

## 手机 ODM 支撑业绩, 有望受益国企改革

### 投资要点

- **收购扩展业务范围, 盈利能力持续上升。**公司三大主营业务为 LED 光电及绿能环保、通讯及智慧家电、内外贸供应链业务。公司通过收购迈锐光电、源磊科技、中诺通讯等, 完善了 LED 显示、照明封装、手机通讯等业务结构和产业链布局, 提升了盈利能力, 2015 年净利润实现同比 49% 的增长。
- **手机 ODM 业务优化结构, 有力提供业绩支撑。**1) 截至 2015 年底中国手机非 4G 用户约 9.2 亿, 是 4G 用户的 2 倍多, 庞大的 4G 智能机换机需求将是中国手机市场增长的主要驱动力, 2015 年国内手机 ODM 公司总体出货 5 亿部。由于手机厂商精品化策略以及出货量集中, 未来 3 年委外订单出货比例将持续增加, 手机 ODM 公司出货量将稳定增长, 并逐步向 Top5 的 ODM 公司集中; 同时海外市场将是手机 ODM 公司新的业务增长点。2) 公司收购的中诺通讯, 其出货量排名行业第五, 是华为、联想主要的 ODM 合作伙伴, 热销机型包括华为畅享 5 等。中诺通讯 2015 年净利润超过 1 亿元, 总体订单增长 50%。随着大客户华为手机销售的持续火爆, 国内知名客户和海外市场的拓展, 中诺盈利能力将继续提高, 2016 年大概率完成 1.2 亿元的业绩承诺。
- **LED 产业链布局进一步完善。**公司先后收购迈锐光电和源磊科技, 填补公司在 LED 显示屏和照明封装领域的空白。通过收购, 公司具备 LED 显示、照明、封装、工程等解决方案的能力, 完善了 LED 产业链布局。
- **国企改革范本, 有望成为福建省电子信息集团半导体产业平台。**公司是福建省电子信息集团旗下仅有的两家上市公司平台之一, 上市以来通过资源整合、资产重组、结构调整等方式已成功实现战略转型。福建省电子信息集团是福建省委省政府确定的闽台 LED、IC、LCD 及通信产业对接单位, 与台联电在厦门合资建设 12 寸晶圆厂; 公司参股的半导体企业福顺微电子, 其 4 英寸集成电路产能可达 10 万片/月, 6 英寸产线产能为 2.4 万片/月。作为集团在集成电路、消费类电子和 LED 领域的重点企业, 公司有望成为集团发展半导体产业的重要平台。
- **盈利预测与投资建议。**预计未来三年净利润将保持 23.4% 的复合增长率。公司手机 ODM 业务具有一定的成长性, 同时也是国企改革的标杆企业。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:**中诺通讯市场推广或不及预期的风险; 国企改革或不及预期的风险; 并购企业业绩实现或不及承诺的风险。

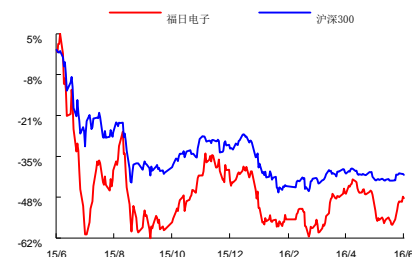
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	6182.67	7153.43	8407.12	9879.36
增长率	76.08%	15.70%	17.53%	17.51%
归属母公司净利润 (百万元)	117.27	142.82	178.09	220.17
增长率	49.26%	21.78%	24.70%	23.63%
每股收益 EPS (元)	0.26	0.31	0.39	0.48
净资产收益率 ROE	6.75%	5.26%	6.38%	7.36%
PE	42	35	28	23
PB	2.80	2.10	1.97	1.83

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: 杨镇宇  
电话: 023-67563924  
邮箱: yzyu@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)	4.56
流通 A 股(亿股)	4.56
52 周内股价区间(元)	8.74-23.98
总市值(亿元)	52.35
总资产(亿元)	47.89
每股净资产(元)	4.27

### 相关研究

## 目 录

1 收购优化产品结构，盈利稳步增长.....	1
2 手机 ODM 业务成长可期，有力提供业绩支撑.....	2
2.1 4G 升级推动换机需求，ODM 受益千元智能机放量 .....	2
2.2 中诺优化业务和客户结构，有力提供业绩支撑 .....	4
3 LED 产业链布局进一步完善 .....	5
4 背靠福建省电子信息集团，有望受益于国企改革 .....	6
5 盈利预测与估值 .....	7
6 风险提示 .....	7

## 图 目 录

图 1：公司 2011 年以来营业收入及增速 .....	1
图 2：公司 2011 年以来净利润及增速 .....	1
图 3：公司 2015 年营收结构 .....	2
图 4：公司 2015 年毛利结构 .....	2
图 5：公司股权结构 .....	2
图 6：中国手机市场出货量（万台） .....	3
图 7：中国手机市场 4G 用户量 .....	3
图 8：中国手机厂商自研与委外设计出货比例 .....	3
图 9：中国手机厂商国内与海外出货对比 .....	3
图 10：中诺通讯业绩及增速（万元） .....	5
图 11：中诺出货主力机型：华为畅享 5 .....	5
图 12：迈锐光电经营业绩（百万元） .....	6
图 13：源磊科技经营业绩（百万元） .....	6

## 表 目 录

表 1：2015 年 TOP 10 手机设计公司 .....	4
表 2：分业务收入及毛利率 .....	7
附表：财务预测与估值 .....	8

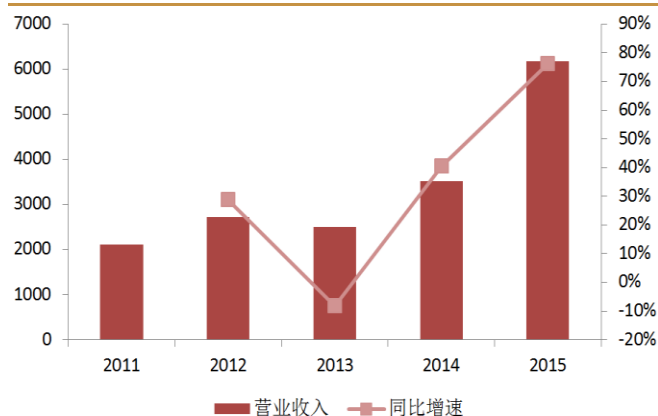
## 1 收购优化产品结构，盈利稳步增长

福建福日电子股份有限公司是由福建福日集团公司独家发起设立的国有控股上市公司，1999年5月在上海证券交易所挂牌上市。公司前身是全国电子行业第一家中外合资企业，上市十多年来，通过资源整合、资产重组、结构调整等方式，公司已从传统电视机生产企业成功实现战略转型，形成了LED光电及节能环保、通讯及智慧家电、内外贸供应链等主营产品，逐步将公司打造成为一流的节能环保型高科技企业。

公司现三大主营业务为LED光电及节能环保、通讯及智慧家电、内外贸供应链业务。2014年公司收购深圳迈锐光电有限公司，优化LED光电及节能环保产业结构，提升市场竞争力。2014年底，公司收购国内领先的手机ODM厂商中诺通讯100%股权，使公司从单纯的手机OEM厂商转变成为全球知名手机品牌厂商提供手机研发设计、生产制造、增值应用等ODM业务的通讯解决方案提供商。节能环保及通讯领域经营模式逐步从原来的产品供应发展到覆盖项目承包建设/设计、运营及技术服务的综合解决方案提供商。

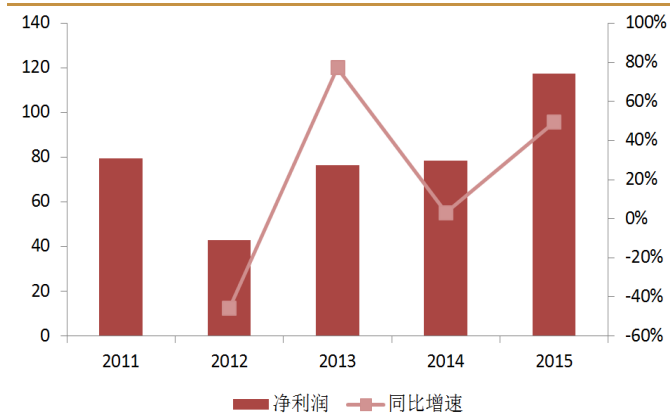
2015年公司实现营业收入为61.8亿，同比增长76.1%，实现归母净利润1.2亿，同比增长49.3%。其中，受收购中诺通讯影响，公司通讯产品及智慧家电业务收入从2014年的6138万元增长到2015年22.2亿元，利润近2亿元，实现业务扭亏为盈。LED光电与节能环保业务收入7.3亿，同比增长34.8%。内外贸业务收入31.2亿，同比增长7.8%。

图 1：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

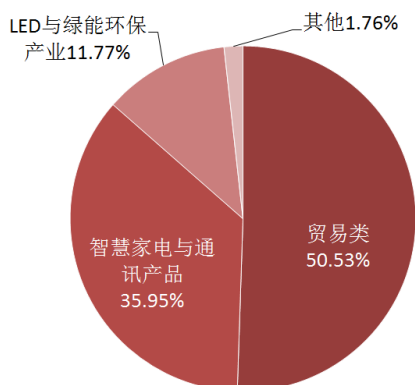
图 2：公司 2011 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

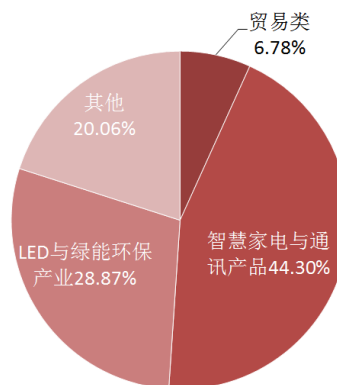
公司三大主业中贸易类业务的收入贡献最大，占比为50.5%；而利润率相对更高的通讯产品及智慧家电业务则贡献了44.3%的毛利，是公司主要的利润来源。

图 3：公司 2015 年营收结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

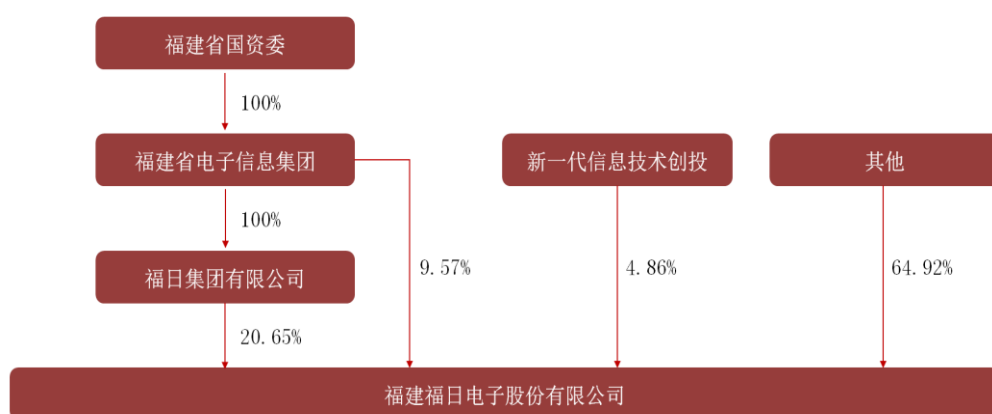
图 4：公司 2015 年毛利结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司实际控制人为福建省国资委。公司间接控股股东为福建省电子信息（集团）有限公司，持有股份占公司总数的 30.2%。其中 9.6%由福建省电子信息（集团）有限公司直接持有，其余 20.6%由其子公司福建福日集团有限公司持有。

图 5：公司股权结构

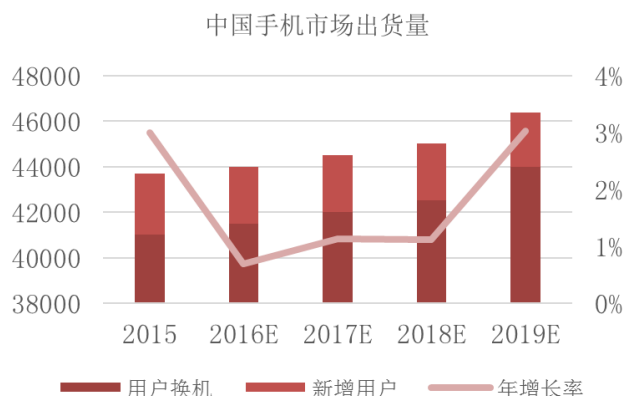


数据来源：西南证券整理

## 2 手机 ODM 业务成长可期，有力提供业绩支撑

### 2.1 4G 升级推动换机需求，ODM 受益千元智能机放量

2015 年中国手机市场出货近 4.4 亿部，同比增长 2.4%。其中智能手机出货 4.2 亿部，同比增长 3.6%。根据工信部数据，截至 2015 年 12 月底，中国手机 4G 用户将近 3.9 亿，非 4G 用户约 9.2 亿。根据 5G 技术的布局规划，正式商用时间至少要到 2018 年，预计未来 3 年内，运营商将加快推动其用户向 4G 的升级，对于手机厂商而言，庞大的 4G 智能机换机需求将是中国手机市场业绩增长的主要驱动力，增长空间巨大。

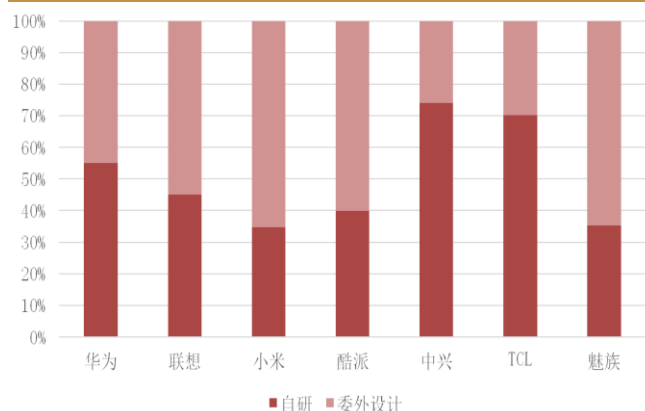
**图 6：中国手机市场出货量（万台）**


数据来源：IHS，西南证券整理

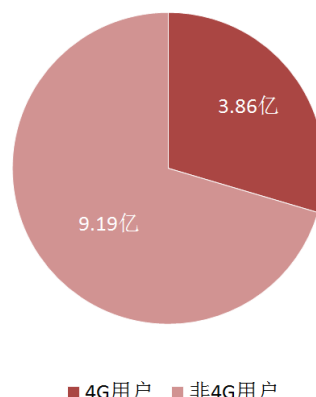
千元智能机仍然是中国手机市场出货占比最大的部分，中国手机设计公司在千元智能机市场扮演着非常关键性的角色。由于在研发效率、成本管控、供应链以及生产制造的支撑，目前市场上千元明星机型几乎全部来自国内手机设计公司，如热销的红米系列、魅蓝系列、联想乐檬 K3 系列以及华为畅玩系列等。2015 年中国手机设计公司总体出货 5 亿部，包括智能机和功能机，占国内手机出货量 50% 以上，相对 2014 年出货量减少 8.2%，销售额同比上升 15.8%。

在国内市场，由于中国 Top10 的 OEM 厂商精品化策略以及出货量集中，未来的 3 年内委外订单出货比例将会持续增加，同步与主流手机 OEM 厂商合作的 ODM 公司出货量也将保持稳定增长，ODM 行业出货会逐步向闻泰，华勤，龙旗，中诺以及天珑等 Top5 的 ODM 公司集中。另一方面，华为、联想、小米和魅族等中国品牌 2016 年的业务增长重心逐步转向海外市场，海外市场会是手机 ODM 公司新的业务增长点。

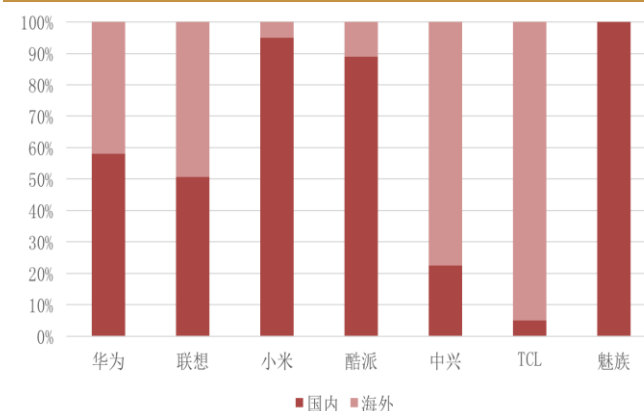
随着中国手机 OEM 厂商逐步向中高端智能机不断突破，其委外机型规格和配置也在逐步升级，平均售价也呈现上升趋势，手机设计公司未来的策略也同步向中高端市场进行突破，追求利润增长，实现由量到质的转变。

**图 8：中国手机厂商自研与委外设计出货比例**


数据来源：IHS，西南证券整理

**图 7：中国手机市场 4G 用户量**


数据来源：IHS，西南证券整理

**图 9：中国手机厂商国内与海外出货对比**


数据来源：IHS，西南证券整理

国内手机设计公司出货方面，闻泰出货量最大，达 5950 万部；华勤和龙旗排名第二、第三，出货量分别为 5180 万和 2760 万部，中诺则是 2015 年手机设计公司的黑马，智能机出货量达 1900 万台，排名第五。

**表 1：2015 年 TOP 10 手机设计公司**

排名	公司	2015 年出货量（百万部）
1	Wingtech	59.5
2	Huaqin	51.8
3	Longcheer	27.6
4	Tinno	20.3
5	Chino	19.0
6	Huiye	18.8
7	CCI	18.6
8	Wind	13.6
9	FIH	9.3
10	Dechain	8.6

数据来源：IHS，西南证券整理

## 2.2 中诺优化业务和客户结构，有力提供业绩支撑

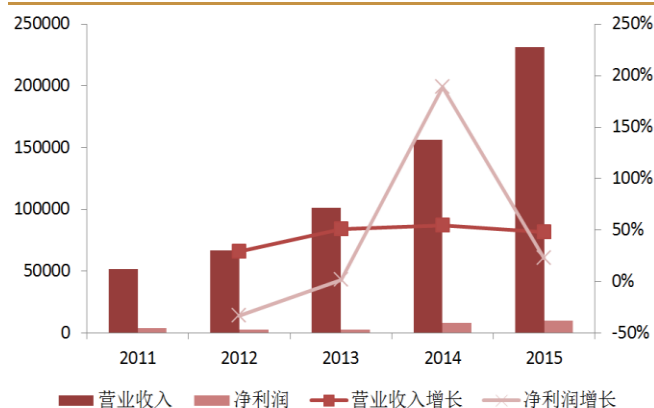
2014 年底，公司以 8 亿对价购买国内领先的手机 ODM 厂商中诺通讯 100% 股权，2014-2016 年业绩承诺分别为 8 千万，1 亿和 1.2 亿元。公司从单纯的手机 OEM 厂商提升至为全球知名手机厂商提供手机研发设计、生产制造、增值应用等 ODM 业务的通讯解决方案提供商。

中诺通讯是国内优秀的无线通讯终端制造商，以技术见长，源于 Moto/德信无线的方案设计公司，曾先后帮助 STE、Marvell 和展讯等智能手机芯片公司把产品推向市场。通过加强自主研发、并购讯通安添及业务模式改造等方式，中诺已成功转型为移动通信终端的 ODM 合约制造商，设计制造能力、业务拓展能力显著增强。中诺主要客户包括华为、联想、迅锐、致远等国内领先的智能电子制造商，其中华为是其最大的客户。

2015 年中诺通讯进一步优化业务结构和客户结构，加快产业升级。一是全面停止 OEM 业务，重心全部转移到 ODM 手机制造，华为（机型畅享 5 等）和联想（机型 A1000 等）的 ODM 订单再创新高；二是加强海外客户拓展，海外手机订单大幅增加。中诺通讯的业务规模及盈利能力得到大幅提升，公司总体订单增长 50% 左右。2015 年中诺完成归属母公司净利润 10037 万元，完成不低于 10000 万元的业绩承诺。

2016 年中诺通讯将拓展国内优质客户，力争增加 1-2 个知名品牌客户；在维持国内手机订单的情况下，大力拓展海外市场，主攻欧洲、美洲、非洲市场；寻求新的业务机会，例如高附加值的手机制造 ODM 合作机会、智能穿戴产品、手机附属配套产品等。我们认为，随着大客户华为的继续火爆，国内知名客户和海外市场的拓展，中诺通讯的盈利能力将继续提高，2016 年业绩大概率完成 1.2 亿元的业绩承诺，为公司业绩提供有力支撑。



**图 10：中诺通讯业绩及增速（万元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 11：中诺出货主力机型：华为畅享 5**


数据来源：华为，西南证券整理

### 3 LED 产业链布局进一步完善

公司在原有 LED 业务基础上,近年来先后收购了迈锐光电 70%和源磊科技 51%的股权。通过收购,公司具备了提供 LED 显示、照明、封装、工程等解决方案的能力,进一步完善了 LED 全产业链布局。

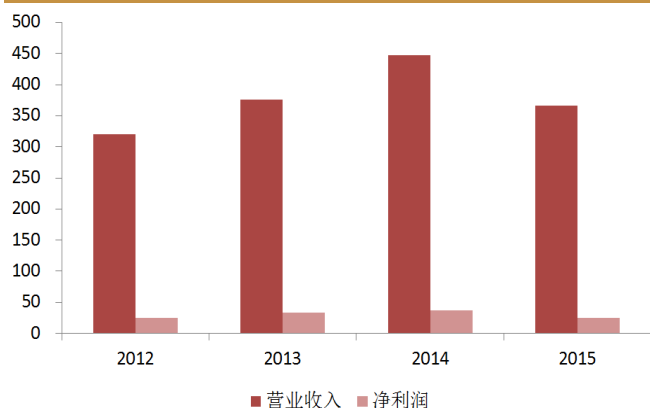
迈锐光电主要从事 LED 显示业务,产品包括户外 LED 租赁屏、LED 广告屏、LED 小间距显示、体育场显示、车载折叠显示等,主要应用于户外广告媒体、文化娱乐活动、体育场馆、舞台租赁等领域,可提供从全彩显示屏的设计、生产、安装、维护到运营等全方位一体化解决方案,是 2010 年上海世博会显示屏专项赞助商。迈锐光电目前 LED 显示屏月产量可达 6000 平方米。

源磊科技主要从事 SMD LED、COB LED、插件 LED、灯丝等中小功率白光封装器件的研发、生产与销售,产品主要应用于室内外照明、广告标识等领域,是国内首家通过美国能源之星测试标准 LM-80 的白光企业。源磊科技目前月产量可达 1300KK/月。源磊科技承诺 2016 年扣非净利润不低于 4000 万元。

通过这两笔收购,公司在 LED 显示屏和 LED 照明封装领域的空白得以填补,公司可实现业务结构及产品结构优化,原业务和新业务具有较强的协同性,将提升公司的盈利能力和核心竞争力。

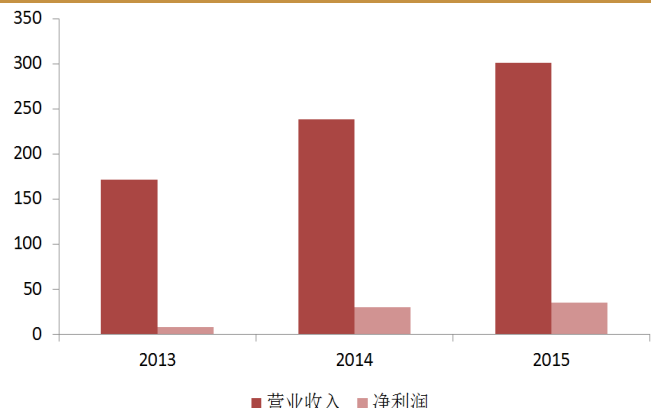


图 12：迈锐光电经营业绩（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：源磊科技经营业绩（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 背靠福建省电子信息集团，有望受益于国企改革

公司是福建电子信息集团旗下两家控股上市公司之一。福建省电子信息集团重点发展集成电路、新型显示、网络通信、信息服务、LED、印刷电路板、军工和电机等八个主业板块。另外，福建省电子信息集团是福建省委省政府确定的闽台 LED、IC、LCD 及通信产业对接的责任单位，与台湾中华映管、台湾联电、台湾友顺、台湾工研院、中华开发金控等企业和机构建立了良好的合作关系。台联电在福建厦门建设 12 寸晶圆厂，福建省电子信息集团是本次合资晶圆厂的重要合作伙伴。福日电子作为福建省电子信息集团旗下仅有的两家上市公司平台之一，作为集团在集成电路、消费类电子和 LED 领域的重点企业，后续有望成为福建电子信息集团改革的重要试点，预计未来或成为集团发展半导体产业的重要平台。

公司在集成电路领域已有一定的经验。公司参股福顺微电子 30% 的股份，其主营业务是半导体集成电路的特种器件设计、制造和销售，批量生产的产品有 30 多个系列、600 多个品种，主要应用于家电、计算机、通讯、汽车等领域。福顺微电子 4 英寸集成电路产线产能为 10 万片/月，6 英寸产线产能为 2.4 万片/月。福顺微电子 2015 年实现营业收入约 1.8 亿元，净利润 653.9 万元。从过去开展的业务领域经验来看，不排除公司后续培育集成电路相关业务的可能。

2014 年 7 月，福建省政府印发《关于进一步完善促进产业发展体制机制工作实施方案的通知》，要求大力发展混合所有制经济，加快国有企业改革步伐，完善产业发展市场机制，吹响了福建国企改革的号角。2016 年 5 月公司非公开发行股票 7617 万股，除大股东电子信息集团认购 7569 万元以外，福建新一代信息技术创业投资有限合伙企业认购 1.9 亿元，成为公司的战略投资者。该创业投资企业总资产 4.6 亿，由福建省级财政创投基金参股成立，主要发挥资金的产业引导作用，引导社会资金投向福建新一代信息技术产业领域。此次作为战略投资者参与福日电子增发，也反映出其看好福日电子未来的发展。

## 5 盈利预测与估值

### 核心假设：

1) **智慧家电与通讯产品**：手机设计业务占据了该类业务大部分比重，由于中诺通讯已与 2015 年初完成并表，考虑手机设计厂商在中高端智能机领域的突破和中诺通讯在新客户上的拓展，预计 2016-2018 年收入增速为 25%、30%和 28%；考虑到高附加值业务的增多、委外机型平均售价的上升和较高的市场集中度，将有效提升手机设计厂商的盈利能力，预计毛利率有所上升，平均毛利率水平达到 11%左右。

2) **LED 光电与节能环保产业**：考虑到 LED 整体市场增速下降，公司 LED 业务受其影响增速也将放缓，而节能环保类业务短期内占比仍然较低，预计 2016-2018 年收入增速分别为 32%、30%和 28%，平均毛利率在 15%左右。

3) **贸易类**：预计贸易类业务将逐渐减少，并结合以前的业绩增速，2016-2018 年增速分别为 5%、3%和 2%，平均毛利率在 0.8%左右。

**表 2：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
智慧家电与通讯产品	收入	2,222.39	2,777.98	3,611.36	4,622.56
	增速	3589.70%	25.00%	30.00%	28.00%
	毛利率	8.86%	11.00%	11.00%	10.00%
LED 光电与节能环保产业	收入	727.84	960.76	1,248.98	1,598.70
	增速	34.77%	32.00%	30.00%	28.00%
	毛利率	17.62%	17.00%	15.00%	13.00%
贸易类	收入	3,123.82	3,280.02	3,378.42	3,445.98
	增速	7.83%	5.00%	3.00%	2.00%
	毛利率	0.96%	1.00%	0.80%	0.60%
其他	收入	108.61	134.68	168.35	212.12
	增速	679.80%	24.00%	25.00%	26.00%
	毛利率	82.04%	84.00%	86.00%	88.00%
合计	收入	6,182.67	7,153.43	8,407.12	9,879.36
	增速	76.08%	15.70%	17.53%	17.51%
	毛利率	7.19%	8.60%	9.00%	8.88%

数据来源：公司公告，西南证券

根据以上假设，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.31 元、0.39 元、0.48 元，对应动态 PE 分别为 35 倍、28 倍和 23 倍。公司手机 ODM 业务具有一定的成长性，同时也是国企改革的标杆企业。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 6 风险提示

中诺通讯市场推广或不及预期的风险；国企改革或不及预期的风险；并购企业业绩实现或不及承诺的风险。

**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	6182.67	7153.43	8407.12	9879.36	净利润	120.12	124.45	161.11	200.53
营业成本	5738.37	6538.59	7650.72	9001.93	折旧与摊销	101.27	140.61	172.10	200.43
营业税金及附加	13.70	15.67	18.49	21.70	财务费用	47.58	53.65	67.26	79.03
销售费用	79.63	96.91	112.99	132.21	资产减值损失	44.82	40.00	38.00	35.00
管理费用	254.16	271.83	336.28	375.42	经营营运资本变动	-179.31	420.93	20.60	11.94
财务费用	47.58	53.65	67.26	79.03	其他	-244.82	-37.17	-39.41	-34.76
资产减值损失	44.82	40.00	38.00	35.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-110.35</b>	<b>742.48</b>	<b>419.66</b>	<b>492.17</b>
投资收益	113.17	0.00	0.00	0.00	资本支出	-343.14	-340.00	-310.00	-280.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	318.80	0.69	7.58	-12.24
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-24.35</b>	<b>-339.31</b>	<b>-302.42</b>	<b>-292.24</b>
<b>营业利润</b>	<b>117.58</b>	<b>136.77</b>	<b>183.39</b>	<b>234.07</b>	短期借款	228.28	-855.33	0.00	0.00
其他非经营损益	23.03	15.00	15.52	16.60	长期借款	-1.65	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>140.61</b>	<b>151.77</b>	<b>198.91</b>	<b>250.67</b>	股权融资	0.00	653.51	0.00	0.00
所得税	20.50	27.32	37.79	50.13	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	120.12	124.45	161.11	200.53	其他	-47.77	-289.14	-52.26	-63.03
少数股东损益	2.84	-18.37	-16.98	-19.64	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>178.85</b>	<b>-490.97</b>	<b>-52.26</b>	<b>-63.03</b>
归属母公司股东净利润	117.27	142.82	178.09	220.17	<b>现金流量净额</b>	<b>50.14</b>	<b>-87.80</b>	<b>64.98</b>	<b>136.89</b>
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	499.98	412.18	477.17	614.06	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1546.86	1613.45	1772.00	2060.90	销售收入增长率	76.08%	15.70%	17.53%	17.51%
存货	537.03	693.71	780.59	931.41	营业利润增长率	29.08%	16.32%	34.08%	27.64%
其他流动资产	132.22	172.20	194.85	231.92	净利润增长率	89.07%	3.61%	29.46%	24.47%
长期股权投资	86.11	86.11	86.11	86.11	EBITDA 增长率	53.77%	24.25%	27.70%	21.48%
投资性房地产	5.38	5.62	5.56	5.55	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	777.58	1009.69	1180.31	1292.61	毛利率	7.19%	8.60%	9.00%	8.88%
无形资产和开发支出	739.26	709.44	679.63	649.81	三费率	6.17%	5.90%	6.14%	5.94%
其他非流动资产	358.49	354.65	344.21	353.55	净利率	1.94%	1.74%	1.92%	2.03%
<b>资产总计</b>	<b>4682.90</b>	<b>5057.04</b>	<b>5520.42</b>	<b>6225.92</b>	ROE	6.75%	5.26%	6.38%	7.36%
短期借款	855.33	0.00	0.00	0.00	ROA	2.56%	2.46%	2.92%	3.22%
应付和预收款项	1575.98	1958.14	2247.08	2652.17	ROIC	7.21%	7.54%	9.84%	11.33%
长期借款	85.44	85.44	85.44	85.44	EBITDA/销售收入	4.31%	4.63%	5.03%	5.20%
其他负债	386.81	649.00	662.33	762.20	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2903.56</b>	<b>2692.59</b>	<b>2994.85</b>	<b>3499.82</b>	总资产周转率	1.43	1.47	1.59	1.68
股本	380.28	456.45	456.45	456.45	固定资产周转率	10.73	8.12	7.72	8.01
资本公积	1068.59	1645.93	1645.93	1645.93	应收账款周转率	6.62	6.99	8.67	9.00
留存收益	2.45	145.27	323.36	543.54	存货周转率	11.64	10.60	10.35	10.50
归属母公司股东权益	1644.16	2247.65	2425.74	2645.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.59%	—	—	—
少数股东权益	135.18	116.81	99.83	80.19	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1779.34</b>	<b>2364.46</b>	<b>2525.57</b>	<b>2726.11</b>	资产负债率	62.00%	53.24%	54.25%	56.21%
负债和股东权益合计	4682.90	5057.04	5520.42	6225.92	带息债务/总负债	32.40%	3.17%	2.85%	2.44%
					流动比率	1.00	1.16	1.16	1.18
					速动比率	0.80	0.88	0.88	0.89
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.26	0.31	0.39	0.48
					每股净资产	3.90	5.18	5.53	5.97
					每股经营现金	-0.24	1.63	0.92	1.08
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	266.43	331.03	422.74	513.53					
PE	42.42	34.84	27.94	22.60					
PB	2.80	2.10	1.97	1.83					
PS	0.80	0.70	0.59	0.50					
EV/EBITDA	16.13	13.00	10.04	7.98					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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