

2015-05-27

公司报告(点评报告)

评级

首次

 建议询价区间: 8.80
 上市首日定价区间:

分析师: 徐春

 (8621)68751711

 xuchun@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513070006

联系人: 杨金金

 (8621)68751711

 yangjj3@cjsc.com.cn

联系人: 管泉森

 (8621)68751711

 guanqs@cjsc.com.cn

发行数据

总股本(万股)	15,000.00
发行数量(万股)	5,000.00
网下发行(万股)	
网上发行(万股)	2,000.00
保荐机构	
发行日期	2015-6-2
发行方式	网下询价,上网定价

聚隆科技 (300475)

新股投资价值分析报告: 国内洗衣机离合器行业龙头

报告要点:
■ 公司简介: 国内洗衣机离合器龙头企业

聚隆科技成立于 1998 年, 公司主要从事新型、高效节能洗衣机减速离合器研发、生产、销售, 先后配套海尔双动力洗衣机、美的双波轮、大容量洗衣机以及惠而浦、海信新型波轮洗衣机等整机; 双驱动减速离合器为公司核心业务, 营收增长较快, 毛利率水平持续提高, 推动业绩实现稳健较快增长。

■ 行业分析: 市场需求稳健, 上游成本压力减缓

洗衣机减速离合器生产深受整个洗衣机行业景气度影响, 考虑到更新换代需求逐步释放及农村保有量稳步提升, 未来国内预测未来三年洗衣机产量将保持 4% 左右的增长, 同时在其中双驱动洗衣机等高端产品占比有望持续提升; 此外主要原材料低位徘徊明显减缓成本压力, 将有利于改善企业盈利能力。

■ 公司分析: 主业优势明显, 研发实力雄厚

公司始终坚持以新型、高效节能洗衣机减速离合器产品研制、开发为核心, 竭力为客户精品, 集中力量拓展高端市场, 逐步树立了行业内的优势地位; 凭借雄厚研发实力以及严密知识产权保护体系, 有力保护了专利合法权益, 确保海尔较长时间内以非竞标方式采购公司双驱动减速离合器产品, 确立了公司在大容量、新型波轮式洗衣机减速离合器技术开发应用上的优势地位。

■ 盈利预测与投价建议

基于行业及公司层面分析, 我们看好公司长期发展, 且预计公司 15-17 年 EPS (以摊薄后股本计算) 分别为 0.95、1.09 及 1.25 元, 目前 A 股上市公司中华意压缩、盾安环境、三花股份及天银机电等家电上游零部件厂商按其 15 年 EPS 估值平均在 50 倍左右, 考虑到新股发行价格限制以及公司未来三年业绩增速及可比上市公司估值水平, 我们测算公司合理询价为 8.80 元。

主要财务指标

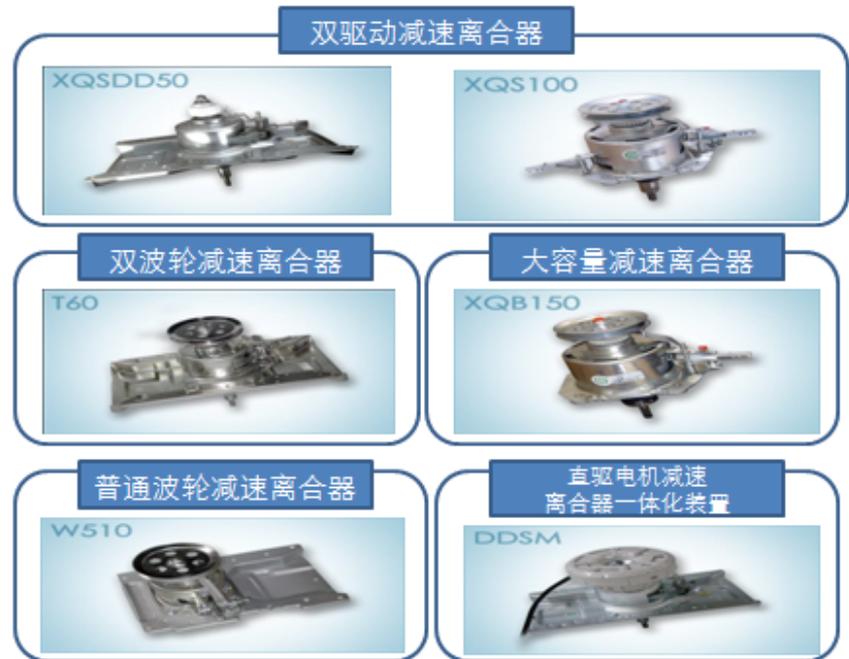
	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	458	527	606	697
增长率(%)	17%	15%	15%	15%
归属母公司所有者净利润(百万元)	158.1	189.7	218.1	250.9
增长率(%)	40%	20%	15%	15%
每股收益(元)	0.790	0.948	1.091	1.254
净资产收益率(%)	27.0%	16.0%	15.9%	15.8%

公司简介：国内洗衣机离合器龙头企业

专注于国内洗衣机离合器行业

聚隆科技成立于 1998 年，公司主要从事新型、高效节能洗衣机减速离合器研发、生产、销售，先后配套海尔双动力洗衣机、美的双波轮、大容量洗衣机以及惠而浦、海信新型波轮洗衣机等整机；公司产品主要为双驱动减速离合器、双波轮减速离合器、大容量波轮减速离合器等新型、高效节能减速离合器，以及直驱电机减速离合器一体化装置。

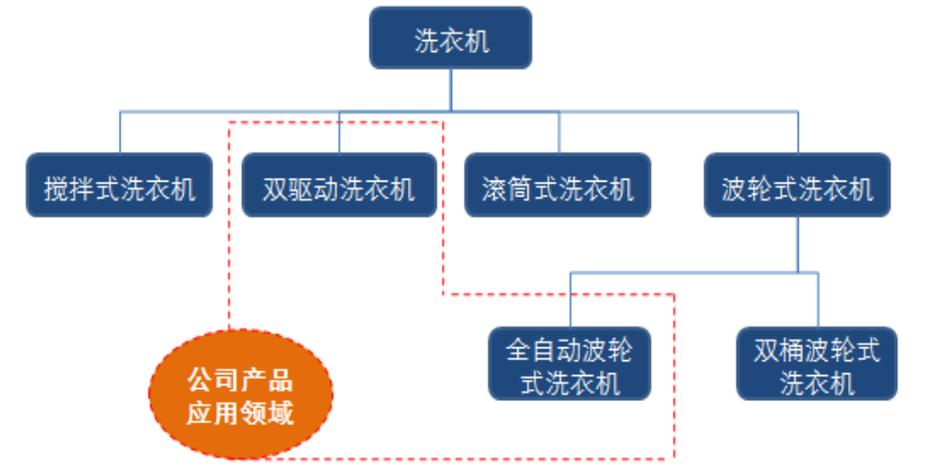
图 1：公司产品情况一览



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

洗衣机分为波轮式洗衣机、滚筒式洗衣机、搅拌式洗衣机以及双驱动洗衣机；公司研制、生产的洗衣机减速离合器主要配套双驱动洗衣机和全自动波轮式洗衣机；一般全自动波轮式洗衣机或双驱动洗衣机的驱动系统由减速离合器、电机和皮带构成，公司产品直驱电机减速离合器一体化装置实现了驱动装置的模块化生产，将电机与减速离合器直接连接，不再利用皮带传动，高效节能优势明显。

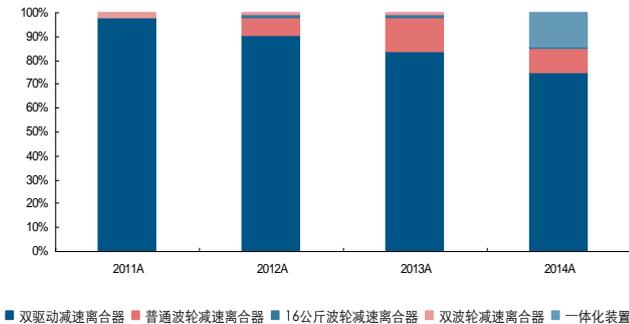
图 2：公司产品应用领域



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

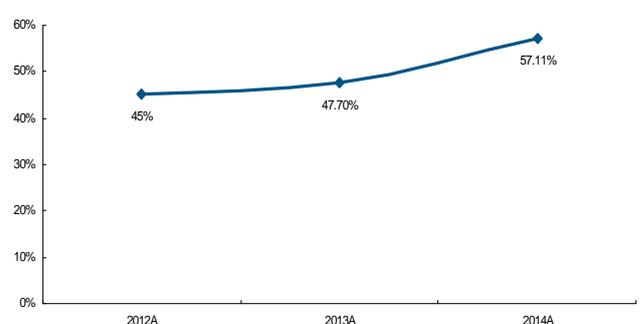
从产品结构来看，公司主要分为减速离合器产品及一体化装置；其中减速离合器占主要地位，2014 年其贡献营业收入达 75%，但一体化装置近年发展迅速，2014 年实现收入 0.65 亿元，同比 2013 年增长 64 倍；此外公司减速器产品主要分为双驱动减速离合器、普通波轮减速离合器、16 公斤波轮减速离合器及双波轮减速离合器，其中双驱动减速离合器为公司核心业务，收入占公司整体比重一直在 70%以上；但相比 2011 年的占比 98%，双驱动减速离合器占比呈现下降趋势；但其 2014 年毛利率为 57.11%，并且呈现显著增长趋势。

图 3：双驱动减速离合器占比呈下降趋势



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

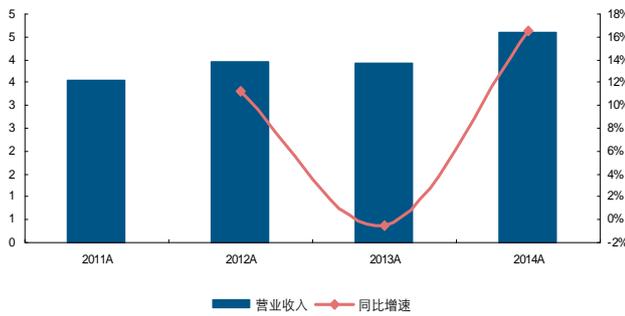
图 4：双驱动减速离合器毛利率呈增长趋势



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

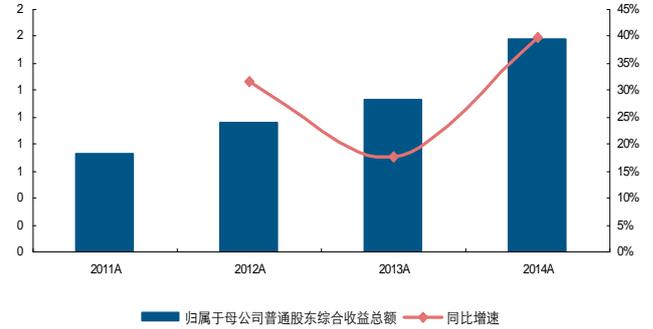
随着公司内销业务的着力推进以及高效节能产品蓬勃发展，尤其是公司产品研发、优良客户的开拓，公司收入持续保持快速发展，2014 年公司营业收入为 4.58 亿元，同比增长 16.61%，15 年一季度同比增速为 39.57%；14 年实现归属净利润 1.58 亿元，同比增长 40.41%，持续保持较快增速。

图 5: 2014 年公司营收增速达到 16.61%



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 6: 2014 年公司净利润同比增长 40.41%

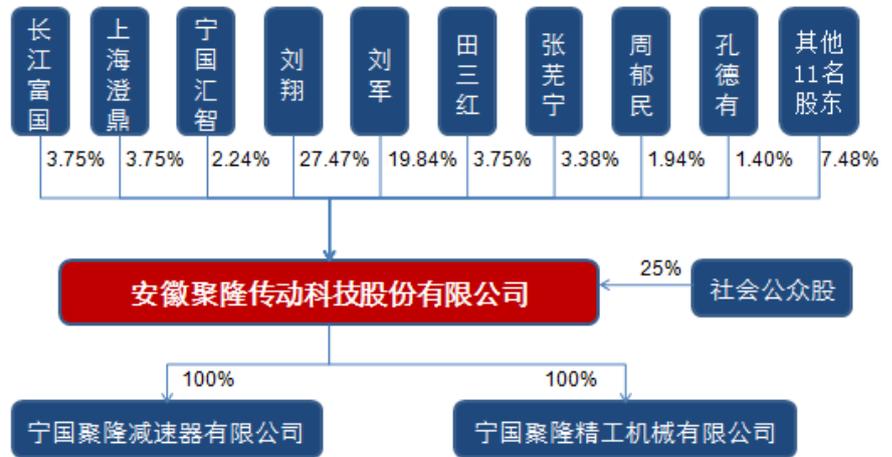


资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

公司本次新股发行概况

发行前公司总股本为 15000 万股, 本次公司拟公开发行不超过 5000 万股新股, 发行成功后公司总股本将增至 20000 万股; 发行前公司实际控制人为刘军、刘翔父子, 合计持有公司 63.08% 的股权, 发行后刘军、刘翔父子仍合计持有公司 47.31% 的股权, 持股比例远高于其他股东, 仍为公司实际控制人。

图 7: 公司 IPO 发行后股权结构一览



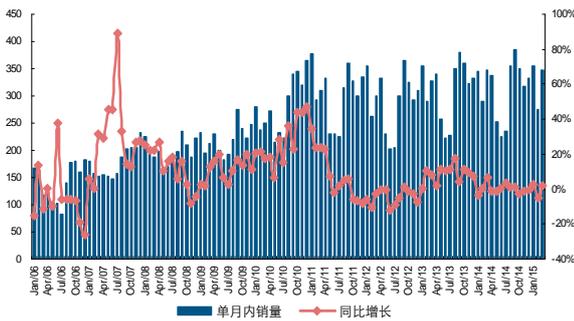
资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

行业分析: 市场需求稳健, 上游成本压力减缓

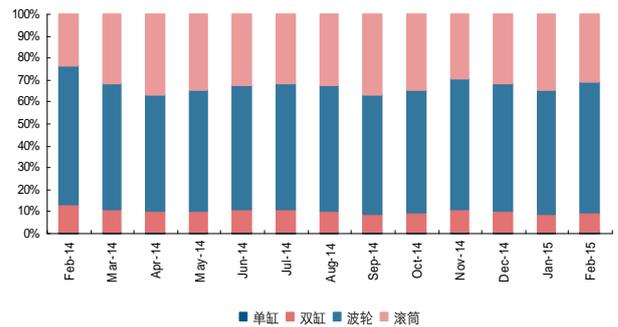
考虑到城市保有率较高, 新婚、乔迁等因素带来的更新换代需求逐步释放, 农村市场中高端洗衣机需求的放量, 预测未来三年洗衣机产量将保持 4.07% 左右的增长; 而其中双驱动洗衣机相比波轮式、搅拌式洗衣机, 具有洗净比高、耗能低、节水、衣物磨损少、稳定性好的显著优点; 相比滚筒洗衣机, 洗净比、稳定性、能耗指标明显好于滚筒洗衣机; 因此双驱动洗衣机有望在洗衣机行业中占比持续提升; 此外主要原材料低位徘徊减缓减速离合器成本压力, 有利于改善企业盈利能力。

洗衣机行业市场需求稳健

2005年至2013年的8年时间,我国洗衣机的产销量均实现了翻番,2014年洗衣机产量达到5646万台,总销量达到5648万台,15年洗衣机行业内销呈现复苏态势,3月洗衣机内销同比增速为1.93%;随着人民生活水平提高以及对节能环保等健康观念的重视,近年来滚筒洗衣机大容量、高端化的市场份额不断提升,滚筒洗衣机比例显著提高;波轮洗衣机占据着洗衣机市场大片江山,滚筒洗衣机市场占有次之,但上升趋势明显;此外双驱动洗衣机因为实现了洗衣机内筒、波轮的同步反向转动,克服了传统波轮洗衣机衣服缠绕、磨损率高的缺陷,节水省电效果显著,深受消费者欢迎。

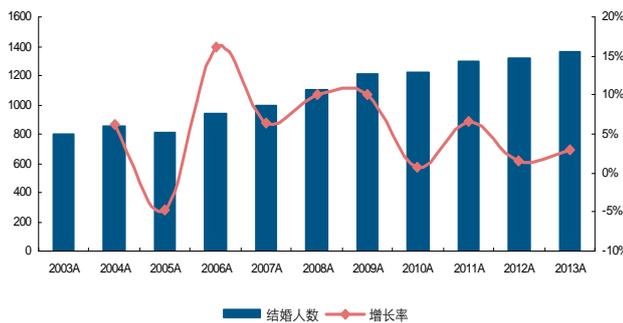
图 8: 洗衣机行业内销呈现复苏态势


资料来源: 招股说明书,长江证券研究部

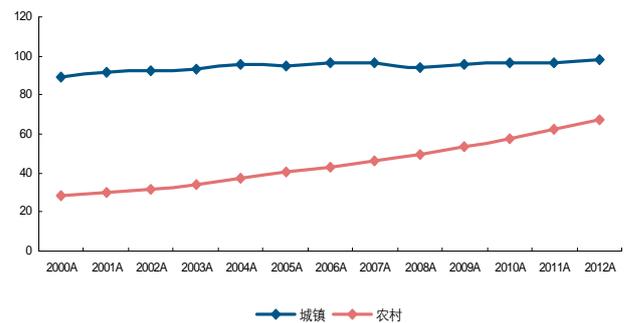
图 9: 洗衣机行业高端化趋势明显


资料来源: 招股说明书,长江证券研究部

随着居民生活水平的提高、社会保障体系的完善,市场对节能、环保、健康、高端家电产品的需求将大幅增长;2012年我国城镇家庭洗衣机每百户拥有量为98.02台,洗衣机市场将进入大批量更新期,平均每年洗衣机更新量约1200万台,新婚、乔迁等因素亦是引致更新需求的重要因素;我国将逢婚龄期人口的上升期,平均每年进入婚龄期的人口近2,500万,折合每年组成上千万个新婚家庭,相应增加近千万台套家电需求量;2012年我国农村家庭洗衣机的每百户平均拥有量为67.22台;随着农村基础设施进一步改善,未来农村市场对全自动洗衣机的需求增加,双桶洗衣机的市场份额继续下降。

图 10: 2003-2013 年我国结婚人数情况


资料来源: 招股说明书,长江证券研究部

图 11: 农村及城镇家庭每百户洗衣机拥有量


资料来源: 招股说明书,长江证券研究部

“十二五”期间的城镇化水平的进一步提高将为洗衣机行业的发展提供良好的机遇;2012年我国的城镇化率为52.57%,2013年则达到53.73%,未来一段时期我国的城镇化进程继续加快;根据国务院发展研究中心发布的《我国城镇化的基本态势、战略重点和政策取向》预测,在基准情形下,到2020年,城镇化率将达到56%左右,城镇总人口将达到8亿左右;2010-2020年包括城市自然增长的人口在内,我国城镇人口总规模年均增长1,650万人左右,有望每年平均增加百万台洗衣机的需求。

表 1: 城镇化率预测

年份	不同城镇化率峰值水平对应的城镇化率预测结果				
	峰值100%	峰值85%	峰值80%	峰值75%	峰值70%
2020E	57.9%	56.6%	56.0%	55.0%	54.2%
2025E	63.1%	60.9%	60.0%	58.7%	57.4%
2030E	68.0%	64.8%	63.6%	61.8%	60.1%

资料来源: 招股说明书,长江证券研究部

此外,变频技术、新能源技术、新材料与材料替代技术、智能化和网络化技术等高新技术方面有望广泛应用于新型洗衣机的研制;通过提高产品档次和改善产品结构,我国家电业在发达国家市场上仍具有巨大的提升空间,俄罗斯、巴西、印度、拉美等新兴经济体的快速发展将带来更多的市场机遇,中东市场和东盟等周边国家市场需求的快速增长也会给我国的家电出口带来更多的市场机会;综上所述,未来洗衣机市场需求有望继续保持适度增长,根据产业在线预测,未来三年洗衣机产量将保持 4.07% 左右的增长

表 2: 产业在线洗衣机产量预测

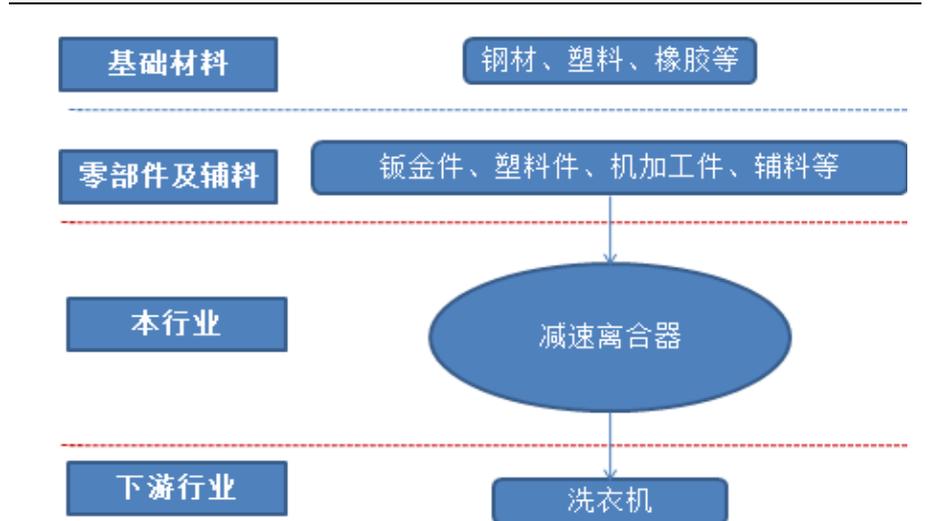
年份	2015 年	2016 年	2017 年
洗衣机产量 (万台)	5885	6209	6461
增长率 (%)	2.67	5.51	4.06

资料来源: 招股说明书,长江证券研究部

上游原材料成本压力减缓

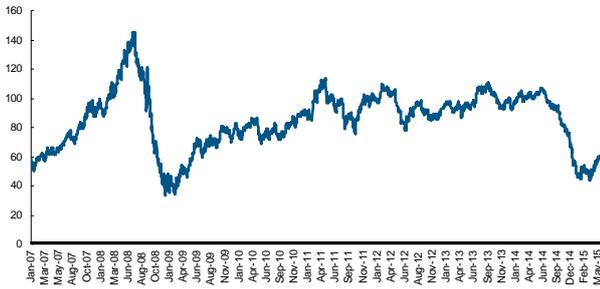
减速离合器所需原材料主要有钣金件、塑料件、机加工件、冲压件、粉末件、弹簧件、橡胶件、轴承件、合金件、制动轮、标准件等,辅助材料有毛巾、海绵、胶带、包装箱等;上游行业生产厂家较多,市场供应较为充足;此外,主要原材料价格呈现下降趋势,使得减速离合器原材料成本压力减缓,有利于改善企业盈利能力。。

图 12: 上下游行业关系图



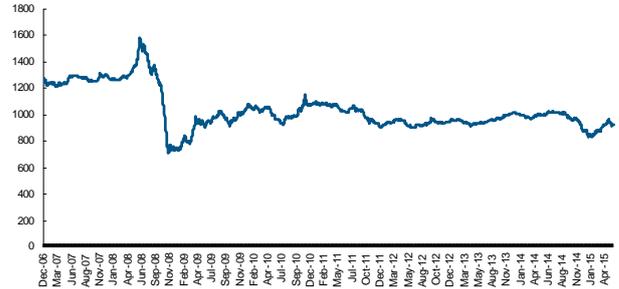
资料来源: 招股说明书,长江证券研究部

图 13: 15 年原油价格地位徘徊



资料来源: 中央气象台,长江证券研究部

图 14: 15 年塑料价格呈现下降趋势



资料来源: 网络资料,长江证券研究部

公司分析: 主业优势明显, 研发实力雄厚

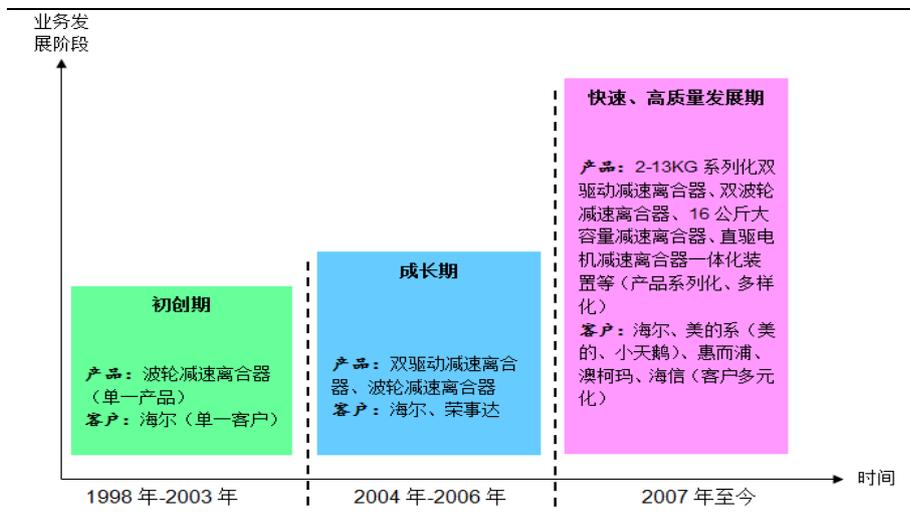
洗衣机离合器龙头企业

历经多年发展, 公司始终坚持以新型、高效节能洗衣机减速离合器产品研制、开发为核心, 竭力为客户创造质量优良、性能卓越的精品, 集中力量拓展高端市场, 逐步树立了行业内的优势地位, 公司始终坚持以新型、高效节能洗衣机减速离合器产品研制、开发为核心, 竭力为客户精品, 集中力量拓展高端市场, 逐步树立了行业内的优势地位; 凭借雄厚研发实力以及严密知识产权保护体系, 有力保护了专利合法权益, 确保海尔较长时间内以非竞标方式采购公司双驱动减速离合器产品, 确立了公司在大容量、新型波轮式洗衣机减速离合器技术开发应用上的优势地位。

内销份额持续提升, 多项新品顺利放量

公司从1998年发展至今, 历经初创期和成长期, 在2007年步入快速、高质量发展期, 产品从单一化的波轮减速离合器发展到现今多品种的系列化产品, 客户也从单一的海尔扩展到海尔、美的系等多元化客户群体; 公司配套全自动洗衣机减速离合器的产能规模已达到200万台套/年, 基本实现满负荷生产, 总产能规模居行业前列。

图 15: 公司业务发展阶段



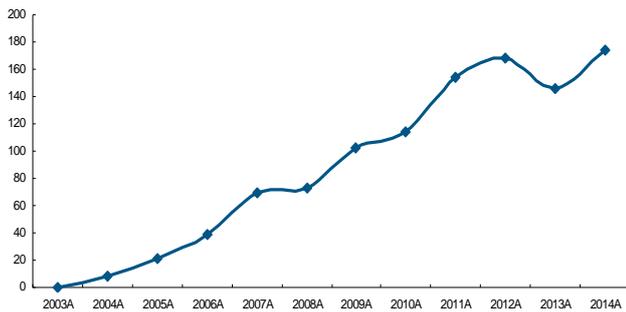
资料来源: 招股说明书,长江证券研究部

公司主要生产具有自主知识产权的新型、高效节能减速离合器产品，多项自主开发的产品系海尔、美的的非竞标产品，并形成系列化产品，2014年销量达到173.67万台套；近年来，海尔进一步加大双驱动洗衣机推广力度，相应带动发行人双驱动减速离合器系列产品稳定发展；公司配套美的自主研发的双波轮减速离合器、16公斤大容量减速离合器，以及配套惠而浦、澳柯玛开发的直驱电机减速离合器一体化装置等新品相继投放市场，逐步实现量产，进一步稳固了发行人在中高端市场上的领先地位。

大客户战略及雄厚的研发实力

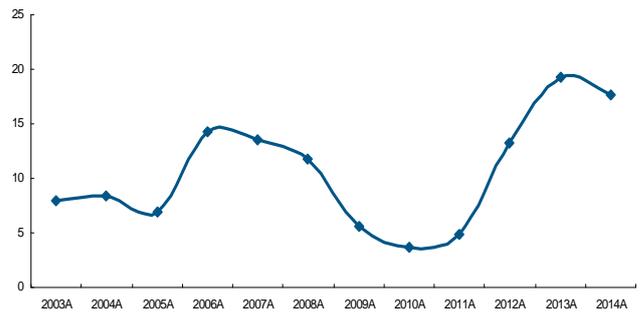
自1999年7月份与海尔建立业务关系，至2004年双驱动减速离合器量产之前，公司配套海尔生产的波轮减速离合器发展迅速，产销量以及产品规格、型号逐年增加；自2004年双驱动减速离合器量产以后，为充分保障海尔双动力洗衣机生产对双驱动减速离合器的需求，配套、服务双动力洗衣机系列产品开发，在产能相对不足情况下，发行人优先安排产能用于双驱动减速离合器生产，以及集中研发力量开发多规格的双驱动减速离合器产品；公司与海尔的配套业务，逐步转为开发、供应双驱动减速离合器为主、普通波轮减速离合器为辅的格局；历经多年发展，发行人与海尔在洗衣机减速离合器配套业务上建立起稳固的合作关系；此外公司与美的、惠而浦等均保持着良好合作关系。

图 16：公司销往海尔双驱动减速离合器数量稳定增长



资料来源：招股说明书,长江证券研究部

图 17：公司销往海尔波轮减速离合器数量稳定增长



资料来源：招股说明书,长江证券研究部

公司成立以来一直专注洗衣机离合器的技术研究，在该方面积累了雄厚的技术基础，已经围绕双驱动减速离合器等主导产品形成一系列的技术成果，而且严格实行先申报专利、后投入生产的技术成果转化机制，截至目前，公司已拥有与主要产品相关的有效发明专利 30 项、实用新型专利 46 项、外观设计专利 21 项，处于申请阶段的发明专利 61 项、实用新型专利 8 项、外观设计专利 4 项，构筑起严密的知识产权保护体系，有力保护了专利的合法权益，确保海尔较长时间内以非竞标方式采购公司双驱动减速离合器产品，确立了发行人在大容量、新型波轮式洗衣机减速离合器技术开发应用上的优势地位。

表 3：公司拥有专利数目情况

		类型	截止到2015年5月
已拥有		发明专利	30
		实用新型专利	46
		外观设计专利	21
申请中		发明专利	61
		实用新型专利	8

外观专利

4

资料来源：招股说明书,长江证券研究部

公司募投项目分析

公司本次公开发行募集资金将主要应用于产能扩建及技术升级项目,年产 300 万台套全自动洗衣机新型、高效节能减速离合器及一体化装置总装项目系发行人结合未来市场发展趋势对现有产品进行的扩产;年产 300 万台套全自动洗衣机减速离合器关键零部件加工项目系为了提升发行人关键零部件自给率及质量保障水平。

表 4: 公司募投项目一览

项目	投资总额(万元)	募集资金投入(万元)
年产300万台套全自动洗衣机新型、高效节能减速离合器及一体化装置总装项目	22120.90	22120.90
年产300万台套全自动洗衣机减速离合器关键零部件加工项目	18349.40	18349.40
合计	40470.3	40470.3

资料来源：招股说明书,长江证券研究部

年产 300 万台套全自动洗衣机新型、高效节能减速离合器及一体化装置总装项目解决产能瓶颈

本项目方案为新增 300 万台/年全自动洗衣机新型、高效节能减速离合器及一体化装置总装生产线,其中包括 100 万台套双驱动减速离合器、100 万台套波轮洗衣机减速离合器(高端型 50 万台套,中端型 50 万台套)和 100 万台套直驱电机减速离合器一体化装置(50 万台套 DDSM,50 万台套 DDM)。

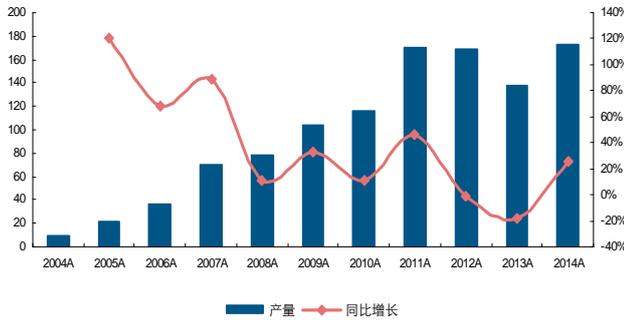
表 5: 公司减速离合器产能利用及产销情况

项目	2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	产能利用率	产销率	产能利用率	产销率	产能利用率	产销率
减速离合器	115.06	99.75	103.87	103.21	104.5	96.69

资料来源：招股说明书,长江证券研究部

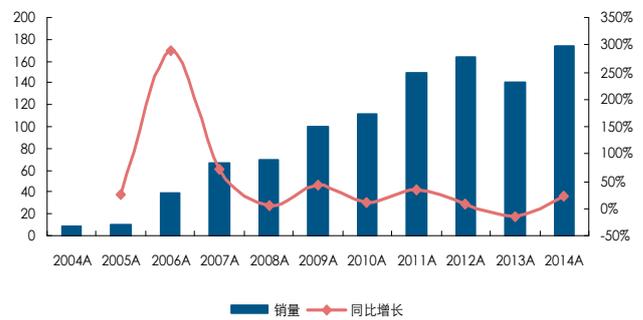
近年来,随着洗衣机市场的快速发展,公司的现有产能已不能够满足快速增长的市场需求;未来 1~2 年,公司必须着力破解关键零部件自给严重不足以及装配能力不足的制约,加快推进符合洗衣机技术发展方向以及整机厂要求的 DDM、DDSM 以及其他新型、高效节能波轮减速离合器,快速占领新兴的配套直驱变频洗衣机的减速离合器以及一体化传动装置市场;另一方面,随着双动力洗衣机的快速推广,公司双驱动减速离合器产销量呈现加速上升态势,销量从 2004 年的 7.65 万台增长到 2014 年的 173.67 万台,年复合增长率达 36.65%,远远高于同期洗衣机整体市场增长率。

图 18: 2004-2014 年双驱动减速离合器产量呈现增长趋势



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 19: 2004-2014 年双驱动减速离合器销量呈现增长趋势



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

年产 300 万套全自动洗衣机减速离合器关键零部件加工项目

本募投项目主要为公司现有装配产能以及募投项目“300 万台套/年全自动洗衣机新型、高效节能减速离合器及一体化装置总装项目”配套, 优先保障双驱动减速离合器、高端波轮减速离合器以及 DDM、DDSM 生产需要, 大幅提升关键零部件自给率, 关键零部件自给率有望达到 60% 左右; 目前公司自产零部件年生产能力为 100 万套, 自产零部件种类少且数量不足, 与公司现有年产 200 万台套、拟新建 300 万台套, 最终形成年产 500 万台套的产成品装配规模不匹配, 已成为制约公司发展的瓶颈; 另一方面, 双驱动减速离合器、高端波轮减速离合器以及 DDM、DDSM 生产过程中, 对关键零部件选材、加工精度、质量等要求均很高, 完全由市场采购会形成供应不足不及时、质量难以控制等问题, 进而影响公司产品的供货及时率以及产品质量。

减速离合器关键零部件加工项目的顺利实施, 一是大幅提高关键零部件的质量保障水平, 通过加强原材料采购、加工过程控制以及提升装备能力, 切实提高关键零部件质量、精度, 确保产成品达到质量要求; 二是迅速扩大公司机加工、冷锻、注塑等零部件加工能力, 大幅提高自动化程度、专业化水平, 提高公司关键零部件供应能力、自给率、供货及时性, 有效破解影响公司总装能力不足的发展瓶颈; 三是关键零部件自给率提高, 有利于进一步降低产品成本, 提高产品毛利率, 提升公司盈利能力。

盈利预测及询价建议

公司仍以双驱动减速离合器生产和销售为主, 而随着公司加大新品推广和客户开发力度, 大力推进模块化供货, 将有效分散单一系列产品、单一客户过于集中的风险; 随着公司产品结构不断优化、性能逐步提升以及产品升级换代, 我们预计公司在洗衣机双驱动减速离合器业务稳健增长的同时, 公司一体化装置等系列产品有望成为公司新增长极, 因此我们综合判断公司 15-17 年收入复合增速将保持在 15% 左右; 同时随着高附加值多系列产品的放量, 公司盈利能力有望稳中有升, 预计公司 15-17 年归属净利润增速分别为 20%、15% 及 15%, 对应 EPS 分别为 0.95、1.09 及 1.25 元。

表 6: 公司分产品收入预测一览(万元)

		2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
减速离合器	营业收入	39,359.66	39,081.54	39,193.99	40824.46	44021.02	48423.12
	增长率	22.35%	-0.71%	0.29%	4.16%	7.83%	10.00%
	营业成本	21,638.27	20,522.66	19,577.26	19595.74	20689.88	22274.63
	毛利率	45.02%	47.49%	50.05%	52.00%	53.00%	54.00%
一体化装置	营业收入	28.55	146.81	6,526.74	11748.13	16447.38	21125.02
	增长率	-5.87%	414.22%	4345.71%	80.00%	40.00%	28.44%
	营业成本	22.98	119.24	4,167.46	6813.92	9046.06	10985.01
	毛利率	19.51%	18.78%	36.15%	42.00%	45.00%	48.00%
其他	营业收入	157.67	56.71	88.24	105.89	111.18	116.74
	增长率		-64.03%	55.60%	20.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	57.68	32.60	74.77	84.71	84.50	89.89
	毛利率	63.42%	42.51%	15.27%	20.00%	24.00%	23.00%
合计	营业收入	39,545.88	39,285.06	45,808.97	52678.48	60579.58	69664.88
	增长率	11.51%	-0.66%	16.61%	15.00%	15.00%	15.00%
	营业成本	21,718.93	20,674.50	23,819.49	26494.37	29820.44	33349.54
	毛利率	45.08%	47.37%	48.00%	49.71%	50.77%	52.13%

资料来源: 长江证券研究部整理

从估值层面来看, 目前国内华意压缩、天银机电、盾安环境及三花股份等家电上游零部件厂商按 15 年 EPS 估值平均在 54 倍左右, 而考虑到目前新股发行价格限制及公司未来三年业绩增速及可比上市公司估值水平, 我们测算公司合理询价为 8.80 元。

表 8: 可比公司估值一览

	股价	EPS			PE		
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
华意压缩	11.22	0.3	0.39	0.49	33.9	28.77	22.90
三花股份	14.47	0.27	0.4	0.485	42.33	36.18	29.84
天银机电	42.8	0.46	0.66	0.76	60.54	64.85	56.32
盾安环境	20.53	0.15	0.24	0.39	123.93	85.54	52.64
平均					65.18	53.83	40.42

资料来源: 长江证券研究部整理

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	458	527	606	697	货币资金	301	969	1183	1323
营业成本	238	265	298	333	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	220	262	308	363	应收账款	117	135	155	178
%营业收入	48.0%	49.7%	50.8%	52.1%	存货	44	49	56	62
营业税金及附加	5	6	7	8	预付账款	2	2	2	2
%营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	14	13	16	20	流动资产合计	775	1472	1760	1984
%营业收入	3.1%	2.5%	2.7%	2.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	57	54	60	73	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	12.4%	10.3%	9.8%	10.4%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-5	-2	-4	-5	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-1.1%	-0.4%	-0.6%	-0.6%	固定资产合计	50	187	318	443
资产减值损失	-5	1	1	1	无形资产	7	7	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	4	0	0	0
营业利润	154	190	228	267	其他非流动资产	0	-200	-400	-500
%营业收入	33.5%	36.1%	37.7%	38.3%	资产总计	836	1465	1684	1933
营业外收支	34	35	30	30	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	188	225	258	297	应付款项	196	217	245	273
%营业收入	41.0%	42.8%	42.6%	42.6%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	30	36	40	46	应付职工薪酬	18	20	22	25
净利润	158	190	218	251	应交税费	12	14	16	18
归属于母公司所有者的净利润	158.1	189.7	218.1	250.9	其他流动负债	1	1	1	1
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	226	252	284	318
EPS (元/股)	0.79	0.95	1.09	1.25	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	25	27	29	31
					负债合计	251	279	313	349
					归属于母公司	585	1186	1371	1585
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	585	1186	1371	1585
					负债及股东权益	836	1465	1684	1933
					基本指标				
						2014A	2015E	2016E	2017E
					EPS	0.790	0.948	1.091	1.254
					BVPS	3.90	7.91	6.86	7.92
					PE	11.13	9.28	8.07	7.02
					PEG	0.67	0.56	0.48	0.42
					PB	2.26	1.11	1.28	1.11
					EV/EBITDA	9.50	4.01	2.39	1.53
					ROE	27.0%	16.0%	15.9%	15.8%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(86755) 82792756	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8610) 66290412	limj@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及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。

本报告版权仅仅为本公司所有，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长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。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。