

2017年08月17日

奋达科技 (002681.SZ)

达达联手，进军苹果产业链

■**事件：**近日，我们调研了奋达科技，与公司领导进行了深入交流。欧朋达业绩稳健增长，H2 索尼订单将拉动其盈利能力回升；富诚达苹果订单较去年翻番，将携手奋达打造三大业务体系。我们预计，随着富诚达并表完成，公司全年业绩将实现高增长。

■**盈利能力无忧，“基础年”铸起飞点：**奋达致力于成为“持续领先的消费类电子产品垂直整合制造与服务的高技术企业”。基于这一战略，公司于2014年并购欧朋达，现已进入深度整合期。公司公告显示，2017H1 欧朋达毛利率为27.8%，同比下降12.5pct。根据调研信息，主要原因是报告期内确认的 VIVO 订单毛利率相对较低以及受到新投放的 CNC 设备折旧影响。2017H2，随着高毛利的索尼订单确认，欧朋达毛利率将有所回升。2017年是欧朋达的“基础年”，业绩将实现稳健增长。随着整合期结束，未来欧朋达有望实现高速发展，提振奋达整体业绩。

■**达达联手，打造三大业务体系：**富诚达拥有较高的技术水平、专业的核心团队与顶尖的非标自动化设备，凭借较高的生产效率和良率，盈利能力行业领先。根据公司调研，2017年其主要客户的订单数量较去年已实现翻番。并购完成后，富诚达与奋达携手，将打造三大业务体系：消费电子类精密制造业务，其设备投入将大幅增加；智能产品业务，着力开发智能门铃等新品；医疗消费业务，发挥自动化检测优势，布局智能医疗。我们预计，富诚达将充分借助奋达的品牌、渠道及研究平台的优势，实现业绩高速增长。

■**风险与机会并存，金属件需求增长延续：**根据调研信息，未来，外观件材料仍以不锈钢、钛合金、铝基复合材料为主，金属外观件行业的快速发展趋势不变，需求增长将延续。目前，金属外观件行业风险与机会并存，而公司掌握核心精密加工技术，并充分发挥欧朋达、富诚达间的协同作用，有望实现全市场的打通，从而进入行业前列。

■**投资建议：**索尼与 Vivo 订单量逐步上升，将有力拉升欧朋达业绩；公司传统业务客户关系稳定，具备较强竞争优势；富诚达在手订单充足，随着协同效应显现，A 客户订单数量有望继续扩张。考虑奋达对富诚达的并购推进顺利，我们预计，2017年奋达原有业务将贡献净利润5亿元，保守估算富诚达2017年净利润为2亿元，合计净利润为7亿元，给予奋达2017年35倍估值，目标市值为245亿元，对应的目标价19.65元（按当前股本计算；考虑发行股份购买资产及募集配套资金，假设按8月17日收盘价13.72元募集9.1亿元，对应目标价16.55元），维持买入-A的投资评级。

■**风险提示：**原材料成本上涨，外观件材料急速迭代

100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	17.2	21.0	26.8	33.7	41.8
净利润	2.9	3.9	5.1	6.8	8.7
每股收益(元)	0.24	0.31	0.41	0.55	0.70
每股净资产(元)	1.99	2.28	2.70	3.10	3.59

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	58.3	44.4	33.3	25.1	19.7
市净率(倍)	6.9	6.0	5.1	4.4	3.8
净利润率	17.0%	18.3%	19.2%	20.2%	20.7%
净资产收益率	11.8%	13.6%	15.3%	17.6%	19.4%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.6%	1.0%	1.5%
ROIC	52.1%	18.0%	21.0%	25.7%	29.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司调研

证券研究报告

家电

投资评级 买入-A

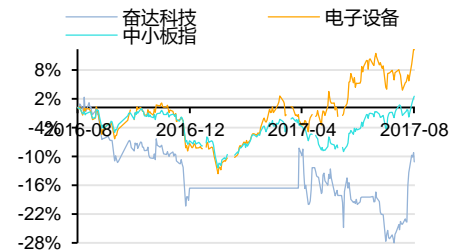
维持评级

6个月目标价：19.65元
股价(2017-08-17) 13.72元

交易数据

总市值(百万元)	17,104.07
流通市值(百万元)	589.52
总股本(百万股)	1,246.65
流通股本(百万股)	42.97
12个月价格区间	11.11/15.87元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.39	-5.0	-12.09
绝对收益	20.46	4.07	-9.39

张立聪 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

相关报告

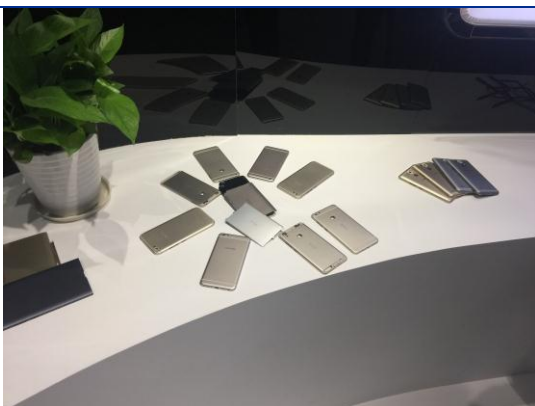
奋达科技：不会旷课的订单/张立聪 2017-08-10

交流背景

奋达发展历程：

- 自 2012 年 6 月 5 日登陆资本市场以来，奋达产业规模不断扩大，盈利能力持续增强。通过内生增长和外延协同增长，奋达的营收从上市之初的 7.8 亿元增长到 2016 年的 21 亿元；业绩从 2012 年的 7500 万元增长到 2016 年的 3.85 亿元；净利润的年复合增长率超过 50%。这体现了公司良好的增长质量。未来奋达将坚持“内生增长+外延协同增长”的发展模式，有望保持高增长态势。
- 2010 年，管理层看到移动互联网的蓬勃发展，聘请了无线通讯背景的专业人才，致力于将产品和移动互联网相结合，成立了新技术部，开发了无线蓝牙产品和智能可穿戴产品；2012 年，管理层认为内生增长速度较慢，所以进入了资本市场。2014 年，收购了欧朋达。目前，奋达已经成为新兴智能硬件解决方面的专家。2012 年，公司制定了“成为持续领先的消费类电子垂直整合制造与服务的高科技企业”战略，致力于实现从核心部件到整机一体化制造。

图 1：奋达金属外观件



资料来源：公司调研，安信证券研究中心

图 2：奋达音箱系列产品



资料来源：公司调研，安信证券研究中心

奋达经营状况：

- 在产品市场，奋达经过多年规划和努力耕耘，现在已经形成了电声、无线、软件、精密制造四大核心竞争力，拥有电声产品、健康电器、智能可穿戴产品、智能移动终端金属外观件四大产品线。其中电声产品和健康电器是公司发展 10 多年的成熟产业链，发展稳健，持续增长，给公司提供充足的现金流；智能可穿戴产品是公司 2011 年规划和布局的，有一定先发优势，将进一步发展和夯实，会和大健康移动医疗进行深度融合，为公司长期发展提供驱动力；智能移动终端金属外观件产业链的发展是受益于金属件在智能手机上的渗透率不断提升，处于高速增长阶段，是公司业绩增长的催化剂。未来，奋达将利用现有产品平台，精耕细作，将公司打造成持续领先的消费类电子垂直整合制造与服务的高科技企业。
- 资本市场方面，公司秉承谨慎、稳健、依法合规、为投资者创造价值的原则，进行了定向增发、股权激励、债券发行等一系列操作，目前来看都比较成功。上市后公司第一次资本操作是 2014 年以 11.18 亿并购欧朋达，纵向整合智能终端产业链，并购后三年保持业绩超预期。
- 公司一如既往贯彻人才战略，前后三次进行股权激励，建立了与现代企业相匹配的激励制度，开启了奋达科技事业伙伴计划时代，为公司发展储备了雄厚的人力资源。
- 2016 年公司进行了上市后第一次债券发行，“3+2”五年期，年化收益率为 3.8%，为公司持续发展提供了资金支持。同时，敲定优质标的富诚达，开启上市之后第二次资本操作。这个项目自 2016 年 12 月开展以来，过程非常顺利，现在正在紧锣密鼓地筹备相关工作。并购完成后，奋达科技将再上一个新的台阶。

- 公司抓住大宗商品价格下跌、宏观经济运行低迷的有力时机，加快了二期园区的建设，目前已经基本竣工，其全面投入使用将进一步夯实公司的现金流和并购标的池。园区占地 17 万平方米，建筑面积 43 万平方米，是集总部办公、科研 IT、智能穿戴、商业配套等为一体的高新产业基地，为公司未来十年的发展搭建了基础平台。在东莞的产业基地也已经开始建设。
- 2017 年对于奋达科技而言是养精蓄锐、凝心聚力、厚积薄发的一年。上周奋达发布了半年报：2017H1，公司实现营业收入 9.1 亿元，YoY+21.3%；实现业绩 1.3 亿元，YoY+5.6%。其中 Q2 单季度实现营业收入 5.6 亿元，YoY+26.3%，环比增长 57%；实现业绩 0.9 亿元，YoY+22.4%，环比增长 89%；1-9 月预测业绩 2.8 亿元-3.3 亿元，YoY+20%-40%。
- 截至 2016 年，奋达营收复合增长率为 27.8%，净利润复合增长率为 51.1%。这说明奋达是一个产品持续升级的公司，净利润的复合增长率远远大于营收的复合增长率。

富诚达：

- 富诚达是一个技术区分型企业，多年来专注于核心技术的研发与创新，包括：精密模具技术、冷热精锻技术等。消费电子行业中，智能手机是最大众的品类，其中苹果是最知名、最有号召力的品牌，富诚达 80%-90% 的收入来自于苹果。
- 富诚达于 2009 年成立，2016 年销售已达 7 个多亿元。这个过程中，其技术也在不断完善：从最早的冲锻压开始，到 CNC，到模具，到激光焊接，再到整机组装。
- 富诚达具有人才优势和技术优势，且拥有行业内顶尖的设备，才能够为苹果这样的顶级客户提供服务，从而形成客户优势。
- 奋达和富诚达合作是基于几个方面：一是在 2014 年做了金属外观件的布局；同时，更多的是看重这个产业的上升。这次并购让富诚达能为客户提供更多产品，具有更大的生产能力为大型客户提供服务，提供“一站式”解决方案。

奋达科技董事长肖奋演讲

图 3：奋达董事长肖奋向投资者介绍公司情况



资料来源：公司调研，安信证券研究中心

发展历程：

- 奋达走过了二十四年多的奋斗历程，一直具备创新和转型的基因。首先奋达是生产销售扬声器起步，再发展到有源音箱，符合 PC 的发展；后来苹果推出 iPod、iPhone，我们就推出了电子苹果音箱，当时做的也非常好；随着无线音频的发展和蓝牙的成熟，我们又推出了无线音箱。
- 2010 年奋达成立新技术部，开始了蓝牙模块的研发，并意在布局智能穿戴。智能穿戴

产品今年会有一些收获，明年会有很大收获。

公司战略：

- 公司致力于成为持续领先的消费类电子产品垂直整合制造与服务的高技术企业，这一战略有三个关键点：第一，持续领先，只挑选持续领先的业务部分来做，跟着市场步伐向前走；第二，垂直整合，不过度向周边扩展；第三，制造加服务，比如奋达用智能穿戴与大数据相结合，为我们每个人的健康服务。基于这点，我们首先挑选最容易有现金流的产品做大规模的并购。2014 年公司并购欧朋达，目前进入深度整合期，今年将作为基础年。

富诚达：

- 业务要做到金属外观件行业前三，光凭欧朋达任务是繁重的，经过广泛的搜索，奋达找到了标的富诚达。经过沟通，奋达和富诚达在产业梦想、发展情怀、未来发展方向方面一拍即合，达成合作，且过程非常顺利。
- 并购完成后，今年富诚达有望进入行业前五，明年力争进入行业前三，两三年之后，希望能够达到更好的位置。奋达将欧朋达、富诚达紧密结合，实现全市场的打通。欧朋达和富诚达的业务略有不同，欧朋达是做大、中框结构件，富诚达是做小的金属结构件，两块打通以后，可以准确地为现有的大客户 提供全面完整的服务。
- 奋达的业务不局限于手机领域。欧朋达做了无人机、卡西欧自拍神器的配件以及特斯拉 model 3 的一些配件，开拓了智能手机之外的客户。同时，富诚达已经布局高端电子烟中的配件，在智能手表领域是苹果、华为的供应商。未来，苹果订单占比将下降到 50% 左右。公司未雨绸缪，做了大量规划。
- 金属外观件、结构件的加工毛利率取决于效率和良率。效率方面，富诚达有非标自动化设备，不仅可以为自身生产智能化设备，还可以为非同行进行精密设备的输出。富诚达效率非常高，良率也非常高，取得较高毛利率是一定的。

其他业务：

- 奋达将打造装备制造自动化生产企业，两年之后，精密加工和装备制造将成为靓丽的现金流板块。
- 智能音箱首先起源于欧美，再到国内，是全球人都喜欢的产品；同时，是每个人可能买三个以上的产品，卧室、客厅、车上都可以安置，需求量将非常大。奋达的一些美发器具，经过开发、试销，今年有望实现好的市场反响。这两个板块是坚强的现金流板块。
- 移动医疗板块依托智能穿戴产品，未来将对接大数据。芯片部分已经开始布局。

富诚达创始人文忠泽演讲

图 4：富诚达创始人文忠泽向投资者介绍公司概况



资料来源：公司调研，安信证券研究中心

竞争优势：

- 富诚达与其他代工厂的区别：主要是理念上的区别，核心是技术上的沉淀。核心团队了解全部的设计与研发流程。
- 自成立起，在工程标准化方面，富诚达做了很多前期的沉淀。根据过去经验，富诚达将国际通用规范、工程标准，包括行业标准进行自我消化，懂得如何有序地安排各个步骤。同时，和客户合作过程中，双方可互相学习对方的技术标准、产品结构等细节。基于这个优势，我们幸运地进入了苹果、谷歌、英特尔等公司的供应链。

“三步走”战略：

- 公司于 2009 年成立，2010-2013 完成内部工程开发体系，拥有精密的锻造技术与拉伸技术。
- 通过精密锻造技术进入黑莓和苹果产业链。
- 2013-2016 年，公司面临的问题是做强还是做大。做大面临着大量的设备投资，现在的风口是智能化，未来的产品附加 AI 功能是必然趋势。手机从 2G、3G 到 4G，以及华为承诺布局的 5G 等，软件智能推升硬件终端的变化巨大到不可想象。

合作原因：

- 奋达和富诚达的合作基于相同的产业梦，而非简单的富诚达将公司卖给奋达。富诚达在自动化部门、软件机构、电气、包装检测、模具材料、精密模具的附属工艺等方面积累了很多技术和专利。
- 与奋达科技合并可实现另一个策略。第一，阿里巴巴、互联网行业、语言计算数据、社交软件的研发彻底改变了一个企业的发展模式，若以传统企业的思维来领导传统行业会事倍功半。要达到事半功倍，就要找到平台。奋达就是一个很好的平台，拥有最好的互联网、蓝牙、WIFI、APP 实验室。第二，奋达有最好的品牌和渠道。
- 奋达认识到最核心的优势是人才和技术，而非客户，所以富诚达最终选择了奋达。富诚达与高端客户合作愉快基于两点：我们能听懂对方的表述、对方认同我们的观点。

产业布局：

- 公司从今年开始的布局与之前完全不同。主要体现在以下几个方面：1.注重技术研发、制造管理。今年招聘了很多制造管理型人才，强化供应链的整合。2.为应对未来企业成

长，公司计划今年加强文化制度建设，对业务体系进行强化，对组织规划进行裂变式变化。

- 富诚达将结合上市公司自有优势，打造三个业务体系：(1) 消费电子类精密制造。今年的投资加大。过去 CNC 可能是一千，今年增加至 3700 个。(2) 智能产品。我们提及的智能产品是指智能手表、智能穿戴方面的产品。通过和英特尔、HP、伟创力、捷普、富士康、Southco、JGP、AVC、苹果、华为等国内外知名企业合作，我们发现，手表相关的产品，除了苹果的量能做到上亿以外，其他客户很难过亿。因此我们切入智能门铃。智能门铃与手机关联，可使用户明确敲门者的身份，从而决定开门或显示主人不在。此外，西方人力成本高，公寓看房、租赁可使用智能门铃、门锁自动反馈看房者或租客进入和离开的信息。(3) 医疗消费。在智能医疗方面，人体健康可通过呼吸频率体现，现在健康医疗做得很好，当做到几千万、一个亿时市场能快速成长起来。我们刚建立了团队，其中，队长已经做了 11 年医疗设备销售，且她每年的销售额为 7500 万美金。我们的自动化监测包含软件深度检测，我们的团队在包装和检测方面很强，这两块可以放在大健康设备。此外，我们还获得了两位中科院院士支持。有两位美国博士发明了用 CCD 显微镜检测细胞癌变，可检测到早期细胞癌变并持续追踪，他们已做了 5 年临床追踪，但他们不懂中国市场，所以我们现在在考虑如何嫁接、如何开发市场、推销至医院。
- 整合之后，奋达可能会往新能源汽车、无人驾驶等方向进军。未来依托互联网大数据已经到了巅峰，第二步是虚拟现实，AI、VR、MR 等，苹果现在已经做到可裸眼看 3D，中国也有个单位做 MR，将虚拟 3D 变成虚拟数字 3D 和画面。第三步是未来的智能制造，预计三年后的中国经济靠工业智能和人工智能。
- 目前，与竞争对手相比，富诚达的产品口碑最好。

Q&A

行业分析：

Q：金属件的行业竞争格局是怎样的？

- 金属件竞争格局：风险与机会并存，但风险大于机会。金属加工分为华东和华南两部分，华东市场比较集中，竞争有序。华南竞争比较无序，行情差的时候，竞争会更加激烈。制造企业的工人在单位效益不好的情况下，工资很低，仅 5 千上下。制造业纯粹做代工，是不会长远的，必须要有核心技术。
- 我觉得制造业在 2017-2019 年，是一个洗牌的过程。传统的 2G、3G 手机平板的应用会被 AI 产品取代，未来的 AR、VR 与 MR 会兴起。如果没有战略应对，跑得越快会跌得很惨。因此我认为安全重于机会。

Q：如何看待金属外观件的行业发展趋势？

- 玻璃材料肯定不是终极的，从过去的钛合金、镁合金、到铝材、航空铝等材料的应用，我认为这几年可能还会停留在不锈钢，包含钛合金、铝基复合材料的应用。这一块的应用离不开精密的拉伸技术和精密的锻造技术、还有 CNC 技术。我认为三年之内，金属外观件的行业趋势不会变，需求会越来越大。做产品精密加工，比拼的就是技术的沉淀和企业管理的沉淀。

欧朋达：

Q：特斯拉的订单情况如何？Model 3 的金属件的具体情况？

- 目前欧朋达只是做金属外观件的 3 个料号，未来有可能切入车展、娱乐线，直接对接云端部分。
- 目前是小批量交货，但可以预见未来 Model 3 的量会非常大，因为特斯拉的动力可以和

法拉利相比, 3 秒 100 公里, 超静; 每公里仅消耗电费 8 分钱; 续航能力强, 在 450-550 公里左右。Model3 一个月前就接到 50 万订单, 预计这个项目未来做 200-300 万的量对特斯拉来说不在话下。

Q: 欧朋达毛利率下降的原因是什么?

- 欧朋达毛利率下降, 主要是产品结构的变化。上半年是 VIVO 订单, 下半年是索尼订单; 索尼订单的毛利率较高, 国内 VIVO 订单的毛利率较低。另外, CNC 3-4 千万元的年折旧费用也会影响毛利率。

富诚达:

Q: 未来的产能规划与客户规划是怎样的?

- 2017 年富诚达对苹果的业务量相对 2016 年已经翻了一倍, 所以 CNC 已经达到 3700 个。去年一千零几台、富诚达一千多台、自己投了一千多台。这个没有风险, 因为核心资产仅 1000+ 台, 加上上市公司资产共 2000+ 台, 还有 1000+ 台是租赁的。我们的目标是保证企业的健康和安, 安全大于机会。
- 今年购买德国进口焊接机、可做深度激光打磨、抛光的设备 60 多台。富诚达自动化装备这一块成长非常快。
- 评价一个公司能否走远, 主要是看他的供应链是否对协作供应商有利。
- 竞争优势有三个点; 1. 优秀的技术与管理团队; 2. 优质的客户基础, 比如 A 客户、H 客户、索尼、VIVO, 只要有技术和管理的支撑, 产能跟得上, 订单就会源源不断的给到; 3. 拥有持续布局未来的能力, 包括自动化方面的布局、未来工序、未来材料的预估能力。

Q: 每年苹果会给富诚达研发费用的补贴是多少?

- 研发费用分为两种: 模具开发费与产品开发费。模具开发费方面, 苹果、华为都会补贴; 核心模块的开发费用方面, 补贴规模随着盈利额变大而变大, 金额逐年上升。

Q: 苹果金属外观件收入空间未来的增长驱动力? 是抢占别人份额, 还是从苹果多拿订单?

- 苹果有 100-200 个供应商, 分为五个类别, 每个类别有很多厂商, 竞争较为激烈。

其他业务:

Q: 半导体机器人业务的详细情况?

- 产品销量好, 原因是把硅谷的技术嫁接过来。
- 半导体机器人晶片需要非接触性搬运, 且是半导体行业中必须应用的。芯片制造技术在逐步向中国转移, 从国家到地方层面都十分支持该行业发展。
- 在日本和韩国, 每一万人大概有 200-300 台工业机器人, 中国只有 30 台左右。因此, 奋达觉得智能业务制造很有前景。未来三年, 将是精密制造的爆发阶段。

Q: 智能音箱的订单情况? 奋达业绩目标的达成是来自于收入的增高还是净利率的提升?

- 电声产品中, 智能音箱到手订单 2.8 亿 (主要来源于前两大客户), 基本集中在下半年, 而且还在增加。另外两个大客户订单可能会延后到四季度末或明年交货。
- 2016 年公司重视开源节流, 多出来 2-3 千万的利润。
- 奋达将继续做精密生产, 高端人才, 要为达到百亿销售的目标提前做好人才储备。

财务报表预测和估值数据汇总

100,000,000	利润表					100,000,000	财务指标				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17.2	21.0	26.8	33.7	41.8	成长性					
减: 营业成本	12.2	14.5	18.2	22.7	28.0	营业收入增长率	59.6%	22.0%	27.3%	25.7%	24.2%

营业税费	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	营业利润增长率	103.4%	28.4%	35.6%	33.3%	27.7%
销售费用	0.5	0.4	0.5	0.6	0.8	净利润增长率	101.7%	31.3%	33.2%	32.7%	27.3%
管理费用	1.5	1.8	2.1	2.5	3.1	EBITDA 增长率	97.5%	37.1%	40.6%	30.4%	25.1%
财务费用	-0.3	-0.2	0.1	0.0	-0.0	EBIT 增长率	103.6%	34.9%	43.2%	32.3%	26.5%
资产减值损失	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	NOPLAT 增长率	102.7%	37.0%	43.7%	32.3%	26.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	295.6%	23.5%	8.0%	10.5%	-5.3%
投资和汇兑收益	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	净资产增长率	126.4%	14.2%	18.4%	15.2%	15.7%
营业利润	3.3	4.2	5.7	7.6	9.8	利润率					
加:营业外净收支	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	毛利率	29.2%	30.9%	31.9%	32.6%	33.1%
利润总额	3.4	4.4	5.8	7.8	9.9	营业利润率	19.1%	20.1%	21.4%	22.7%	23.3%
减:所得税	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2	净利润率	17.0%	18.3%	19.2%	20.2%	20.7%
净利润	2.9	3.9	5.1	6.8	8.7	EBITDA/营业收入	19.6%	22.0%	24.3%	25.2%	25.4%
						EBIT/营业收入	17.4%	19.3%	21.6%	22.8%	23.2%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
货币资金	6.1	8.4	10.7	13.5	19.2	固定资本周转天数	58	79	88	84	71
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	60	62	47	55	57
应收帐款	5.4	5.6	6.3	9.6	10.5	流动资产周转天数	266	285	259	268	282
应收票据	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	应收帐款周转天数	81	94	80	85	86
预付帐款	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	存货周转天数	41	59	43	46	48
存货	2.7	4.1	2.3	6.4	4.9	总资产周转天数	471	622	582	533	490
其他流动资产	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	投资资本周转天数	257	376	340	295	243
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	11.8%	13.6%	15.3%	17.6%	19.4%
长期股权投资	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	ROA	9.4%	9.3%	11.4%	12.5%	14.7%
投资性房地产	0.1	1.4	1.4	1.4	1.4	ROIC	52.1%	18.0%	21.0%	25.7%	29.4%
固定资产	3.8	5.5	7.6	8.1	8.4	费用率					
在建工程	1.8	4.1	4.2	3.0	1.8	销售费用率	2.7%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%
无形资产	0.7	1.4	1.4	1.3	1.3	管理费用率	8.8%	8.7%	8.0%	7.5%	7.5%
其他非流动资产	9.3	9.6	9.7	9.9	10.1	财务费用率	-1.7%	-0.8%	0.3%	0.1%	-0.1%
资产总额	31.2	41.5	45.1	54.7	59.2	三费/营业收入	9.9%	9.9%	10.1%	9.4%	9.2%
短期债务	-	1.2	1.1	1.7	-	偿债能力					
应付帐款	4.3	5.8	5.0	8.9	8.8	资产负债率	20.4%	31.5%	25.4%	29.2%	24.3%
应付票据	-	0.2	0.1	0.1	0.2	负债权益比	25.6%	46.0%	34.0%	41.2%	32.1%
其他流动负债	0.9	1.0	1.1	1.0	1.2	流动比率	2.83	2.29	2.75	2.57	3.49
长期借款	1.1	0.8	-	-	-	速动比率	2.31	1.78	2.43	2.03	3.01
其他非流动负债	0.1	4.1	4.2	4.2	4.2	利息保障倍数	-10.45	-23.26	80.82	214.09	-202.23
负债总额	6.4	13.1	11.4	16.0	14.4	分红指标					
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	DPS(元)	0.05	0.05	0.08	0.14	0.21
股本	6.2	12.5	12.5	12.5	12.5	分红比率	21.1%	16.2%	20.0%	25.0%	30.0%
留存收益	19.1	17.0	21.1	26.2	32.3	股息收益率	0.4%	0.4%	0.6%	1.0%	1.5%
股东权益	24.9	28.4	33.6	38.8	44.8						

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标					
净利润	2.9	3.9	5.1	6.8	8.7	EPS(元)	0.24	0.31	0.41	0.55	0.70
加:折旧和摊销	0.4	0.6	0.7	0.8	0.9	BVPS(元)	1.99	2.28	2.70	3.10	3.59
资产减值准备	0.0	0.1	-	-	-	PE(X)	58.3	44.4	33.3	25.1	19.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.9	6.0	5.1	4.4	3.8
财务费用	-0.1	0.0	0.1	0.0	-0.0	P/FCF	-16.3	40.8	72.7	37.1	20.0
投资损失	-0.1	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	P/S	9.9	8.1	6.4	5.1	4.1
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	78.5	34.0	25.2	19.0	14.5
营运资金的变动	0.6	-1.5	0.2	-3.7	0.4	CAGR(%)	32.4%	31.0%	52.3%	32.4%	31.0%
经营活动产生现金流量	2.3	3.6	6.1	3.9	9.9	PEG	1.8	1.4	0.6	0.8	0.6
投资活动产生现金流量	-4.2	-4.1	-2.9	0.1	0.1	ROIC/WACC	5.3	1.9	2.2	2.6	3.0
融资活动产生现金流量	3.2	5.1	-0.8	-1.2	-4.2	REP	2.5	3.5	2.9	2.1	1.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张立聪声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
孟昊琳		0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034