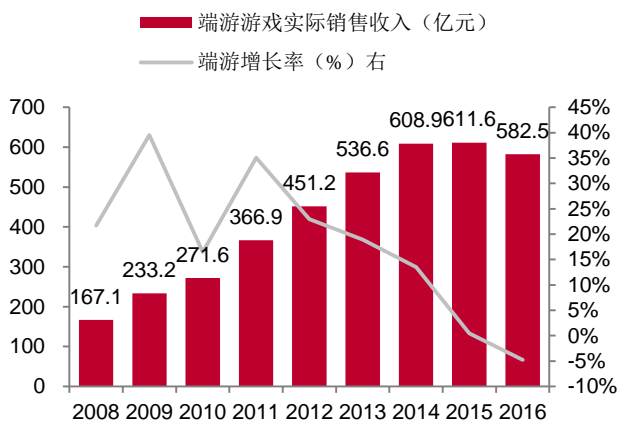
PC 端市场增速放缓，行业格局预计将逐步趋稳

- 客户端游戏和网页游戏市场规模趋于稳定，增速放缓。根据游戏工委数据显示，客户端游戏在 2008 年至 2011 年发展较快，2015 年开始增长逐步停滞，2016 年略有下滑。网页游戏方面，市场规模从 2008 年的 4.5 亿上升至 2015 年的 219.5 亿，2016 年下滑至 187.1 亿，预计未来增速

也将逐步放缓。

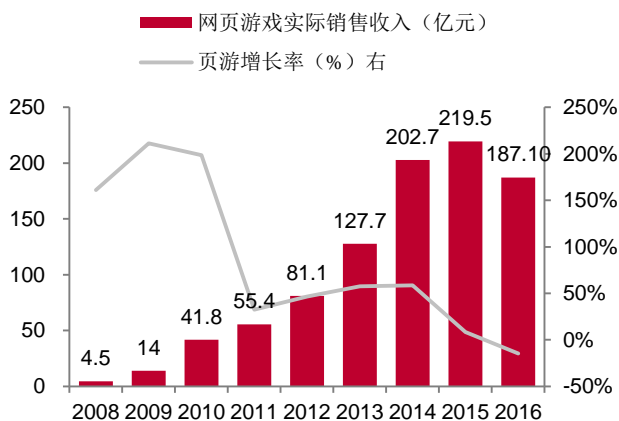
- 客户端游戏和网页游戏市场格局趋于稳定，主要被游戏大厂商掌控，腾讯和网易凭借产品优势进一步与后位厂商拉开距离。大型企业市场的把控能力增强，客户端游戏市场趋于稳定，主要游戏厂商有网易、完美世界、金山网络和巨人网络等。网页游戏则由掌控流量的少数几家发行商把控，如 37 游戏、游族网络和奇虎 360 等。

图表 7：2008-2016 中国端游市场规模（亿元）



来源：游戏工委，中泰证券研究所

图表 8：2008-2016 中国页游市场规模（亿元）

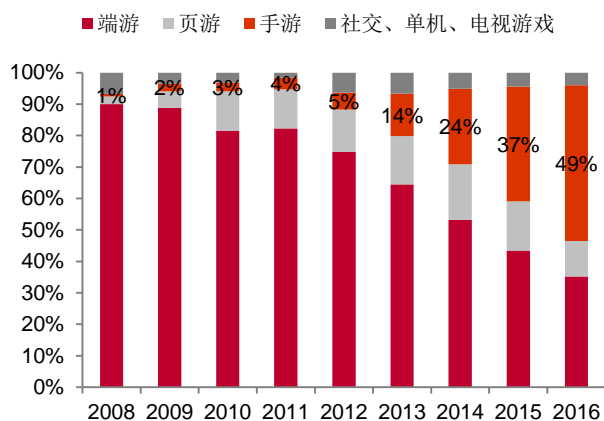


来源：游戏工委，中泰证券研究所

移动游戏市占比不断攀升，2017 年规模有望突破 1000 亿

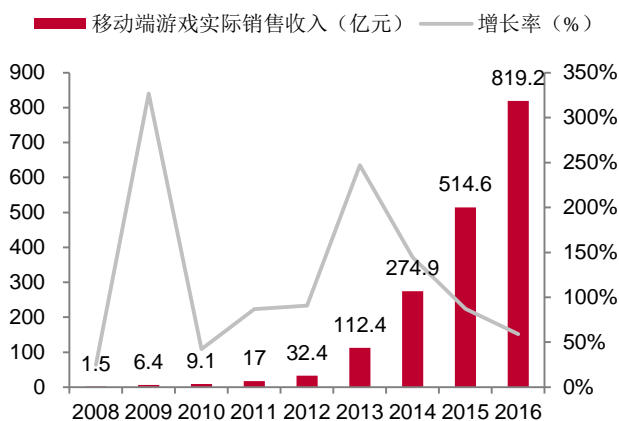
- 移动游戏规模占网络游戏总规模比例一路攀升，市场规模增长依旧快速，2017 年有望突破 1000 亿。根据游戏工委发布的数据显示，移动游戏 2016 年同比增速高达 59.19%，销售额 819.2 亿元，仍保持高速增长态势。移动游戏在游戏产业总收入占比已经达到 49% 以上，预计这一比例仍将继续提升。

图表 9：2008-2016 年中国网游市场规模结构



来源：游戏工委，中泰证券研究所

图表 10：2008-2016 国内移动游戏销售规模（亿元）



来源：游戏工委，中泰证券研究所

冰川网络：客户端游戏为主，积极拓展手游市场

主营精品客户端游戏，收入主要来自于《远征OL》、《龙武2》

- 公司主要产品为客户端网络游戏，包括《远征OL》和《龙武2》，《不败传说》刚开始推广，另有包括《影武者》、《鬼谷无双》两款测试中的端游，和数款开发中的客户端网络游戏和移动游戏。
- 《远征OL》运营已逾7年，平均月活跃人数已从巅峰时期的79.05万人下降至2015年的22.69万人。《龙武》于2012年开始运营，2016年迭代新版本《龙武2》，平均月活跃人数已从2014年的60.29万人下降至2015年的36.19万人，不过较《远征OL》活跃度较高，目前付费用户依旧高达39.9万人，占公司2015年主营收入51%。《不败传说》是公司自主运营的第三款客户端网络游戏，于2015年3月开始小范围测试，2016年下半年开始大规模推广。

图表 11: 《远征OL》客户端游戏截图



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 12: 《龙武》客户端游戏截图



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 13: 《远征OL》2009-2015年运营相关数据

远征OL	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
注册用户数(万)	176.31	225.47	336.66	545	769.04	1062	10.64
付费用户数(万)	11.05	19.1	26.11	21.5	31.65	39.11	0.12
月活跃人数(万)	22.69	31.54	45.78	68.7	79.05	77.01	-
大额充值月活跃用户数(万)	0.26	0.33	0.38	0.38	0.33	0.07	-

来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 14: 《龙武》2012-2015年相关运营数据

龙武	2015	2014	2013	2012
注册用户数(万)	419.68	614.84	259.63	34.71
付费用户数(万)	39.9	47.72	20.06	1.42
月活跃人数(万)	36.19	60.29	20.79	3.38
大额充值月活跃用户数(万)	0.18	0.16	0.02	-

来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 15:《不败传说》客户端游戏截图



来源: 官网, 中泰证券研究所

图表 16:《鬼谷无双》客户端游戏截图



来源: 官网, 中泰证券研究所

- 2013-2015 年营收集集中来自于《远征 OL》和《龙武》。根据公司披露的 2013 年-2015 年收入情况来看,《远征 OL》和《龙武》两款游戏占公司总收入的 99%左右,可见公司对于这两款游戏高度依赖。不过随着公司新游戏上线逐步加速,手游研发推进,我们预计这一情况将有明显改善。

图表 17: 冰川网络 2013-2015 年营业收入结构占比情况 (万)

产品名称	2015		2014		2013	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
《远征OL》	17534.34	47.4%	19731.66	54.8%	25564.34	93.9%
《龙武》	18852.61	51.0%	16003	44.5%	1542.13	5.7%
《不败传说》	479.35	1.3%	-	0.0%	-	0.0%
其他	121.93	0.3%	266.18	0.7%	119.25	0.4%
合计	36988.22	100%	36000.85	100%	27225.72	100%

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

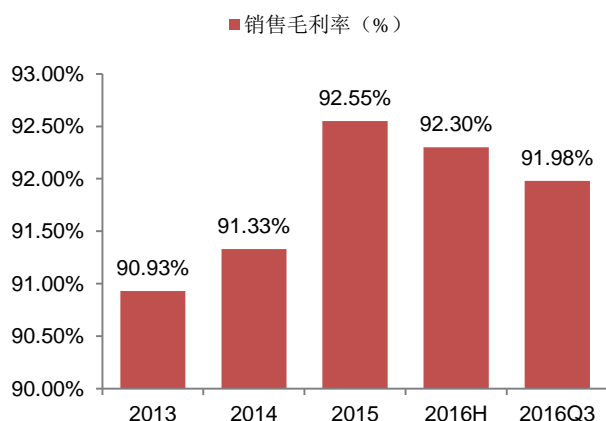
研运一体化, 毛利率始终维持较高水平

- 公司主要以自主运营为主, 以授权和联合运营为辅, 其中 2015 年自主运营营收占比为 98%, 是公司游戏开发运营的主要模式。
- 自主运营带来较高盈利能力, 毛利率维持较高水平。自主运营的方式使公司不必向运营方进行收入分成, 同时自主研发产品也免去了授权购买游戏的收入分成, 大大提升了公司的整体毛利率水平。我们对比完美世界客户端游戏最新数据, 完美世界 2016 年上半年客户端游戏毛利率为 81.58%, 冰川网络 2013 年以来历年毛利率均高于 90%。

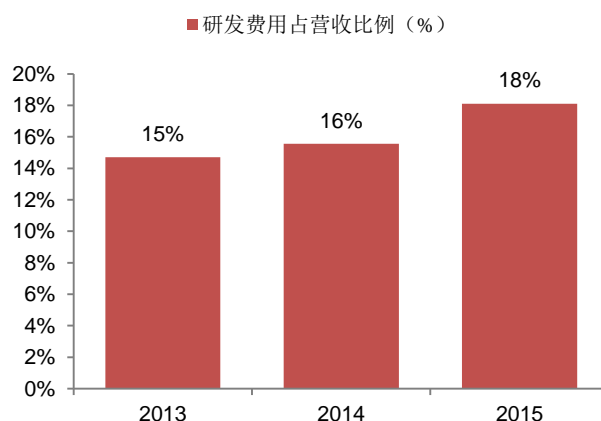
图表 18: 按经营模式分类冰川网络营收构成情况 (万元)

项目	2015年度		2014年度		2013年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自主运营	36249	0.98	35369.6	0.9825	26769.88	0.9833
联合运营	242.8	0.0066	485.4	0.0135	224.56	0.0082
授权运营	496.42	0.0134	145.85	0.0041	231.29	0.0085
合计	36988.22	1	36000.85	1	27225.72	1

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 19: 冰川网络 2013-2016Q3 销售毛利率情况


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 20: 冰川网络 2013-15 年研发投入情况


来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

拥有优秀的研发团队, 持续创作能力强

- 公司拥有经验丰富的研发团队, 截至 2015 年 12 月 31 日, 公司研发人员占公司员工总数的 66.93%。公司核心团队自 2000 年左右开始从事网络游戏的研发, 是国内最早从事网络游戏研发的团队之一, 多年来, 公司核心团队成员长期合作, 主导了数款成功运营的网络游戏的研发, 冰川网络创立后又开发了《远征 OL》、《龙武》等成功产品。公司多位技术人员为公司网络游戏知识产权的主要作者, 掌握网络游戏开发和运营的核心技术, 有较强的持续创新能力。公司核心技术人员包括陈涛、高峰、谢小康、彭智锋。核心技术人员均直接或间接持有公司股权, 有利于保证核心技术人员的稳定性。

图表 21: 冰川网络核心技术人员介绍

姓名	简介
陈涛	研发中心总监, 十三年网络游戏行业从业经验。曾先后就职于深圳市网域计算机网络有限公司、深圳市迅雷网络技术有限公司
谢小康	数据部主管, 十四年 IT 行业从业经验。曾先后就职于深圳市吉大远望软件有限公司、深圳市吉大远望科技有限公司、深圳市永达电子有限公司
高峰	十四年网络游戏行业从业经验, 现任发行人子公司屠龙网络董事
彭智锋	七年网络游戏行业从业经验, 主要负责《远征OL》产品开发和管理工作

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 22: 核心技术人员持股情况

姓名	持股方式	间接持股主体	直接或间接持股股数 (万股)	占比
陈涛	直接	-	470.63	4.71%
	间接	尚轩投资	75.01	0.75%
高峰	直接	-	392.67	3.93%
谢小康	间接	诺尔投资	8.44	0.08%
彭智锋	间接	尚轩投资	8.44	0.08%

来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 总股本考虑上市新增股份)

盈利预测与估值

盈利预测结果

- 我们预计冰川网络游戏业务 2016-2018 年收入为 3.81 亿元、5.14 亿元、9.26 亿元, 同比增长 3%、35%、80%。实现归属母公司的净利润分别为 1.51 亿元、1.94 亿元和 2.75 亿元, 分别同比增长-11.77%、28.35% 和 41.36%。对应 EPS 分别为 1.51 元、1.94 元和 2.75 元。

首次覆盖, 目标价 126.75 元, 予以“增持”评级

- 根据公司当前股价, 对应 2016-2017 年 PE 分别为 74 倍和 57 倍。我们选取 A 股市场主要的游戏公司进行估值比较。根据 Wind 一致预期, 相关个股 2016-2017 年对应平均估值分别为 39 倍和 29 倍。

图表 23: 可比公司估值比较 (截止到 2017 年 3 月 9 日收盘价)

证券代码	证券简称	总股本 (亿)	总市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
603444.SH	吉比特	0.71	234.24	329.12	7.82	9.58	10.85	42	34	30
002555.SZ	三七互娱	20.85	435.72	20.90	0.51	0.73	0.89	41	28	24
300113.SZ	顺网科技	6.86	194.70	28.40	0.75	0.97	1.29	38	29	22
300315.SZ	掌趣科技	27.71	244.95	8.84	0.29	0.39	0.00	31	22	--
300418.SZ	昆仑万维	11.27	259.74	23.05	0.55	0.54	0.61	42	43	38
002624.SZ	完美世界	13.15	399.00	30.35	0.85	1.10	1.32	36	28	23
002517.SZ	恺英网络	7.18	225.01	31.36	0.94	1.29	1.65	33	24	19
002354.SZ	天神娱乐	2.92	202.42	69.30	2.10	3.42	4.28	33	20	16
002174.SZ	游族网络	8.61	244.87	28.43	0.69	1.05	1.40	41	27	20
300031.SZ	宝通科技	3.97	91.42	23.04	0.46	0.77	0.99	50	30	23
平均PE								39	29	24
300533.SZ	冰川网络	1.00	111.08	111.08	1.51	1.94	2.75	74	57	40

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 公司作为次新股, 上市后流通盘体量较小, 我们预计上市后可给公司带来资本层面的发展支持, 未来成长空间大, 给与一定的估值溢价, 公司 2017 年 65XPE, 对应目标价 126.75 元, 首次覆盖, “增持”评级。

风险提示

- **1) 客户端游戏行业整体下滑风险。**公司主业为客户端游戏，客户端游戏随着移动端的崛起，份额正在逐渐下滑，若公司不做出业务结构调整，将可能受到行业整体下滑带来的冲击。
- **2) 人才流失风险。**公司涉及业务，人才是核心的资源，是保持和提升公司竞争力的关键要素。因此相关人员的稳定性，将直接影响公司的发展和业绩。若不能很好地控制人才流失的风险，则会对上市公司的经营和业务发展造成不利影响。
- **3) 新游戏研发进度不达预期风险。**公司游戏若研发进度不达预期，将影响公司未来业绩。

图表 24: 冰川网络财务报表及盈利预测

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	272	360	370	381	514	926
增长率	7.86%	32.2%	2.7%	3.0%	35.0%	80.0%
营业成本	-25	-31	-28	-34	-50	-139
% 销售收入	9.1%	8.7%	7.4%	8.8%	9.8%	15.0%
毛利	248	329	342	348	464	787
% 销售收入	90.9%	91.3%	92.6%	91.2%	90.2%	85.0%
营业税金及附加	-9	-11	-3	-8	-9	-16
% 销售收入	3.4%	3.0%	0.9%	2.0%	1.8%	1.7%
营业费用	-64	-90	-84	-116	-139	-254
% 销售收入	23.5%	25.1%	22.6%	30.5%	27.0%	27.4%
管理费用	-54	-75	-87	-111	-133	-245
% 销售收入	20.0%	20.8%	23.5%	29.0%	25.8%	26.5%
息税前利润 (EBIT)	120	153	168	113	183	272
% 销售收入	44.0%	42.5%	45.5%	29.7%	35.6%	29.4%
财务费用	12	18	24	43	28	32
% 销售收入	-4.2%	-5.1%	-6.5%	-11.2%	-5.4%	-3.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	—	—	0.1%	0.1%	0.0%
营业利润	131	170	192	156	211	304
营业利润率	48.3%	47.3%	51.9%	40.9%	41.0%	32.9%
营业外收支	7	5	14	19	15	16
税前利润	139	175	206	175	226	320
利润率	50.9%	48.7%	55.6%	45.9%	43.9%	34.6%
所得税	-12	-12	-30	-19	-26	-38
所得税率	8.9%	6.9%	14.5%	11.0%	11.5%	11.8%
净利润	126	163	176	155	200	283
少数股东损益	0	0	0	4	6	8
归属于母公司的净利润	127	158	172	151	194	275
净利率	46.5%	43.8%	46.4%	39.7%	37.8%	29.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	126	163	176	155	200	283
少数股东损益	0	0	0	4	6	8
非现金支出	5	5	6	4	4	5
非经营收益	-10	-16	-17	-19	-15	-16
营运资金变动	31	87	8	0	28	108
经营活动现金净流	153	239	173	145	223	387
资本开支	12	4	3	-19	-13	-16
投资	-2	-2	-7	0	0	0
其他	-165	-83	210	0	0	0
投资活动现金净流	-179	-89	200	19	14	16
股权募资	1	0	0	862	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-45	-26	-103	0	0	0
筹资活动现金净流	-45	-26	-103	862	0	0
现金净流量	-71	124	270	1,026	236	403

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	420	632	706	1,728	1,958	2,354
应收款项	5	4	3	5	6	11
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	13	25	24	25	26	34
流动资产	439	661	734	1,757	1,991	2,398
% 总资产	96.0%	97.1%	96.7%	98.8%	99.1%	99.4%
长期投资	2	3	10	10	10	10
固定资产	11	10	8	4	1	-3
% 总资产	2.3%	1.5%	1.1%	0.2%	0.1%	-0.1%
无形资产	2	2	1	1	1	1
非流动资产	18	20	25	21	18	14
% 总资产	4.0%	2.9%	3.3%	1.2%	0.9%	0.6%
资产总计	457	681	759	1,778	2,009	2,412
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	37	52	63	64	85	159
其他流动负债	158	223	218	218	228	274
流动负债	195	275	280	282	313	433
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	195	275	280	282	313	433
普通股股东权益	262	399	473	1,487	1,681	1,956
少数股东权益	0	6	5	9	15	23
负债股东权益合计	457	681	759	1,778	2,009	2,412

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	1.689	2.101	2.287	1.514	1.943	2.746
每股净资产 (元)	3.492	5.325	6.306	14.868	16.810	19.556
每股经营现金净流 (元)	2.034	3.193	2.307	1.407	2.169	3.793
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	48.36%	39.46%	36.27%	10.18%	11.56%	14.04%
总资产收益率	27.71%	23.16%	22.61%	8.51%	9.67%	11.39%
投入资本收益率	-68.09%	-61.94%	-60.66%	-41.66%	-59.65%	-62.37%
增长率						
营业总收入增长率	7.86%	32.23%	2.74%	3.03%	35.00%	80.00%
EBIT 增长率	-14.70%	27.66%	10.08%	-32.83%	62.04%	48.39%
净利润增长率	-2.43%	24.45%	8.85%	-11.77%	28.35%	41.36%
总资产增长率	34.92%	48.92%	11.47%	134.37%	12.98%	20.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.5	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2
存货周转天数	0.1	—	—	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	6.9	6.3	4.6	5.6	5.4	5.3
固定资产周转天数	10.3	10.6	9.0	5.6	1.8	-0.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-160.47%	-155.96%	-147.59%	-115.49%	-115.45%	-118.93%
EBIT 利息保障倍数	-10.4	-8.4	-7.0	-2.7	-6.6	-8.4
资产负债率	42.67%	40.46%	36.96%	15.85%	15.56%	17.95%

来源: 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。