

传统业务稳健发展, 物联网即将快速放量

投资要点

- **事件:** 公司发布2018年半年报, 2018年上半年实现营业收入18.28亿元, 同比增长79.80%; 实现归母净利润0.49亿元, 同比增长71.19%。
- **改善管理促进传统通信技术业务稳健发展。** 2018年上半年, 公司采取多项措施驱动业绩稳定增长, 实现营业收入18.28亿元, 同比增长79.80%。其中, 在整体运营商投资下滑的情况下, 公司通过收购日海通服小股东股权以及对日海通服的管理层进行调整, 加强了综合服务业务的资源整合, 公司通信设备和通信服务收入分别同比增长9.15%和38.47%, 总计收入达到了12.32亿元, 且毛利率保持基本稳定略有下降。2018年上半年, 公司实现归母净利润0.49亿, 预计超过一半来自传统通信技术业务的贡献。同时, 明年国内运营商资本开支有望开始回暖, 公司传统通信技术业务将随之稳健发展。
- **物联网板块业务收入占比超三成。** 公司加快物联网板块的整合, 物联网业务开始快速贡献业绩。2018年上半年, 公司物联网业务收入达到5.96亿元, 占公司收入超过三成, 其中物联网智能终端收入为5.33亿元, 物联网智能设备和解决方案收入6300多万元。目前, 物联网业务尚处于拓展前期, 公司通过资源整合和协同, 包括研发协同、整合供应链等管理改善措施, 降本增效, 物联网产品毛利率有所提升, 整体达到11.86%, 其中物联网智能设备毛利率略高, 超过20%。物联网模组业务的销售费用率比较低, 带动2018年上半年公司整体销售费用率下滑11.29%, 随着公司物联网业务规模效应, 销售费用率有望持续下降。
- **“云+端”全面布局, 提供完整解决方案。** 2017年, 公司相继收购了龙尚科技与芯讯通, 入股美国艾拉, 完成了物联网“云+端”布局, 卡位物联网发展关键环节, 形成全方位一体化服务能力。同时, 公司与三大运营商战略合作, 延伸物联网业务的平台和应用。公司持续加强在云、端及解决方案的能力, 不断提高企业的经营水平, 可以完整提供模组、云平台服务、云计算及系统解决方案。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2018-2020年EPS分别为0.66元、0.97元和1.34元, 当前股价对应的动态PE分别为35倍、24倍和17倍。公司为通信技术服务和物联网龙头企业, 给予公司2019年同行业平均30X估值, 目标价格29.1元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 公司主营业务发展或不及预期、物联网市场竞争激烈。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2989.79	5390.26	6917.48	8721.07
增长率	10.45%	80.29%	28.33%	26.07%
归属母公司净利润(百万元)	102.02	207.31	303.56	418.41
增长率	51.22%	103.20%	46.43%	37.83%
每股收益EPS(元)	0.33	0.66	0.97	1.34
净资产收益率ROE	4.90%	9.14%	12.00%	14.50%
PE	70	35	24	17
PB	3.52	3.23	2.90	2.54

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

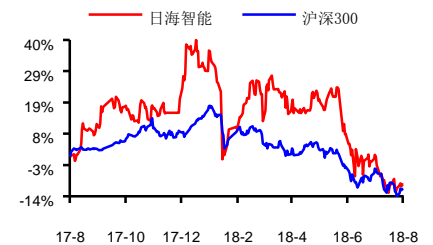
分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 王彦龙
电话: 010-57631191
邮箱: wangyanl@swsc.com.cn

联系人: 程硕
电话: 010-57631190
邮箱: chengsh@swsc.com.cn

联系人: 黄弘扬
电话: 021-58351773
邮箱: hhy@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)	3.12
流通A股(亿股)	3.12
52周内股价区间(元)	20.48-32.75
总市值(亿元)	65.99
总资产(亿元)	54.40
每股净资产(元)	6.36

相关研究

目 录

1 全面转型物联网，业绩拐点出现	1
1.1 通信领域龙头企业，润良泰入主后全面转型物联网.....	1
1.2 夯实业务、改善管理，公司业绩增长显著	2
2 物联网“云+端”前瞻布局，潜力巨大.....	3
2.1 “云+端”全面布局，成就行业主导地位	3
2.2 与三大运营商合作，协同提供物联网解决方案	5
3 盈利预测与估值.....	5
4 风险提示	6

图 目 录

图 1: 公司 2014 年以来营业收入及增速	2
图 2: 公司 2014 年以来归母净利润及增速	2
图 3: 公司历年毛利率和净利率	3
图 4: 2018 年 H1 分业务收入比例	3
图 5: 2017 年上半年全球移动物联网模组出货量市场份额	4
图 6: 2017 年上半年全球蜂窝物联网模组按营收的市占率	4

表 目 录

表 1: 日海智能整改措施	1
表 2: 分业务收入及毛利率	6
表 3: 可比公司估值	6
附表: 财务预测与估值	7

1 全面转型物联网，业绩拐点出现

1.1 通信领域龙头企业，润良泰入主后全面转型物联网

国内最大的信息与通信技术 (ICT) 网络基础设施提供商。日海智能于 1994 年在深圳市宝安区成立，2009 年在深交所中小企业板上市，主营业务为通信网络基础设施产品制造及销售业务和通信工程服务业务。公司专注于 ICT 领域，主要产品及服务包括：为中国移动、中国电信、中国联通电信运营商及中国铁塔公司提供有线宽带/光纤宽带网络建设解决方案及产品、移动宽带/无线站点建设解决方案及产品、通信网络的勘察、设计、施工及代维服务。公司坚持稳健经营、持续创新、合作共赢的经营理念，是致力于为国内外运营商、ICT 设备商、系统集成商等提供通信网络解决方案、设备和服务的行业龙头企业。曾获得“深圳市杰出中小企业奖”、“深圳市 50 强民营企业”、“2006 年中国通讯设备制造企业 50 强”等荣誉称号。

润良泰逐年增持，成为公司第一大股东。2016 年 7 月，公司原实际控制人海若公司（王文生持股 70%，配偶陈一丹持股 30%）以 16.7 亿对价（约 27.2 元/股）将持有的日海智能 19.69% 股权协议转让给珠海润达泰投资合伙企业（有限合伙），润达泰的一致行动人上海润良泰物联网科技合伙企业（有限合伙）此前在二级市场购入公司 4.77% 的股份，双方合计持有公司 24.46% 的股份，成为公司的实际控股股东。之后润达泰及其一致行动人润良泰多次增持，截止 2018 年 6 月，润达泰及润良泰拥有日海智能 29.88% 的股份。

背靠大股东，全面整改开启物联网新阶段。润良泰依托自身专业、强大的管理团队，对公司进行了一系列管理调整、资产整合、业务整顿，引入具有丰富经验的管理团队对公司的产业布局进行了重新思考和审视。在促进传统业务稳定发展的同时，积极布局物联网市场，将物联网业务作为公司重要的发展战略，将建成“智慧连接万物”的日海智能物联网 (Sunsea AIoT) 作为公司战略目标。目前，公司形成了通信服务业务、物联网业务、云网络三大业务板块，在国内率先拥有了领先的物联网“云+端”技术和产品能力，实现了物联网业务优势布局。

表 1：日海智能整改措施

措施	时间	具体描述
引入新的管理团队	2016 年 8 月	日海智能董事会、监事会换届，引入具有丰富经验的管理团队。
		润良泰请来前中国电信市场部总经理刘平先生担任日海智能董事长，兼任润良泰的高级合伙人，刘平先生在电信集团工作多年，颇有电信运营商方面的工作经验。
处理不良资产	2016 年 8 月	出售持续亏损的日海设备。
		出售经营业绩不良的孙公司安徽国维用以偿还对母公司的借款。
整顿业务	2016-2018 年	2016 年收购日海通服的股权、2017 年收购龙尚科技和芯讯通。
		公司业务形成了通信服务业务、物联网业务、云网络三大业务板块，并率先完成构建领先的物联网“云+端”生态体系，实现物联网业务优势布局。
精简人员	2014-2017 年	2014 年开始精简人员，员工人数从 2014 年的 5562 人减少到 2017 年的 2534 人，本科及以上学历员工比例从 12.62% 提升至 29.44%。
股权激励	2016-2018 年	从 2016 年 12 月发布第一期员工持股计划草案开始，2017 年 5 月公司第一期员工持股计划完成了股票购买，购买数量为 19278019 股，占公司总股本的 6.18%。
		2018 年 3 月发布第二期员工持股计划草案，2018 年 7 月 20 日发布第二期员工持股计划完成股票

措施	时间	具体描述
		购买的公告, 公司第二期员工持股计划已通过证券交易所集中竞价交易的方式购买股票, 购买数量 983.49 万股, 购买均价 28.22 元/股, 占公司总股本的比例为 3.15%。

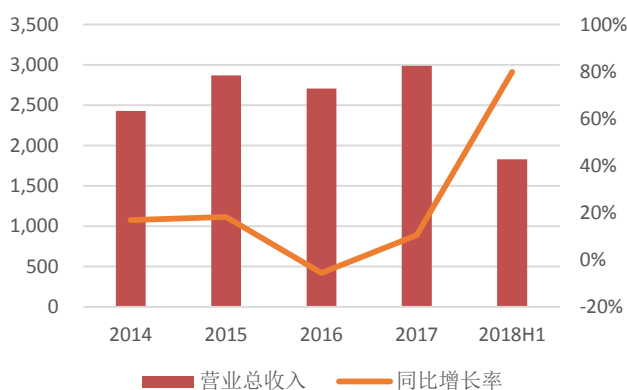
资料来源: 公司公告, 西南证券整理

研发、销售实力造就企业龙头地位。1)、公司持续进行研发投入, 优化企业创新机制: 2017 年公司研发投入约 7915 万元, 占营业收入比重为 2.65%。截止 2017 年末, 公司研发人员数量达到 978 人, 占总员工数的 38.6%, 累计获得有效专利授权 528 项, 其中发明专利 89 项, 主持或参与起草的通信行业标准超过 90 项。2)、**公司合作伙伴、产品及服务遍布国内外:** 公司建立了覆盖全国的销售渠道和服务网络, 有超过 250 名专业销售和支持人员向客户提供全面系统的服务, 在中国设立了 31 个销售办事处, 与中国电信、中国移动、中国联通三大运营商及中国铁塔建立了长期合作关系。同时, 公司也是爱立信、阿尔卡特-朗讯、中兴、诺基亚西门子、腾讯等多家世界知名 ICT 方案提供商的战略合作伙伴, 在美国、俄罗斯、法国、印度、越南、沙特、泰国等国家设立了分支机构, 产品和服务已拓展至海外 60 多个国家和地区。

1.2 夯实业务、改善管理, 公司业绩增长显著

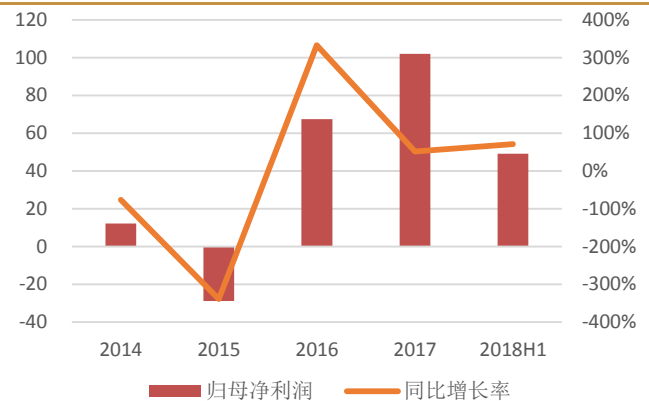
多方面原因造成近年来盈利能力下滑, 转型后拐点明显。虽然 2013-2015 年公司营收稳健增长, 但归母净利润在 2013 年开始下滑, 并于 2015 年出现亏损, 经营情况波动较大。公司盈利能力下滑的主要原因一方面是因为近年来局部产能过剩的局面使得市场竞争非常激烈, 运营商集中采购价格不断下降, 降低了公司的盈利能力; 另一方面受人工成本上升和工程劳务外协的成本增加的影响, 通信业务的毛利率有所下滑。2016 年, 公司进行整改转型后, 营收虽仍有所下滑, 但由于公司战略性收缩传统业务, 销售费用大幅缩减, 归母净利润实现扭亏。2017 年公司业绩增长明显, 其中营业收入 29.9 亿元, 同比增长 10.45%, 归母净利润 1.02 亿元, 同比增长 51.22%。2018 年上半年, 公司实现营业收入 18.28 亿元, 同比增长 79.80%, 归属于上市公司股东的净利润 0.49 亿元, 同比增长 71.19%, 归母净利润增长的主要原因为: 芯讯通、龙尚科技并表后公司通过资源整合和协同使得物联网业务毛利率有所提升, 公司提供从终端到云平台到 SaaS 行业应用解决方案的一体化服务, 通过管理改善、产品智能化升级等措施提高产品和服务的市场竞争力, 从而盈利能力提升明显。

图 1: 公司 2014 年以来营业收入及增速

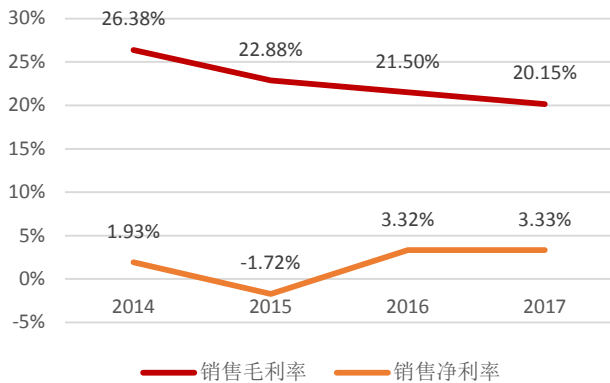


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

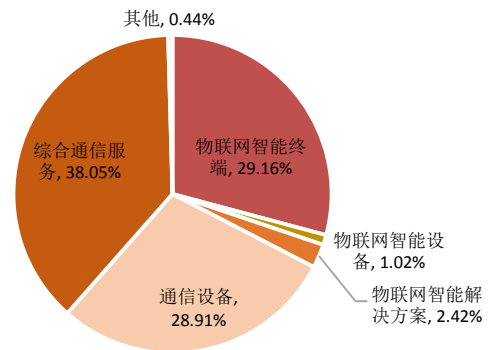
图 2: 公司 2014 年以来归母净利润及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 3：公司历年毛利率和净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2018 年 H1 分业务收入比例


数据来源：公司公告，西南证券整理

分业务来看，公司物联网业务规模迅速增长。2018 年，公司进入了物联网发展的快车道：一方面加快物联网产业布局，围绕“云+端”的战略优势布局，促进云端融合，推动公司向智慧综合解决方案的物联网公司转型；另一方面以核心物联网业务推进传统通信基础业务向智能制造、智能工程服务等领域加快转型。2018 年上半年，公司物联网业务实现收入 5.96 亿元，占公司营业收入比重的 32.6%。

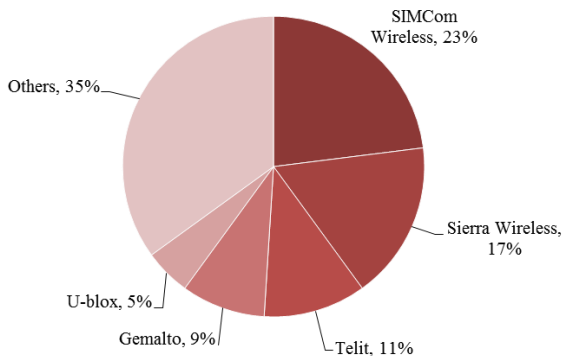
2 物联网“云+端”前瞻布局，潜力巨大

2.1 “云+端”全面布局，成就行业主导地位

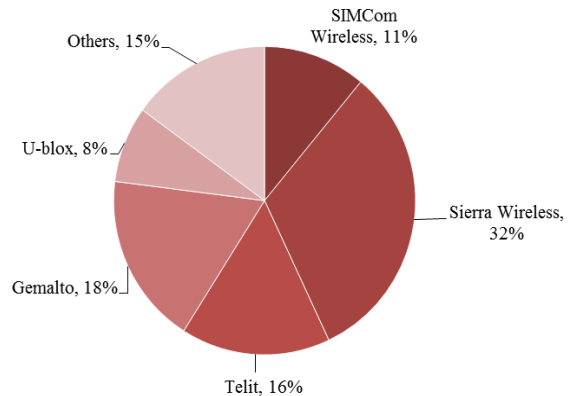
1) 端：控股龙尚科技、收购芯讯通，铸造物联网模块全球龙头

控股龙尚科技，前瞻性布局“端”战略。2017 年 9 月 8 日，公司发布关于收购龙尚科技股权的公告，公司的全资子公司日海物联收购龙尚科技 68.09%的股权，并于 11 月 4 日向龙尚科技增资，持有龙尚科技的股权增加为 73.84%。龙尚科技采取持续研发高投入的策略，紧跟技术发展，特别是针对 NB-IoT 进行了较大规模研发投入，完成了基于高通平台的 NB-IoT 模组的工作。目前，龙尚科技产品全面涵盖 LTE、NB-IoT、3G、2G 全系列无线通讯模组，并率先实现了规模量产，4G 模组出货量行业内领先，在窄带物联网领域具有先发优势。

重磅收购芯讯通，物联网模块全球龙头初现。2018 年 2 月 26 日，公司发布了关于芯讯通股权完成过户的公告。芯讯通属国家级高新技术企业，是全球领先的无线通信模块及解决方案供应商，产品主要分为 2G、3G、4G 通信模块产品及 GNSS 定位模块产品，广泛应用于车联网、智能抄表、移动支付、安全防护、医疗卫生、共享单车等领域。芯讯通拥有深厚的人才积累优势、研发技术优势以及品牌优势，竞争优势突出，盈利能力强，其无线通信模块的销售网络覆盖美洲、欧洲、亚太等地区。根据 ABI Research Inc.报告显示，芯讯通无线通信模块出货量已在 2015 年上升至全球第一位，并持续维持。2017 年上半年，芯讯通出货量以 23%的市场份额位居全球第一，增长速度达 122%，营收以 11%的市场份额位列第五。

图 5：2017 年上半年全球移动物联网模组出货量市场份额


数据来源：Counterpoint IoT，西南证券

图 6：2017 年上半年全球蜂窝物联网模组按营收的市占率


数据来源：Counterpoint IoT，西南证券

收购龙尚科技和芯讯通是公司“云+端”物联网战略的重要组成部分。公司通过收购龙尚科技和芯讯通，取得了在物联网无线通信模组约 30% 全球出货量市场份额，成为全球物联网模组龙头企业。

2) “云”：落地云平台战略，建立物联网系统解决方案能力

入股艾拉物联，落地物联网云 PaaS 平台能力。2017 年 10 月，日海智能、香港日海与控股股东一致行动人润良泰的全资子公司香港润良泰同美国艾拉签署协议，香港日海和润良泰各出资 2500 万美元认购艾拉 D 轮优先股 9.70% 股权，同时公司又通过日海物联与美国艾拉在深圳设立合资公司。艾拉物联是全球领先的物联网云 PaaS 平台服务商，主要产品包括嵌入式模块、云服务和 API 库，在全球的 IoT 云平台提供商中处于领先地位，多次被包括 IDC、Gartner、Forrester 等在内的各大权威机构评为“最受瞩目的物联网云平台公司之一”。艾拉物联以美国为大本营，业务覆盖欧洲、中国和日本等全球各个地区，将战略定位为“利用大客户的品牌效应形成背书，扩展到全球市场”。

牵手慧与（中国），增强云解决方案能力。2017 年 9 月 11 日，公司与慧与（中国）有限公司签订《合作框架协议》，双方将在物联网行业应用、智慧城市、云计算、大数据、交互式平台软件以及下一代 NFV 网络等建立战略合作伙伴关系。慧与由惠普在 2015 年 11 月业务剥离而来，并在纽约证券交易所上市，2016 年 2 月发布全新标识与中文品牌名称——“慧与”，专注于云解决方案，是物联网系统集成和应用服务的提供商，在混合 IT 解决方案、移动与物联网解决方案以及面向数据和分析的 IT 领域拥有尖端技术，同时积极布局投资融合、云计算、移动、大数据驱动和软件定义等前沿技术，为大型客户或垂直行业提供系统集成、应用开发及增值服务。

入股艾拉、牵手慧与，协同完成公司云网络战略布局，加快推进物联网“云+端”战略。公司通过入股艾拉、合作慧与，建立了强大的云服务平台能力，公司的云网络战略布局初步完成。

2.2 与三大运营商合作，协同提供物联网解决方案

中国电信：2017 年 12 月 21 日，公司的全资子公司日海物联与中国电信物联网公司签订了《物联网白色家电使能平台合作协议》，双方的合作模式为：日海物联提供端到端物联网解决方案——“白色家电使能平台”应用系统，并将应用系统集成在中国电信天翼云平台上，中国电信物联网公司提供统一的“白色家电使能平台”业务运营计费结算系统；同时，日海物联配合中国电信物联网公司制定“白色家电使能平台”宣传、功能完善的优化工作。

中移物联：2017 年 12 月 28 日，公司的全资子公司日海物联与中移物联网有限公司签订《战略合作协议》，双方合作的主要内容为：双方组织相关资源，围绕模组、平台、物联网解决方案等，展开各项技术交流与合作；充分发挥双方的渠道优势，共同探索新的垂直行业应用及商业模式，拓展物联网行业市场及客户。

中国联通：2018 年 2 月 14 日，日海智能全资子公司日海物联与中国联通签订《战略合作协议》，双方合作的主要内容为：双方合作建设和推广中国联通物联网使能平台，将日海物联的物联网云平台服务能力整合到中国联通物联网使能平台系统内，同时基于整合后的中国联通物联网使能平台能力以及现有的连接管理平台能力打造物联网垂直行业体系进行业务运营及销售；基于日海智能在无线通讯模块的技术及市场优势，深入开展硬件行业解决方案的合作，最大程度降低下游厂家的开发难度。

日海物联与三大运营商合作，可以借助双方在技术、产品、运营、客户、渠道等方面的优势资源，协同向客户提供一揽子物联网解决方案，加快推进公司“云+端”的物联网战略。

3 盈利预测与估值

假设 1：预计 2019-2020 年国内运营商 CAPEX 回暖，假设增速均为 10%，公司工程及通信产品销售与运营商 CAPEX 完全正相关，且公司聚焦主营业务，管理持续改善，两者业务毛利率基本保持在现有水平。

假设 2：考虑到公司物联网在手订单以及芯讯通并表情况，2018 年下半年物联网应用产品业绩将大幅提升；同时，据赛迪顾问发布的《2018 年中国 5G 产业与应用发展白皮书》，2019-2020 年期间，我国物联网连接数将实现翻倍，而公司物联网业务以模组及硬件为主，与连接数正相关，假设公司物联网产品单价稳定，2019-2020 年规模增长率与国内物联网用户连接数增长率基本一致。

假设 3：随着公司物联网业务规模效应凸显，物联网行业应用产品毛利率在现有基础上稳步提升。

假设 4：暂不考虑 2018-2020 年国内小基站行业可能爆发，以及小基站为公司贡献的业绩。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2: 分业务收入及毛利率

	百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
工程	收入	1,476.49	1,476.49	1,624.14	1,786.55
	yoy	7.7%	0.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	15.8%	16.00%	16.00%	16.00%
通信产品销售	收入	1,429.56	1,429.56	1,572.52	1,729.77
	yoy	14.0%	0.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	24.8%	27.00%	25.00%	25.00%
物联网行业应用	收入	72.74	2,473.22	3,709.83	5,193.76
	yoy	-	3300.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	14.0%	12.00%	13.00%	14.00%
其它业务	收入	10.99	10.99	10.99	10.99
	yoy	-86.7%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	36.1%	36.00%	36.00%	36.00%
总计	收入	2989.8	5390.3	6917.5	8721.1
	yoy	10.5%	80.3%	28.3%	26.1%
	毛利率	20.1%	17.1%	16.5%	16.6%

数据来源: Wind, 西南证券

表 3: 可比公司估值

可比公司	股价 (元)	EPS(元)				PE (倍)			
	(2018.8.27)	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
烽火通信	31.40	0.74	0.85	1.08	1.41	38.93	36.68	28.91	22.15
光迅科技	25.86	0.53	0.62	0.81	1.05	55.31	42.02	31.75	24.65
移为通信	24.22	0.61	0.74	0.92	1.15	46.35	32.88	26.21	21.14
广和通	28.70	0.55	0.57	0.83	1.10	82.14	50.26	34.73	26.14
均值						55.68	40.46	30.40	23.52

数据来源: Wind, 西南证券整理

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.66 元、0.97 元和 1.34 元, 当前股价对应的动态 PE 分别为 35 倍、24 倍和 17 倍。公司为通信技术服务和物联网龙头企业, 给予公司 2019 年同行业平均 30X 估值, 目标价格 29.1 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

4 风险提示

公司主营业务发展或不及预期、物联网市场竞争激烈。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2989.79	5390.26	6917.48	8721.07	净利润	99.44	202.06	295.87	407.81
营业成本	2387.39	4467.30	5778.25	7271.70	折旧与摊销	51.81	33.13	33.13	33.13
营业税金及附加	19.40	35.04	41.50	52.33	财务费用	6.59	1.66	1.20	0.85
销售费用	217.43	269.51	311.29	366.29	资产减值损失	56.25	0.00	0.00	0.00
管理费用	227.22	404.27	456.55	575.59	经营营运资本变动	160.45	-1072.37	-699.07	-640.74
财务费用	6.59	1.66	1.20	0.85	其他	-302.59	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	56.25	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	71.94	-835.53	-368.88	-198.95
投资收益	2.91	0.00	0.00	0.00	资本支出	-7.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-159.57	0.00	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	-167.19	0.00	0.00	0.00
营业利润	85.87	212.48	328.68	454.32	短期借款	710.34	339.38	564.26	440.87
其他非经营损益	34.24	20.55	20.44	21.38	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	120.12	233.03	349.12	475.70	股权融资	-115.53	0.00	0.00	0.00
所得税	20.68	30.97	53.25	67.89	支付股利	-9.36	-20.40	-41.46	-60.71
净利润	99.44	202.06	295.87	407.81	其他	-81.02	-1.69	-1.20	-0.85
少数股东损益	-2.58	-5.25	-7.69	-10.59	筹资活动现金流净额	504.43	317.29	521.60	379.31
归属母公司股东净利润	102.02	207.31	303.56	418.41	现金流量净额	405.21	-518.24	152.72	180.36
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1057.26	539.03	691.75	872.11	成长能力				
应收和预付款项	1276.40	2268.62	2911.96	3670.22	销售收入增长率	10.45%	80.29%	28.33%	26.07%
存货	1887.81	3588.49	4660.41	5881.56	营业利润增长率	20.99%	147.44%	54.69%	38.22%
其他流动资产	34.93	62.98	80.82	101.89	净利润增长率	10.60%	103.20%	46.43%	37.83%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	5.75%	71.40%	46.81%	34.51%
投资性房地产	37.28	37.28	37.28	37.28	获利能力				
固定资产和在建工程	336.54	310.59	284.64	258.69	毛利率	20.15%	17.12%	16.47%	16.62%
无形资产和开发支出	266.87	260.05	253.23	246.41	三费率	15.09%	12.53%	11.12%	10.81%
其他非流动资产	72.43	72.08	71.72	71.37	净利率	3.33%	3.75%	4.28%	4.68%
资产总计	4969.53	7139.11	8991.80	11139.52	ROE	4.90%	9.14%	12.00%	14.50%
短期借款	715.34	1054.72	1618.98	2059.85	ROA	2.00%	2.83%	3.29%	3.66%
应付和预收款项	1923.18	3428.47	4336.95	5565.04	ROIC	3.99%	7.37%	7.83%	8.92%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.83%	4.59%	5.25%	5.60%
其他负债	300.98	444.26	569.81	701.46	营运能力				
负债合计	2939.50	4927.45	6525.73	8326.35	总资产周转率	0.67	0.89	0.86	0.87
股本	312.00	312.00	312.00	312.00	固定资产周转率	8.86	16.66	23.24	32.10
资本公积	1073.36	1073.36	1073.36	1073.36	应收账款周转率	2.93	3.84	3.36	3.33
留存收益	599.90	786.81	1048.90	1406.60	存货周转率	1.37	1.59	1.38	1.36
归属母公司股东权益	1985.29	2172.17	2434.26	2791.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.01%	—	—	—
少数股东权益	44.74	39.49	31.81	21.21	资本结构				
股东权益合计	2030.03	2211.66	2466.07	2813.17	资产负债率	59.15%	69.02%	72.57%	74.75%
负债和股东权益合计	4969.53	7139.11	8991.80	11139.52	带息债务/总负债	24.34%	21.40%	24.81%	24.74%
					流动比率	1.45	1.31	1.28	1.27
					速动比率	0.81	0.58	0.57	0.56
					股利支付率	9.17%	9.84%	13.66%	14.51%
					每股指标				
					每股收益	0.33	0.66	0.97	1.34
					每股净资产	6.51	7.09	7.90	9.02
					每股经营现金	0.23	-2.68	-1.18	-0.64
					每股股利	0.03	0.07	0.13	0.19
业绩和估值指标									
EBITDA	144.27	247.27	363.01	488.30					
PE	70.12	34.51	23.57	17.10					
PB	3.52	3.23	2.90	2.54					
PS	2.39	1.33	1.03	0.82					
EV/EBITDA	45.97	30.29	21.76	16.71					
股息率	0.13%	0.29%	0.58%	0.85%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn