

2017年04月26日

证券研究报告·动态跟踪报告

齐星铁塔 (002359) 通信

增持 (首次)

当前价: 38.84 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

定增收购北讯落地，专网“小移动”起航

投资要点

- **事件:** 公司发布非公开发行股票发行情况暨上市公告, 以 22.59 元/股的价格非公开发行 2.2 亿股, 募集 50.3 亿元, 收购北讯电信落地, 将双主业并行发展。
- **收购宽带专网运营商北讯电信, 或将带来 10 倍利润增量。** 北讯电信为国内覆盖面最广的专网运营商, 目前已取得在天津、上海、广东和河北等省市 1.4G 频段无线数据传送业务的经营许可, 具有先发优势且业务运营具有排他性。根据业绩承诺, 其 2016-2018 年税后净利润分别不低于 2.8 亿元、4.5 亿元和 7.1 亿元。依托智慧城市建设以及迫切的高流量需求, 公司主营全智眼、全集通、全动通和全视通四大业务。公司未来三年将处于用户快速拓展期, 通信服务收入规模将超过终端销售收入, 盈利模式清晰而稳定, 用户黏度较高。
- **传统主营业务产能逐步释放, 营业收入稳定增长。** 公司营业收入与扣非后归母净利润均稳步增长。2016 年实现主营业务收入 9.4 亿元, 扣除非经营性损益后归母净利润约为 4200 万元, 较 2015 年增长 300%。
- **分立子公司, 立体停车业务逐步贡献利润。** 2016 年公司立体停车业务实现营业收入分别较 2015 年增长 9% 和 7%。公司设立全资三级子公司青岛齐星车库, 专营立体停车库业务。由于汽车保有量的逐年增长, 城市停车难的问题日益明显, 供需矛盾突出。公司立体停车业务的营业收入或将保持稳定的增长。
- **大股东持续增持, 承诺兜底公司 1.1 亿元赔款。** 公司大股东龙跃集团近几年累计 20 次增持公司股票, 本次定增完成后持股比例达到 35.15%。龙跃集团承诺无偿承担齐星铁塔南非项目的 1.1 亿元赔款, 彰显大股东对公司业绩发展信心。
- **盈利预测:** 预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 24.7 亿元、40.5 亿元和 49.0 亿元, 归属母公司所有者的净利润分别为 4.1 亿元、8.4 亿元和 11.7 亿元, 每股收益分别为 0.63 元、1.32 元和 1.84 元。齐星铁塔未来将双主业并行, 除了原有主营业务逐步回暖, 我们还看好北讯电信业务发展的高成长性, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 定增推进或不及预期, 并购企业业绩实现或不及承诺, 业务整合不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	940.13	2474.53	4052.82	4900.33
增长率	42.11%	163.21%	63.78%	20.91%
归属母公司净利润 (百万元)	-48.42	405.39	841.18	1174.52
增长率	-524.76%	937.32%	107.50%	39.63%
每股收益 EPS (元)	-0.08	0.63	1.32	1.84
净资产收益率 ROE	-5.42%	6.41%	11.73%	14.08%
PE	-513	61	30	21
PB	27.81	3.92	3.46	2.98

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

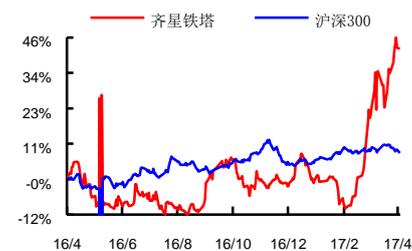
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 黄弘扬

电话: 021-68415720

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)	6.40
流通 A 股(亿股)	4.17
52 周内股价区间(元)	24.09-39.8
总市值(亿元)	248.39
总资产(亿元)	17.34
每股净资产(元)	2.13

相关研究

目 录

1 前瞻性战略布局，双主业并行发展	1
1.1 公司传统主营业绩回暖，盈利能力逐步增强	1
1.2 铁塔业绩回升，16 年营收同比增长 49%	2
1.3 分立子公司，立体车库业务逐渐贡献利润	3
2 收购北讯电信，或迎十倍净利润增量	3
2.1 专网小移动，16 年实现营收 10.86 亿元	3
2.2 依托无线宽带技术，主营四大类业务	4
2.3 终端销售增长趋缓，逐步发力通信服务	5
2.4 卡位稀缺频谱资源，四大因素助推业绩持续增长	5
3 盈利预测与投资建议	7
4 风险提示	7

图 目 录

图 1: 公司营业收入及增速情况	1
图 2: 2016 年公司营业收入构成	1
图 3: 2013 年以来毛利率变化	1
图 4: 2013 年以来扣非后归母净利润及增速	1
图 5: 2013 年来铁塔类业务收入及增长情况	2
图 6: 2013 年来铁塔类业务毛利及毛利率变化	2
图 7: 2013 年来公司研发费用增长情况	2
图 8: 公司 750KV 输电铁塔	2
图 9: 立体停车业务收入及增长情况	3
图 10: 立体停车业务毛利及毛利率变化情况	3
图 11: 北讯电信主营业务收入及增速预测	4
图 12: 2016 年北讯电信业务构成	4
图 13: 全智眼—港口信息化综合管理系统	4
图 14: 全集通—公安多媒体指挥调度系统	4
图 15: 北讯电信营业收入及毛利率预测	5
图 16: 上海市 TD-LTE 无线政务专网基站分布	6
图 17: 宽带无线专网典型应用案例	6
图 18: 1.4GHz 宽带无线专网试点情况	6
图 19: 北讯电信无线专网布局	6

表 目 录

表 1: 通信服务费资费标准	5
表 2: 分业务收入及毛利率预测	7
附表: 财务预测与估值	8

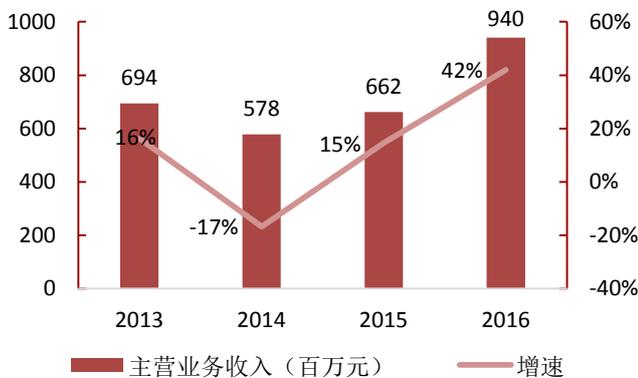
1 前瞻性战略布局，双主业并行发展

1.1 公司传统主营业绩回暖，盈利能力逐步增强

齐星铁塔的传统主营业务为铁塔类产品及立体停车设备等相关产品的研发、设计、生产和销售。公司铁塔生产能力达到 28 万吨/年，是国内铁塔行业的领军企业之一。

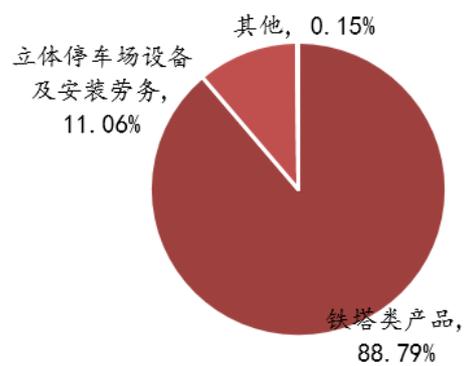
近两年来，公司产能逐步释放，营业收入保持 27.5% 的年复合增长率。2016 年年报显示，公司营业收入达到 9.4 亿元，同比增长 42.11%。其中，铁塔类业务贡献收入 8.05 亿元，立体停车库业务贡献 1 亿元，分别占营业收入的 88.79% 和 11.06%。

图 1：公司营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

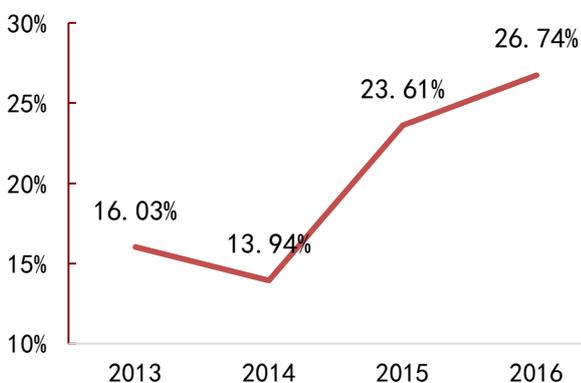
图 2：2016 年公司营业收入构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

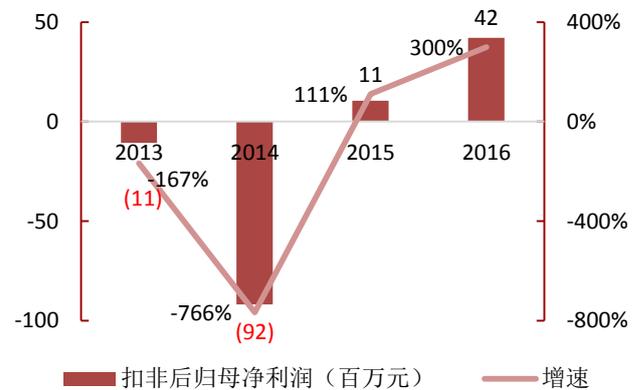
2016 年受到香港国际仲裁中心关于南非金矿项目的仲裁影响，公司确认营业外支出 1 亿元人民币，导致归母净利润为 -0.48 亿元，扣非后归母净利润为 0.42 亿元，同比增长 300.72%。控股股东龙跃集团承诺无偿为齐星铁塔提供全额资金进行赔付，彰显控股股东对公司业务发展的支持与信心。

图 3：2013 年以来毛利率变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2013 年以来扣非后归母净利润及增速

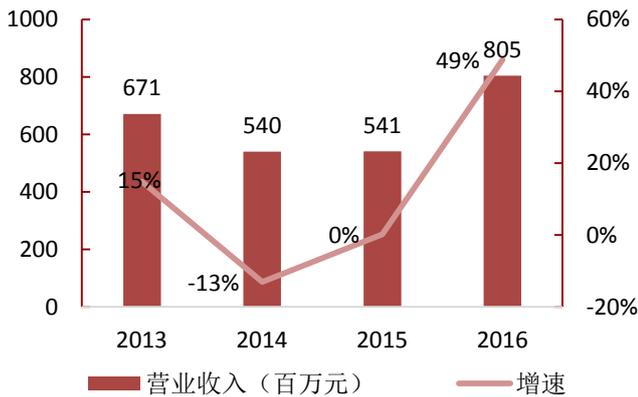


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 铁塔业绩回升，16 年营收同比增长 49%

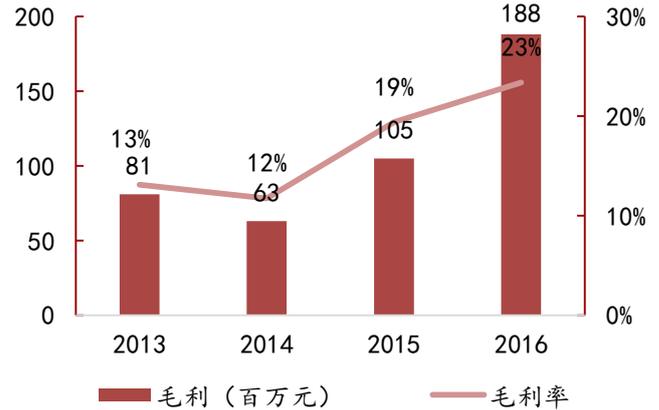
铁塔业务是公司的传统主营业务，2016 年实现单项营业收入 8.05 亿元，同比增长 49%。这主要因为公司国内外铁塔市场拓展能力的加强以及产能的逐步释放。与此同时，受益于生产用直接材料价格较去年同期有所下降，以及产量上升带来的规模效应和边际成本递减，2016 年毛利达到 23.38%，同比增加 4 个百分点。

图 5：2013 年来铁塔类业务收入及增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

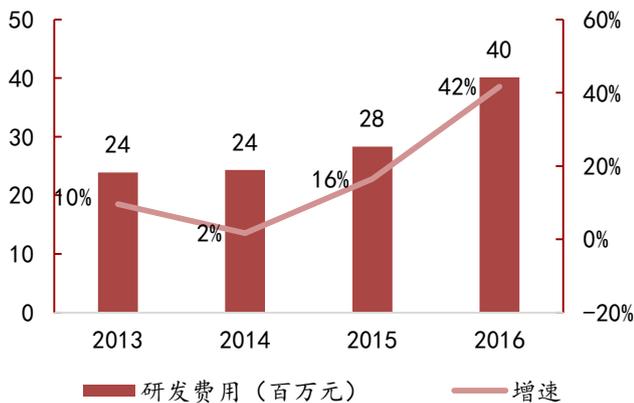
图 6：2013 年来铁塔类业务毛利及毛利率变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司拥有国内一流的研发中心，相关设施配套齐全。自 2013 年来，公司研发投入持续增长，2016 年研发投入 4 亿元，同比增长 42%。公司铁塔整体设计能力和放样技术在国内居同行业前列。

图 7：2013 年来公司研发费用增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 750KV 输电铁塔



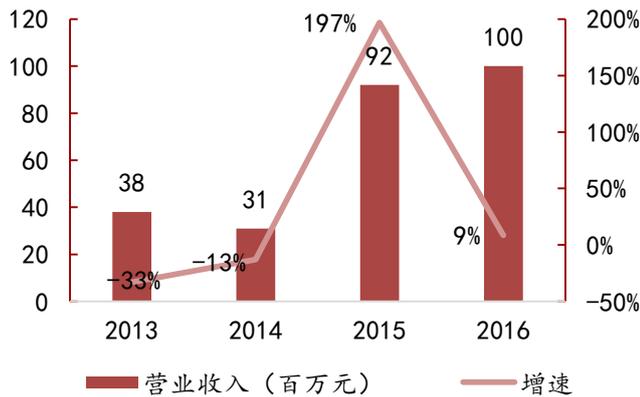
数据来源：公司公告，西南证券整理

根据电力企业联合会《电力工业“十二五”规划滚动研究综述报告》的预测数据，到 2020 年我国 110KV 及以上输电线路将达到 176 万公里，较 2015 年增长 43 万公里。2016 年国家统计局公布的数据显示，我国新增 110KV 及以上输电线路约 5.58 万公里，则 2017-2020 年将增加 37.5 万公里，年复合增长率约为 6.25%。考虑到公司产能与研发能力均处于行业领先水平，保守估计公司铁塔类业务未来三年的营收增长率约为 10%。

1.3 分立子公司，立体车库业务逐渐贡献利润

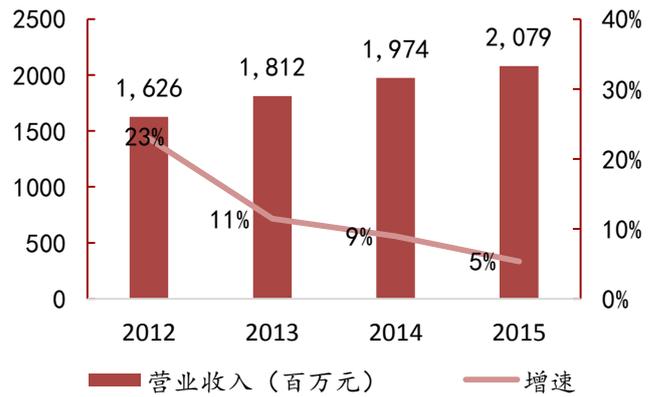
公司专营立体停车库业务，齐星车库将在维持现有项目及代理商的基础上拓展新的销售渠道，以实现突破自走式车库项目订单，持续开拓租赁及拆装业务，增加新的赢利点的目标。自公司投产“年产3万套城市智能立体停车设备项目”以来，营业收入及毛利率均有大幅提升。**2016年**实现单项营业收入1亿元，同比增长8.45%，毛利率达到32%。

图9：立体停车业务收入及增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图10：立体停车业务毛利及毛利率变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

另一方面，由于汽车保有量的逐年增长，城市停车难的问题日益明显，2015年国家发改委公布的数据显示，保守估计我国停车位缺口超过5000万个。根据wind数据显示，近四年来我国机械式停车库数量平稳增长。预计未来几年我国立体停车设备行业将整体保持持续、稳定、高速发展的态势。考虑到公司提早布局立体停车业务，整体技术水平和研发实力居于行业前列，预计立体停车业务未来三年可保持10%的年复合增长率。

2 收购北讯电信，或迎十倍净利润增量

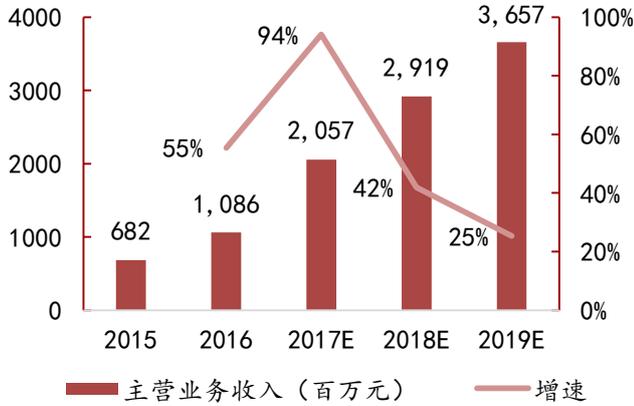
公司于2017年4月23日发布公告，向龙跃集团、吕清明、北讯电信原实际控制人信利隆科技等7名投资者以22.59元/股的价格非公开发行2.2亿股，募集资金50.3亿元用于收购北讯电信100%股权以及投资专用网扩容项目。本次收购项目中，承诺方北讯电信大股东信利隆科技承诺2016-2018年经审计后税后净利润不低于2.75亿元、4.51亿元和7.10亿元。**2016年**，北讯电信实现净利润2.86亿元，超额完成业绩承诺。定增完成后，公司将进入无线宽带数据传输业务领域，市场前景广阔。预计无线专网业务将成为公司未来营业收入的主要看点。

2.1 专网小移动，16年实现营收10.86亿元

北讯电信目前营业收入主要来自终端销售和通信服务两大块业务，还有少量呼叫中心业务和卫星服务业务。公司最新发布的审计报告显示，**2016年公司实现营业收入10.86亿元，较2015年增长59%**，其中通信终端销售收入占比65%，通信服务收入占比35%。受益于经济和社会的发展以及社会公共安全事件受到的广泛关注，专用通信应用领域日益普及，行

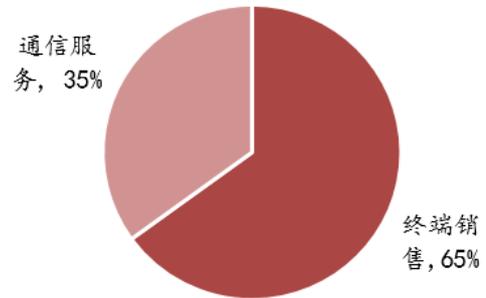
业的市场规模也将不断扩大。随着宽带无线专网业务的开展以及用户数量的不断积累，通信服务将成为公司未来收入的主要构成。

图 11: 北讯电信主营业务收入及增速预测



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 12: 2016 年北讯电信业务构成



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2 依托无线宽带技术, 主营四大类业务

公司基于自身的无线宽带技术, 向用户提供无线宽带物联业务—全智眼、4G 集群业务—全集通、4G 应急通信业务—全动通, 以及移动办公服务—全视通四大类业务。全智眼主要适用于固定或移动状态下的高清视频监控及大数据量传输, 应用于港口信息化、三表集抄、燃气管网以及火灾报警; 全集通是集集群视频调度、集群对讲、GIS (地理信息系统) 地图于一体的多媒体综合指挥调度平台, 主要应用于公共安全、应急通信、港口等企事业单位; 全动通是以可视化指挥调度子系统为核心的应急指挥通信平台, 应用于重大突发事件现场、重大活动现场; 全视通为企业安全移动办公解决方案, 支持移动会议、视频会议、数据会议等功能, 可与专业视频会议终端、IP 电话、移动终端进行融合会议。

图 13: 全智眼—港口信息化综合管理系统



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 全集通—公安多媒体指挥调度系统



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.3 终端销售增长趋缓，逐步发力通信服务

公司的经营模式为建设无线宽带专网，依据专网运营向客户销售终端产品，并通过销售通信终端发展客户量，再对终端使用者收取通信服务费。**2016 年，北讯电信终端销售收入实现 7 亿元。**依据北讯电信在天津、上海、广州、深圳四个城市无线宽带数据通信网项目的可行性分析报告以及 2016 年实际运营情况进行测算，假设终端单价保持不变，**我们预计终端产品 2017-2019 年可分别实现 12.8 亿、16.8 亿、17.6 亿元的销售收入。**

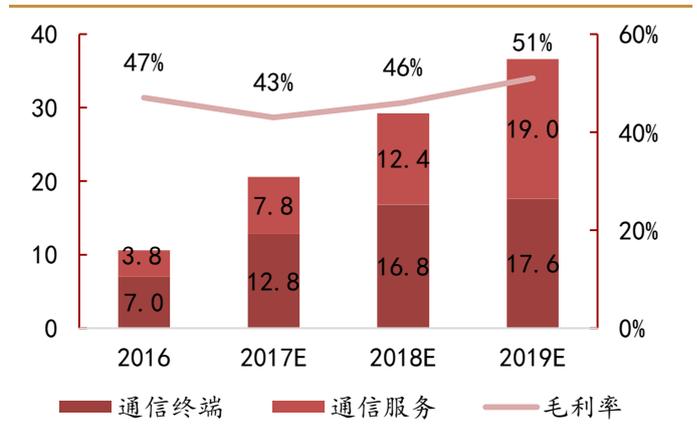
2016 年，通信服务收入实现 3.8 亿，较 2015 年增长了 7 倍。通信服务费根据服务类别定价有所不同，我们依据公司 2016 年公布的通信服务费资费标准以及 2016 年实际运营情况对通信服务收入进行了测算。**预计通信服务在 2017-2019 年可分别实现 7.8 亿、12.4 亿、19.0 亿元的服务收入，年复合增长率可达到 73.8%。**随着公司无线宽带数据专网的建设逐步推进，北讯电信核心业务逐渐转向无线宽带数据通信服务及其应用，预计到 2019 年将超过终端销售成为公司主要收入。

表 1：通信服务费资费标准

业务类别	业务品牌	资费标准 (元/月/台)	备注
无线宽带物联	全动通	50	小数据监测监控
		200	高清视频/大数据
无线宽带集群	全集通	150	语音
		300	视频
无线宽带应急通信	全智眼	500	单套系统标配 20 台终端
无线宽带移动办公	全视通	50	安全移动办公
		100	融合会议

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：北讯电信营业收入及毛利率预测



数据来源：公司公告，西南证券

北讯电信盈利模式清晰，且由于频谱牌照的稀缺性和排他性，营业收入的增长存在确定性。我们预计未来三年总营业收入可保持 **51% 的年复合增长率**，并于 **2019 年达到 36.6 亿元**。同时由于通信业务成本主要为固定资产折旧费、基站租金和电费固定成本，随着用户数量和通信费收入的增加，规模效应将带来边际成本递减。

2.4 卡位稀缺频谱资源，四大因素助推业绩持续增长

大流量需求强烈，宽窄融合势在必行。随着互联网流量爆发式的增长，专网宽带化成为必然趋势。以上海消防安全为例，原消防部门 FAS 火灾报警系统由一张北讯电信经营的 800M 窄带专网网络构成。而火灾告警点的图像传输、火灾现场的救援指挥、单兵视频系统的发展带来了高速数据及视频业务的需求。北讯电信通过建设 1.4G 无线专网，覆盖市区黄浦、徐汇、长宁、普陀、闸北、虹口、静安、杨浦八区以及浦东重点区域，满足火灾高速率场景需求。后期再逐步扩展到其他领域，最终形成上海的无线政务网。

国家政策积极推动，依托智慧城市，未来三年宽带专网将迎来快速发展期。国家发改委发布的《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》以及国务院发布的《中国制造 2025》中均提到建设宽带无线专网的迫切性。2015 年，国家无管局正式下发 1.4G 频段，将共计 20M

的稀缺频谱用于政务专网，政策支持力度可见一斑。2011 年以来，政府先后在北京、天津、上海、南京和广东省实施网络覆盖试点、补点优化计划。北讯电信作为国内覆盖面最广的无线专网运营商，必将受益于政务专网的推进。

图 16: 上海市 TD-LTE 无线政务专网基站分布



数据来源: 中国集群通信网, 西南证券整理

图 17: 宽带无线专网典型应用案例



数据来源: 互联网, 西南证券整理

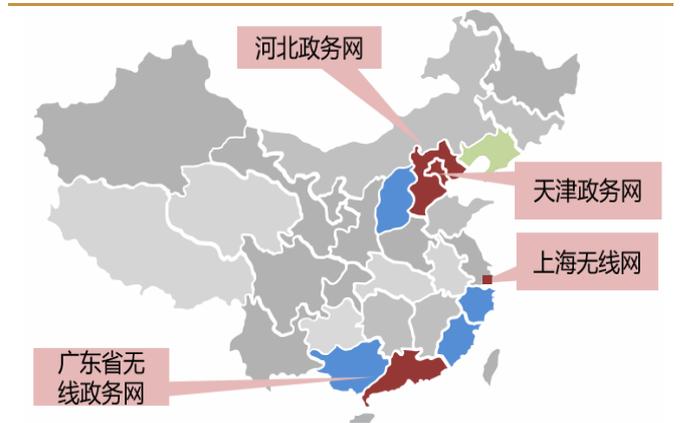
频率资源具有稀缺性和排他性的特点。1.4G 频段共计 20MHz，覆盖范围广，频谱资源优势明显。除此之外，1.4G 专网运营采取共网模式，即一个省市仅有一家专网运营商，故北讯电信宽带专网电信运营活动具有一定的排他性。

图 18: 1.4GHz 宽带无线专网试点情况



数据来源: 信通院, 西南证券整理

图 19: 北讯电信无线专网布局



数据来源: 信通院, 西南证券整理

公司具备专网渠道的先发优势。公司较早耕耘专网市场，是国内覆盖面最广的专网运营商，之前已在北京、天津、河北、山西、上海、江苏、浙江、福建、山东、河南、广东等 11 省市具有窄带无线数据传送业务经营许可。近几年，北讯电信获批天津、上海、广东和河北四个省市的 1.4GHz 频段的独家专网运营许可。由于公司具备渠道与先发优势，还将争取北京、浙江、福建、山西、广西、河南等省的许可，业务范围有望继续扩大。

3 盈利预测与投资建议

假设 1: 非公开发行业务顺利推进, 2017 年北讯电信业绩并表六个月。

假设 2: 专网建设符合预期, 北讯电信未来三年处于用户快速拓展期, 根据多种场景测算, 用户数量保持 57% 的年复合增长率。

假设 3: 终端销售方面, 由于用户拓展逐渐完成, 新增终端增速将逐步下降, 按用户拓展情况测算终端收入, 且各种类型终端单价稳定, 终端销售毛利率维持 36% 不变。

假设 4: 通信服务方面, 用户 ARPU 值保持稳定, 随着用户拓展, 规模效应凸显, 通信服务毛利率每年提升 5 个点。

假设 5: 我国输电线路增长基本符合“十三五规划”要求, 2017-2020 年增加 37.5 万公里, 年复合增长率约为 6.25%。铁塔类产品毛利率维持在 20%。

表 2: 分业务收入及毛利率预测

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
铁塔类产品	收入	804.72	885.19	973.71	1071.08
	增速	48.87%	10%	10%	10%
	毛利率	23.38%	20%	20%	20%
立体停车设备及钢结构	收入	100.26	110.28	121.30	133.44
	增速	8.45%	10%	10%	10%
	毛利率	32.03%	32%	32%	32%
终端销售	收入	-	894.60	1679.00	1760.00
	增速	-	-	31.38%	4.82%
	毛利率	-	36%	36%	36%
通信服务	收入	-	545.65	1240	1897
	增速	-	-	59%	53%
	毛利率	-	55%	60%	65%
其他	收入	35.15	38.81	38.81	38.81
	增速	-93.27%	10.4%	0.00%	0.00%
	毛利率	5.48%	5.48%	5.48%	5.48%
合计	收入	940.13	2474.53	4052.82	4900.33
	增速	42.11%	163.21%	63.78%	20.91%
	毛利率	26.74%	35.68%	39.09%	43.38%

数据来源: 公司公告, 西南证券

根据以上说明和假设, 我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 24.7 亿元、40.5 亿元和 49.0 亿元, 归属母公司所有者的净利润分别为 4.1 亿元、8.4 亿元和 11.7 亿元, 每股收益分别为 0.63 元、1.32 元和 1.84 元。齐星铁塔未来将双主业并行, 除了原有主营业务逐步回暖, 我们还看好北讯电信业务发展的高成长性, 首次覆盖给予“增持”评级。

4 风险提示

定增推进或不及预期, 并购企业业绩实现或不及承诺, 业务整合不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	940.13	2474.53	4052.82	4900.33	净利润	-48.44	405.39	841.18	1174.52
营业成本	688.78	1637.91	2468.70	2774.64	折旧与摊销	43.83	71.67	71.67	71.67
营业税金及附加	13.99	16.53	28.66	37.68	财务费用	11.52	-3.13	-16.04	-17.51
销售费用	78.14	123.73	202.64	245.02	资产减值损失	10.72	0.00	0.00	0.00
管理费用	93.84	222.71	364.75	441.03	经营营运资本变动	122.02	-903.44	-845.09	-474.04
财务费用	11.52	-3.13	-16.04	-17.51	其他	-133.89	-7.49	-10.00	-10.42
资产减值损失	10.72	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	5.76	-437.01	41.73	744.23
投资收益	0.00	10.00	10.00	10.00	资本支出	26.25	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-41.68	10.10	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-15.43	10.10	10.00	10.00
营业利润	43.13	486.79	1014.11	1429.47	短期借款	38.00	-300.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-108.54	-22.55	-26.85	-32.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-65.40	464.23	987.26	1397.34	股权融资	0.00	5031.35	0.00	0.00
所得税	-16.96	58.84	146.07	222.81	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-48.44	405.39	841.18	1174.52	其他	6.10	1.97	16.04	17.51
少数股东损益	-0.03	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	44.10	4733.32	16.04	17.51
归属母公司股东净利润	-48.42	405.39	841.18	1174.52	现金流量净额	35.30	4306.41	67.77	771.74
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	242.00	4548.40	4616.17	5387.91	成长能力				
应收和预付款项	703.49	1930.99	3100.53	3753.51	销售收入增长率	42.11%	163.21%	63.78%	20.91%
存货	297.46	704.84	1063.62	1196.16	营业利润增长率	325.83%	1028.56%	108.33%	40.96%
其他流动资产	4.69	12.08	19.78	23.92	净利润增长率	-529.07%	936.86%	107.50%	39.63%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	58.25%	463.90%	92.63%	38.69%
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	433.95	372.29	310.64	248.98	毛利率	26.74%	33.81%	39.09%	43.38%
无形资产和开发支出	85.02	75.01	65.00	54.99	三费率	19.52%	13.87%	13.60%	13.64%
其他非流动资产	41.73	41.73	41.73	41.73	净利率	-5.15%	16.38%	20.76%	23.97%
资产总计	1808.33	7685.35	9217.47	10707.19	ROE	-5.42%	6.41%	11.73%	14.08%
短期借款	300.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-2.68%	5.27%	9.13%	10.97%
应付和预收款项	448.98	975.54	1478.38	1724.32	ROIC	3.87%	28.92%	35.64%	38.64%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.47%	22.44%	26.39%	30.28%
其他负债	166.25	381.13	569.23	638.49	营运能力				
负债合计	915.23	1356.67	2047.61	2362.81	总资产周转率	0.59	0.52	0.48	0.49
股本	416.80	639.52	639.52	639.52	固定资产周转率	2.11	6.16	11.92	17.61
资本公积	455.76	5264.39	5264.39	5264.39	应收账款周转率	1.69	2.04	1.74	1.55
留存收益	19.52	424.91	1266.10	2440.62	存货周转率	2.83	3.26	2.78	2.45
归属母公司股东权益	893.25	6328.82	7170.01	8344.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.00%	—	—	—
少数股东权益	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	资本结构				
股东权益合计	893.10	6328.68	7169.86	8344.38	资产负债率	50.61%	17.65%	22.21%	22.07%
负债和股东权益合计	1808.33	7685.35	9217.47	10707.19	带息债务/总负债	32.78%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.38	5.35	4.32	4.40
					速动比率	1.05	4.82	3.80	3.90
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	98.48	555.32	1069.74	1483.63	每股收益	-0.08	0.63	1.32	1.84
PE	-513.04	61.27	29.53	21.15	每股净资产	1.40	9.90	11.21	13.05
PB	27.81	3.92	3.46	2.98	每股经营现金	0.01	-0.68	0.07	1.16
PS	26.42	10.04	6.13	5.07	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	164.55	36.46	18.87	13.08					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn