

2015年03月17日

证券研究报告·公司研究·医药生物

延华智能(002178)调研报告

买入(首次)

当前价: 23.08元

目标价: 53.76元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

拥抱信息化医疗,布局区域大数据健康管理平台

投资要点

- **投资逻辑。**公司为大数据健康管理龙头公司,公司充分利用与医星的协同效应实现慢病及亚健康人群的健康管理闭环。健康管理闭环主要包括:数据入口、大数据平台、寻诊问药的移动医疗、与医保对接支付等。慢病健康管理数据来源有两个:一是医星通过医院终端电子病历、健康档案等获取慢病数据;二是通过社区养老获取老人健康数据。大数据平台形成以后,公司利用智慧医院积累的医疗资源及医星覆盖 1000 多家优质医疗资源形成移动医疗平台及分级诊疗医疗平台。通过外延扩张解决与医保对接的移动支付问题。
- **公司拟以 3.59 亿收购成电医星约 75%股份,解决大数据健康管理医院终端数据入口。**1)成电医星核心产品医院信息系统和区域医疗卫生信息平台累计在全国 17 省市,1000 多家各级医院和医疗卫生机构实施应用;2)区域医疗卫生信息平台在四川成都、河北鹿泉、湖北保康县和云南巧家 76 家医院、661 个村卫生室实施和应用。3)成都与上市公司在市场区域、业务模式、客户构成、业务战略各方面均实现完美互补。我们认为:公司主业为智慧城市,通过 PPP 模式与地方区域政府利益绑定。通过政府的推动区域性大数据健康管理平台可能性更高,大多数其它类比企业无此优势。
- **与华数传媒战略合作,在浙江省建立 9000 个日间料理中心,解决大数据健康管理的社区养老数据入口。**与华数合作在浙江覆盖社区养老人群,2015 年拟建立 9000 个日间料理中心,每个中心政府投资 20 万。我们认为:终端设备由华数传媒负责、公司负责社区养老大数据运营。与华数合作在浙江成功后该轻资产模式将在武汉、贵州等城市复制,想象空间巨大。
- **公司利用自身优势整合优质医疗资源形成移动医疗平台,通过外延扩张解决移动支付,打造大数据健康管理产业链闭环。**在大数据入口解决的基础上,通过成都医星覆盖的 1000 多家医院及公司自身智慧医院掌握的优质医疗资源,打造移动医疗平台;通过外延式扩张解决移动医保支持问题。最终实现:数据入口、大数据平台、移动医疗平台、移动医保支付等大数据健康管理闭环。
- **盈利预测及投资建议。**预计公司 2015-2017 年的每股收益为 0.30 元、0.49 元、0.85 元,对应市盈率为 76 倍、45 倍、27 倍。我们认为:尽管从表面上看,公司估值相对较高,但参照可比公司如卫宁软件、万达信息等市值成长情况,考虑到公司商业模式充满想象力及持续外延式扩张,给与 12 月目标市值 200 亿,对应目标价为 53.76 元/股。首次给予买入评级。
- **风险提示:**收购方案及合作进展或不达预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	824.21	1196.22	1717.69	2755.85
增长率	6.22%	45.14%	43.59%	60.44%
归属母公司净利润(百万元)	57.91	120.29	193.74	335.70
增长率	53.91%	107.73%	61.06%	73.27%
每股收益 EPS(元)	0.16	0.30	0.49	0.85
净资产收益率 ROE	7.64%	14.04%	19.07%	25.99%
PE	148	76	45	27
PB	11.33	10.67	9.00	7.08

数据来源:wind,西南证券

西南证券研究发展中心

分析师:朱国广

执业证号:S1250513070001

电话:021-50755297

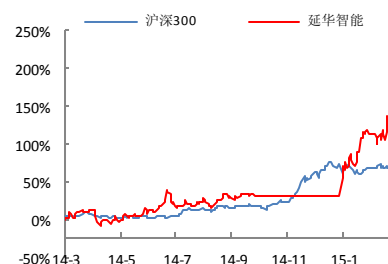
邮箱:zhugg@swsc.com.cn

联系人:何治力

电话:023-67898264

邮箱:hzi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:西南证券

基础数据

总股本(亿股)	3.72
流通 A 股(亿股)	3.11
52 周内股价区间(元)	7.99-25.39
总市值(亿元)	94.48
总资产(亿元)	13.58
每股净资产(元)	2.04

相关研究

目 录

投资逻辑：大数据健康管理龙头公司	1
一、健康管理市场规模约千亿，市场空间巨大	2
（一）产业增长驱动因素	2
（二）中国人口老龄化进程加速	3
二、公司致力于围绕“智慧城市”，打造大数据健康管理平台龙头	4
（一）围绕“智慧城市”，打造大数据健康管理平台龙头	4
（二）收购成电医星，切入大数据健康管理医院终端入口	6
（三）牵手华数传媒，解决大数据健康管理社区入口	9
三、成立并购基金，通过外延式扩张打通商业模式	9
四、盈利预测及投资建议	10

图 目 录

图 1: 健康管理闭环.....	1
图 2: 现阶段健康管理产业增长驱动因素.....	2
图 3: 2009-2013 年中国专业健康管理服务市场规模.....	2
图 4: 2014-2023 年中国专业健康管理服务市场规模预测.....	2
图 5: 中国人口老龄化趋势.....	3
图 6: 中国人口老龄化特点.....	3
图 7: 老年人退休金收入情况.....	3
图 8: 我国人均可支配收入变化情况.....	3
图 9: 三大典型养老模式.....	4
图 10: 智慧城市模式.....	5
图 11: 智能业务结构.....	5
图 12: 绿色智慧医院.....	5
图 13: 区域医疗卫生信息平台.....	5
图 14: 收购成电医星对“智城模式”推广的影响.....	6
图 15: 成电医星三大业务领域.....	7
图 16: 智能电子病历系统.....	7
图 17: 延华智能与成电医星协同效应.....	8
图 18: 主要医疗信息化公司毛利率比较.....	8
图 19: 主要医疗信息化公司净利率比较.....	8
图 20: 延华智能大健康业务发展思路.....	9
图 21: 公司 PE-Band.....	10
图 22: 公司 PB-Band.....	10

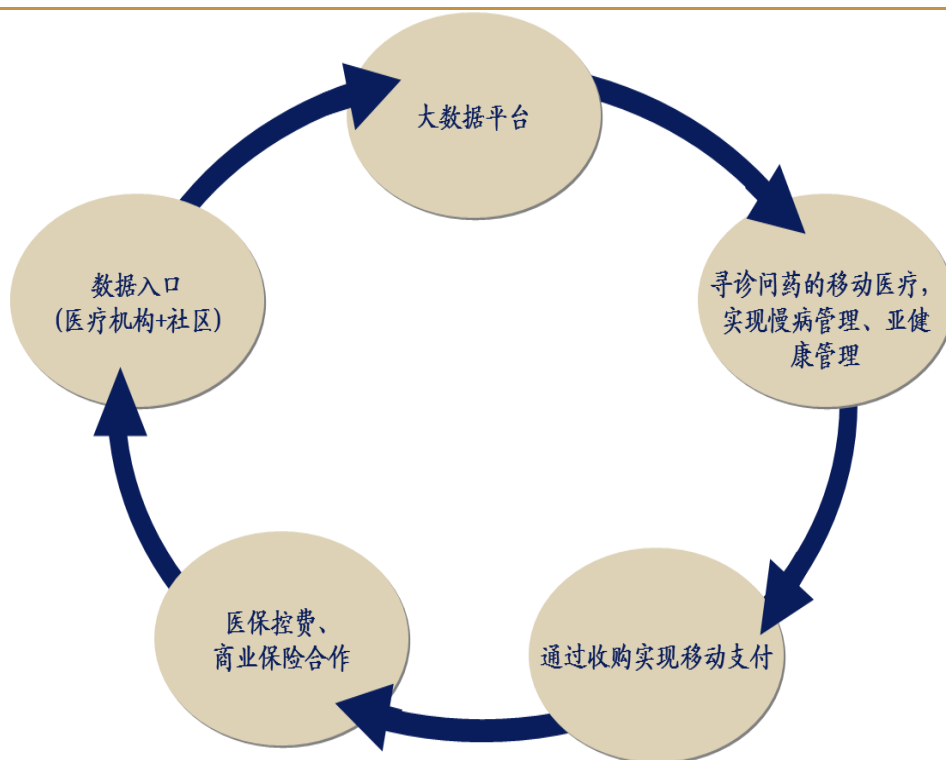
表 目 录

表 1: 成电医星智能电子病历系统.....	7
附表: 财务预测与估值.....	11

投资逻辑：大数据健康管理龙头公司

公司通过收购成都成电医星，充分利用与成电医星的协同效应实现慢病及亚健康人群的健康管理产业闭环。健康管理闭环主要包括：数据入口、大数据平台、寻诊问药的移动医疗、与医保对接实现移动支付等。1) 慢病及亚健康人群健康管理数据来源有两个：其一是医星通过医院终端电子病历、健康档案等获取慢病数据；其二是通过社区养老获取老人健康数据；2) 大数据平台形成以后，公司充分利用智慧医院积累的医疗资源及医星覆盖 1000 多家优质医疗资源形成移动医疗平台及分级诊疗医疗平台；3) 通过外延式扩张解决与医保对接的移动支付问题。

图 1：健康管理闭环



数据来源：公开信息、西南证券

一、健康管理市场规模约千亿，市场空间巨大

健康管理是指一种对个人或人群的健康危险因素进行全面管理的过程。其宗旨是调动个人及集体的积极性，有效地利用有限的资源来达到最大的健康效果。我国老龄化加速，为现阶段我国的健康管理产业提供了庞大的消费群体。

（一）产业增长驱动因素

现阶段健康管理产业增长驱动因素包括：人口变化趋势、老年消费者购买力变化、老年人购买养老服务欲望、政府支持等。

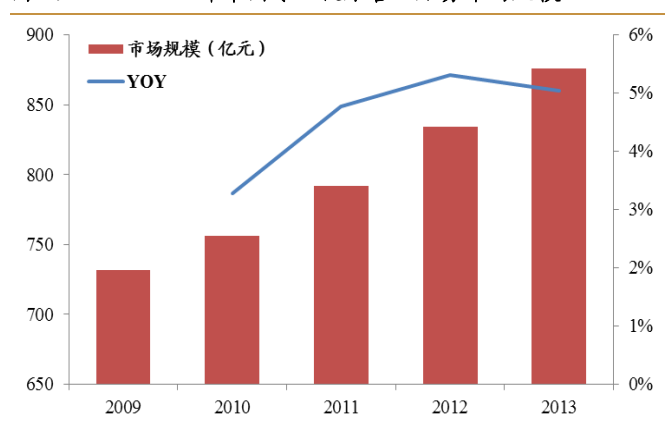
图 2：现阶段健康管理产业增长驱动因素



数据来源：公开信息、西南证券

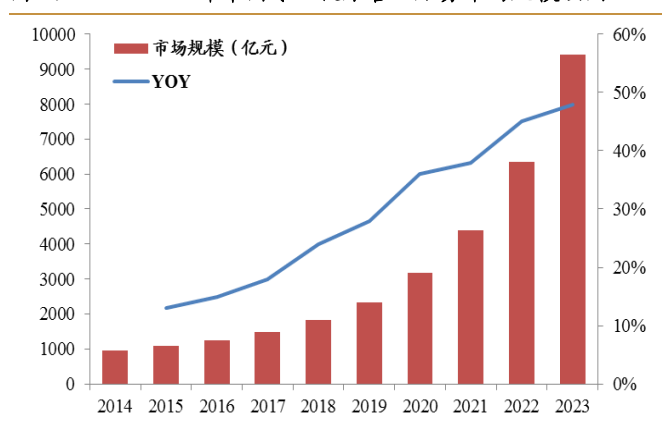
中国健康管理市场发展潜力巨大。2013年中国专业健康管理服务市场规模约 876 亿元，到 2020 年市场规模将达到 3117.6 亿元，复合增长率约 20%。

图 3：2009-2013 年中国专业健康管理服务市场规模



数据来源：生物谷，西南证券

图 4：2014-2023 年中国专业健康管理服务市场规模预测

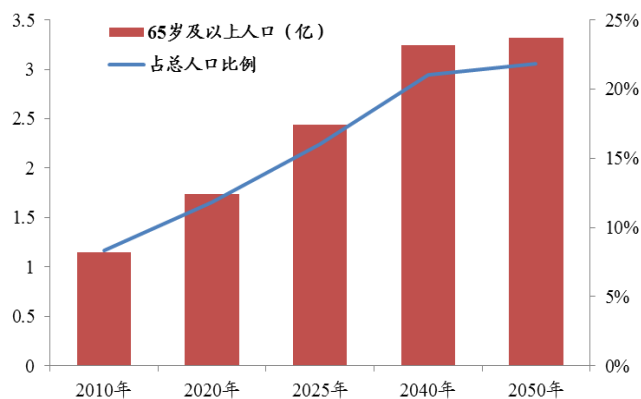


数据来源：生物谷，西南证券

（二）中国人口老龄化进程加速

2011 年第六次全国人口普查材料显示：全国总人口 13.7 亿人，其中 65 岁及以上人口为 1.2 亿人，占 8.9%。按照联合国定义，65 岁及以上人口在总人口比重大于 7%即意味着进入老龄化社会，我国 2000 年达到 7%后老龄化逐步加速，相关预测显示到 2050 年，65 岁及以上人口占比将超过 20%，老龄化进程明显加速。我国老龄化社会也呈现出老年人口绝对数量大、老龄化发展速度快、城乡间及地区之间人口老龄化程度发展不平衡等特点。

图 5：中国人口老龄化趋势



数据来源：湖南人民出版社《养老服务与产业发展》，西南证券

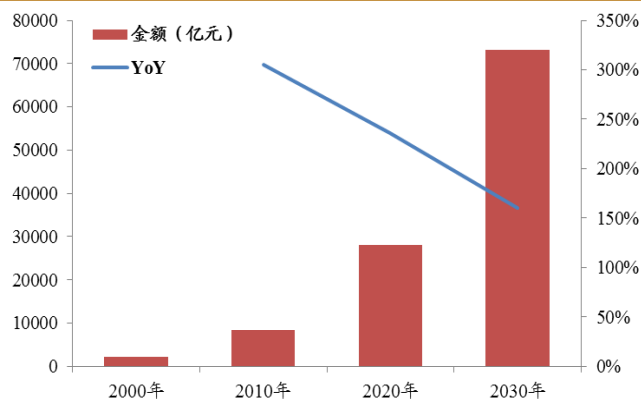
图 6：中国人口老龄化特点

- 老年人口绝对数量大。老年人口约占亚洲的 1/2，全球的 1/5，到 2050 年前后，将超过发达国家老年人口的总和。
- 老龄化发展速度快。65 岁以上的老龄人口 1.27 亿，超过整个欧洲，是美国的 3 倍。
- 高龄化趋势明显。预测到 2049 年，80 岁及以上高龄老人将增长到 1 亿。
- 城乡老龄化差别大。农村老龄化显著高于城镇。
- 地区之间人口老龄化程度发展很不平衡。直辖市和中东部经济发达省市人口老龄化的程度比较严重，西部经济欠发达省份老龄化程度相对较小。

数据来源：湖南人民出版社《养老服务与产业发展》，西南证券

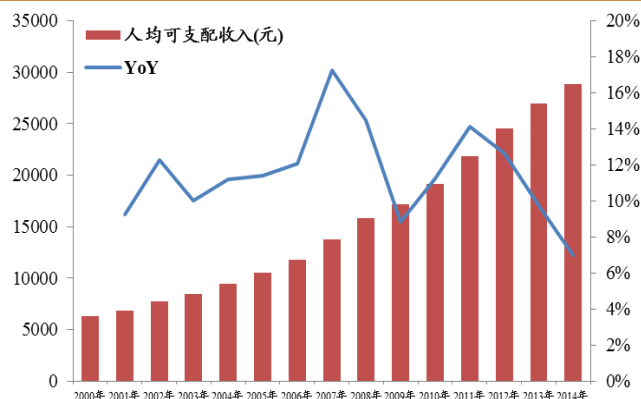
老年人收入构成主要包括：离退休金、子女亲属供养。离退休金规模 2020 年预测将达到 2.8 万亿，2030 年有望达到 7.3 万亿；另一方面，人均可支配收入的增加也将促进子女亲属供养老人的金额提高。

图 7：老年人退休金收入情况



数据来源：《经济观察》，西南证券

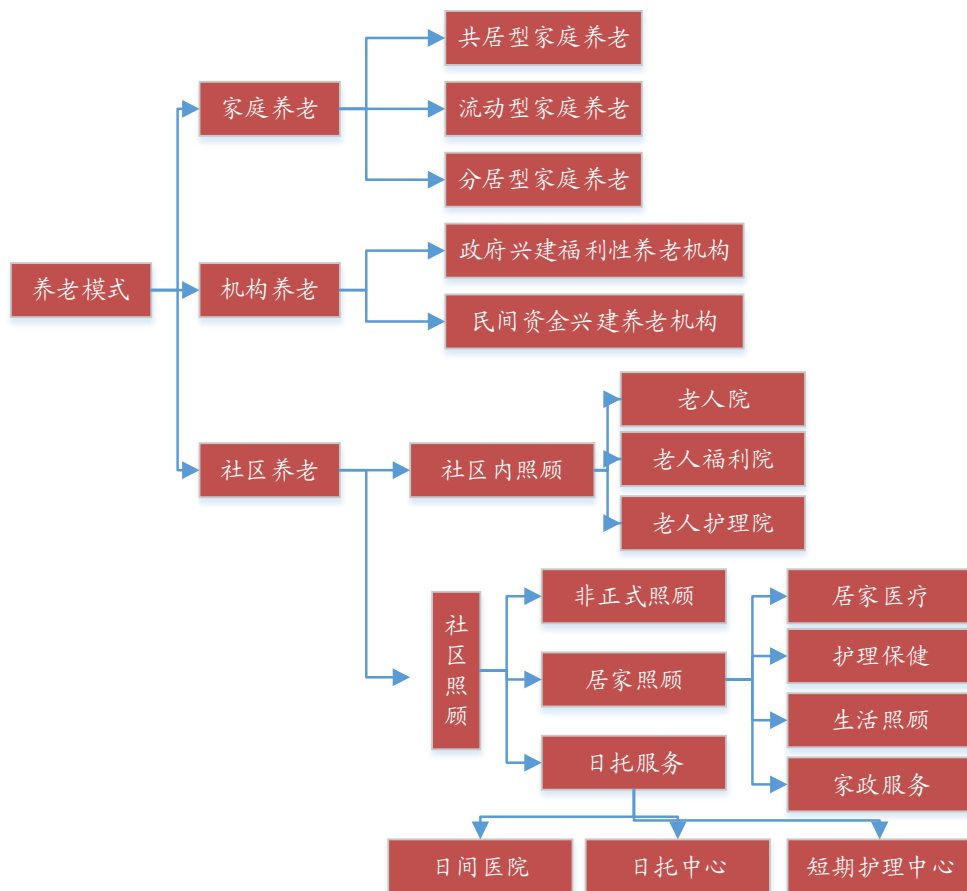
图 8：我国人均可支配收入变化情况



数据来源：国家统计局，西南证券

典型养老模式主要包括家庭养老、机构养老、社区养老三种。老年家庭养老优点在于成本低、有情感沟通；缺点在于无专业服务，老年人之间沟通少，子女压力大。机构养老优点在于服务全面专业，老年人精神生活充实；缺点在于缺少家庭氛围，较难满足个性化需求，费用较高。社区养老满足老年人多种情感需求，充分利用了社区和家庭资源。家庭养老、社区养老或家庭结合社区的养老模式是未来趋势。

图 9：三大典型养老模式



数据来源：全利民《老年社会工作》，西南证券

公司通过收购成电医星切入基于医院终端健康管理大数据，通过与华数传媒合作试水社区终端健康管理大数据，最后形成数据入口、大数据平台、寻诊问药的移动医疗、医保对接移动支付的产业链闭环，契合了健康管理产业的大发展。

二、公司致力于围绕“智慧城市”，打造大数据健康管理平台龙头

（一）围绕“智慧城市”，打造大数据健康管理平台龙头

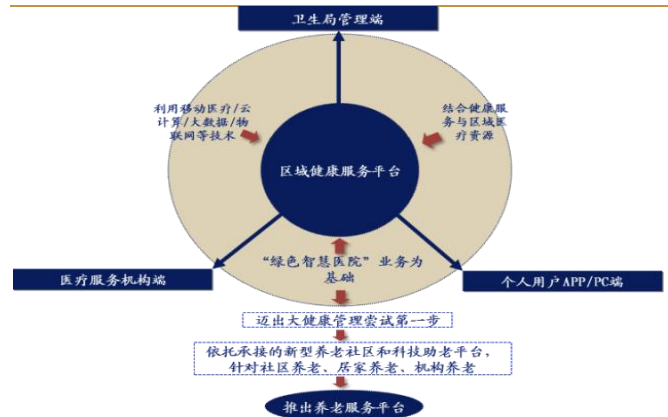
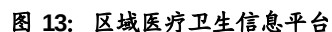
公司将围绕“智慧城市服务与运营商”的战略定位，加大布局智慧医疗及健康管理业务，在行业内率先提出以“智城模式”为核心的创新商业模式，借助“智城模式”在各地智慧城市建设中抢得先机，力争成为区域健康管理平台，从而实现区域健康管理及分级诊疗目的。

图 11: 智能业务结构



数据来源: 公开信息、西南证券

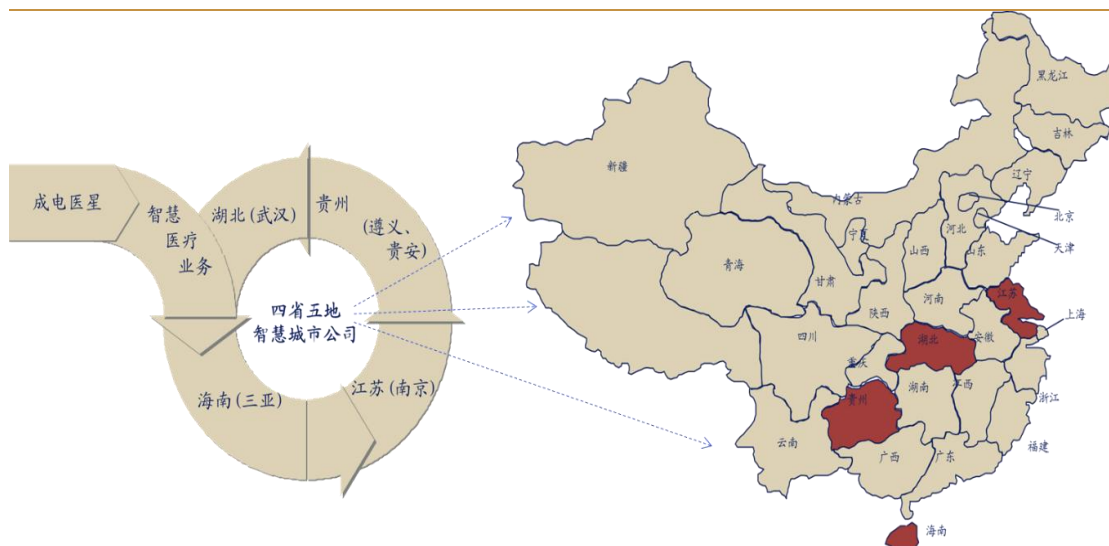
图 12: 绿色智慧医院



数据来源: 公开信息、西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

图 14：收购成电医星对“智城模式”推广的影响



数据来源：公开信息、西南证券

（二）收购成电医星，切入大数据健康管理医院终端入口

公司依托业务转型深化和外延并购扩张的双轮驱动战略，积极进行对外扩张，2015年2月公告对此前定增预案进行调整，对定增标的的股权收购从100%调整为75.2%。成都成电医星数字健康软件有限公司主要从事医疗信息化软件和产品开发、项目实施、技术服务及项目运营。其2014年、2013年净利润为3544.0万元、2031.9万元。以2014年12月31日为评估基准日，成电医星最终确定其75.2%股权交易价格3.6亿元，其中公司以发行股份方式支付交易作价的68.3%。此外，成电医星股东承诺2015-2017年度目标公司每年度实现净利润（以扣除非经常性损益前后孰低者为准）分别不低于3992万元、4990万元及6237万元，归属于上市公司股东的净利润于分别不低于3004万元、3755万元及4693万元。

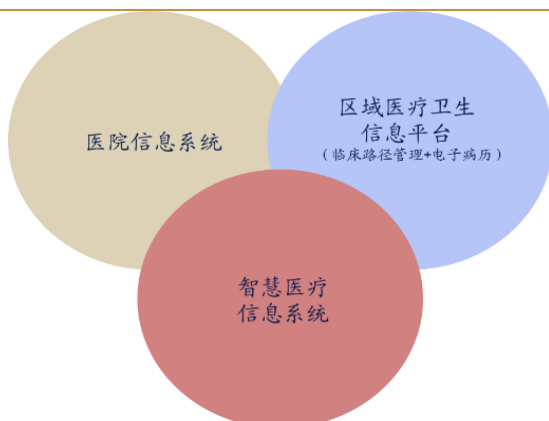
1、成电医星产品、客户分布

公司现阶段核心产品是医院信息系统和区域医疗卫生信息平台，该产品累计在全国17个省市，1000多家各级医院和医疗卫生机构实施应用，包括山东大学齐鲁医院、内蒙古国际蒙医医院、西藏自治区人民医院、第三军医大学西南医院、电子科技大学医院等大型三甲医院，也包括众多二级医院、一级医院、民营医院、社区卫生中心和乡镇卫生院。

成电医星区域医疗卫生信息平台（临床路径管理系统+智能电子病历系统）先后在成都市温江区（包括16家医院和268个村卫生室）、河北省鹿泉市（包括18家医院）、湖北省保康县（包括17家医院和204家村卫生室）和云南省巧家县（包括25家医院和189个村卫生室，目前正在实施）实施和应用。

智慧医疗信息管理系统是成电医星开发的面向医疗信息化未来发展方向的创新产品，目前处于前期推广阶段。其中移动住院医生工作站等七款软件产品已经在重庆市南岸区妇幼保健院实现销售。2014年，成电医星上述三大业务的收入大致占比分别为60%，30%，10%。

图 15：成电医星三大业务领域



数据来源：公开信息、西南证券

图 16：智能电子病历系统



数据来源：公开信息、西南证券

未来成电医星发展的核心产品是电子病历系统，该系统是以病人为中心，具备组织结构化、输入自由化、数据库化和智能专家化的电子病历系统。通过核心技术“语素级临床语言解析技术”，对电子病历进行后台解析，随同电子病历一起保存，真正实现电子病历结构化，从而真正意义上实现电子病历“智能化”；同时，输入自由化不干扰医生临床医疗思维，不改变医生专业习惯，满足临床医疗要求。

表 1：成电医星智能电子病历系统

年份	进展
2011	“智能电子病历系统”被国家科技部评为国家火炬计划项目
2012	“智能化电子病历产业化推广”被四川省科技厅评为四川省科技成果转化项目
2013	“高端电子病历系统”项目被成都市科技局评为成都市重点新产品资助项目

数据来源：公开资料、西南证券

电子病历系统与医院基础信息管理系统可以实现无缝结合，形成科学完整的一体化电子病历；同时通过对电子病历的结构化解析，与医嘱、检查、检验数据等其他临床数据结合，通过智能化处理，可以实现智能化临床辅助医疗。

医星电子病历解析引擎可以嵌入任何其他电子病历系统使用，也可以将过去的 word 文档、txt 文档、纸质扫描件处理成结构化病历，可以丰富病历资料，从而进行电子病历的深入挖掘，为未来医疗大数据的应用提供数据支持。

2、延华智能的智城模式与成电医星协同效应显著

公司主业为智慧城市，通过 PPP 模式与地方区域政府利益高度绑定。通过政府推动，由政府出面与医院沟通开放数据端口，形成区域性大数据健康管理平台的难度大大减小，大多数其它同类企业均无此优势。在公司现有“智城”区域，成电医星系统覆盖的区域，可以较为顺利导入医星系统的数据，而在成电医星系统未覆盖的区域，通过政府与医院的沟通，除了可以减小导入数据的难度，并有利于医星系统对其他系统的替代。

除此之外，作为上市公司，收购成都医星后在市场区域分布、业务模式、客户构成、业务战略等方面协同效应明显，将逐渐实现老年、亚健康健康管理闭环，很可能成为二三线城市的卫宁软件、万达信息。

图 17: 延华智能与成电医星协同效应

	延华智能	成电医星	协同效应
市场区域分布	华东、华中、华南	西南、西北	✓
业务模式	绿色智慧医院系统集成方案	医疗信息化软件专项领域整体解决方案	✓
客户构成	一级城市大型医院	覆盖二三级城市 市县级医院	✓
业务战略	市场营销为核心	研究开发为核心	✓

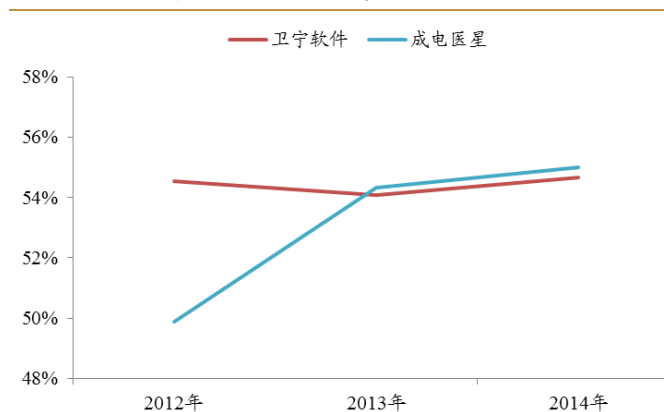
数据来源: 公开信息、西南证券

3、与其他医疗信息化公司比较, 盈利能力强

国内已上市的主要软件公司中, 卫宁软件以医疗信息化业务为主营业务, 运盛实业拟收购的融达信息业务也是集中于二三线城市的医疗信息化市场。上述公司与成电医星盈利能力比较来看, 成电医星 2014 年毛利率高达 55%, 净利率高达 40%, 均处于行业领先水平。

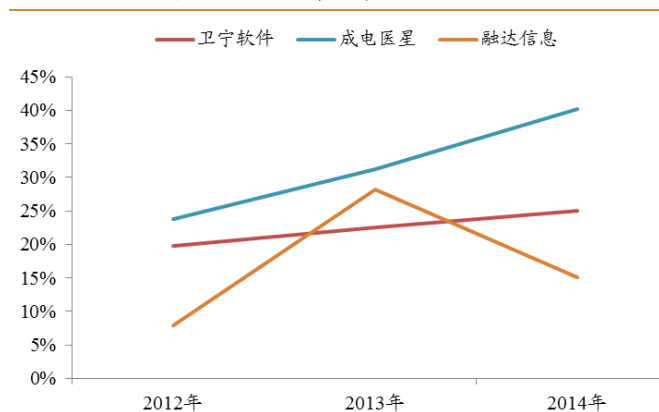
成电医星综合毛利率与同业基本持平, 均高于 50%, 反映了该业务在客户端的溢价能力较强, 净利率比较来看, 成电医星明显高于同业的卫宁软件和融达信息, 反映了其良好的成本控制能力, 盈利能力处于行业领先水平。

图 18: 主要医疗信息化公司毛利率比较



数据来源: 公司公告、西南证券

图 19: 主要医疗信息化公司净利率比较



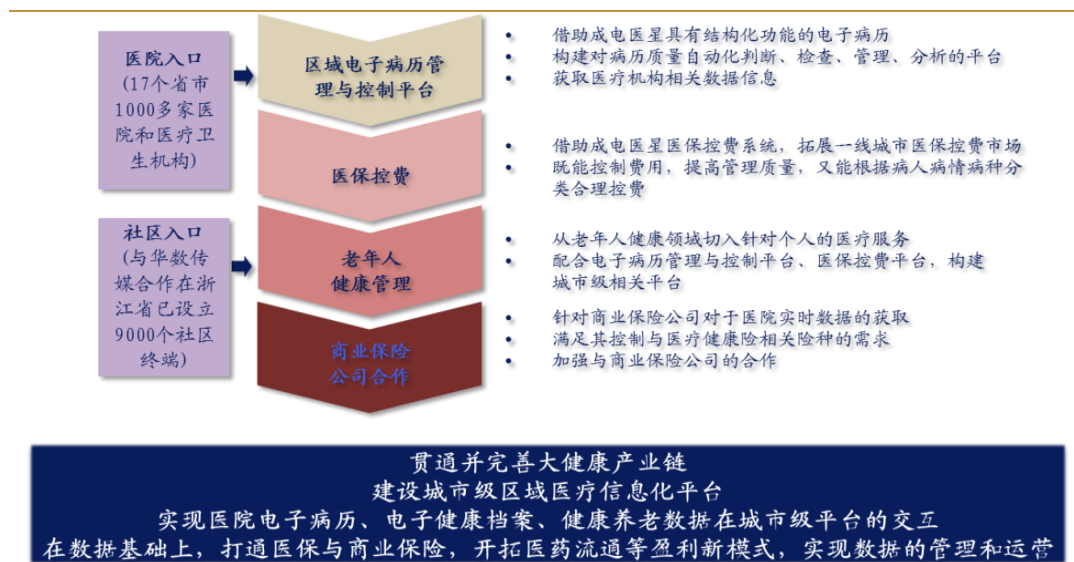
数据来源: 公司公告、西南证券

（三）牵手华数传媒，解决大数据健康管理社区入口

公司 2014 年 7 月与华数传媒战略合作，就智慧城市整体解决方案至项目实施各个层面进行交流，形成长期战略合作联盟关系。2014 年 12 月 31 日，浙江省民政厅与华数传媒签订全省社区居家养老服务建设战略合作协议，2015 年开始拟在浙江省合作建立 9000 个日间料理中心，覆盖浙江社区养老人群。每个中心健康管理设备投资 20 万。我们认为：华数传媒将负责提供终端设备，延华智能将负责社区养老大数据运营，解决了公司大数据健康管理的社区养老数据入口。该种模式不同于传统的养老产业重资产模式，不涉及大量固定资产投入，是典型的轻资产模式，公司与华数合作在浙江成功后该轻资产模式将在武汉、贵州等城市复制。

老年健康管理数据平台数据将是公司核心资源，医院终端数据来自于成都医星覆盖的二三线医疗机构、社区数据来自于华数传媒合作模式向其他城市推广后形成的城市社区终端，最终公司将形成来自医疗机构和社区的大数据，打造出大健康产业链，想象空间巨大。

图 20：延华智能大健康业务发展思路



数据来源：公开信息、西南证券

三、成立并购基金，通过外延式扩张打通商业模式

公司与以色列英飞尼迪集团合作成立智慧城市产业并购基金。英飞尼迪作为世界领先的专注于中国市场的跨境投资集团，拥有 20 多年的历史，管理着以色列最早的风险投资基金和最大的创业孵化器，在以色列积累了大量智慧城市领域的高新技术项目和经验，具备成熟和丰富的跨境并购和产业整合能力。公司还与金茂创投、湖北高投共同发起设立武汉智慧城市产业投资基金管理有限公司及延华高金智慧城市产业投资基金（有限合伙），融合产业资本、国资和专业投资管理团队力量，深化区域布局，帮助公司更好的整合和协调各级地方政府资源、在国有体制内整合项目资源，也为“智城模式”的落地和智慧城市建设与运营创造了独到优势。

英飞尼迪、金茂创投和湖北高投都是业内资深的投资管理公司，拥有较高的行业地位和实力雄厚的优秀管理团队，积累了大量的地方人脉和项目资源，为公司继续外延扩张提供了有力支持。

我们认为公司将围绕大数据健康管理的商业模式展开对外扩张，估计后期收购将围绕移动支付及亚健康人群数据人口进行。

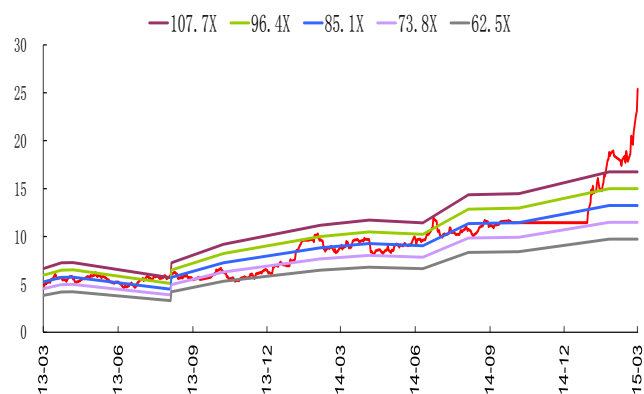
四、盈利预测及投资建议

预计公司 2015-2017 年的每股收益为 0.30 元、0.49 元、0.85 元，对应市盈率为 76 倍、45 倍、27 倍。我们认为：尽管从表面上看，公司估值相对较高，但参照可比公司如卫宁软件、万达信息等市值成长情况，考虑到公司商业模式充满想象力及持续外延式扩张，给与 12 月目标市值 200 亿，对应目标价为 53.76 元/股。首次给予买入评级。

股价催化剂：与华数合作的推进；收购成都医星方案获批；进一步的外延扩张。

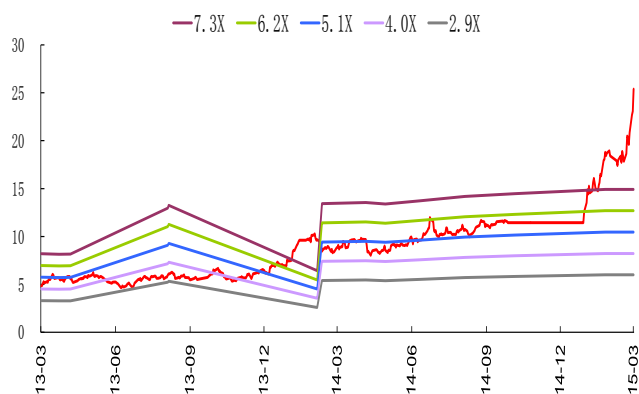
风险提示：收购方案及合作进展或不达预期。

图 21: 公司 PE-Band



数据来源：公司公告，西南证券

图 22: 公司 PB-Band



数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	824.21	1196.22	1717.69	2755.85	净利润	61.83	128.44	206.87	358.44
营业成本	636.41	870.13	1227.25	1937.14	折旧与摊销	9.10	18.18	18.18	17.54
营业税金及附加	16.34	23.72	34.06	54.64	财务费用	0.49	1.06	-2.34	-2.66
销售费用	9.73	14.13	20.29	32.55	资产减值损失	4.01	4.01	4.01	4.01
管理费用	93.22	135.30	194.28	311.70	经营营运资本变动	-96.98	-134.86	-88.83	-354.05
财务费用	0.49	1.06	-2.34	-2.66	其他	101.67	0.38	1.62	6.27
资产减值损失	4.01	4.01	4.01	4.01	经营活动现金流净额	80.11	17.21	139.51	29.54
投资收益	2.91	0.00	0.00	0.00	资本支出	-39.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	154.75	2.74	2.74	2.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	115.15	2.74	2.74	2.74
营业利润	66.90	147.88	240.14	418.47	短期借款	-25.77	-153.90	0.00	0.00
其他非经营损益	3.23	3.23	3.23	3.23	长期借款	10.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	70.13	151.11	243.37	421.70	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.30	22.67	36.51	63.25	支付股利	0.00	-6.72	-10.33	-21.46
净利润	61.83	128.44	206.87	358.44	其他	23.00	-15.20	-21.04	-34.40
少数股东损益	3.92	8.15	13.12	22.74	筹资活动现金流净额	7.78	-175.82	-31.37	-55.86
归属母公司股东净利润	57.91	120.29	193.74	335.70	现金流量净额	203.05	-155.87	110.88	-23.57
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	267.74	111.87	222.76	199.18	成长能力				
应收和预付款项	184.80	267.32	359.86	615.82	销售收入增长率	6.22%	45.14%	43.59%	60.44%
存货	377.54	610.87	783.20	1417.26	营业利润增长率	80.75%	121.05%	62.39%	74.26%
其他流动资产	248.00	248.00	248.00	248.00	净利润增长率	39.11%	107.73%	61.06%	73.27%
长期股权投资	88.14	88.14	88.14	88.14	EBITDA 增长率	13.59%	114.05%	52.20%	68.45%
投资性房地产	9.17	8.02	6.88	5.73	获利能力				
固定资产和在建工程	135.69	115.31	94.92	74.54	毛利率	22.78%	27.26%	28.55%	29.71%
无形资产和开发支出	0.21	0.19	0.17	0.16	三费率	12.55%	12.58%	12.36%	12.40%
其他非流动资产	20.00	19.35	18.71	18.71	净利率	7.50%	10.74%	12.04%	13.01%
资产总计	1331.28	1469.08	1822.64	2667.53	ROE	7.64%	14.04%	19.07%	25.99%
短期借款	153.90	0.00	0.00	0.00	ROA	5.27%	10.32%	13.18%	15.66%
应付和预收款项	379.27	563.98	745.24	1291.58	ROIC	10.78%	18.21%	25.01%	40.41%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.62%	14.19%	15.04%	15.79%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
负债合计	533.17	563.98	745.24	1291.58	总资产周转率	0.62	0.81	0.94	1.03
股本	372.13	372.13	372.13	372.13	固定资产周转率	6.36	10.37	18.10	36.97
资本公积	251.07	251.07	251.07	251.07	应收账款周转率	5.45	5.13	5.39	4.86
留存收益	134.82	233.66	392.84	668.65	存货周转率	1.69	1.42	1.57	1.37
归属母公司股东权益	758.03	856.87	1016.05	1291.86	销售毛利率	1.00	—	—	—
少数股东权益	40.08	48.23	61.35	84.09	资本结构				
股东权益合计	798.11	905.10	1077.40	1375.95	资产负债率	40.05%	38.39%	40.89%	48.42%
负债和股东权益合计	1331.28	1469.08	1822.64	2667.53	带息债务/总负债	28.87%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.02	2.20	2.17	1.92
					速动比率	0.85	0.67	0.78	0.63
					股利支付率	17.84%	17.84%	17.84%	17.84%
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E	每股指标				
EBITDA	79.31	169.75	258.36	435.20	每股收益	0.16	0.30	0.49	0.85
PE	148.32	75.99	47.18	27.23	每股净资产	0.86	1.68	1.91	2.16
PB	11.33	10.67	9.00	7.08	每股经营现金	0.15	0.05	0.20	0.04
PS	10.42	7.64	5.32	3.32	每股股利	0.00	0.02	0.03	0.05
EV/EBITDA	107.47	50.29	32.69	19.53					
股息率	0.12%	0.25%	0.40%	0.70%					

数据来源：公司公告，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

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn