

类阿里模式，打造中小银行生态圈

- **主营业务方向变更，实际控制人易主。**公司发布公告，在股份转让和定增完成后，京东前副总裁赵国栋先生的控股公司融金汇通成为公司第一大股东，赵及其一致行动人合计持有公司29%的股权，成为公司实际控制人，公司主要业务全面转型互联网金融。
- **日息宝+银行宝，中融金目前利润主要来源。**中融金目前最重要的资产在其自主运营的互联网理财平台“好贷宝”，“好贷宝”平台上主要运营两款产品——日息宝和银行宝。目前利润占比80%以上的日息宝是向第三方支付机构提供借款撮合服务，第三方支付公司的借款主要向其优质POS商户提供交易实时结算的T+0服务。中融金和第三方支付机构从中分得息差，规模还在不断扩大中。银行宝是中融金与银行联合打造的理财产品平台，目前主要业务内容是银行系统线上资产交易平台的搭建、维护以及少量分销，未来还将拓展到权益众筹、社区金融等。中融金已签约银行超过40家，一年内计划签约100家，我国中小银行2000余家，空间异常大。当前该类业务的市场份额第一，签约银行的落地速度以及好贷宝的流量增速是好贷宝的核心优势。
- **公司发展全生态链：类阿里模式，打造中小银行生态圈。**未来公司的业务将继续针对中小银行的业务痛点来开展，即基于应用场景、移动支付和供应链金融为整体来打造的中小银行生态圈，为中小银行的业务提供全方位一体化服务。具体而言，中融金通过与众多小微银行和第三方支付公司合作，吸引大量用户和商户的入驻“钱包生活”，形成用户和商户的入口。同时通过卡惠实现移动支付和精准营销，打造支付和场景应用的闭环生态圈。在公司接入更多的商户、通过智能POS获取流水数据后，公司借此对小微商户提供T+0的POS贷或T+T的信用贷款，将好贷宝纳入大理财平台，从银行P2P拓展到银行其他理财产品，再逐步布局基金销售、证券销售，涉猎各种形式的互联网金融产品，分享互联网金融广阔的市场。
- **盈利预测及评级：**未来较长一段时间冰箱业务将持续存在并稳步发展，我们预计2015-2017年公司冰箱业务利润约为2.3亿元、2.5亿元、2.6亿元，中融金2015-2017年利润约为7600万、1.86亿元、2.6亿元，归母净利润为3876万、9486万、1.33亿元，因此2015-2017年归母净利润总额为2.7亿、3.5亿元和4亿元。参考A股互联网公司平均100倍市盈率进行测算，我们预计公司合理市值应该为350亿元。考虑增发股本增厚因素，目前公司市值约260亿元，首次给予“增持”评级。
- **风险提示：**募投项目进展不及预期的风险；银行端业务推进不及预期的风险；核心人才流失的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4461.01	4884.64	5342.51	5801.61
增长率	4.79%	9.50%	9.37%	8.59%
归属母公司净利润(百万元)	203.15	271.39	344.80	399.62
增长率	3.80%	33.59%	27.05%	15.90%
每股收益EPS(元)	1.23	1.64	2.09	2.42
净资产收益率ROE	13.40%	12.77%	15.57%	16.16%
PE	89	67	52	45
PB	11.94	7.49	6.46	5.55

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

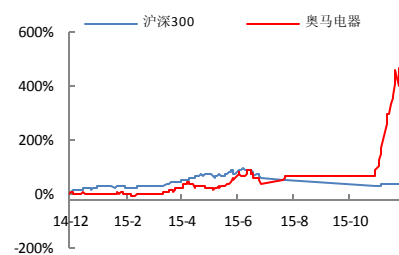
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 蔡欣

电话: 023-67511807

邮箱: cxin@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)	1.65
流通A股(亿股)	1.65
52周内股价区间(元)	19.14-128.98
总市值(亿元)	171.65
总资产(亿元)	34.96
每股净资产(元)	10.11

相关研究

目 录

1. 主营变化，公司易主.....	1
2. 以好贷宝为基础的中融金主导互联网金融业务.....	2
2.1 日息宝+银行宝，中融金目前利润主要来源.....	2
2.2 多方优势助推好贷宝发展.....	4
3. 全景一览：类阿里模式，打造中小银行生态圈.....	6
4. 盈利预测与投资建议.....	6
5. 风险提示.....	7

图 目 录

图 1: 本次交易前股权结构	1
图 2: 本次交易后股权结构	1
图 3: 日息宝运作模式	2
图 4: 2014-2020 年智能 POS 产量预测 (万台)	3
图 5: 银行宝下的理财产品	3
图 6: 邯郸银行旗下的互联网投融资平台邯郸 e 步	3
图 7: P2P 总成交量 vs 银行系 P2P 成交量 (亿元)	4
图 8: P2P 总平台数 vs 银行系 P2P 运营平台数 (家)	4
图 9: P2P 问题平台总数 vs 银行 P2P 问题平台数 (家)	5
图 10: P2P 问题平台数 (家) 及增速	5

表 目 录

表 1: 小微银行生态圈	6
表 2: 分业务收入及毛利率	7
附表: 财务预测与估值	8

1. 主营变化，公司易主

近日，公司发布公告，在股份转让和定增完成后，京东前副总裁赵国栋先生成为公司实际控制人，公司主要业务全面转型互联网金融。

具体步骤为：

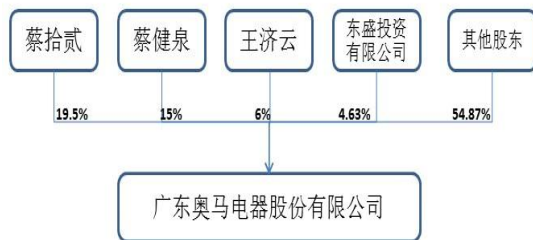
(1) 原股东 12 亿转让 20.38% 的股份给赵国栋先生，赵成为实际控制人。

(2) 上市公司以 6.12 亿现金收购赵国栋的公司中融金 51% 股权（赵持股 58.1%），并签订对赌协议，承诺中融金 2015 年净利润不低于 0.62 亿元，2015-2016 年度净利润累积不低于 2.02 亿元，2015-2017 年度净利润累积不低于 4.42 亿元。

(3) 非公开发行 A 股预案：拟向西藏融金汇通投资有限公司（与赵国栋是一致行动人，赵持股 57%）等发行对象定增不超过 8394.5 万股，募集资金总额不超过 26.1 亿元，将全部投向互联网金融云服务平台项目、供应链金融项目、智能 POS 项目。

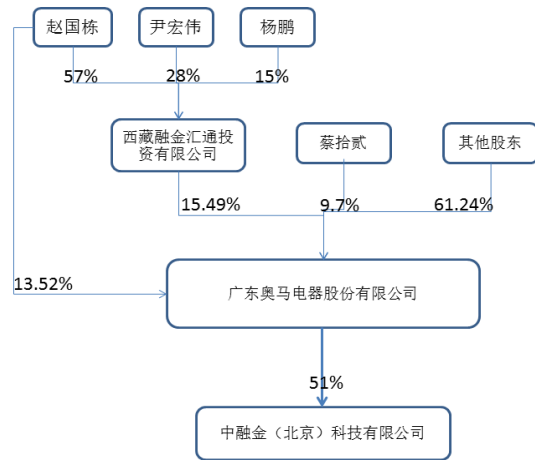
老股转让价格为 36 元，新股增发价格约为 31 元。老股锁定期为一年，增发的新股锁定期为三年。

图 1: 本次交易前股权结构



数据来源：公司公告、西南证券

图 2: 本次交易后股权结构



数据来源：公司公告、西南证券

赵国栋先生在互联网金融领域的经历非常丰富，其于 2003 年创立了网银在线，网银在线是最早从事第三方支付的公司之一，曾获首批第三方支付牌照，后被京东收购。网银在线在互联网第三方支付行业跻身前十，整合后为京东支付和京东钱包，并由之衍生出京东金融。赵国栋成为京东副总裁，分管京东金融支付的相关业务，今年 1 月离开京东，3 月成立钱包金服集团，后收购中融金，完成理财、消费及信贷三大板块的布局。

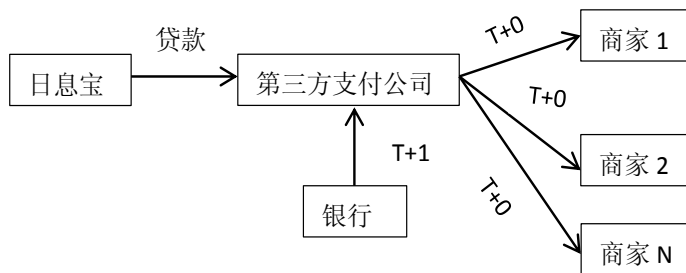
2. 以好贷宝为基础的中融金主导互联网金融业务

2.1 日息宝+银行宝，中融金目前利润主要来源

中融金目前最重要的资产在于其自主运营的互联网理财平台“好贷宝”，好贷宝平台上主要运营两款产品：日息宝和银行宝（精选理财主要是精选的日息宝产品）。下面详细介绍日息宝和银行宝的盈利模式：

日息宝：日息宝的构建土壤是基于目前传统 POS “T+1” 到账的刷卡模式无法满足资金紧缺商户的实时到账需求。基于此，中融金与第三方支付公司合作（目前合作的公司有三家，中汇支付是最大的一家），通过第三方支付公司引流商户，中融金在中间充当中介角色，通过出售理财产品日息宝，将理财资金先垫资给商户，商户支付一定日息，中融金从中分得部分利差，并支付万 3 左右的日息给理财产品的客户，赚取中间的利息收入，剩下的息差由第三方支付公司享有。

图 3：日息宝运作模式



数据来源：西南证券

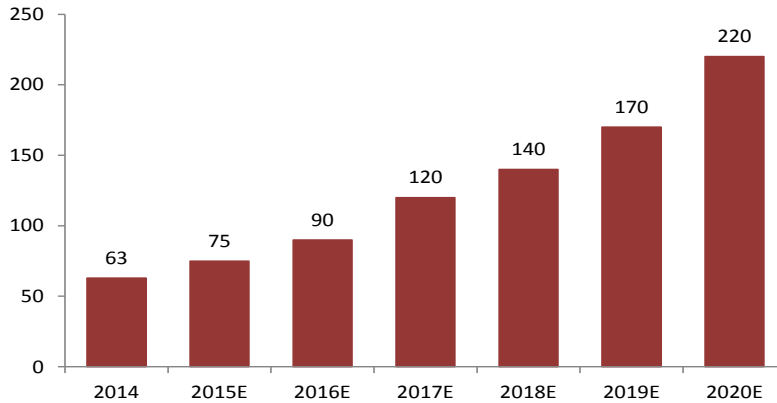
公司今年利润的大部分来自日息宝，信贷余额上升速度非常快。目前合作的第三方支付公司一天的收单量几十亿（中汇的量最大，其余的来自另外两家第三方支付公司）。其中的 20%-30% 资金申请“T+0”实时到账。我们认为，承诺业绩可以如期完成。公司未来在日息宝上的增长空间在于两方面：1）第三方支付规模不断扩大，接入商户数量快速上升，中汇支付作为第五大第三方支付公司，将享有行业蛋糕做大的红利；2）公司募投项目智能 POS 有望快速放量，智能 POS 项目将通过银行端和第三方支付端由上自下推广，递推速度和效率都更快，接入更多商户后，交易量还将继续上升。日息宝发售以来，逾期和坏账金额均为 0。

智能 POS 的空间很大。目前银行卡跨行支付系统联网特约商户达 1371 万户，传统 POS 机存量 1795 万台，智能 POS 机仅约 70 万台。智能 POS 与传统 POS 机的区别在于，智能 POS 机作为互联网金融中的收单业务重要环节，能满足应用场景多元化，实现银行卡收款、新兴方式收款、扫码支付、卡券派发、自助点单、团购验证、在线预订、消息中心、会员营销、O2O、大数据分析、开放平台等多种功能，可应用于餐饮行业、酒店行业、O2O 行业、物流、零售等多个行业。最重要的是，这些数据可以储存到智能云端（传统 POS 机无法长期存储数据），为公司做社会服务业的大数据分析和小微商户征信分析提供了绝佳的数据平台，掌握商户流水数据，支撑 POS 贷业务的开展。

智能 POS 机现尚处于大爆发前夕，正如当初传统手机与智能手机更迭时期。随着新兴消费服务方式的兴起，智能化趋势不可阻挡。根据中研普华预计，到 2020 年国内台式及移动智能 POS 机行业产量预计超过 200 万台，复合增速超过 20%。

当然，智能 POS 的前期铺设需要中融金和第三方支付公司补贴，费用可能会上升。智能设备端不为赚钱，只为后端生态圈形成抢占入口。

图 4: 2014-2020 年智能 POS 产量预测 (万台)



数据来源: 公司公告、西南证券

银行宝: 为中小银行的理财产品 (现阶段主要是 P2P 产品) 提供销售平台, 以解决银行资产配置、资金短缺等多重任务, 做中小银行理财产品的“天猫”。当形成交易时, 按照不同比例提取代销佣金, 因此交易额的规模决定公司收益。

目前, 公司在中小银行端的主要利润来源于帮助中小银行建立自己的理财平台网站。在这一业务模式中, 中融金为银行打造平台, 将优质的“金融产品” (主要是理财产品) 放在银行自己的网站上销售, 当完成交易时, 钱包金服将根据交易额按比例收取服务费。

以邯郸银行为例, 中融金既为其建立投融资平台邯郸 e 步, 收取平台服务费; 也将邯郸 e 步旗下的理财产品放在银行宝中同步发售, 收取代销费。

图 5: 银行宝下的理财产品

项目标题	发行金额	年化收益	期限	进度	操作
邯郸银行 邯郸 e 步稳健 4 号	5,000,000 元	7%	182 天	100%	还款中
邯郸银行 邯郸 e 步稳健 3 号	3,000,000 元	7%	184 天	100%	还款中
冀联农商银行 日进斗金第 16 期	3,000,000 元	7.8%	180 天	100%	还款中
邯郸银行 邯郸 e 步稳健 2 号	3,000,000 元	7%	182 天	100%	还款中
冀联农商银行 日进斗金第 14 期	5,000,000 元	7.8%	180 天	100%	还款中
渤海中业银行 快乐 e 路第 1 期	600,000 元	7%	365 天	100%	还款中
冀联农商银行 日进斗金第 15 期	1,500,000 元	7.3%	120 天	100%	已结清

数据来源: 公司网站、西南证券

图 6: 邯郸银行旗下的互联网投融资平台邯郸 e 步



数据来源: 邯郸银行官网、西南证券

在理财网站的运营中，银行与“中融金”联合充当中间融资服务咨询主体的角色：一方面，银行机构承担优质债权项目的筛选、甄别以及推荐的职责；另一方面，“中融金”提供移动互联网融资平台的技术支持服务，不承担风险。

虽只上线半年，中融金已签约银行超过 40 家，包括邯郸银行、襄垣农商行、威海商业银行、南昌银行等城商行、农商行，一年内计划签约 100 家，当前该类业务的市场份额第一。银行宝将成为未来主要的利润增长点，空间很大，主要是基于 1) 目前做类似银行系 P2P 理财平台的竞争对手十分有限，中融金签约银行的落地速度以及好贷宝的流量增速都非常快，基本没有竞争对手；2) 我国需要此类服务的银行非常多。我国目前银行总数 3000 多家，最上面是五大国有银行，中间是十几家股份制商业银行，接下来分别是 100 多家城商行和 300 家农商行，1000 多家农村信用社，1000 多家村镇银行，中小银行有近 2000 多家。中融金的客户集中在第三层和第四层（农商行、城商行和一些优质的信用社、村镇银行），客户规模都不小，在当地做的业务甚至可能超越国有银行，具有非常明显的政策优势。中小银行的此类资产有 3 至 4 亿，粗略估计市场容量约 8000 亿。

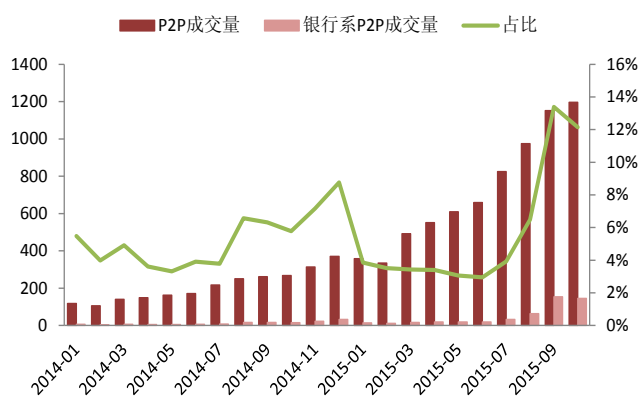
2.2 多方优势助推好贷宝发展

好贷宝规模迅速扩大主要得益于其戳中了中小银行现阶段发展的痛点，实现多方共赢，解决了以下几个问题：

1) 银行为什么做 P2P 业务？

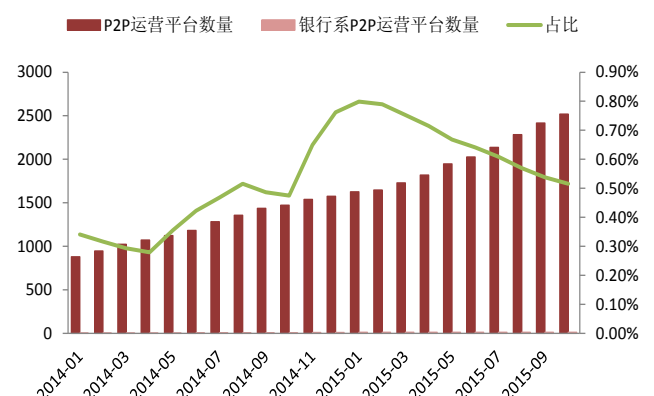
P2P 属于表外业务，不占用现有资金，因此审核标准没有直接贷款高，可降低监管成本，达到资产配置的效果。由于经济下行，银行资产质量恶化，资产端收紧，导致盈利能力受到冲击，中小银行通过发展表外业务保持盈利水平。

图 7: P2P 总成交量 vs 银行系 P2P 成交量 (亿元)



数据来源: WIND, 西南证券

图 8: P2P 总平台数 vs 银行系 P2P 运营平台数 (家)



数据来源: WIND, 西南证券

从 14 年初至今，银行系 P2P 的成交量相较于 P2P 成交总量呈上升趋势，到今年 10 月已达 12%。但是，银行系 P2P 运营平台数量却只有 13 家，占比仅 0.5%。这说明：1) 银行 P2P 平台的空间非常大，相较于 3000 多家银行数量，银行 P2P 平台数微乎其微；2) 成交量和平台数量占比的差距表明银行系 P2P 平台的规模较其他平台大很多，平均一家银行的 P2P 成交量高达 11 亿元，而其他 P2P 平台的平均成交量仅 4200 万元，银行做 P2P 业务有天然的资金和客户优势，壁垒明显。

2) 银行为什么要找中融金?

很多中小银行没有独立的理财产品平台,若要建立,需要在人才、技术和系统维护上大量投入,平台建立后还需长期保证系统安全,避免技术风险,这些投入和几个亿的 P2P 理财产品规模所带来的收益不匹配,因此很多中小银行在这一领域处于空白。正是基于这一痛点,中融金为银行提供搭建投融资平台的服务,帮助银行运营搭建平台和技术管理,由银行提供投融资产品。

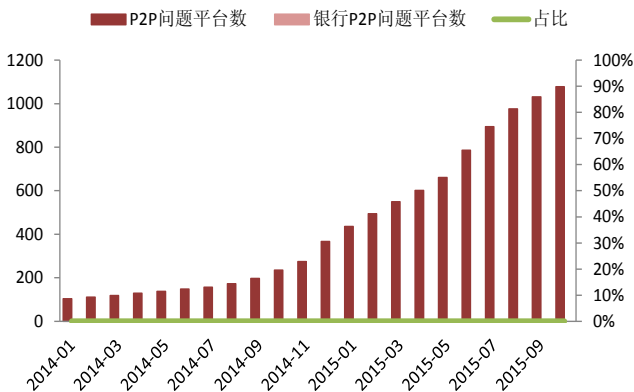
3) 银行有自己的平台为什么选择中融金的银行宝?

我国中小银行众多,网点主要集中在某一区域内,有较强的地域性。虽然银行可以通过自己的平台网站吸引用户购买理财产品,但流量有限。基于此,中融金做了理财产品中的“天猫”好贷宝,将众多银行的理财产品放在好贷宝上销售,流量和用户数都迅速上升,成立不到半年好贷宝注册用户超过 40 万,下载量超过 1400 万次,上架产品短时间内被一抢而空,累计理财金额超过 50 亿元,累计为用户赚取收益 6500 万元。市场上虽然有余额宝等类似平台,但所投资产不同,好贷宝的收益率更高,更吸引用户。

4) 中融金为什么做银行业务?

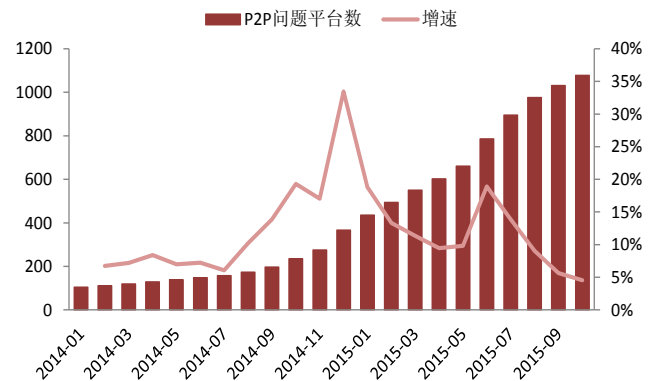
国内的 P2P 平台非常多,资产质量也参差不齐,风险控制是 P2P 平台面临的核心问题。银行作为传统的金融机构,具备较强的征信和风险评估能力,相比于民营 P2P 平台,客户资质更优良,相比于国有 P2P 平台,客户范围则更加广泛,这也是公司为什么选择银行资产的主要原因。同时公司能大规模签下银行资产也是其核心竞争力。

图 9: P2P 问题平台总数 vs 银行 P2P 问题平台数 (家)



数据来源: WIND, 西南证券

图 10: P2P 问题平台数 (家) 及增速



数据来源: WIND, 西南证券

从万得统计数据可以看出不同 P2P 平台明显的风险差别。从 14 年初至今,银行系 P2P 问题平台数为 0,而 P2P 问题平台总数在不断攀升,银行做 P2P 业务的安全系数要高很多。我们认为,基于银行资产的安全性,未来银行系 P2P 业务量将显著上升,中融金将成为直接受益者。

3. 全景一览：类阿里模式，打造中小银行生态圈

好贷宝虽是中融金目前的利润来源，但公司的业务绝不仅限于此。未来公司的业务将继续针对中小银行的业务痛点来开展。现阶段，中小银行面临着较严重的生存困境：资产端趋于萎缩，支付端被第三方支付抢占流量，表内资产质量恶化，贷款发放的审核标准提高，小微贷款被众多理财渠道侵占。基于这一现象，公司构建出属于自己的生存土壤：基于应用场景、移动支付和供应链金融为整体来打造的中小银行生态圈，为中小银行的业务提供全方位一体化服务。

表 1: 小微银行生态圈

	应用场景	移动支付	理财
阿里	淘宝	支付宝	蚂蚁金服
中融金	钱包生活	卡惠	POS 贷

来源：西南证券

公司的互联网金融布局与阿里类似，以应用场景为中心，贯穿移动支付、供应链金融、理财为一体。具体而言，刚推出的社区金融 O2O 平台——钱包生活是一个与大众点评、美团类似的集吃喝玩乐为一体的 APP 平台。中融金通过与众多小微银行和第三方支付公司合作，吸引大量用户和商户的入驻，拿到比一般团购网站更低的折扣（地方银行与商户签约一般享有更多优惠，类似于集多个招商银行的“掌上生活”于一体），形成用户和商户的入口。同时通过卡惠（小微银行储蓄卡、信用卡集合 APP，类似于招商银行的手机，不过卡惠可供所有签约银行使用）实现移动支付和精准营销，为其他金融、生活服务机构提供信息推广服务，打造支付和场景应用的闭环生态圈。在公司接入更多的商户，通过智能 POS 获取流水数据后，公司还可借此对小微商户提供 T+0 的 POS 贷或 T+T 的信用贷款，将好贷宝纳入大理财平台，从银行 P2P 拓展到银行其他理财产品，再逐步布局基金销售、证券销售，涉猎各种形式的互联网金融产品，分享互联网金融广阔的市场。

4. 盈利预测与投资建议

关键假设：

- （1）公司拓展小微银行市场增速稳定；
- （2）银行 pos 刷卡结算政策不变；
- （3）基于第三方支付公司以及银行渠道的智能 pos 铺设顺利进行。

盈利预测及评级：公司近期发布公告称，公司将设立冰箱事业部，并且数名原公司高管辞职转赴冰箱事业部任职，可以预见在未来较长一段时间内冰箱业务将持续存在并为公司贡献稳定利润，我们预计 2015-2017 年公司冰箱业务利润约为 2.3 亿元、2.5 亿元、2.6 亿元。中融金 2015-2017 年利润约为 7600 万、1.86 亿、2.6 亿元，公司拥有中融金 51% 的股权份额，去除少数股东损益后，预计互联网金融业务 2015-2017 年为公司贡献的归母净利润为 3876 万、9486 万、1.33 亿元，归母净利总额达 2.7 亿、3.5 亿元和 4 亿元。对照互联网金融公司，我们给予 100 倍市盈率进行测算，2016 年公司合理市值应该约 350 亿元。考虑增发股本增厚因素，目前公司市值约 260 亿元，首次给予“增持”评级。

表 2: 分业务收入及毛利率

单位: 万元		2014A	2015E	2016E	2017E
冰箱	收入	445,691.37	476,444.07	510,271.60	547,521.43
	增速	4.82%	6.90%	7.10%	7.30%
	毛利率	25.00%	25.00%	24.00%	23.00%
日息宝	收入	0	10,000.00	20,000.00	20,000.00
	增速	N/A	N/A	100.00%	0.00%
	毛利率	N/A	90.00%	90.00%	90.00%
银行宝	收入	0	1,200.00	2,340.00	9,360.00
	增速	N/A	N/A	95.00%	300.00%
	毛利率	N/A	90.00%	90.00%	86.00%
其他	收入	409.93	819.86	1,639.72	3,279.44
	增速	-22.99%	100.00%	100.00%	100.00%
	毛利率	1.57%	70.00%	80.00%	90.00%
合计	收入	446,101.30	488,463.93	534,251.32	580,160.87
	增速	4.79%	9.50%	9.37%	8.59%
	毛利率	24.48%	26.57%	26.93%	26.70%

数据来源: 西南证券

5. 风险提示

募投项目进展不及预期的风险; 银行端业务推进不及预期的风险; 核心人才流失的风险。

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	4461.01	4884.64	5342.51	5801.61	净利润	203.15	308.63	435.94	527.02
营业成本	3368.93	3586.99	3903.68	4252.30	折旧与摊销	56.50	78.87	78.87	78.87
营业税金及附加	15.21	14.95	16.77	18.32	财务费用	-5.11	-2.15	-18.98	-24.42
销售费用	444.44	435.71	475.48	501.84	资产减值损失	31.33	0.00	0.00	0.00
管理费用	390.55	498.23	464.80	446.72	经营营运资本变动	340.68	-237.40	25.25	-11.01
财务费用	-5.11	-2.15	-18.98	-24.42	其他	-160.88	-12.42	-0.24	-1.91
资产减值损失	31.33	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	465.67	135.53	520.84	568.55
投资收益	12.64	0.00	0.00	0.00	资本支出	-251.54	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.46	2.46	2.46	2.46	其他	-7.67	634.56	2.46	2.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-259.21	634.56	2.46	2.46
营业利润	230.76	353.37	503.22	609.31	短期借款	-110.01	-20.95	0.00	0.00
其他非经营损益	7.41	6.60	6.64	6.75	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	238.17	359.97	509.86	616.06	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	35.02	51.34	73.92	89.04	支付股利	-38.03	-39.48	-52.74	-67.00
净利润	203.15	308.63	435.94	527.02	其他	-62.63	2.15	18.98	24.42
少数股东损益	0.00	37.24	91.14	127.40	筹资活动现金流净额	-210.68	-58.27	-33.76	-42.59
归属母公司股东净利润	203.15	271.39	344.80	399.62	现金流量净额	0.80	711.82	489.54	528.43
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	538.16	1249.98	1739.52	2267.95	成长能力				
应收和预付款项	824.98	1010.31	1071.72	1163.59	销售收入增长率	4.79%	9.50%	9.37%	8.59%
存货	794.65	858.41	934.34	1019.81	营业利润增长率	2.81%	53.13%	42.40%	21.08%
其他流动资产	60.25	64.65	69.40	74.16	净利润增长率	3.80%	51.93%	41.25%	20.89%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-1.94%	52.43%	30.93%	17.87%
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	813.02	742.63	672.24	601.86	毛利率	24.48%	26.57%	26.93%	26.70%
无形资产和开发支出	72.49	64.40	56.31	48.22	三费率	18.60%	19.08%	17.24%	15.93%
其他非流动资产	111.19	110.80	110.41	110.02	净利率	4.55%	6.32%	8.16%	9.08%
资产总计	3214.74	4101.18	4653.93	5285.60	ROE	13.40%	12.77%	15.57%	16.16%
短期借款	20.95	0.00	0.00	0.00	ROA	6.32%	7.53%	9.37%	9.97%
应付和预收款项	1594.18	1596.40	1760.27	1925.68	ROIC	14.11%	21.07%	27.51%	34.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.32%	8.80%	10.54%	11.44%
其他负债	83.47	87.38	93.05	99.30	营运能力				
负债合计	1698.59	1683.77	1853.33	2024.98	总资产周转率	1.47	1.34	1.22	1.17
股本	165.35	165.35	165.35	165.35	固定资产周转率	7.44	8.12	10.06	12.60
资本公积	451.01	451.01	451.01	451.01	应收账款周转率	8.53	9.05	8.44	8.65
留存收益	899.78	1131.70	1423.76	1756.38	存货周转率	4.58	4.18	4.22	4.23
归属母公司股东权益	1516.15	1748.06	2040.13	2372.74	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	99.61%	—	—	—
少数股东权益	0.00	669.34	760.48	887.88	资本结构				
股东权益合计	1516.15	2417.40	2800.61	3260.62	资产负债率	52.84%	41.06%	39.82%	38.31%
负债和股东权益合计	3214.74	4101.18	4653.93	5285.60	带息债务/总负债	1.23%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.32	1.92	2.08	2.26
					速动比率	0.85	1.40	1.57	1.75
					股利支付率	18.72%	14.55%	15.30%	16.77%
					每股指标				
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股收益	1.23	1.64	2.09	2.42
EBITDA	282.15	430.09	563.11	663.76	每股净资产	9.17	14.62	16.94	19.72
PE	89.08	66.68	52.48	45.28	每股经营现金	2.82	0.82	3.15	3.44
PB	11.94	7.49	6.46	5.55	每股股利	0.23	0.24	0.32	0.41
PS	4.06	3.70	3.39	3.12					
EV/EBITDA	61.87	38.89	28.83	23.66					
股息率	0.21%	0.22%	0.29%	0.37%					

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

邮箱：research@swsc.com.cn

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn