



国内 GIS 龙头，内生+外延打造生态闭环

投资要点

- **事件:** 2017年5月2日,我们对公司进行了调研,就公司的基本情况与公司领导进行了沟通。公司是 GIS 行业的龙头企业,一直致力于 GIS 平台软件的技术研发,在国内拥有大量的二次开发商和终端用户,是国内唯一具有国际竞争力的 GIS 基础平台研发公司。目前公司战略仍然以不动产登记和智慧城市为发展重心,采取内生+外延双轮驱动的发展战略。时值公司刚发布 2017 年一季报,公司实现营收 1.9 亿,同比增长 117.33%;实现营业利润 674.1 万,同比增长 841.31%;实现利润总额 870.5 万,同比增长 198.5%;实现归属上市公司股东净利润 764.4 万,同比增长 338.6%。
- **从 15 个试点城市到全国,不动产登记全面推进。**国土资源部于今年 3 月表示,争取今年底实现全国所有市县的不动产登记,地方市县的“不动产统一登记”有望接入国家级平台。不动产登记项目从 2015 年 15 个试点城市开展以来,正式拉开序幕。
- **GIS 基础平台国有化持续推进,国内 GIS 平台稀缺标的受益。**GIS 基础平台作为国家信息安全的重要关口,国有化的必要性和紧迫性突出。近年来,国土测绘地理信息局制定的 70%国有化的目标正在持续推进,目前国土应用已近饱和,不动产登记成为新的增长点。超图作为国内 GIS 平台稀缺标的,同时也是国内 GIS 平台龙头企业,背靠中科院,技术和业务线领先全国,政府合作密切,业内地位稳固,具有强大的竞争能力。
- **不动产业务领域动作频繁,生态闭环促进净利润增长。**公司近两年频繁整合外延资产,从基础平台到行业应用生态闭环已经初具形态。同时公司作为国内唯一具有国际竞争力的 GIS 基础平台标的,通过收购一系列上层应用的子公司,完成业务链中下游的全面渗透,有利于公司利润的进一步增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2017-2019 年营业收入年复合增速为 37.3%,归母净利润年复合增速为 34.5%,EPS 分别为 0.48 元、0.66 元、0.86 元,对应的 PE 分别为 41 倍、29 倍、22 倍。考虑到公司是 GIS 行业龙头,给予公司 2017 年 50 倍 PE,对应目标价 24 元,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 不动产登记业务政策变化或导致推行受阻,后续业务推进或乏力,并购企业业绩实现或不及承诺, GIS 软件市场规模增速或不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	833.15	1308.70	1827.11	2462.15
增长率	78.35%	57.08%	39.61%	34.76%
归属母公司净利润(百万元)	127.45	214.11	298.78	386.93
增长率	116.83%	68.00%	39.54%	29.51%
每股收益 EPS(元)	0.28	0.48	0.66	0.86
净资产收益率 ROE	7.71%	11.84%	14.47%	16.17%
PE	68	41	29	22
PB	5.32	4.75	4.16	3.59

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

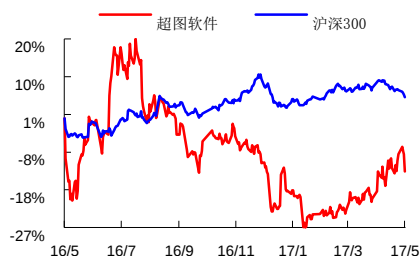
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 常潇雅

电话: 021-68415380

邮箱: cxya@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)	4.50
流通 A 股(亿股)	3.05
52 周内股价区间(元)	15.45-25.38
总市值(亿元)	82.72
总资产(亿元)	21.18
每股净资产(元)	3.61

相关研究

1. 超图软件(300036): 不动产登记为业绩增色, 中报引人瞩目 (2016-08-22)

目 录

1 公司概况：国内 GIS 基础平台龙头	1
1.1 并购动作频繁，市场竞争力进一步扩大	2
2 行业分析：从进口到国产的转变	3
2.1 GIS 市场集中度提升，需求驱动行业快速发展	3
2.2 国产化进程持续发力，政策利好不断释放	4
2.3 老树新芽，不动产、智慧城市业务全面开花	4
3 公司分析：市场与技术的“双赢”	5
3.1 战略路线清晰明确，市场推进有条不紊	5
3.2 内外兼修，优势明显	5
4 盈利预测与估值	8
5 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司 2016 年主营业务结构情况	1
图 2：公司 2016 年主营业务毛利情况	1
图 3：公司 2010 年以来营业收入及增速（单位：百万元）	1
图 4：公司 2010 年以来净利润及增速（单位：百万元）	1
图 5：我国 GIS 软件市场规模趋势（亿元）	3
图 6：我国 GIS 软件市场份额	3
图 7：超图技术架构	5
图 8：超图业务架构	5

表 目 录

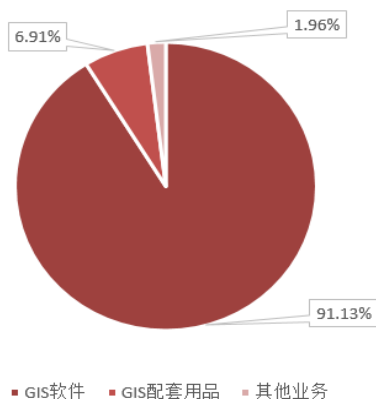
表 1：收购全资子公司业务简介	2
表 2：收购全资子公司业绩承诺情况	2
表 3：国内三大 GIS 基础平台软件厂商对比	6
表 4：分业务收入及毛利率	8
附表：财务预测与估值	9

1 公司概况：国内 GIS 基础平台龙头

超图软件一直致力于 GIS 平台软件的技术研发，并拥有自主研发的 SuperMap GIS 系列产品。在国内拥有大量的二次开发商和终端用户，是国内唯一具有国际竞争力的 GIS 基础平台研发公司。目前，拥有 9 家境内外全资子公司、28 家境内外分公司和办事处、2 家境外全资和控股公司组成。

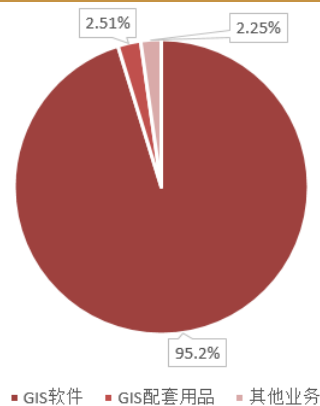
公司 2016 年实现营收 8.3 亿，同比增长 78.35%。营业利润 1.12 亿，同比增长 179.3%，利润总额 1.5 亿元，同比增长 130.8%，其中扣非净利润达 1.07 亿，同比增长 100.2%。2017 年一季度，公司实现营收 1.9 亿，同比增长 117.3%；实现营业利润 674.1 万，同比增长 841.3%；实现利润总额 870.5 万，同比增长 198.5%；实现归属上市公司股东净利润 764.4 万，同比增长 338.6%。

图 1：公司 2016 年主营业务结构情况



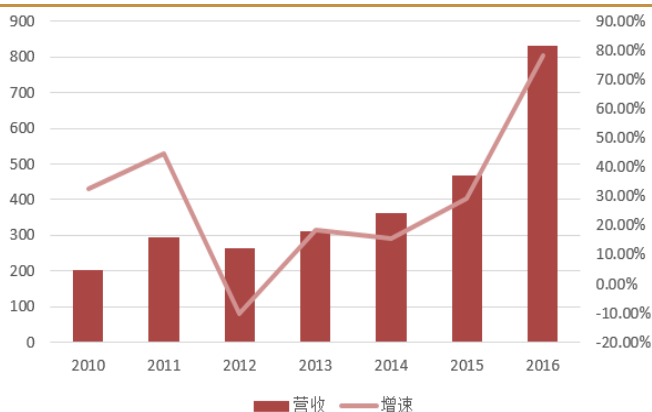
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 2：公司 2016 年主营业务毛利情况



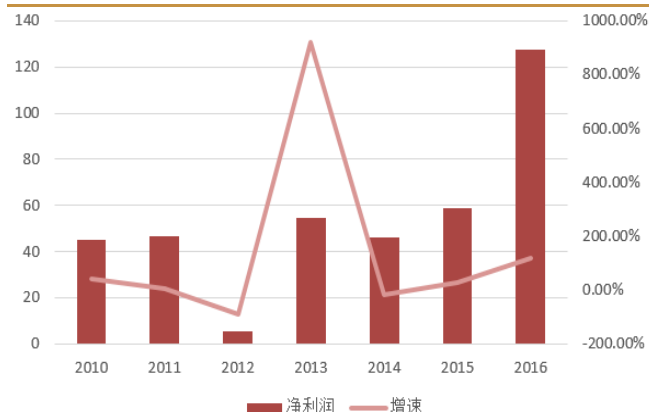
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 3：公司 2010 年以来营业收入及增速（单位：百万元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 4：公司 2010 年以来净利润及增速（单位：百万元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

1.1 并购动作频繁，市场竞争力进一步扩大

近两年，公司加快了投资并购步伐，先后收购上海南康科技有限公司（以下简称“上海南康”）、南京国图信息产业有限公司（以下简称“南京国图”）、北京世纪安图数码科技发展有限公司（以下简称“北京安图”）以及上海数慧系统技术有限公司（以下简称“上海数慧”）为其全资子公司。从而扩大公司的业务范围及经营规模。

收购子公司的主营业务如表 1。业绩承诺如表 2，其中上海数慧于 2017 年一季度完成收购，四家子公司承诺 2017、2018 合计完成扣非净利润为 9320 万、12108 万。

表 1：收购全资子公司业务简介

注册时间	子公司	行业地位	主营范围
1998	上海南康	房地产市场信息管理、不动产登记管理系统和 CAI 数据采集软件解决方案在国内市场处于领先地位	专注于房地产全业务管理、不动产登记信息管理、CAI 数据采集、GIS 应用和系统集成等行业应用解决方案
2001	南京国图	国土资源、不动产等领域市场处于领先地位	国土资源、不动产、税务领域的 GIS 与电子政务软件、数据工程、测绘工程、地图服务及规划设计等业务
2002	北京安图	国土资源住建各领域全生命周期的产品线处理领先地位	数据获取与加工、地理信息三维平台研发、政府与企业行业信息化解决方案、基于地理信息的大众应用与服务等
2001	上海数慧	在“多规信息融合平台”等城市规划领域优势明显	致力于城市规划领域信息化服务，提供规划一张图、多规合一、流程政府、大数据分析洞察、村庄规划、国土规划、不动产登记等信息化解决方案及应用咨询服务

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：收购全资子公司业绩承诺情况

时间	子公司	2016A 完成（万元）	2017 年承诺净利润（万元）	2018 年承诺净利润（万元）
2015.6	上海南康	1067	1250	1562
2016.4	南京国图	3769	4420	5746
2016.6	北京安图	966	1250	1600
2017.3	上海数慧	-	2400	3200

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：从进口到国产的转变

GIS 是在地理学、地图学、测量学与计算机学科等基础学科上发展起来的一门交叉学科。作为描述空间位置的系统平台，广泛应用于城建、地理、党政军、电力、电信、农林渔牧行业甚至用于宏观决策，因此 GIS 系统数据具有高度敏感性。

GIS 产业庞大，涉及终端产品、软件平台以及数据采集等多个领域，其中，下游的应用软件更是涉及各个行业。

GIS 软件平台主要分为基础平台和应用软件两部分，其中应用软件主要针对各个行业的上层应用系统或者解决方案；基础平台是 GIS 的基础功能开发，是 GIS 应用系统的开发平台和“操作系统”，是位于服务器操作系统、DBMS 和应用系统之间的中间件，是整个 GIS 系统的核心组件。

2.1 GIS 市场集中度提升，需求驱动行业快速发展

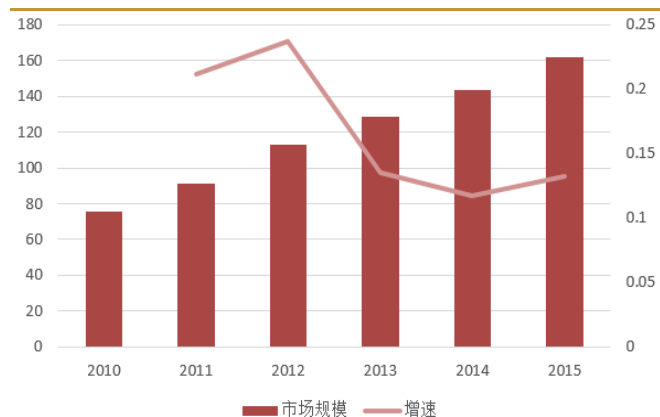
在地理信息产业中，GIS 软件市场规模相对较小，根据 CMIC 统计，2010-2015 年中国 GIS 软件市场规模如图 5 所示，年复合增长率达到 16% 以上。目前政府应用依然是 GIS 软件的主要市场。

2016 年 9 月 26 日，市场情报中心发布《2015 年 GIS 软件市场研究报告》中称，目前地理信息产业中，2015 年 GIS 软件市场规模约为 162 亿元，其中基础平台软件销售额为 7.6 亿，应用平台软件及项目技术开发服务销售额为 154.4 亿元。政府应用仍然是 GIS 软件的主要市场，国产 GIS 基础平台软件已经在多方面实现超越，行业集中度逐步提高，并购已成为企业提高竞争力的重要手段，服务化将成为 GIS 软件重要转型方向。

随着近 30 年的发展，中国 GIS 基础平台软件行业集中度正在逐步提升，目前市场主要被 ESRI、超图软件、中地数码和武大吉奥四大厂商占据，总占比大概 75% 左右。如图 6 所示，其中超图软件占据 31.6% 的国内份额，ESRI 则以 29% 名列第二。中地数码和武大吉奥分别以 7.9% 和 5.9% 紧随其后。

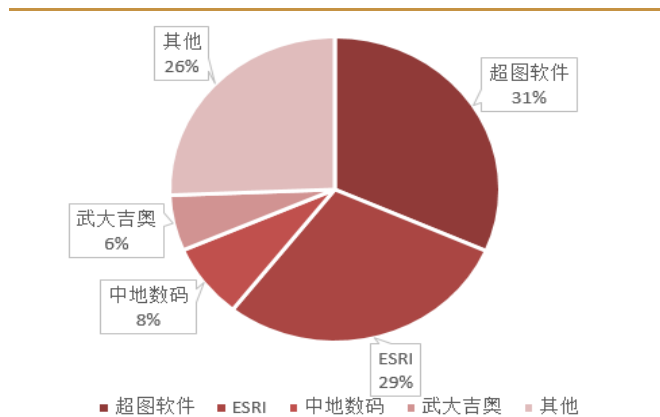
随着不动产登记、智慧城市等领域的兴起，作为行业信息化和资源共享的基础底层支持，GIS 平台得以快速发展。

图 5：我国 GIS 软件市场规模趋势（亿元）



数据来源：智研数据中心，西南证券整理

图 6：我国 GIS 软件市场份额



数据来源：CMIC，西南证券整理

2.2 国产化进程持续发力，政策利好不断释放

GIS 应用领域与国家地理、城市建设、党政军、电力、电信、第一产业甚至国家政策密切相关，因此国有化的必要性和紧迫性突出。

2014 年 9 月，中国地理信息产业大会召开，国家测绘地理信息局宋超智副局长在报告中称，地理信息通用软件（下文简称 GIS 软件）国产化的下一个目标是 70%，开始扭转国内外 GIS 市场占比的齿轮。近年来，国有化进程不断推进，美国 ESRI 已经逐步被国内产品反超，目前排名第 2，与国内三大巨头平分天下。

2016 年国务院、发改委、国家测绘地理信息局、国防科工局先后印发多个文件，其中《测绘地理信息事业的“十三五”规划》中设定行业的发展总体目标：2020 年，形成适应经济发展新常态的测绘地理信息管理体制机制和国家地理信息安全监管体系，构建五大业务协同发展的公益性保障服务体系，显著提升地理信息产业对国民经济的贡献率，使我国测绘地理信息整体实力达到国际先进水平。

2.3 老树新芽，不动产、智慧城市业务全面开花

国土应用已近饱和，不动产登记业务为 GIS 市场注入新的活力。

2015 年，国务院颁布《不动产登记暂行条例》，要求 2015 年下半年实现信息平台上线试运行，2016 年基本完成数据整合建库，2017 年基本建成覆盖全国的信息平台。同年，设立 15 个全国试点城市，拉开不动产登记的帷幕。2017 年 3 月，国土资源部表示，今年的工作仍以不动产登记建设为重点，争取年底实现全国所有市县的不动产登记，地方市县的“不动产统一登记”接入国家级平台，全面实现登记机构、登记簿册、登记依据和信息平台“四统一”。不动产登记系统的全面开启，估计将为 GIS 企业打开百亿市场。

智慧城市建设升级，GIS 平台或大显其能。

2016 年底，国务院印发的《“十三五”国家信息化规划》中提出了新型智慧城市的建设行动目标，要求到 2020 年，新型智慧城市建设取得显著成效。同时在发改委、网信办、国家标准委联合发布的《新型智慧城市评价指标（2016 年）》中，明确将时空信息云平台纳入智能设施一级指标项；时空云平台是数字城市地理空间框架的升级转型，时空云平台与 GIS 系统交集密集，转型成本小，GIS 公司可以以时空信息云平台建设为切入点，分享智慧城市项目的市场蛋糕。

3 公司分析：市场与技术的“双赢”

3.1 战略路线清晰明确，市场推进有条不紊

2016 年，公司进行超图 2.0 时代的战略升级，进一步完善了技术框架（如图 7 所示）并开启了全新的业务架构（如图 8 所示）。公司的业务线主要包括：GIS 基础平台软件业务、GIS 应用软件业务、云 GIS 和大数据业务、国际业务，其中基础平台软件业务是公司的核心业务，也是市场核心竞争力。

图 7：超图技术架构



数据来源：超图官网，西南证券整理

图 8：超图业务架构



数据来源：公司公告，西南证券整理

基于以上架构，公司目前正在逐步分离应用业务和平台业务，进行集团化战略布局，立足用户需求，坚持以创新技术体系为主体的内生增长和通过并购、投资的外延扩展双轮驱动来扩大公司的市场竞争力和影响力。

自 2014 年，公司保持每年约 38.7% 的营收年均复合增速，主要原因在于 2015 年以来公司抓住了不动产登记、智慧城市的发展契机，并通过频繁并购来进一步提升自己的市场竞争力。GIS 产品作为公司的核心业务，2016 年贡献营业收入 7.6 亿，占公司总营收的 90% 以上，其中基础平台软件营收约 2.4 亿，占公司总营收 28.8%；应用类产品营收约 5.19 亿，占比约 62.3%。

基础平台软件属于一次性开发产品，具有一般通用性，毛利率可高达 90% 以上。目前公司平台类产品相对成熟，优化成本较低，预计基础平台类产品以后的利润贡献率将会保持稳中增长；应用类平台软件定制化程度高，毛利率相对低，约在 50% 左右。公司通过频繁收购 GIS 软件应用公司，并与自己的基础平台相结合，不仅有利于扩大自己的市场竞争力，同时可以进一步降低收购公司的上层 GIS 应用软件的开发成本，进而提高毛利率。

3.2 内外兼修，优势明显

GIS 基础平台的技术壁垒较高，一次性研发成本较高，国内外约仅有十余家参与竞争，在中国市场，目前能提供基础平台类产品的公司只有三家，超图作为 A 股唯一标的，优势明显，并呈垄断之势。

如图 6 所示，目前中国市场主要被 ESRI、超图软件、中地数码和武大吉奥四大厂商占据，之前国内 GIS 市场一直由美企 ESRI 统治，随着国产化进程的加快，虽然市场存量仍落后于 ESRI，但是国内厂商的新产品市场接入增速已经逐渐反超。国内的目前的三家供应商市场呈三足鼎立之势。其中，无论在技术层面还是市场占比情况，超图目前处于强势领先地位。

如表 3 所示，超图具有更加完整的产品线以及领先的空间数据库引擎，可以适应更多的应用场景。在三维技术层面，超图具有一体化构建、与二维技术无缝融合以及多种客户端完全支持等比较完整的技术方案。在系统兼容性方面以及平台支持方面，超图有效支持国内外主流云平台和数据库系统。同时，超图 GIS 基础平台具有更加丰富的基础接口以及完整的网络知识库，具有强大的系统扩展性，能够提供更完备的平台支持。

表 3：国内三大 GIS 基础平台软件厂商对比

	北京超图（SuperMap）	中地数码（MapGIS）	武大吉奥（GeoStar）
公司规模	总部在北京，在国内下设 9 个境内全资子公司，28 个境内分公司和办事处，2 个境外全资和控股公司；用户超过 100 个国家，员工人数 2500+	总部在武汉，下设北京、上海、深圳、新疆子公司，并在川渝、广西、湖南、江西、山东等成立 16 家技术服务中心。员工人数 1000-	总部在武汉，下设北京、广州两家公司，员工人数 500+
企业性质	上市公司	非上市公司	非上市公司
产品定位	国内最早的商用 GIS 基础平台厂商，产品通用性强，适合各个行业应用，主要业务为 GIS 基础平台、GIS 行业应用软件及 GIS 云服务	国土相关行业应用软件，侧重土地行业数据制作，主要业务为国土、矿产等相关行业应用软件。	提供基础开发平台及空间数据生产服务
产品线对比	产品线丰富，开发平台包含桌面平台、组件式平台、服务室开发平台、移动端开发平台、云平台；行业应用覆盖国土、水利、环保、智慧城市、房产等多个行业	基础开发平台、智慧城市建设及国土相关行业应用软件，其中国土行业应用软件为基础业务	基础开发平台、公共信息服务、空间数据的获取、生产和管理系统
云计算兼容性	支持阿里云、IBM 云、谷歌云、红帽云、广联达云等国内外云平台	暂无数据	暂无数据
空间数据库引擎	有统一的空间数据库引擎 SDX+，空间数据分析能力强大，无需安装直接集成于各平台中，各产品间数据无需转换处理可直接应用。	无专业的空间数据库引擎，部门产品间数据应用需转换，GIS 分析能力弱	无专业的空间数据库引擎，部门产品间数据应用需转换，GIS 分析能力弱
三维支持	平台支持二三维一体化构建，二维与三维 GIS 技术无缝融合；二三维在数据模型、数据存储方案、数据管理、可视化和分析功能的一体化，提供海量二维数据直接在三维场景中的高性能可视化、二维分析功能在三维场景中的直接操作。三维相关功能在 WEB 客户端能够完全支持，支持符号化三维建模、矢量数据拉伸三维建模。且全套产品都包含三维功能	三维是独立产品，分析能力弱，移动端支持性较差。	三维是独立产品，分析能力弱，移动端支持性较差。
三维功能	三维分析能力强大。支持水面效果、粒子效果、动画效果、立体展示效果等。提供丰富的三维专题图功能	支持地质建模，地上地下一体化建模，真三维分析能力	支持地上地下三维数据一体化展示，三维分析能力弱

	北京超图（SuperMap）	中地数码（MapGIS）	武大吉奥（GeoStar）
移动端技术	支持 IOS、Android、Windows phone 操作系统，自带三维功能及导航功能	支持 IOS、Android、Windows phone 操作系统，无三维功能及导航功能	支持 IOS、Android 操作系统，无三维功能及导航功能
产品技术特点	采用云端一体化架构，支持智能集群，并行计算、二三维一体化、跨平台、64 位运算	在城镇地籍和土地利用规划等国土地质方面有成熟的行业应用、提出网格 GIS 共享方式、DCServer 微内核技术	在地级普查、地理信息数据获取、入库、检查方面有完整的解决方案，参与国家天地图应用建设。
数据库支持	国内外各主要数据库产品：SQL Server、Oracle、Sybase、DB2、人大金仓、达梦、InfoMix 等	主要支持 Oracle、SQL Server、DB2	主要支持 Oracle、SQL Server
操作系统支持	平台无需虚拟化，直接支持跨平台。支持多种操作系统，可以云星宇 Windows、Linux、AIX、Solaris，以及国产红旗、麒麟等操作系统；分为 32 位和 64 位操作系统版本	支持 Windows、Unix、Linux、IBM AIX，仅有 32 位版本	支持 32 位 Windows、Linux 系统
开发难度	采用中粒度封装，.net 和 java 开发平台都具有较高的性能和效率，扩展性良好。具有大量项目案例积累和全中文的帮助文档和示范程序，开发环境健康	基础功能接口有待丰富，偏向数据管理，GIS 分析能力弱，二次开发能力较弱	桌面、浏览器、服务器到移动终端的多层次二次开发接口，开发能力较弱
技术支持	服务团队包括售前技术支持（提供前期产品选型、培训及后续跟进）、售后技术支持（项目应用重点难点解决）、技术支持中心（产品细节问题了解支持）、网络知识库（各类应用者遇到的问题整理文档）、研发中心（项目难点问题底层修改）等全系列产品支持服务	提供技术支持中心、网络知识库（由于开发者客户较少，因此知识库相对不完善），不提供底层修改	提供技术支持中心、网络知识库，不提供底层修改
大数据管理能力	多个国家级大数据应用案例，在国土行业有百 TB 级别的应用，拥有并行切图技术，解决大数据切图问题	海量影像管理经验欠缺，分布式切图支持性差	缺乏对海量影像管理经验
本地支持	有	无	无

数据来源：互联网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：国内不动产登记、智慧城市政策稳步推进；

假设 2：公司业务稳步推展，并购整合进度顺利；

假设 3：假设 2017-2019 年三年间，中国 GIS 软件市场规模增速保持在年均复合增速 20%以上，且毛利率在 65%以上；

假设 4：考虑到公司作为行业龙头，且具有较为完整的生态系统，因此假设公司的 GIS 软件毛利率高于市场平均水平，假设 2017-2019 年，GIS 软件的毛利率在 70%-75%，GIS 配套用品的毛利率分别为 25%左右，其他业务保持稳定，毛利率维持在 75%左右。

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
GIS 软件	收入	759.3	1199.7	1739.5	2348.1
	增速	81%	58%	45%	35%
	毛利率	66.2%	70%	71%	72%
GIS 配套用品	收入	57.6	91	131.9	178.1
	增速	74.3%	58%	45%	35%
	毛利率	23.1%	25%	25%	26%
其他业务	收入	16.3	18.1	20.1	22.9
	增速	10.1%	11%	12%	13%
	毛利率	72.9%	75%	75%	75%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2017-2019 年营业收入年复合增速为 37.3%，归母净利润年复合增速为 34.5%，EPS 分别为 0.48 元、0.66 元、0.86 元，对应的 PE 分别为 41 倍、29 倍、22 倍。考虑到公司是国内 GIS 唯一标的，且是国内市场唯一具有国际竞争力的 GIS 厂商，是国内毋庸置疑的龙头，给予公司 2017 年 50 倍 PE，对应目标价 24 元，维持“买入”评级。

5 风险提示

- 不动产登记业务推进不及预期；
- 智慧城市建设推进不及预期；
- 并购整合进度不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	833.15	1308.70	1827.11	2462.15	净利润	125.77	216.28	301.79	390.84
营业成本	305.09	432.64	604.43	814.86	折旧与摊销	28.77	23.72	23.72	23.72
营业税金及附加	6.47	10.69	14.68	19.90	财务费用	0.95	-11.78	-16.44	-22.16
销售费用	113.93	199.31	268.79	366.47	资产减值损失	11.07	5.00	5.00	5.00
管理费用	285.80	457.99	635.19	857.86	经营营运资本变动	-301.79	-162.94	-169.13	-209.20
财务费用	0.95	-11.78	-16.44	-22.16	其他	358.41	-35.00	-33.00	-36.00
资产减值损失	11.07	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	223.17	35.28	111.93	152.20
投资收益	2.16	30.00	30.00	30.00	资本支出	-511.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	30.38	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-480.64	30.00	30.00	30.00
营业利润	112.01	244.85	345.46	450.22	短期借款	10.55	-15.37	0.00	0.00
其他非经营损益	33.85	9.60	9.59	9.59	长期借款	0.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	145.86	254.44	355.05	459.81	股权融资	815.51	0.00	0.00	0.00
所得税	20.09	38.17	53.26	68.97	支付股利	-19.38	-25.49	-42.82	-59.76
净利润	125.77	216.28	301.79	390.84	其他	-377.73	-24.14	16.44	22.16
少数股东损益	-1.68	2.16	3.02	3.91	筹资活动现金流净额	429.01	-65.00	-26.38	-37.60
归属母公司股东净利润	127.45	214.11	298.78	386.93	现金流量净额	172.28	0.28	115.56	144.61
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	532.68	532.95	648.51	793.11	成长能力				
应收和预付款项	363.96	559.23	779.67	1054.88	销售收入增长率	78.35%	57.08%	39.61%	34.76%
存货	5.03	7.13	7.96	12.43	营业利润增长率	179.28%	118.59%	41.09%	30.32%
其他流动资产	315.31	495.28	691.48	931.81	净利润增长率	115.68%	71.96%	39.54%	29.51%
长期股权投资	1.10	1.10	1.10	1.10	EBITDA 增长率	132.77%	81.18%	37.37%	28.08%
投资性房地产	123.95	123.95	123.95	123.95	获利能力				
固定资产和在建工程	176.07	165.56	155.05	144.55	毛利率	63.38%	66.94%	66.92%	66.90%
无形资产和开发支出	661.11	648.06	635.02	621.97	三费率	48.09%	49.33%	48.58%	48.83%
其他非流动资产	15.08	14.91	14.75	14.58	净利率	15.10%	16.53%	16.52%	15.87%
资产总计	2194.27	2548.17	3057.48	3698.37	ROE	7.71%	11.84%	14.47%	16.17%
短期借款	15.37	0.00	0.00	0.00	ROA	5.73%	8.49%	9.87%	10.57%
应付和预收款项	357.76	542.10	751.95	1012.17	ROIC	14.23%	16.53%	20.12%	22.56%
长期借款	5.72	5.72	5.72	5.72	EBITDA/销售收入	17.01%	19.62%	19.31%	18.35%
其他负债	183.29	173.48	213.96	263.55	营运能力				
负债合计	562.13	721.29	971.63	1281.44	总资产周转率	0.52	0.55	0.65	0.73
股本	449.58	449.58	449.58	449.58	固定资产周转率	4.76	7.67	11.42	16.46
资本公积	829.45	829.45	829.45	829.45	应收账款周转率	3.62	3.41	3.25	3.21
留存收益	362.67	551.29	807.25	1134.42	存货周转率	78.19	71.19	70.75	69.70
归属母公司股东权益	1615.85	1808.43	2064.38	2391.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.45%	—	—	—
少数股东权益	16.28	18.44	21.46	25.37	资本结构				
股东权益合计	1632.14	1826.88	2085.85	2416.93	资产负债率	25.62%	28.31%	31.78%	34.65%
负债和股东权益合计	2194.27	2548.17	3057.48	3698.37	带息债务/总负债	3.75%	0.79%	0.59%	0.45%
					流动比率	2.51	2.48	2.38	2.32
					速动比率	2.50	2.46	2.37	2.31
					股利支付率	15.21%	11.90%	14.33%	15.44%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.48	0.66	0.86
					每股净资产	3.63	4.06	4.64	5.38
					每股经营现金	0.50	0.08	0.25	0.34
					每股股利	0.04	0.06	0.10	0.13
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	141.73	256.79	352.74	451.78					
PE	68.15	40.57	29.07	22.45					
PB	5.32	4.75	4.16	3.59					
PS	10.43	6.64	4.75	3.53					
EV/EBITDA	55.24	30.27	21.71	16.63					
股息率	0.22%	0.29%	0.49%	0.69%					

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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn