

2016年05月25日

创高安防 (831464.OC)

公司分析

证券研究报告

创高安防：借力全球，享誉全球

■**公司是全球享誉的安防品牌：**公司实施双品牌战略，自2013年起，连续斩获国内外设计大奖；G5 防盗报警系统荣获 IFSEC 年度最佳产品奖；新品“智能家居 DIY 套装 K1”更连续获得2015年德国红点设计大奖、2015台北国际电脑展 COMPUTEX d&i awards 金质奖、首届“中国好设计”奖、2015 CEDIA Expo“最佳品牌产品奖”、及2016 CES 年度“Twice Picks Awards”大奖等。

■**智能家居市场投资消费人气居高：**全球IT龙头企业积极布局智能家居市场，2016年5月中，Google I/O 大会推出智能家居核心处理系统-Google Home，引爆智能家居市场。根据Jupiter Research的数据显示，全球智能家居市场预计将从2012年的250亿美元左右发展到2017年的600亿美元，复合增速为19%。

■**借力全球，公司高增长拐点迹象显现：**2016年一季度，公司收入同比增长79%；净利润同比增长618%；比较2014-2015年，收入及净利润个位数增长，16年增速提升明显。公司采用全球布局战略，2016年先后与全球移动通信运营商巨头沃达丰、Orange 签署合作协议；并积极通过外延式并购整合智能家居及物联网产业链关键技术资源。

■**投资建议：**买入-B 投资评级。我们预计公司2016年-2018年的收入增速分别为48%、40%、30%，净利润增速分别为92.5%、22.7%、48.7%，成长性突出；首次给予买入-B 的投资评级。

■**风险提示：**财务风险、公司经营策略不达预期风险、系统性风险等。

| (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入 | 68.3 | 72.4 | 107.1 | 149.9 | 194.9 |
| 净利润 | 9.4 | 10.0 | 19.3 | 23.7 | 35.2 |
| 每股收益(元) | 0.23 | 0.25 | 0.44 | 0.44 | 0.66 |
| 每股净资产(元) | 1.26 | 2.07 | 3.18 | 4.61 | 5.27 |

| 盈利和估值 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 35.8 | 33.6 | 19.0 | 19.0 | 12.8 |
| 市净率(倍) | 6.7 | 4.1 | 2.6 | 1.8 | 1.6 |
| 净利润率 | 13.7% | 13.9% | 18.0% | 15.8% | 18.1% |
| 净资产收益率 | 18.6% | 12.1% | 13.9% | 9.6% | 12.5% |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ROIC | 302.1% | 25.8% | 37.5% | 32.5% | 41.1% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-B**
首次评级

股价 (2016-05-24) **8.55 元**

交易数据

| | |
|-----------|--------|
| 总市值(百万元) | 341.66 |
| 流通市值(百万元) | 48.11 |
| 总股本(百万股) | 39.96 |
| 流通股本(百万股) | 5.63 |
| 12个月价格区间 | 1元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|--------|
| 相对收益 | 9.27 | 33.68 | 11.06 |
| 绝对收益 | 5.76 | 32.2 | -28.58 |

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005
zhuhb@essence.com.cn
021-35082062

李蕙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514060002
lihui@essence.com.cn
0755-82558362

相关报告

1. 全球享誉的安防品牌

福建创高安防于 2001 年在中国福州创立，十六年来，公司始终专注于无线 DIY 智能家居产品的设计、研发和生产，产品涵盖 DIY 安防报警、智能家居和网络监控三大类，可支持 GSM、GPRS、WCDMA、PSTN、Z-Wave、Wi-Fi、Homekit、Thread、BlueTooth 等多种通讯方式，为全球家庭和商用客户创造“简单、易用”的智慧家庭生活体验。不仅是国内 DIY 防盗报警系统的引领者，也是国际上最具市场竞争力的安防企业之一。

目前公司实施双品牌战略，分别以“CHUANGO”和“smanos”两大品牌积极参与国际竞争。“Chuango”是国内最有知名度的民用安防品牌之一，拥有良好的美誉度和忠诚度，以民用安防产品为主，发力中端市场；自主品牌“smanos”以智能家居设备主打高端市场，全面覆盖整个市场人群。

图 1：公司产品展示 1



资料来源：公司天猫旗舰店，安信证券研究中心

图 2：公司产品展示 2



资料来源：公司天猫旗舰店，安信证券研究中心

1.1. 连续斩获国内外设计大奖

- 2013 年 5 月，英国伯明翰国际安全技术展览会（IFSEC），公司 G5 防盗报警系统荣获入侵报警器产品年度“最佳产品奖”；为最近 39 年来唯一一家获得该奖项的中国厂商。

图 3：创高 G5 产品荣获 IFSEC 年度最佳产品奖



资料来源：互联网，安信证券研究中心

- 2014年10月，被行业权威媒体 a&s 评为“中国安防十大品牌”；2015年再次荣膺该奖项。

图 4：公司被评为“中国安防十大品牌”



资料来源：公司网站，安信证券研究中心

- 2015年3月，自主品牌 smanos 新品“智能家居 DIY 套装 K1”获得 2015 年德国红点设计大奖 (Red Dot Award: Product Design 2015)。6 月该产品再次荣获 2015 台北国际电脑展 COMPUTEX d&i awards 金质奖；10 月在国际性创意和设计领域中再获殊荣，拿下了首届“中国好设计”奖；荣获 2015 CEDIA Expo “最佳品牌产品奖”。同时，该产品斩获 2016 CES 年度“Twice Picks Awards”大奖。

图 5：智能家居 DIY 套装 K1



资料来源：smanos 网站，安信证券研究中心

- 2016年2月，欧洲最具规模及影响力之一的通讯产品及消费电子产品商展 DISTREE EMEA 展会，公司子公司荣获“SMART HOME DISTREE DiamondAwards”大奖。

图 6：公司获得智能家居 Distree

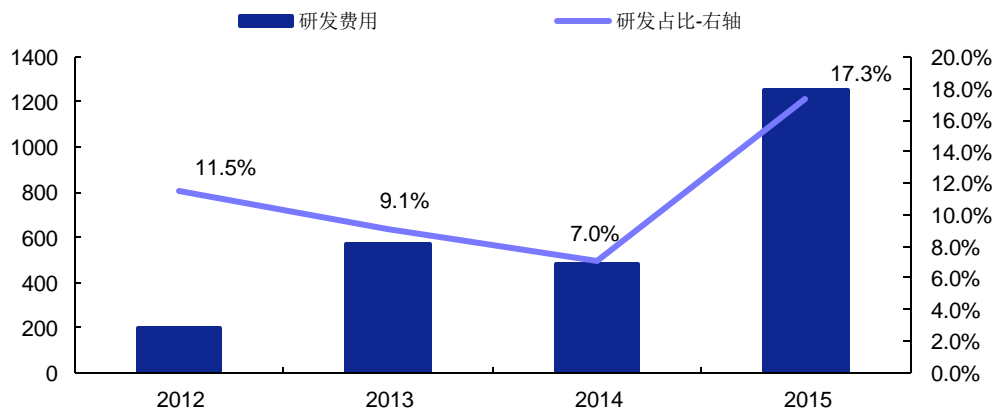


资料来源：互联网，安信证券研究中心

1.2. 持续高研发投入，保证品牌竞争力

公司极为重视研发设计，认为有创意的设计是在消费类电子行业竞争中取胜的根本。从公司财报披露的研发费用来看，2012-2015 年，公司累计投入的研发费用分别为 200 万、571 万、479 万、1250 万；占同期营业收入的 11.5%、9.1%、7.0%、17.3%。比较来看，2015 年，新三板挂牌企业平均研发费用占收入比重仅 1.2%；创高安防研发费用显著超越新三板挂牌企业平均水平。截止至 2015 年报告期末年报显示，公司已累计获得 149 项专利技术、73 项计算机软件著作权证书。

图 7：公司研发费用投入及研发占收入比重（2012-2015 年）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司拥有一支不断创新的产品研发团队和具有国际化视野的设计团队；根据招股书内容，早在 2014 年底，公司研发设计人员为 52 人，占员工总数的 32.7%。公司研发设计团队中有经验丰富的工程师从事单片机嵌入式软件、GPRS 通信协议、iOS 和 Android 应用程序的开发，专业的设计师负责工业、视觉及平面设计。部门的工作按专业分工，按流程化管理，形成相互配合的整体。

以新产品开发为例，公司产品设计研发前会在全球范围内进行最广泛的市场调研，对消费者的需求结构进行细分分析，确保产品真正符合市场需要。在充分掌握消费类电子及全球安防市场的技术趋势，并经过产品创意、工业设计、软硬件开发，电路板画板、包装设计等一系

列流程后，将概念性的产品转化为成品推向市场。

图 8：公司新产品开发流程



资料来源：公司网站，安信证券研究中心

1.3. 产品入驻国外一线零售渠道

公司持续深耕海外市场，约 88% 的产品主要用于外销，产品质量获得海外客户认可；长期以来占据国外一线智能家居相关大型连锁商展柜。与 Leroy Merlin、Argos、Maplin、Electro Depot、Fona、Praxis、Frys Electronics、newegg、JB Hi-Fi、Dick Smith、Conrad Electronic SE 等国际知名大型连锁商超保持着良好业务关系。此外，公司也与美国、加拿大、英国、德国、荷兰、希腊等的 Apple Store 苹果零售店达成品牌授权合作协议。

- **Leroy Merlin**：全球排名第三，欧洲排名第一的大型国际家装建材零售集团；覆盖全球 13 个国家约 310 家门店；
- **Argos**：英国排名首位的商品零售商，约 600 多家分店。
- **Maplin**：英国最大的电子类零售商等等

2. 智能家居市场可能即将进入发展快车道

2.1. 智能家居市场大牌云集，聚拢人气

全球 IT 龙头企业积极布局智能家居市场；可能来说，在大牌厂商对智能家居市场的持续预热过程中，智能家居正逐步为普通消费者所认知、触碰，并逐渐成为一种新的生活方式，一种代表着时尚、便捷、智能、安全的新型生活体验。

2014 年，谷歌 32 亿美元收购智能家居公司 nest；同年，苹果发布 Homekit 智能家居应用平台，并于 15 年 6 月，上市首批支持 Homekit 的智能家居设备；同样 2014 年，三星推出了专属的智能家居平台 smartThings。而国内巨头布局也不甘示弱，腾讯宣布构建 QQ、微信硬件开发平台战略，推出智能硬件连接；京东推出“JD+计划”加速智能硬件的创新；阿里云生活馆平台推出 DT 时代 YunOS 的智能生态理念。

就在近日,2016年5月,Google I/O 大会还推出了智能家居核心处理系统——Google Home;作为全球“黑科技”的代表厂商 Google,针对未来的智能家居预先提出方案,同时根据助手以及庞大的搜索系统对智能家居进行协助控制。

图 9: Google Home 产品展示图片 1



资料来源: 网易数码, 安信证券研究中心

图 10: Google Home 产品展示图片 2



资料来源: 网易数码, 安信证券研究中心

图 11: 小米智能安防套装



资料来源: 小米官网, 安信证券研究中心

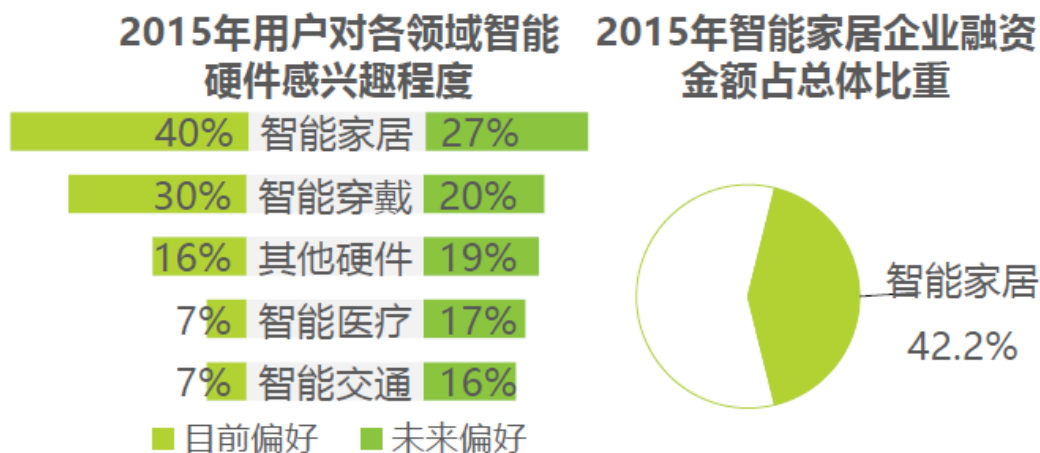
图 12: 小蚁智能摄像机



资料来源: 小米官网, 安信证券研究中心

根据艾瑞网发布的《2015 年中国智能硬件产业系列研究报告》,智能家居依然是重点领域,备受用户及投资方青睐。而国内智能家居行业跨界合作也越发频繁,推动智能家居商用化。

图 13: 2015 年用户对于细分智能硬件领域感兴趣程度 (图片来源: 艾瑞网)



资料来源: 艾瑞网, 安信证券研究中心

图 14：2014-2015 年国内智能家居龙头跨界合作（图片来源：易观智库）

| 合作时间 | 合作方 | 合作内容 |
|----------|----------|---|
| 2014年3月 | 美的、华为、阿里 | 华为、阿里帮助美的迅速建立了从云端到家电的试验系统、美的从云到端的建设实现。 |
| 2014年12月 | 小米、美的 | 小米战略投资美的12.66亿元，双方将在智能家居及其生态链、移动互联网业务领域深度合作。 |
| 2014年12月 | 360、酷派 | 360 战略投资4 亿美元与酷派成立合资公司，主要生产智能设备，向市场推出智能手机并以互联网销售为主要渠道，以此建立一个移动生态系统。 |
| 2014年12月 | 美的、京东 | 双方将扩大业务合作范围和合作深度，强化在智能家居和渠道扩展等领域合作。 |
| 2015年1月 | 海尔、魅族、阿里 | 海尔生产智能设备，阿里提供云服务能力、智能算法，三方共同开发互联协议。 |
| 2015年3月 | 海尔、苏宁 | 双方全面升级战略合作，在智能家居领域展开深度合作，共同推进C2B反向定制产品、U+平台创客产品、PPTV电视开发计划，共享会员资源。 |
| 2015年4月 | 联想、百度 | 合作推出云路由，后续将合作更多智能硬件。 |
| 2015年4月 | TCL、腾讯 | TCL与腾讯、未来电视达成平台、内容、牌照三方资源整合。 |
| 2015年5月 | 小米、正荣 | 双方将融合小米路由器、小米电视、小蚁智能摄像机等系列智能硬件，为正荣集团旗下地产项目打造全新智能家居体验。 |

资料来源：易观智库，安信证券研究中心

2.2. 智能家居市场潜力巨大

智能家居概念起源于 20 世纪 80 年代初的美国，称之为 Smart Home，是以住宅为平台，利用综合布线技术、网络通信技术、安全防范技术、自动控制技术、音视频技术将家居生活有关的设施集成，构建高效的住宅设施与家庭日程事务的管理系统，提升家居安全性、便利性、舒适性、艺术性，并实现环保节能的居住环境。

根据 Jupiter Research 的数据显示，全球智能家居市场预计将从 2012 年的 250 亿美元左右发展到 2017 年的 600 亿美元，复合增速为 19%。但这或许不能完全预判智能家居的市场前景。另外一家市场调研公司 IDC 的数据则认为智能家居将成为一个万亿级的市场。IDC 对智能家居各个组成领域的市场规模预测，到 2016 年，其中，智能电表的市场规模将达到 330 亿美元，游戏机市场规模也将达到 379 亿美元，家庭安防市场规模将达到 1100 亿美元。如果将智能家居所有涵盖的领域都汇总起来，未来全球智能家居规模将达到万亿美元以上。

而回到国内市场，根据易观智库《中国智能家居市场专题研究报告 2015》数据显示，2016 国内智能家居市场规模将出现明显增长，预计到 2018 年市场规模将达到 1800 亿元。

图 15：2015-2018 年中国智能家居市场规模预测



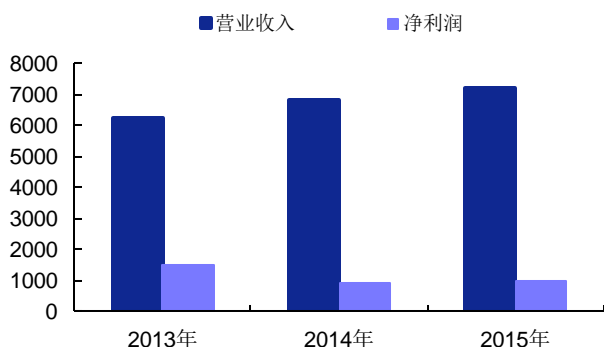
资料来源：易观智库，安信证券研究中心

3. 借力全球，公司高增长迹象已现

3.1. 高增长拐点或已在 2016 年一季度出现

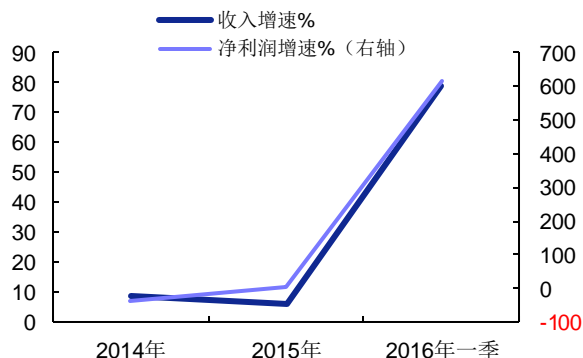
公司发布 2016 年一季度业绩预增公告，报告期内实现营业收入 2289 万元，较上年同期增长 79.24%；实现净利润 420 万元，较上年同比增长 618%。比较公司 2013-2015 年财年的财务报表，2014-2015 年，公司收入同比增速 9.06%和 5.88%；净利润增速分别为-37%和 6.75%；2016 年一季度，公司增长拐点或已现。

图 16: 2013-2015 年公司营业收入及净利润 (万元)



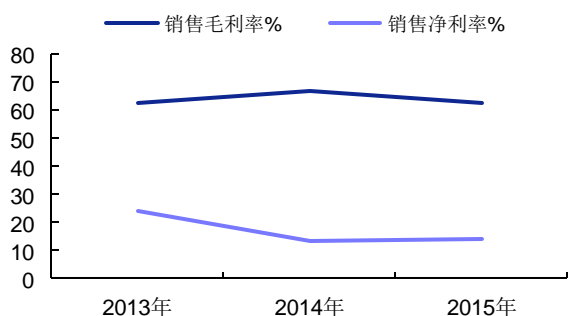
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 17: 2014-2016 年一季公司营业收入及净利润同比增速



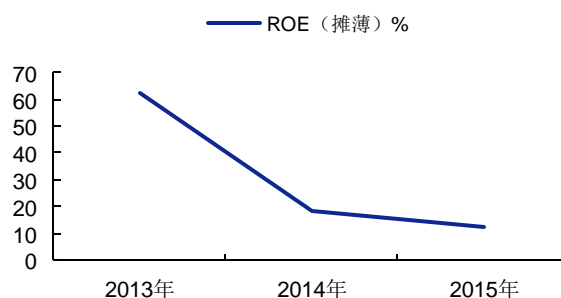
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 18: 2013-2015 年公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 19: 2013-2015 年公司 ROE



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3.2. 牵手全球领先通信运营商，巨头背书

- 2016 年 4 月，公司发布公告，与法国电信 Orange 签署战略合作协议，双方将在全球范围内展开移动通讯网络 M2M SIM 卡方面的深入合作；Orange 公司服务全球 32 个国家，移动和宽带用户总量达到 2.03 亿。
- 2016 年 5 月，公司公告，与英国移动通信巨头沃达丰签署战略合作协议，双方在物联网领域结成战略合作伙伴，共同开发和创新业务，加速公司 SaaS 云服务平台的商业化应用。并以无缝衔接的端到端解决方案，升级终端用户需求。沃达丰是全球最大的移动运营商之一，服务客户超过 4.07 亿；同时，沃达丰还是全球 M2M 市场的领导者，为全球客户提供端到端的解决方案，其 M2M 平台已经覆盖全球 182 个国家。

M2M 技术作为物联网四大支撑技术之一，通过综合数据采集、GPS、远程监控、通信、信息等技术，实现机器、设备、应用处理过程与后台信息系统甚至操作者共享信息，完成业务

流程的自动化。M2M 技术使所有机器设备都具备无线联网和通信能力，它让机器、人相互之间达到超时空的无缝连接。公司通过牵手全球领先的通信运营商，借力打通 M2M 技术壁垒，将进一步提升创高安防产品和服务体验，加速在物联网核心技术的积累及 SaaS 云服务平台的研发，实现从安防到物联网，从产品到服务的战略转型，并打造领先的 All-in-OneService 云平台运营服务。

图 20：公司已合作的运营商

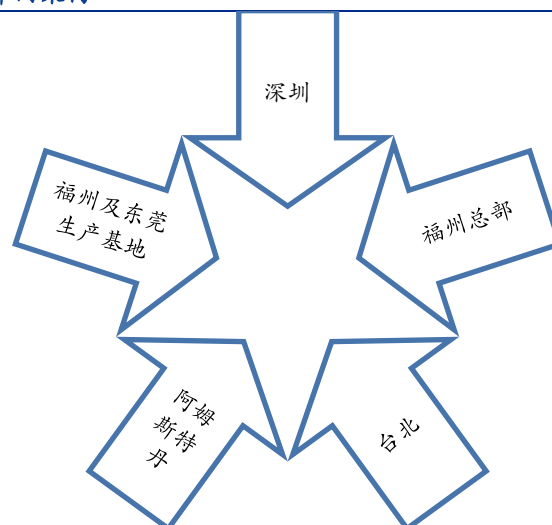


资料来源：公司网站，安信证券研究中心

3.3. 全球运营，全球整合

公司建立了完善的全球运营渠道，借助全球各地的资源优势，整合公司业务运营；其中，产品在福州、台北协同研发；在深圳、阿姆斯特丹进行工业设计；在福州及东莞 2,000 平米智能家居生产基地完成生产与包装。除此，台北还承担了公司全球营销中心、云端业务规划部门职责，福建则还承担着财务等后台总部职责，深圳则承担着电商中心的职责；同时，公司还在荷兰设立了欧洲销售总部，在美国等各地设立了办事处等区域性销售经理。

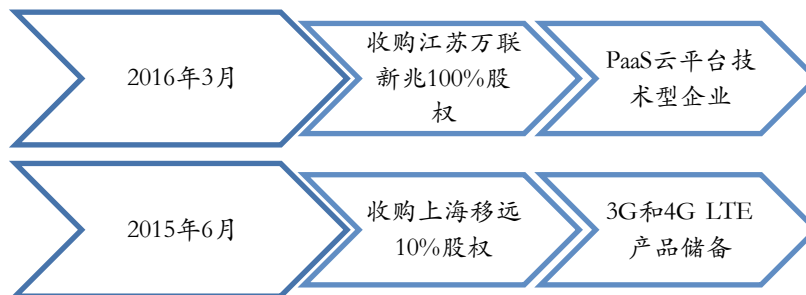
图 21：公司全球部门架构



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

在全球运营的同时，公司借力海内外优势产业资源；自挂牌以来共发起了多次并购，完善公司物联网产业链技术生态圈。并购标的涵盖 M2M 技术、PasS 云平台、SaaS 云服务等相关产业。

图 22: 公司挂牌以来收购事件



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4. 公司盈利预测及投资建议

我们预计公司 2016 年-2018 年的收入预计分别为 1.07 亿元、1.5 亿元及 1.95 亿元, 增速分别约为 48%、40%、30%; 净利润预计分别为 1930 万元、2370 万元及 3520 万元, 增速分别为 92.5%、22.7%、48.7%; 公司成长性相对突出, 首次给予买入 B 的投资评级。

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 | 68.3 | 72.4 | 107.1 | 149.9 | 194.9 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 22.7 | 26.9 | 39.6 | 52.5 | 66.3 | 营业收入增长率 | 9.1% | 5.9% | 48.0% | 40.0% | 30.0% |
| 营业税费 | 1.2 | 0.6 | 1.1 | 1.8 | 2.0 | 营业利润增长率 | -52.6% | -2.6% | 150.0% | 22.7% | 48.7% |
| 销售费用 | 15.0 | 16.6 | 25.2 | 33.7 | 42.9 | 净利润增长率 | -37.0% | 6.8% | 92.5% | 22.7% | 48.7% |
| 管理费用 | 20.2 | 19.4 | 26.8 | 36.0 | 44.8 | EBITDA 增长率 | -48.9% | 13.7% | 104.9% | 16.8% | 45.3% |
| 财务费用 | 0.0 | -0.1 | -0.6 | -1.7 | -2.7 | EBIT 增长率 | -53.8% | -3.5% | 145.7% | 18.0% | 48.5% |
| 资产减值损失 | -0.0 | 0.1 | 0.3 | -0.2 | 0.1 | NOPLAT 增长率 | -39.2% | 5.8% | 89.0% | 18.0% | 48.5% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 1141.0% | 29.9% | 36.0% | 17.5% | 25.3% |
| 投资和汇兑收益 | 0.1 | 0.3 | 8.0 | - | - | 净资产增长率 | 111.6% | 63.5% | 67.7% | 78.5% | 14.2% |
| 营业利润 | 9.3 | 9.1 | 22.7 | 27.9 | 41.4 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 1.3 | 2.7 | - | - | - | 毛利率 | 66.7% | 62.9% | 63.0% | 65.0% | 66.0% |
| 利润总额 | 10.7 | 11.8 | 22.7 | 27.9 | 41.4 | 营业利润率 | 13.6% | 12.5% | 21.2% | 18.6% | 21.3% |
| 减:所得税 | 1.3 | 1.8 | 3.4 | 4.2 | 6.2 | 净利润率 | 13.7% | 13.9% | 18.0% | 15.8% | 18.1% |
| 净利润 | 9.4 | 10.0 | 19.3 | 23.7 | 35.2 | EBITDA/营业收入 | 15.4% | 16.5% | 22.8% | 19.1% | 21.3% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 13.7% | 12.4% | 20.7% | 17.4% | 19.9% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 固定资产周转天数 | 20 | 31 | 21 | 12 | 7 |
| 货币资金 | 10.6 | 10.5 | 66.2 | 167.0 | 186.5 | 流动营业资本周转天数 | 59 | 126 | 121 | 123 | 121 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 192 | 223 | 271 | 401 | 443 |
| 应收账款 | 9.4 | 17.9 | 21.7 | 29.4 | 41.9 | 应收账款周转天数 | 10 | 27 | 28 | 25 | 27 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - | 存货周转天数 | 55 | 78 | 76 | 73 | 72 |
| 预付账款 | 1.7 | 1.8 | 2.5 | 3.6 | 4.4 | 总资产周转天数 | 247 | 375 | 410 | 493 | 516 |
| 存货 | 13.5 | 18.0 | 27.1 | 34.1 | 44.2 | 投资资本周转天数 | 110 | 221 | 199 | 178 | 167 |
| 其他流动资产 | 6.0 | 0.1 | -4.6 | -12.5 | -19.2 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | 21.0 | 14.0 | 14.0 | 14.0 | ROE | 18.6% | 12.1% | 13.9% | 9.6% | 12.5% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 16.5% | 10.7% | 12.8% | 9.1% | 11.8% |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | ROIC | 302.1% | 25.8% | 37.5% | 32.5% | 41.1% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 5.8 | 6.7 | 5.5 | 4.2 | 2.9 | 销售费用率 | 22.0% | 22.9% | 23.5% | 22.5% | 22.0% |
| 在建工程 | - | 0.1 | - | - | - | 管理费用率 | 29.5% | 26.8% | 25.0% | 24.0% | 23.0% |
| 无形资产 | 4.9 | 14.0 | 14.5 | 16.3 | 19.9 | 财务费用率 | 0.0% | -0.1% | -0.5% | -1.2% | -1.4% |
| 其他非流动资产 | 1.3 | 0.9 | 0.8 | 1.0 | 0.9 | 三费/营业收入 | 51.5% | 49.7% | 48.0% | 45.3% | 43.6% |
| 资产总额 | 57.1 | 93.6 | 150.3 | 260.1 | 298.5 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | - | - | - | - | - | 资产负债率 | 11.5% | 11.8% | 7.9% | 5.0% | 5.4% |
| 应付账款 | 3.4 | 6.7 | 7.8 | 10.4 | 14.2 | 负债权益比 | 13.0% | 13.4% | 8.6% | 5.2% | 5.7% |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 6.27 | 4.37 | 9.50 | 17.15 | 16.03 |
| 其他流动负债 | 3.2 | 4.3 | 4.1 | 2.5 | 1.8 | 速动比率 | 4.22 | 2.74 | 7.22 | 14.51 | 13.28 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | 669.61 | -120.70 | -38.47 | -14.93 | -14.63 |
| 其他非流动负债 | - | - | - | - | - | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 6.6 | 11.0 | 11.9 | 12.9 | 16.1 | DPS(元) | - | - | - | - | - |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - | 分红比率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股本 | 18.8 | 40.0 | 43.6 | 53.6 | 53.6 | 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 留存收益 | 31.8 | 42.6 | 94.9 | 193.6 | 228.8 | | | | | | |
| 股东权益 | 50.5 | 82.6 | 138.5 | 247.2 | 282.4 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | EPS(元) | 0.23 | 0.25 | 0.44 | 0.44 | 0.66 |
| 现金流量表 | | | | | | BVPS(元) | 1.26 | 2.07 | 3.18 | 4.61 | 5.27 |
| 净利润 | 9.4 | 10.0 | 19.3 | 23.7 | 35.2 | PE(X) | 35.8 | 33.6 | 19.0 | 19.0 | 12.8 |
| 加:折旧和摊销 | 1.3 | 3.4 | 2.3 | 2.5 | 2.7 | PB(X) | 6.7 | 4.1 | 2.6 | 1.8 | 1.6 |
| 资产减值准备 | -0.0 | 0.1 | 0.3 | -0.2 | 0.1 | P/FCF | -12.9 | -220.8 | 301.8 | 38.4 | 30.2 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | P/S | 4.9 | 4.6 | 3.4 | 3.0 | 2.3 |
| 财务费用 | -0.0 | -0.1 | -0.6 | -1.7 | -2.7 | EV/EBITDA | - | 37.1 | 12.1 | 9.9 | 6.5 |
| 投资损失 | -0.1 | -0.3 | -8.0 | - | - | CAGR(%) | 36.1% | 52.0% | 31.7% | 36.4% | 25.1% |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - | PEG | 1.0 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| 营运资金的变动 | -27.0 | 1.9 | -8.3 | -6.8 | -13.8 | ROIC/WACC | 35.5 | 3.0 | 4.4 | 3.8 | 4.8 |
| 经营活动产生现金流量 | -10.4 | 9.2 | 5.1 | 17.4 | 21.6 | REP | - | 2.9 | 1.0 | 0.9 | 0.6 |
| 投资活动产生现金流量 | -10.9 | -37.5 | 13.5 | -3.0 | -5.0 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | 17.3 | 22.1 | 37.2 | 86.7 | 2.7 | | | | | | |

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三板成分指数指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分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三板成分指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 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三板成分指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于三板成分指数波动；

■ 分析师声明

诸海滨、李蕙声明，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 | 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 |
| 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 |
| | 邹玲玲 | 0755-82558183 | zoull@essence.com.cn |
| | 邓欣 | 0755-82821690 | dengxin@essence.com.cn |

010-83321355 010-83321366 010-83321351 010-83321362 010-83321350

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 楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034