

2017年01月12日

诚迈科技 (300598.SZ)

公司新股定价

证券研究报告

全球领先的移动互联及智能终端技术提供商

- 公司是国内领先的移动智能终端产业链的软件技术服务提供商。公司主营业务为移动智能终端产业链相关的软件技术服务、软件研发和销售。公司的业务涵盖了移动智能终端的整个产业链，包括基于 Android 操作系统的移动芯片软件开发和技术支持服务、移动终端软件解决方案和产品开发、移动互联网软件开发和运营等。
- 智能终端前景巨大。1) 移动芯片软件开发以及技术支持服务：随着新技术的使用以及移动芯片架构的多元化，全球智能手机应用处理器市场持续增长。；2) 移动终端软件解决方案和产品开发：随着物联网的兴起于使用，新兴终端市场，比如可穿戴设备市场快速发展；3) 移动互联网软件开发与运营：移动互联网市场规模快速增长，进入高速发展时期；
- 公司在行业中竞争优势突出。1) 高效互信的合作模式，优质客户资源和良好品牌形象：公司始终客户需求，严格保护客户核心技术和知识产权，增强双方互信。双方工程师携手打造高效的合作模式。公司重视客户关系，积累大量优质客户，建立起良好的品牌形象。2) 技术优势明显：公司跟随行业发展速度。组建了专业的研发团队。公司创始人王继平先生是国家“千人计划”特聘专家。3) 丰富行业经验，管理团队高效：公司很早立足国际市场，成为行业先行者。积累了深厚的行业经验。并且公司严格管理项目，保证项目进度和项目质量。
- 发行价为 8.73 元，建议定价区间 40-60 元。基于对行业前景和公司业务的判断，预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 5.4 亿元、7.2 亿元、9.7 亿元，净利润分别为 0.5 亿元、0.6 亿元、0.8 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.75 元、1.00 元。参照可比上市公司的估值水平，综合考虑此次发行的政策、市场环境，发行价为 8.73 元，建议定价区间 40-60 元。
- 风险提示：行业政策变动的风险；技术更新和失密的风险；客户相对集中风险；应收账款回收和毛利率下降风险；核心技术人员流失风险；政策变化风险；规模扩张风险。

发行价：8.73 元
定价区间：40 - 60 元

发行数据

总股本(万股)	8,000
发行数量(万股)	2,000
网下发行(万股)	-
网上发行(万股)	2,000
保荐机构	万联证券有限责任公司
发行日期	2017/1/11
发行方式	网上发行

股东信息

南京德博投资管理有限公司	43.98%
Scentshill Capital I, Limited	23.12%
南京泰泽投资管理中心(有限合伙)	7.74%
南京观晨投资管理中心(有限合伙)	7.38%
上海国和现代服务业股权投资投资基金合伙企业(有限合伙)	6.41%
宁波瑞峰财富股权投资合伙企业(有限合伙)	5.13%
苏州晟创投资企业(有限合伙)	2.56%
Scentshill Capital II, Limited	1.89%
International Finance Limited	1.79%

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

相关报告

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	353.0	440.7	537.7	720.5	972.7
净利润	30.5	43.0	50.0	60.2	79.6
每股收益(元)	0.38	0.54	0.62	0.75	1.00
每股净资产(元)	2.4	2.9	5.7	6.5	7.5

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
毛利率	33.6%	33.0%	32.3%	32.9%	32.3%
净利率	8.7%	9.8%	9.3%	8.4%	8.2%
净资产收益率	16.1%	18.5%	11.0%	11.7%	13.4%
ROIC	43.7%	31.2%	29.4%	24.6%	24.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

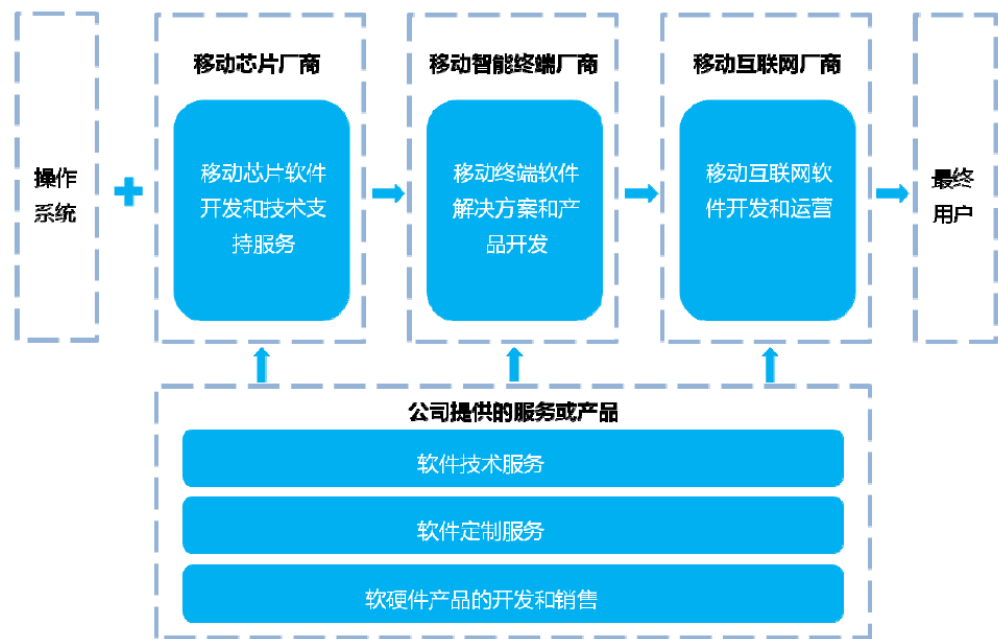
1. 公司简介	3
1.1. 全球领先的移动互联及智能终端技术提供商	3
1.2. 公司股权结构	8
2. 行业分析	8
2.1. 软件与信息服务市场加速发展	8
2.2. 移动智能终端市场前景巨大.....	9
3. 公司竞争优势分析	12
4. 募集资金运用	12
5. 盈利预测与估值分析	13
6. 风险提示	13

1. 公司简介

1.1. 全球领先的移动互联及智能终端技术提供商

公司是专注于移动智能终端产业的软件技术服务提供商，属于软件与信息服务外包企业。公司主营业务为移动智能终端产业链相关的软件技术服务、软件研发和销售。公司的外包包括信息技术外包服务（ITO）和基于信息技术的业务流程外包服务（BPO），主要以信息技术外包服务为主。公司的业务涵盖了移动智能终端的整个产业链，包括基于 Android 操作系统的移动芯片软件开发和技术支持服务、移动终端软件解决方案和产品开发、移动互联网软件开发和运营等。

图 1：移动智能终端产业链及公司业务总览



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司拥有优质、稳定的客户群体。与多家全球知名的移动芯片厂移动智能终端厂商以及移动互联网厂商建立了长期合作关系。公司主要客户包括移动芯片领域的 Intel（英特尔）、海思、联发科技（MTK）、Qualcomm（高通）、Broadcom（博通）及 Marvell（美满电子）等；移动智能终端领域的华为、HTC（宏达电子）、TCL、Sony（索尼）、Bosch（博世）、延峰伟世通、联想及魅族等；移动互联网领域的阿里巴巴、华为、中国移动、中国联通、中国电信、国家电网、华泰证券、中国人保财险及中国工商银行等。

图 2：公司主要客户



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

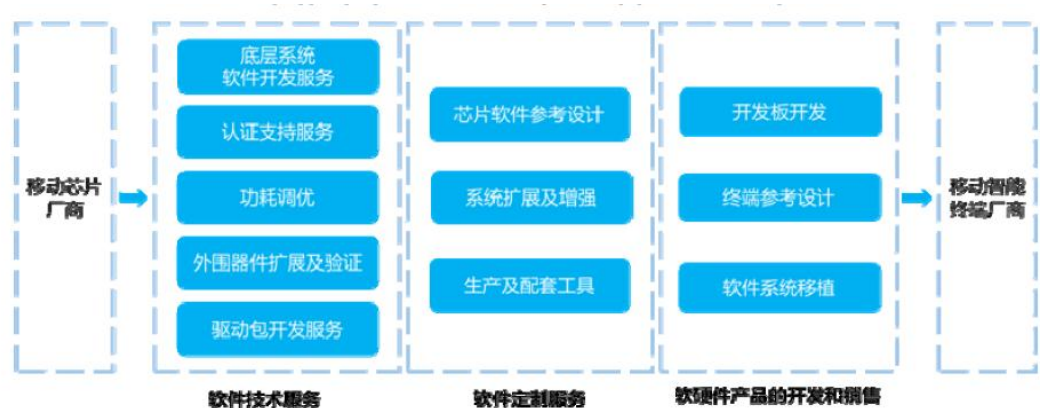
公司主要提供以下三种服务或者产品：

- 软件技术服务：响应客户的人力外包需求。技术人员在客户指定的产品研发环节中提供技术服务，并收取服务费的服务模式。
- 软件定制服务：指客户将其软件的整体或部分以固定金额委托公司开发，公司通过项目开发的方式向客户提供服务，并且收取服务费的服务模式。
- 软硬件产品的开发和销售：按照客户的需求，完成软硬件产品的设计以及相关开发工作，最终向客户交付完整的软硬件产品，得到客户的确认后收取相应费用。

移动芯片软件开发和技术支持服务

公司为全球知名移动芯片厂商提供软件开发及相关的技术支持服务，包括硬件驱动开发、底层驱动集成、系统框架开发、系统测试、技术支持以及认证支持服务等。移动智能终端的快速发展使移动终端厂商追求更成熟稳定且能够快速产品化的移动芯片方案。公司基于对移动智能终端产业的理解和影响力，能够为移动芯片厂商提供系统软件开发以及相关的技术支持服务，并提供一揽子的 Turnkey（交钥匙）方案。

图 3：诚迈科技移动芯片软件开发和技术支持服务内容

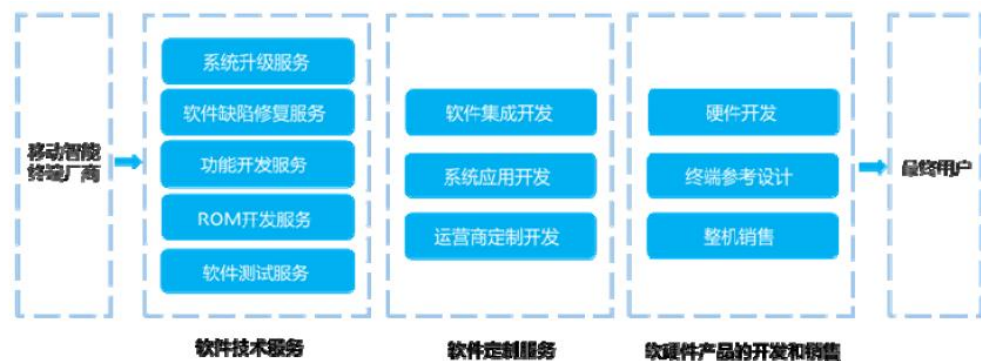


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

移动终端软件解决方案和产品开发

移动终端厂在取得移动芯片厂商提供的移动芯片以及运行于之上的操作系统软件平台后，需要针对不同的终端产品，需要针对不同的终端产品，进行大量的软件开发、定制、测试工作，制定包含系统框架、核心功能和上层功能的整体解决方案。公司根据移动终端厂商需求，针对移动智能终端产品的市场定位和产品定义进行分析，向其提供兼容多种硬件平台的专业软件解决方案，帮助其缩短研发周期，降低研发技术风险，提高产品质量，获得市场先机。

图 4：诚迈科技移动终端软件解决方案和产品开发



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司在移动终端软件解决方案主要可以应用于：

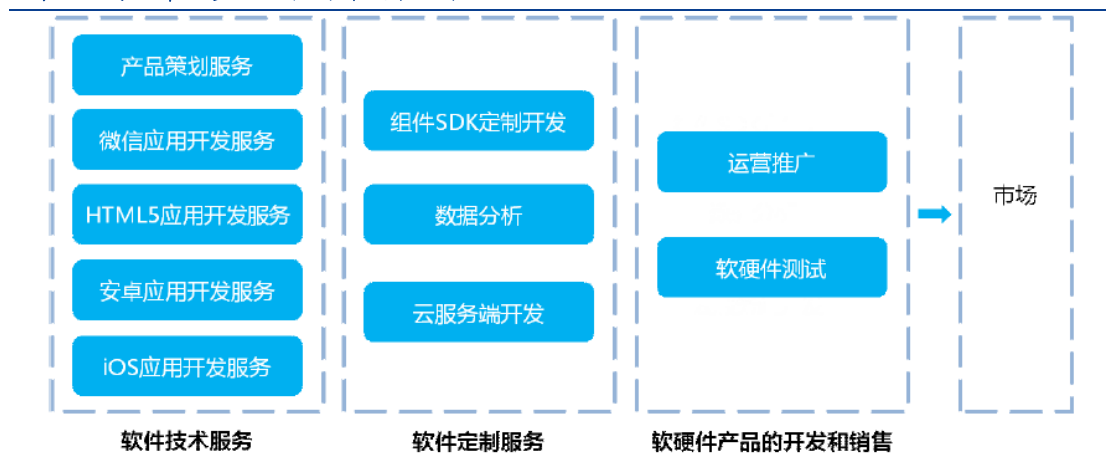
- 智能手机：通过长期与华为、HTC、TCL、Sony 等知名手机厂商合作，公司形成了一系列成熟的智能手机整体解决方案，包括手机系统定制、系统稳定性和性能优化、运营商定制、系统升级、测试等。
- 平板电脑：结合自身在智能设备领域多年积累，开发了一系列针对细分行业市场的平板解决方案。

- **数据通信终端：**公司数据通信终端软件解决方案，支持 3G/4G 大数据量通信和加密模块，该数据产品组件可以与使用 Android 技术的手机、平板、电视等实现数据通信的无缝对接，提供无线网络分享，支持多用户无线接入，使不同智能终端之间实现控制和互动，共享图像、视频、游戏画面。

移动互联网软件开发和运营

移动互联网厂商希望其产品能够支持更多的移动智能终端，提供更好的用户体验和增值服务，以开拓市场、扩展利润空间，从而衍生出软件技术服务需求和软件定制服务需求。公司具备完整的移动互联网软件设计和开发能力，并且积累了较为丰富的推广运营资源和渠道，能够为移动互联网厂商提供软件开发和运营服务。

图 5：诚迈科技移动互联网开发和运营



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

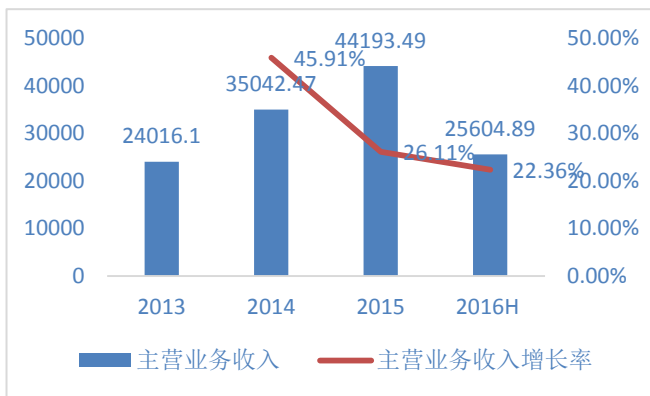
2013 年至 2016 年 6 月，公司营业收入稳步上升。2013、2014、2015 以及 2016 年上半年公司营业收入分别为 2.4、3.5、4.4 和 2.56 亿元人民币。同比分别增长 45.91%、26.11% 和 22.36%。2013 年至 2015 年的复合增长率为 35.65%。

公司营业净利润逐年增加，2013 年至 2016 年上半年，净利润同比增加 30.31%，1.9%，44% 以及 7.15%。2014 年增长幅度减小的原因是当年转让股权实施股份支付形成的管理费 720 万元。2016 年上半年净利润增长幅度减小的原因是研发和管理人员薪酬增加所致。

报告期内，公司业务稳定。移动芯片软件开发及技术支付服务业务 2014 年、2015 年同比增长 48.65% 和 37.98%。2016 年上半年同比下降 17.18%。主要原因是由于公司加大了移动智能终端的投入，移动智能终端 2016 年上半年营业收入同比增长 67.37%。移动互联网软件开发和运营业务营业收入在 2014、2015 以及 2016 年上半年同比增长 56.67%、53.55% 和 33.41%。

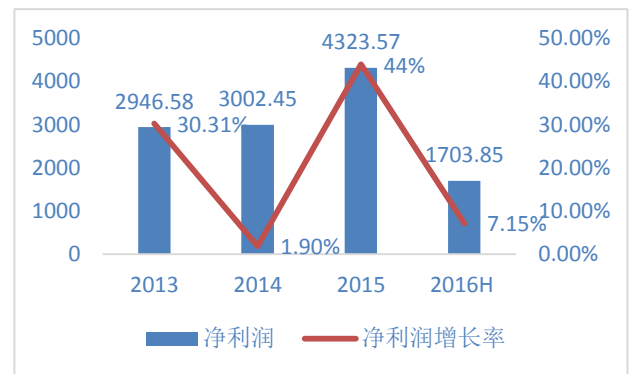
报告期内，按照服务类别来看，软硬件产品开发和销售营业收入占比很小，对公司整体影响不大。软件技术服务收入稳步增长，2014、2015 以及 2016 年上半年分别较同期增长 55.22%、34.89% 和 21.11%。占整体比例稳步提升。软件定制服务业务收入 2014 年、2015 年同比明显下降，主要原因是与客户合作模式增加。2016 年上半年得益于公司整体规模扩大，收入有所增加。软件定制服务收入总体占比逐年下降。

图 6：2013-2016 年公司营业收入（万元）及增速



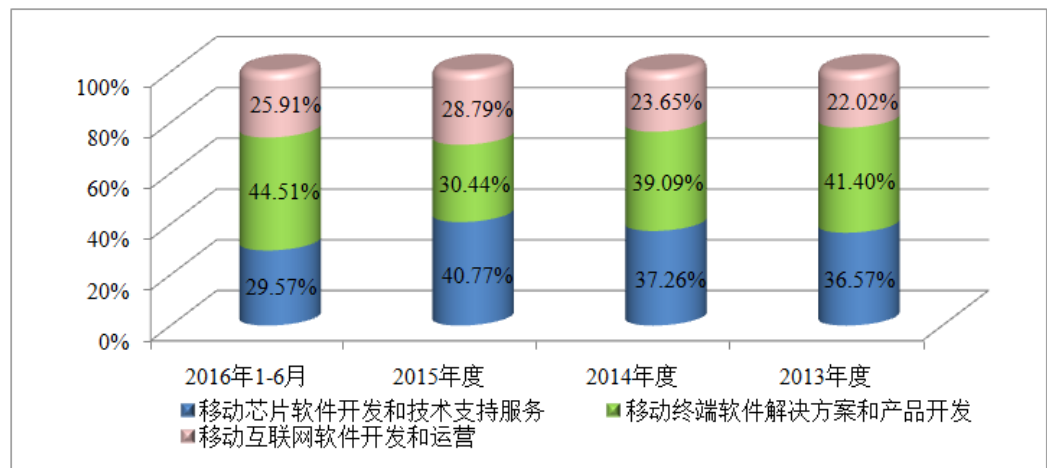
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 7：2013-2016 年公司净利润（万元）及增速



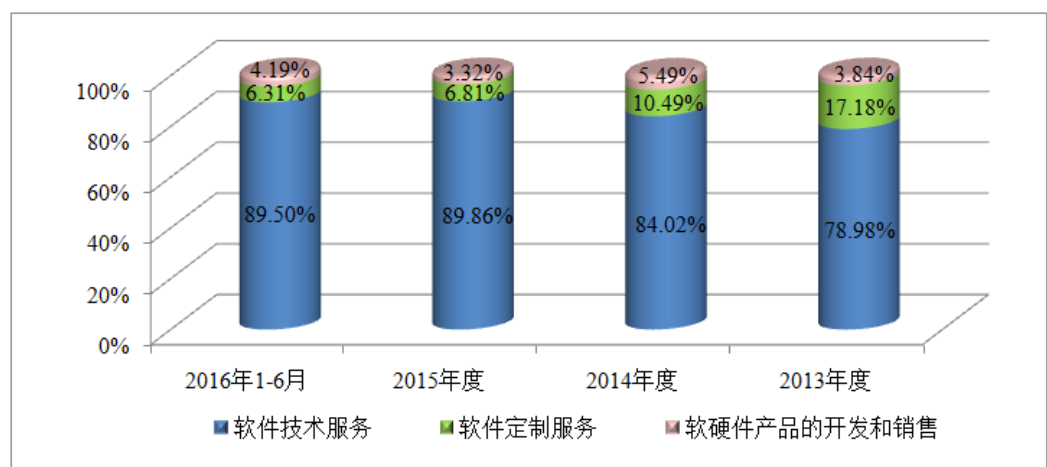
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 8：2013~2016 主营业务收入结构（按业务类别） 单位：亿元



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 9：2013~2016 主营业务收入结构（按服务） 单位：亿元

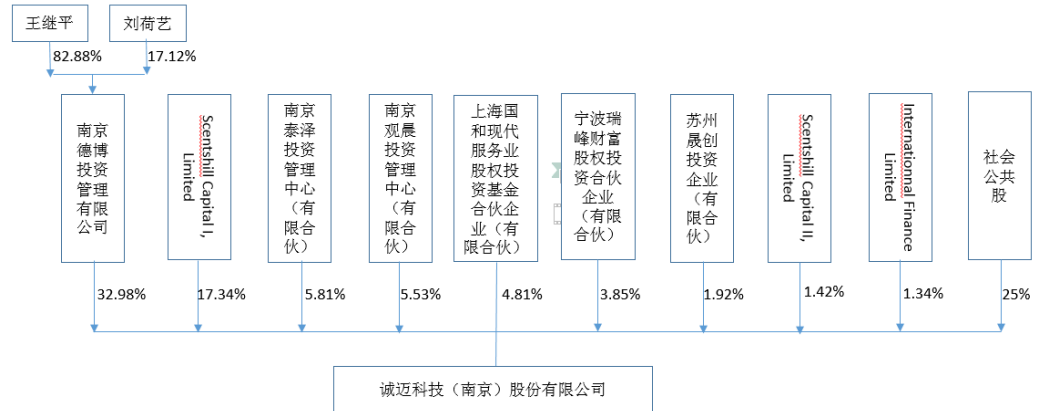


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 公司股权结构

本次发行前，南京德博持有公司 43.98% 的股份，为公司的控股股东。王继平、刘荷艺合计持有南京德博 100% 的股权，为公司实际控制人。

图 10：诚迈科技股权分布



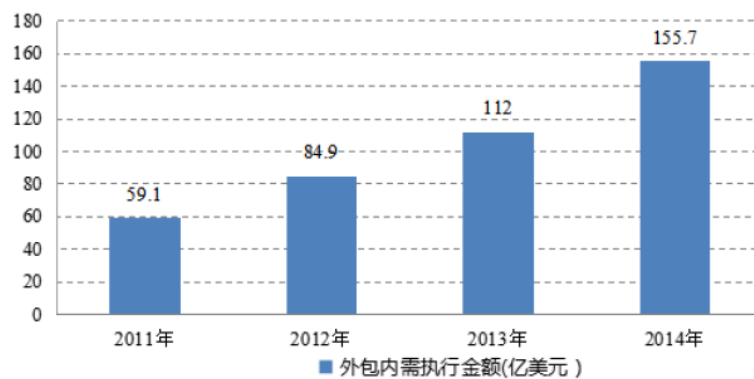
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2. 行业分析

2.1. 软件与信息服务市场加速发展

公司专注于移动智能终端产业链的软件技术服务提供商，属于软件与信息服务外包业务。近 10 年以来，以移动互联网、社交网络、云计算、大数据为特征的第三代信息技术快速发展，为软件与信息服务外包业务提供了新的动力。近年来中国移动互联网市场迅速发展吸引移动智能终端产业链上的厂商纷纷在中国建立子公司和研发中心。这些跨国企业研发中心有着较强的外包需求，原本属于国际外包的业务转化成国内市场中的外包业务，服务外包内需市场发展加速。服务外包内需市场中以软件研发及开发的 ITO 服务占据主导，2014 年 ITO 国内合同数量 58,222 份，同比增长 44.5%；签约金额 198.6 亿美元，同比增长 34.4%；执行金额 155.7 亿美元，同比增长 39.0%。

图 11：2011-2014 年外包 ITO 内需市场发展情况



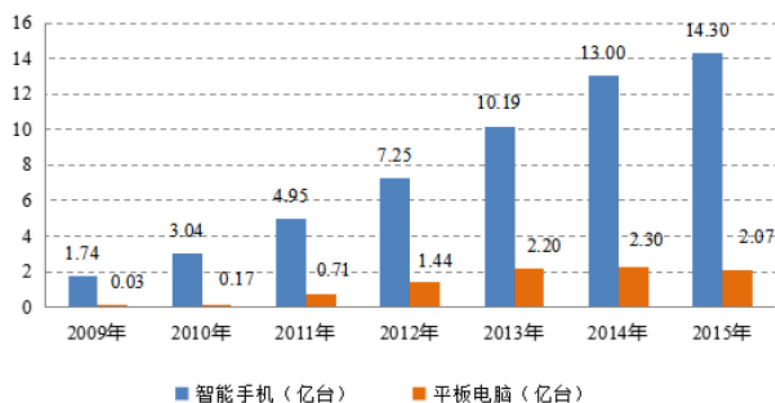
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.2. 移动智能终端市场前景巨大

移动智能终端行业：成为互联网业务的关键入口和主要创新平台

自 2007 年开始，终端智能化快速发展，移动终端转变为互联网业务的关键入口以及主要创新平台，新型媒体、电子商务和信息服务平台，互联网资源与环境交互资源的最重要枢纽，其操作系统和芯片更是整个产业的战略制高点。智能手机、平板电脑是最早出现并且普及率最高的移动智能终端。根据 IDC 市场数据，2015 年全球智能手机出货量已经达到 14 亿，2009 至 2015 年复合增长率达到 42.04%，预计到 2017 年全球智能手机的出货量将接近 17 亿部。平板电脑 2010 由苹果公司率先推出，2010-2015 年复合增长率达到 64.86%。IDC 数据显示 2015 年全球平板电脑市场出货量达到 2.068 亿台。

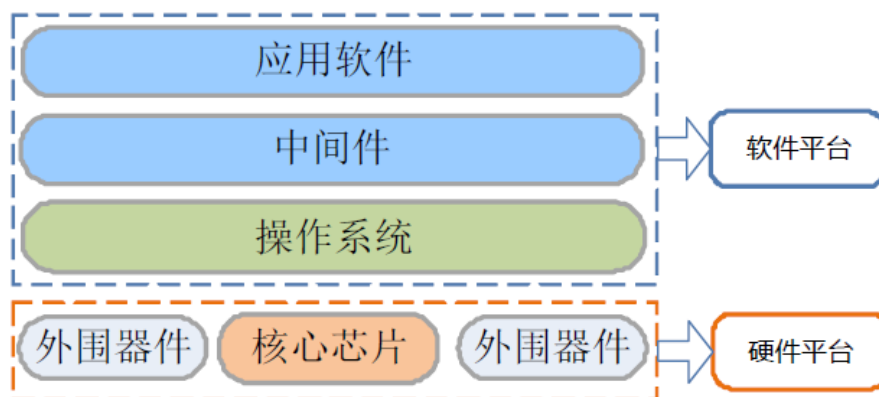
图 12：全球智能手机、平板电脑出货量（亿台）



数据来源：IDC，安信证券研究中心

移动智能终端在架构上主要由软件平台和硬件平台两个部分组成。硬件平台主要由核心芯片和外围元器件两大部分。软件平台主要包括操作系统、中间件和应用层软件，其中操作系统是软件平台的核心。

图 13：移动智能终端机构系统



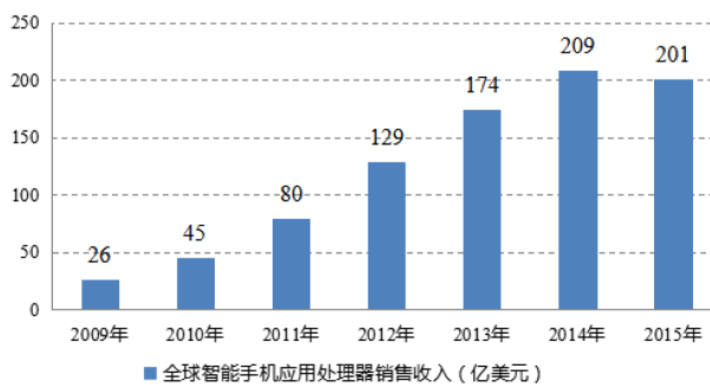
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

移动芯片软件开发以及技术支持服务：市场快速扩容，后期继续增长

得益于移动智能终端设备需求的高速发展，以应用处理器为代表的核心芯片市场规模爆发式增长。根据 Strategy Analysis 统计，2015 年全球智能手机应用处理器市场规模已经达到 201 亿美元。随着八核、64 位、LTE 集成、鳍式场校晶体管等技术带动应用处理器市场的持续增长，预计 2019 年市场规模将达到 305 亿美元，4 年年复合增长率 10.99%。

随着消费者对智能手机和类似设备的需求递增以及全球移动智能终端市场的高速发展，移动芯片架构也逐渐走向多元化。相比于智能手机移动芯片的全功能性，其他移动智能终端的芯片要求各有特点。移动芯片的市场规模的持续扩大以及架构的多元化给移动芯片软件服务提供商带来巨大的商机和市场空间。

图 14：全球智能手机应用处理器市场规模

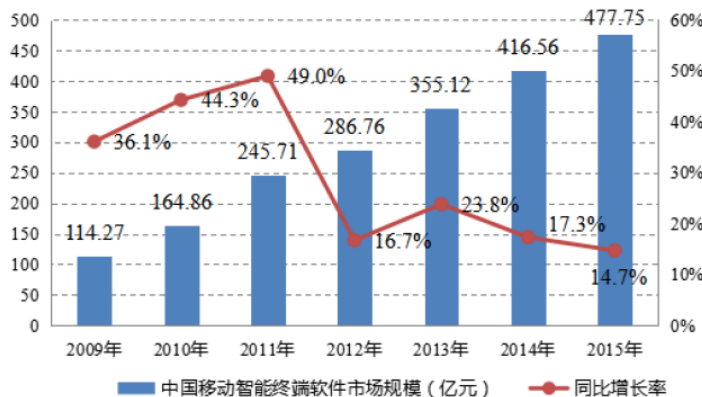


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

移动终端软件解决方案和产品开发：传统市场稳定发展，新兴市场方兴未艾

得益于以智能手机、平板电脑为代表的传统移动智能终端设备需求的高速发展，带动了移动智能终端软件市场同步快速发展。2009 年我国移动智能终端软件市场规模是 11.27 亿美元，2015 年行业市场规模为 477.75 亿美元。现在增长率稳定在 15% 左右。

图 15：2009-2015 中国移动智能终端软件市场规模



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

传统移动终端软件解决方案和产品开发包括智能手机、平板电脑以及数据通信产品软件解决方案。智研咨询数据显示 2015 年中国智能手机出货量达到 4.34 亿台。艾瑞咨询预测中国智能手机出货量将达到 6.2 亿部。而随着金融、医疗、教育、政府等行业对智能终端设备的移

动性与便携性的需求，平板电脑的商用比例也在逐渐增加。IDC 预计 2017 年，平板电脑的商业比例将达到 20%左右。同样，智能手机和平板电脑市场的持续发展使得数据通信产品的出货量保持高速增长趋势。因此传统移动终端软件解决方案和产品开发市场前景依旧广阔。

近年来，以物联网为代表的新兴智能终端市场快速发展，比如说可穿戴市场。可穿戴智能设备主要包括智能手环、智能眼镜等可独立实现全部功能的设备，以及智能手表、智能首饰等需要和其他智能终端如智能手机配合使用来实现其特有功能的设备。IDC 的数据显示，全球可穿戴设备的出货量到 2016 年底预计将达到 1.1 亿部，较去年增长 38.2%。IDC 预测 2015 年-2020 年这一预测期内出现两位数百分比的增长，从而推动可穿戴设备出货量在 2019 年超过 2 亿部，到 2020 年达到 2.371 亿部。目前可穿戴设备市场尚处于发展的初级阶段，但随着用户对便携性要求的提高，设备性能和云端服务技术的改进，可穿戴设备的用户规模将爆发性增长，并将成为重要的移动互联网入口。因此，面向可穿戴设备的整体解决方案具有广阔的潜在市场空间。

图 16：2011-2016 中国智能手机市场规模

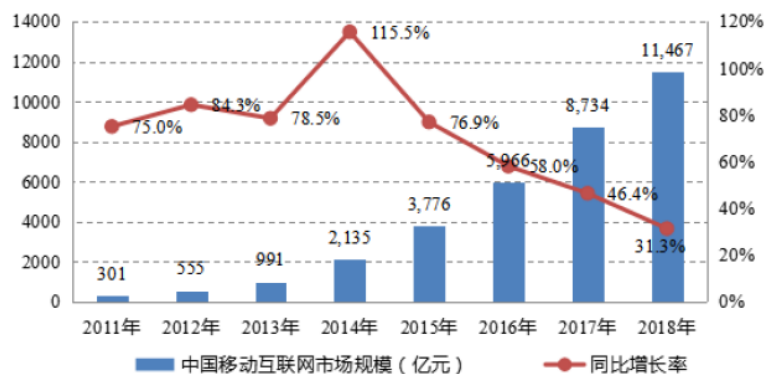


数据来源：智研咨询，安信证券研究中心

移动互联网软件开发与运营：发展最快、市场潜力最大的产业之一

艾瑞咨询数据显示，2014 年中国移动互联网市场规模达到 2,134.8 亿元，同比增长 115.5%，预计到 2018 年，整体移动互联网市场规模将突破 1 万亿大关。移动互联网正在深刻影响着人们的日常工作和生活，市场已进入高速发展时期。

图 17：2011-2018 中国移动互联网市场规模及预测 (亿元)



数据来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

3. 公司竞争优势分析

高效互信的合作模式，具有优质客户资源和良好品牌形象

公司采用的合作模式满足了移动智能终端产业链厂商对核心技术保护的要求。首先，公司软件技术服务大部分是在客户的场地和满足客户信息安全要求的离岸研发中心进行，保护了客户的核心技术和知识产权，增强了双方合作的互信。其次，在核心技术研发方面，软件技术服务使公司移动操作系统各个领域的人才可以参与到客户核心技术工作中，利用公司在行业积累的技术和人才帮助客户完成核心技术，有效解决技术难题。最后，双方工程师一起合作，有效提高合作效率。

公司拥有移动智能终端产业链中全球知名厂商为主的优质客户资源，并与多家客户建立了良好、稳定、持久的合作关系，客户结构优势明显。公司主要客户为公司带来长期稳定的营业收入。2013年、2014年、2015年以及2016年1-6月公司前五名客户销售金额占当期营业收入的比例分别达73.21%、80.40%、81.82%和69.24%。

技术优势明显，研发团队经验丰富

2008年起，公司及时更上Android系统发展速度，成为全球首批Android软件服务商之一。现在公司拥有Android系统的综合技术能力，并且组建了专业的Android平台的软硬件测试实验室，提高公司专业程度。同时，公司凭借全球领先的移动芯片厂商和专业的测试实验室，帮助国内移动智能终端厂商和元器件厂商解决操作系统底层驱动方面的问题，积累了深厚的技术经验并且建成经验丰富的驱动研发团队，形成了操作系统底层驱动的技术优势。公司在移动智能终端软件方面投入大量资源对操作系统相关技术进行持续研究，针对不同客户类型提供一站式的技术服务。公司建立了完善的移动软件培训体系，依托公司长期的技术经验积累和前沿技术的研究持续为公司孵化软件开发人才。公司现在有研发技术人员2007人，是国内最大的移动智能终端软件技术服务商之一。同时公司创始人王继平先生具有在美国留学和工作的经历，是国家“千人计划”特聘专家。

厚实的行业经验，高效的管理团队

公司很早立足于国际产业格局，抓住全球移动智能终端设备蓬勃发展的市场机遇，深入拓展上下游客户，成为行业先行者，并通过多年合作对上下游客户的业务规则、流程及应用环境有深刻的理解，积累了丰富的行业经验。公司通过了ISO9001:2008质量体系认证、ISO27001:2013信息安全管理体系认证、CMMI 4级认证，并且制定了严格的项目管理规程，由具备多年的软件研发和项目管理经验的项目经理负责管理，通过沟通和协调深刻理解客户的各种需求和质量要求，以确保项目进度和项目质量。

4. 募集资金运用

公司拟发行不超过2000万股人民币普通股A股，本次发行募集资金扣除发行费用主要用于投资以下项目：

表1：公司募投项目介绍（单位：万元）

序号	募集资金投向	总投资额	拟使用募集资金
1	移动终端创新中心建设项目	10,921.19	10,921.19
2	移动芯片软件解决方案产能扩张项目	9,791.83	9,791.83
合计		20,713.02	20,713.02

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

移动终端创新中心建设项目可以提升自身研发和交付能力。公司将根据移动智能终端的业务定位，运用最新的移动智能终端技术，在现有移动操作系统方案的基础上，研发支持手机、

平板、可穿戴设备、数据终端等多种移动智能终端产品的通用解决方案。

为适应移动智能终端行业及其上下游移动芯片行业发展需要，公司计划提高移动芯片软件解决方案研发能力和交付能力，持续为主流移动芯片厂商提供技术支持服务以及开发配套的系统软件。因此公司拟计划投入资金扩张移动芯片软件解决方案。

5. 盈利预测与估值分析

基于对行业前景和公司业务的判断，预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 5.4 亿元、7.2 亿元、9.7 亿元，净利润分别为 0.5 亿元、0.6 亿元、0.8 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.75 元、1.00 元。参照可比上市公司的估值水平，综合考虑此次发行的政策、市场环境，发行价为 8.73 元，建议定价区间 40-60 元。

表 4：可比上市公司估值比较（股价基于 2017 年 01 月 11 日）

		股价（元）	EPS				市盈率			
			2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
600718	东软集团	18.70	0.31	0.61	0.48	0.59	99.86	30.69	38.89	31.53
600718	中国软件	25.22	0.12	0.21	0.28	0.40	301.99	122.07	88.52	63.08
300365	中科创达	39.62	1.17	0.35	0.62	0.92	120.07	113.56	63.58	43.07
合计							173.97	88.77	63.66	45.89

资料来源：wind，安信证券研究中心

注：可比公司盈利预测基于wind一致预期

6. 风险提示

行业政策变动的风险；技术更新和失密的风险；客户相对集中风险；应收账款回收和毛利率下降风险；核心技术人员流失风险；政策变化风险；规模扩张风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	353.0	440.7	537.7	720.5	972.7	成长性					
减:营业成本	234.4	295.1	364.1	483.8	658.3	营业收入增长率	46.3%	24.8%	22.0%	34.0%	35.0%
营业税费	1.1	1.8	1.9	2.5	3.4	营业利润增长率	0.0%	66.2%	32.0%	26.8%	40.1%
销售费用	13.2	13.8	16.1	21.6	29.2	净利润增长率	1.7%	40.8%	16.1%	20.5%	32.3%
管理费用	76.3	92.7	112.9	158.5	204.3	EBITDA 增长率	2.2%	53.2%	15.7%	28.5%	42.2%
财务费用	1.6	1.0	-2.6	-3.3	-2.8	EBIT 增长率	1.9%	59.2%	20.8%	26.7%	43.5%
资产减值损失	5.8	2.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	3.6%	37.3%	8.5%	20.2%	34.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	92.0%	15.0%	43.8%	36.9%	32.2%
投资和汇兑收益	-	0.2	-	-	-	净资产增长率	16.1%	22.7%	96.0%	13.2%	15.4%
营业利润	20.6	34.3	45.3	57.4	80.4	利润率					
加:营业外净收支	13.1	14.8	14.0	14.0	14.0	毛利率	33.6%	33.0%	32.3%	32.9%	32.3%
利润总额	33.7	49.1	59.2	71.3	94.3	营业利润率	5.8%	7.8%	8.4%	8.0%	8.3%
减:所得税	3.0	5.7	8.9	10.7	14.1	净利润率	8.7%	9.8%	9.3%	8.4%	8.2%
净利润	30.5	43.0	50.0	60.2	79.6	EBITDA/营业收入	7.1%	8.7%	8.3%	7.9%	8.4%
						EBIT/营业收入	6.3%	8.0%	7.9%	7.5%	8.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	5	5	7	11	14
						流动资产周转天数	92	99	108	115	116
						流动资产周转天数	200	190	241	244	200
						应收帐款周转天数	130	135	127	121	120
						存货周转天数	3	2	2	2	2
						总资产周转天数	232	228	283	287	243
						投资资本周转天数	110	125	133	139	138
						投资回报率					
						ROE	16.1%	18.5%	11.0%	11.7%	13.4%
						ROA	12.2%	14.2%	9.3%	10.0%	11.4%
						ROIC	43.7%	31.2%	29.4%	24.6%	24.2%
						费用率					
						销售费用率	3.8%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
						管理费用率	21.6%	21.0%	21.0%	22.0%	21.0%
						财务费用率	0.4%	0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.3%
						三费/营业收入	25.8%	24.4%	23.5%	24.5%	23.7%
						偿债能力					
						资产负债率	24.0%	23.4%	14.7%	14.6%	14.5%
						负债权益比	31.6%	30.5%	17.3%	17.1%	17.0%
						流动比率	3.50	3.64	9.88	8.94	8.21
						速动比率	3.47	3.61	9.82	8.87	8.13
						利息保障倍数	14.23	34.49	-16.35	-16.29	-27.50
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率					

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	30.7	43.3	50.0	60.2	79.6	EPS(元)	0.38	0.54	0.62	0.75	1.00
加:折旧和摊销	5.0	5.6	1.9	3.2	3.9	BVPS(元)	2.38	2.92	5.72	6.48	7.47
资产减值准备	5.6	2.1	-	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	0.8	1.2	-2.6	-3.3	-2.8	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-	-0.2	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	0.2	0.3	0.4	0.4	0.6	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-45.9	-12.3	-44.2	-73.9	-110.6	CAGR(%)	25.4%	22.8%	26.6%	29.8%	27.5%
经营活动产生现金流量	-5.2	46.6	5.4	-13.4	-29.4	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-20.7	-23.0	-5.0	-20.0	-10.0	ROIC/WACC	8.6	6.1	5.8	4.8	4.7
融资活动产生现金流量	0.3	-3.1	180.2	3.3	2.8	REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险, 未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

■ 分析师声明

胡又文声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034