

2017年04月09日

银信科技 (300231.SZ)

公司分析

内生高速增长典范，期待2017年再创佳绩

投资要点

- ◆ **客户拓展和业务协同并举，2016年营收内生增长56.51%**：2016年，公司实现：营业收入约10.5亿元，同比增长56.51%；归母净利润约1.2亿元，同比增长约39.20%。2016年年报数据显示：公司客户数量达到666家，较2015增加148家，增量值再创新高。2016年，公司银行客户实现收入约6.05亿元，同比增长达64%。从历年的数据来看，公司在银行客户的收入迈上了一个新台阶，有助于公司业绩的增长。2016年，公司实现：系统集成业务收入约6.07亿元，同比增长约57%；IT基础设施服务收入约4.32亿元，同比增长约56%。说明公司的系统集成与IT基础设施服务两类业务的协同与促进战略得到了完美的实现。
- ◆ **银行业信息科技十三五规划助力公司业绩增长**：2016年7月，银监会发布了《中国银行业信息科技“十三五”发展规划监管指导意见（征求意见稿）》，并公开征求意见。我们认为这将给公司业务增长带来新引擎，特别是公司的以基于大数据一体化智能运维管理系统为核心的软件业务。
- ◆ **IT基础设施第三方服务站上风口，迎来千亿市场空间**：银行、电信、政府等重点行业用户的IT投资规模不断扩大，其对系统安全、稳定性要求也不断提高。数据中心IT基础设施服务市场在这些大型高端客户的带动之下快速发展。前瞻产业研究院预测数据显示，2017-2020年，中国数据中心IT基础设施第三方服务行业规模年均复合增长率为27%，到2020年市场规模达到1550.47亿元。
- ◆ **投资建议**：我们预测，公司2017年-2019年EPS分别为0.46元、0.62元和0.81元。维持买入-A评级，6个月目标价21.62元。
- ◆ **风险提示**：当前IT基础设施服务毛利率水平高和未来巨大市场成长空间，将吸引更多的国内外服务商或系统集成商进入该行业，使得未来市场竞争将更加激烈，产品价格可能趋于下降，市场份额也可能进一步被分割，从而对现有的服务提供商带来极大的挑战和威胁。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	671.1	1,050.3	1,411.4	1,878.4	2,472.2
同比增长(%)	37.2%	56.5%	34.4%	33.1%	31.6%
营业利润(百万元)	94.1	138.1	186.0	251.9	332.4
同比增长(%)	41.6%	46.8%	34.6%	35.5%	32.0%
净利润(百万元)	83.3	116.0	156.3	211.2	277.6
同比增长(%)	44.3%	39.2%	34.8%	35.1%	31.5%
每股收益(元)	0.24	0.34	0.46	0.62	0.81
PE	69.8	50.1	37.2	27.5	20.9
PB	11.8	9.4	5.5	4.6	3.8

数据来源：Wind，华金证券研究所

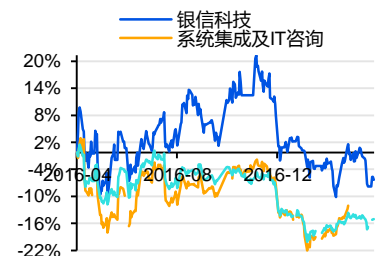
计算机 | 系统集成及IT咨询 III

投资评级	买入-A(维持)
6个月目标价	21.62元
股价(2017-04-07)	16.97元

交易数据

总市值(百万元)	5,812.39
流通市值(百万元)	4,526.55
总股本(百万股)	342.51
流通股本(百万股)	266.74
12个月价格区间	15.90/22.40元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.72	-6.4	5.95
绝对收益	-5.67	-7.37	-6.78

分析师

谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20655640

报告联系人

朱琨
 zhukun@huajinsec.cn
 021-20655647

相关报告

- 银信科技：定增夯实主营业务经营基础，内生增长有望维持高速态势 2016-11-14
- 银信科技：主营业务内生增长强劲，2016年Q3公司净利润增长超50% 2016-10-12
- 银信科技：拓展战略初现成效，客户数和净利润实现双位数增长 2016-07-31
- 银信科技：公司经营业绩稳定增长，2016年H1归母净利润增长超30% 2016-07-13
- 银信科技：发力系统集成与大数据市场，2016年净利润有望继续保持高增长 2016-05-04

内容目录

一、客户拓展和业务协同并举，2016 年营收内生增长 56.51%	3
(一) 拓展战略成功落地，客户数增量再创新高	3
(二) 银行客户收入再上新台阶，同比增长达 64%	4
(三) 系统集成业务和 IT 基础设施服务收入比翼齐增	4
二、IT 基础设施第三方服务站上风口，迎来千亿市场空间	5
(一) IT 设备的异构化驱动 IT 基础设施第三方服务快速发展	5
(二) 重点行业客户需求推动市场增长，2020 年市场规模超千亿	5
三、银行业信息科技十三五规划助力公司业绩发展	7
(一) 提高运维自动化水平，打造智能化运维体系	7
(二) 基于大数据一体化智能运维管理系统将大显身手	8
四、未来三年净利润增速 CAGR 超 30%，维持买入-A 评级	9
(一) 主要业务收入预测	9
1、系统集成设备	9
2、IT 基础设施服务	9
(二) 对比同行业公司，给予 2017 年 47 倍 PE	10
(三) 未来三年净利润增速 CAGR 超 30%，维持买入-A 评级	10
五、风险提示	10

图表目录

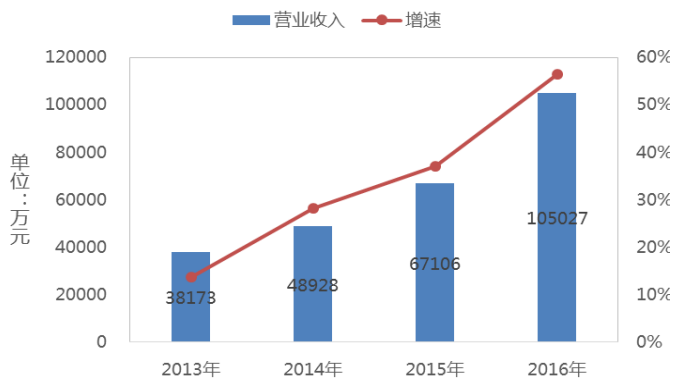
图 1：2013 年-2016 年银信科技营业收入情况	3
图 2：2013 年-2016 年银信科技归母净利润情况	3
图 3：2014 年-2016 年公司客户数增量值	3
图 4：银信科技 2012 年-2016 年银行客户收入情况	4
图 5：银信科技 2012 年-2016 年银行客户收入占比情况	4
图 6：2013 年-2016 年公司系统集成业务收入情况	4
图 7：2013 年-2016 年公司 IT 基础设施服务业务收入情况	4
图 8：中国银行业 2011 年-2015 年 IT 解决方案市场规模	5
图 9：中国电信行业 2010 年-2014 年 IT 解决方案市场规模	6
图 10：中国政府行业 2010 年-2014 年 IT 解决方案市场规模	6
图 11：2017 年-2020 年中国 IT 基础设施第三方服务市场规模	7
图 12：银信科技 2014 年-2016 年软件开发与销售收入	8
图 13：2013 年中国银行业 IT 基础设施第三方市场份额	8
图 14：2012 年-2016 年中国银行业 IT 基础设施第三方市场规模	8
表 1：公司分项业务收入情况汇总	9
表 2：可比公司估值对比	10

一、客户拓展和业务协同并举，2016 年营收内生增长 56.51%

2017 年 4 月 7 日，公司发布 2016 年年报和 2017 年 Q1 业绩预告。2016 年，公司实现：营业收入约 10.5 亿元，同比增长 56.51%；归母净利润约 1.2 亿元，同比增长约 39.20%。

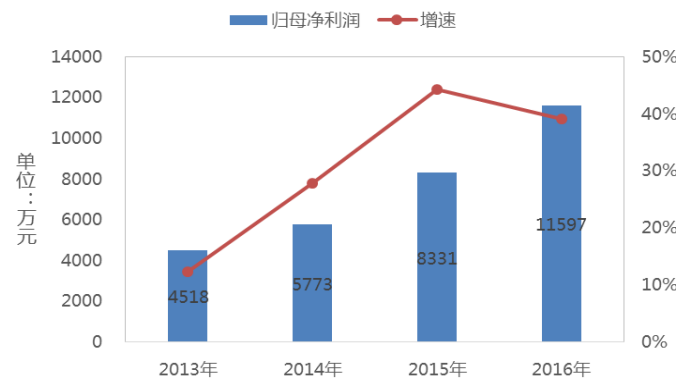
2017 年 Q1，公司实现归母净利润 1668.65 万元-1972.04 万元，同比增长 10%-30%。

图 1：2013 年-2016 年银信科技营业收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2013 年-2016 年银信科技归母净利润情况



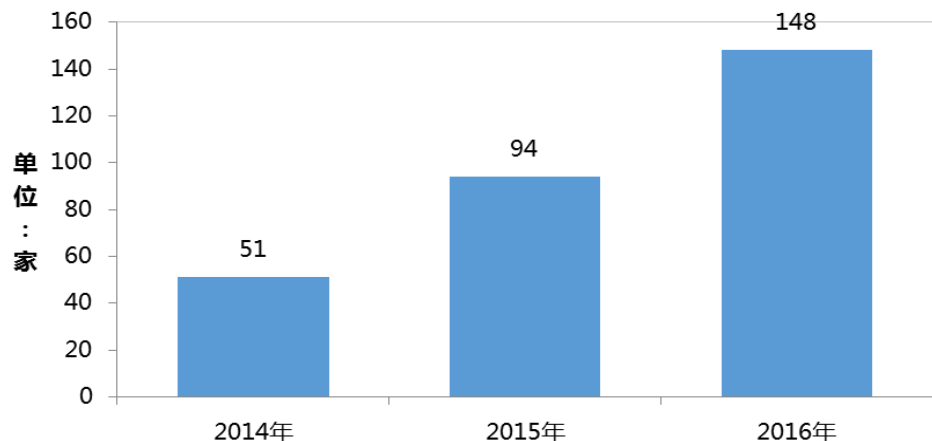
资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）拓展战略成功落地，客户数增量再创新高

2016 年年报数据显示：公司客户数量达到 666 家，较 2015 增加 148 家，增量值再创新高；公司签约合同数量 1315 个，较 2015 年增加 202 个。新增客户和合同数量均为近年来最高水平。

从地域分布来看，2016 年公司实现了西藏地区客户从无到有的突破，客户已遍布全国 31 个省、自治区和直辖市；除黑龙江等 3 个省份外，其他省、自治区和直辖市的客户数量均有不同程度增长。公司获取和保持客户能力的持续提升，促进客户数量的不断增长，已经成为公司取得优秀业绩的坚实基础。

图 3：2014 年-2016 年公司客户数增量值



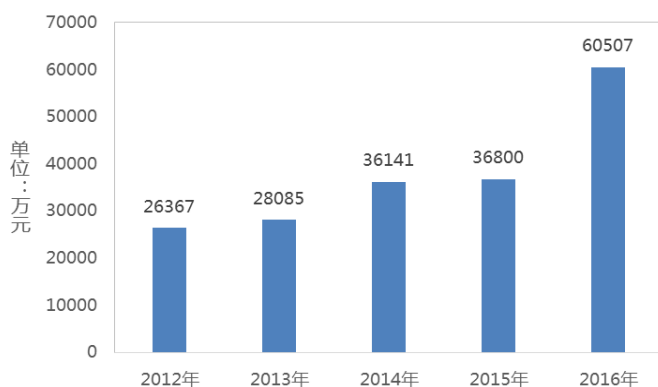
资料来源：Wind，公司年报，华金证券研究所

（二）银行客户收入再上新台阶，同比增长达 64%

2016 年，公司银行客户实现收入约 6.05 亿元，同比增长达 64%。从历年的数据来看，公司在银行客户的收入迈上了一个新台阶，有助于公司业绩的增长。从公司发布的前 5 大客户收入情况来看，中国银行在 2016 年取代中国建设银行成为了公司收入占比第一的客户。

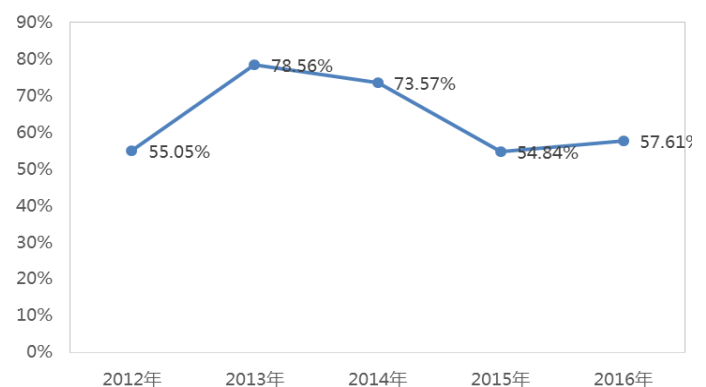
此外，在公司 2016 年前 5 大客户中，银行客户已经占据了 4 席，收入占比约 24.55%；而 2015 年，前 5 大客户中银行客户只占据了 3 席，收入占比约 28.56%。银行客户数在增加，但是单个客户收入占比在下降，说明公司银行客户结构质量也得到了很好的改善，对于单一银行客户依赖的风险也有所降低（2015 年，来自中国建行银行的收入占比达到了 17.95%）。

图 4：银信科技 2012 年-2016 年银行客户收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：银信科技 2012 年-2016 年银行客户收入占比情况

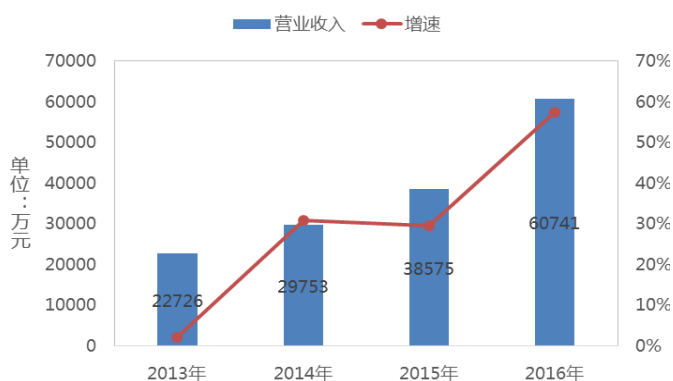


资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）系统集成业务和 IT 基础设施服务收入比翼齐增

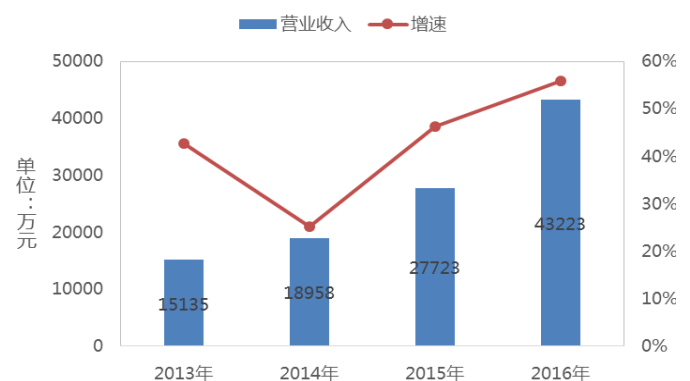
系统集成业务作为 IT 基础设施服务的增强与配套业务，公司通过系统集成业务可发掘新客户并维持老客户关系，从而拓宽了 IT 基础设施服务业务的客户群，同时公司在为客户进行 IT 基础设施服务的同时亦可根据客户需求，增加对客户的系统集成服务，两类业务相互促进，满足了客户不同层次的需求，使得客户关系更加稳固。

图 6：2013 年-2016 年公司系统集成业务收入情况



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

图 7：2013 年-2016 年公司 IT 基础设施服务业务收入情况



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

2016 年，公司实现：系统集成业务收入约 6.07 亿元，同比增长约 57%；IT 基础设施服务收入约 4.32 亿元，同比增长约 56%。说明公司的系统集成与 IT 基础设施服务两类业务的协同与促进战略得到了完美的实现。

二、IT 基础设施第三方服务站上风口，迎来千亿市场空间

（一）IT 设备的异构化驱动 IT 基础设施第三方服务快速发展

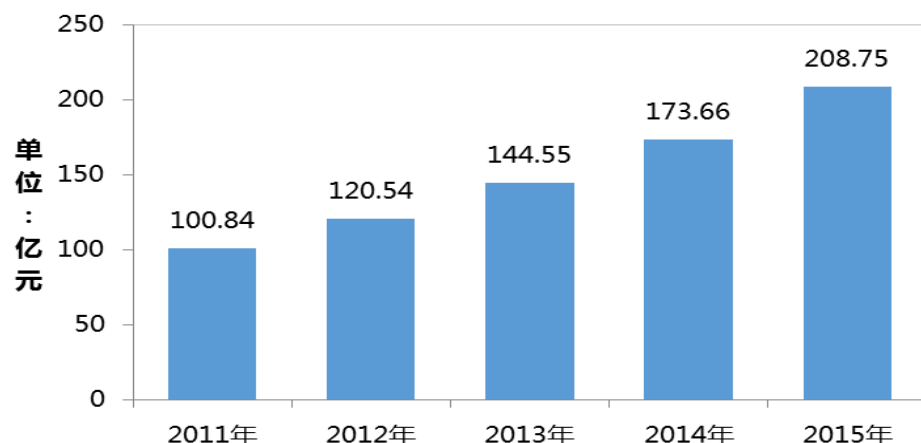
数据中心作为行业信息化的重要载体，是提供信息数据存储和信息系统运行平台支撑，是推进新一代信息技术产业发展的关键资源，随着信息技术产业网络化、平台化、服务化的趋势愈加明显，对大规模、高性能的数据中心需求愈加迫切，也推动了 IT 基础设施服务需求的大幅增加。

随着数据中心规模的扩容，IT 设备在种类、品牌上呈现多样化的特点，IT 应用系统也越来越多，IT 设备、IT 系统、基础资源之间的关系错综复杂，数据中心 IT 基础设施复杂度越来越高。但用户在数据中心运维的专业能力、管理水平、人才储备等方面都存在较大不足，这也制约了企业 IT 应用水平的提升，这也带动了数据中心 IT 基础设施第三方服务需求不断增长。此外，数据中心的 IT 基础设施服务过去一直由设备原厂商提供，但原厂商的服务存在服务方式欠灵活、收费偏高、不同设备厂商相互协调维护设备效率偏低等问题，因此设备使用方很希望由一个服务供应商对所有数据中心的设备进行统一维护，且收费适中，反应迅速，由此专业化的 IT 基础设施第三方服务商（相对于原设备厂商服务而言）应运而生，他们维持着客户的 IT 基础设施系统高效运转，以保障其关键业务系统能够持续、不间断地稳定运行，使客户能将自身的资源更集中于核心业务的建设和发展，实现成本的降低、专注于自身主营业务。

（二）重点行业客户需求推动市场增长，2020 年市场规模超千亿

银行、电信、政府等重点行业用户的 IT 投资规模不断扩大，其对系统安全、稳定性要求也不断提高。数据中心 IT 基础设施服务市场在这些大型高端客户的带动之下快速发展。

图 8：中国银行业 2011 年-2015 年 IT 解决方案市场规模

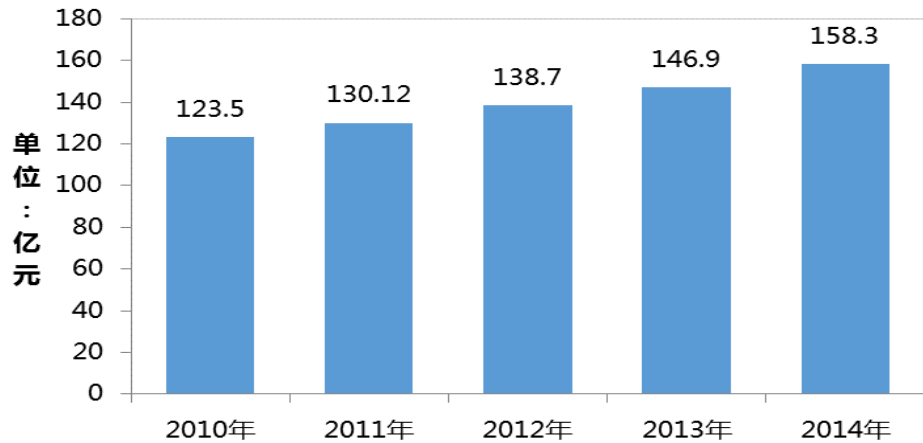


资料来源：IDC，华金证券研究所

在银行领域，企业经营的集约化趋势催生了大型金融数据中心的建设热潮，为了确保数据中心的业务安全性和持续性，IT 基础设施服务仍将成为银行的 IT 投资重点。

IDC 发布的研究报告数据显示，2015 年中国银行业 IT 解决方案市场规模已经达到了 208.75 亿元，到 2019 年，将达到 538.9 亿元。

图 9：中国电信行业 2010 年-2014 年 IT 解决方案市场规模

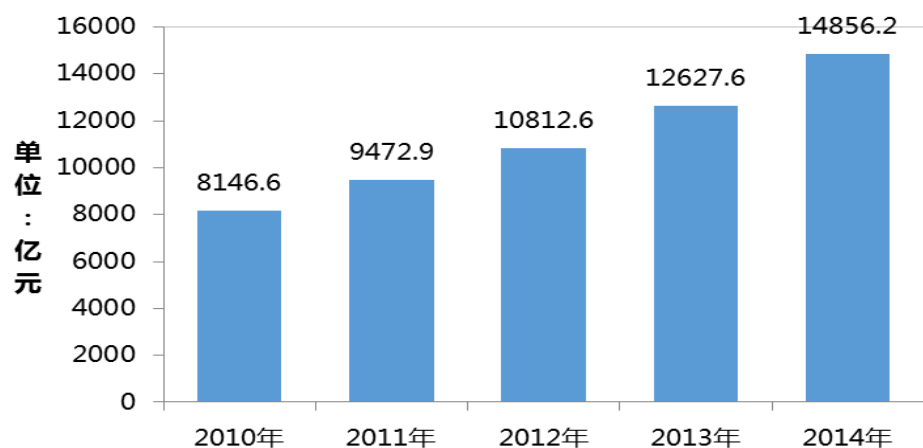


资料来源：IDC，华金证券研究所

在电信领域，随着其经营理念由“以网络为中心”向“以用户为中心，以服务为导向”转变，电信业加大 IT 基础设施的投资，提高整体服务支持水平，从而保证信息服务质量，提升客户的满意度，降低因系统问题造成的有效收入流失，IT 基础设施服务需求将稳步增长。

IDC 发布的研究报告数据显示，2014 年中国电信行业 IT 解决方案市场规模已经达到了 158.3 亿元，到 2019 年，将达到 211.2 亿元。

图 10：中国政府行业 2010 年-2014 年 IT 解决方案市场规模

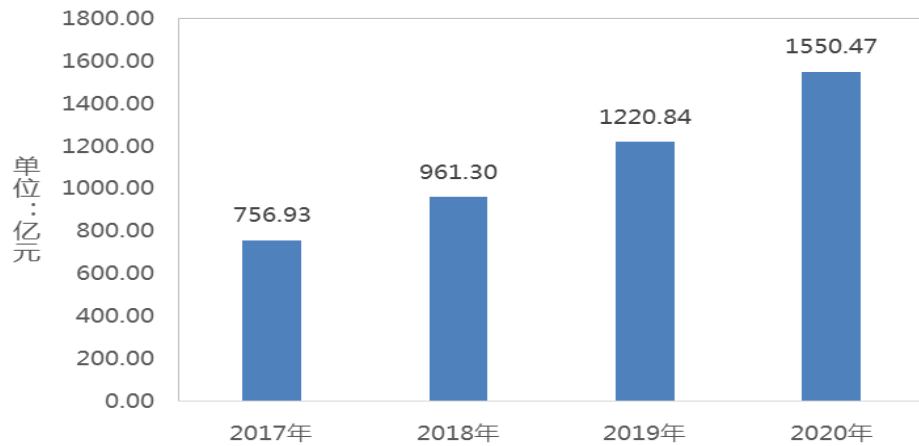


资料来源：IDC，华金证券研究所

在政府领域，随着电子政务建设的推进，政府已意识到 IT 基础设施服务的重要性并为其提供了广阔的市场。

IDC 发布的研究报告数据显示，2014 年中国政府行业 IT 解决方案市场规模已经达到了 14856.2 亿元。随着政务信息化建设的不断推进，我们认为这个规模还会上升。

图 11：2017 年-2020 年中国 IT 基础设施第三方服务市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

前瞻产业研究院预测数据显示，2017-2020 年，中国数据中心 IT 基础设施第三方服务行业规模年均复合增长率为 27%，到 2020 年市场规模达到 1550.47 亿元。

三、银行业信息科技十三五规划助力公司业绩发展

2016 年 7 月，银监会发布了《中国银行业信息科技“十三五”发展规划监管指导意见（征求意见稿）》，并公开征求意见。我们认为这将给公司业务增长带来新引擎，特别是公司的以基于大数据一体化智能运维管理系统为核心的软件业务。

（一）提高运维自动化水平，打造智能化运维体系

《中国银行业信息科技“十三五”发展规划监管指导意见（征求意见稿）》提出要：提高运维自动化水平，打造智能化运维体系。

主要内容为：提高基础资源和应用部署的自动化水平，实现快速交付、动态调整、弹性部署，降低人工操作风险，自动化部署比例不低于 75%。持续推进生产运维监控精细化、自动化、智能化建设，强化系统风险和故障的早预警、早定位和早处置。实现应用层面交易全流程、全节点监控全覆盖，结合应用系统交易特性及相关数据的分析对比，提升交易过程监控的智能化水平。强化容量管理，做好相关资源的动态规划，预防非计划性、突发性的容量瓶颈问题发生。强化运维、开发、安全、风险管理的信息共享和一体化协作，提升多方联动能力。加强运维大数据分析，利用运维大数据加强业务风险防控，探索利用运维大数据推动业务流程优化并支持业务创新。

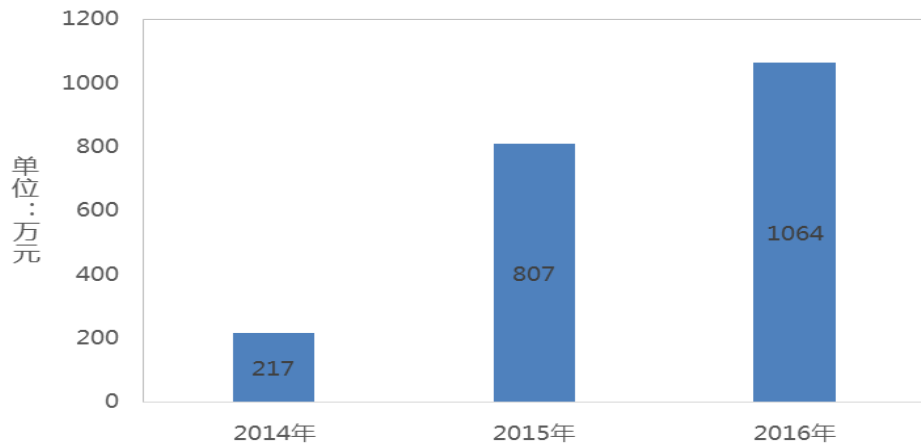
我们认为这将给公司的以基于大数据一体化智能运维管理系统为核心的软件业务在银行业的拓展带来机会。

(二) 基于大数据一体化智能运维管理系统将大显身手

银信科技的客户行业分布涉及银行、运营商、政府、保险、交通、商业等众多领域，用户自身便是大数据的拥有者，同时他们也是大数据相关服务的需求者，这为公司未来发展提供了一个重要机会。公司早已经致力于云计算和大数据的相关技术研发，并在公司主营 IT 运维服务领域实践了基于大数据分析技术的智能化 IT 运维业务，也已成功搭建了集中监控管理、运维流程管理、运维操作自动化“三位一体”的运维平台，称为“基于大数据的一体化智能运维平台”。

公司在智能一体化运维软件研发领域，已初见成效。2015 年先后与四家客户签订 8 个项目，项目总规模近 1500 万。智能一体化运维软件研发立项在跟踪项目已达 23 个，公司软件研发实力及成果进一步得到市场认可。

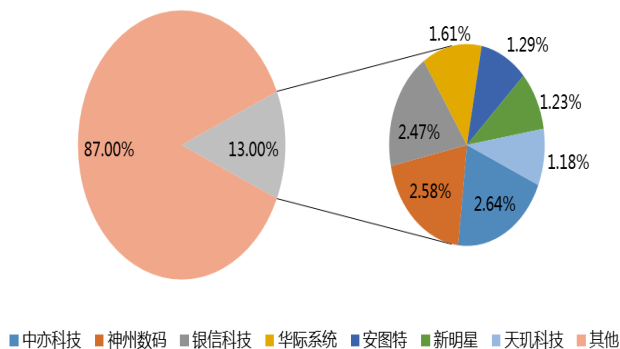
图 12：银信科技 2014 年-2016 年软件开发与销售收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

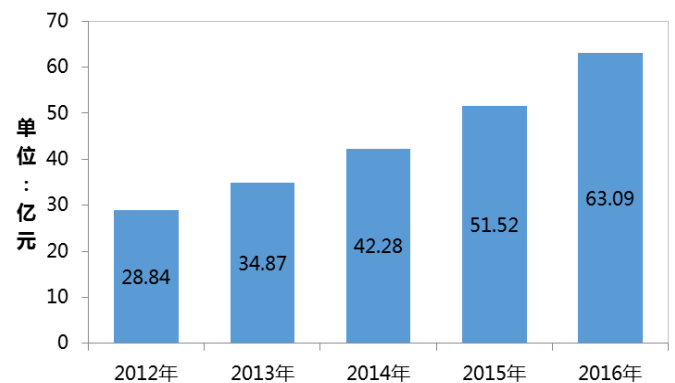
银信科技已发展成为国内市场领先的银行业数据中心 IT 基础设施第三方服务商，工商银行、农业银行、中国银行，建设银行，交通银行，华夏银行，各地的商业银行、农村信用社等都成为公司的重要客户。2013 年度，公司在中国银行业 IT 基础设施第三方服务市场中占有率为 2.47%，排名第三。

图 13：2013 年中国银行业 IT 基础设施第三方市场份额



资料来源：易观商业解决方案，华金证券研究所

图 14：2012 年-2016 年中国银行业 IT 基础设施第三方市场规模



资料来源：易观商业解决方案，华金证券研究所

我们认为《中国银行业信息科技“十三五”发展规划监管指导意见（征求意见稿）》的发布实施将有利于公司这个运维平台在银行业的推广。

四、未来三年净利润增速 CAGR 超 30%，维持买入-A 评级

随着公司围绕“IT 服务”这一主线，在深耕银行业务的基础上，持续向电信、电力、航空、政府、交通、商业、制造等领域做横向拓展，加速业务规模壮大；以及，通过“自主研发+服务创新”，打造数据中心领域多层次、全生命周期服务产品体系，带动产品向高端化方向发展。我们认为 2017 年-2019 年，公司的业务收入和净利润仍然将保持一个高速增长。我们预测 2017 年-2018 年公司实现：收入分别为 14.11 亿元、18.78 亿元和 24.72 亿元；净利润分别为 1.56 亿元、2.11 亿元和 2.78 亿元，CAGR 超 30%；EPS 分别为 0.46 元、0.62 元和 0.81 元。维持买入-A 评级，6 个月目标价 21.62 元。

表 1：公司分项业务收入情况汇总

		2017 年 E	2018 年 E	2019 年 E
收入	系统集成设备	80706.06	107056.59	141678.69
	IT 基础设施服务	59158.29	79192.56	103467.87
	软件开发与销售	1276.28	1595.36	2073.96
	总收入	141140.64	187844.51	247220.53
毛利率	系统集成设备	6.19%	6.19%	6.19%
	IT 基础设施服务	51.89%	48.00%	45.01%
	软件开发与销售	48.22%	47.26%	46.31%
	综合毛利率	25.72%	24.17%	22.77%
毛利	系统集成设备	4995.71	6626.80	8769.91
	IT 基础设施服务	30697.24	38012.43	46570.89
	软件开发与销售	615.45	753.93	960.50
	总毛利	36308.39	45393.16	56301.30

资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）主要业务收入预测

1、系统集成设备

自 2011 年以来，公司的系统集成业务收入规模快速增长，从 2012 年的 22265 万元增长到 2016 年的 60741 万元，年化增长率约 44%，一直是公司业务收入的主要来源。我们认为，随着数安科技子公司的成立，公司在系统集成设备业务方面的发展将会大大加快。我们预测 2017 年-2019 年，该项业务：收入分别为 8.07 亿元、10.71 亿元和 14.17 亿元；该项业务毛利率参照 2016 年的 6.19%考虑。

2、IT 基础设施服务

银信科技已发展成为国内市场领先的银行业数据中心 IT 基础设施第三方服务商，工商银行、农业银行、中国银行，建设银行，交通银行，华夏银行，各地的商业银行、农村信用社等都成为

公司的重要客户。2013年度,公司在中国银行业IT基础设施第三方服务市场中占有率为2.47%,排名第三。我们预测2017年-2019年,该项业务:收入分别为5.92亿元、7.92亿元和10.35亿元;考虑到市场竞争的加剧,毛利率也会有所下降,该项业务毛利率分别为51.89%、48.00%和45.01%。

(二) 对比同行业公司,给予2017年47倍PE

与市场同行业公司平均水平相比较,公司的EPS显著高于平均水平,PE显著低于平均水平。考虑市场风险和安全边际后,给予公司2017年47倍PE,约为市场平均水平的70%。

表2:可比公司估值对比

代码	公司名称	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)		PE	
				2017年E	2018年E	2017年E	2018年E
300245.SZ	天玑科技	45	16.56	0.30	0.38	55	44
002642.SZ	荣之联	159	25.06	0.52	0.72	48	35
600410.SH	华胜天成	114	10.31	0.12	0.17	85	62
300465.SZ	高伟达	65	14.39	0.13	0.19	109	75
000555.SZ	神州信息	193	20.07	0.30	0.34	68	59
002368.SZ	太极股份	130	31.40	0.75	0.85	42	37
	行业平均水平			0.35	0.44	68	52
300231.SZ	银信科技	58	16.97	0.46	0.62	37	28

资料来源:Wind,华金证券研究所,截止2017年4月7日收盘价

(三) 未来三年净利润增速CAGR超30%,维持买入-A评级

我们预测,公司2017年-2019年:净利润分别为1.56亿元、2.11亿元和2.78亿元,CAGR超过30%;EPS分别为0.46元、0.62元和0.81元。维持买入-A评级,6个月目标价21.62元。

五、风险提示

当前IT基础设施服务毛利率水平高和未来巨大市场成长空间,将吸引更多的国内外服务商或系统集成商进入该行业,使得未来市场竞争将更加激烈,产品价格可能趋于下降,市场份额也可能进一步被分割,从而对现有的服务提供商带来极大的挑战和威胁。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	671.1	1,050.3	1,411.4	1,878.4	2,472.2	年增长率					
减:营业成本	460.6	761.0	1,048.3	1,424.5	1,909.2	营业收入增长率	37.2%	56.5%	34.4%	33.1%	31.6%
营业税费	2.2	3.6	5.2	6.8	8.8	营业利润增长率	41.6%	46.8%	34.6%	35.5%	32.0%
销售费用	53.2	66.7	81.6	97.9	115.5	净利润增长率	44.3%	39.2%	34.8%	35.1%	31.5%
管理费用	61.6	71.5	82.7	94.1	105.1	EBITDA 增长率	35.5%	54.0%	32.9%	31.6%	29.9%
财务费用	-2.5	4.9	4.6	0.2	-2.3	EBIT 增长率	39.1%	56.0%	33.3%	32.3%	31.0%
资产减值损失	1.8	4.6	3.0	3.1	3.6	NOPLAT 增长率	39.7%	52.5%	33.1%	32.3%	31.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	23.5%	68.1%	39.1%	40.0%	20.9%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	23.1%	25.4%	71.3%	20.0%	21.9%
营业利润	94.1	138.1	186.0	251.9	332.4	盈利能力					
加:营业外净收支	3.8	1.4	2.3	2.5	2.1	毛利率	31.4%	27.5%	25.7%	24.2%	22.8%
利润总额	97.9	139.5	188.3	254.4	334.5	营业利润率	14.0%	13.2%	13.2%	13.4%	13.4%
减:所得税	14.6	23.6	32.0	43.3	56.9	净利润率	12.4%	11.0%	11.1%	11.2%	11.2%
净利润	83.3	116.0	156.3	211.2	277.6	EBITDA/营业收入	15.1%	14.9%	14.7%	14.6%	14.4%
						EBIT/营业收入	13.7%	13.6%	13.5%	13.4%	13.4%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	25.3%	38.6%	25.6%	17.6%	18.5%
货币资金	187.2	86.9	301.8	194.4	306.2	负债权益比	33.9%	62.8%	34.4%	21.4%	22.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.97	1.99	3.82	6.12	5.59
应收帐款	287.3	439.1	596.9	771.5	977.6	速动比率	4.85	1.92	3.70	5.90	5.39
应收票据	2.1	6.8	11.7	20.9	29.6	利息保障倍数	-37.17	29.40	41.42	1,614.2	-142.92
预付帐款	17.4	36.4	51.7	76.4	93.1	营运能力					
存货	12.4	20.8	31.3	40.9	50.7	固定资产周转天数	43	34	32	28	22
其他流动资产	0.0	0.5	0.2	0.2	0.3	流动营业资本周转天数	101	100	112	119	118
可供出售金融资产	60.0	60.0	277.8	277.8	277.8	流动资产周转天数	254	188	202	201	187
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	121	124	132	131	127
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	6	6	7	7	7
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	317	285	309	284	250
固定资产	85.1	111.6	138.9	151.7	157.2	投资资本周转天数	118	111	124	130	128
在建工程	-	17.1	3.4	-	-	费用率					
无形资产	4.8	4.8	4.0	3.2	2.4	销售费用率	7.9%	6.3%	5.8%	5.2%	4.7%
其他非流动资产	2.5	220.3	2.5	2.5	2.5	管理费用率	9.2%	6.8%	5.9%	5.0%	4.3%
资产总额	658.7	1,004.3	1,420.0	1,539.5	1,897.5	财务费用率	-0.4%	0.5%	0.3%	0.0%	-0.1%
短期债务	0.1	158.0	80.0	-	-	三费/营业收入	16.7%	13.6%	12.0%	10.2%	8.8%
应付帐款	63.1	70.0	83.1	93.9	106.7	投资回报率					
应付票据	5.0	12.8	34.2	4.8	56.0	ROE	16.9%	18.8%	14.8%	16.7%	18.0%
其他流动负债	33.6	56.2	62.8	81.6	98.0	ROA	12.6%	11.5%	11.0%	13.7%	14.6%
长期借款	-	-	12.0	-	-	ROIC	39.7%	49.0%	38.8%	36.9%	34.5%
其他非流动负债	64.8	90.5	91.0	91.0	91.0	分红指标					
负债总额	166.6	387.4	363.1	271.3	351.8	DPS(元)	0.10	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	40.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	336.3	342.5	342.5	342.5	342.5	股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	195.3	340.3	714.4	925.6	1,203.2						
股东权益	492.1	616.9	1,056.9	1,268.1	1,545.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	83.3	116.0	156.3	211.2	277.6	EPS(元)	0.24	0.34	0.46	0.62	0.81
加:折旧和摊销	9.8	13.3	17.2	21.4	25.3	BVPS(元)	1.44	1.80	3.09	3.70	4.51
资产减值准备	1.8	4.6	-	-	-	PE(X)	69.8	50.1	37.2	27.5	20.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.8	9.4	5.5	4.6	3.8
财务费用	0.0	5.8	4.6	0.2	-2.3	P/FCF	155.7	53.4	-84.4	-54.1	52.0
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	8.7	5.5	4.1	3.1	2.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	86.6	39.2	25.6	19.5	14.7
营运资金的变动	-25.5	-328.6	71.8	-218.1	-161.0	CAGR(%)	36.3%	33.8%	39.4%	36.3%	33.8%
经营活动产生现金流量	45.0	0.1	249.8	14.6	139.5	PEG	1.9	1.5	0.9	0.8	0.6
投资活动产生现金流量	-77.8	-276.0	-247.8	-30.0	-30.0	ROIC/WACC	3.8	4.7	3.7	3.5	3.3
融资活动产生现金流量	14.0	176.0	212.8	-92.0	2.3						

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn