

航民股份 (600987.SH) 纺织行业

评级：增持 首次评级

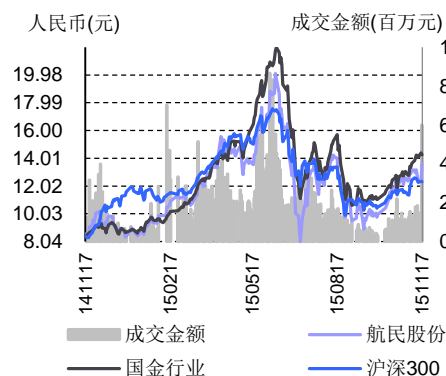
公司研究简报

市场价格 (人民币): 13.63 元
 目标价格 (人民币): 15.00-15.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	635.31
总市值(百万元)	8,659.28
年内股价最高最低(元)	20.08/8.04
沪深 300 指数	3758.39
上证指数	3604.80



稳健经营、盈利水平较优的印染龙头企业

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.618	0.633	0.753	0.874	0.994
每股净资产(元)	3.31	3.79	4.35	5.02	5.81
每股经营性现金流(元)	0.75	1.11	1.25	1.15	1.39
市盈率(倍)	9.14	13.51	18.09	15.57	13.71
行业优化市盈率(倍)	26.76	34.08	58.61	58.61	58.61
净利润增长率(%)	40.88%	2.35%	19.00%	16.13%	13.62%
净资产收益率(%)	18.68%	16.68%	17.33%	17.42%	17.09%
总股本(百万股)	635.31	635.31	635.31	635.31	635.31

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 我们对于印染行业的主要观点如下: (1) 行业总产量逐步减少、淘汰产能持续进行; (2) 区域角度来看, 浙江印染占比 6 成以上, 并还有提升趋势; (3) 盈利水平上看, 与传统纺织服装不同的是, 盈利水平基本呈现上升趋势, 收入规模、利润率水平逐年提升。
- 航民股份作为印染龙头企业, 在规模、盈利水平(毛利率、费用、利润率、人均销售、绩效等)上明显优于同行业其它公司, 我们认为主要原因在于规模效应以及公司对于印染业务的全产业链布局(电力、蒸汽、煤炭、运输等均自产)。在不考虑横向(并购)提升集中度的背景假设下, 公司的业绩成长主要来源于技改带来的产能被动性增长、产品结构优化带来的毛利率提升、内部挖潜带来的利润率提升三方面。

投资建议

- 公司近年来营收、利润均保持了较为稳健的增长态势, 是纺织行业中业绩增长较为稳健, 较少受到行业低迷(需求不足、产业转移)影响的公司, 我们对于公司 2015-2017 年的盈利预测为 0.75 元、0.87 元、0.99 元, 对应目前股价估值为 18 倍、16 倍和 14 倍, 估值较合理。首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险

- 下游服装行业需求低迷超预期, 公司订单下滑;
- 染料价格大幅上涨, 公司未能及时转嫁成本上涨风险。

王冯

分析师 SAC 执业编号: S1130515090005
 fengwang@gjzq.com.cn

内容目录

报告要点.....	3
印染行业的危与机：量减少、盈利不降反升.....	3
印染行业规模现状：产量持续下降.....	3
行业新变化：节能减排，淘汰落后产能.....	4
印染行业的盈利不降反升，上游染料价格没那么重要.....	5
浙江印染龙头企业，全产业链经营提升盈利水平.....	7
全产业链印染龙头企业.....	7
同业比较，规模、盈利水平遥遥领先.....	8
未来空间：内部挖潜带来的产能、效益持续提升.....	9
盈利预测与评级.....	10

图表目录

图表 1：全国印染布当月产量（亿米）及增速（%）.....	4
图表 2：浙江印染布当月产量（亿米）及增速（%）.....	4
图表 3：浙江产量占全国比例稳步提升（%）.....	4
图表 4：2015 年 9 月各地印染产量分布.....	4
图表 5：2010 年以来全国/浙江印染行业淘汰产能情况.....	5
图表 6：全国印染产量以及淘汰产能占比.....	5
图表 7：除 2012 年外，印染行业销售利润率逐年提升.....	5
图表 8：印染成本构成中染料+助剂占比约 20%-25%.....	6
图表 9：印染助剂的主要种类.....	6
图表 10：印染行业产业链.....	6
图表 11：2014 年染料行业市场份额.....	7
图表 12：染料价格对印染价格成本的影响测算.....	7
图表 13：2014 年公司营业收入构成.....	8
图表 14：公司营业收入稳健增长（亿元，%）.....	8
图表 15：公司净利润保持增长态势（亿元，%）.....	8
图表 16：印染上市公司营业收入对比（亿元）.....	9
图表 17：印染上市公司营业收入对比（亿元）.....	9
图表 18：印染上市公司销售毛利率对比（%）.....	9
图表 19：印染上市公司销售净利润率对比（%）.....	9
图表 20：公司近年产能稳定增长（亿米）.....	10
图表 21：公司近 5 年股价 PE（ttm）区间.....	11
图表 22：业务拆分数据.....	12

报告要点

- 这篇报告主要围绕印染行业近年来的变化以及公司盈利水平的相对优势来阐述。

行业部分，主要从趋势变化的角度来讲，主要观点有以下：

- (1) 行业总产量逐步减少、淘汰产能持续进行；
- (2) 区域角度来看，浙江印染占比 6 成以上，并还有提升趋势；
- (3) 盈利水平上看，与传统纺织服装不同的是，盈利水平基本呈现上升趋势，收入规模、利润率水平逐年提升（2012 年以外）。

公司部分，我们的主观要点是：

- 本篇报告的公司部分主要通过同行业的盈利水平（毛利率、费用、利润率、人均销售、绩效等）对比以及公司自身产业链的梳理阐明印染龙头的优势。
- 在不考虑横向（并购）提升集中度的背景假设下，公司的业绩成长主要来源于技改带来的产能被动性增长、产品结构优化带来的毛利率提升、内部挖潜带来的利润率提升三方面。

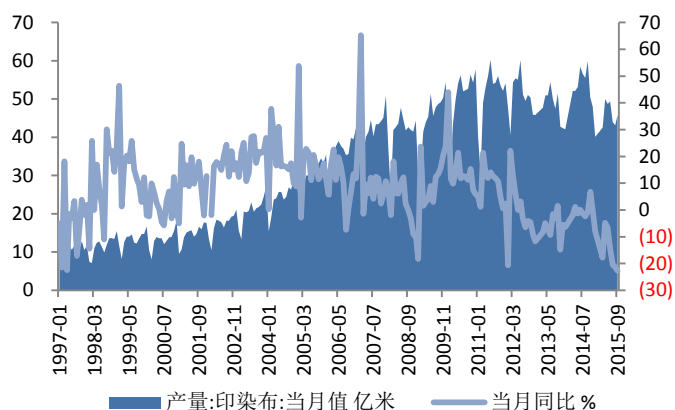
公司近年来营收、利润均保持了较为稳健的增长态势，是纺织行业中业绩增长较为稳健，较少受到行业低迷（需求不足、产业转移）影响的公司，且平均估值与业绩增长匹配的标的，给予“增持”评级。

印染行业的危与机：量减少、盈利不降反升

印染行业规模现状：产量持续下降

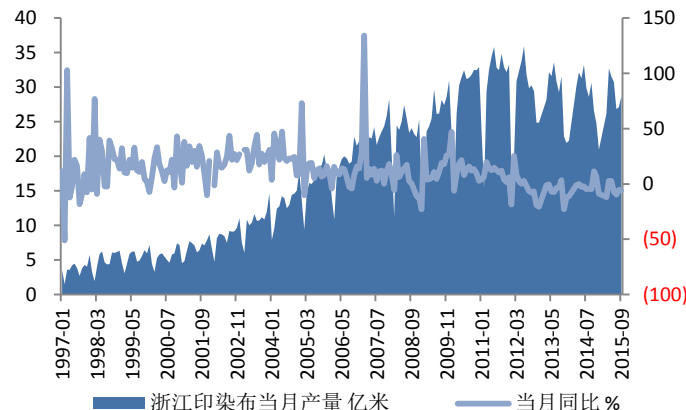
- 印染，又称染整，是一种加工工艺，是对坯布染色、印花、后整理、洗水等的总称。
- 印染行业处于纺织服装产业链的中间环节，作为其上下游纺织行业的配套产业，通常与纺织企业处于同一区域。这对于行业的影响有两方面，首先，随着纺织产业的大规模向东南亚、西部地区转移，印染行业未来也将受到此影响。其次是，中短期来讲，由于印染紧邻的环节棉纺企业、布料商还没有大规模开始转移（主要是成衣制造转移较快），因此，印染受转移的影响相对不大。且，印染行业受运输半径影响、印染价格在占布的成本较低，下游需求客户对于印染价格的不敏感也延缓了产业转移速度。
- 数据上看，2014 年，全国印染布产量每年大约近 540 亿米，其中 6 成以上来自浙江。并且浙江印染布产量占全国的比例还呈现上升的趋势。
 - 从全国印染布的产量来看，在 2010 年达到 601.50 亿米后，近年来总体呈现下降趋势。
 - 2015 年继续减少，至 2015 年 10 月，全国印染产量 426.19 亿米，相比去年同期减少 17%，而 1-6 月减少 13%（国家统计局），下半年下滑明显加快。

图表 1: 全国印染布当月产量 (亿米) 及增速 (%)



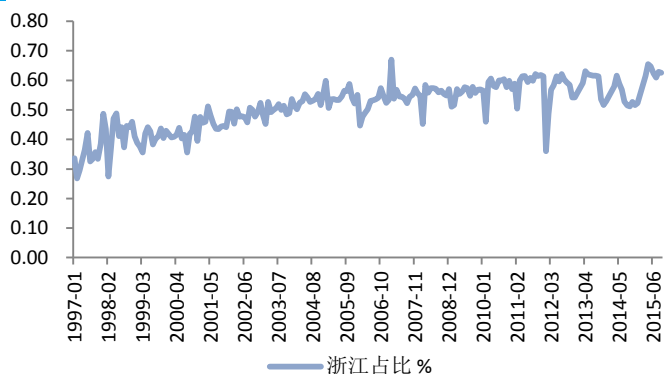
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 2: 浙江印染布当月产量 (亿米) 及增速 (%)



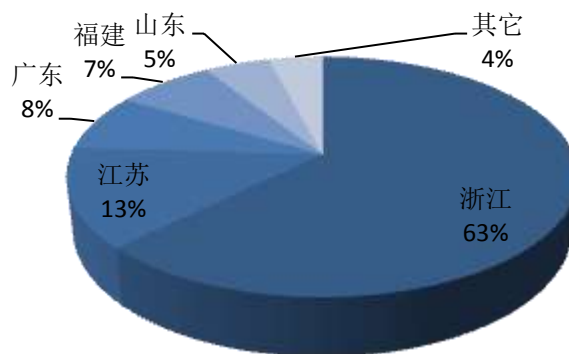
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 3: 浙江产量占全国比例稳步提升 (%)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 4: 2015 年 9 月各地印染产量分布

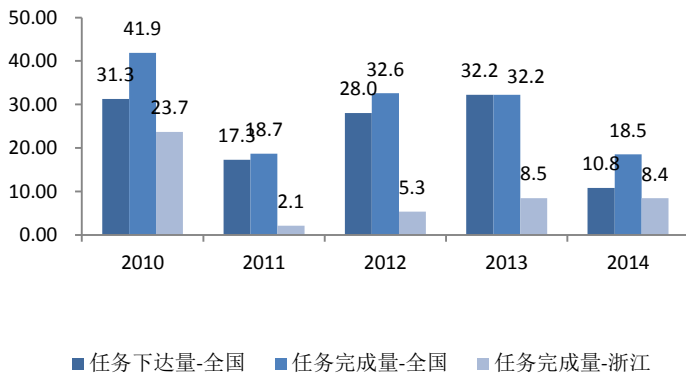


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

行业新变化: 节能减排, 淘汰落后产能

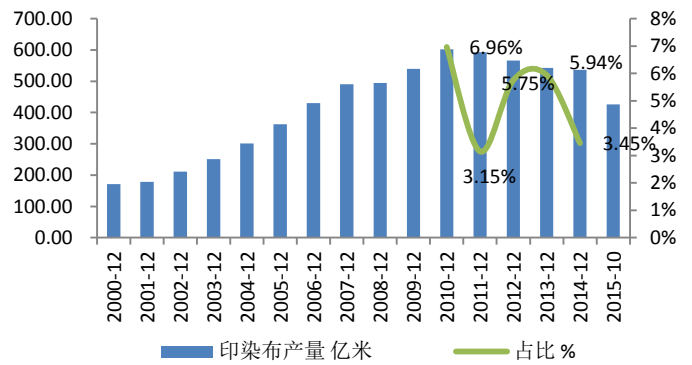
- 印染属于高污染行业, 2010 年以来, 淘汰落后产能力度不断加大。2010-2014 年, 共淘汰落后产能 143.87 亿米, 每年淘汰产能大约占每年印染产量的 3-7%。
 - 2010 年, 国家淘汰印染产能力度较大, 随后虽有所减缓, 但近几年随着环保要求的不断提升, 印染落后产能关闭的工作持续在进行。
 - 我们认为按照十二五规划进行淘汰落后产能的前期, 关闭的产能数据更多是数字上的体现, 很多产能本身就是不开工, 或者开工率很低的工厂, 而随着淘汰落后产能工作的持续推进, 关闭落后产能的进展将对实际供给产生更为直接的影响, 对符合环保标准的企业利好。

图表 5: 2010 年以来全国/浙江印染行业淘汰产能情况



来源: 工业和信息化部, 国金证券研究所

图表 6: 全国印染产量以及淘汰产能占比



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

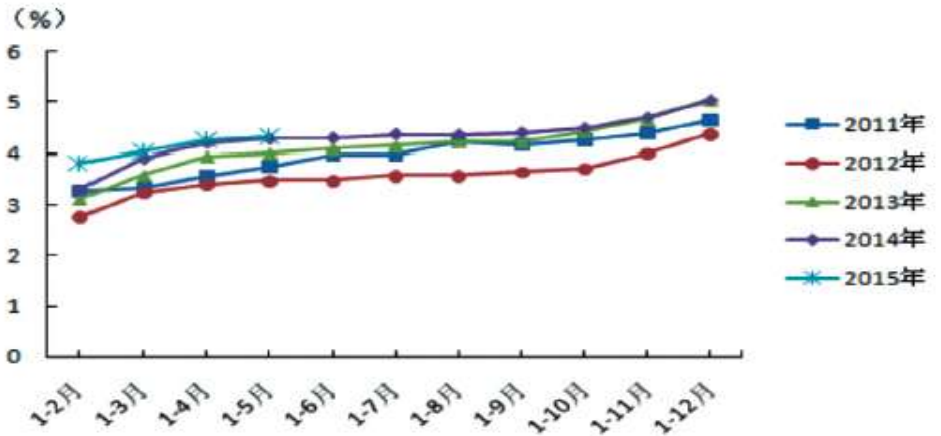
印染行业的盈利不降反升, 上游染料价格没那么重要

■ 尽管产量持续减少, 但效益持续提升

- 印染的产量在 2011 年是高峰, 2012 年以来受下游服装行业整体需求不足以及淘汰落后产能影响, 近年行业总体产量持续下降, 但印染行业的利润总体保持上升趋势。

2011~2015 年, 规模以上印染企业销售利润率保持在 3%~5% 的水平, 2015 年 1~5 月销售利润率高于前四年同期, 较 2011 年同期增长 0.59 个百分点。

图表 7: 除 2012 年外, 印染行业销售利润率逐年提升

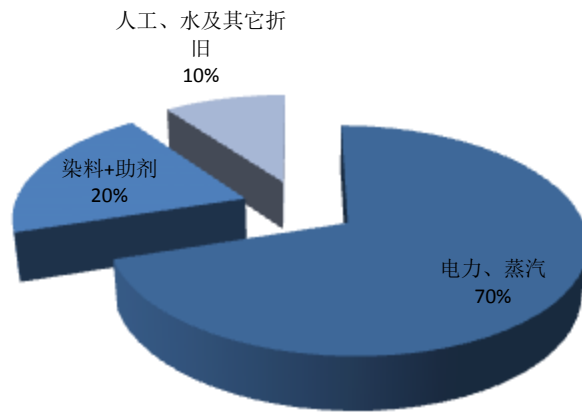


来源: 国家统计局, 纺织服装周刊, 国金证券研究所

■ 染料价格对行业盈利没有直接的负相关关系

- 印染行业的成本构成中, 电力、蒸汽占成本比例近 70%, 而染料、助剂成本占比约为 20-25%, 其余为人工、水费等。

图表 8：印染成本构成中染料+助剂占比约 20%-25%



来源：国金证券研究所

- 成本波动主要在于染料价格：由于印染主要成本里，染料及助剂价格波动较大而其它费用相对平稳，因此一般认为染料及助剂价格对于印染行业的盈利水平影响较大。且在染料与助剂中，价格波动较大的主要为染料。

纺织助剂种类较多，目前我国共有纺织印染助剂企业 2-3 千家，产能 200 万吨左右，行业集中度较低，规模以下企业数量多，竞争供过于求，竞争激烈，价格主要受市场供需影响。

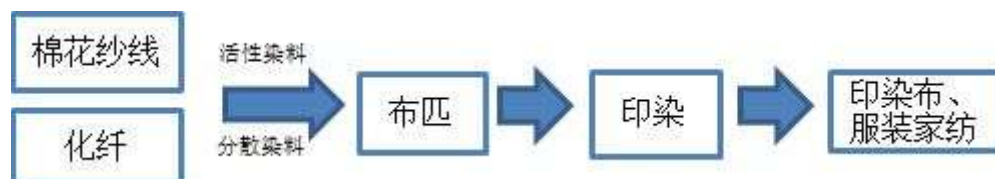
图表 9：印染助剂的主要种类

助剂类别	主要品种
前处理剂	净洗剂、渗透剂、油剂、精炼剂、稳定剂等
染色助剂	匀染剂、消泡剂、促染剂、乳化剂、分散剂、粘合剂、增稠剂、固色剂、防染剂
后整理剂	抗静电剂、柔软剂、树脂整理剂、阻燃剂、防水剂、涂层剂等

来源：中国产业信息网，国金证券研究所

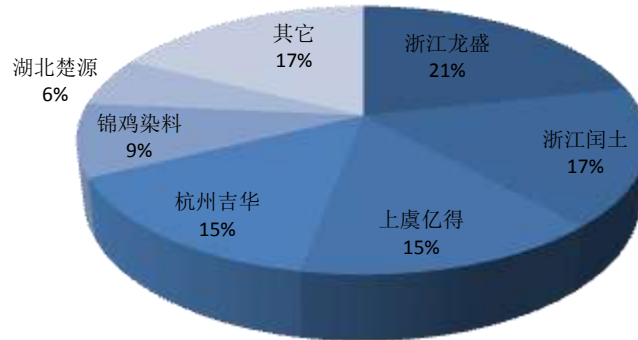
染料行业属于寡头垄断，行业集中度非常高，加之下游极度分散，且对染料需求刚性（不能减少使用量），染料行业寡头有较高的定价权，价格波动也较大。以 2013 年为例，一年内国内染料价格涨幅超七成。其中，分散染料主流品种均价由年初的 1.7 万元/吨上涨至年底的 3.5 万元/吨，涨幅约 1 倍；活性染料均价也由约 2 万元/吨涨至 3.6 万元/吨，涨幅近 80%。今年上半年，染料价格由于其上游供应原料的紧张有较大幅度的提价，但印染行业很快将染费价格调高 10%，除及时应对成本上涨外，上半年印染企业毛利率还有所提升。

图表 10：印染行业产业链



来源：公开资料，国金证券研究所

图表 11：2014 年染料行业市场份额



来源：中国染料行业协会，国金证券研究所

- 成本转移能力强：**造成染料价格与印染企业盈利能力相关性不大的主要原因在于，尽管印染行业极其分散，但由于印染费用对于下游服装企业的成本而言占比较小，因此印染公司具备较强的成本转移能力，在上游染料价格大幅上涨时，染费也会有一定程度提高，盈利水平能维持，甚至提升（供给在减少）。

目前平均的染费价格大约在 2-3 元，对于下游服装制造企业来说，印染价格占服装成本较低，下游对于染费价格上涨接受能力较强。

图表 12：染料价格对印染价格成本的影响测算

染料价格上涨	染费价格上涨
20%	4%-5%
30%	6%-7.5%
50%	10%-12.5%
100%	20%-25%

来源：国金证券研究所

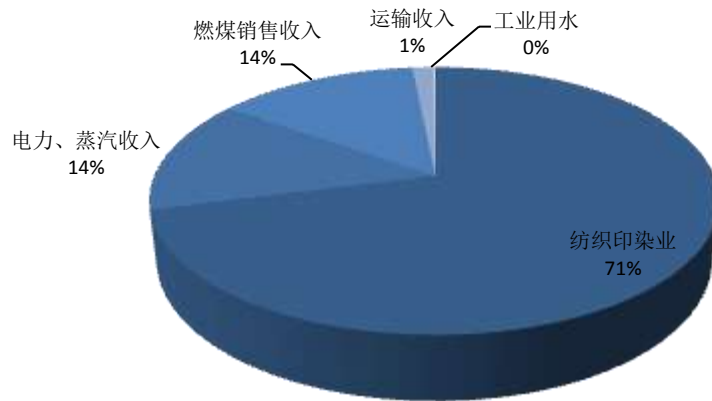
- 龙头印染企业的盈利受染料价格的波动较小，主要原因在于：**
 - 染料采购长期合同占比较高，通常会在染料价格较低时有一定量的储备。
 - 尽管印染行业本身分散，但由于下游服装企业对印染的价格敏感性不高，向下游转嫁能力较强。
 - 有需求较稳定的背景下，淘汰落后产能使得订单向龙头企业集中。

浙江印染龙头企业，全产业链经营提升盈利水平

全产业链印染龙头企业

公司以印染业务为核心，逐步布局上游的电力、蒸汽、煤炭、运输业务，包括工业用水，为印染业务提供燃料供应，节约成本，提高综合效益。

图表 13: 2014 年公司营业收入构成

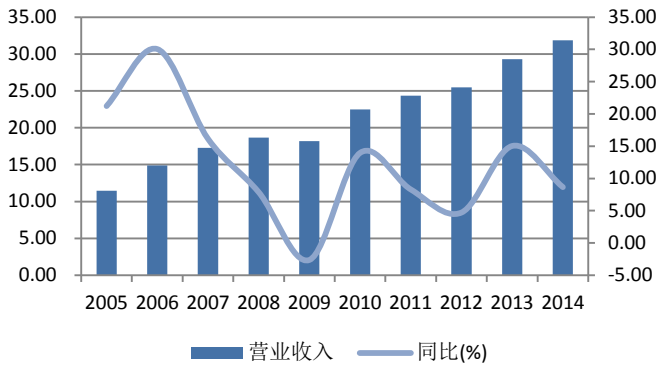


来源: Wind, 国金证券研究所

同业比较, 规模、盈利水平遥遥领先

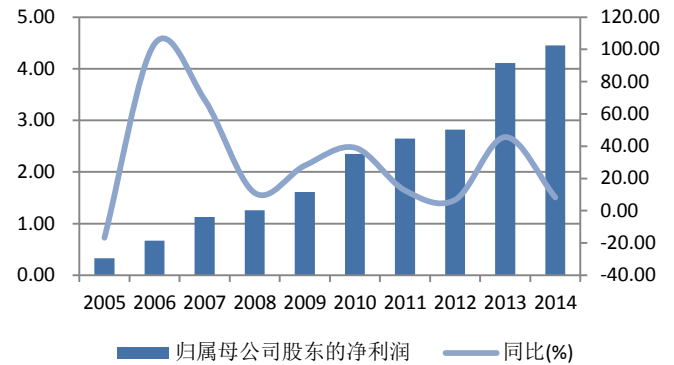
- 作为印染行业的龙头企业, 从历史财务数据看, 营收和利润基本保持了稳定的增长趋势。

图表 14: 公司营业收入稳健增长 (亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 公司净利润保持增长态势 (亿元, %)

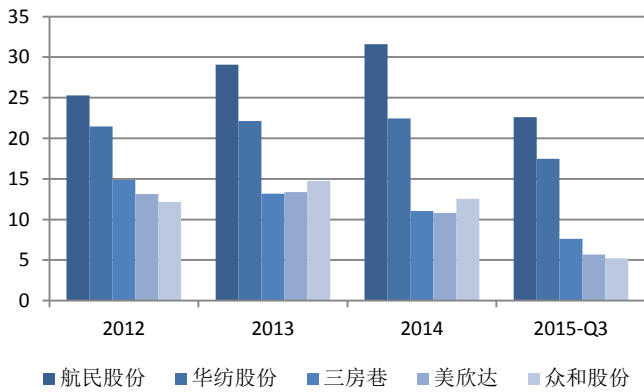


来源: Wind, 国金证券研究所

- 相比同行业公司, 具备较优秀的盈利能力, 主要原因在于规模效应以及全产业链运营。公司的煤炭、电力、蒸汽、水等主要燃料、原料由各子公司提供。
 - 从营业收入看, 航民股份近 3 年营收遥遥领先于其它印染上市公司, 近 3 年营收复合增长率为 9.34%, 远高于华纺股份 (2.15%)、三房巷 (-10.03%)、美欣达 (-6.61%) 和众和股份 (0.15%)。
 - 公司净利润也远高于同类公司, 近 3 年净利润复合增长率为 18.91%, 高于华纺股份 (16.13%)、三房巷 (-23.03%) 和众和股份 (-42.09%)。
 - 从盈利能力看, 公司毛利率和净利率高于同类公司, 即使考虑到公司的业务结构不同 (有些印染公司包含部分低毛利业务), 印染业务的毛利率也是航民股份更高。航民股份近 3 年印染业务毛利率为 20-26%、美欣达印染业务毛利率为 13-15%、华纺股份印染毛利率大约为 8%。

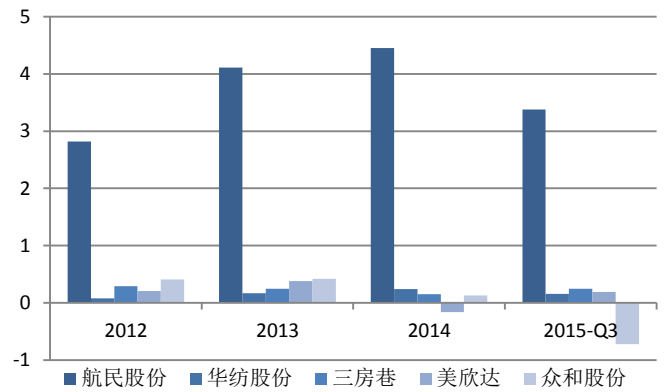
众和股份约 20%、三房巷为 5-7%。

图表 16: 印染上市公司营业收入对比 (亿元)



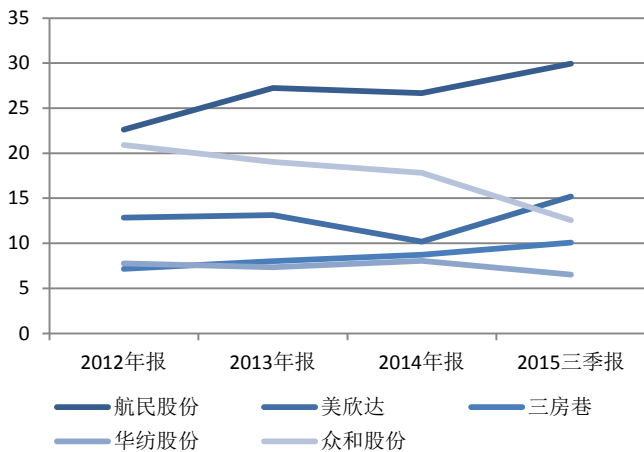
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 印染上市公司营业收入对比 (亿元)



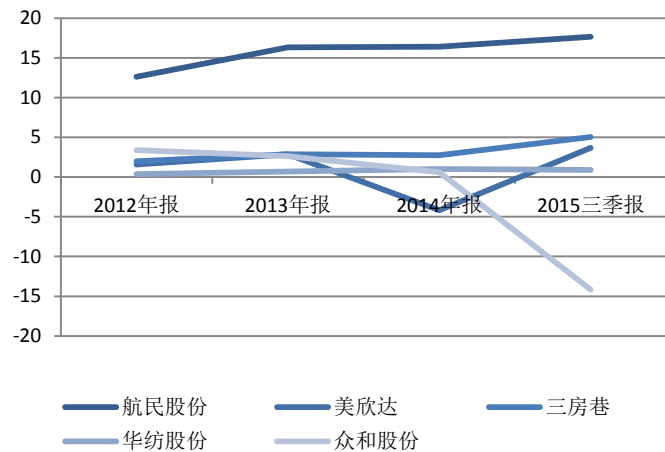
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 印染上市公司销售毛利率对比 (%)



来源: 国金证券研究所

图表 19: 印染上市公司销售净利润率对比 (%)

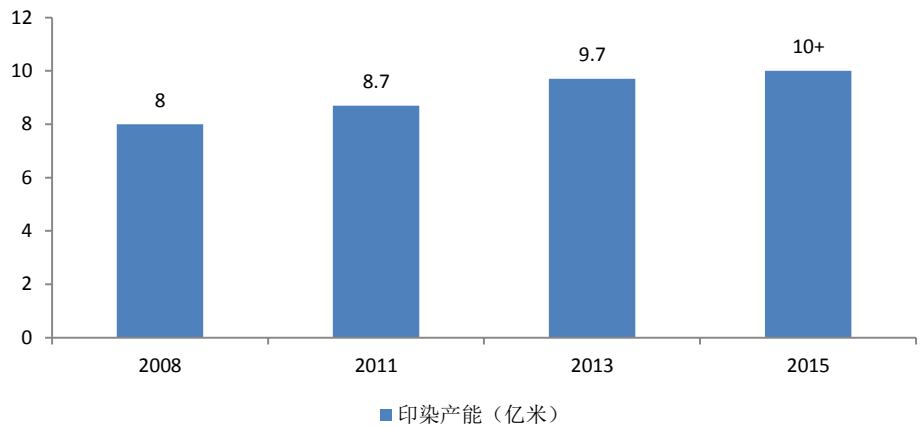


来源: 国金证券研究所

未来空间: 内部挖潜带来的产能、效益继续提升

- 印染业务内部提效挖潜带来的产能被动提升: 公司持续技改提升产量, 并通过减少单位印染产量的污水排放, 在排污指标不增加的前提下, 产能产量有小幅提升。

图表 20: 公司近年产能稳定增长 (亿米)



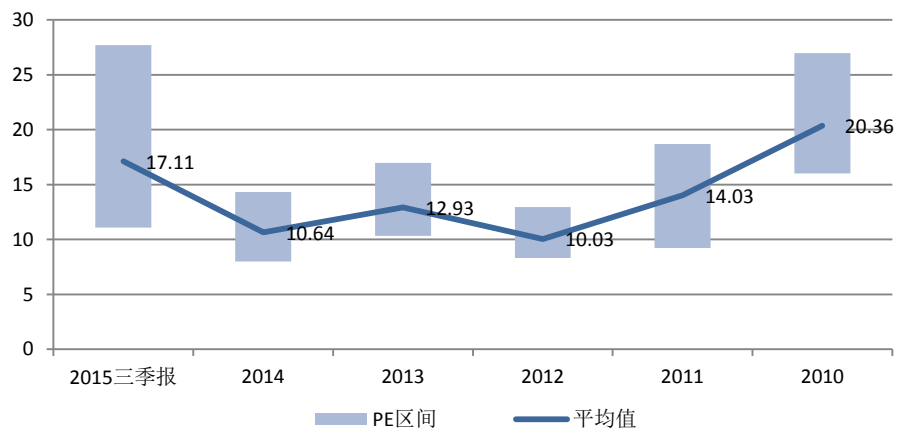
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 印染毛利率、净利润率继续提升: 近年来, 公司通过调整产品结构提高染费价格, 增加后整理程序等方式提高产品附加值, 通过内部挖潜提升经营效益。目前我国平均染费仅 2-3 元, 而国外的印染价格高达 8-9 元, 甚至 10 元以上, 随着公司技改不断深入, 印染质量进一步提升, 有望通过调整产品结构向更高毛利率产品倾斜, 提升盈利水平。
- 其它业务增长:
 - 非织造布业务: 除印染外, 公司还有非织造布业务。近年来非织造布行业产量呈现持续高速增长, 公司非织造布产能 1 万多吨, 预计明年新产能释放, 将增加 1 倍产能, 目前非织造布利润近 2000 万, 新产能释放将进一步增厚利润。
 - 煤炭销售: 公司煤炭销售一部分供印染业务使用, 部分外销, 今年上半年, 煤炭分公司改制为子公司, 完全独立核算, 公司希望通过理顺效益机制提升员工积极性, 煤炭销售收入有望实现较快增长, 对公司营收增长贡献亮点。
 - 另外, 航运公司将继续减亏。我们预计今年航运亏损约 700 万 (去年 1000 多万), 预计明后年将实现盈亏平衡。

盈利预测与评级

- 我们从纵向对比和横向对比两方面对公司的估值进行分析, 目前价格具备较高的安全边际。
 - 从 2010 年以来的数据看, 公司的 PE 区间主要为 10-15 倍之间, 而平均值约为 13 倍, 公司目前对应 2016 年业绩估值 16 倍。
 - 从横向对比看, 印染行业的其它公司估值均较高, 考虑到印染企业样本较少, 估值不具备普遍性, 从纺织制造行业来看, 估值的中位数也为 30 倍。相对而言, 公司具备非常高的安全边际。

图表 21: 公司近 5 年股价 PE (ttm) 区间



来源: Wind, 国金证券研究所

- 我们对于公司 2015-2017 年的盈利预测为 0.75 元、0.87 元、0.99 元，对应目前股价（13.62 元）估值为 18 倍、16 倍和 14 倍，估值较合理。我们认为公司作为印染龙头企业，具备较为稳健的业绩增长和较高的盈利水平，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 22: 业务拆分数据

项 目	2011	2012	2013	2014	1H15	2015E	2016E	2017E
纺织印染业务								
销售收入 (百万元)	2,111.70	2,223.62	2,538.95	2,678.97	1,333.19	2,700.00	2,900.00	3,100.00
增长率 (YOY)	16.26%	5.30%	14.18%	5.51%	3.51%	0.79%	7.41%	6.90%
毛利率	19.61%	20.41%	25.77%	26.06%	27.27%	27.00%	28.00%	29.00%
销售成本 (百万元)	1,697.60	1,769.78	1,884.66	1,980.83	969.63	1,971.00	2,088.00	2,201.00
增长率 (YOY)	14.86%	4.25%	6.49%	5.10%	-0.61%	-0.50%	5.94%	5.41%
毛利 (百万元)	414.10	453.84	654.29	698.14	363.56	729.00	812.00	899.00
增长率 (YOY)	22.38%	9.60%	44.17%	6.70%	16.40%	4.42%	11.39%	10.71%
占总销售额比重	86.96%	87.47%	86.83%	84.32%	90.55%	83.33%	82.04%	80.90%
占主营业务利润比重	78.44%	76.30%	80.66%	80.40%	79.98%	78.47%	78.88%	79.24%
电力、蒸汽收入								
销售收入 (百万元)	594.07	593.95	553.95	521.22	256.60	530.00	540.00	550.00
增长率 (YOY)	8.88%	-0.02%	-6.73%	-5.91%	2.76%	1.68%	1.89%	1.85%
毛利率	16.74%	21.73%	25.02%	29.68%	32.50%	32.50%	33.00%	34.00%
销售成本 (百万元)	494.62	464.88	415.35	366.52	173.21	357.75	361.80	363.00
增长率 (YOY)	7.56%	-6.01%	-10.65%	-11.76%	-5.22%	-2.39%	1.13%	0.33%
毛利 (百万元)	99.45	129.07	138.60	154.70	83.40	172.25	178.20	187.00
增长率 (YOY)	15.95%	29.78%	7.39%	11.62%	24.52%	11.35%	3.45%	4.94%
占总销售额比重	24.46%	23.36%	18.95%	16.40%	17.43%	16.36%	15.28%	14.35%
占主营业务利润比重	18.84%	21.70%	17.09%	17.82%	18.35%	18.54%	17.31%	16.48%
煤炭销售收入								
销售收入 (百万元)	298.48	415.01	410.69	514.24	74.54	400.00	500.00	600.00
增长率 (YOY)	30.53%	39.04%	-1.04%	25.21%	-75.79%	-22.22%	25.00%	20.00%
毛利率	2.44%	2.55%	2.90%	2.74%	4.62%	5.00%	6.00%	6.00%
销售成本 (百万元)	291.20	404.43	398.78	500.15	71.10	380.00	470.00	564.00
增长率 (YOY)	27.60%	38.88%	-1.40%	25.42%	-76.40%	-24.02%	23.68%	20.00%
毛利 (百万元)	7.28	10.58	11.91	14.09	3.44	20.00	30.00	36.00
增长率 (YOY)	1492.52%	45.31%	12.54%	18.31%	-47.73%	41.94%	50.00%	20.00%
占总销售额比重	12.29%	16.33%	14.05%	16.18%	5.06%	12.35%	14.14%	15.66%
占主营业务利润比重	1.38%	1.78%	1.47%	1.62%	0.76%	2.15%	2.91%	3.17%
运输收入								
销售收入 (百万元)	41.03	55.19	59.27	52.06	21.02	42.00	46.00	52.00
增长率 (YOY)	-10.96%	34.51%	7.39%	-12.16%	-21.16%	-19.32%	9.52%	13.04%
毛利率	0.00%	0.00%	8.83%	0.00%	0.00%	0.00%	2.00%	7.00%
销售成本 (百万元)	41.03	55.19	54.04	52.06	21.02	42.00	45.08	48.36
增长率 (YOY)	10.61%	34.51%	-2.09%	-3.66%	-21.16%	-19.32%	7.33%	7.28%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	5.23	0.00	0.00	0.00	0.92	3.64
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	295.65%
占总销售额比重	1.69%	2.17%	2.03%	1.64%	1.43%	1.30%	1.30%	1.36%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.65%	0.00%	0.00%	0.00%	0.09%	0.32%
工业用水								
销售收入 (百万元)	7.40	8.52	8.33	7.34	13.54	28.00	29.00	30.00
增长率 (YOY)	-3.01%	15.14%	-2.23%	-11.88%	307.83%	281.47%	3.57%	3.45%
毛利率	25.36%	30.00%	31.00%	31.00%	31.25%	31.00%	32.00%	33.00%
销售成本 (百万元)	5.52	5.96	5.75	5.06	9.31	19.32	19.72	20.10
增长率 (YOY)	-2.85%	7.98%	-3.63%	-11.88%	306.35%	281.47%	2.07%	1.93%
毛利 (百万元)	1.88	2.56	2.58	2.28	4.23	8.68	9.28	9.90
增长率 (YOY)	-3.51%	36.20%	1.03%	-11.88%	311.12%	281.47%	6.91%	6.68%
占总销售额比重	0.30%	0.34%	0.28%	0.23%	0.92%	0.86%	0.82%	0.78%
占主营业务利润比重	0.36%	0.43%	0.32%	0.26%	0.93%	0.93%	0.90%	0.87%
内部抵销								
销售收入 (百万元)	-624.26	-754.15	-647.28	-596.56	-226.62	-460.00	-480.00	-500.00
增长率 (YOY)	25.91%	20.81%	-14.17%	-7.84%	-20.89%	-22.89%	4.35%	4.17%
毛利率	-0.84%	0.16%	0.22%	0.15%	0.02%	0.20%	0.20%	0.20%
销售成本 (百万元)	-629.50	-752.94	-645.86	-595.67	-226.57	-459.08	-479.04	-499.00
增长率 (YOY)	27.39%	19.61%	-14.22%	-7.77%	-20.85%	-22.93%	4.35%	4.17%
毛利 (百万元)	5.24	-1.21	-1.42	-0.89	-0.05	-0.92	-0.96	-1.00
增长率 (YOY)	-420.51%	-123.01%	18.01%	-37.16%	-77.40%	2.81%	4.35%	4.17%
占总销售额比重	-25.71%	-29.67%	-22.14%	-18.78%	-15.39%	-14.20%	-13.58%	-13.05%
占主营业务利润比重	0.99%	-0.20%	-0.18%	-0.10%	-0.01%	-0.10%	-0.09%	-0.09%
销售总收入 (百万元)	2428.42	2542.14	2923.91	3177.27	1472.27	3240.00	3535.00	3832.00
销售总成本 (百万元)	1900.46	1947.30	2112.72	2308.96	1017.68	2310.99	2505.56	2697.46
毛利 (百万元)	527.96	594.84	811.19	868.31	454.59	929.01	1029.44	1134.54
平均毛利率	21.74%	23.40%	27.74%	27.33%	30.88%	28.67%	29.12%	29.61%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	2,548	2,931	3,184	3,240	3,535	3,832	货币资金	468	617	921	1,461	2,005	2,721
增长率		15.0%	8.6%	1.8%	9.1%	8.4%	应收款项	484	588	547	743	791	798
主营业务成本	-1,956	-2,114	-2,315	-2,311	-2,506	-2,697	存货	148	127	163	190	206	222
%销售收入	76.8%	72.1%	72.7%	71.3%	70.9%	70.4%	其他流动资产	53	177	450	185	200	216
毛利	592	816	869	929	1,029	1,135	流动资产	1,152	1,509	2,081	2,579	3,203	3,957
%销售收入	23.2%	27.9%	27.3%	28.7%	29.1%	29.6%	%总资产	40.9%	43.7%	54.1%	64.2%	70.6%	76.6%
营业税金及附加	-20	-25	-26	-26	-33	-31	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%	固定资产	1,410	1,440	1,495	1,358	1,248	1,116
营业费用	-37	-47	-49	-49	-53	-57	%总资产	50.1%	41.7%	38.9%	33.8%	27.5%	21.6%
%销售收入	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	74	79	74	80	86	93
管理费用	-134	-161	-169	-194	-194	-211	非流动资产	1,663	1,944	1,762	1,440	1,337	1,211
%销售收入	5.2%	5.5%	5.3%	6.0%	5.5%	5.5%	%总资产	59.1%	56.3%	45.9%	35.8%	29.4%	23.4%
息税前利润 (EBIT)	401	584	625	660	749	836	资产总计	2,816	3,453	3,843	4,018	4,539	5,168
%销售收入	15.7%	19.9%	19.6%	20.4%	21.2%	21.8%	短期借款	69	77	355	0	0	0
财务费用	-19	-19	-29	23	36	49	应付款项	157	144	146	161	171	184
%销售收入	0.8%	0.6%	0.9%	-0.7%	-1.0%	-1.3%	其他流动负债	151	236	302	386	383	404
资产减值损失	-2	-2	-1	0	0	0	流动负债	377	457	803	547	555	588
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	18	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	394	643	327	327	327	327
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	790	1,100	1,130	874	882	916
营业利润	380	563	595	683	785	884	普通股股东权益	1,786	2,102	2,410	2,761	3,190	3,694
%营业利润率	14.9%	19.2%	18.7%	21.1%	22.2%	23.1%	少数股东权益	240	251	303	383	468	558
营业外收支	10	5	7	6	6	6	负债股东权益合计	2,816	3,453	3,843	4,018	4,539	5,168
税前利润	391	568	602	689	791	890	比率分析						
利润率	15.3%	19.4%	18.9%	21.3%	22.4%	23.2%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-75	-112	-126	-131	-150	-169	每股指标						
所得税率	19.3%	19.8%	20.9%	19.0%	19.0%	19.0%	每股收益	0.658	0.618	0.633	0.753	0.874	0.994
净利润	315	456	476	558	641	721	每股净资产	4.217	3.309	3.793	4.346	5.020	5.814
少数股东损益	37	63	74	80	85	90	每股经营现金净流	0.970	0.752	1.112	1.246	1.149	1.387
归属于母公司的净利润	279	393	402	478	556	631	每股股利	0.200	0.200	0.210	0.200	0.200	0.200
净利率	10.9%	13.4%	12.6%	14.8%	15.7%	16.5%	回报率						
							净资产收益率	15.61%	18.68%	16.68%	17.33%	17.42%	17.09%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.90%	11.37%	10.46%	11.90%	12.24%	12.21%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	13.35%	15.62%	14.88%	15.74%	15.51%	15.02%
净利润	319	474	518	558	641	721	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	4.71%	15.03%	8.65%	1.75%	9.10%	8.40%
非现金支出	148	153	159	166	168	170	EBIT 增长率	8.20%	45.42%	7.08%	5.61%	13.48%	11.56%
非经营收益	25	18	1	-2	-6	-6	净利润增长率	5.37%	40.88%	2.35%	19.00%	16.13%	13.62%
营运资金变动	-82	-168	28	70	-72	-5	总资产增长率	19.73%	22.65%	11.28%	4.57%	12.96%	13.85%
经营活动现金净流	411	478	707	791	730	881	资产管理能力						
资本开支	-231	-132	-202	161	-59	-39	应收账款周转天数	20.6	21.1	21.2	25.0	23.0	21.0
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	29.2	23.7	22.9	30.0	30.0	30.0
其他	-132	-307	20	0	0	0	应付账款周转天数	23.2	19.6	18.6	20.0	20.0	20.0
投资活动现金净流	-363	-439	-182	161	-59	-39	固定资产周转天数	196.8	175.6	165.3	148.1	122.4	100.3
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	241	238	-38	-355	0	1	净负债/股东权益	-3.33%	1.14%	-11.54%	-38.42%	-47.91%	-58.02%
其他	-122	-124	-178	-57	-127	-127	EBIT 利息保障倍数	20.7	31.0	21.5	-28.2	-20.9	-17.1
筹资活动现金净流	119	114	-216	-412	-127	-126	资产负债率	28.05%	31.85%	29.41%	21.76%	19.43%	17.73%
现金净流量	167	152	309	540	544	716							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD