

2016年06月12日

证券研究报告·动态跟踪报告

达意隆(002209) 机械设备

增持(首次)

当前价: 23.01 元

目标价: 28.95 元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

跨界并购赤子城，制造企业华丽转身

投资要点

- **进军互联网业务，创造全新盈利点。**公司近两年传统业务增速放缓。不过公司作为业内老牌企业，在技术研发、产品制造、市场营销等方面已积累大量资源，短期内公司的市场地位不会发生较大变化。公司此次跨界收购赤子城，旨在顺应市场发展大势，进驻互联网行业寻求新的盈利空间，以多元化的业务模式规避宏观经济风险，未来盈利状况或将好转。
- **收购标的赤子城是国内移动出海第一入口。**公司拟出资 25 亿收购赤子城 100% 股权。赤子城在 2015 年获得 Google Play 顶尖开发者称号，旗下产品获得 Google Play 2015 年度最佳应用。公司核心产品——Solo 系列 App 自上线以来受到国内外用户的广泛欢迎和好评，是目前全球排名第一的第三方桌面产品，部分应用在最近数月内用户量已实现翻倍。目前，公司打造出广告投放系统（Solo Audience）和开放平台（Solo Platform），向全球范围内的 4 亿用户提供信息服务，未来将会创造大量利润。
- **移动出海是行业未来趋势，海外市场将创造巨大盈利。**在国内互联网行业各细分市场已陆续变为红海时，企业难以获得足够的利润空间。包括赤子城在内的具有远见的移动互联网企业已经开始进军海外市场，将国内商业模式推广至欧美，获得巨大利润。海外移动互联网市场较为规范，用户的付费习惯和版权意识也强于国内用户。因此，赤子城作为国内主要的移动互联网出海入口，海外业务或将为公司带来可观利润。若此次收购成功，达意隆也将借此机会交出一份满意的营收答卷。
- **估值与评级：**我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.72 元、1.18 元、1.64 元，对应 PE 分别为 32 倍、20 倍、14 倍。考虑行业环境以及公司跨界转型后的营收情况，我们给予公司 2016 年 40 倍 PE，对应目标价 28.95 元，给予“增持”评级。
- **风险提示：**并购项目推进或不及预期的风险；移动互联网业务推进或不及预期，未能实现业绩承诺的风险；饮料包装机械行业或发展缓慢的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	805.42	1475.69	1987.97	2492.37
增长率	-15.63%	83.22%	34.71%	25.37%
归属母公司净利润(百万元)	12.80	141.32	230.00	319.79
增长率	-3.26%	1003.71%	62.75%	39.04%
每股收益 EPS(元)	0.07	0.72	1.18	1.64
净资产收益率 ROE	1.94%	17.64%	22.77%	24.68%
PE	351	32	20	14
PB	6.79	5.61	4.45	3.47

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

分析师: 文雪颖

执业证号: S1250514060001

电话: 023-67909731

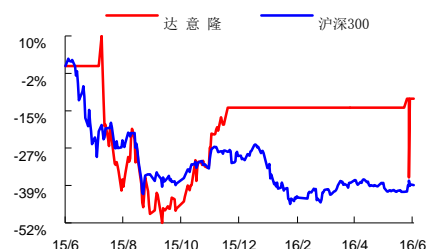
邮箱: wenxy@swsc.com.cn

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)	1.95
流通 A 股(亿股)	1.95
52 周内股价区间(元)	12.83-29.17
总市值(亿元)	44.93
总资产(亿元)	16.01
每股净资产(元)	3.38

相关研究

目 录

1. 公司概况：饮料包装设备领先企业.....	1
2. 跨界收购赤子城，传统业务实现转型.....	3
2.1 斥资 25 亿收购赤子城，进军移动互联网业务.....	3
2.2 赤子城——移动互联网出海第一入口.....	4
2.3 移动出海是行业未来趋势，海外市场将创造巨大盈利.....	6
3. 盈利预测与投资建议.....	8
4. 风险提示.....	8

图目录

图 1: 公司产品主要类别	1
图 2: 公司客户多为国内外知名企业	1
图 3: 公司生产的灌装设备	1
图 4: 公司生产的贴标设备	1
图 5: 公司 2011 年以来营业收入及增速	2
图 6: 公司 2011 年以来归母净利润及增速	2
图 7: 公司 2015 年主营业务收入结构	2
图 8: 公司 2015 年主营业务毛利结构	2
图 9: 交易前达意隆的股权结构(左)和赤子城的股权结构	3
图 10: Solo 系列核心产品用户数量及下载量	4
图 11: Solo 系列核心产品用户性别分布和年龄分布(2016Q1)	4
图 12: 基于用户画像的信息精准投放	5
图 13: 赤子城产品架构及业务模式	5
图 14: 近两年公司营业收入和净利润	6
图 15: 公司对未来 3 年的业绩承诺	6
图 16: 近两年移动互联网接入流量及增速	6
图 17: 近两年移动互联网用户数及月净增量	6
图 18: Solo 系列核心产品累计注册用户地域分布(2016Q1)	7

表目录

表 1: 非公开发行股份募集对象及股份数量	3
表 2: 公司主营业务盈利预测	8
附表: 财务预测与估值	9

1. 公司概况：饮料包装设备领先企业

广州达意隆包装机械股份有限公司成立于 1999 年，是国内饮料包装机械行业的第一家上市公司。公司致力于研发、生产、销售适用于各种饮用水、含汽饮品、茶、果蔬汁等饮料及其他液体的大型成套包装设备，是饮料包装设备领域的领先企业。

目前，公司拥有 14 万平方米的单体厂房，面积在国内同行业中居于首位，而且是亚洲最大的液态产品包装设备制造基地，具备强大的生产能力。公司经过近 20 年的发展，生产规模、市场占有率在国内已达到领先地位，拥有的客户群已超过 400 家国内外企业，服务网络遍布世界 50 多个国家和地区，市场基础极为深厚。

图 1：公司产品主要类别



数据来源：公司资料，西南证券

公司产品定位于中高端，主要包括液体灌装生产线（包括全自动高速 PET 瓶灌装生产线、PET/PC 桶装水灌装生产线以及高黏度流体灌装生产线）、全自动高速 PET 瓶吹瓶机、二次包装设备和工业自动化机器人等，产品对象涵盖饮料包装机械领域，以及日化、油脂、调味品等高黏度流体包装机械领域。

图 3：公司生产的灌装设备



数据来源：公司资料，西南证券

图 2：公司客户多为国内外知名企业



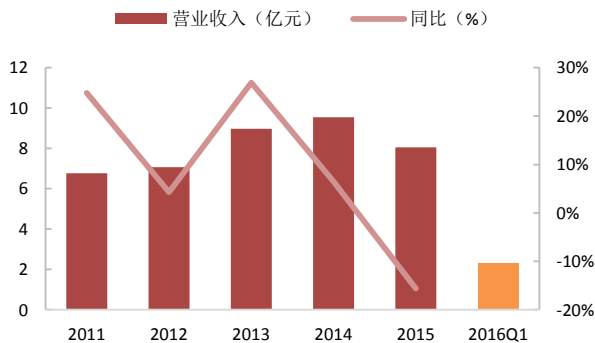
数据来源：公司资料，西南证券

图 4：公司生产的贴标设备

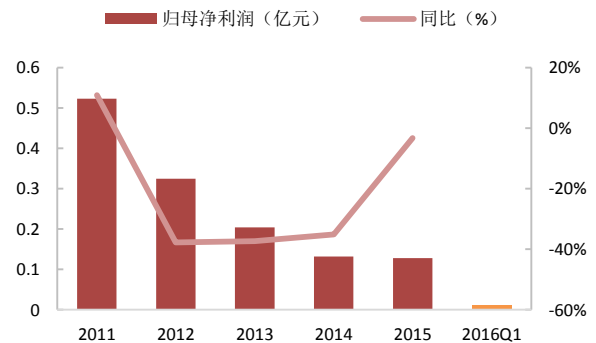


数据来源：公司资料，西南证券

公司业绩状况：公司 2015 年实现营业收入 8.05 亿元，同比下降 15.6%，主要体现在主营业务销售量下滑；归属母公司净利润为 0.13 亿元，同比下降 3.3%，较上一年度基本持平。公司在 2016 年一季度实现营收 2.30 亿元，同比增长 11%，归属母公司净利润 0.01 亿元。

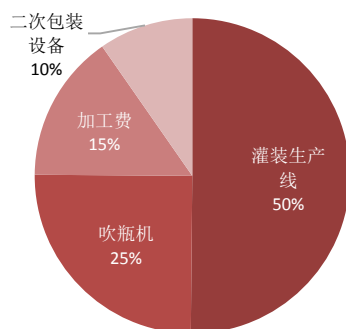
图 5：公司 2011 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券

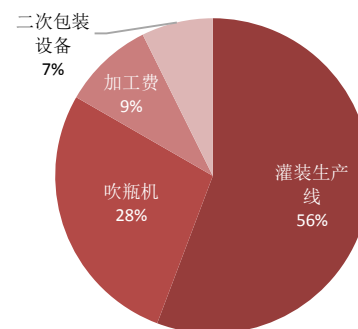
图 6：公司 2011 年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券

公司主营业务结构：2015 年公司收入主要来自灌装生产线及相关产品，灌装生产线营业收入 4.04 亿，毛利 1.10 亿；吹瓶机营业收入 2.01 亿，毛利 0.54 亿；二次包装设备营业收入 0.78 亿，毛利 0.14 亿；加工业务营业收入 1.22 亿；毛利 0.18 亿。

图 7：公司 2015 年主营业务收入结构


数据来源：公司公告，西南证券

图 8：公司 2015 年主营业务毛利结构


数据来源：公司公告，西南证券

近两年，公司传统业务增速放缓。不过，从总体上看，国内饮料行业发展稳中有增，加之国内人均饮料消费量和世界平均水平还有差距，可以预计未来饮料市场依旧具有较大潜力，进而带动饮料包装机械行业。随着居民生活水平的日益提高，日化、油脂、调味品行业市场需求或将持续增长，这对公司亦是利好。

作为业内老牌企业，公司在技术研发、产品制造、市场营销等方面已积累大量资源，在饮料包装机械行业的市场地位短时间内不会发生较大变化。公司此次跨界收购赤子城，旨在顺应市场发展大势，以进军互联网行业为业务多元化发展的起点，从而有效规避行业系统性风险，在未来创造新的业绩增长点。

2. 跨界收购赤子城，传统业务实现转型

2.1 斥资 25 亿收购赤子城，进军移动互联网业务

根据公司公告，此次收购前达意隆的总股本为 1.95 股。公司拟以 15.39 元/股发行普通股 1.52 亿股并支付现金 1.63 亿元，合计作价 25 亿元收购刘春河等 12 名交易对方合计持有的赤子城 100% 股份。

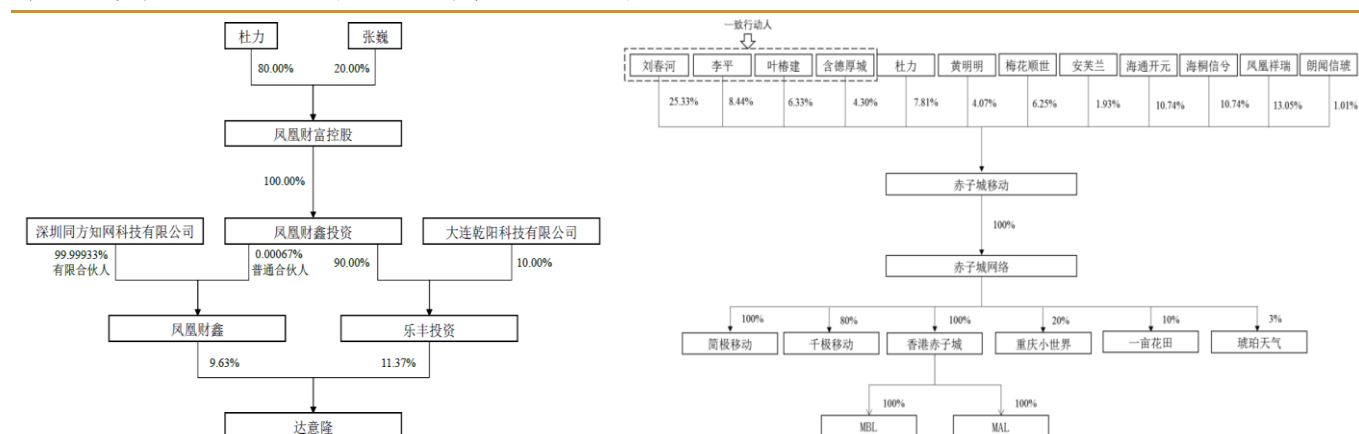
公司拟以 18.21 元/股向乐丰投资、凤凰祥瑞、杜力、吴世春及刘春河非公开发行股份募集配套资金不超过 15 亿元（合计不超过 0.82 亿股），其中：1.63 亿元用于支付本次交易现金对价，剩余部分在扣除本次交易中介费用及相关税费后拟全部用于支付赤子城募投项目所需资金，合计不超过本次交易总对价 100%。

表 1：非公开发行股份募集对象及股份数量

发行对象	非公开发行股份数量
乐丰投资	32,948,929
凤凰祥瑞	8,237,232
杜力	9,884,678
吴世春	8,511,806
刘春河	22,789,676
合计	82,372,321

数据来源：公司公告、西南证券

图 9：交易前达意隆的股权结构（左）和赤子城的股权结构



数据来源：公司公告、西南证券

赤子城承诺 2016 年度、2017 年度及 2018 年度实现的扣非后归母净利润数额分别不低于 1.15 亿元、2.00 亿元及 2.85 亿元。如果实际实现的净利润低于上述承诺净利润且触发补偿义务，则赤子城全体 12 名股东按照《业绩承诺补偿框架协议》约定进行补偿。

此次收购完成后，达意隆的实际控制人杜力、张巍及其一致行动人将合计持有上市公司 24.50% 股份（考虑配套融资因素后持股比例为 33.67%），交易对方刘春河及其一致行动人将合计持有上市公司 20.78% 股份（考虑配套融资因素后持股比例为 22.10%）。交易之后，达意隆的实际控制人不会发生变化。本次重组完成后，赤子城将成为达意隆的全资子公司，后者将形成包装机械制造与移动互联网行业双主业。

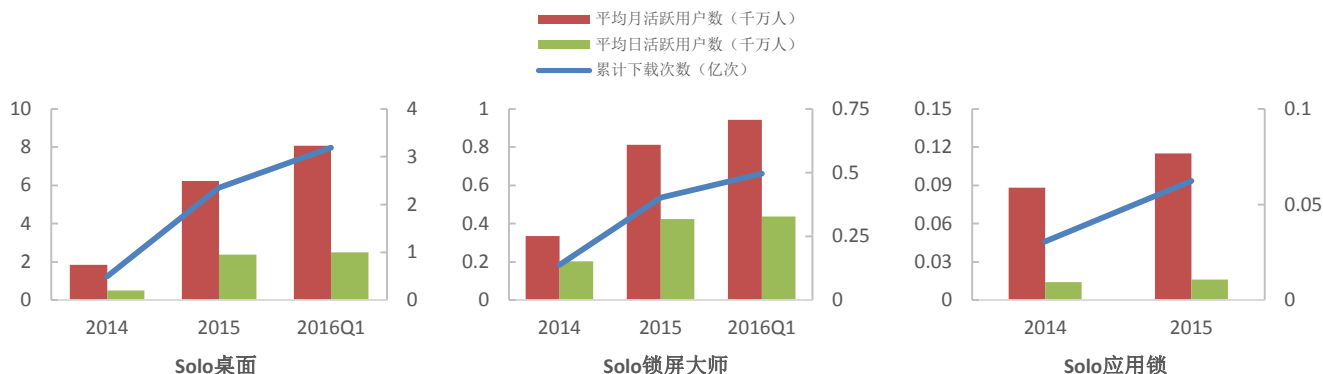
2.2 赤子城——移动互联网出海第一入口

赤子城成立于2009年9月，是国内为数不多的互联网出海企业。公司通过移动APP及相关业务平台为移动互联网出海行业领域客户提供移动互联网营销服务，目前拥有4亿全球用户，是国内移动出海的第一入口。

公司旗下的核心产品Solo系列APP，包括Solo桌面、Solo锁屏、Solo应用锁、Solo天气、Solo消息提醒等，此外公司还打造了广告投放系统(Solo Audience)和开放平台(Solo Platform)，形成了一套移动信息生态系统，分别从广告主和开发者层面帮助中国企业开拓海外市场，主要客户包括谷歌、雅虎、Facebook、百度、阿里巴巴、360安全、Yandex等知名互联网公司，合作的第三方媒体包括海豚浏览器、乐秀、小影等流行APP。

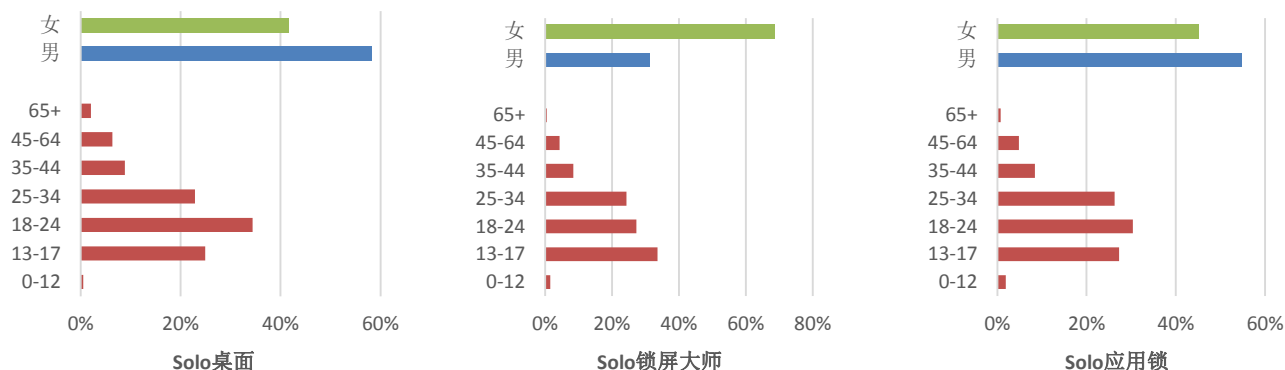
Solo系列产品自上线后，用户下载量和活跃用户数量持续上升。从年龄分布上看，产品用户大部分集中在青年群体，而且除Solo锁屏大师外，大部分用户为男性，公司可据此对特定用户群进行信息精确推送。

图 10: Solo 系列核心产品用户数量及下载量



数据来源：公司公告，西南证券

图 11: Solo 系列核心产品用户性别分布和年龄分布 (2016Q1)



数据来源：公司公告，西南证券

此外，公司基于Solo系统产品矩阵带来的大量数据沉淀，通过用户画像和机器学习，打造场景化的大数据平台Solo Aware。场景化信息的动态大数据，能够表明“用户在哪里，什么时间，做了什么”。由场景化大数据分析提供的用户标签，可以应用于用户与信息的精准匹配与个性化推荐。

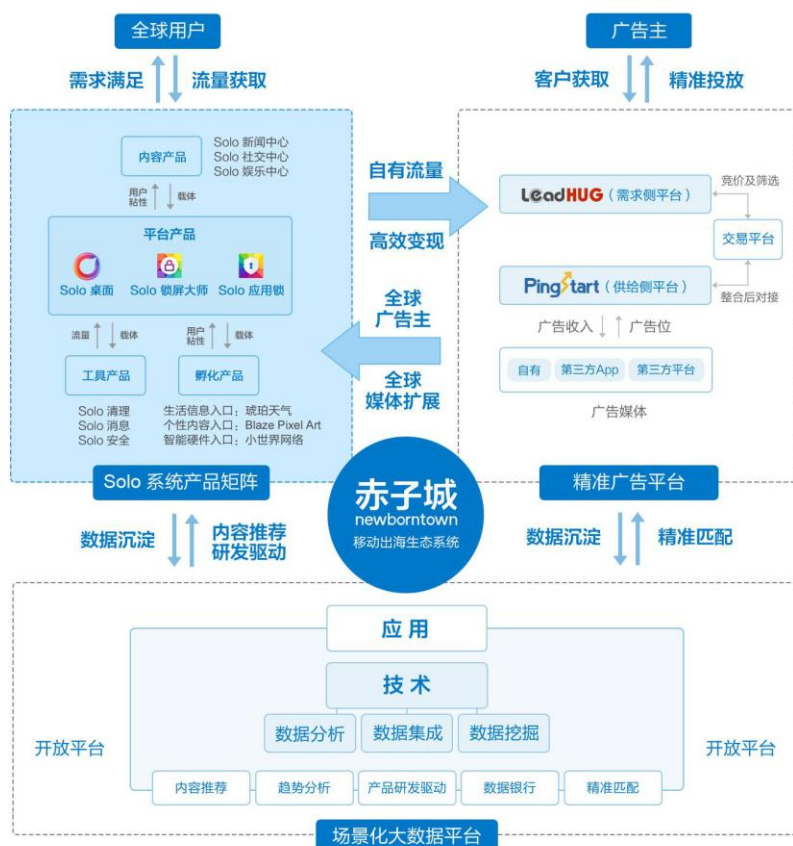
图 12: 基于用户画像的信息精准投放



数据来源: 公司公告, 西南证券

赤子城通过产品矩阵带来的用户流量和大数据平台, 使用需求侧与供给侧流量经营平台进行精准商业变现。赤子城通过对移动互联网流量经营产业链上下游的梳理, 分别提供需求侧平台 LeadHUG 和供给侧平台 PingStart 作为连接广告主和渠道媒体(包括自有产品)的桥梁。在此基础上利用 Solo Aware 场景化大数据分析系统, 对广告主需求进行分析、整理, 准确的匹配投放到不同类型的媒体渠道中, 带来良好的展示效果, 实现流量规模化经营。

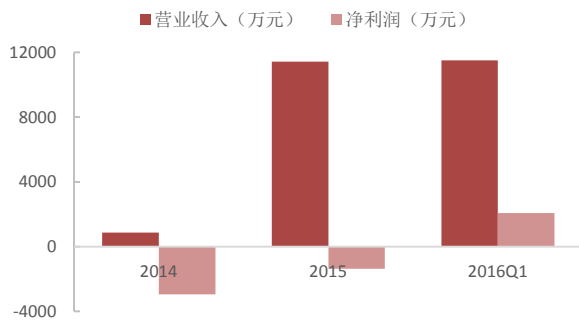
图 13: 赤子城产品架构及业务模式



数据来源: 公司公告, 西南证券

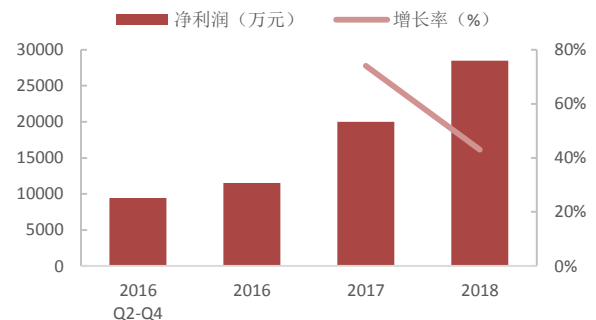
随着 Solo 产品的上线，公司业务进入了快车道。2014 年，由于公司在业务开拓期投入了大量资金，净利润为负，不过这一情况在 2015 年有所缓解。2016 年，公司进入全新的发展阶段，一季度盈利水平已经明显好转，营业收入超过了 2015 年全年规模。

图 14：近两年公司营业收入和净利润



数据来源：公司公告，西南证券

图 15：公司对未来 3 年的业绩承诺



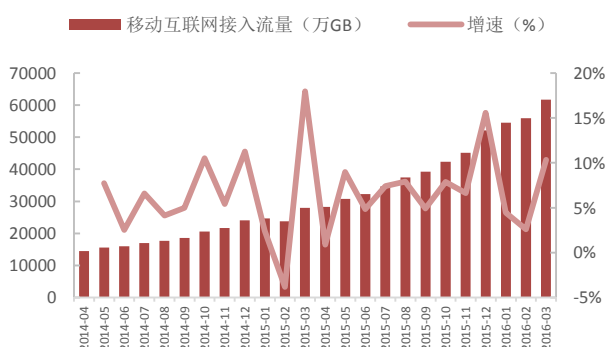
数据来源：公司公告，西南证券

根据同行业公司发展规律，赤子城在经历扩张期后，盈利水平增速将保持在较平稳的水平，预示着公司发展进入稳定阶段。预计未来几年，赤子城的业务及收入将保持快速增长，进而能够增强达意隆的盈利能力。公司对 2016 年、2017 年、2018 年的净利润承诺分别为 1.15 亿、2.00 亿、2.85 亿。考虑到市场环境及行业特点，这一承诺是较为合理的。

2.3 移动出海是行业未来趋势，海外市场将创造巨大盈利

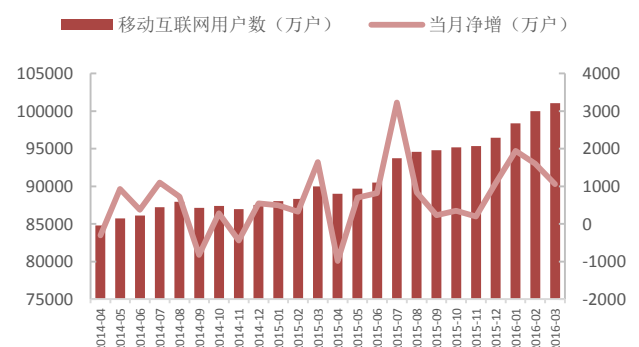
如今，智能手机在人们日常生活中扮演着日益重要的角色，并深刻改变了人类的生活习惯。PC 时代，人们主要通过桌面电脑访问互联网，并难以实现不限地点的信息检索、分享。如今，移动设备使人们能够随时随地连接网络，获取、分发各类咨询，提升信息处理效率的同时也降低了信息互通成本。根据工信部的统计数据，截止 2016 年 3 月，国内移动互联网月接入流量已达到 588 PB，合每位用户每月使用约 625 MB 移动流量，这其中还不包括移动设备通过 WIFI 等无线网络连接互联网的流量。

图 16：近两年移动互联网接入流量及增速



数据来源：工信部，西南证券

图 17：近两年移动互联网用户数及月净增量



数据来源：工信部，西南证券

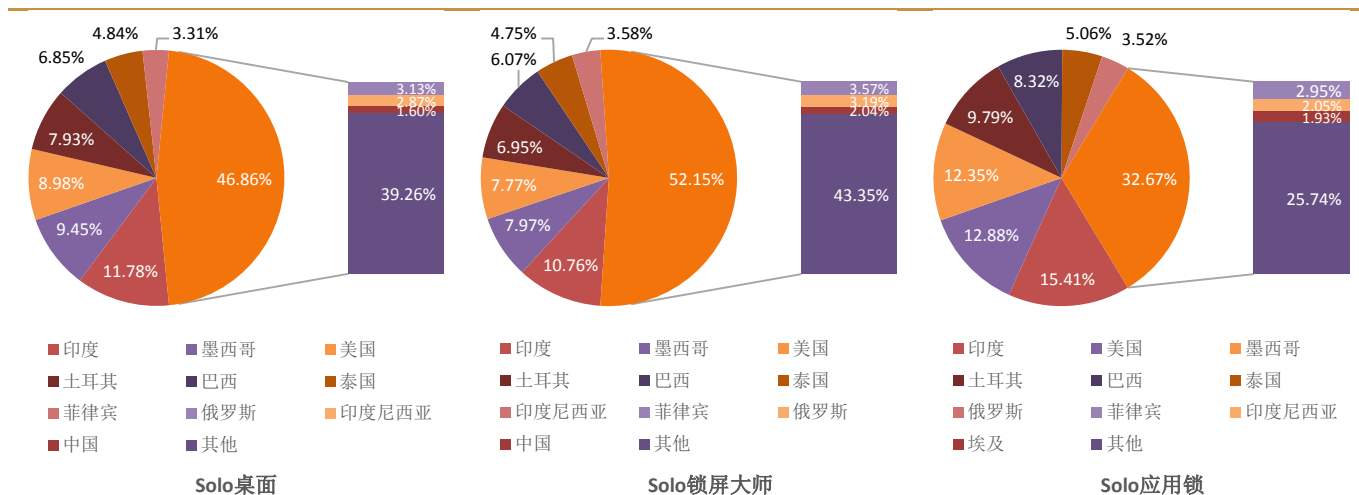
移动设备以及移动互联网的兴起极大改变了行业面貌，造就了多种从传统互联网业务中脱胎而出的全新商业模式，移动互联网出海就是其中之一。移动互联网市场最早在欧美兴起，

中国紧随其后。国内互联网市场的发展水平举世瞩目，如今在某些细分领域已经超越了欧美市场，成为“全球霸主”。相比之下，印度、巴西、俄罗斯等国家的移动互联网市场发展相对滞后，新兴产品不断涌现，新兴业务也处于早期增长阶段，远未达到饱和状态，市场潜力巨大。在这样的背景下，国内一些具有卓远见识的企业开始将业务重心转移至新兴市场，由此形成了移动互联网大行业下的一个重要分支——移动互联网出海行业。

移动互联网出海既来自于企业家灵感，同时也是市场发展的必然结果。从内部来看，国内市场的**人口红利已经难以成为爆发式增长的内驱，加之互联网细分市场已经成为红海，众多企业在激烈竞争中已经难以获得足够利润，更无力与寡头竞争**，因此互联网企业为了进一步扩大优势定会以饱和度较低的部分海外市场作为实现国际化的必经之路。从全球角度来看，世界各国的移动互联网市场差异较大，并集中体现在技术实力、政策监管、营销理念、商业模式成熟度等方面。在差异化的市场环境中，供需关系会自然形成，而对于行业而言，供需关系就意味着商机，意味着竞争，能够有效激励企业加速完成产业革新与转型。而且相比于国内市场，**欧美等海外市场规则明确，生态完善，用户的付费习惯、版权意识远超国内用户**，这对于国内互联网企业来说是极大的利好。所以我们认为，移动互联网出海将是未来国内互联网企业业务扩张的典型形式，而且能够为企业开拓出全新的利润空间，而赤子城就是出海大军中的一名战将。

目前，赤子城的产品已经成功进驻全球几大移动互联网新兴市场，活跃用户集中在印度、巴西、土耳其、泰国、墨西哥等国家。为了让更多国家特别是小语种国家的用户体验、使用 Solo 系列产品，赤子城在各地广泛招募移动开发志愿者，截止 2016 年一季度已有 540 名志愿者加入到开发工作中。这些志愿者能够帮助公司完成产品的初步本地化翻译工作，同时协助公司研发部门进行 APP 本地功能优化，大幅缩减产品发布、更新换代的周期和成本。

图 18: Solo 系列核心产品累计注册用户地域分布 (2016Q1)



数据来源：公司公告，西南证券

此次达意隆对赤子城的收购，是公司战略转型进程中的关键交易。我们认为达意隆作为传统制造型企业，跨界收购移动互联网企业，旨在应对行业整体下滑困境，在热门行业寻求新的利润增长点。公司完成收购后，其业务会以包装机械制造与移动互联网业务“双主业”的姿态亮相，对公司收入形成双线驱动。在当前宏观经济增速放缓的环境下，传统制造业企业应当在多元化经营方面进行长远构思。在业内众多企业中，达意隆已经走在了业务转型的前列，或将成为其他企业模仿的“典型案例”。

3. 盈利预测与投资建议

核心假设：

- (1) 收购方案今年内能够过会，可以实现对赤子城全年业绩并表。
- (2) 赤子城的移动互联网业务发展顺利，未来三年能够实现业绩承诺；
- (3) 公司传统业务稳中有升。

表 2：公司主营业务盈利预测

业务	盈利假设	2015A	2016E	2017E	2018E
灌装生产线	收入（百万）	403.91	424.11	445.31	467.58
	成本（百万）	293.73	309.60	325.08	341.33
	毛利率	27%	27%	27%	27%
吹瓶机	收入（百万）	201.04	211.09	221.65	232.73
	成本（百万）	146.55	147.76	155.15	162.91
	毛利率	27%	30%	30%	30%
加工费	收入（百万）	122.48	128.60	135.03	141.79
	成本（百万）	103.99	109.31	114.78	120.52
	毛利率	15%	15%	15%	15%
二次包装设备	收入（百万）	77.99	81.89	85.98	90.28
	成本（百万）	63.49	65.51	68.79	72.23
	毛利率	19%	20%	20%	20%
移动互联网	收入（百万）	/	630.00	1,100.00	1,560.00
	成本（百万）	/	346.50	605.00	858.00
	毛利率	/	45%	45%	45%

数据来源：公司公告、西南证券

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.72 元、1.18 元、1.64 元，对应 PE 分别为 32 倍、20 倍、14 倍。考虑行业环境以及公司跨界转型后的营收情况，我们给予公司 2016 年 40 倍 PE，对应目标价 28.95 元，给予“增持”评级。

4. 风险提示

并购项目推进或不及预期的风险；移动互联网业务推进或不及预期，未能实现业绩承诺的风险；饮料包装机械行业或发展缓慢的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	805.42	1475.69	1987.97	2492.37	净利润	12.80	141.32	230.00	319.79
营业成本	607.77	978.68	1268.79	1554.98	折旧与摊销	48.03	67.54	71.48	75.32
营业税金及附加	6.82	12.50	16.84	21.11	财务费用	9.71	-3.51	-6.63	-8.88
销售费用	117.11	199.54	271.92	343.20	资产减值损失	11.94	0.00	0.00	0.00
管理费用	86.67	140.13	194.10	245.26	经营营运资本变动	122.53	-54.29	-61.58	-47.47
财务费用	9.71	-3.51	-6.63	-8.88	其他	-31.17	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	11.94	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	173.84	151.06	233.26	338.76
投资收益	35.03	0.00	0.00	0.00	资本支出	13.07	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3.08	-160.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	9.99	-200.00	-40.00	-40.00
营业利润	0.43	148.35	242.94	336.69	短期借款	-33.00	-14.16	-125.84	0.00
其他非经营损益	12.14	10.28	10.38	10.64	长期借款	-34.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	12.57	158.62	253.32	347.33	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.23	17.30	23.33	27.54	支付股利	-1.95	-1.89	-20.85	-33.93
净利润	12.80	141.32	230.00	319.79	其他	2.37	-41.73	6.63	8.88
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-66.65	-57.78	-140.05	-25.05
归属母公司股东净利润	12.80	141.32	230.00	319.79	现金流量净额	119.42	-106.72	53.21	273.72
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	254.29	147.57	200.78	474.50	成长能力				
应收和预付款项	429.80	707.60	970.59	1221.77	销售收入增长率	-15.63%	83.22%	34.71%	25.37%
存货	368.75	593.79	769.80	943.44	营业利润增长率	-95.80%	34410.79%	63.77%	38.59%
其他流动资产	10.22	18.72	25.22	31.62	净利润增长率	-3.26%	1003.71%	62.75%	39.04%
长期股权投资	20.87	20.87	20.87	20.87	EBITDA 增长率	-15.53%	265.11%	44.93%	30.98%
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	447.78	424.51	397.30	366.25	毛利率	24.54%	33.68%	36.18%	37.61%
无形资产和开发支出	18.76	18.21	17.65	17.09	三费率	26.51%	22.78%	23.11%	23.25%
其他非流动资产	58.91	215.20	211.49	207.77	净利率	1.59%	9.58%	11.57%	12.83%
资产总计	1609.39	2146.47	2613.70	3283.32	ROE	1.94%	17.64%	22.77%	24.68%
短期借款	140.00	125.84	0.00	0.00	ROA	0.80%	6.58%	8.80%	9.74%
应付和预收款项	713.26	1159.65	1535.24	1910.77	ROIC	1.44%	18.72%	27.48%	35.25%
长期借款	10.28	10.28	10.28	10.28	EBITDA/销售收入	7.22%	14.39%	15.48%	16.17%
其他负债	84.38	49.75	58.09	66.31	营运能力				
负债合计	947.92	1345.52	1603.61	1987.36	总资产周转率	0.52	0.79	0.84	0.85
股本	195.24	195.24	195.24	195.24	固定资产周转率	1.79	3.43	4.90	6.61
资本公积	223.24	223.24	223.24	223.24	应收账款周转率	2.21	3.03	2.75	2.63
留存收益	243.04	382.47	591.62	877.48	存货周转率	1.62	2.03	1.86	1.82
归属母公司股东权益	661.47	800.95	1010.10	1295.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	124.71%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	661.47	800.95	1010.10	1295.96	资产负债率	58.90%	62.69%	61.35%	60.53%
负债和股东权益合计	1609.39	2146.47	2613.70	3283.32	带息债务/总负债	15.85%	10.12%	0.64%	0.52%
					流动比率	1.16	1.12	1.25	1.37
					速动比率	0.76	0.67	0.76	0.88
					股利支付率	15.25%	1.34%	9.06%	10.61%
					每股指标				
					每股收益	0.07	0.72	1.18	1.64
					每股净资产	3.39	4.10	5.17	6.64
					每股经营现金	0.89	0.77	1.19	1.74
					每股股利	0.01	0.01	0.11	0.17
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	58.17	212.37	307.79	403.13					
PE	350.87	31.79	19.53	14.05					
PB	6.79	5.61	4.45	3.47					
PS	5.58	3.04	2.26	1.80					
EV/EBITDA	75.85	20.24	13.39	9.54					
股息率	0.04%	0.04%	0.46%	0.76%					

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

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn