

深耕金融 IT, 打造互金领域全布局

投资要点

- **事件:** 近期我们对公司进行了调研。
- **多年深耕金融信息化, 打造金融综合生态服务体系。** 公司长期专注于为银行等金融机构提供金融信息化服务, 产品在银行体系中得到广泛应用。近年来公司不断通过外延拓展业务版图, 目前主业包括金融信息化、移动商务服务以及电子商务。公司从 2013 年开始布局互联网金融领域, 以征信服务为入口, 参与设立保险、证券等金融机构, 打造涵盖银行、保险、证券在内的综合金融平台, 收购亿美软通、华道征信布局征信产业链, 为银行、P2P 公司、消费金融公司提供风控服务, 全面转型金融服务提供商。2016 年一季度公司营业收入 1.58 亿元, 同比增长 71.23%, 实现归母净利润 604 万元, 同比增长 20%, 整体增速良好。
- **借力亿美软通数据源优势, 耕耘个人征信新蓝海。** 2015 年被称为“中国个人征信市场化元年”, 多项关键政策与监管指引相继出炉, 中国个人征信市场的顶层设计雏形初现; 第一批牌照发放提上日程, 征信市场化工作迈出重要一步。2015 年 1 月公司投资设立的华道征信(公司持有 40% 股权)被中国人民银行列入“开展个人征信业务准备工作的机构名单”, 是国内首批获准开展个人征信业务准备工作的八家民营征信机构之一。亿美软通为银之杰拓展个人征信业务提供了坚实的技术基础和人才、经验保障。通过亿美软通的移动商务平台卡位移动数据入口, 形成独有的数据源优势, 公司将在未来个人征信市场中占据一席之地。
- **全面布局互金领域, 积极参股券商、保险等金融机构。** 2014 年 8 月, 公司投资 1.5 亿元发起设立易安财险, 2016 年 6 月, 公司参与发起设立安科人寿保险有限公司, 出资 1.5 亿元, 占股 15%。同月, 参与发起设立上海保险交易所, 出资 3000 万元, 占股 1.34%。2016 年 4 月, 参与设立东亚前海证券, 出资 3.915 亿元, 占股 26.1%。截至目前, 公司在金融领域的布局已基本完成。征信、保险、券商是公司未来着重发展的业务板块, 公司在合资金融机构中的控股规模有望扩大。其中征信是公司核心竞争力所在, 亦是整个互金布局的基础。保险与券商两大业务体系发展成熟之后将为公司贡献可观的利润, 公司前景值得期待。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.21 元、0.29 元和 0.40 元。考虑到公司在个人征信领域具备的显著优势以及在互金行业的完善布局, 当金融业务实现放量后将显著增厚公司业绩。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 金融业务发展或不达预期; 金融牌照发放政策或发生改变。

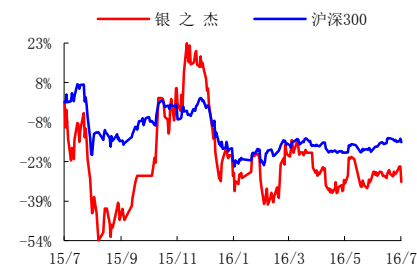
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	619.66	969.96	1332.20	1682.39
增长率	222.53%	56.53%	37.34%	26.29%
归属母公司净利润(百万元)	72.96	140.39	196.21	270.70
增长率	163.52%	92.41%	39.77%	37.96%
每股收益 EPS(元)	0.11	0.21	0.29	0.40
净资产收益率 ROE	8.60%	14.48%	17.39%	20.09%
PE	289	150	107	78
PB	23.15	20.26	17.40	14.58

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: 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)	6.84
流通 A 股(亿股)	3.26
52 周内股价区间(元)	25.88-69.39
总市值(亿元)	193.51
总资产(亿元)	11.91
每股净资产(元)	1.72

相关研究

目 录

1 公司概况：深耕金融信息化，转型正在进行时.....	1
2 借力亿美软通数据源优势，耕耘个人征信新蓝海.....	3
2.1 个人征信市场空间广阔.....	3
2.2 获取首批征信业务资质，掌握先发优势.....	4
2.3 亿美软通“数据源+大数据技术”优势明显.....	5
3 全面布局互金领域，打造银、证、保全牌照综合服务平台.....	6
3.1 易安财险推进顺利，互联网保险多点开花.....	6
3.2 申请成立合资券商，互金布局日臻完善.....	7
4 盈利预测与投资建议	7
5 风险提示	8

图 目 录

图 1: 公司上市以来主营业务变化情况	1
图 2: 公司 2014-2015 年各产品收入情况 (亿元)	2
图 3: 公司 2014-2015 年各产品毛利情况 (亿元)	2
图 4: 公司 2010 年以来营业收入及增长率	2
图 5: 公司 2010 年以来归母净利润及增长率	2
图 6: 公司 2010 年以来销售毛利率及净利率变化情况	3
图 7: 中国个人贷款余额 (2010-2020)	4
图 8: 亿美软通资料图 (1)	5
图 9: 亿美软通资料图 (2)	5
图 10: 2012 年以来中国保险行业原保费总收入及增长率	6

表 目 录

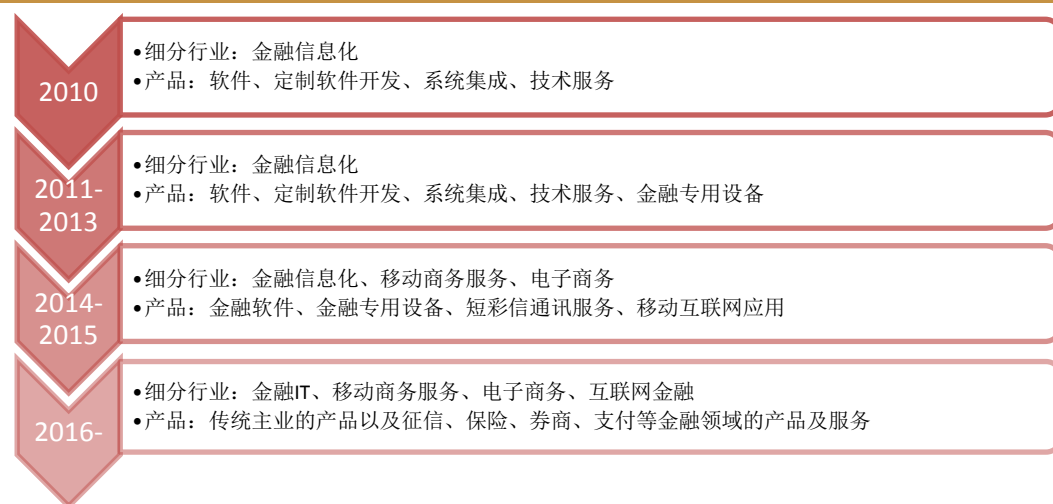
表 1: 2015 年以来征信行业政策法规	3
表 2: 八家准个人征信机构比较	4
表 3: 公司在金融领域业务拓展情况	6
表 4: 公司各项业务盈利预测	7
附表: 财务预测与估值	9

1 公司概况：深耕金融信息化，转型正在进行时

公司是一家服务于金融信息化领域，专注于银行影像应用软件的开发的国家级高新技术企业。公司自成立以来已为银行提供了 18 年的金融 IT 服务，客户遍及国内 31 个省、市、自治区的 300 余家银行或分行，涵盖了三大政策性银行、五大国有商业银行及多家股份制商业银行，覆盖超过 8 万个银行营业网点，约占全国银行业金融机构营业网点总数的 40%。

近年来公司不断通过外延拓展业务版图，目前主业包括金融信息化、移动商务服务以及电子商务。公司从 2013 年开始布局互联网金融，以征信服务为入口，参与设立保险、证券等金融机构，打造涵盖银行、保险、证券在内的综合金融平台，收购亿美软通、华道征信布局征信产业链，为银行、P2P 公司、消费金融公司提供风控服务，全面转型金融服务提供商。

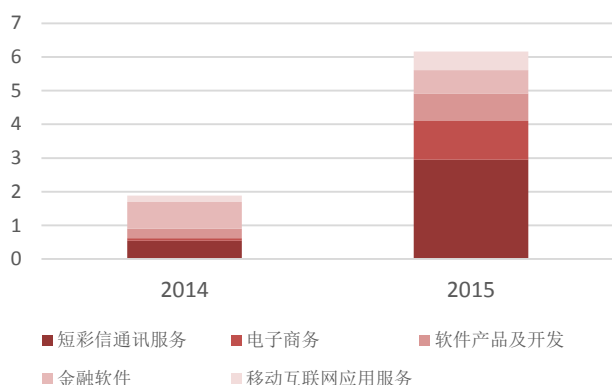
图 1：公司上市以来主营业务变化情况



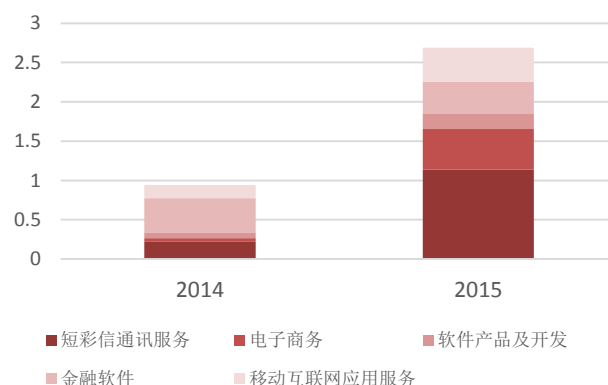
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务：公司传统主业是为银行提供金融信息化领域的系统软件、平台及行业解决方案，主要软件产品包括电脑验印系统、批量验印系统、票据影像交换业务处理系统、银企对账管理系统、集中业务影像作业平台、远程授权管理系统等；主要金融设备产品包括智能印章控制机、票据自助受理机、高拍仪、回单自助打印机等。公司 2014 年完成收购亿美软通 100% 股权以及科安数字 51% 股权，将移动信息化与电子商务纳入自身业务版图，连同金融信息化成为驱动公司增长的三驾马车。

公司产品的收入及毛利结构：2015 年度，公司收入最高的产品项目为短彩信通讯服务，营收占比达到 47.6%，贡献 41.9% 的毛利。电子商务业务快速增长，收入占比达到 18.5%，贡献 19% 的毛利。软件产品及开发业务以及移动互联网应用服务稳定增长，占比分别维持在 14% 和 9% 左右，分别贡献 7.5% 和 16.9% 的毛利。金融软件业务收入总额与 2014 年基本持平，在总营收中占比下降至 11%，毛利占比 13.2%。

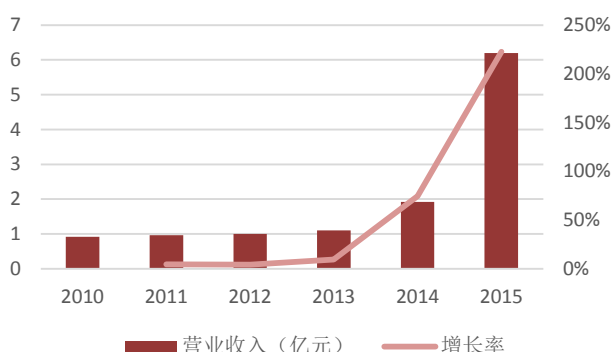
图 2：公司 2014-2015 年各产品收入情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

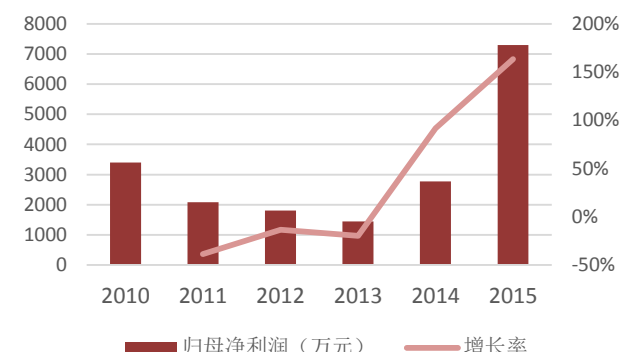
图 3：公司 2014-2015 年各产品毛利情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩情况： 2016 年 1 季度公司实现营收 1.58 亿元，同比增长 71.23%，实现归母净利润 604 万元，同比增长 20%。预计 2016 年半年度公司归母净利润为 1500-1750 万元，同比增长 44%-69%，业绩增长的主要原因是公司的新产品智能印控机成功中标中国银行总采购量的 80%，目前公司的印控机产品已推广至 10 个以上省级分行，平均每个省分行印控机需求量在 700-800 台，印控机平均单价在 15000 元以上，以今年全年在 20 家省分行完成推广来预测，智能印控机业务全年可以为公司带来至少 2.8 亿元的收入。

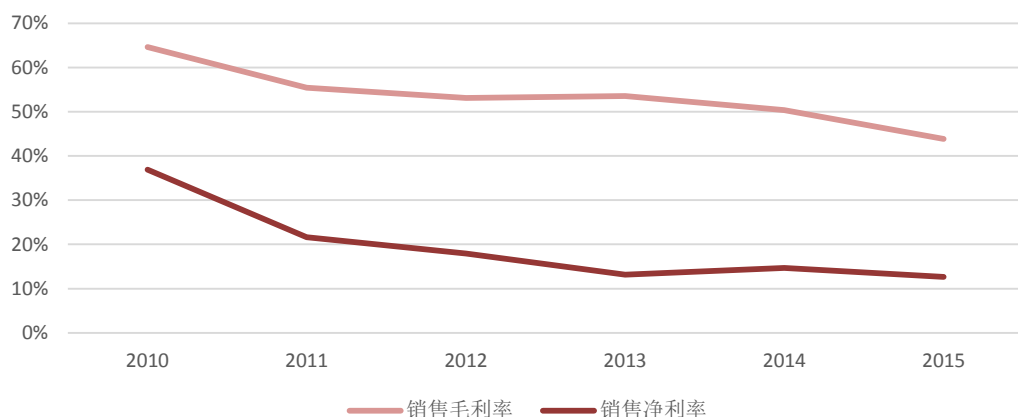
图 4：公司 2010 年以来营业收入及增长率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2010 年以来归母净利润及增长率


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司近年来整体毛利率呈下降趋势，原因在于两点：1) 营收占比较大的移动信息业务的行业竞争不断加剧，行业毛利率下降；2) 金融 IT 业务硬件销售收入所占比重加大，导致整体毛利率降低。虽然移动信息业务毛利率较低，但由于其可以为公司积累数据、创造价值，对公司的互联网金融与大数据产业布局十分有利，因此公司始终将其作为发展重心之一。

图 6：公司 2010 年以来销售毛利率及净利率变化情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2 借力亿美软通数据源优势，耕耘个人征信新蓝海

2.1 个人征信市场空间广阔

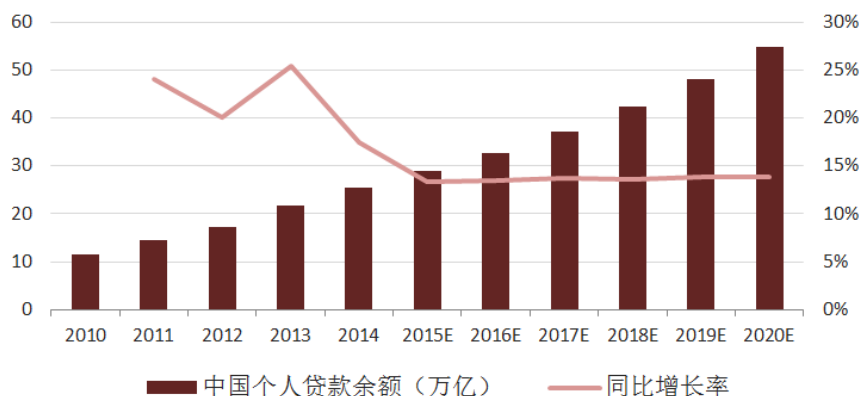
2015 年被称为“中国个人征信市场化元年”。在这一年里，多项关键政策与监管指引相继出炉，中国个人征信市场的顶层设计雏形初现；第一批牌照发放提上日程，征信市场化工作迈出重要一步。

表 1：2015 年以来征信行业政策法规

	代表事件	关键影响
2013 年 3 月	国务院发布《征信业管理条例》	初步构成了社会信用体系的法律基础
2015 年 1 月	发改委联合央行发布《社会信用体系建设规划纲要（2014-2020）任务分工》	对进一步构筑诚实守信的经济社会环境具有重要的指导意义
2015 年 1 月	人民银行印发《关于做好个人征信业务准备工作的通知》	首批牌照有望发出，个人征信市场化进程提速
2015 年 8 月	国务院颁布《促进大数据发展行动纲要》	为征信数据共享和完善奠定政策基础
2015 年 12 月	人民银行发布《征信机构监管指引》	加强信息主体权益保护；建立风控防线并规范拍照流转

数据来源：西南证券整理

截止 2014 年底，央行征信中心有效覆盖了 8.6 亿人信息，但仅有 3.5 亿人拥有信贷记录，个人征信记录覆盖率仅为 35%，即便考虑到中国 55%的城镇化率，城镇人口个人征信覆盖率也仅为 61%，远低于美国 92%的渗透率。对于中国这样一个经济体量巨大、人口分布广泛、活力加速释放的经济体，薄弱的征信体系直接影响了社会融资成本、放贷效率和行业抗风险能力，制约了普惠金融的发展和经济运行效率的提升。此外，中国社会整体信用体系不完善，守信激励和失信惩戒机制尚不健全。因此，作为国家信用体系的核心环节的征信行业，其发展必然提速，在这个过程中引入市场化的力量催化行业，也是中国征信行业现状使然。根据 BCG 咨询预测，尽管中国宏观经济增速将放缓，但未来五年个人信贷余额仍将以年均复合增长率 14%左右的速度拓展至约 55 万亿，为个人征信市场创造巨大的发展空间。

图 7：中国个人贷款余额（2010-2020）


数据来源：BCG 咨询，西南证券整理

2.2 获取首批征信业务资质，掌握先发优势

独立第三方的市场形象为公司带来发展征信业务的独特优势。2013 年 12 月，公司作为第一大股东（持股 40%）投资成立了北京华道征信有限公司。2015 年 1 月，华道征信被中国人民银行列入“开展个人征信业务准备工作的机构名单”，是国内首批获准开展个人征信业务准备工作的八家民营征信机构之一。由于八家公司背景多样且个人征信业务涉及隐私等敏感问题，个人征信牌照的发放将较为谨慎。目前，八家公司继续在中国人民银行的督导下开展个人征信业务的准备工作。

表 2：八家准个人征信机构比较

机构分类	征信机构	数据来源	数据处理技术	主要产品和服务	应用
经典类	中诚信	主要依靠累计的银行、医疗、保险、教育等信息，以及合作的地方性中小金融机构和企业平台	以自主独立研发的信用评分算法为基础，积极探索大数据信用评分技术，旨在将传统建模与大数据建模有机融合	万象分、信用体系建设、信用报告、信用信息验证等	银行、电商、P2P 平台、小贷公司等客户
	鹏元	合作金融机构、各级政府、公共事业单位等	以成熟的传统主流征信模型习题为基础，结合创新大数据挖掘建模算法，利用前沿海量数据处理加工技术	个人信用报告类产品、身份认证类产品、评分类产品、自动征信类产品、互联网服务类产品等	银行、P2P 平台、小贷公司、第三方支付、消费分期及其他泛金融领域、电商等
	中智诚	主要依靠合作的 P2P 平台和其他第三方机构	全球独有的中文模糊匹配技术；分级分团技术；基于商业银行反欺诈业务的疑似团伙欺诈专家规则集；探索大数据技术	个人征信评分服务、申请反欺诈服务、全国公民身份信息认证服务等	P2P、消费金融等将会接入银行和汽车金融公司等
新生态聚合类	芝麻信用	阿里电商、蚂蚁金服、用户上传、合作的互联网平台、金融机构和公共机构等	云计算及机器学习等技术，包括逻辑回归、决策树、随机森林等模型算法；芝麻评分与美国 FICO 信用评分类似	芝麻信用评分、信用报告、反欺诈、行业关注名单等	金融机构、生活类商户等
	腾讯征信	QQ 和微信用户，财付通、用户上传数据、京东等第三方合作平台	利用大数据平台 TDBANK，采集处理相关行为和基础画像等数据，并利用统计学、传统机器学习的方法	七颗星评分、金融反欺诈、信用报告、人脸识别	金融机构、非金融机构、普通用户

机构分类	征信机构	数据来源	数据处理技术	主要产品和服务	应用
	前海征信	平安集团综合金融数据, 合作方如银联、小贷、P2P 数据	自由专业大数据团队, 并积极与海内外顶尖学术机构展开深度合作; 个人评分采用与美国 FICO 完全一致的评分标准	数据类 (如风险度提示、好信度等)、云系统 (信贷云、反欺诈云、催收云等)、功能插件 (好信易申请、好信认证、生物特征识别)	金融机构、互联网金融公司、非金融机构等
	考拉征信	拉卡拉集团下属个人支付、企业支付、小贷、保理、P2P、O2O 社区电商, 银联等其他合作机构和公共机头	利用传统的德尔菲法、回归、分类、Web 挖掘和神经网络技术, 结合大数据技术进行数据处理和多角度组合建模; 考拉分与美国 FICO 评分类似	考拉分	P2P、电商平台、小额贷款公司等
	华道征信	银之杰金融服务体系、亿美软通的移动商务平台、新奥燃气信息以及其他合作的第三方机构	依托清华五道口金融学院, 将与华道征信共建“大数据征信实验室”	华道猪猪分、反欺诈, 包括同业征信联盟、华道信用评估模型、华道个人征信评估	租房房东等

数据来源: BCG 咨询, 西南证券整理

2.3 亿美软通“数据源+大数据技术”优势明显

2014 年, 公司完成了收购北京亿美软通科技有限公司 100% 股权的重大资产重组工作。亿美软通是一家国内领先的企业移动信息化服务提供商, 以短、彩信发送软件开发、系统运维、大数据处理与分析为基础, 为各类企业客户提供移动信息化解决方案、移动信息化产品运营、移动高效管理及移动营销等方面的移动通讯产品及服务。

在大数据技术领域, 2011 年到 2013 年期间, 亿美软通曾引进全球三大征信机构之一、英国上市公司 Experian 作为战略投资者 (通过 VIE 架构成为亿美软通的控股股东), 在技术、产品、市场等方面进行了交流与合作, 在合作过程中学习并积累了数据清洗、数据仓库、数据挖掘、数据分析等大数据技术及丰富的技术应用经验和人才。

图 8: 亿美软通资料图 (1)



数据来源: 互联网资料, 西南证券整理

图 9: 亿美软通资料图 (2)



数据来源: 互联网资料, 西南证券整理

亿美软通为银之杰拓展个人征信业务提供了坚实的技术基础和人才、经验保障。通过亿美软通的移动商务平台卡位移动数据入口, 形成独有的数据源优势, 公司将在未来个人征信市场中占据一席之地。

3 全面布局互金领域，打造银、证、保全牌照综合服务平台

从长期战略来看，公司意图围绕金融领域打造综合生态服务体系，搭建“互联网+保险+征信+银行+证券”的互金业务网络，将银、证、保三块均纳入公司的业务版图，实现全方位的协同效应。

表 3：公司在金融领域业务拓展情况

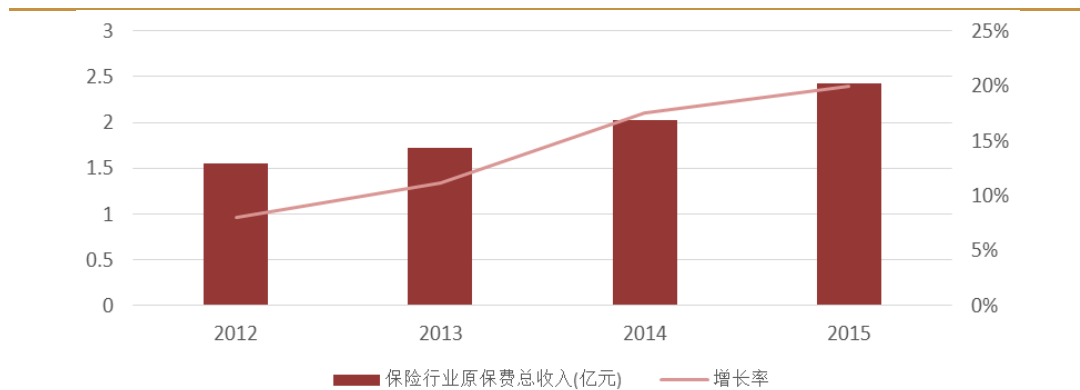
时间	金融领域业务拓展
2014 年 8 月	投资 1.5 亿元发起设立易安财险
2016 年 4 月	参与设立东亚前海证券，出资 3.915 亿元，占股 26.1%
2016 年 6 月	参与发起设立安科人寿保险有限公司，出资 1.5 亿元，占股 15%
2016 年 6 月	参与发起设立上海保险交易所，出资 3000 万元，占股 1.34%

数据来源：西南证券整理

3.1 易安财险推进顺利，互联网保险多点开花

2014 年《国务院关于加强发展现代保险服务业的若干意见》（简称“国十条”）设定了 2020 年我国保险业发展目标：2020 年保险深度(保费收入/国内生产总值)达到 5%，保险密度(保费收入/总人口)达到 3500 元/人。2015 年保费收入 2.4 万亿，同比增长 20%，2012-2015 年间保费收入复合增长率达到 12%。

图 10：2012 年以来中国保险行业原保费总收入及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

2014 年 8 月，公司投资 1.5 亿元作为主发起人（持股比例为 15%）与其他合作方共同发起设立易安财产保险股份有限公司。2016 年 2 月易安保险收到中国保监会的开业批复，目前除了车险资格还在申请进程之外，易安财险已经推出了包括财产保险、人身意外险以及基于互联网场景的创新保险在内的诸多保险产品。作为国内四家持牌互联网保险之一的易安保险已经拥有牌照资质的先发优势，未来借力银之杰在大数据领域的持续积累，保费规模仍有增长空间。

此外，2016 年 6 月，公司参与发起设立安科人寿保险有限公司，出资 1.5 亿元，占股 15%。同月，参与发起设立上海保险交易所，出资 3000 万元，占股 1.34%。进一步彰显了公司完善“互联网+保险”业务布局的信心。

3.2 申请成立合资券商，互金布局日臻完善

2016 年 4 月，公司参与设立东亚前海证券，出资 3.915 亿元，占股 26.1%。预计东亚前海证券的营业资质获批只是时间问题，届时银之杰综合金融服务生态圈布局将更加完善。

截至目前，公司在金融领域的布局已基本完成。征信、保险、券商是公司未来着重发展的业务板块，公司在合资金融机构中的控股规模有望扩大。其中征信是公司核心竞争力所在，亦是整个互金布局的基础。保险与券商两大业务体系发展成熟之后将为公司贡献可观的利润，公司前景值得期待。

4 盈利预测与投资建议

关键假设：

1) 公司的短彩信通讯服务业务、移动商务及电子商务业务营收保持高增长，预计 2016-2018 年增长率分别为 50%、40%、30%；

2) 华道征信将顺利取得个人征信牌照、公司参股的东亚前海证券将顺利取得券商牌照；

3) 公司的保险、券商等金融业务收入在未来五年保持 20% 以上的复合增速。

表 4：公司各项业务盈利预测

业务	项目	2015A	2016E	2017E	2018E
短彩信通讯服务	营业收入（百万元）	294.77	486.37	680.91	851.14
	增速	445.40%	65.00%	40.00%	25.00%
	营业成本（百万元）	181.01	301.55	408.55	493.66
	毛利率	38.59%	38.00%	40.00%	42.00%
电子商务	营业收入（百万元）	114.75	189.33	265.06	331.33
	增速	1308.00%	65.00%	40.00%	25.00%
	营业成本（百万元）	63.04	104.13	145.79	165.67
	毛利率	45.06%	45.00%	45.00%	50.00%
金融专用设备	营业收入（百万元）	81.67	122.50	171.50	240.10
	增速	184.60%	50.00%	40.00%	40.00%
	营业成本（百万元）	61.58	93.10	128.62	168.07
	毛利率	24.60%	24.00%	25.00%	30.00%
金融软件	营业收入（百万元）	70.0779	73.58	77.26	81.12
	增速	-10.40%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本（百万元）	30.0817	30.90	30.90	32.45
	毛利率	57.07%	58.00%	60.00%	60.00%
移动互联网应用服务	营业收入（百万元）	54.5477	98.19	137.46	178.70
	增速	185.00%	80.00%	40.00%	30.00%
	营业成本（百万元）	11.1387	19.64	27.49	35.74
	毛利率	79.58%	80.00%	80.00%	80.00%

数据来源：西南证券整理

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.21 元、0.29 元和 0.40 元。考虑到公司在个人征信领域具备的显著优势以及在互金行业的完善布局，当金融业务实现放量后将显著增厚公司业绩。首次覆盖给予“增持”评级。

5 风险提示

新业务发展或不达预期的风险；金融牌照发放政策或发生改变的风险。

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	619.66	969.96	1332.20	1682.39	净利润	78.23	150.53	210.40	290.26
营业成本	348.00	549.32	741.35	895.58	折旧与摊销	23.99	13.56	13.56	13.56
营业税金及附加	2.49	5.45	6.86	8.61	财务费用	-7.35	14.12	28.44	29.94
销售费用	72.62	130.71	169.62	215.53	资产减值损失	7.95	0.00	0.00	0.00
管理费用	105.94	192.06	251.78	323.02	经营营运资本变动	-150.64	-457.15	-208.37	-233.02
财务费用	-7.35	14.12	28.44	29.94	其他	81.06	-80.00	-90.00	-100.00
资产减值损失	7.95	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	33.24	-358.93	-45.97	0.74
投资收益	-6.21	80.00	90.00	100.00	资本支出	-55.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-213.31	-380.50	90.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-268.93	-380.50	90.00	100.00
营业利润	83.80	158.30	224.14	309.70	短期借款	25.00	745.67	60.60	20.08
其他非经营损益	0.54	2.74	2.28	2.15	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	84.34	161.05	226.43	311.85	股权融资	3.14	0.00	0.00	0.00
所得税	6.10	10.51	16.03	21.59	支付股利	-7.88	-20.77	-39.96	-55.86
净利润	78.23	150.53	210.40	290.26	其他	-4.05	-14.12	-28.44	-29.94
少数股东损益	5.27	10.15	14.18	19.57	筹资活动现金流净额	16.21	710.77	-7.80	-65.72
归属母公司股东净利润	72.96	140.39	196.21	270.70	现金流量净额	-219.39	-28.66	36.22	35.02
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	125.65	97.00	133.22	168.24	成长能力				
应收和预付款项	363.13	872.62	1123.33	1374.68	销售收入增长率	222.53%	56.53%	37.34%	26.29%
存货	41.15	64.95	87.65	105.89	营业利润增长率	217.28%	88.91%	41.59%	38.17%
其他流动资产	148.08	231.79	318.35	402.03	净利润增长率	177.35%	92.41%	39.77%	37.96%
长期股权投资	183.39	643.89	643.89	643.89	EBITDA 增长率	203.63%	85.17%	43.10%	32.71%
投资性房地产	40.55	40.55	40.55	40.55	获利能力				
固定资产和在建工程	10.57	8.14	5.71	3.28	毛利率	43.84%	43.37%	44.35%	46.77%
无形资产和开发支出	241.37	230.71	220.05	209.40	三费率	27.63%	34.73%	33.77%	33.79%
其他非流动资产	24.63	24.16	23.69	23.22	净利率	12.63%	15.52%	15.79%	17.25%
资产总计	1178.50	2213.80	2596.43	2971.17	ROE	8.60%	14.48%	17.39%	20.09%
短期借款	25.00	770.67	831.27	851.35	ROA	6.64%	6.80%	8.10%	9.77%
应付和预收款项	223.25	375.11	519.07	633.19	ROIC	13.32%	18.59%	19.20%	21.57%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.21%	19.17%	19.98%	20.99%
其他负债	20.38	28.39	36.03	42.17	营运能力				
负债合计	268.63	1174.17	1386.37	1526.70	总资产周转率	0.58	0.57	0.55	0.60
股本	525.80	683.54	683.54	683.54	固定资产周转率	65.45	103.64	192.27	374.01
资本公积	207.27	49.53	49.53	49.53	应收账款周转率	2.73	2.09	1.78	1.79
留存收益	168.48	288.10	444.35	659.19	存货周转率	9.32	10.36	9.72	9.25
归属母公司股东权益	899.66	1019.28	1175.52	1390.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.84%	—	—	—
少数股东权益	10.21	20.36	34.54	54.11	资本结构				
股东权益合计	909.87	1039.63	1210.06	1444.47	资产负债率	22.79%	53.04%	53.40%	51.38%
负债和股东权益合计	1178.50	2213.80	2596.43	2971.17	带息债务/总负债	9.31%	65.64%	59.96%	55.76%
					流动比率	2.59	1.08	1.20	1.35
					速动比率	2.43	1.03	1.14	1.28
					股利支付率	10.80%	14.79%	20.37%	20.63%
					每股指标				
					每股收益	0.11	0.21	0.29	0.40
					每股净资产	1.33	1.52	1.77	2.11
					每股经营现金	0.05	-0.53	-0.07	0.00
					每股股利	0.01	0.03	0.06	0.08
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	100.44	185.98	266.14	353.20					
PE	288.65	150.02	107.33	77.80					
PB	23.15	20.26	17.40	14.58					
PS	33.99	21.71	15.81	12.52					
EV/EBITDA	158.88	116.10	81.22	61.16					
股息率	0.04%	0.10%	0.19%	0.27%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn