

聚焦物联网产业，开拓电子车牌蓝海市场

投资要点

- **智慧城市板块优质企业，围绕公共安全布局五大领域。**高新兴是国内优秀的公共安全整体方案提供商和跨系统平台的智慧城市运营商，公司目前主业包括平安城市与智能交通、通信安全、铁路行车安全、数据安全和金融安全等业务，为公安交管部门、通信运营商、地方铁路局、银行等金融机构提供产品和服务。
- **收购中兴智联，切入电子车牌蓝海市场。**公司近期发布公告拟收购中兴智联84.86%股权，此次收购主要目的为借助中兴智联在RFID领域的技术优势，切入电子车牌广阔市场。电子车牌是RFID技术在物联网领域最新的应用之一，经过长期试点工作之后，预计电子车牌国家标准有望于2016年下半年出台。我们预计电子车牌市场规模十分可观：以全国100个城市进行电子车牌推广来测算，预计前端硬件市场的规模可以达到每年40-50亿元，高新兴凭借技术与渠道的双向优势，有望占据逾50%的硬件铺设市场。另一方面，我国每年新增汽车超过2000万辆，国内汽车保有量超过1.8亿辆。随着电子车牌向全国推广，存量与增量汽车均需安装电子车牌，高新兴掌握电子车牌的核心技术与专利，在汽车上牌的收入分成中也将显著受益。
- **技术+渠道，电子车牌业务强强联合。**中兴智联是电子车牌标准制定的主要参与方，基于中兴强大的物联网技术，围绕电子车牌形成了“车牌—读写器—系统”全产业链系统。高新兴则拥有行业领先的公安领域客户资源，未来公司将利用中兴智联的研发平台，与中兴在物联网产业加强合作，使公司的渠道优势与中兴的技术优势形成合作共赢的局面。
- **平安城市与智慧交通两线并重，长期看好公司发展。**公司未来主业发展分为两条线，第一条线是以轨交安全业务、电子车牌业务为主的智慧交通；第二条线是主要针对公安的平安城市业务。公司将充分利用两条业务线间较强的协同性，内生与外延并重。内生方面，公司将继续深耕智慧城市业务，并由传统的项目制转向PPP模式为主，未来将进一步地参与项目运营。外延方面，公司通过收购中兴智联大力发展电子车牌业务，抢占蓝海市场。并与易方达成立了高石基金，投资标的主要是视频大数据和物联网技术的优质资产。
- **盈利预测与投资建议。**未来三年公司智慧城市与轨交安全业务均有望保持30%以上复合增速，受益于铁塔公司基站建设的巨大需求通信安全业务今年有望实现收入的成倍增长，同时考虑到电子车牌业务有望2017年落地，将显著增厚公司业绩。我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.29、0.35、0.41元，对应PE分别为51倍、41倍、36倍。参考智慧城市板块上市公司平均估值，给予公司2016年70倍PE，对应目标价为20元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**通信安全业务高增长不可持续的风险；平安城市安防监控业务竞争趋于激烈的风险；电子车牌业务推进不达预期的风险。

| 指标/年度 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1080.59 | 1874.29 | 2840.15 | 3395.56 |
| 增长率 | 46.55% | 73.45% | 51.53% | 19.56% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 140.14 | 307.73 | 380.92 | 440.93 |
| 增长率 | 8.67% | 119.59% | 23.79% | 15.75% |
| 每股收益EPS(元) | 0.13 | 0.29 | 0.35 | 0.41 |
| 净资产收益率ROE | 4.11% | 8.27% | 9.38% | 9.90% |
| PE | 113 | 51 | 41 | 36 |
| PB | 4.61 | 4.25 | 3.89 | 3.55 |

数据来源: Wind, 西南证券

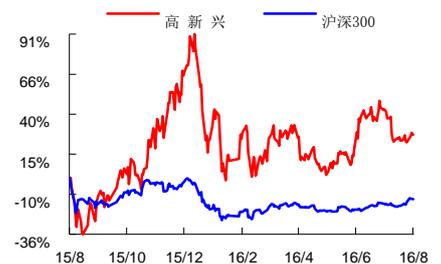
西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 常潇雅
电话: 021-68415380
邮箱: cxya@swsc.com.cn

联系人: 李傲远
电话: 0755-23605294
邮箱: liaoy@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) | 10.75 |
| 流通A股(亿股) | 4.80 |
| 52周内股价区间(元) | 10.75-29.59 |
| 总市值(亿元) | 157.78 |
| 总资产(亿元) | 43.26 |
| 每股净资产(元) | 3.25 |

相关研究

目 录

| | |
|---------------------------------------|----------|
| 1 公司概况：智慧城市领域优质企业 | 1 |
| 1.1 公司主业：围绕公共安全，布局五大领域 | 1 |
| 1.2 内生与外延双线助力业绩增长 | 1 |
| 2 收购中兴智联，切入电子车牌蓝海市场 | 2 |
| 2.1 RFID 是物联网领域核心技术，市场空间广阔 | 2 |
| 2.2 电子车牌政策落地在即，市场规模可期 | 3 |
| 3 技术+渠道，电子车牌业务强强联合 | 5 |
| 3.1 中兴智联拥有全球领先的 RFID 技术储备 | 5 |
| 3.2 技术与渠道完美结合，助力电子车牌抢滩登陆 | 5 |
| 3.3 基于电子车牌信息，应用层未来空间广阔 | 6 |
| 4 平安城市与智慧交通两线并重，长期看好公司发展 | 6 |
| 5 盈利预测 | 7 |
| 6 风险提示 | 8 |

图目录

| | |
|--|---|
| 图 1: 公司主营业务及解决方案 | 1 |
| 图 2: 公司 2012-2016Q1 主营业务收入 (万元) 及增长率 | 2 |
| 图 3: 公司 2012-2016Q1 净利润 (万元) 及增长率 | 2 |
| 图 4: 公司与智慧城市板块上市公司毛利率对比 | 2 |
| 图 5: 2015 年公司各产品收入占比 | 2 |
| 图 6: RFID 在物联网的应用 1 | 3 |
| 图 7: RFID 在物联网的应用 2 | 3 |
| 图 8: 中国 RFID 市场规模 (亿) 及增速 | 3 |
| 图 9: 电子车牌技术原理 | 4 |
| 图 10: 电子车牌技术与传统车牌技术对比 | 4 |
| 图 11: 中国电子车牌标准制定进程 | 4 |
| 图 12: 中国汽车保有量 (亿辆) | 5 |
| 图 13: 中国汽车销售量 (万辆) 及增速 | 5 |
| 图 14: 中兴智联电子车牌系统架构 | 6 |

表目录

| | |
|-------------------|---|
| 表 1: 分业务预测: | 7 |
| 附表: 财务预测与估值 | 9 |

1 公司概况：智慧城市领域优质企业

高新兴是国内优秀的公共安全整体方案提供商和跨系统平台的智慧城市运营商。公司长期聚焦公安业务，为客户提供完整解决方案和一体化运营服务；深研大数据，自主研发城市级安防平台，累计为客户提供近 200 万路视频接入服务，广泛应用于全国各省市的公安、交警及铁路、银行、通信运营商等。公司旗下汇聚创联电子、国迈科技、讯美科技等优秀企业，业务遍布全国 31 个省市。

1.1 公司主业：围绕公共安全，布局五大领域

公司目前主业包括平安城市与智能交通、通信安全、铁路行车安全、数据安全和金融安全等业务，为公安交管部门、通信运营商、地方铁路局、银行等金融机构提供产品和服务。

图 1：公司主营业务及解决方案



数据来源：公司网站、西南证券整理

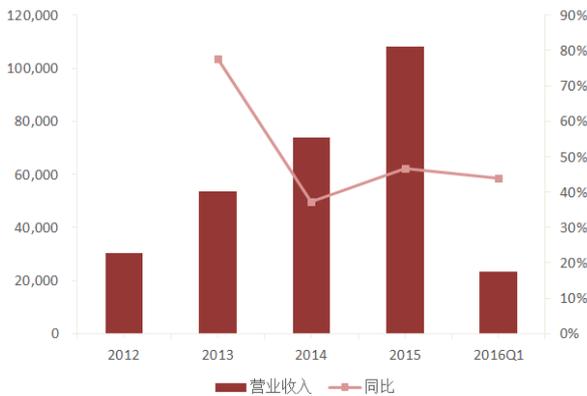
平安城市是公司的传统主营业务，在总营收中占比超过 50%；受益于铁塔公司基站建设的巨大需求，预计通信安全业务将在 2016 年实现收入的成倍增长。

1.2 内生与外延双线助力业绩增长

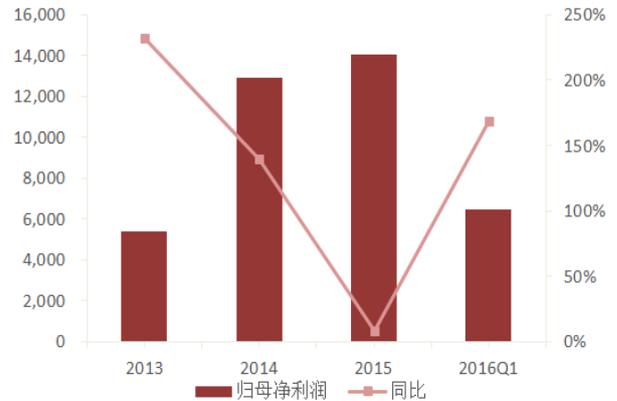
公司业绩状况：2015 年全年公司实现营收与净利润分别为 10.8 亿元和 1.4 亿元，同比分别增长 46.6%和 8.7%。2016 年一季报营收与净利润分别为 2.3 亿元和 6435 万元，同比分别增长 43.9%和 168.4%，外延与内生两方面均对公司业绩贡献明显：外延方面，创联电子与国迈科技业绩并表为公司贡献了约 30%的收入与利润；内生方面，公司各项主营业务均保持较高增长，PPP 模式成为公司承接智慧城市项目的主要方式，在智慧城市主业中公司的业务模式正逐步从项目制向参与运营转变，业务毛利率不断提升。

公司主营业务结构：2015 年，公司主要产品的营收均保持较高增长，“视频监控综合管理平台”实现营业收入 5.3 亿元，占营业收入比重 48.83%；“基站/机房运维信息化综合管理平台”实现营业收入 8086 万元，占营业收入比重 7.48%；“前端数据采集存储传输设备”实现营业收入 1.8 亿元，占营业收入比重 16.25%。同时，2015 年公司切入“铁路安全”与“数据安全”领域，新产品“铁路行车安全控制通信及信息化系统”实现营业收入 9802 万元，

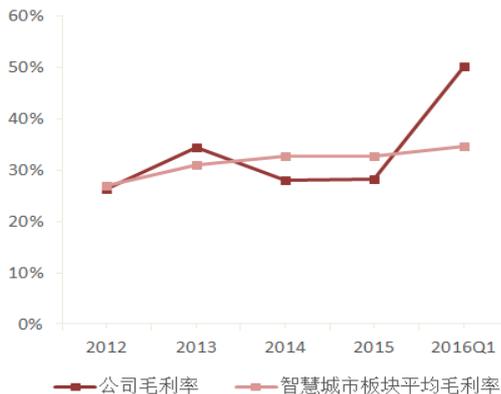
占营业收入比重 9.07%；“智能分析系统”实现营业收入 2938 万元，占营业收入比重 2.72%。此外，公司通过技术服务实现营业收入 1.5 亿元，占营业收入比重 14.13%。

图 2：公司 2012-2016Q1 主营业务收入（万元）及增长率


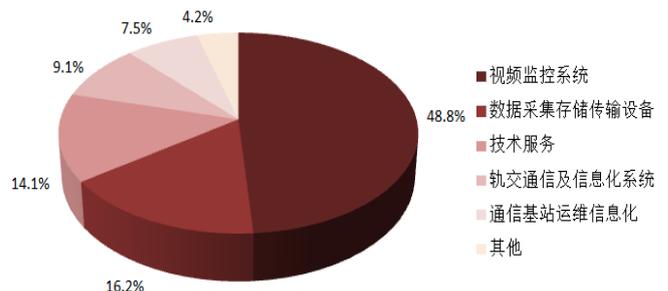
数据来源：公司公告、西南证券整理

图 3：公司 2012-2016Q1 净利润（万元）及增长率


数据来源：公司公告、西南证券整理

图 4：公司与智慧城市板块上市公司毛利率对比


数据来源：公司公告、西南证券整理

图 5：2015 年公司各产品收入占比


数据来源：公司公告、西南证券整理

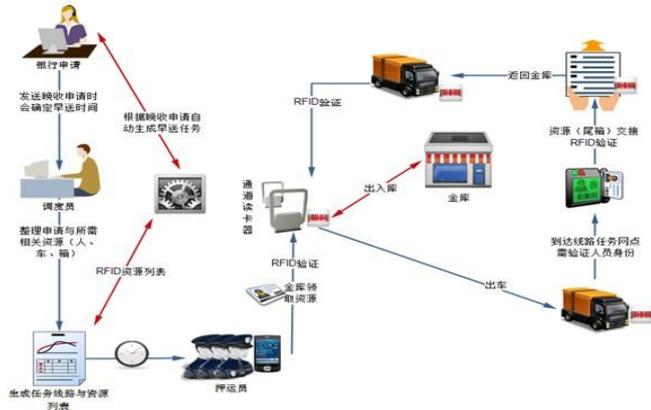
2 收购中兴智联，切入电子车牌蓝海市场

公司于 6 月 25 日发布公告，拟以 1.48 亿元人民币受让中兴通讯持有的中兴智联 84.86% 股权，中兴智联成为公司的控股子公司。此次收购主要目的为借助中兴智联在 RFID 领域的技术优势，切入电子车牌这一广阔市场。

2.1 RFID 是物联网领域核心技术，市场空间广阔

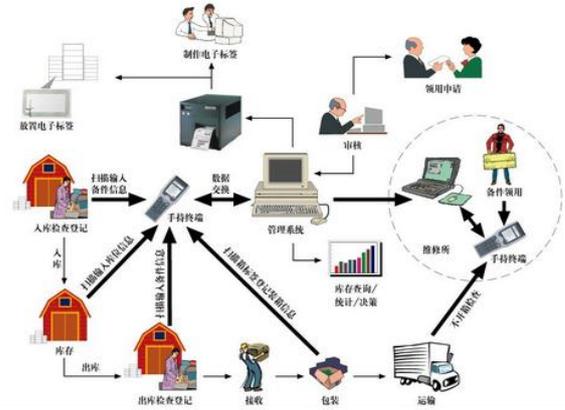
RFID 技术是指可通过无线电信号识别特定目标并读写相关数据、而无需识别系统与特定目标之间建立机械或光学接触的一种通信技术。广泛应用于物流仓储、工业制造、图书管理、金融支付等领域。近年来，RFID 作为构建物联网的关键技术受到人们的广泛关注。

图 6: RFID 在物联网的应用 1



数据来源: 西南证券整理

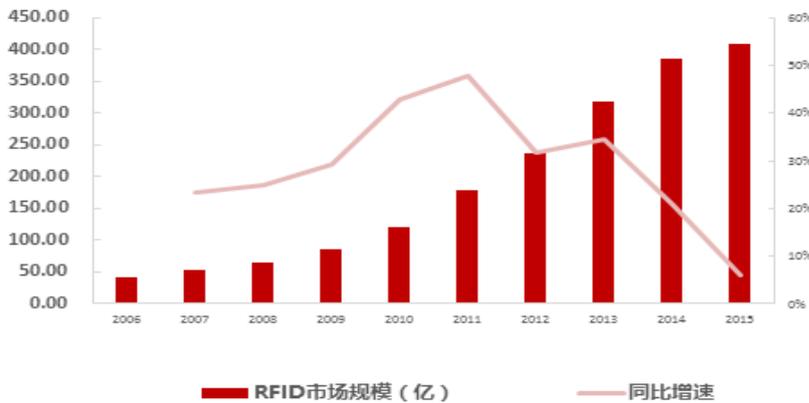
图 7: RFID 在物联网的应用 2



数据来源: 西南证券整理

RFID 技术应用场景丰富, 市场空间广阔, 在经历了较长期的快速发展后, 传统的 RFID 应用市场趋于饱和, 2015 年我国 RFID 市场需求约为 409 亿元, 增速下滑到 6%。未来随着电子车牌等新应用的落地, 我们预期 RFID 的市场规模将再次迎来较快速度的增长。

图 8: 中国 RFID 市场规模 (亿) 及增速

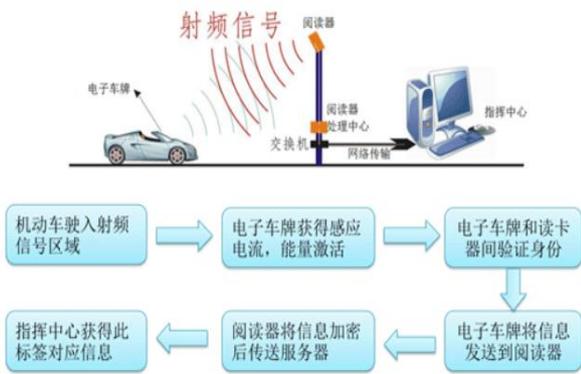


数据来源: Wind、西南证券整理

2.2 电子车牌政策落地在即, 市场规模可期

电子车牌是 RFID 技术在物联网领域最新的应用之一, 即在机动车辆上安装的一枚基于 RFID 技术的电子车牌标签, 利用 RFID 高精度识别、高准确采集、高灵敏度的技术特点, 专业识别读写器可在车辆进入识别范围后读取车辆的信息。交管部门可通过安装在路口的识别读写器记录车辆的违法行为、采集动态交通信息、跟踪车辆行驶路径、限行车辆管理等功能。利用收集到的道路交通信息, 交通部门可以分析和预警道路交通拥堵, 提前实施交通诱导, 缓解城市拥堵状况。

图 9：电子车牌技术原理



数据来源：西南证券

图 10：电子车牌技术与传统车牌技术对比



数据来源：西南证券

我国早在 2007 年就将基于 RFID 技术的汽车电子标识技术的开发和应用验证纳入“国家科技支撑计划”重点专项中，但国家标准的缺失制约了电子车牌的应用推广。随着近期智能交通概念的提出，对电子车牌国家标准落地的预期越来越强烈。公安部与工信部、交通部从 2010 年开始了电子车牌技术标准的研究与制定，2015 年初，确定北京、深圳、无锡作为电子车牌试点城市，分析、实验、论证电子车牌技术标准。无锡跟深圳首批分别发放了 10 万张跟 20 万张电子车牌，随着这两个试点城市电子车牌项目完成验收，公安部将现在试运行的标准上报国标委，在完成相关的审议后，预计电子车牌的国家标准将会在 2016 年的下半年颁布。

图 11：中国电子车牌标准制定进程



数据来源：西南证券

市场规模估算：目前，国内已经有重庆、南京、厦门等城市具规模地部署了电子车牌。根据已有建设经验，电子车牌系统的前期硬件铺设包括在城市的关键路段部署高速读写器以及为交警配备手持读写器，以全国 100 个城市进行电子车牌推广来测算，预计前端硬件市场的规模可以达到每年 40-50 亿元，高新兴凭借技术与渠道的双向优势，有望占据逾 50% 的硬件铺设市场。另一方面，我国近年来汽车销量快速增长，每年新增汽车超过 2000 万辆，国内汽车保有量超过 1.8 亿辆。随着电子车牌向全国推广，存量与增量汽车均需安装电子车牌，高新兴掌握电子车牌的核心技术与专利，在汽车上牌的收入分成中也将显著受益。

图 12: 中国汽车保有量 (亿辆)


数据来源: 西南证券

图 13: 中国汽车销售量 (万辆) 及增速


数据来源: 西南证券

3 技术+渠道，电子车牌业务强强联合

3.1 中兴智联拥有全球领先的 RFID 技术储备

中兴智联在 RFID 技术领域有巨大优势。中兴智联主营业务为基于无线射频识别 (RFID) 技术的系列化产品和解决方案的销售、部署、运营维护服务，主要聚焦在公安交通及物流领域，产品主要覆盖汽车电子标识、ETC、多义性路径识别三个细分市场。在 RFID 技术研发方面，中兴智联拥有国内规模最大、专业性最强的技术团队，专注于 RFID 的研发十余年，在实验室与应用层面均积累了极为丰富的经验。

作为交通部三所电子车牌标准制定的主要参与方，中兴智联参与了标准起草、制定、测试、试点多项工作。2010 年起，中兴智联开始进行汽车电子标识项目建设，已经参与国内 6 个城市（重庆、兰州、银川、厦门、南京、深圳）汽车电子标识项目建设，拥有丰富的项目建设经验。

3.2 技术与渠道完美结合，助力电子车牌抢滩登陆

高新兴作为国内领先的公共安全整体方案提供商，实施和中标了国内多个平安城市建设，在警用系统的信息化建设与服务方面拥有丰富的经验，公司的警用产品销售渠道覆盖全国 16 个省会城市、6 个省全省、3 个直辖市和 200 个地县级城市，与各地公安部门的良好关系使得高新兴在电子车牌推广中占据渠道优势。未来公司将利用自身主业积累的渠道优势以及国迈科技在公安体系中的客户资源，完成汽车电子标识的产业布局，预计在前期的硬件铺设阶段，高新兴的市场占有率将超过 50%。

中兴智联是电子车牌标准制定的主要参与方，基于中兴强大的物联网技术，围绕电子车牌形成了“车牌—读写器—系统”全产业链系统。未来公司将利用中兴智联的研发平台，与中兴在物联网产业加强合作，使公司的渠道优势与中兴的技术优势形成合作共赢的局面。

5 盈利预测

关键假设:

- 1) 智慧城市行业保持每年约 20% 的增速;
- 2) 受益于铁塔公司基站建设的巨大需求, 2016 年基站监控行业将呈现快速增长, 预计行业增速超过 200%;
- 3) 公司的电子车牌业务于 2017 年实现落地创收。

表 1: 分业务预测

| 业务 | 项目 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 视频监控系統 | 营业收入(百萬元) | 527.68 | 685.99 | 891.78 | 1159.32 |
| | 增速 | 42.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| | 营业成本(百萬元) | 377.38 | 493.91 | 642.08 | 834.71 |
| | 毛利率 | 28.00% | 28.00% | 28.00% | 28.00% |
| 前端数据 采集存储传输设备 | 营业收入(百萬元) | 175.59 | 228.27 | 1027.19 | 1129.91 |
| | 增速 | 52.00% | 30.00% | 350.00% | 10.00% |
| | 营业成本(百萬元) | 148.69 | 194.05 | 801.21 | 881.33 |
| | 毛利率 | 15.00% | 15.00% | 22.00% | 22.00% |
| 技术服务 | 营业收入(百萬元) | 152.64 | 183.17 | 238.12 | 309.56 |
| | 增速 | -15.00% | 20.00% | 30.00% | 30.00% |
| | 营业成本(百萬元) | 132.76 | 159.36 | 207.16 | 269.31 |
| | 毛利率 | 13.00% | 13.00% | 13.00% | 13.00% |
| 铁路行车安全控制通 信及信息化系統 | 营业收入(百萬元) | 98.02 | 303.88 | 395.04 | 426.64 |
| | 增速 | | 210.00% | 30.00% | 8.00% |
| | 营业成本(百萬元) | 48.67 | 151.94 | 197.52 | 213.32 |
| | 毛利率 | 50.00% | 50.00% | 50.00% | 50.00% |
| 通信基站 /机房运维信息化 | 营业收入(百萬元) | 80.86 | 404.29 | 202.15 | 262.79 |
| | 增速 | 19.00% | 400.00% | -50.00% | 30.00% |
| | 营业成本(百萬元) | 44.03 | 234.49 | 113.20 | 147.16 |
| | 毛利率 | 46.00% | 42.00% | 44.00% | 44.00% |
| 其他 | 营业收入(百萬元) | 45.80 | 68.70 | 85.87 | 107.34 |
| | 增速 | | 50.00% | 25.00% | 25.00% |
| | 营业成本(百萬元) | 24.29 | 41.22 | 48.95 | 61.18 |
| | 毛利率 | 47.00% | 40.00% | 43.00% | 43.00% |

数据来源: 西南证券

轨交安全业务 2016 年快速增长是由于 2015 年合并报表只并入了创联电子一个月的业绩所致。未来三年公司智慧城市与轨交安全业务均有望保持 30% 以上年复合增速, 受益于铁塔公司基站建设的巨大需求通信安全业务今年有望实现收入的成倍增长, 同时考虑到电子车牌业务有望 2017 年落地, 将显著增厚公司业绩。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.29、0.35、0.41 元, 对应 PE 分别为 51 倍、41 倍、36 倍。参考智慧城市板块上市公司平均估值, 给予公司 2016 年 70 倍 PE, 对应目标价为 20 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

6 风险提示

通信安全业务高增长不可持续的风险；平安城市安防监控业务竞争趋于激烈的风险；电子车牌业务推进不达预期的风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 1080.59 | 1874.29 | 2840.15 | 3395.56 | 净利润 | 140.88 | 307.73 | 380.92 | 440.93 |
| 营业成本 | 775.82 | 1274.94 | 2010.13 | 2407.02 | 折旧与摊销 | 16.06 | 19.94 | 19.94 | 19.94 |
| 营业税金及附加 | 3.62 | 6.65 | 9.81 | 11.78 | 财务费用 | -29.53 | -59.35 | -89.94 | -107.53 |
| 销售费用 | 80.60 | 135.29 | 207.40 | 247.89 | 资产减值损失 | 4.78 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 114.33 | 203.47 | 305.71 | 366.54 | 经营营运资本变动 | -106.02 | -306.87 | -154.77 | -105.18 |
| 财务费用 | -29.53 | -59.35 | -89.94 | -107.53 | 其他 | -145.04 | 0.36 | -0.18 | 0.03 |
| 资产减值损失 | 4.78 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | -118.88 | -38.20 | 155.98 | 248.19 |
| 投资收益 | 4.66 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -969.46 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 946.59 | 137.18 | 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 | -22.87 | 137.18 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 135.64 | 313.28 | 397.05 | 469.86 | 短期借款 | -215.35 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 26.65 | 45.83 | 45.89 | 42.66 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 162.29 | 359.11 | 442.94 | 512.52 | 股权融资 | 2378.39 | 4.23 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 21.41 | 51.39 | 62.02 | 71.60 | 支付股利 | -16.48 | -17.91 | -39.32 | -48.67 |
| 净利润 | 140.88 | 307.73 | 380.92 | 440.93 | 其他 | -1186.72 | 59.35 | 89.94 | 107.53 |
| 少数股东损益 | 0.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 959.84 | 45.68 | 50.62 | 58.85 |
| 归属母公司股东净利润 | 140.14 | 307.73 | 380.92 | 440.93 | 现金流量净额 | 818.09 | 144.65 | 206.60 | 307.04 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 1092.86 | 1237.51 | 1444.11 | 1751.15 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 564.08 | 946.33 | 1429.08 | 1721.13 | 销售收入增长率 | 46.55% | 73.45% | 51.53% | 19.56% |
| 存货 | 233.93 | 384.07 | 605.92 | 725.57 | 营业利润增长率 | 87.71% | 130.96% | 26.74% | 18.34% |
| 其他流动资产 | 323.27 | 322.77 | 489.10 | 584.75 | 净利润增长率 | 5.30% | 118.44% | 23.79% | 15.75% |
| 长期股权投资 | 12.52 | 12.52 | 12.52 | 12.52 | EBITDA 增长率 | 73.26% | 124.18% | 19.42% | 16.88% |
| 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 | 67.62 | 57.37 | 47.13 | 36.89 | 毛利率 | 28.20% | 31.98% | 29.22% | 29.11% |
| 无形资产和开发支出 | 1081.66 | 1071.99 | 1062.32 | 1052.65 | 三费率 | 15.31% | 14.91% | 14.90% | 14.93% |
| 其他非流动资产 | 919.47 | 919.44 | 919.41 | 919.38 | 净利率 | 13.04% | 16.42% | 13.41% | 12.99% |
| 资产总计 | 4295.40 | 4952.01 | 6009.60 | 6804.04 | ROE | 4.11% | 8.27% | 9.38% | 9.90% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 3.28% | 6.21% | 6.34% | 6.48% |
| 应付和预收款项 | 792.39 | 1138.60 | 1830.52 | 2219.72 | ROIC | 11.40% | 13.98% | 14.23% | 15.27% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 11.31% | 14.61% | 11.52% | 11.26% |
| 其他负债 | 75.75 | 92.09 | 116.16 | 129.15 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 868.14 | 1230.69 | 1946.68 | 2348.87 | 总资产周转率 | 0.36 | 0.41 | 0.52 | 0.53 |
| 股本 | 1070.77 | 1075.00 | 1075.00 | 1075.00 | 固定资产周转率 | 16.46 | 30.77 | 56.04 | 83.97 |
| 资本公积 | 2008.58 | 2008.58 | 2008.58 | 2008.58 | 应收账款周转率 | 2.78 | 2.86 | 2.76 | 2.49 |
| 留存收益 | 350.78 | 640.60 | 982.20 | 1374.45 | 存货周转率 | 4.65 | 4.12 | 4.06 | 3.61 |
| 归属母公司股东权益 | 3419.72 | 3713.77 | 4055.37 | 4447.62 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 73.27% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 7.55 | 7.55 | 7.55 | 7.55 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 3427.26 | 3721.31 | 4062.92 | 4455.17 | 资产负债率 | 20.21% | 24.85% | 32.39% | 34.52% |
| 负债和股东权益合计 | 4295.40 | 4952.01 | 6009.60 | 6804.04 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 2.71 | 2.45 | 2.09 | 2.08 |
| | | | | | 速动比率 | 2.42 | 2.12 | 1.77 | 1.77 |
| | | | | | 股利支付率 | 11.76% | 5.82% | 10.32% | 11.04% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.13 | 0.29 | 0.35 | 0.41 |
| | | | | | 每股净资产 | 3.19 | 3.46 | 3.78 | 4.14 |
| | | | | | 每股经营现金 | -0.11 | -0.04 | 0.15 | 0.23 |
| | | | | | 每股股利 | 0.02 | 0.02 | 0.04 | 0.05 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | | | | |
| EBITDA | 122.17 | 273.87 | 327.05 | 382.27 | | | | | |
| PE | 112.61 | 51.28 | 41.43 | 35.79 | | | | | |
| PB | 4.60 | 4.24 | 3.88 | 3.54 | | | | | |
| PS | 14.60 | 8.42 | 5.56 | 4.65 | | | | | |
| EV/EBITDA | 112.20 | 49.75 | 41.03 | 34.30 | | | | | |
| 股息率 | 0.10% | 0.11% | 0.25% | 0.31% | | | | | |

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 |
| | 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 |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@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 |