

2015年5月13日

华铭智能 (300462.SZ)

公司新股定价

证券研究报告

AFC 市场的领导者

- 国内领先的 AFC 生产商。公司是一家专业从事自动售检票系统 (AFC) 终端设备的研发、生产、销售与维护的高新技术企业。公司的业务包括轨道交通自动售检票设备生产, 轨道交通自动售检票设备零部件及相关配套设备销售, 公司营业收入以 AFC 终端设备销售为主。
- 中国 AFC 市场潜力巨大。AFC 应用领域主要为轨道交通的建设, 而轨道交通的发展决定因素之一就是城市化水平, 一个国家或地区的轨道交通建设程度与其城市化率高度相关, 城市化进程较低的中国及亚洲其他发展中国家 AFC 市场潜力巨大。同时, AFC 在中国的高铁建设、城市智能公交系统建设、旅游景点、大型楼宇门禁系统等领域同样大有可为。
- 公司具备先发优势。城市轨道交通等公共交通系统的业主, 特别强调所应用 AFC 终端设备的安全与稳定性, 业主在设备招投标过程中都十分强调设备商的过往业绩与行业经验, 要求设备商具有一定的项目实施经验和成功案例, 公司是 AFC 领域的开拓者之一, 具备先发优势。同时, 在行业竞争中公司还具备专业化、生产工艺、研发、业务开拓能力等优势。
- 建议询价区间 14-15 元。预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 2.18 亿元、2.66 亿元、3.27 亿元, 净利润分别为 0.64 亿元、0.8 亿元、0.87 亿元, EPS 分别为 0.93 元、1.15 元、1.41 元。我们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, 建议询价区间 14-15 元, 建议定价区间 40-54 元。
- 风险提示: 政策调控引起业绩波动风险; 毛利率波动风险; 企业扩张带来的管理风险

询价区间: 14—15 元
定价区间: 40—54 元

发行数据

总股本 (万股)	5166
发行数量 (万股)	1722
网下发行 (万股)	1200
网上发行 (万股)	522
保荐机构	
发行日期	2015-5-19
发行方式	网上发行、网下配售

股东信息

张亮	51.67%
张晓燕	5.39%
谢根方	5.39%
张晓燕	5.39%
浙江富国金溪创业投资合伙企业(有限合伙)	5.15%
孙定国	4.86%
朱付云	4.17%
俞卫明	2.69%
吴连荣	2.69%
徐剑平	1.25%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

胡又文 分析师
SAC 执业证书编号: S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-68766271

报告联系人

吕伟

相关报告

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	157.7	181.5	217.8	265.8	326.9
净利润	49.2	51.8	64.0	79.5	97.0
每股收益(元)	0.95	1.00	0.93	1.15	1.41
每股净资产(元)	4.21	4.82	7.06	7.96	9.06

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
毛利率	57.9%	50.3%	50.2%	50.2%	50.2%
净利润率	31.2%	28.5%	29.4%	29.9%	29.7%
净资产收益率	22.6%	20.8%	13.2%	14.5%	15.5%
ROIC	66.1%	27.1%	51.5%	65.0%	55.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目录

1. 公司简介.....	3
1.1. 国内领先的 AFC 生产商	3
1.2. 公司董事长兼总经理为公司实际控制人	4
2. 行业分析.....	4
2.1. AFC 系统介绍.....	4
2.2. 城市化水平决定 AFC 发展，亚洲市场空间大.....	5
2.3. 我国处于 AFC 产业高速发展时期.....	6
3. 公司竞争优势分析	7
4. 募投项目分析.....	8
5. 盈利预测与估值.....	9
5.1. 盈利预测.....	9
5.2. 估值分析.....	10
6. 风险提示.....	10

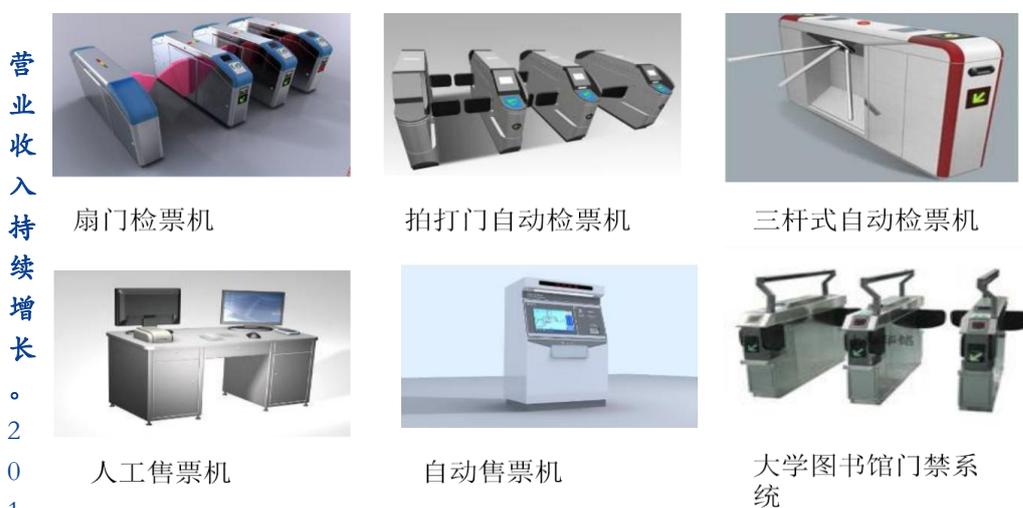
1. 公司简介

1.1. 国内领先的 AFC 生产商

公司是一家专业从事自动售检票系统（AFC）终端设备的研发、生产、销售与维护的高新技术企业。公司的业务包括轨道交通自动售检票设备生产，轨道交通自动售检票设备零部件及相关配套设备销售，快速公交站台智能安全门、轨道交通站台屏蔽门的销售安装，软件开发，自动寄存柜、计算机及智能系统技术服务，技术咨询、技术转让。

公司生产的 AFC 终端设备主要包括各种规格型号的自动售票机、自动检票机、人工售票机等。根据产品应用领域，公司生产的 AFC 终端设备可分为：1、公共交通 AFC 终端设备系列，其中包括：1) 城市轨道交通 AFC 终端设备，报告期内，公司生产销售的 AFC 终端设备主要集中在这一领域；2) BRT 等其他公共交通 AFC 终端设备。2、场馆景区等其他领域智能门禁闸机系列。

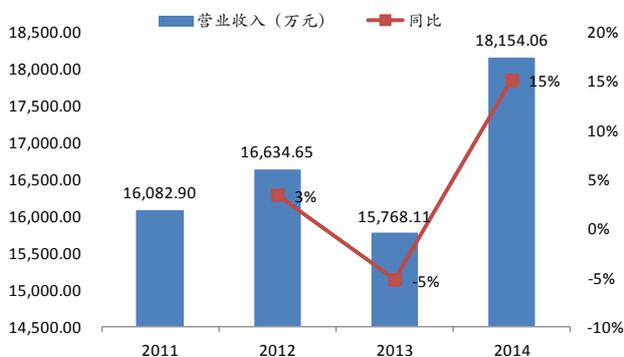
图 1：公司主要产品



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

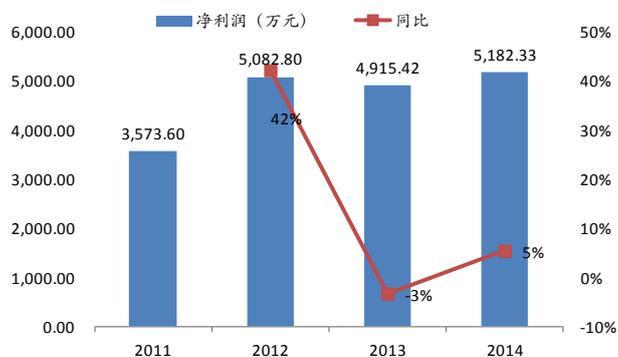
2014 年，公司营业收入分别增长 3.43%、-5.21%、15.13%，净利润分别增长 42.88%、-3.64%、5.42%。2014 年，公司实现营业收入 1.82 亿元，净利润 5182 万元。从收入构成来看，AFC 终端设备销售 2011-2014 年稳定占有营业收入的绝大部分比重，2014 年占据公司毛利比重为 88.12%。

图 2：2011-2014 年公司营业收入及增速



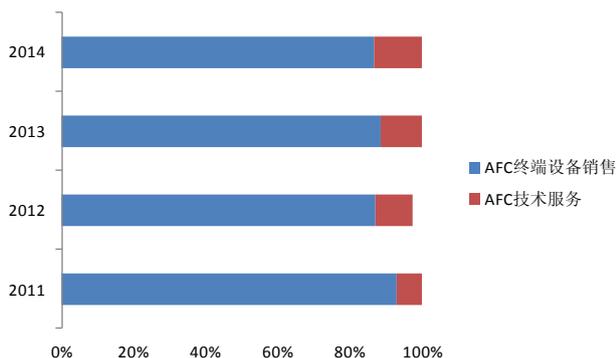
数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

图 3：2011-2014 年公司净利润及增速



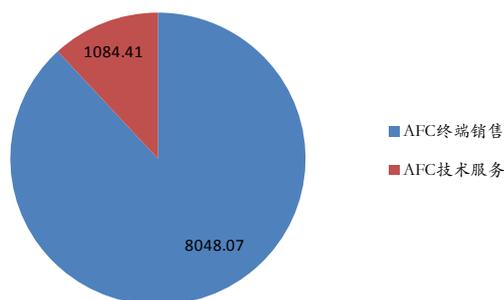
数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

图 4：2011-2014 年公司主营业务收入结构



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

图 5：2014 年公司主营业务毛利结构

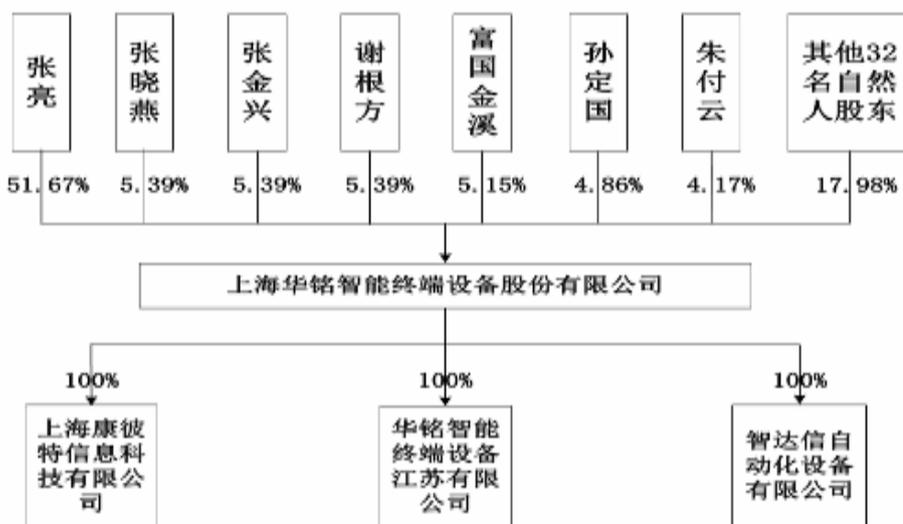


数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

1.2. 公司董事长兼总经理为公司实际控制人

公司董事长兼总经理张亮持有华铭智能 2,669.52 万股股份，占公司发行前总股本的 51.6748%，为公司实际控制人。

图6：公司股权结构图



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

2. 行业分析

2.1. AFC 系统介绍

AFC 系统是融计算机技术、信息收集和处理技术、机械制造技术于一体的自动化售票、检票系统，AFC 设备主要包括中央计算机、车站计算机、编码/分拣机、人工售票机、人工补票机、自动售票机、自动检票机、自动加值机。

AFC 终端设备制造的上游行业为不锈钢材料、工控机及电子元器件、机电设备及零部件及专业功能模块加工制造业等，下游行业主要是城市轨道交通、高铁、BRT、大型公共场馆、旅游景区等行业，直接客户一般为 AFC 行业系统集成商。近年来，我国城市轨道交通及高铁的迅猛发展直接推动了国内 AFC 终端设备业务的快速发展。

图7: AFC产业链



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

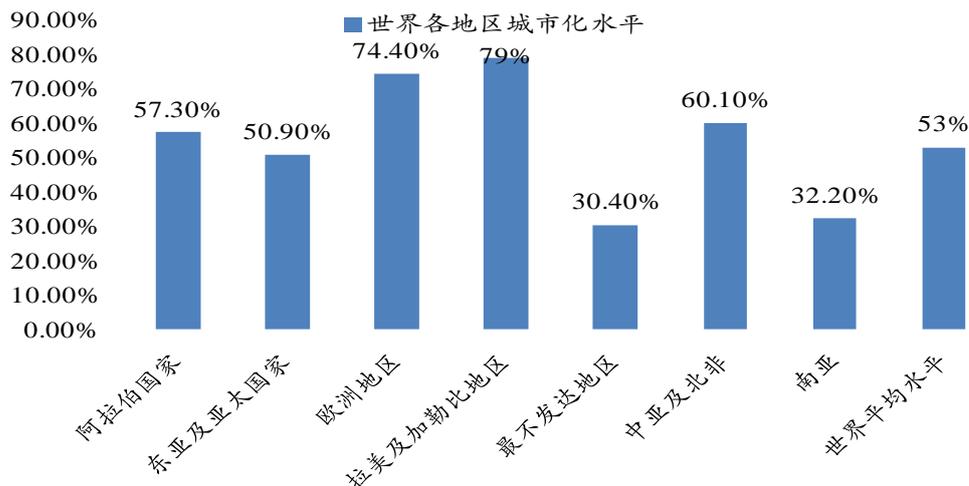
2.2. 城市化水平决定 AFC 发展，亚洲市场空间大

AFC 应用领域主要为轨道交通的建设，而轨道交通的发展决定因素之一就是城市化水平。国际经验表明，一个国家或地区的轨道交通建设程度与其城市化率高度相关。在城市化水平提升到一定高度且处于快速发展阶段的的城市，随着城市人口规模的急剧膨胀，原有道路交通基础设施将难以满足城市发展的要求，普遍面临压力与瓶颈，交通拥堵已成为城市进一步发展的重大制约。各地均把大力发展轨道交通作为解决交通拥堵的根本手段措施之一。轨道交通因其运量大、速度快、安全、准点、便捷、舒适、保护环境、节约能源和用地等特点，逐步成为经济与人口达到一定规模的大型城市改善公共交通的重要选择。通常，在城市化率超过 60%的地区，城市轨道交通将进入高速发展期，以解决大中城市交通拥堵问题，城市轨道交通建设投资将会迅速增加，将直接推动 AFC 的发展。

中国与东南亚、南亚将会是全球 AFC 市场的重点发展领域。2013 年欧洲地区、欧盟、拉丁美洲及加勒比海地区、经合组织国家城市化水平较高，城市化率达到了 74%以上。这些地区经济发展水平较高，城市交通体系较为完善，轨道交通等基础设施发展较好。在上世纪 70 年代和 80 年代，发达国家的主要大城市如纽约、华盛顿、芝加哥、伦敦、巴黎、柏林、东京、莫斯科等已基本完成了地铁网络的建设，发展空间比较有限。

反观东亚及亚洲太平洋等国家、南亚及撒哈拉以南非洲国家，城市化率低于世界平均水平，平均在 53%以下。自 2005 年至 2013 年八年间，这些国家或地区的城市化率都在上升，东亚及亚洲太平洋国家城市化率提升尤为显著，增幅达到了 8.7%。随着经济的快速发展以及城市化进程的加快，这些地区部分主要城市的现有交通体系已经相对滞后，城市轨道交通的发展潜力和增长空间很大。在南亚，印度经济近年来高速发展，并进入“金砖国家”行列。近年来，孟买、加尔各答、德里、班加罗尔等大中城市交通拥堵问题较为突出，因此，印度政府对城市基础设施的建设格外重视，基础设施投资持续增长。印度第十一个五年计划期间(2007 年 4 月至 2012 年 3 月)用于基础设施建设的投资达到 3,560 亿美元；第十二个五年计划期间(2012 年 4 月至 2017 年 3 月)用于基础设施建设的投资达到 10,060 亿美元，增长幅度为 182.58%，其基础设施建设的一个重要领域就是城市轨道交通。未来一段时间，除中国以外，东南亚、南亚也将会是全球 AFC 市场的重点发展区域。

图 8：2013 年世界各地城市化水平

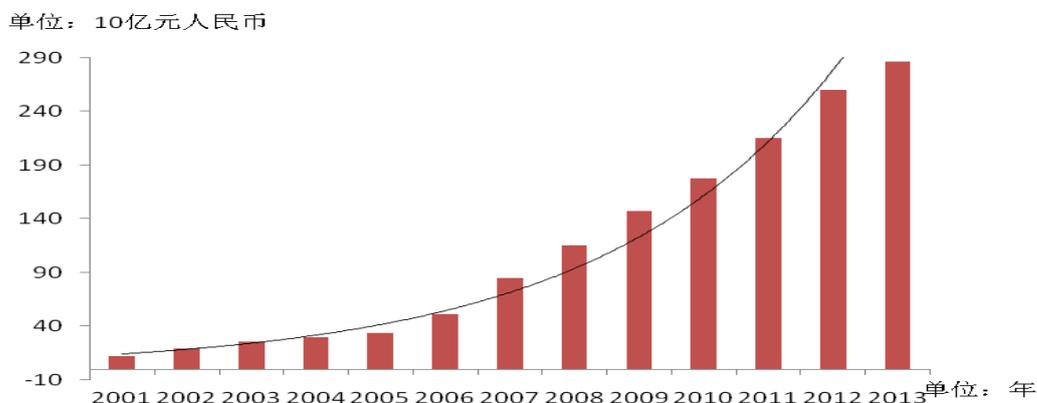


数据来源：世界银行、安信证券研究中心

2.3. 我国处于 AFC 产业高速发展时期

我国处于城市化进程中，未来轨道交通承运比例提高空间大。近 20 年来，中国经济出现了持续高速增长，城市化进程不断加快。“十五”期间，中国城市化水平每年提高 1 个百分点以上。2013 年，中国城市化水平达到了 53.73%，城市人口达 71,182 万人。到本世纪中叶，预计中国人口将达到 16 亿，城市人口将超过 11 亿，届时，城市化率预计将达到 70%。随着经济发达程度的上升，城市化水平的不断提高，城市规模不断扩大，各地纷纷加大了城市公共交通等基础设施建设的投资力度，以缓解城市扩容所带来的交通运输压力。国内出现了扩建、新建轨道交通的热潮。另一方面，与发达国家相比，目前我国的城市轨道交通承运比例（轨道交通运送量占所有交通工具运送量的比重）水平较低。2010 年，城市轨道交通的承运比例，巴黎已达 70%，莫斯科已达 55%，伦敦已达 86%，纽约已达 68%，东京已达 86%。而即便是我国的发达城市北京和上海，2013 年轨道交通承运比例水平仍然较低，分别为 39.82% 及 48.04%，因此国内各大城市轨道交通的承运比例，未来仍然具有较大提升空间。

图 9：2001 年至 2013 年我国轨道交通投资



数据来源：OC&C、安信证券研究中心

按以往惯例，AFC 系统在轨道交通的整个投资中占比约为 1%，AFC 终端设备在 AFC 系统总投资中占比约 60%。“十二五”期间全国城市轨道交通累计总投资预计将达到 1.2 万亿元，对应的 AFC 系统的总投资可达 120 亿元，AFC 终端设备总投资可达 72 亿元。预计 2010 年至 2020 年全国城市轨道交通累计总投资将达到 4.4 万亿元，对应的 AFC 系

统的总投资可达 440 亿元，AFC 终端设备总投资可达 264 亿元。未来的 5 到 10 年中，我国轨道交通将处于大力建设、加速发展、快速延伸的态势，AFC 市场也将因此迎来较长时期的持续稳定发展，市场空间很大。

高铁的快速发展带动相关产业。截至 2013 年 12 月底，我国时速 200 公里以上的高铁里程已经超过 13,000 公里，约占世界高铁总运营里程的 30%，是世界上高速铁路投产运营里程最长、在建规模最大的国家，目前在建和即将兴建的高铁客运专线和城际铁路里程已达 1 万公里。根据中国中长期铁路网规划方案，至 2020 年底，将建立省会城市及大中城市间的快速客运通道，规划“四纵四横”铁路快速客运通道以及四个城际快速客运系统。2020 年中国时速在 200 公里以上的高铁里程将会由 2013 年底的 1.3 万公里增长至 5 万公里，年平均增加里程约 0.53 万公里。按照国务院中长期路网规划，自 2011 年起，未来 5 年内，我国高铁建设投资额将保持在每年 7,000 亿元左右，共计 3.5 万亿元。未来 10 年，国内高铁新建里程都将在此基础上进一步增长，随着国内高铁的健康快速发展，高铁 AFC 终端设备市场容量将呈增长态势。同时，中国周边东南亚、南亚、中亚地区及中东地区的高铁也已经开始进入发展期，海外高铁 AFC 市场孕育着比较大的潜在机会。

城市快速公交系统、汽车站等公共交通智能化应用领域的 AFC 终端设备市场。除了城市轨道交通和高铁以外，AFC 智能化管理技术已开始于 BRT、汽车站和航运码头等其他公共交通领域得到应用。我国自北京于 2004 年底开通首条 BRT 线路后，目前已有杭州、大连、郑州、济南、厦门、重庆、广州、乌鲁木齐等多个城市开通了 BRT 线路，伴随着国内更多城市 BRT 线路的规划与建设，AFC 终端设备的市场潜力也将逐步显现。同时，随着 AFC 终端设备进入到国内部分城市的客运领域，上述领域初步显现出良好的未来发展空间。凭借着对新市场领域的敏锐把握，公司已经先后承接了厦门、济南、乌鲁木齐、柳州、舟山、连云港等地 BRT 系统 AFC 终端设备的供应合同及上海、无锡、西安、贵港、南宁等地客运车站的自动检票设备供应合同，成为 AFC 终端设备市场新领域的积极开拓者。

旅游景区、大型公共场馆、智能楼宇等其他应用领域市场。AFC 终端设备除用于城市轨道交通等公共交通领域，还在旅游景区、图书馆、电影院、会展场馆、高档楼宇等领域使用。

综上所述，未来几年随着国内 AFC 终端设备主要应用领域城市轨道交通建设规模的不断扩大，以及 AFC 终端设备在其他应用领域的不断延伸，国内 AFC 终端设备市场需求将保持增长态势。同时，随着东南亚、南亚等新兴经济国家城市轨道交通体系的兴建，海外 AFC 终端设备市场空间已逐步打开，前景广阔。

3. 公司竞争优势分析

专业化优势。AFC 终端设备是集计算机技术、网络技术、自动控制技术、非接触式 IC 卡技术、机电一体化技术、传感技术、机械制造技术等多门技术于一体的复杂系统。设备种类众多，技术含量高，结构复杂，对整体设计、模块制造和设备管理水平等方面要求较高，需要较强的综合技术融合运用能力，专业化程度很高，产业的成熟需要长时间的专业化积累与沉淀。公司自 2001 年起，就定位于 AFC 终端设备的研发、生产、销售与服务，并一直专注于这一领域的专业化发展。多年的专业化经营为公司在制造工艺、人才团队、研发成果、客户资源等方面积累了许多宝贵经验，也有利于与各系统集成商合作关系的促进与强化。

研发及核心技术优势。公司长期以来注重培育自身的研发力量，公司的研发团队主要由

研发部和工程部组成，截至 2014 年 12 月 31 日，公司拥有各类专业研发技术人员 94 名。公司研发部承担核心模块和新产品研发的主要工作，具有相应的结构设计、工艺设计、控制电路板设计和控制软件开发等综合能力，是公司的核心部门。十多年来公司已先后自主研发出几十种不同制式的 AFC 终端设备核心模块和终端产品，包括三杆式阻挡模块、扇门阻挡模块、方卡发送模块与回收模块、Token 发送模块与回收模块、硬币处理模块等。截至目前，公司已取得 17 项发明专利，14 项实用新型专利，14 项外观设计专利和 31 项软件著作权，覆盖各种类型的 AFC 终端设备和核心模块。

先发优势。城市轨道交通等公共交通系统的业主，特别强调所应用 AFC 终端设备的安全与稳定性，业主在设备招投标过程中都十分强调设备商的过往业绩与行业经验，要求设备商具有一定的项目实施经验和成功案例，具有一定的品牌知名度及市场影响力，具备持续发展能力。同时，由于新入企业早期行业经验缺乏、市场认可度较低等原因，存在业务短期难以突破的风险。公司前身成立于 2001 年，是我国 AFC 行业的早期开拓者之一，伴随着我国 AFC 行业的成长与发展，公司逐步成长起来，已具有超过 10 年的行业经验，因此，行业主导企业的先发优势较为明显，有利于市场份额的扩大及市场地位的进一步提高。

生产工艺优势。公司拥有行业内先进的钣金加工设备、高水准的生产技术工艺，包括核心模块及外壳的制作工艺。AFC 终端设备的技术含量与附加值，主要体现在发送模块、硬币处理模块、阻挡模块、回收模块等各核心模块的设计和制造上。块的技术复杂程度，不仅体现在控制电路板和控制软件的开发设计上，也体现在模块中复杂机械结构件的设计与制造上。这些模块结构件形体不大但形状不规则，种类繁多，小批量生产，加工精度要求高。公司拥有各种先进的激光切割机、数控折弯机、数控冲床等精密钣金加工设备，保障了核心模块结构件加工处理的稳定性和可靠性，对于控制生产成本、保障产品质量、提高产品附加值发挥了重要作用。

业务拓展能力优势。截至目前，公司所承接的轨道交通 AFC 终端设备业务遍及国内多个城市，公司还积极拓展国际市场，抓住东南亚、南亚区域城市轨道交通快速发展的良好机遇，将产品打入印度、马来西亚及菲律宾市场，在国内企业中较早实现了 AFC 终端设备整线整机出口。

表 1：公司已承接的 AFC 终端设备业务所涉及的轨道交通线路

城市/国家	公司已承接的 AFC 终端设备业务所涉及的轨道交通线路
北京	十号线、大兴线
上海	磁悬浮、一号线、二号线、七号线、九号线、十一号线、十三号线、十六号线(原命名十一号线南段)、二十二号线(金山支线)、迪士尼项目
广州	一号线、二号线、三号线、五号线、广佛线、珠江集运线
国内其他城市或地区	天津一号及二号线、沈阳二号线、西安二号线、重庆六号线、无锡一号线、郑州一号线及二号线、澳门轻轨线、宁波二号线、台湾部分轨道交通站台、东莞 R2 线
印度	德里地铁线、加尔各答地铁线、孟买地铁线、班加罗尔地铁线、斋普尔
马来西亚	Ampang Line、Kalana Jaya Line、Monorail、机场线

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

4. 募投项目分析

本次拟公开发行新股数量不超过 1,722 万股，发行完成后公开发行股票数量占发行后总股股票数量的比例不低于 25%。公司公开发行新股的募集资金扣除发行费用后，将用于智能终端设备生产线项目、研发展示中心建设项目和补充其他主营业务发展所需营运资金。

表 2：公司募投项目

序号	项目名称	总投资	用募投资金投资
1	智能终端设备生产线项目	12472.4	12472.4
2	研发展示中心建设项目	1790	1790
3	补充其他主营业务发展所需营运资金	5041.24	5041.24

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

智能终端设备生产线项目。2009 年以来，随着国内城市轨道交通行业发展的提速，公司业务势头越来越好，公司生产能力不足的弊端日趋明显。报告期内，各年度产量有所波动，部分年度按完工统计的产量已经达到甚至超过了公司的设计生产能力，在订单集中出现时，公司由于产能限制，影响了接单能力，不利于进一步扩大市场份额。公司通过扩大产能，以提升集中性订单的承接能力，满足快速发展的市场需求。同时，随着公司的技术进步，模块自制比例大幅度提升，对前道钣金工序的生产能力要求也越来越高。本项目的实施主体为公司全资子公司智达信自动化设备有限公司，按本项目规划，在浙江省平湖市建成的智能终端设备生产线将具有 3,000 台套/年的生产能力，项目建成后，有助于提高公司钣金件和核心模块的生产能力。

研发展示中心建设项目。本项目有以下几点作用：第一，可增强公司自主创新能力。公司的技术研发和创新体系将得到进一步完善。公司将发挥一流的研发平台优势，紧密跟踪行业技术发展动态和发展趋势，为公司的产品和技术提供持续的创新动力，继续保持企业技术创新的核心竞争力，从而推动公司的快速健康发展；第二，有助于进一步提高产品开发效率。项目建成后，升级的研发平台将有针对性地围绕现有领域、新应用领域产品开发以及纸币识别模块关键技术研发，将有利于提高公司新产品的开发效率，提高公司现有产品的质量及技术水平，并不断延伸出新的产品和服务，满足不断发展的市场需求；第三，保持公司技术领先型，打破国外技术垄断。经过多年发展，国内 AFC 行业在技术和生产工艺上均取得了不少重大突破，部分产品已经达到或接近世界先进水平。但在部分核心模块方面，研发能力仍比较薄弱，行业的专业人才队伍还比较匮乏，一些先进核心技术和生产工艺目前基本上还是为拥有雄厚资金和高科技背景的国外企业所垄断，通过本项目建设，有助于改变这一状况。

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

基于对行业前景和公司业务的判断，我们做出的核心假设如下：

表 3：盈利预测表

单位：百万元	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入								
AFC 业务	158.89	162.33	157.68	181.54	217.85	265.77	326.90	405.36
材料销售及其他	1.94							
合计	160.83	166.35	157.68	181.54	217.85	265.77	326.90	405.36
收入增速								
AFC 业务		2.17%	-2.86%	15.13%	20%	22%	23%	24%
材料销售及其他								
合计		2.17%	-2.86%	15.13%	20%	22%	23%	24%
营业成本								
AFC 业务	89.64	78.27	66.34	90.22	108.49	132.36	162.80	201.87
材料销售及其他	1.91							

毛利	合计	91.56	81.58	66.34	90.22	108.49	132.36	162.80	201.87
	AFC 业务	69.25	84.06	91.34	91.32	109.36	133.42	164.11	203.49
	材料销售及其他	0.02							
毛利率	合计	69.27	84.76	91.34	91.32	109.36	133.42	164.11	203.49
	AFC 业务	43.58%	51.78%	57.93%	50.31%	50.20%	50.20%	50.20%	50.20%
	材料销售及其他	1.18%							
	合计	43.07%	50.96%	57.93%	50.31%	50.20%	50.20%	50.20%	50.20%

数据来源: wind, 安信证券研究中心

5.2. 估值分析

建议询价区间 14-15 元。预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 2.18 亿元、2.66 亿元、3.27 亿元，净利润分别为 0.64 亿元、0.8 亿元、0.87 亿元，EPS 分别为 0.93 元、1.15 元、1.41 元。我们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，建议询价区间 14-15 元，建议定价区间 40-54 元。

表 4: 可比上市公司估值比较 (股价基于 2015 年 5 月 11 日)

代码	名称	股价 (元)	EPS				市盈率			
			2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E
002152.SZ	广电运通	42.80	0.90	1.11	1.40	1.88	47.56	38.53	30.61	22.78
300150.SZ	世纪瑞尔	31.56	0.46	0.61	0.77	1.03	68.61	51.48	55.29	41.42
002296.SZ	辉煌科技	23.00	0.26	0.38	0.55	0.65	87.49	82.02	78.27	65.85
002376.SZ	新北洋	18.00	0.51	0.56	0.72	1.09	35.29	56.14	59.23	39.20
合计							59.74	57.04	55.85	42.31

数据来源: wind, 安信证券研究中心

6. 风险提示

政策调控引起业绩波动风险; 毛利率波动风险; 企业扩张带来的管理风险

财务报表预测和估值数据汇总(2015年05月11日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	157.7	181.5	217.8	265.8	326.9	成长性					
减:营业成本	66.3	90.2	108.5	132.4	162.8	营业收入增长率	-5.2%	15.1%	20.0%	22.0%	23.0%
营业税费	0.6	0.6	0.7	0.9	1.1	营业利润增长率	-4.0%	3.9%	28.9%	25.7%	23.2%
销售费用	6.2	5.7	6.9	8.4	10.4	净利润增长率	-3.3%	5.4%	23.5%	24.1%	22.0%
管理费用	29.2	25.6	30.9	37.7	46.4	EBITDA 增长率	-3.0%	6.3%	23.1%	23.6%	22.9%
财务费用	-1.4	-0.2	-2.9	-4.3	-4.8	EBIT 增长率	-3.9%	6.5%	24.0%	24.7%	23.8%
资产减值损失	5.4	9.8	7.6	6.6	6.5	NOPLAT 增长率	-3.6%	6.5%	24.0%	24.7%	23.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	159.4%	-34.7%	-1.1%	45.9%	2.1%
投资和汇兑收益	0.9	4.6	4.0	4.0	4.0	净资产增长率	25.1%	14.5%	95.3%	12.7%	13.8%
营业利润	52.3	54.3	70.1	88.1	108.5	利润率					
加:营业外净收支	5.1	6.1	4.7	4.7	4.7	毛利率	57.9%	50.3%	50.2%	50.2%	50.2%
利润总额	57.4	60.5	74.7	92.7	113.1	营业利润率	33.2%	29.9%	32.2%	33.1%	33.2%
减:所得税	8.2	8.6	10.7	13.3	16.2	净利润率	31.2%	28.5%	29.4%	29.9%	29.7%
净利润	49.2	51.8	64.0	79.5	97.0	EBITDA/营业收入	34.2%	31.6%	32.4%	32.8%	32.8%
						EBIT/营业收入	32.3%	29.8%	30.8%	31.5%	31.7%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	48	37	28	19	12
货币资金	43.1	132.5	370.6	381.8	454.0	流动营业资本周转天数	225	244	150	156	160
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	725	714	860	954	904
应收帐款	103.9	110.7	145.9	167.1	217.9	应收帐款周转天数	213	213	212	212	212
应收票据	1.5	-	1.2	0.3	1.5	存货周转天数	238	246	224	224	224
预付帐款	3.7	3.3	5.2	5.1	7.6	总资产周转天数	794	774	908	989	929
存货	125.7	122.3	148.9	182.0	225.0	投资资本周转天数	271	281	184	184	179
其他流动资产	73.7	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	22.6%	20.8%	13.2%	14.5%	15.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.9%	13.0%	9.2%	10.4%	10.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	66.1%	27.1%	51.5%	65.0%	55.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	19.4	18.2	15.7	12.8	9.6	销售费用率	3.9%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
在建工程	0.4	1.6	0.8	0.4	0.2	管理费用率	18.5%	14.1%	14.2%	14.2%	14.2%
无形资产	6.6	6.5	6.3	6.2	6.0	财务费用率	-0.9%	-0.1%	-1.3%	-1.6%	-1.5%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	21.5%	17.2%	16.1%	15.8%	15.9%
资产总额	381.3	399.7	699.6	760.7	926.9	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	43.0%	37.7%	30.5%	27.9%	32.7%
应付帐款	37.1	46.7	53.4	68.7	81.5	负债权益比	75.3%	60.5%	43.9%	38.8%	48.6%
应付票据	0.6	3.8	1.6	5.0	3.1	流动比率	2.26	2.58	3.15	3.46	2.99
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.45	1.73	2.45	2.61	2.25
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-35.45	-329.29	-23.47	-19.57	-21.81
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	163.8	150.7	213.4	212.6	303.2	DPS(元)	-	-	0.20	0.25	0.31
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	22.0%	22.0%	22.0%
股本	36.9	51.7	68.9	68.9	68.9	股息收益率	-	-	-	-	-
留存收益	180.5	197.3	417.2	479.2	554.8						
股东权益	217.4	249.0	486.1	548.1	623.7						

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
净利润	49.2	51.8	64.0	79.5	97.0	EPS(元)	0.95	1.00	0.93	1.15	1.41
加:折旧和摊销	3.1	3.2	3.4	3.5	3.5	BVPS(元)	4.21	4.82	7.06	7.96	9.06
资产减值准备	5.4	9.8	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	-0.4	-	-2.9	-4.3	-4.8	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-0.9	-4.6	-4.0	-4.0	-4.0	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-108.5	56.2	-2.5	-54.2	-6.9	CAGR(%)	17.4%	23.2%	8.0%	17.4%	23.2%
经营活动产生现金流量	17.7	37.4	58.1	20.4	84.8	PAG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-69.7	72.0	4.0	4.0	4.0	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	-5.5	-20.3	176.0	-13.2	-16.6	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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	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：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

