

2015年12月7日

桃李面包 (603866.SH)

公司新股定价

证券研究报告

桃李面包

烘焙产业成长前景良好，龙头桃李面包大有可为

■**烘焙食品行业龙头企业**：沈阳桃李面包是国内烘焙行业的知名企业，2014年公司实现收入20.58亿元，公司主营业务是生产和销售桃李品牌的面包、月饼及粽子等。其中，面包是公司的主导产品。2014年，面包收入占公司总收入的97.35%，月饼占比2.06%，粽子占比0.59%。

■**烘焙行业符合快节奏消费趋势，行业空间巨大**：烘焙行业需求的本质在于满足消费者越来越快节奏的生活环境下对便利性和健康的追求，相比于西方国家主食以烘焙为主不同，烘焙行业中短期替代主食市场仍较遥远，但是对于早餐和工作餐的替代效益却愈发明显。根据中国产业信息网的数据，目前中国烘焙品的人均消费量不到英美人均消费量的1/10。而与饮食习惯类似的亚洲发达国家日韩和港台相比，人均消费量也存在至少一倍以上的提升空间。2014年中国烘焙行业市场规模为899亿元。随着城镇化和消费者饮食习惯的西化，烘焙行业成长前景良好。

■**“中央工厂+批发”模式构建全国化基础，产能继续扩张背景下全国化加速**：烘焙行业竞争模式主要分为两类，第一类为“中央工厂+连锁店”模式，以85度C、克莉丝汀、面包新语等为代表，其主要特点是新鲜、品种多样，但由于门店租金、人工成本、保质期短导致的货损成本，使得这类模式虽然产品价格高，但往往难以盈利。同时由于其扩张依赖于门店的扩张，因此全国化的速度较慢，截止2014年，85度C、克莉丝汀、面包新语的门店数量分别为487家、952家、817家，2014年营业收入分别为25.96亿元、12.55亿元、37.66亿元，净利润分别为1.06亿元、-1.51亿元、0.78亿元，盈利能力普遍偏低。

第二类是以宾堡、桃李面包为代表的“中央工厂+批发”的模式，这类模式在口味、新鲜度和多样性上相比连锁店有所欠缺，但由于其高度标准的工厂生产以及特殊的包装工艺，使得其保质期更长、销售半径更远，更容易实现全国化。

■**合理PE区间25-32倍，给予目标股价市值84-107亿元**：我们预计公司未来收入增速可保持在15%左右（行业整体将稳步增长，公司扩张的产能得到较好的消化），预计净利润将保持在13%-15%之间。预计上市摊薄后公司2015-2017年EPS分别为0.75/0.87/1.01元，考虑到公司所处行业成长性和公司本身质地，参考行业平均估值，给予2015年25-32倍估值，目标市值84-107亿元，目标股价18.75-24元。

■**风险提示**：食品安全风险；跨区域经营风险；产品单一风险。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,757.8	2,058.0	2,393.6	2,819.6	3,245.3
净利润	254.6	273.0	336.2	392.3	454.5
每股收益(元)	0.63	0.67	0.75	0.87	1.01
每股净资产(元)	2.23	2.56	3.15	4.02	5.03

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
毛利率	34.8%	33.2%	34.0%	34.0%	34.0%
净利润率	14.5%	13.3%	14.0%	13.9%	14.0%
净资产收益率	28.2%	26.3%	23.7%	21.7%	20.1%
ROIC	43.8%	40.1%	38.1%	43.2%	49.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目标股价：18.75—24元

发行数据

总股本(万股)	40,511
发行数量(万股)	4,501
网下发行(万股)	3,151
网上发行(万股)	1,350
保荐机构	
发行日期	上午 12:00:00
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

吴志刚	19.84%
吴志刚	19.84%
吴学亮	17.65%
盛雅莉	12.62%
吴学东	7.40%
盛利	3.51%
盛雅萍	3.09%
盛龙	3.09%
林元	0.33%
孙广喜	0.20%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-68767593

刘颜

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515060003
liuyan@essence.com.cn
012-68767593

相关报告

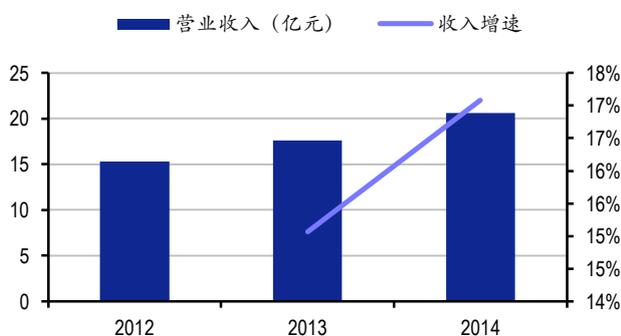
1. 桃李面包成长性良好，盈利能力不断增强

1.1. 12年以来桃李面包营收和利润不断向好

沈阳桃李面包股份有限公司是国内面包行业的知名企业,2014年公司实现收入20.58亿元,公司主营业务是生产和销售桃李品牌的面包、月饼及粽子等。公司营业收入主要来自面包等产品的销售,2014年面包的销售收入为20亿元(占比97.35%),月饼的销售收入为4,239.20万元(占比2.06%),粽子的销售收入为1,208.31万元(占比0.59%)。报告期内,公司抓住了面包行业发展的良好机遇,不断加大新产品的研发和营销力度,营业收入保持了持续快速增长。

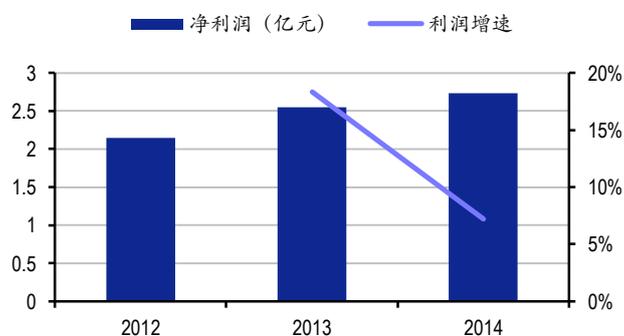
桃李面包过去3年收入(2012-2014年)为15.27亿元、17.57亿元和20.58亿元,过去3年收入复合增速为16%。公司过去3年利润(2012-2014年)分别为:2.15亿元、2.55亿元和2.72亿元,净利润复合增速12.5%。

图 1: 公司的收入及增速



数据来源: 公司招股意向书

图 2: 公司的利润及增速



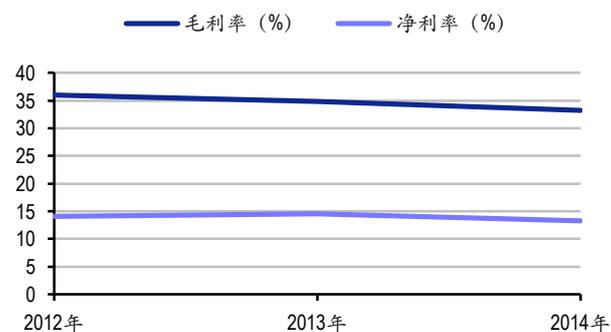
数据来源: 公司招股意向书

图 3: 桃李面包的产品结构



数据来源: 公司招股意向书

图 4: 公司的盈利水平

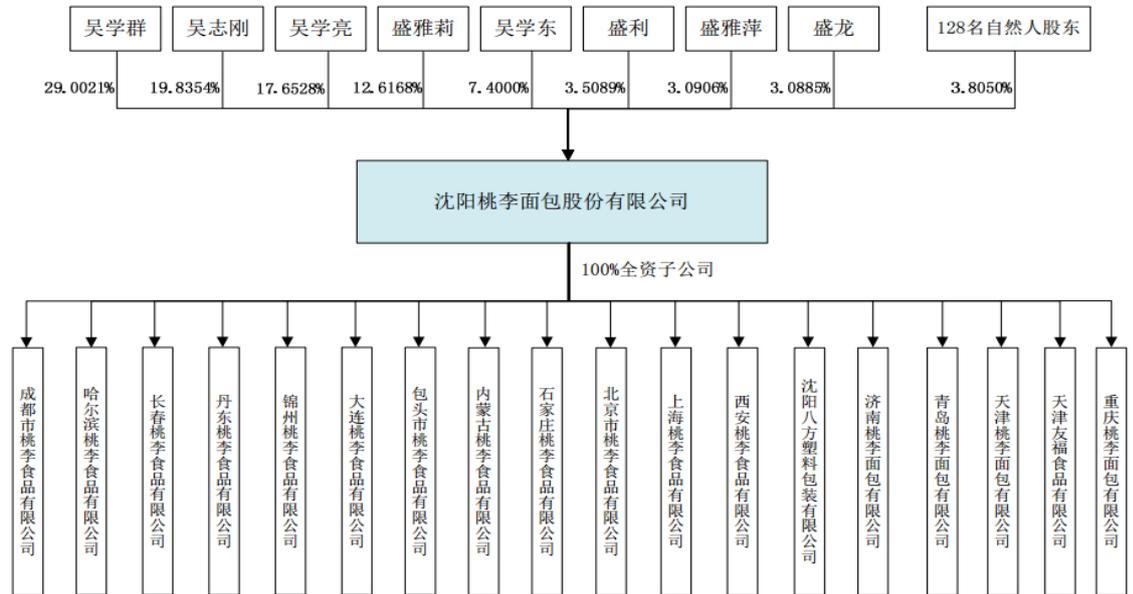


数据来源: 公司招股意向书

1.2. 公司的股权结构

公司的股权结构较为集中，实际控制人为吴学群、吴学亮、吴志刚、盛雅莉和吴学东五人，实际控制人皆为亲友关系。截至本招股意向书签署日，五人合计持有沈阳桃李 35,045.16 万股股份，占公司本次发行前股本总额的 86.51%。

图 5：发行人及控股子公司的股权结构图



数据来源：公司招股意向书

本次公开发行的人民币普通股的数量不超过 4,501.26 万股，占发行后公司总股本的 10%。本次发行均为公司发行新股，不安排公司股东公开发售股份。每股发行价格为 13.76 元，预计募集资金总额 61,937.34 万元。

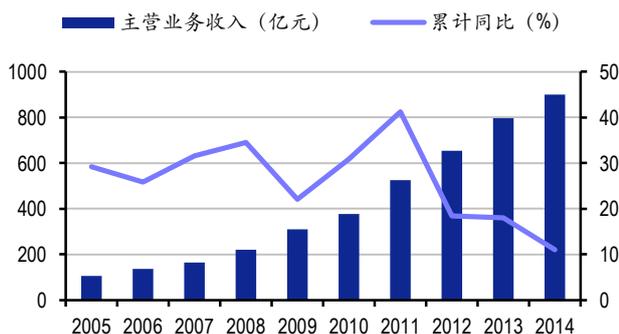
2. 烘焙食品前景良好，糕点面包子行业规模将达千亿

2.1. 烘焙符合快节奏消费趋势，行业空间将达千亿

烘焙食品是以面粉和酵母为基本原料，添加盐、糖、油脂、乳品、鸡蛋、水和添加剂等，经过一系列复杂的工艺手段烘焙而成的方便食品。随着人们饮食结构的调整和生活品质的提高，携带方便化、品种丰富化、口味多样化的烘焙食品将保持稳定的增长。据国家统计局数据统计，作为食品工业的重要分支，烘焙行业市场规模超过 2000 亿，利润规模超过 200 亿，其中桃李面包所在的糕点、面包行业市场规模 800 亿，利润规模在 80 亿附近。

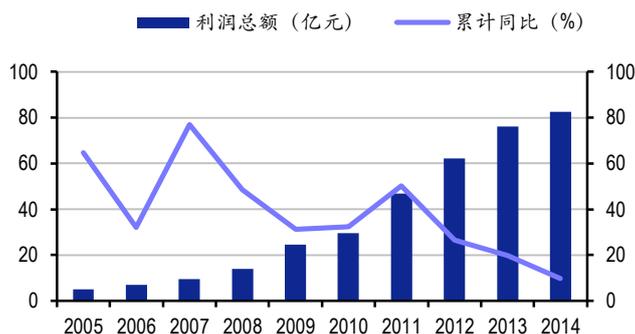
烘焙需求的本质在于满足消费者越来越快的生活节奏下对便利性和健康的追求，相比于西方国家主食以烘焙为主不同，烘焙行业中短期替代主食市场仍较遥远，但是对于早餐或工作餐的替代效益却愈发明显。根据中国产业信息网的数据，目前中国烘焙品的人均消费量不到英美人均消费量的 1/10。而与饮食习惯类似的亚洲发达国家日韩和港台相比，人均消费量也存在至少一倍以上的提升空间。随着城镇化和消费者饮食习惯的西化，烘焙行业仍是我国朝阳性产业。根据国家统计局的数据，我国烘焙行业的收入规模在 899 亿元，过去 5 年的复合增速为 20%，属于朝阳行业。

图 6：糕点、面包行业市场规模



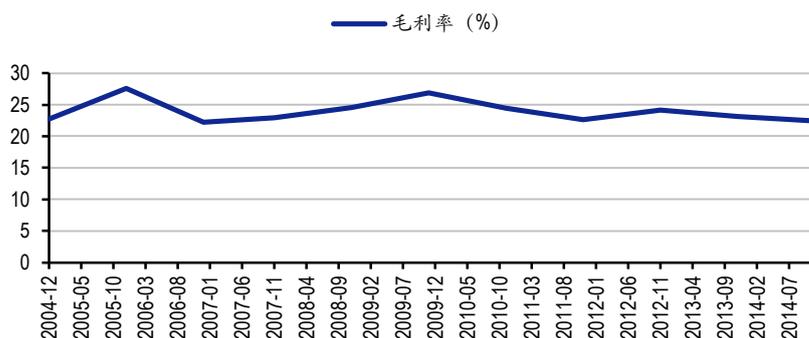
数据来源：wind 资讯，安信证券研究中心

图 7：糕点、面包行业利润规模



数据来源：wind 资讯，安信证券研究中心

图 8：2004-2014 年糕点、面包行业毛利率



数据来源：wind 资讯，安信证券研究中心

2.2. “中央工厂+批发”规模效应明显，易于全国化复制

烘焙行业竞争模式主要分为两类：

第一类为“中央工厂+连锁店”模式，以 85 度 C、克莉丝汀、面包新语等为代表。采用此种模式的企业通常在城区周边设立工厂，制作成品或半成品，在市区人口密集的商业区和居民区设立各式各样的烘焙连锁店，包括面包房、西饼屋等。通过专门的物流配送将工厂制作的半成品或成品运送到市区门店进行现场加工、销售。这种经营模式多定位于城市的时尚消费群体，店面装潢整洁精致，产品新鲜、形状美观。其主要特点是新鲜、品种多样，但由于门店租金、人工成本、保质期短导致的货损成本，使得这类模式虽然产品价格高，但往往难以盈利。同时由于其扩张依赖于门店的扩张，因此全国化的速度较慢，截止 2014 年，85 度 C、克莉丝汀、面包新语的门店数量分别为 487 家、952 家、817 家，2014 年营业收入分别为 25.96 亿元、12.55 亿元、37.66 亿元，净利润分别为 1.06 亿元、-1.51 亿元、0.78 亿元，盈利能力普遍偏低。同时由于连锁店模式进入壁垒较低，各个区域均有相对较强的区域品牌，全国性品牌相对于这些区域品牌优势不明显，从而导致这种模式全国化难度大，集中度极度分散。

图 9：克莉丝汀及面包新语门店数变化情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

第二类是以宾堡、桃李面包为代表的“中央工厂+批发”的模式，这类模式在口味、新鲜度和多样性上相比连锁店有所欠缺，但由于其高度标准的工厂生产以及特殊的包装工艺，使得其保质期更长、销售半径更远，更容易实现全国化。

表 2：两种模式的盈利情况对比

公司名称	经营模式	毛利率			销售净利率			主营产品
		2012	2013	2014	2012	2013	2014	
克莉丝汀	连锁店模式	50.03%	49.69%	47.24%	1.45%	-2.71%	-12.03%	面包、糕点
面包新语		53.97%	53.04%	52.68%	3.03%	3.01%	2.72%	面包、糕点
台湾 85 度 C		55.24%	55.54%	56.27%	7.46%	4.00%	3.03%	面包、糕点
桃李面包	中央工厂+批发	36.00%	34.79%	33.25%	14.07%	14.51%	13.27%	面包、月饼、粽子
麦趣尔	“中央工厂+批发”模式	50.37%	49.60%	48.03%	14.90%	14.90%	12.89%	乳制品、烘焙制品

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

克莉丝汀、面包新语，台湾 85 度 C 等以连锁店为主要经营模式因为其产品价格较高，一般毛利率较高，但是由于其租金成本、人工成本高，往往实际盈利能力不理想，目前以克莉丝汀、面包新语和 85 度 C 为例，其净利率普遍在 2%-3%，但以桃李面包和麦趣尔为主的中央工厂+批发模式，净利率可达 12%-15%。

表 3：两种模式的营收水平对比

公司名称	经营模式	营业收入 (亿元)			净利润 (亿元)			净利率 (%)		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
克莉丝汀	连锁店模式	13.90	13.81	12.55	0.20	-0.37	-1.51	1.44	-2.68	-12.03
面包新语		28.57	34.27	37.66	0.77	0.87	0.78	2.70	2.54	2.07
桃李面包	中央工厂+批发	15.28	17.58	20.58	2.15	2.55	2.73	14.09	14.48	13.26

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 面包市场集中度不断上升，开始步入行业整合期

国内面包行业具有明显的区域性特征。公司产品的销售区域主要集中在东北、华东、华北等地区，行业内与公司经营模式（“中央工厂+批发”式）相同并形成竞争关系的企业主要如下：

2007 年 3 月，宾堡（北京）食品有限公司成立，并在同年 4 月推出以“宾堡小熊”为标志的全线产品。其中，切片面包为宾堡的主营产品，“基础系列”切片针对中低端市场，“原生系列”切片针对中高端市场，是本公司在华北地区的主要竞争对手。

曼可顿：该公司由比利时亚太国际集团（Artal Group）于 1995 年在中国投资建设的外商独资企业，总部位于上海，目前，该公司的主营产品已扩展至多品种多层次的面包系

列及蛋糕等烘焙食品，旗下各类品牌定位于不同市场，是本公司在华北及华东地区的主要竞争对手。

中国的面包行业集中度较低，企业之间竞争较为激烈，可替代性较强，但是随着食品安全标准的提高，行业开始步入整合期。同时，由于规模较大的企业具有规模优势，生产和销售的成本均低于中小企业，对上下游企业的议价能力较强，因此未来几年，面包行业的销售规模将进一步向以桃李面包为代表的大中型企业集中。

3. 桃李优势分析：高性价比产品+全国化渠道网络奠定桃李龙头地位，上市后全国化步伐将加速迈进

3.1. 产品性价比高，明星产品深受消费者喜爱

桃李面包一直以“为社会提供高性价比的产品，让更多的人爱上面包”为使命，通过提供持续创新且丰富的产品以满足消费者不断变化的需求。桃李品牌自推出以来，一直视产品质量安全为首要任务，不断开发不同口味不同种类的产品满足消费者不断变化的消费需求，公司先进的生产设备、精益求精的产品工艺、严格的质控体系和措施，保证了公司不断生产出适销对路的产品，“高性价比”已经成为桃李最重要的核心价值及品牌形象。

公司不断引进日本、欧洲等先进的生产设备，并结合公司自身经验进行一定程度上的改良，使其在生产过程中形成了自身独特的生产工艺，降低了次品率，提升了产品品质。公司高度注重产品质量安全，已建立完整的生产质量安全过程监控体系，对各生产过程及关键控制点进行监控，按照 ISO22000 食品安全体系要求分别对原材料、生产、仓储、运输等过程进行危害分析，确定关键控制点、关键限值并进行监控和验证，保证食品安全。公司对产品生产的全过程实行严格标准化管理，通过一系列制度将质量控制细化贯穿到每个生产环节。通过不断的开发和推广，目前拥有多款深受消费者喜爱的明星产品，其中 3 大系列包括软式面包、起酥面包、调理面包。此外，公司还生产月饼、粽子等产品，主要是针对传统节日开发的节日食品。

表 4: 公司的产品种类及明星产品

种类	品种	明星产品
烘焙食品	面包	
节日产品	月饼	



数据来源：公司招股意向书

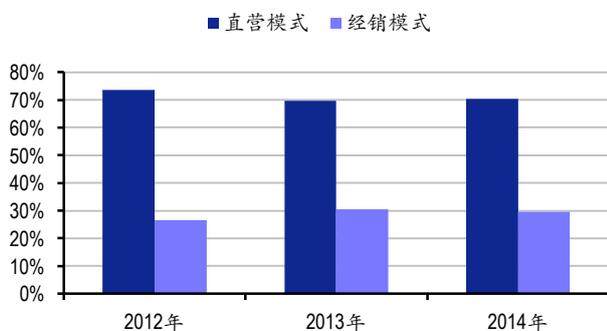
3.1. 全国化布局的工厂及庞大且稳定的销售网络，共同奠定桃李全国化的基础

公司在多年的市场营销实践中，采用直营与经销相结合的销售模式进行渠道开拓，截至2014年12月31日，公司已在东北、华北、华东、西南、西北等14个中心城市及周边地区建立起7万多个零售终端。另外，随着与家乐福、沃尔玛、大润发等大型商超之间建立了稳定的合作关系，公司对销售终端的控制力逐渐加强，这为公司加快拓展国内其他地区市场的战略奠定了基础。

面包作为典型的快速消费品，长期以来，行业集中度较低，管理水平低下，进入门槛不高，多数地区的面包企业呈现地域化特征。但是随着国家对食品安全的重视以及食品生产标准的提高，未来行业集中度和行业准入门槛会进一步提高。桃李面包作为深耕东北辐射全国的大型面包企业，具有高标准的专业化生产，面包行业的提高对桃李面包进军全国市场的战略规划具有较大的利好。

为了配合公司发展战略，公司将华东、西北及西南作为未来的重点突破区域，利用东北地区成熟的市场运作经验，以中心城市为依托，向外埠市场拓展，深耕渠道，强化终端，建成全面完善、布局合理、可控性更强、运营效率更高的终端销售网络，强化公司的竞争优势。

图 10：不同销售模式占比



数据来源：公司招股意向书

图 11：桃李面包工厂全国分布图



数据来源：公司招股意向书

公司主要通过直营和经销两种模式进行销售：一是针对大型连锁商超（KA 客户）和中心城市的中小超市、便利店终端，公司直接与其签署协议销售产品的模式；二是针对外埠市场的便利店、县乡商店、小卖部，公司通过经销商分销的经销模式。

表 5：桃李面包的销售模式

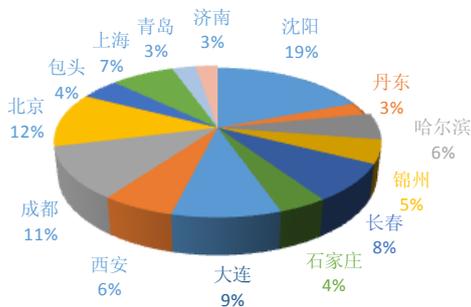
市场形态	客户分类	直营模式	经销模式
中心城市	KA 客户	√	-
	中小客户	√	-
外埠城市	KA 客户	√	--
	中小客户	-	√

数据来源：公司招股意向书

公司由东北沈阳起家，目前沈阳收入占比仅占全部收入的 19%，而全国其他的 13 个城

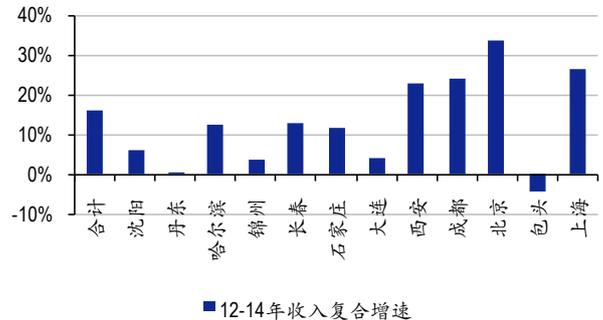
市占比已达到 81%，公司已成为全国性企业，但其中主要的市场还是集中于华北，近年来以上海为代表的华东市场，以及成都、西安为代表的西部市场增速在 20%-30%之间，远快于其他市场，说明公司区域复制的逻辑成立。

图 12：2014 年公司收入分区域结构



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

图 13：2012-2014 年复合各区域收入复合增速



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

3.2. 桃李面包未来继续发力，奠定面包行业龙头地位

未来三年，公司将继续依托其品牌知名度和美誉度，充分发挥产能布局优势和渠道网络优势，坚持大力发展以面包为核心的烘焙产品，稳步发展月饼、粽子等传统节日产品，优化产品结构，拓展新市场，继续保持公司良好的发展态势，奠定公司在中国面包行业的龙头地位。

公司将扩大生产基地，重点实施沈阳本部面包系列产品生产基地、北京桃李面制食品生产加工二期项目、哈尔滨桃李面包系列产品生产基地及石家庄桃李面包系列产品生产基地建设项目，丰富公司产品线，进一步提升企业效益。

公司目前生产销售的产品以面包为主，月饼、粽子等传统节日产品为辅。面包是公司的主导产品，报告期内占营业收入的比重均在 94% 以上。月饼分为 3 大类别、粽子主要以真空包装粽子为主。为适应市场需求，未来公司将进一步做强做大面包产品，稳步发展月饼、粽子等传统节日产品，进一步丰富公司产品线，不断推出味美、营养、附加值高的系列产品，充分利用公司扩大的产能并开拓新的市场，增强市场竞争力。

4. 募投资项目投向

4.1. 解决产能瓶颈，满足新增市场的需求

为了进一步提高市场份额，应对其他品牌的竞争，奠定公司在面包行业的领先地位，满足日益增长的消费需求。本次募集资金扣除发行费用后，将投资于“沈阳面包系列产品生产基地建设项目”、“北京桃李“面制食品生产加工二期建设项目”、“哈尔滨面包系列产品生产基地建设项目”和“石家庄桃李面包系列产品生产基地建设项目”。上述项目的建设期均为 18 个月，根据项目的建设规划，项目的建成将解决当前公司的产能瓶颈，满足新增市场的需求。

表 6：本次发行募集资金的投资方向

序号	募集资金投资方向	项目总投资额 (亿元)	拟投入募集资金额(亿元)
1	沈阳面包系列产品生产基地建设项目	4.30	2.43
2	面制食品生产加工二期项目	1.92	1.02
3	哈尔滨桃李面包系列产品生产基地建设项目	1.50	1.20
4	石家庄桃李面包系列产品生产基地建设项目	1.20	1.00

数据来源：公司招股意向书

根据项目建设规划，达产后沈阳地区、北京地区、哈尔滨地区和石家庄地区第一年产能利用率 72%，第二年产能利用率 88%，并在剩余期间保持不变，未来销量根据沈阳、北京、哈尔滨和石家庄地区 2009 年至 2012 年销量年复合增长率进行测算，未来公司新增

的产能将得到较好的消化。

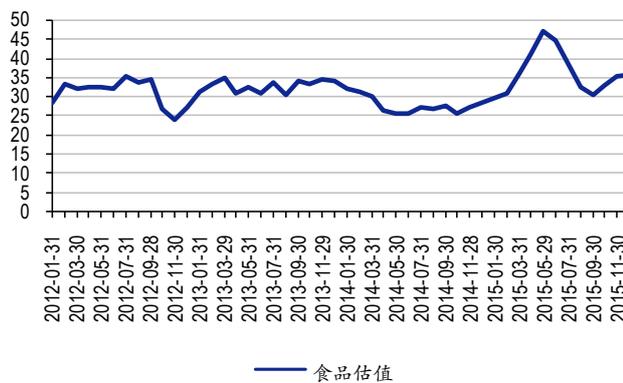
5. 盈利预测和估值建议

5.1. 参考行业可比估值，我们给予公司 25-32 倍合理市盈率

我们参考食品饮料行业同类公司市盈率,2012 年以来食品行业估值中枢在 30-35 倍之间,当前行业平均估值为 35 倍,参考目前食品行业中的市值 100 亿以下的中小公司市盈率,平均估值在 62 倍左右(剔除亏损公司和奇异值公司)。

我们认为考虑到公司本身体量、质地和成长性,给予公司 25 倍-32 倍估值合理,目标市值 84-107 亿元之间。

图 14: 食品板块整体估值



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

表 7: 市值 100 亿以下食品公司平均估值

证券代码	证券简称	市盈率	市值(亿元)
603020.SH	爱普股份	56	98
002216.SZ	三全食品	121	93
002557.SZ	洽洽食品	25	87
002650.SZ	加加食品	63	85
002770.SZ	科迪乳业	78	71
002726.SZ	龙大肉食	58	68
600305.SH	恒顺醋业	29	67
002507.SZ	涪陵榨菜	44	62
002719.SZ	麦趣尔	94	57
002732.SZ	燕塘乳业	59	56
002695.SZ	煌上煌	64	47
000716.SZ	黑芝麻	57	47
002661.SZ	克明面业	59	46
002582.SZ	好想你	65	23
平均		62	

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

6. 风险提示

食品安全控制的风险。国家对食品安全的监管非常重视,消费者的食品安全意识也逐

渐增强，食品安全控制已经成为食品加工企业的重中之重。

区域经营风险。各区域的经济水平、文化、习俗及消费习惯存在一定的差异，跨区域管理对公司管理层提出了更高的要求。

过于倚重于单一品牌和主导产品的风险。报告期内，面包的销售额均占公司总销售额的 94%以上，毛利占公司总毛利均超过 93%。面包产品在很大程度上将直接决定公司的业绩。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年12月04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	1,757.8	2,058.0	2,393.6	2,819.6	3,245.3	成长性					
减:营业成本	1,146.3	1,374.3	1,579.0	1,860.4	2,141.1	营业收入增长率	15.1%	17.1%	16.3%	17.8%	15.1%
营业税费	17.7	20.5	23.9	28.2	32.5	营业利润增长率	16.3%	5.8%	23.3%	16.7%	15.8%
销售费用	212.9	259.5	292.0	352.5	405.7	净利润增长率	18.3%	7.2%	23.2%	16.7%	15.8%
管理费用	52.1	56.8	71.8	84.6	97.4	EBITDA 增长率	15.4%	6.0%	20.7%	14.7%	14.2%
财务费用	0.5	-1.3	-1.5	-5.7	-10.0	EBIT 增长率	14.8%	5.2%	23.3%	15.8%	15.1%
资产减值损失	0.2	1.1	0.5	0.5	0.5	NOPLAT 增长率	17.2%	7.2%	23.2%	15.8%	15.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	17.2%	29.6%	2.2%	1.0%	0.9%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	27.4%	14.8%	36.7%	27.6%	25.1%
营业利润	328.1	347.1	427.9	499.2	578.3	利润率					
加:营业外净收支	6.4	4.8	6.0	7.0	8.1	毛利率	34.8%	33.2%	34.0%	34.0%	34.0%
利润总额	334.5	351.9	433.8	506.3	586.4	营业利润率	18.7%	16.9%	17.9%	17.7%	17.8%
减:所得税	79.9	78.9	97.6	113.9	131.9	净利润率	14.5%	13.3%	14.0%	13.9%	14.0%
净利润	254.6	273.0	336.2	392.3	454.5	EBITDA/营业收入	21.5%	19.5%	20.2%	19.7%	19.6%
						EBIT/营业收入	18.7%	16.8%	17.8%	17.5%	17.5%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资本周转天数	91	82	71	58	48
货币资金	172.8	111.1	481.8	866.8	1,314.0	流动资本周转天数	15	14	16	16	17
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	73	67	87	128	163
应收帐款	148.7	202.8	196.7	273.2	272.4	应收帐款周转天数	29	31	30	30	30
应收票据	-	0.1	0.2	0.1	0.1	存货周转天数	10	9	10	10	10
预付帐款	7.3	8.8	16.6	8.8	20.8	总资产周转天数	195	199	213	232	251
存货	51.4	55.5	83.9	72.1	106.2	投资资本周转天数	127	134	132	114	100
其他流动资产	2.8	0.6	1.1	1.5	1.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	28.2%	26.3%	23.7%	21.7%	20.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	24.4%	22.1%	21.0%	19.3%	18.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	43.8%	40.1%	38.1%	43.2%	49.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	452.5	482.9	467.5	448.2	424.9	销售费用率	12.1%	12.6%	12.2%	12.5%	12.5%
在建工程	33.9	186.0	186.0	186.0	186.0	管理费用率	3.0%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
无形资产	109.3	107.3	114.7	121.8	128.7	财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
其他非流动资产	66.1	80.2	52.1	50.5	49.5	三费/营业收入	15.1%	15.3%	15.1%	15.3%	15.2%
资产总额	1,044.8	1,235.2	1,600.6	2,028.9	2,503.7	偿债能力					
短期债务	-	20.0	-	-	-	资产负债率	13.5%	16.0%	11.3%	10.7%	9.5%
应付帐款	105.8	142.6	150.0	185.1	204.7	负债权益比	15.6%	19.0%	12.8%	12.0%	10.5%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.80	1.92	4.31	5.63	7.22
其他流动负债	31.2	34.5	31.2	32.1	32.8	速动比率	2.42	1.64	3.84	5.30	6.77
长期借款	3.9	-	-	-	-	利息保障倍数	614.23	-269.98	-284.65	-87.00	-56.69
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	140.9	197.1	181.2	217.2	237.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	150.0	405.1	450.1	450.1	450.1	股息收益率					
留存收益	753.9	633.0	969.2	1,361.6	1,816.1						
股东权益	903.9	1,038.1	1,419.3	1,811.7	2,266.2						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	254.6	273.0	336.2	392.3	454.5	EPS(元)	0.63	0.67	0.75	0.87	1.01
加:折旧和摊销	57.5	66.4	58.0	62.2	66.4	BVPS(元)	2.23	2.56	3.15	4.02	5.03
资产减值准备	0.2	1.1	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	1.4	0.4	-1.5	-5.7	-10.0	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-25.2	-15.8	1.5	-19.6	-23.7	CAGR(%)	15.5%	18.5%	16.0%	15.5%	18.5%
经营活动产生现金流量	318.8	319.4	394.2	429.3	487.2	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-196.8	-258.2	-50.0	-50.0	-50.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-87.5	-122.8	26.5	5.7	10.0	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

苏铖、刘颜分别声明，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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@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

