

相关研究:

1、新国都-300130-中报点评-收入高增长，费用有压力 2011.8.9

投资评级: 买入

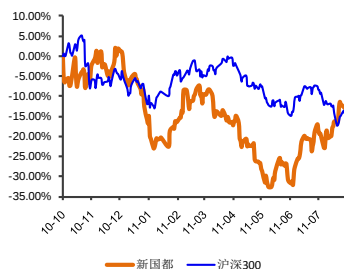
当前价格: 23.03 元
目标价格: 28 元
目标期限: 6-12 个月

市场数据

总股本(百万股) 114.3
A 股股本(百万股) 114.3
B/H 股股本(百万股) 0
A 股流通比例(%) 25.2
12 个月最高/最低(元) 28.35/17.7
第一大股东 刘祥
第一大股东持股比例 33.31%
上证综指/沪深 300 2608/2897

注: 2011 年 8 月 16 日数据

近十二个月股价表现



分析师: 刘飞桦

执业证书编号: S0500511010006

联系人: 姜国平

(8621) 68634510-8013

jgp3327@xcsc.com

行业高增无忧，公司地位渐升

投资要点:

- **银行卡消费增速较快，货币电子化推动 POS 机行业迅速发展:** 我国银行卡消费增速较快，呈现快速增长态势，近三年银行卡消费额增速分别为 31.4%，73.8%，52%。货币电子化推动行业迅速发展，2010 年底我国联网 POS 机数量 333.4 万台，较 2009 年增长 39%。
 - **行业需求旺盛:** 银联体系公司 POS 机增速估计不低于 30%；商业银行加大了布放 POS 机的速度；第三方收单机构和收单服务机构兴起，加快了 POS 机布局的增速。我们估计未来 3-5 年联网 POS 机增速有望保持 30-40%。
 - **EMV 迁移和手机支付带来新需求空间:** EMV 迁移给行业带来的机会主要是部分 POS 机的升级需求，更多的是 IC 卡非触读卡器的需求。手机支付给行业带来的机会主要是读卡器和新增 POS 机的需求。IC 卡非触读卡器以及手机支付读卡器市场空间大概 14 亿左右。
 - **2012 年有望迎来 POS 机报废高峰:** POS 机寿命一般在 5 年左右，我们预计 2012 年行业有望迎来 POS 机报废高峰，从 2012 年开始每年有望报废超过 60 万台 POS 机，报废 POS 机的替代需求巨大。
 - **公司行业地位提升，寡头垄断地位渐现:** 公司无论存量还是增量占比都在提升，行业地位提高，公司在银联体系采购份额占比提升，2011 年有望拿到银联采购的 36% 份额。POS 机行业门槛较高，公司与百富、联迪、惠尔丰等 POS 机领先企业合计占据了超过 70% 的新增 POS 机市场份额，行业呈现寡头垄断之势。
 - **公司积极开拓商业银行客户:** 公司积极开拓商业银行客户，2010 年来自商业银行客户的销售收入大幅提升，销量从 09 年的 2 万多台，增长到 10 年的 4 万多台，销售收入增长 72.38%。
 - **估值与投资建议:** 11-13 年 EPS 分别为 0.72 元，0.99 元，1.31 元，“买入”评级，6-12 个月目标价 28 元。
 - **重点关注事项**
- 股价催化剂(正面):** 重大合同中标 (如中行和农行中标); 第三方支付牌照获取
- 风险提示 (负面):** 客户集中; 价格下降幅度过大; 税率优惠过期

财务预测	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	209	312	463	671
增长率 (%)	49%	49%	48%	45%
净利润 (百万元)	58	82	113	150
增长率 (%)	30%	42%	36%	34%
ROE (%)	6.6%	8.8%	10.8%	12.8%
EPS (元)	0.51	0.72	0.99	1.31
P/E	45.47	31.92	23.32	17.60
P/B	3.02	2.80	2.53	2.24
EV/EBITDA	38	27	18	12

目录

1. 银行卡消费增速较快, 货币电子化推动 POS 机行业发展	2
1.1. 市场保有量增长迅速, 但是远未饱和	3
1.2. 银联 POS 机布局将维持高增速	3
1.3. 商业银行对收单市场兴趣日增	4
1.4. 第三方收单及服务机构兴起	4
1.5. EMV 迁移以及手机支付带来新需求	6
1.6. 2012 年 POS 机迎来报废高峰	8
2. 公司行业地位提升, 寡头垄断之势渐现	8
2.1. 存量以及增量占比提升显著	8
2.2. 新进企业门槛较高, 寡头垄断之势渐现	9
3. 积极拓展商业银行客户, 创造新空间	10
4. 未来产品售价仍有可能下降, 但降幅有限	10
5. 估值与投资建议	11
6. 重点关注事项	11
6.1. 股价催化剂 (正面)	11
6.2. 风险提示 (负面)	12
图表 1: 近三年银行卡消费增速与联网 POS 机存量增速	2
图表 2: 我国联网 POS 机存量及增速	3
图表 3: 国际收单产业链演进	5
图表 5: NFC 手机支付示意图	7
图表 6: 公司 POS 机存量和增量占比提升显著	9
图表 7: 近三年银联招标入围供应商	10
图表 8: 公司近三年产品平均售价与毛利率	11
图表 9: 财务报表预测	13
表格 1: 2010 年我国银行卡交易结构	2
表格 2: 第一批获得第三方支付牌照企业名单	5
表格 3: POS 机报废数量测算 (万台)	8

1. 银行卡消费增速较快，货币电子化推动 POS 机行业发展

银行卡消费增速较快：

我国银行卡消费增速较快，呈现快速增长态势，近三年银行卡消费额增速分别为 31.4%，73.8%，52%。

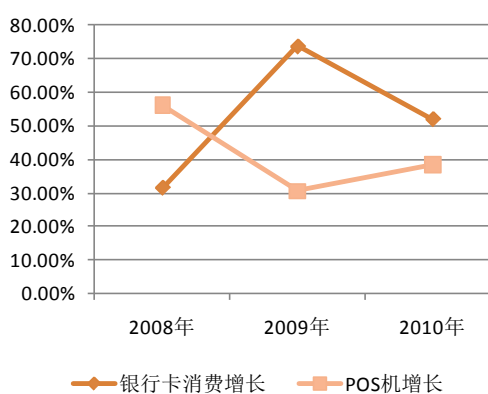
2010 年我国银行卡渗透率达到 35.1%，比 2009 年提高 3.1 个百分点。银行卡消费 48.49 亿笔，金额 10.43 万亿元，同比分别增长 38.9% 和 52.0%。

表格 1：2010 年我国银行卡交易结构

银行卡交易	数量 (亿笔)	同比增长	金额 (万亿元)	同比增长
存现	46.84	25.00%	44.86	30.00%
取现	117.87	25.00%	50.98	37.10%
消费	48.49	38.90%	10.43	52.00%
转账	44.36	46.70%	140.49	60.60%
合计	257.56	30.80%	246.76	48.70%

资料来源：中国人民银行，湘财证券研究所

图表 1：近三年银行卡消费增速与联网 POS 机存量增速



资料来源：中国人民银行，湘财证券研究所

银行卡消费的快速增长的两个因素，一是银行卡发卡量的快速增长，二是银行卡卡均消费的快速增长。

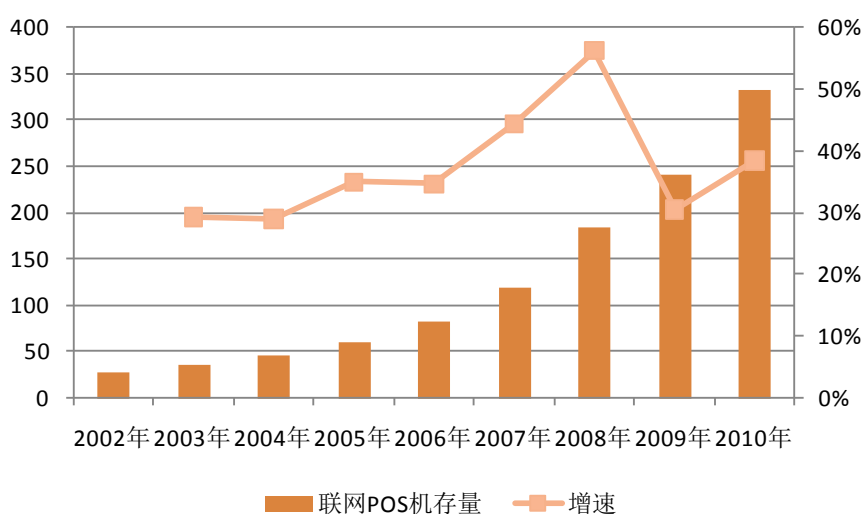
银行卡发卡量快速增长：截至 2010 年末，全国累计发行银行卡 24.15 亿张，同比增长 16.9%，增速较上年同期加快 2.2 个百分点。

银行卡卡均消费快速增长：2010 年，全国银行卡卡均消费金额和笔均消费金额分别为 4 318 元和 2 151 元，与 2009 年相比分别增长 30.0%和 9.5%。信用卡累计发卡量占银行卡累计发卡量比例小幅增长。

1.1. 市场保有量增长迅速，但是远未饱和

联网 POS 机存量年均增速 37%：年均我国联网 POS 机存量从 2002 年的 27 万台上升到 2010 年的 333 万台，年均复合增速 37%。

图表 2：我国联网 POS 机存量及增速



资料来源：中国人民银行，湘财证券研究所

市场远未饱和：2008 年我国受理银行卡的特约商户约 118 万户，占具备受理条件商户的比重仅为 11.3%，而韩国已经达到 90%，美国更是接近 100%。目前我国每万人拥有联网 POS 机的数量约在 24 台，而美国、澳大利亚、英国和加拿大四国银行卡市场中每万人平均拥有的 POS 终端在 2006 年就达到了 170 台。无论从商户的覆盖率还是从人均拥有量来看，我国的 POS 机市场都还有极大的市场空间。

1.2. 银联 POS 机布局将维持高增速

银联体系的公司是我国最主要的收单机构，2010 年银联卡联网商户、POS 数量分别增长 40%和 38%，按 2011 年的经营目标，今年中国银联国内联网商户还将增加 60 万户，达到 283 万户，联网 POS 机新增 100 万台，达到 433 万台。预计未来 2-3 年银联 POS 机布局将保持不低于 30%的增速。

1.3. 商业银行对收单市场兴趣日增

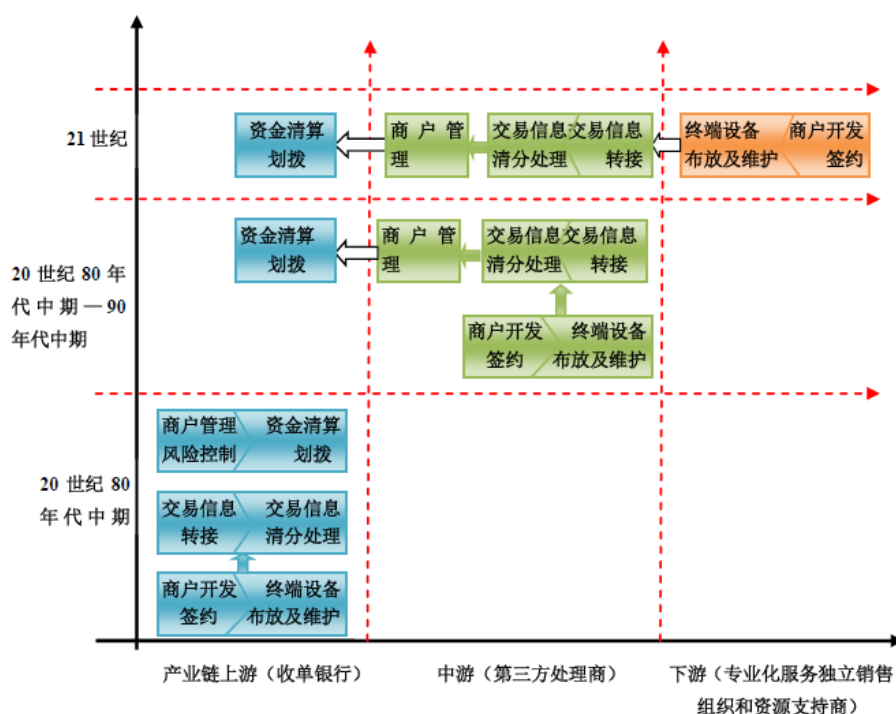
对商业银行而言收单业务不仅意味着手续费：对于商业银行而言，其布放的 POS 终端不仅能给带来收单服务的手续费收入，还可以通过 POS 终端网络覆盖优质商户，形成丰富的客户资源，为其带来进一步的业务机会。

商业银行发展收单业务有利于抵抗银联的垄断地位：银联商务是我国最大的银行卡收单机构，银联也是国内唯一的银行卡跨行转接组织，其在跨行转接以及银行卡收单的强势地位引起了商业银行的担忧。在收单市场银联体系公司与商业银行之间有着直接的竞争关系，存在着利益冲突，商业银行纷纷发展间联收单以摆脱银联的控制，从而支持自己发展银行卡业务的战略。

1.4. 第三方收单及服务机构兴起

随着我国银行卡产业的逐渐成熟，专业的第三方收单服务机构开始进入收单服务市场。根据《银联卡收单第三方服务管理办法》中的定义，收单第三方机构是指经工商行政管理部门批准成立，接受银联卡收单机构委托，为银联卡收单机构提供银联卡收单非核心业务服务，自主经营、自负盈亏的企业。收单非核心业务包括但不限于商户拓展与服务、终端布放与维护、交易接入等。商户拓展与服务是指按照收单机构和中国银联的规定及要求，筛选并联系新的银联卡特约商户；或者按照收单机构、中国银联的规定和要求，提供特约商户培训，回访巡查等服务。终端布放与维护是指布放 ATM、CDM、多媒体自助终端、POS、固定电话等各类银行卡受理终端，提供所布放终端日常保养维修，耗材更换以及应用程序更新、参数调整等服务。交易接入服务是指对 ATM、CDM、多媒体自助终端、POS、移动电话、互联网、固定电话等各类支付终端发起的交易信息进行收集、交易报文定制和转发的服务。

图表 3：国际收单产业链演进



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

第三方收单服务机构的盈利模式，主要是对收单机构的手续费进行分成，一般手续费在发卡行、收单机构和中国银联之间按照 7:2:1 进行分配，第三方收单服务机构对其中“2”的部分进行分成。

公司客户里的第三方收单服务机构如长沙卡友信息服务有限公司等。

第三方收单机构是指除了银联和商业银行之外的收单机构，比如公司的客户通联支付。另外随着第三方支付的银行卡收单牌照的发放，越来越多的企业有望加入到银行卡收单的市场竞争中来，像支付宝这样的互联网支付公司有望开展银行卡收单业务。

2011 年 5 月 6 日，27 家企业获得央行发放的第三方支付牌照，其中有 15 家单位获得银行卡收单业务牌照。像支付宝、快钱这样的互联网支付企业既有互联网支付的资格又有银行卡收单资格，可以发展线下网络开展收单业务，为 POS 机的销售增长提供了新的空间。

27 家企业中有 8 家是公司的客户，公司还将继续开拓第三方支付客户。

表格 2：第一批获得第三方支付牌照企业名单

企业名称	支付牌照种类
支付宝（中国）网络技术有限公司	货币汇兑、互联网支付、移动电话支付、预付卡发行与受理（仅限于线上实名支付账户充值）、银行卡收单

银联商务有限公司	银行卡收单、互联网支付、预付卡受理
通联支付网络服务股份有限公司	货币汇兑、互联网支付、固定电话支付、银行卡收单、预付卡受理
北京通融通信息技术有限公司	货币汇兑、互联网支付、移动电话支付、银行卡收单
快钱支付清算信息有限公司	货币汇兑、互联网支付、移动电话支付、固定电话支付、银行卡收单、预付卡受理
上海汇付数据服务有限公司	互联网支付、银行卡收单
广州银联网络支付有限公司	银行卡收单（仅限于广东省内）、互联网支付、预付卡受理
北京数字王府井科技有限公司	银行卡收单
北京银联商务有限公司	银行卡收单
杉德电子商务服务有限公司	互联网支付、银行卡收单、移动电话支付、预付卡受理
深圳银盛电子支付科技有限公司	互联网支付、移动电话支付、固定电话支付、银行卡收单
迅付信息科技有限公司	货币汇兑、互联网支付、移动电话支付、固定电话支付、银行卡收单
上海捷银信息技术有限公司	联网支付、移动电话支付、银行卡收单、预付卡发行与受理（仅限于线上实名支付账户充值）
北京拉卡拉网络技术有限公司	银行卡收单
上海付费通信息服务有限公司	互联网支付、移动电话支付、固定电话支付、银行卡收单

资料来源：中国人民银行，湘财证券研究所

1.5. EMV 迁移以及手机支付带来新需求

EMV 迁移给公司带来的主要市场机会是新增读卡器：VISA、万事达等国际银行卡组织在 1996 年联合制定了智能 IC 卡支付应用标准，称为 EMV 标准。银行卡由磁条卡向 IC 卡的转移以及相伴随的 POS 等终端设备的加密强度从低级向高级转移，被称为“EMV 迁移”。相对于传统磁条卡，智能 IC 卡信息量大、安全性更高，是未来的趋势。

央行在 2010 年 5 月 19 日发布了《中国金融集成电路(IC)卡规范》，明确了以下时间表：2010 年 7 月 1 日起，新投放的 POS 机和 ATM 终端应具备金融 IC 卡受理功能；存量直联 POS 终端应在今年年底完成金融 IC 卡改造；存量间联 POS 终端应在 2011 年年底完成金融 IC 卡受理改造；ATM 终端和非现金终端应在 2012 年年底前完成金融 IC 卡受理改造。到 2015 年，所有银行

卡将全面发行银联 PBOC2.0 标准的金融 IC 卡。

我国 2007 年以后出厂的 POS 机大部分都支持接触式 IC 卡,但是要读非接触式 IC 卡,大部分要加装读卡器,2007 年联网 POS 机存量 118 万台,加装读卡器进行升级约 250 元每台,市场空间大约 3 亿。EMV 迁移的成本较高,一张接触式 IC 卡比原来的磁条卡对银行来说采购成本增加了 8 元左右,非接触式 IC 卡采购成本增加 15 元左右。截止 2011 年上半年我国累计发行银行卡 26.74 亿张,如果全部升级的话,光银行卡升级的成本就超过 200 亿。因此 EMV 迁移的进程将是逐步进行的,具体进度要看央行政策的执行力度,也要看相应芯片成本的下降速度。

近端手机支付将给行业带来新的发展机会:手机支付可以分为手机远程支付和手机近端支付。手机远程支付主要包括通过手机短信、手机上网等进行的支付。手机近端支付主要是通过 RFID 技术作为数据通信支持的近距离支付的方式。在手机近端支付技术里国际上主要有三种主流技术方案: NFC、SIMPASS、RF-SIM,这三种方式都是通过无线射频信号实现信息传输,其中 NFC 技术以其高安全性和高交互性最为行业看好。

图表 4: NFC 手机支付示意图



资料来源:互联网,湘财证券研究所

手机支付给行业带来的机会主要是读卡器与 POS 机的市场需求。根据最新数据 2011 年上半年联网 POS 机数量 397.7 万台,一台 13.56M 或 2.4G 读卡器价格在 280 元左右,POS 升级市场空间大约 11 亿,空间巨大。目前从移动支付的标准看,13.56M 成为未来标准渐渐清晰,利好主导 13.56M 标准银联,同时也利好在银联体系公司的采购中占据份额较大的百富、联迪、新国都等公司。未来中国电信、中国联通、中国移动等运营商都将有望参与移动支付业务,并进行银行卡收单业务,开拓自己的商户,布放自己的 POS 机,对 POS 机行业意味着新的增长机会。

1.6. 2012 年 POS 机迎来报废高峰

POS 机一般使用寿命在 5 年左右, 由于前几年 POS 机行业增速较快, 在未来 POS 机报废带来的市场需求也不可小视。

我们假设 POS 机严格按照五年报废期限进行报废处理, 假设 2012 年开始每年 POS 机存量以 35% 的增速上升, 以 2002 年底的 27 万台 POS 机为初始时点进行计算, 发现从 2012 年开始 POS 机将迎来报废高峰, 从 2012 年开始每年将有超过 60 万台 POS 机需要报废, 带来的替换需求巨大。

表格 3: POS 机报废数量测算 (万台)

	年初存量	新增数量	报废数量	净增数量	年底存量
2002 年	0	27	0	27	27
2003 年	27	8	0	8	35
2004 年	35	10	0	10	45
2005 年	45	16	0	16	61
2006 年	61	21	0	21	82
2007 年	82	63	27	36	118
2008 年	118	74	8	66	185
2009 年	185	66	10	56	241
2010 年	241	108	16	93	333
2011 年	333	123	21	102	435
2012 年	435	174	63	111	546
2013 年	587	197	74	123	710
2014 年	793	196	66	130	923
2015 年	1070	284	108	175	1246

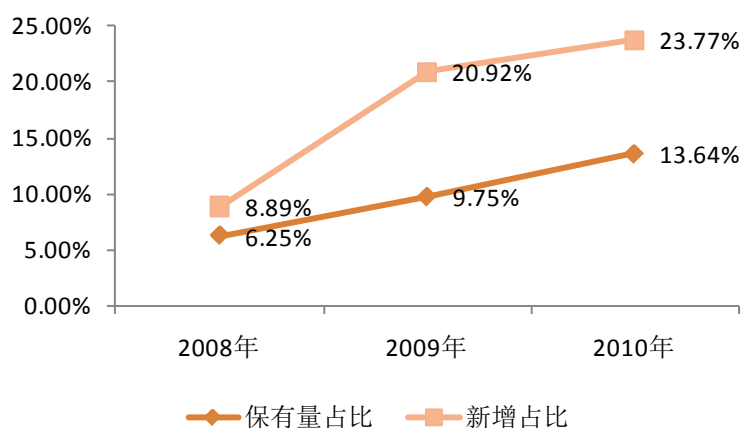
资料来源: 中国人民银行, 湘财证券研究所

2. 公司行业地位提升, 寡头垄断之势渐现

2.1. 存量以及增量占比提升显著

目前国内 POS 机市场已经形成了以百富、联迪、新国都、惠尔丰、新大陆为主要参与者的市场, 市场集中度较高, 这五家企业合计占国内 pos 机市场份额超过 70%。2010 年全国 POS 机保有量和增量分别为 333.4 万台、92.57 万台, 公司占比分别为 13.64%、23.77%。公司 2010 年 POS 机销量为 22 万台, 行业内排名前三。公司在行业内无论从 POS 的保有量占比还是 POS 机新增数量占比看行业地位都在上升。

图表 5：公司 POS 机存量和增量占比提升显著



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2.2. 新进企业门槛较高，寡头垄断之势渐现

POS 终端涉及金融支付安全，中国人民银行及中国银联制定严格的行业标准和规范，同时国际银行卡组织和相关机构也对 POS 终端制定了严格的认证标准，形成了较高的市场准入门槛。

银联商务 POS 机招标的供应商条件较为严格，要求国内制造厂商自主生产终端 5 年以上，累计国内销售数量不少于 8 万台，上年度销售排名在国内前 4 名，最近两年至少入围 2 家以上主要商业银行终端采购，具有完善的售后服务网络及技术支持能力，产品取得相关认证等市场指标纳入其招标评分范围，其中 PCI 认证是重要的加分因素。从近三年银联商务的招标情况来看，同类产品中标入围的供应商一般在三家以内。

公司 2011 年在银联体系公司招标中估计可以拿到 36% 的份额，而在银联支付的招标中估计可以拿到 60% 的份额，寡头垄断之势渐现。公司与深圳百富、福建联迪三家公司合计占有市场份额接近 70%，集中度较高，形成了寡头垄断的局面。

图表 6：近三年银联招标入围供应商

招标分类	2008 年招标入围供应商	2009 年招标入围供应商	2010 年招标入围供应商
台式热敏 POS	深圳百富、新国都 惠尔丰	深圳百富、新国都 福建联迪	新国都、深圳百富、福建联迪
台式针打 POS	深圳百富、福建联迪	深圳百富、新国都	新国都、福建联迪
分体针打 POS	深圳百富、新国都	深圳百富、新国都	深圳百富、新国都
手持无线 POS	深圳百富、福建联迪	惠尔丰、福建联迪	惠尔丰、福建联迪
简易热敏 POS	-	-	新国都、深圳百富
专用密码键盘和外置非接触读卡器	-	-	新国都、深圳百富、福建联迪

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

3. 积极拓展商业银行客户，创造新空间

公司积极开拓商业银行客户，公司从 2010 年先后中标邮政储蓄银行、招商银行、民生银行、光大银行、交通银行、中信银行、兴业银行、浦发银行等。公司销往商业银行客户的 POS 机从 09 年的 2 万多台，增长到 10 年的 4 万多台，销售收入增长 72.38%。商业银行客户贡献的收入比例从 2009 年的 17.38% 增长到 2010 年的 22.63%。公司开拓的中国银行和农业银行将在 7、8 月份进行招标，招标结果有望 9 月份揭晓，需要密切关注。

4. 未来产品售价仍有可能下降，但降幅有限

虽然公司市场份额较高，但是公司在市场上的垄断地位相对银联在收单行业的垄断地位来说还是差很多，因此在于银联的招标谈判中议价能力并不是很强，近年来 POS 机的招标价格呈下降趋势，公司产品平均价格从 2007 年 2059 元一台，下降到 2010 年上半年的 917 元一台，但是银联为了产品的质量可靠性需要给供应商留有一定的盈利空间，我们判断未来 POS 机价格还可能下降，但是降幅有限。

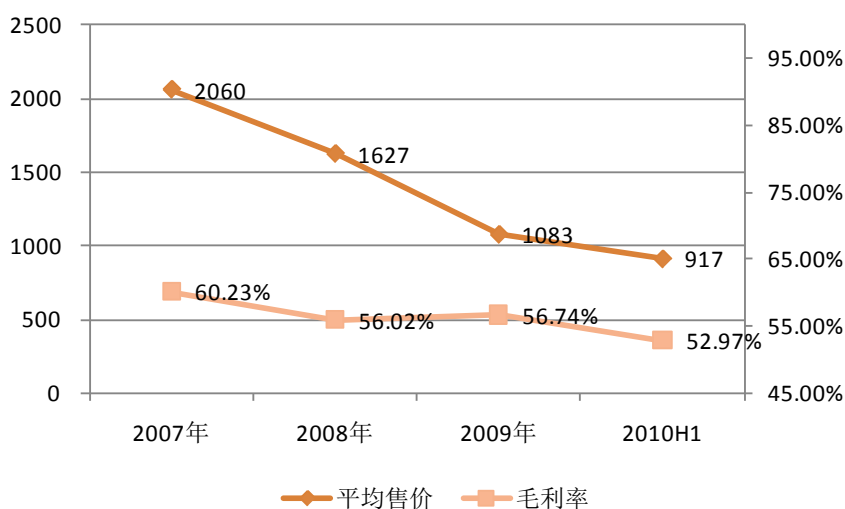
目前价格趋于稳定，降幅将放缓，2010 年公司与银联商务的招标价格较上一年度下降约 10%，该价格 2 年有效，有利于维持公司未来销售价格和盈利能力的持续稳定。

另外商业银行客户和第三方收单机构销售占比的提升，使得公司产品平均售价下降放缓。主要因为公司同样产品销售给商业银行客户的价格要比销售给银联的售价相对高 20%。第三方收单机构一般从银联确定的供应商处采

购 POS 机，由于采购批量不大，议价能力相对弱一些，公司卖给第三方收单机构的 POS 机的售价也要高 20% 左右。

毛利率下降幅度低于价格下降幅度：由于公司的主要原材料是电子部件，电子部件的价格产期处于下降趋势，公司产品的毛利率虽然有所降低，但是远低于产品价格的下降幅度。

图表 7：公司近三年产品平均售价与毛利率



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

5. 估值与投资建议

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.72 元，0.99 元，1.31 元，公司未来三年净利润增速分别为 42.4%，36.9%，32.5%，我们给予公司“买入”评级，6-12 个月目标价 28 元。

6. 重点关注事项

6.1. 股价催化剂（正面）

- 重大订单中标（如中行和农行中标）
- 第三方支付牌照获取

6.2. 风险提示（负面）

- 客户过于集中，大客户采购招标政策变化
- 产品价格下降幅度过大
- 税率优惠过期的风险: 2011 年深圳市新国都技术股份有限公司所得税率从 11%提升到 15%，深圳市易联技术有限公司所得税率从 0 提升到 12.5%。

图表 8：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	906	995	1130	1322	营业收入	209	312	463	671
现金	734	759	760	805	营业成本	98	148	221	325
应收账款	71	85	146	189	营业税金及附加	2	2	4	5
其他应收款	4	6	8	12	营业费用	31	45	66	96
预付账款	3	5	8	11	管理费用	31	47	69	101
存货	62	95	142	208	财务费用	-3	-12	-10	-8
其他流动资产	32	46	67	96	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	27	31	33	25	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	9	14	16	8	营业利润	48	80	111	151
无形资产	13	13	12	12	营业外收入	11	15	19	21
其他非流动资产	3	2	2	3	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	933	1027	1163	1347	利润总额	60	95	130	172
流动负债	58	82	118	169	所得税	2	12	17	22
短期借款	0	0	0	0	净利润	58	82	113	150
应付账款	28	44	65	96	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	30	37	53	73	归属母公司净利润	58	82	113	150
非流动负债	4	3	3	3	EBITDA	50	70	106	152
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.91	0.72	0.99	1.31
其他非流动负债	4	3	3	3					
负债合计	61	85	121	172	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	64	114	114	114	成长能力				
资本公积	693	642	642	642	营业收入	49.2%	49.4%	48.5%	45.0%
留存收益	116	186	286	419	营业利润	39.5%	64.7%	38.8%	36.2%
归属母公司股东权益	872	942	1042	1175	归属于母公司净利润	30.4%	42.4%	36.9%	32.5%
负债和股东权益	933	1027	1163	1347	获利能力				
					毛利率(%)	53.0%	52.5%	52.1%	51.6%
现金流量表					净利率(%)	27.8%	26.5%	24.4%	22.3%
单位: 百万元					ROE(%)	6.6%	8.8%	10.8%	12.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	32.3%	32.6%	31.2%	33.8%
经营活动现金流	-3	31	9	55	偿债能力				
净利润	58	82	113	150	资产负债率(%)	6.6%	8.3%	10.4%	12.8%
折旧摊销	5	2	5	9	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-3	-12	-10	-8	流动比率	15.73	12.17	9.57	7.82
投资损失	-1	-1	-1	-1	速动比率	14.65	11.01	8.37	6.59
营运资金变动	-67	-41	-98	-95	营运能力				
其他经营现金流	5	-1	-0	0	总资产周转率	0.37	0.32	0.42	0.53
投资活动现金流	-2	-6	-6	-0	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	2	6	6	0	应付账款周转率	5.37	4.10	4.04	4.02
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	0	-0	-0	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.72	0.99	1.31
筹资活动现金流	643	-1	-2	-9	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.03	0.27	0.08	0.48
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.63	8.24	9.12	10.28
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	16	51	0	0	P/E	45.47	31.92	23.32	17.60
资本公积增加	630	-51	0	0	P/B	3.02	2.80	2.53	2.24
其他筹资现金流	-4	-1	-2	-9	EV/EBITDA	38	27	18	12
现金净增加额	638	25	1	46					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。