

2018年04月24日

南极电商 (002127.SZ)

动态分析

供应链优势及并表助力公司业绩大幅增长，多品牌多类目 GMV 持续向好

事件

公司发布 2017 年年报，全年实现营业收入 9.86 亿元，同比增长 89.22%；归母净利润 5.34 亿元，同比增长 77.42%；每股收益为 0.34 元。其中时间互联于 2017 年 11 月起并表，导致 2017Q4 公司实现收入 5.84 亿元，同比增长 167.91%，归母净利润 2.91 亿元，同比增长 85.73%。公司拟向全股股东每 10 股转增 5 股派 0.62 元（含税）。

投资要点

- ◆ **供应链优势促公司较快增长，紧抓高附加值两端维系高净利率：**南极模式成功打造了适应线上的高效供应链，并借助电商快速发展红利，为消费者提供高性价比的产品集群。自借壳上市以来，公司业绩增长比较亮眼。2015-2017 年公司营业收入分别增长 42%、34%、89%，归母净利分别增长 158%、75%、77%。同时公司持续紧握高附加值的产品研发、品牌营销两端，保持着超过 70%的毛利率、以及 50%左右的净利率，为公司业绩高速增长奠定基础。若剔除时间互联并表因素，2017 年南极电商可比营收约 7.17 亿元，增速约 37.69%。
- ◆ **期间费用率持续改善，业务结构调整使得存货降低：**期间费用率方面，尽管近三年公司销售规模快速提升，但销售费用和管理费用占比均有所下滑，其中 2017 年销售费用率较 2016 年下降 1.09pct 至 3.14%，管理费用率下降 2.63pct 至 6.08%，带动公司期间费用率整体下降 2.62pct 至 8.35%。另外 2017 年末公司存货账面价值较期初减少 78%，主要是公司战略调整、逐步减少货品销售业务所致。
- ◆ **多品牌、多类目、多渠道共同发力，推动 GMV 快速增长：**分品牌看，公司授权的南极人、卡帝乐品牌分别实现 GMV 109.03 亿元、12.70 亿元，同比增长 60.54%、234.41%；分类目看，南极人新开的健康生活、母婴、家纺品类分别增长 185.17%、64.55% 与 59.97%；分平台看，公司在阿里、京东、拼多多平台上分别实现 GMV 88.94 亿元、25.36 亿元、6.97 亿元，其中在阿里、京东平台的 GMV 增速分别为 68.21%、41.97%。随着南极电商在品牌、类目以及渠道上的进一步拓展和完善，公司 GMV 有望继续保持较快增长。
- ◆ **电商流量下沉带动平价商品需求快速增长，南极电商借此红利再度起航：**据易观统计，2017Q4 移动购物人群中，三线及其以下城市消费者占比合计约 30.5%，较去年同期的 28.37% 提升 2.13pct，电商流量向三四线城市持续下沉。流量下沉带动平价电商迎来发展机遇，主打高性价比的社交电商拼多多因此快速崛起。据极光大数据，2018 年 3 月，拼多多日活跃用户数量 (DAU) 较 17 年 12 月提升 60% 至超 4300 万人，成为仅次于手机淘宝的第二活跃的综合电商。南极模式正迎合平价商品快速发展的契机。2018 年一季度业绩预告显示，南极人品牌一季度 GMV 增幅约为 70%~80%，公司综合服务费及经销商授权收入合计同比增幅约为 50%~60%，预计同口径下，一季度归母净利润同比增长 130%~134%。春节延后导致今年一季度业绩增长向好，有望

商贸零售 | 连锁 III

投资评级

买入-B(维持)

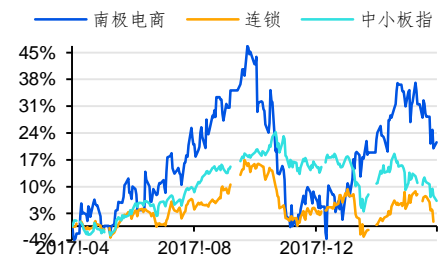
股价 (2018-04-23)

14.14 元

交易数据

总市值 (百万元)	23,141.25
流通市值 (百万元)	13,687.25
总股本 (百万股)	1,636.58
流通股本 (百万股)	967.98
12 个月价格区间	10.70/17.19 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.56	21.61	16.37
绝对收益	-7.1	12.4	20.65

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

齐莉娜
 qilina@huajinsec.cn
 021-20377037

相关报告

南极电商：乘电商东风，以“品牌+运营”为核心竞争力，打造南极电商生态圈
 2017-12-09

推动全年业绩稳定前行。

投资建议：电商流量下沉明显，平价商品消费需求仍然旺盛，供应链、品牌优势促使南极电商 2017 年、2018 年一季度业绩较快增长。收购时间互联后，公司有望降低品牌营销成本，并依托其适应线上渠道的供应链，在多品牌多品类的发展中维持较快的业绩增速。预计公司 2018—2020 年每股收益分别为 0.53、0.76 和 0.99 元。净资产收益率分别为 17.0%、19.6%和 20.2%，维持“买入-B”建议。

- ◆ **风险提示：**1. 行业竞争加剧；2. 公司供应商数量快速增长，质量管控能力受到挑战；3. 公司经销商数量快速增长，经销商平均 GMV 承压；4. 公司培育新品牌与新品类的成长不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	521.0	985.8	2,026.8	2,701.7	3,334.9
同比增长(%)	33.8%	89.2%	105.6%	33.3%	23.4%
营业利润(百万元)	343.4	600.4	1,004.6	1,446.8	1,881.6
同比增长(%)	73.5%	74.8%	67.3%	44.0%	30.1%
净利润(百万元)	301.1	534.3	868.7	1,243.6	1,612.3
同比增长(%)	75.3%	77.4%	62.6%	43.2%	29.6%
每股收益(元)	0.18	0.33	0.53	0.76	0.99
PE	75.8	42.7	26.3	18.4	14.2
PB	14.9	7.6	4.5	3.6	2.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、供应链及并表助力业绩增长，多品牌多类目 GMV 向好.....	4
(一) 供应链优势促公司较快增长，高附加值两端维系高净利率	4
(二) 2017 年公司 GMV 高增长，核心品牌南极人多类目向好	5
二、电商流量持续下沉，平价商品需求旺盛	7
(一) 网购规模仍保持较快增长，电商流量渠道下沉明显	7
(二) 平价商品需求旺盛，南极人品牌有望再度起航	8
三、盈利预测及投资建议	8
四、风险提示	9

图表目录

图 1: 南极电商年度营业收入及增速	4
图 2: 南极电商年度归母净利及增速	4
图 3: 南极电商毛利率情况	4
图 4: 南极电商净利率情况	4
图 5: 南极电商期间费用情况	5
图 6: 南极电商存货及周转情况	5
图 7: 南极电商 2017 年分业务收入占比	5
图 8: 南极电商综合服务收入分品牌占比	5
图 9: 南极电商可统计 GMV 及其增速	6
图 10: 南极电商 2017 年各平台 GMV 占比	6
图 11: 南极人品牌 2017 年 GMV 占比	6
图 12: 南极人品牌 2017 年同口径 GMV 增速	6
图 13: 卡帝乐品牌 2017 年 GMV 占比	6
图 14: 卡帝乐品牌 2017 年同口径 GMV 增速	6
图 15: 网络购物市场规模	7
图 16: 2018 年华东地区网购年货品类概览	7
图 17: 中国移动购物人群地域分布	7
图 18: 主要综合电商 APP DAU 均值	7
图 19: 南极电商分季度净利及增速	8
图 20: 2018Q1 南极人品牌部分类目天猫平台销售额增速	8
表 1: 南极电商主营业务财务估计 (万元)	9

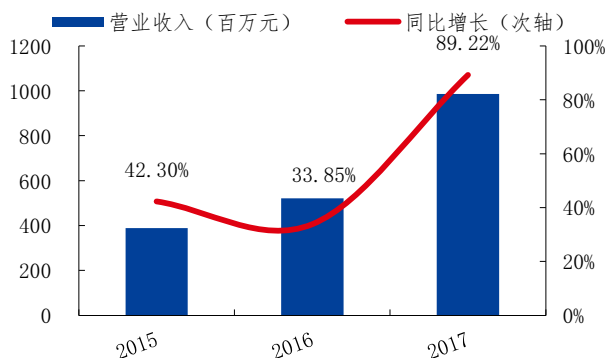
一、供应链及并表助力业绩增长，多品牌多类目 GMV 向好

南极电商于 4 月 22 日晚发布 2017 年年报，全年实现营业收入 9.86 亿元，同比增长 89.22%；实现归母净利润 5.34 亿元，同比增长 77.42%；每股收益为 0.34 元。其中 2017 年 11 月起时间互联并表，2017Q4 公司收入 5.84 亿元，同比增长 167.91%，归母净利润 2.91 亿元，同比增长 85.73%。公司拟向全股股东每 10 股转增 5 股派 0.62 元（含税）。

（一）供应链优势促公司较快增长，紧抓高附加值两端维系高净利率

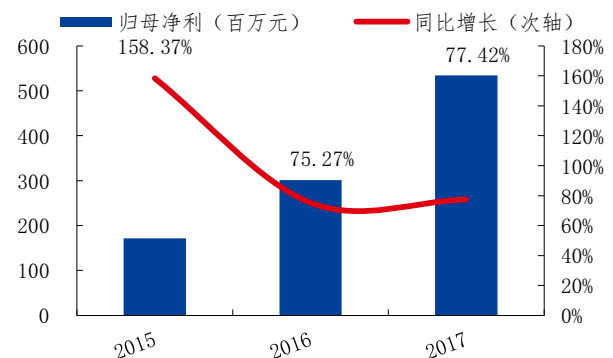
供应链及品牌优势促公司较快增长，紧握高附加值两端维系高净利率。南极模式成功打造了适应线上的高效供应链，并借助电商快速发展红利，为消费者提供高性价比的产品集群。自借壳上市以来，公司业绩增长比较亮眼。2015 至 2017 年，公司营业收入分别增长 42%、34%、89%，归母净利分别增长 158%、75%、77%。与此同时，公司持续紧握高附加值的产品研发、品牌营销两端，保持着超过 70%的毛利率、以及 50%左右的净利率，为公司业绩高速增长奠定基础。若剔除时间互联并表因素，2017 年南极电商可比营收约 7.17 亿元，增速约 37.69%。

图 1：南极电商年度营业收入及增速



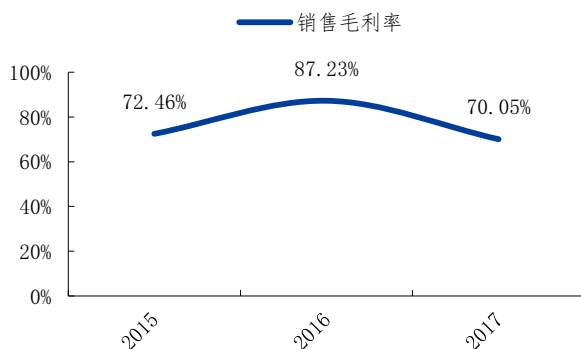
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：南极电商年度归母净利及增速



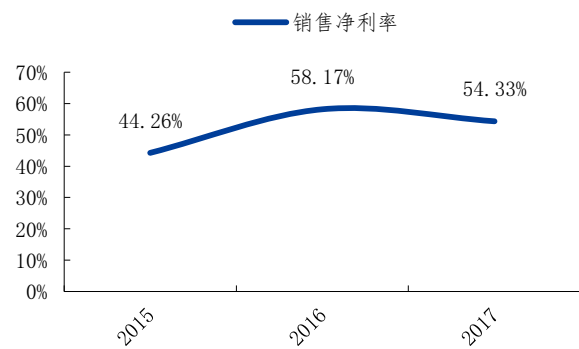
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：南极电商毛利率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

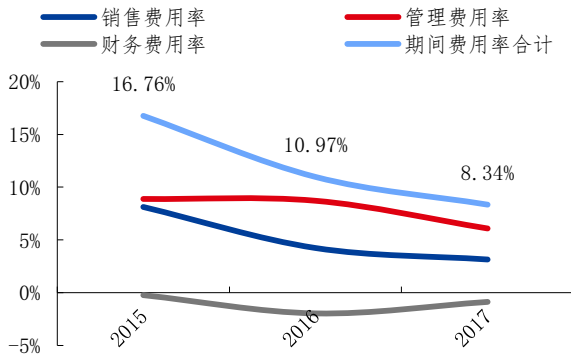
图 4：南极电商净利率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

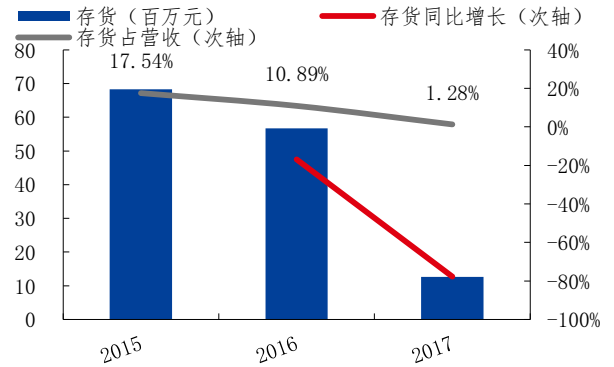
期间费用率持续改善，业务结构调整使得存货降低。期间费用率方面，尽管近三年公司销售规模快速提升，但销售费用和管理费用占比均有所下滑，其中2017年销售费用率较2016年下降1.09pct至3.14%，管理费用率下降2.63pct至6.08%，带动公司期间费用率整体下降2.62pct至8.35%。另外2017年末公司存货账面价值较期初减少78%，是公司战略调整、逐步减少货品销售业务所致。

图 5：南极电商期间费用情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：南极电商存货及周转情况

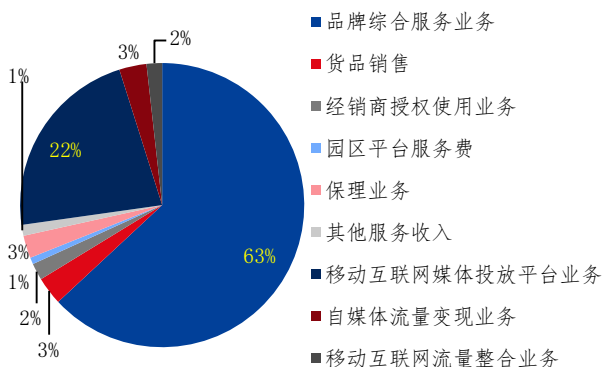


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）2017 年公司 GMV 高增长，核心品牌南极人多类目向好

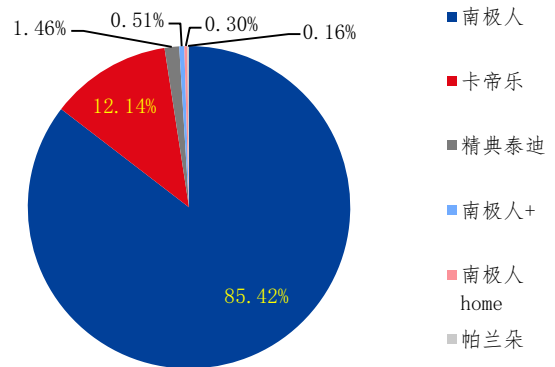
品牌综合服务业务增长 35.28%，南极人品牌仍为公司核心业务。分业务看，2017 年公司品牌综合服务收入 6.22 亿元，同比增长 35.28%；分品牌看，南极人品牌实现收入 5.31 亿元，占比 85%，是公司业绩增长的最主要品牌。2017 年并表时间互联后，公司品牌综合服务业务占比由 2016 年的 88% 下降至 2017 年的 63%，由于时间互联并表时间是 2017 年 11 月份，所以该业务占比仍有持续下降趋势，但业务多元化发展也有望为业绩增长提供新动力。

图 7：南极电商 2017 年分业务收入占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

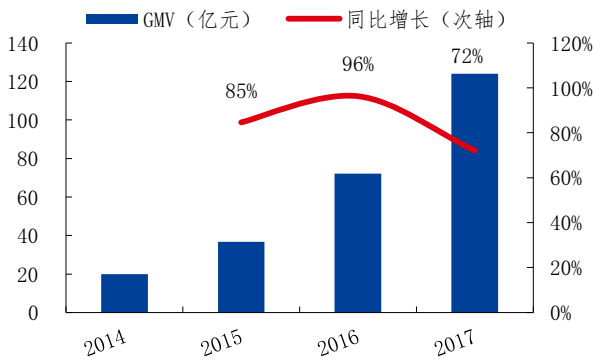
图 8：南极电商综合服务收入分品牌占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

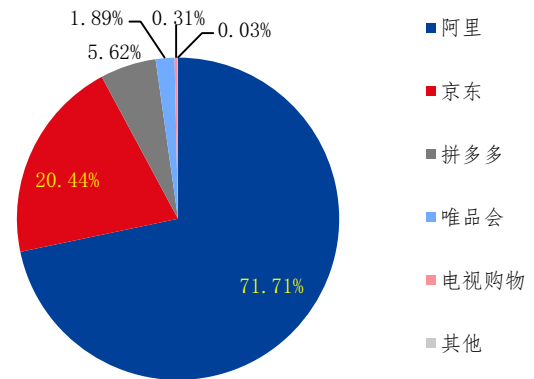
阿里、京东、拼多多平台共同助推公司 GMV 增长 72.13%。GMV 方面，2017 年公司实现可统计 GMV 124.03 亿元，同比增加 72.13%，延续 2014 年来的高增长态势。分平台看，公司在阿里、京东、拼多多平台上分别实现 GMV 88.94 亿元、25.36 亿元、6.97 亿元，其中在阿里、京东平台的 GMV 增速分别为 68.21%、41.97%，而 2016 年公司未在拼多多平台销售。

图 9：南极电商可统计 GMV 及其增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

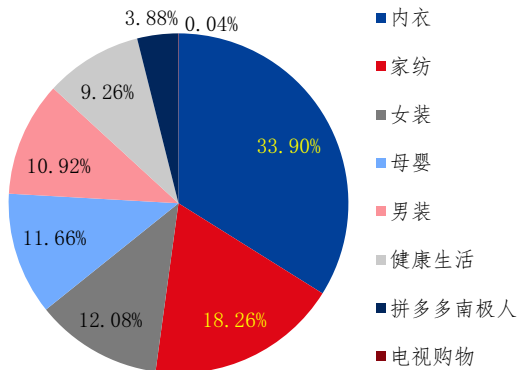
图 10：南极电商 2017 年各平台 GMV 占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

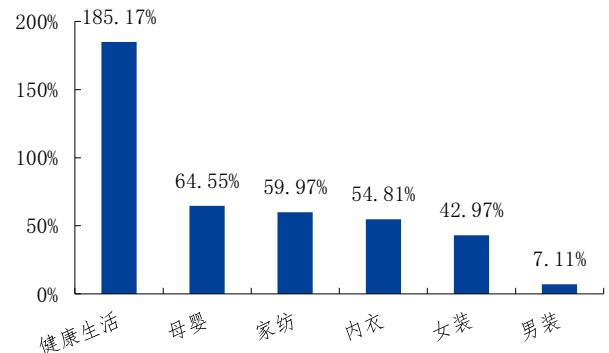
多品牌多类目齐发力，南极人、卡帝乐品牌 GMV 快速增长。分品牌看，南极人、卡帝乐品牌分别实现 GMV 109.03 亿元、12.70 亿元，两品牌 GMV 增速分别为 60.54%、234.41%。南极人品牌中，新开发的健康生活、母婴、家纺品类分别增长 185.17%、64.55%与 59.97%，同时占比达 33.9%的已成熟内衣品类仍然实现 54.81%的高增速。据公司统计，南极人内衣类目阿里平台访客数量达 4.84 亿，支付转化率达 12.07%；家纺类目阿里平台访客数量达 2.23 亿，支付转化率达 5.47%，相比竞品而言优势凸显。卡帝乐品牌方面，鞋品、拼多多及箱包等多品类发展，共同推动卡帝乐品牌高增长。

图 11：南极人品牌 2017 年 GMV 占比



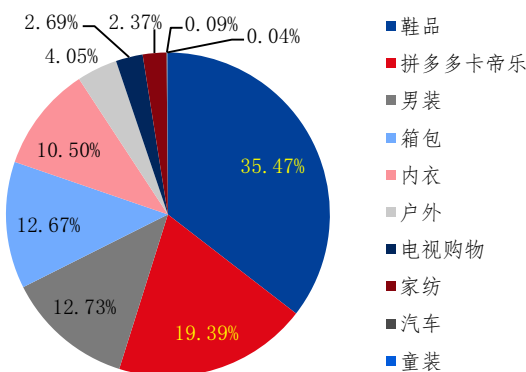
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：南极人品牌 2017 年同口径 GMV 增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13：卡帝乐品牌 2017 年 GMV 占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

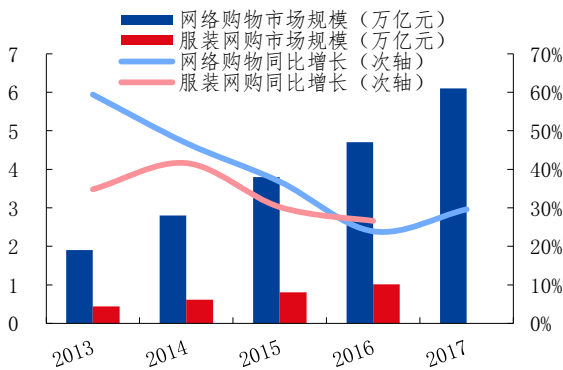
资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、电商流量持续下沉，平价商品需求旺盛

（一）网购规模仍保持较快增长，电商流量渠道下沉明显

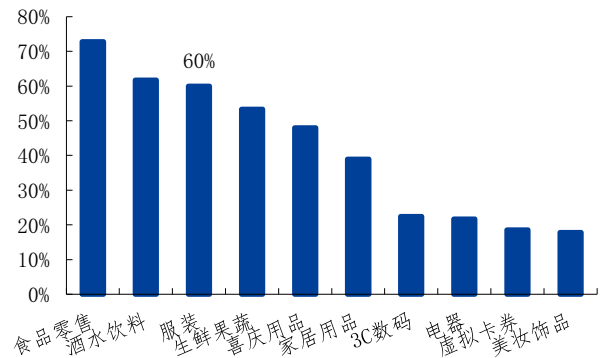
2017 年网络购物快速发展，服装网购仍受青睐。据艾瑞咨询统计，2017 年我国网络购物同比增长 29.6%至 6.10 万亿元，增速较 2016 年提升 5.7pct。其中服装网购也保持较快增长，2016 年服装网购市场规模已达 1.02 万亿元，同比增速约 26%。据艾瑞咨询调研，2018 年年初约 60% 的华东地区消费者在年货购置中将会考虑网购服装，服装网购仍然受到众多消费者青睐。

图 15：网络购物市场规模



资料来源：Wind，艾瑞咨询，华金证券研究所

图 16：2018 年华东地区网购年货品类概览



资料来源：艾瑞咨询，华金证券研究所

电商行业流量下沉，主打性价比的社交电商拼多多快速增长。据易观统计，2017 年四季度移动购物人群中，三线及其以下城市消费者占比合计约 30.5%，较去年同期的 28.37%提升 2.13pct，电商流量向三四线城市持续下沉。而三四线城市平均收入水平相比一二线城市较低，流量下沉带动平价电商迎来发展机遇，主打高性价比的社交电商拼多多因此快速崛起。据极光大数据，2018 年 3 月，拼多多市场渗透率较 17 年 12 月提升 15.6%达约 22.4%，位列综合电商 app 渗透率第二名，高于第三名京东的 22.3%。拼多多日活跃用户数量 (DAU) 较 17 年 12 月提升 60%至超 4300 万人，是仅次于手机淘宝的第二活跃的综合电商。

图 17：中国移动购物人群地域分布

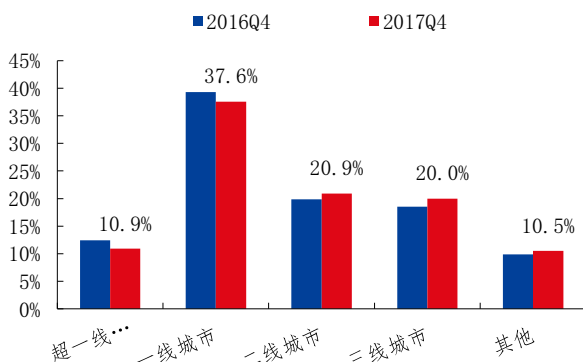
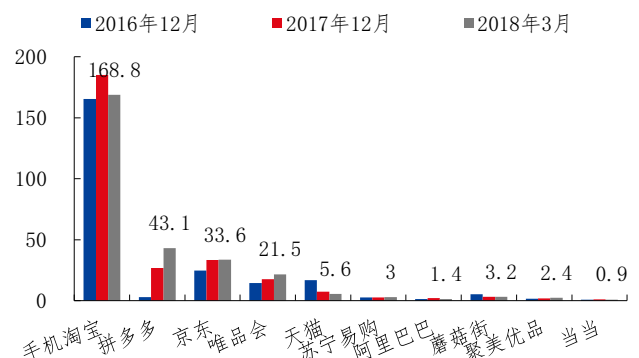


图 18：主要综合电商 APP DAU 均值



资料来源：易观，华金证券研究所

资料来源：极光大数据，华金证券研究所

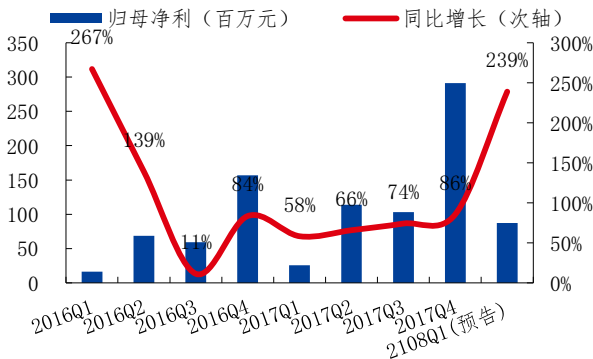
（二）平价商品需求旺盛，南极人品牌有望再度起航

极光大数据显示，2017年拼多多的用户70%为女性，65%来自三四线城市，来自一线城市用户仅有7.56%。这一批用户对价格极其敏感，也愿意为了几块钱的折扣在自己的朋友圈里转发“低价拼团”的信息。

拼多多销售额的快速增长，反映了我国电商流量逐步下沉后，三四线及以下消费者对平价商品的旺盛消费需求，南极模式正迎合平价商品快速发展的契机。2018年一季度业绩预告显示，南极人品牌一季度GMV增幅约为70%~80%，公司综合服务费及经销商授权收入合计同比增幅约为50%~60%，预计同口径下，一季度归母净利润同比增长130%~134%。春节延后导致今年一季度业绩增长向好，有望推动全年业绩稳定前行。

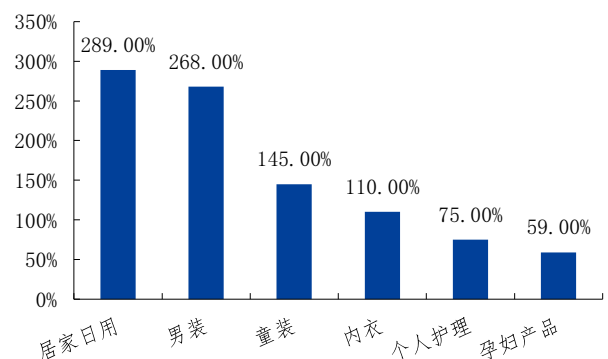
另据云观咨询，2018Q1，天猫平台南极人品牌男装品类、居家日用类目销售额增速已超260%，童装、内衣分别实现145%、110%的增速。而个人护理、孕妇产品类目中，南极人品牌也实现约75%、59%的销售额增速。2018Q1，天猫平台中，南极人品牌在男装、居家日用、童装、内衣、个人护理、孕妇产品类目中，销售额分别居于第6、第1、第3、第9、第1、第9名，多类目发展成效显现，供应链优势有望推动公司实现全年业绩较快增长。

图 19：南极电商分季度净利及增速



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

图 20：2018Q1 南极人品牌部分类目天猫平台销售额增速



资料来源：云观咨询，华金证券研究所

三、盈利预测及投资建议

电商流量下沉带动平价商品消费需求快速增长，南极电商借此红利有望再度起航。供应链、品牌优势促使公司2017年、2018Q1业绩较快增长。收购时间互联后，公司有望降低品牌营销成本，并依托其适应线上渠道的供应链，在多品牌多品类的发展中维持较快的业绩增速。

我们预计，2018年公司品牌综合服务业务在多品类高增速下将实现60%增速，而货品销售由于业务调整有所削减，经销商授权使用及保理业务均保持超50%增速，而时间互联全年并表将带来移动互联网流量等三项业务较2017年增长约240%。

预计公司 2018—2020 年每股收益分别为 0.53、0.76 和 0.99 元。净资产收益率分别为 17.0%、19.6% 和 20.2%，维持“买入-B”建议。

表 1：南极电商主营业务财务估计（万元）

		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
品牌综合服务业务	营业收入	27358.26	45962.70	62177.40	99483.84	139277.38	181060.59
	增长率	103.21%	68.00%	35.28%	60.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	88.72%	92.30%	94.85%	96.00%	97.00%	97.00%
货品销售	营业收入	10716.83	1932.81	3150.22	2520.17	1260.09	630.04
	增长率	-21.29%	-81.96%	62.99%	-20.00%	-50.00%	-50.00%
	毛利率	32.33%	33.52%	3.77%	5.00%	5.00%	5.00%
园区平台服务费业务	营业收入	774.27	1624.10	751.56	826.71	917.65	1027.77
	增长率	184.63%	109.76%	-53.72%	10.00%	11.00%	12.00%
	毛利率	50.77%	50.17%	86.10%	90.00%	91.00%	92.00%
经销商授权使用业务	营业收入		649.31	1741.52	2786.43	3678.09	4855.07
	增长率			168.21%	60.00%	32.00%	32.00%
	毛利率		91.22%	91.22%	92.00%	93.00%	93.00%
保理业务	营业收入		1287.31	2539.00	3808.50	5027.22	6635.93
	增长率			97.23%	50.00%	32.00%	32.00%
	毛利率		99.27%	98.98%	99.00%	99.00%	99.00%
其他服务收入	营业收入	73.55	1929.23	1221.11	1465.33	1758.40	2110.07
	增长率	2851.44%	2523.02%	-36.71%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率		50.04%	48.51%	50.00%	50.00%	50.00%
移动互联网媒体投放平台业务	营业收入			22039.60	74934.64	89921.57	104309.02
	增长率				240.00%	20.00%	16.00%
	毛利率			10.13%	11.00%	11.00%	11.00%
移动互联网流量整合业务	营业收入			1896.90	6449.45	15838.82	18373.03
	增长率				240.00%	20.00%	16.00%
	毛利率			54.94%	55.00%	55.00%	55.00%
自媒体流量变现业务	营业收入			3061.27	10408.33	12490.00	14488.40
	增长率				240.00%	20.00%	16.00%
	毛利率			44.04%	48.00%	49.00%	50.00%
合计	营业收入	38922.91	53385.46	98578.57	202683.40	270169.20	333489.93
	增长率	42.30%	37.16%	84.65%	105.61%	33.30%	23.44%
	毛利率	72.46%	87.52%	70.05%	59.32%	62.92%	65.24%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、风险提示

1. 行业竞争加剧；2. 公司供应商数量快速增长，质量管控能力受到挑战；3. 公司经销商数量快速增长，经销商平均 GMV 承压；4. 公司培育新品牌与新品类的成长不达预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	521.0	985.8	2,026.8	2,701.7	3,334.9	年增长率					
减:营业成本	66.5	295.2	824.6	1,001.7	1,159.2	营业收入增长率	33.8%	89.2%	105.6%	33.3%	23.4%
营业税费	4.4	5.6	12.2	16.2	20.0	营业利润增长率	73.5%	74.8%	67.3%	44.0%	30.1%
销售费用	22.0	31.0	64.9	86.5	103.4	净利润增长率	75.3%	77.4%	62.6%	43.2%	29.6%
管理费用	45.4	60.0	123.6	164.8	200.1	EBITDA 增长率	68.5%	77.2%	68.6%	43.2%	29.1%
财务费用	-10.3	-8.7	-7.1	-18.9	-34.4	EBIT 增长率	69.1%	77.7%	68.5%	43.2%	29.4%
资产减值损失	51.3	12.5	15.0	16.0	17.0	NOPLAT 增长率	72.4%	77.8%	67.3%	43.2%	29.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	109.6%	75.3%	4.5%	-4.7%	-9.6%
投资和汇兑收益	1.8	10.3	10.9	11.4	12.0	净资产增长率	26.6%	95.0%	68.5%	24.3%	25.3%
营业利润	343.4	600.4	1,004.6	1,446.8	1,881.6	盈利能力					
加:营业外净收支	10.8	24.8	20.0	20.0	20.0	毛利率	87.2%	70.1%	59.3%	62.9%	65.2%
利润总额	354.2	625.2	1,024.5	1,466.8	1,901.6	营业利润率	65.9%	60.9%	49.6%	53.6%	56.4%
减:所得税	51.1	89.6	153.7	220.0	285.2	净利润率	57.8%	54.2%	42.9%	46.0%	48.3%
净利润	301.1	534.3	868.7	1,243.6	1,612.3	EBITDA/营业收入	64.4%	60.3%	49.5%	53.1%	55.6%
						EBIT/营业收入	63.9%	60.0%	49.2%	52.9%	55.4%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	23.6%	20.2%	20.5%	14.6%	19.3%
货币资金	473.6	1,461.2	3,224.0	4,553.5	6,335.8	负债权益比	30.8%	25.3%	25.9%	17.1%	24.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.77	3.86	3.70	5.44	4.37
应收帐款	350.5	560.2	1,128.8	972.5	1,343.4	速动比率	2.65	3.83	3.58	5.40	4.27
应收票据	14.1	34.6	66.7	68.4	98.4	利息保障倍数	-32.47	-68.04	-140.33	-75.60	-53.62
预付帐款	5.0	134.5	254.8	212.6	315.5	营运能力					
存货	56.7	12.6	170.6	40.8	191.0	固定资产周转天数	3	2	1	1	0
其他流动资产	436.7	71.1	74.7	78.4	82.3	流动营业资本周转天数	295	123	59	44	22
可供出售金融资产	10.0	10.1	10.6	11.2	11.7	流动资产周转天数	908	659	639	723	771
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	304	166	150	140	125
长期股权投资	-	13.8	13.8	13.8	13.8	存货周转天数	43	13	16	14	13
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,181	1,071	914	929	939
固定资产	4.6	3.8	4.5	3.0	2.6	投资资本周转天数	513	505	320	240	180
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	510.3	565.5	565.6	565.6	565.7	销售费用率	4.2%	3.1%	3.2%	3.2%	3.1%
其他非流动资产	185.2	953.0	955.9	959.1	962.6	管理费用率	8.7%	6.1%	6.1%	6.1%	6.0%
资产总额	2,046.8	3,820.5	6,470.2	7,479.1	9,922.8	财务费用率	-2.0%	-0.9%	-0.4%	-0.7%	-1.0%
短期债务	-	65.5	-	-	-	三费/营业收入	11.0%	8.3%	8.9%	8.6%	8.1%
应付帐款	381.4	285.1	988.4	681.1	1,392.6	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	19.6%	17.7%	17.0%	19.6%	20.2%
其他流动负债	101.1	239.2	339.7	408.6	523.9	ROA	14.8%	14.0%	13.5%	16.7%	16.3%
长期借款	-	179.4	-	-	-	ROIC	59.4%	50.4%	48.1%	65.9%	89.4%
其他非流动负债	-	1.3	1.3	1.4	1.5	分红指标					
负债总额	482.5	770.5	1,329.5	1,091.1	1,917.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	29.9	28.9	31.1	34.2	38.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	417.3	417.3	1,636.6	1,636.6	1,636.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,117.1	2,603.8	3,473.0	4,717.2	6,330.1						
股东权益	1,564.3	3,050.1	5,140.7	6,388.0	8,004.9						
						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.18	0.33	0.53	0.76	0.99
现金流量表						BVPS(元)	0.94	1.85	3.12	3.88	4.87
净利润	303.1	535.6	868.7	1,243.6	1,612.3	PE(X)	75.8	42.7	26.3	18.4	14.2
加:折旧和摊销	2.6	3.0	5.0	7.2	6.2	PB(X)	14.9	7.6	4.5	3.6	2.9
资产减值准备	51.3	12.5	-	-	-	P/FCF	-101.7	945.6	41.9	17.2	12.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	43.8	23.2	11.3	8.5	6.8
财务费用	-10.5	-8.8	-7.1	-18.9	-34.4	EV/EBITDA	15.8	7.7	19.5	12.7	8.9
投资损失	-1.8	-10.3	-10.9	-11.4	-12.0	CAGR(%)	60.2%	44.5%	71.6%	60.2%	44.5%
少数股东损益	1.9	1.3	2.2	3.1	4.0	PEG	1.3	1.0	0.4	0.3	0.3
营运资金的变动	-297.8	418.9	-81.6	81.3	165.5	ROIC/WACC	5.7	4.8	4.6	6.3	8.5
经营活动产生现金流量	457.4	537.8	776.3	1,305.0	1,741.7						
投资活动产生现金流量	-666.4	-116.6	4.5	5.1	5.6						
融资活动产生现金流量	0.8	566.6	981.9	19.4	35.0						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

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

王冯声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com